

関税の不確実性再燃を受けての今後の見通し



VINCENT MORTIER
Group CIO, Amundi



MONICA DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute



PHILIPPE D'ORGEVAL
DEPUTY GROUP
CIO

- 年初来、アムンディが強調してきた主要な見通しの一部が現実になるとともに、いつかのトレンドは加速し始めた。政策の不確実性が高まり、国際秩序に明確な分断が生じるレジーム転換が進行中だ。これはダボス世界経済フォーラムでも強調され、ミュンヘン安全保障会議でも確認された主要テーマである。関税は新秩序の再構築における主要な手段であり続けており、トランプ大統領の緊急関税措置に対する最近の最高裁判決によって、政策環境の不確実性はさらに高まった。
- こうした一連の動きは、地経学的な環境全体が転換期にあることを裏付けている。ラガルド ECB 総裁がユーロ圏外の中銀向けの新たなレポ制度に言及したことは、政策立案者が地経学の重要性の増大を強く意識していることを示している。
- 世界は、より複雑な市場均衡へと明らかに移行しつつあるが、そこでは、政策（貿易政策を含む）、地政学、資本配分が経済サイクルそのものと同じくらい重要となる。経済成長が当初の予想より堅調で、企業の強固な収益性も継続しているため、市場は良好な状態を保っているが、進行中のレジーム転換に環境が適応する中、国・セクター・個別銘柄を跨いでの大規模な資金移動が進行中だ。
- こうした変化や資金移動に対処するには、分散の強化と柔軟性を重視したアプローチがカギとなる。

世界は急速に変化し、必要性が高まってきたため、以下において主要な見通しを再確認する：

その 1：景気サイクルは継続—米欧の景気は、減速ではなく、より強いモメンタムを伴ったトランジション

2025 年、米国経済は、人工知能（AI）とテクノロジー投資、そして富の効果に牽引され、非常に高いレジリエンス（回復力）を示した。堅調な国内消費の動向を受け、アムンディは 2026 年の成長見通しを前年比 2.5% 近くまで上方修正した。これは、強い消費のモメンタムの持ち越し効果に加え、今年、消費者と企業に影響を与える米国の財政措置（減税など）のプラスの影響を想定したものである。しかし、労働市場には解決困難な課題も出てきており、最近の経済指標が示唆する通り、二極化した経済構造に進む可能性がある。アムンディのデスインフレ見通しは、市場予想を下回った 1 月の消費者物価指数（CPI）によっても確認されたが、今年のインフレ率は 2.5~3% の範囲で推移すると見ている。今後数ヶ月は変動が見込まれるものの、総合 CPI とコア PCE は低下する見通しだ。コア CPI を押し下げる主な要因はサービスインフレと家賃相当額である。ユーロ圏（EZ）の成長率は、年末の予想を上回る好結果（イタリア、スペイン）が歓迎され、2026 年に向けての強い持ち越し効果を生み出している。これらの国々では内需のモメンタムも改善している。

一方で、AI 設備投資サイクルの見通しに変更はないが、市場は勝者と敗者（明確な収益性や潜在的な収益性が明確に見通せる銘柄と、不透明な銘柄（「資金用途も」））を区別する動きを強めるであろう。一部テクノロジー銘柄の最近の弱さは、市場のリスク評価と、AI による混乱で後れを取る可能性のある銘柄群（特定ソフトウェア分野やトラック輸送など）への疑問を反映している。しかしながら、

With the contribution of

CLAUDIA BERTINO
Head of Investment Insights,
Publishing and Client
Development, AII

UJJWAL DHINGRA
Senior Specialist, Investment
Insights and Client Division, AII

LAURA FIOROT
Head of Investment Insights
and Client Division, AII

AI が経済の生産性向上を牽引し、それが長期的に企業収益に反映されると予想されることから、**アムンディ**はリスク選好的な環境が継続すると見ている。

米国 IT セクター：ハードウェア対ソフトウェア



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2026年2月18日時点のデータ。

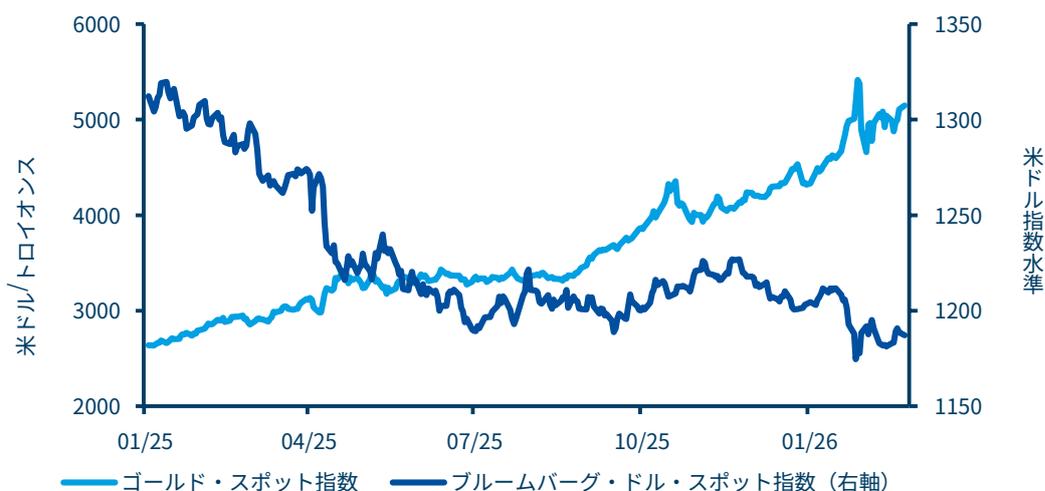
その2：「コントロールされた混乱」の時代においては分散投資で長期リターンを創出

「コントロールされた混乱の時代とは、世界が脱グローバル化しているのではなく、多極化しつつあることを確認する時代である。投資家はより優れた分散投資を通じて市場を乗り切る必要がある。」

