

2025年12月

Trust must be earned

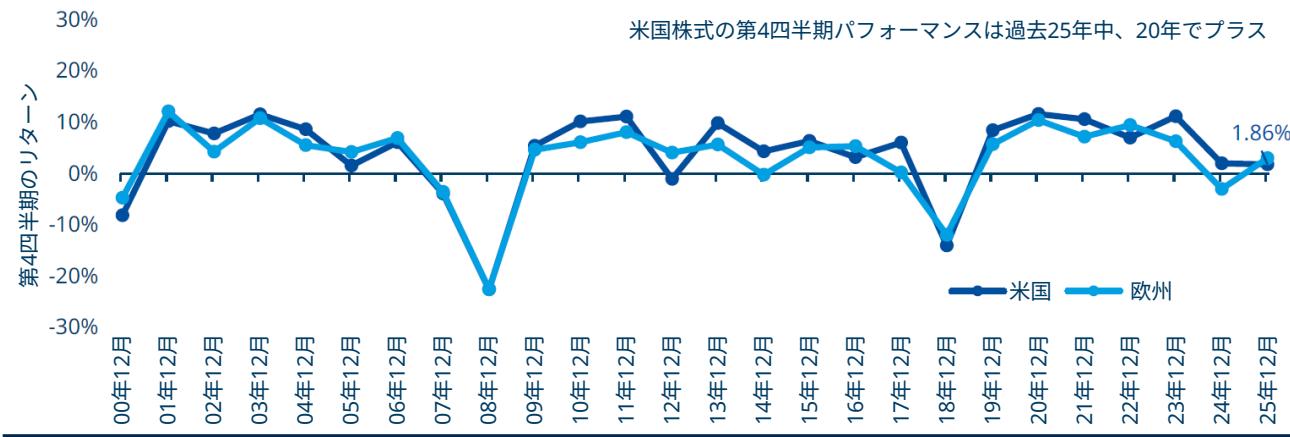
## 過熱相場に一服の気配

今年も残すところわずかとなるなか、リスク資産は概ねプラス圏で推移し、グローバル株式や金属価格も相次いで高値を更新しています。米国の政府閉鎖が過去最長を更新するなかでも、市場の熱狂が衰えることはありませんでした。市場は足元の弱さから目を背けていますが、そこには「金融・財政政策による支援が期待できる」、「AI関連銘柄への投資はほぼ確実に利益が得られる」、「米決算が好結果（欧州はやや控えめ）となったので、今後も予想を上回る決算が期待できる」といった思惑がうかがえます。関税が消費に与える影響もほぼ織り込まれていません。

一方で、米国での人工知能（AI）ブームの過熱感に対する最近の懸念は、当社のスタンスを裏付けるものです。AI関連の設備投資は米国経済を押し上げてはいますが、雇用創出にはつながっていないと当社では引き続き考えています。さらに、金融・財政支援は景気を安定させる可能性はあるものの、財政優位や金融抑圧といったリスクはくすぶっています。以下の点には特に留意が必要です。

- 米国の成長見通しはまちまちです。AI関連の投資が押し上げ材料となる一方、個人消費や雇用情勢は悪化しつつあります。**今年は高所得層が消費をけん引してきましたが、中低所得層の家計は厳しい状況にあるため、消費全体は影響を受けることになりそうです。例えば、医療保険の補助が年末に期限を迎えると、こうした世帯の医療費負担は増えることになります。加えて、米国労働市場の軟化は継続し、賃金の伸びは鈍化するとみられます。そして最後に、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性に対するリスクが残っています。FRBが圧力に屈すれば、経済的理由だけでは正当化できないほどの利下げを行うかもしれません。そうなれば、インフレ期待が不安定化する可能性があります。

### 今後も第4四半期のリターンがプラスとなるかはFRBとAIブームの動向次第



出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2025年12月1日現在）。S&P500およびストックス600の10月から12月までの3ヵ月間のリターン。2025年第4四半期のデータは12月1日現在のもの。

バリュエーションが割高で、AI投資に厳しい目が向けられる状況下、当社の主要な関心は、生産性と業績の向上にあります。

- ヨーロッパ圏の2025年の域内総生産（GDP）成長率の見通しを1.1%から1.3%（欧州委員会の秋季予測と同水準）に上方修正しましたが、内需が弱いことから定性的な評価は変更していません。今回の修正は主に、フランスとスペインで第3四半期のGDPが上振れしたことを受けたのですが、ヨーロッパ圏経済に対する評価は据え置いています。需要の回復は非常に鈍く、それは貯蓄率が高止まりする状況とも整合します。また、ドイツ以外の欧州諸国の財政スタンスは中立的です。そして、対米輸出を巡る外部環境に不透明感が漂っており、たとえ米国最高裁判所がトランプ氏の緊急権限による関税賦課を阻止したとしても、同氏が品目別関税を課す可能性は残ります。
- ヨーロッパ圏と米国のインフレ見通しは据え置いています。米国ではFRBの目標を上回るインフレが短期的に続くとみられます。ヨーロッパ圏ではディスインフレが続いているとみられ、総合消費者物価指数（総合CPI）の上昇率は2026年に前年比約1.7%に減速した後、2027年に小幅に上昇する見込みです。重要なのは、欧州中央銀行（ECB）は2027年のインフレ率を1.9%と予測しているものの、それが新排出量取引制度（ETS2）の導入を前提としたものだという点です。ETS2の導入が2027年から延期された場合、ECBは同年のインフレ見通しを下方修正することになるでしょう。米国のインフレ見通しは、コアサービス価格の上昇がどれだけ速やかに鈍化するのか、関税がコア財の価格にどれだけ早く、強く転嫁されるのかにかかっています。

米国の経済は鈍化しながらも急速には悪化しておらず、株式は割高ではあるものの依然として投資機会があります。そのため、資金が集中する銘柄群の配分比率を引き下げ、より高い収益が見込める資産クラスに分散投資を行うことが肝要です。米国例外主義に疑問が突き付けられ、それが長期的なドル安を招くと予想されることからも、分散投資の重要性が増しています。

#### アムンディ・インベストメント・インスティテュート：ヨーロッパ圏の低成長を受けECBは利下げ実施の見通し

当社では現在、ECBが来年の第1四半期と第2四半期に各1回、合計0.50%の利下げを行うとみています。ただし、経済成長やインフレの動向次第で今後の状況は大きく変わります\*。また、市場は欧州経済の下振れリスクを考慮していないようで、2026年6月までの大幅利下げは織り込まれていないとみられます。この点で、当社の見方は市場と異なっています。一方で日銀については、ターミナルレート（政策金利の到達点）の予想を0.75%から1.00%に引き上げ、12月に1回、来年にさらに1回の利上げを見込んでいます。日銀は財政拡張による円安の抑制に努めるとみられます。円安は輸入物価を押し上げ、インフレを加速させるため、日銀はそうした状況を避けたい考えです。

FRBとイギリス銀行（BOE）に関する見通しに変更はありません。当社では、FRBが12月に利下げを実施すると引き続き予想していますが、インフレの高止まり懸念や景気の底堅さを踏まえ、FRB内の議論を注視しています。BOEについても見通しを据え置いており、12月の利下げが現実味を帯びていると考えています。財政面では、ポンドや債券利回りのボラティリティが高水準で推移すると見込まれます。

当社では、ヨーロッパ圏の今年の経済成長見通しを上方修正しましたが、内需は低水準で推移し、ディスインフレも進行するとみられることから、ECBが来年利下げを2回実施すると考えています。

**モニカ・ディフェンド**  
アムンディ・インベストメント・インスティテュート・ヘッド

主要資産クラスに対する当社の投資方針を以下に示します。

- **債券については、デュレーション全体の見通しを中立としており、イールドカーブの動きに地域差が生じる可能性があるとみています。そのため、欧州連合（EU）のデュレーションの見通しをポジティブに引き上げた一方で、英国に対するポジティブな見通しを引き下げ、米国の見通しを中立・やや慎重としました。同時に、欧州の投資適格債と新興国の債券の見通しをポジティブに据え置きました。後者については利回りに妙味があり、銘柄選別の余地も大きいとみられます。**
- **株式については、クオリティの高いシクリカル銘柄とディフェンシブ銘柄を組み合わせるバーベル戦略を継続しています。当社の主な関心は、強固なファンダメンタルズと魅力的なバリュエーションを併せ持つ銘柄を見極めることであり、こうした銘柄は欧州、日本、新興国市場で見出すことができます。新興国市場では、固有の力強い経済成長や分散投資先としてのポテンシャルの高さを背景に、株式の魅力が高まっています。**
- **マルチアセットについては、リスク資産に対してよりバランス重視のスタンスを継続するよう努めています。株式全体の見通しは引き続きポジティブとしていますが、米国株式の見通しを引き下げた一方、割安感のある欧州株式の見通しを引き上げるなど、資産配分を調整しました。また、新興国債券については、スプレッドの縮小を踏まえて見通しを引き下げました。新興国債券は現時点で悪材料が非常に少なく、今後も投資機会をもたらす可能性があると引き続き考えています。**

分散投資を意識しながらも、ややリスクオンの姿勢を維持するべきだと考えています。それにより、欧州、日本、新興国など多様な地域の投資機会を捉えることが可能になります。

## 全体的なリスクセンチメント

**リスクオフ**



**リスクオン**



相場が過熱する米国IT銘柄以外の分野に投資機会があることから、ややリスクオンの姿勢で臨むべき局面だと考えています。金（ゴールド）などの適切な安全資産でバランスを取ることも忘れてはいけません。

### 前月からの変化

- **債券：**戦術的な観点から、英国デュレーションに対するポジティブな見方を引き下げ、米国デュレーションの見通しを引き下げた一方で、EUのデュレーションの見通しを引き上げた。
- **マルチアセット：**米国株式の見通しを引き下げた一方で、欧州株式の見通しを引き上げた。新興国債券については、スプレッドの縮小を受けて、戦術的な観点から中立の見方に転じた。

全体的なリスクセンチメントは、様々な投資プラットフォームが表明するリスク資産（クレジット、株式、コモディティ）に対する定性的な見解であり、グローバル投資委員会（GIC）で共有されたものです。当社のスタンスは、市場や経済的背景の変化を反映して調整されることがあります。

## 債券市場

## 執筆者

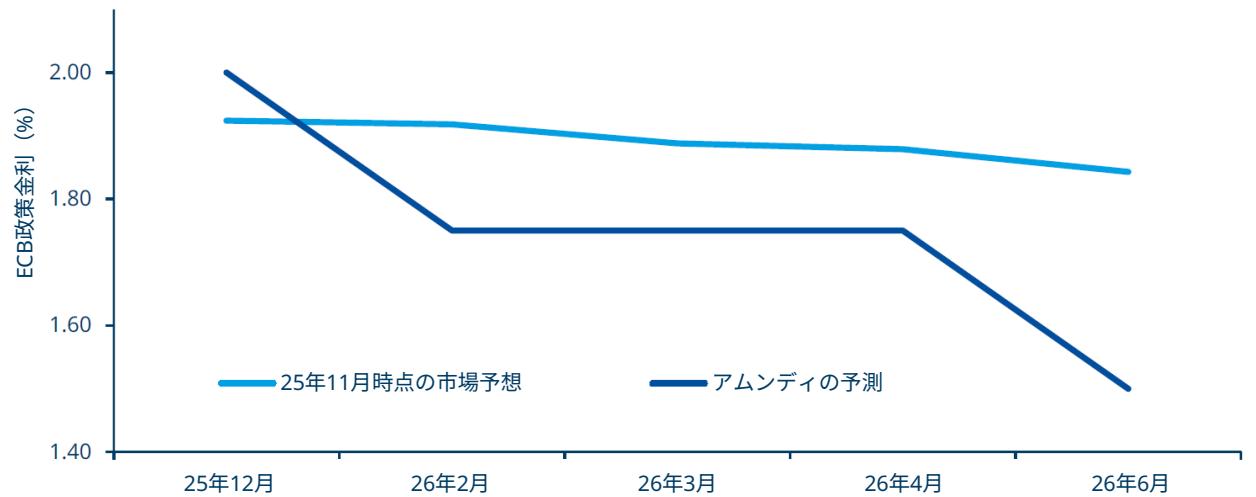
## 機動的なデュレーション調整でインフレと政策の変化に対応

消費者の慎重姿勢が欧州の経済成長を抑制しつつありますが、当社ではディスインフレが継続するとみています。ユーロ圏の総合インフレ率は年末までに欧洲中央銀行（ECB）の目標を下回る見込みです。こうした状況を踏まえ、ECBは政策金利の引き下げを行うとみられます。米国では、来年の中間選挙を背景とした財政刺激策が市場に一定の圧力をかける可能性があります。

英国でも、政府が歳入と歳出のギャップを解消しようと努めており、財政政策への関心が高まっています。財政が引き締められた場合、経済成長見通しに影響が出る可能性があります。当社では、日本を除く先進国でイールドカーブのステイプル化が進むと引き続き考えています。全体としては、先進国、新興国を問わず、より高い利回りを求めて、イールドカーブ全域で投資機会を模索しています。

デュレーション/イールドカーブ	クレジット/新興国債券	為替
<ul style="list-style-type: none"> <li>デュレーション全体の見通しを中立とする一方、わずかな地域差が生じる可能性があるとみている。EUにはややポジティブな見方に転じ、特にイタリア国債を選好している。</li> <li>米国ではデュレーションに対する見方を小幅に引き下げたが、物価連動国債にはポジティブな見方をしている。英国国債についてはポジティブな見方を小幅に引き下げ、財政政策の動向を注視している。</li> <li>日本では、政府が最近、財政拡大を打ち出しており、当社の慎重姿勢が裏付けられた。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>グローバルでは、EUクレジットの見通しをポジティブとし、米国と英国に対しては中立の見方をしている。EUの投資適格債は金融セクターを中心に企業のファンダメンタルズが堅調であり、第3四半期決算でもそれが裏付けられた。当社では短期債、金融劣後債、コーポレート・ハイブリッド証券を選好している。</li> <li>新興国債券については見通しをポジティブに据え置いており、リスクは適度に均衡している。アルゼンチンなどは個別要因による上振れ余地が大きく、ハイドカレンシー建債券の見通しを引き続きポジティブとした。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>米ドルに対しては中立な見方をしている。米ドルは2025年6月以降、保ち合い相場が続き、年末にかけては季節要因により値動き幅が拡大する可能性がある。日本の財政スタンスからは日本円への下押し圧力が続くことが想定されるが、財務省による介入や日銀による利上げの兆候を注視している。</li> <li>新興国市場では、ブラジルレアルやチリペソなどの中南米通貨にはポジティブな見方をしている。コモディティのモメンタムは低下しており、一部コモディティ輸出国の通貨が影響を受ける可能性がある。</li> </ul>

ユーロ圏の需要の弱さやディスインフレを受け、ECBは利下げを実施すると予想される



出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2025年11月20日現在）。アムンディの予測はECBの預金ファシリティ金利の予測。

## 株式市場

## 執筆者

## バリュエーションがグローバル投資を後押し

米国と欧州の経済活動には強弱が入り混じっているものの、人工知能（AI）を巡る楽観や企業の好決算を背景に、株式市場は年初来で堅調なリターンを達成しています。目下、当社にとって最も重要な疑問は、バリュエーションには好材料がどの程度織り込まれているのかというものです。バリュエーションの水準が高いほど、売上高や利益率が期待に届かなかった場合に相場が反転する可能性が高まります。したがって、年末年始にかけてボラティリティが高まれば、構造的な成長要因が追い風となるクオリティ銘柄に投資機会が広がる可能性があります。

このような銘柄は、欧州、英国、日本、新興国市場などで見出すことができると言えています。欧州の財政・金融政策や日本の企業改革は、英国株式や小型株の割安感への注目とともに、当社にとって引き続き重要なテーマとなっています。

## 先進国株式

- 日本株式のバリュエーション水準にはまだ、最近の好決算、自社株買い、初期段階の構造改革のモメンタムが反映されていない。日本市場においては、クオリティの高い国際企業への選別投資を引き続き行っている。
- 欧州では、EUの競争力強化に向けた長期的改革、財政刺激策、エネルギー価格の低下により、米国関税の影響が相殺されるとみられる。成長期待や内需比率が高いことから、中小型株を選好している。英国株式にも注目するが、過剰な債務や財政赤字には警戒している。
- バリュエーションの高い米国では、AI関連を中心とする投資サイクルと、それが企業業績にどのように反映されるかを注視することが不可欠。

## 新興国株式

- 新興国株式は、経済成長率の高さ、分散投資先としてのポテンシャル、世界の多国間主義への移行が追い風になるとみられる。
- 米中の和解に反し、両国の長期的な経済覇権争いは続くと考えている。さらに、貿易戦争の休戦により、中国が貿易摩擦を経て優位に立ったことが示された。経済的な観点からは、中国は輸出と国内消費の両面で低迷が続いている。
- インドでは、対米関係が徐々に改善しているが、バリュエーションは高めな水準にあると考えている。それでも、インドの長期かつ構造的な成長力や安定性を踏まえると、ポジティブなスタンスが妥当。
- その他、ブラジル、メキシコなどの中南米や欧州新興国にポジティブな見方をしている。

## 日本株式、欧州株式の相対バリュエーション（対米国株式）は低下、魅力度を増す



出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2025年11月21日現在）。図表は相対株価収益率（PER）の推移を示す。破線は日本株式のPERの過去平均を米国株式のPERで割った水準。

## マルチアセット

## 執筆者

## リスク資産の配分を調整、よりバランス重視に

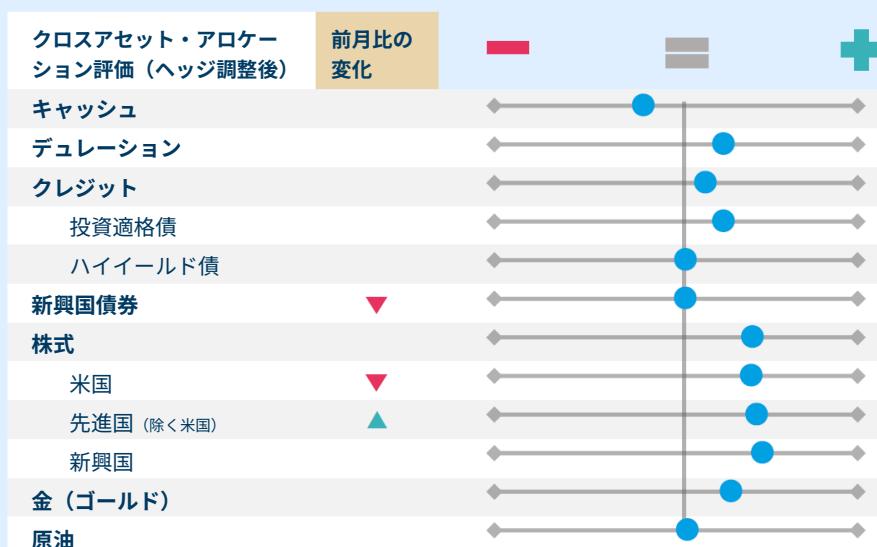
足元では景気サイクルが終盤を迎えており、米中の国際的な覇権争いが続くなっています。景気動向には微妙な地域差が見られます。例えば、欧州では経済がままず堅調に推移するとみられるものの、潜在成長率を下回る伸びとなりそうです。一方で、米国では今のところ個人消費が堅調ですが、労働市場は軟化しているため、今の状況は長続きしないと考えられます。そのため、当社ではこうしたまだ模様の状況に対応するべく、配分比率を調整し、幅広い資産クラスで投資機会を発掘する方針です。そうすることで、業績、バリュエーション、マクロ環境においてリスクとリターンのバランスが良い市場への分散投資を継続しています。したがって、当社ではリスクオンの姿勢を維持しつつ、配分比率の微調整や安全策を講じるとともに、金（ゴールド）に対してポジティブな見方をしています。

株式市場については、見通しをポジティブとしており、今年の大幅な値動きを受けて、米国以外の市場に分散投資を行う機運が高まっていると考えています。米国中型株については、業績の伸びが鈍化しており、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げに伴う相場の変調が見込まれることから、ポジティブな見方を解消しました。また、S&P500については、バリュエーションや人工知能（AI）関連の過熱感が懸念されるため、ポジティブな見方を引き下げました。対照的に、英国株式については見通しをポジティブに据え置き、欧州株式については、バリュエーションや来年の好調な業績見通しを踏まえて楽観的な見方に転じました。新興国株式全般は引き続き投資対象であり、特に中国株式を選好しています。

債券については、デュレーション全体の見通しをややポジティブとしつつ、イタリア国債（対ドイツ国債）に引き続きポジティブな見方をしています。イタリアの安定した政局や債務安定化に向けた取り組みが、当社の判断の根拠となっています。クレジットについては、欧州連合（EU）の投資適格社債のファンダメンタルズと需給環境がともに良好です。新興国債券については、スプレッドがすでに大幅に縮小していることから、見通しを戦術的に引き下げました。また、繰り返しになりますが、新興国市場には悪材料が少なく、金融環境も全体的に良好です。

為替については、ユーロの対米ドル相場、そしてノルウェークローネおよび日本円の対ユーロ相場にポジティブな見方をしています。構造的要因が米ドルの下押し材料になると予想される一方、ノルウェークローネと日本円は対ユーロで上昇するとみられます。

## アムンディによるマルチアセットの投資見解\*



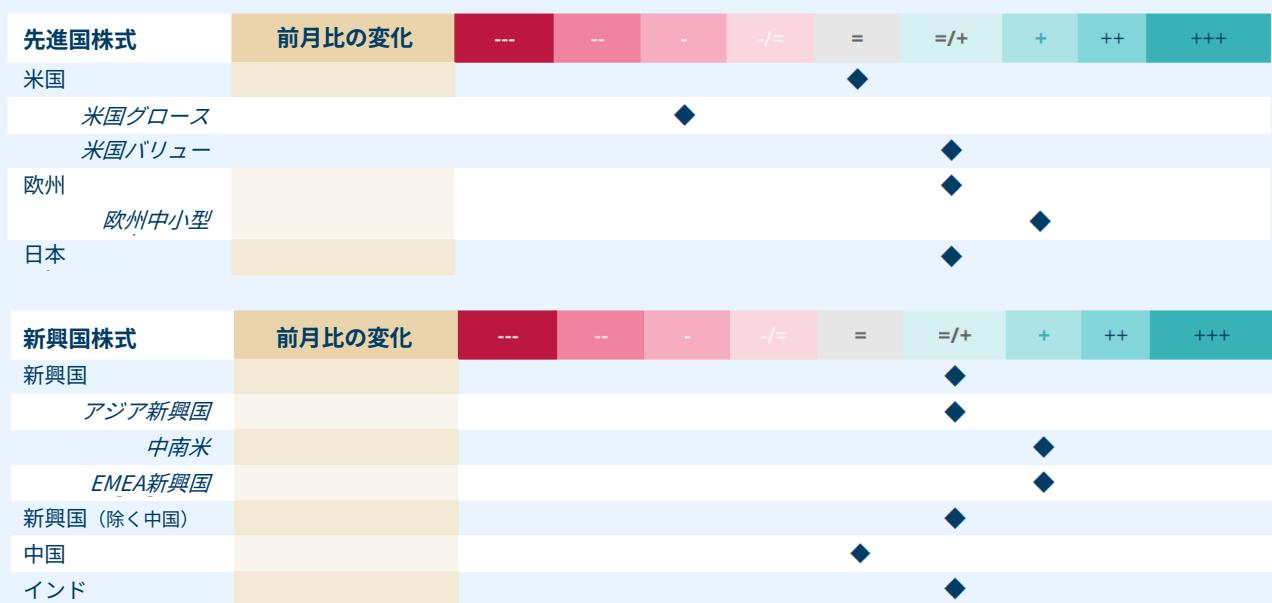
## ▼ 前月比で引き下げ

## ▲ 前月比で引き上げ

出所：アムンディ（2025年11月24日現在）。  
「前月比の変化」は前月からのデータを含んでいます。本表は、マルチアセット・プラットフォームにおける主要な投資方針（ヘッジ含む）を表したものです。<sup>\*</sup>投資見解は標準組入比率（ベンチマーク：株式45%、債券45%、コモディティ5%、キャッシュ5%）を基準とした相対評価で示されており、イコール（=）は中立を表します。実施にあたってはデリバティブを用いることがあります。プラス（+）とマイナス（-）の合計が釣り合わない場合があります。本表は特定の一時点における評価であり、隨時変更される可能性があります。本情報は将来の成果の予測を意図したものではなく、特定のファンドまたは証券に関する調査、投資助言、あるいは推薦として読者が依拠すべきものではありません。本情報は例示を目的としたものであり、アムンディの商品の現在、過去、または未来における実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。

## 資産クラス別見通し

### 株式見通し

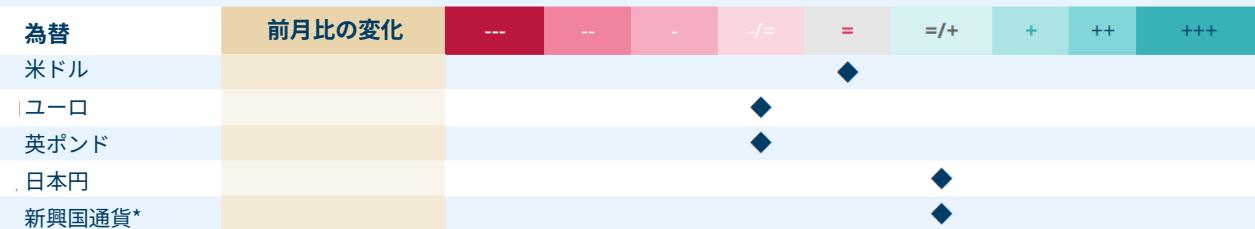


### 債券見通し



EMEA=欧州・中東・アフリカ、HC=ハードカレンシー建債券、LC=現地通貨建債券

## グローバル為替見通し



出所：2025年11月19日に開催された直近のグローバル投資委員会（GIC）で表明された見解の要約。本表は各資産クラスの絶対的な評価を9段階で示したものであり、イコール（=）は中立スタンスを表します。本資料は特定の一時点における市場の評価を表したものであり、将来の出来事の予想または将来の成果の保証を意図したものではありません。本情報は特定のファンドまたは証券に関する調査または投資助言として読者が依拠すべきものではありません。本情報は例示および教育のみを目的としたものであり、変更される可能性があります。本情報は、過去、現在、または未来におけるアムンディの実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。為替の表はGICによる為替の絶対的見解を示したものであります。\*複数の新興国通貨を総合した評価。

▼ 前月比で引き下げ

▲ 前月比で引き上げ

## IMPORTANT INFORMATION

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranty of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.msccibarra.com). The Global Industry Classification Standard (GICS) SM was developed by and is the exclusive property and a service mark of Standard & Poor's and MSCI. Neither Standard & Poor's, MSCI nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall Standard & Poor's, MSCI, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classification have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**This document is solely for informational purposes.** This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 30 November 2025. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 30 November 2025. DOC ID: 4951757

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - Doug Armand

Marketing material for professional investors.

当資料は、アムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を、アムンディ・ジャパン（以下、弊社）が一部翻訳したものであります。当資料は、当資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料中に記載したアムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであります、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。当資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。当資料に記載されている内容は、全て当資料作成日以前のものであります、今後予告なしに変更される可能性があります。当資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。弊社の許可なく、当資料を複製または再配布することはできません。当資料中に引用した各インデックス（指数）の著作権・知的財産権及びその他一切の権利は、各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利及び発表を停止する権利を有しています。

商号等：アムンディ・ジャパン株式会社（金融商品取引業者） 関東財務局長（金商）第350号

加入協会：一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会