世界は、現在、レジーム転換の初期段階にあり、中堅国の台頭が多極化世界への移行を加速させているとアムンディは考えている。インド・EU 自由貿易協定はその好例であり、欧州は、米国への依存と貿易の分散化を図る道を開いた（ただし、実現には時間を要する）。この米国の超大国の地位へのチャレンジは、地政学、サプライチェーン、テクノロジーでの主導権確立を目指す中国の台頭と並行して進行する。

このような環境において、コモディティは、構造的ヘッジ手段として、ポートフォリオのレジリエンス（回復力）向上の源泉となる。また、資産配分の観点からは、金などの貴金属が地政学リスクや公的債務増加リスクを相殺すると考える。金は構造的需要からも恩恵を受けよう。同時に銅などのベースメタルはクリーンテックやグリーン移行に不可欠な状況が継続しよう。

米ドルは軟調となる一方、金は最高値を更新中



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。2026年2月20日時点のデータ。

世界の投資家の間では、米ドルへのエクスポージャーの集中に対する不安が強まっており、欧州や新興国資産へのポートフォリオの資産再配分の兆候が見え始めている。ドル・レジームがすでに放棄されたわけではないが、例えば、今回の米最高裁判決から生じる高い不確実性などからも、明らかに疑問視されている。

この「コントロールされた混乱」への移行は、循環的というより構造的であり、分散投資の議論を加速すべきだとアムンディは考えているが、このような動きは、金（ゴールド）を構造的なヘッジ手段と位置付けるアムンディの見通しをさらに強固にしている。



ALESSIA BERARDI
Head of Global
Macroeconomics, AII

米国最高裁判決とトランプ氏の対応で不確実性が増大

最高裁の判決は、国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく関税のみに影響する。これには、中国、カナダ、メキシコに対するフェンタニル関税、4月2日に発表された普遍的（10%）な相互関税、およびインドとブラジルに対する追加課徴金が含まれる。一方、セクター別関税（セクション233に基づく）、2018年以降中国に課されている関税（セクション301に基づく）、鉄鋼・アルミニウム・太陽光パネルに対する特定関税（セクション201に基づく）は影響を受けない。大統領は最高裁判決に対し厳しい言葉で応じ、迅速に代替措置を模索したが、これは二段階で構成される。

- **ステップ1：大統領は1974年通商法第122条を発動し、2月24日より発効させた。**これにより最大150日間、10%（15%まで引き上げ可能）の包括的関税を課す権限を得た。重要な点は、150日の期間は更新可能であり、この期間の終了が必ずしも同条項に基づく関税の終結を意味しないことだ。ただし、IEEPAと比較すると、第122条は持続性と柔軟性に劣る：150日を超える期間の延長には議会の承認が必要であり、特定の国やセクターを対象とした関税設定もできないため、交渉ツールとしての有効性は低い。また、この方向への移行は、ブラジル、中国、インドなど一部の国々にとって有利となる可能性がある。これらの国々は、第122条下で平均関税率（IEEPA下での支払い額と比較して）が低下する可能性がある一方、英国などの国々は第122条下で平均関税率が上昇する可能性が高い。
- **ステップ2：国別関税を課するために必要な複数のセクション301調査を開始する可能性がある。**しかし、セクション301（不公正貿易）、232（国家安全保障）、338（差別的措置への報復）のいずれを経由する場合でも、これらの権限に基づく関税発動はすべて長期にわたる——時に厳格な——正当化プロセスを必要とし、IEEPAに比較して柔軟性に欠ける。

市場への影響

第一に、全体として、この判決は、短期的には、米国通商政策に不確実性をもたらすものの、トランプ政権の保護主義的政策の中期的方向性を変えることはないであろう。異なる法律に基づいて、同等の実効関税率を再構築することは可能だが、それには時間を要し、さらなる法的争いを招く可能性があり、関税移行は経済と市場にとってリスクとなる。同時に、どの製品が、どの税率で、どの期間、課税されるかに関する不確実性は、貿易フローに変動をもたらし、企業投資をさらに遅らせる可能性がある。IEEPA関税を前提に貿易協定を締結した他国の反応も、不確実性の追加要因となる。

第二に、関税が撤廃される（可能性は低い）か、削減される（より可能性は高いが、アムンディの基本シナリオではない）場合、ネガティブであった供給ショックが逆転、経済と市場にとってプラスとなり、FRBの業務を容易にするであろう。IEEPA関税の廃止は米国GDP成長率も押し上げよう。こ

「この判決は、米国において法の支配が確固として機能していることを投資家に再認識させるものだ。また、コントロールされた混乱の世界では貿易協定が急変する可能性をも確認したものである。」

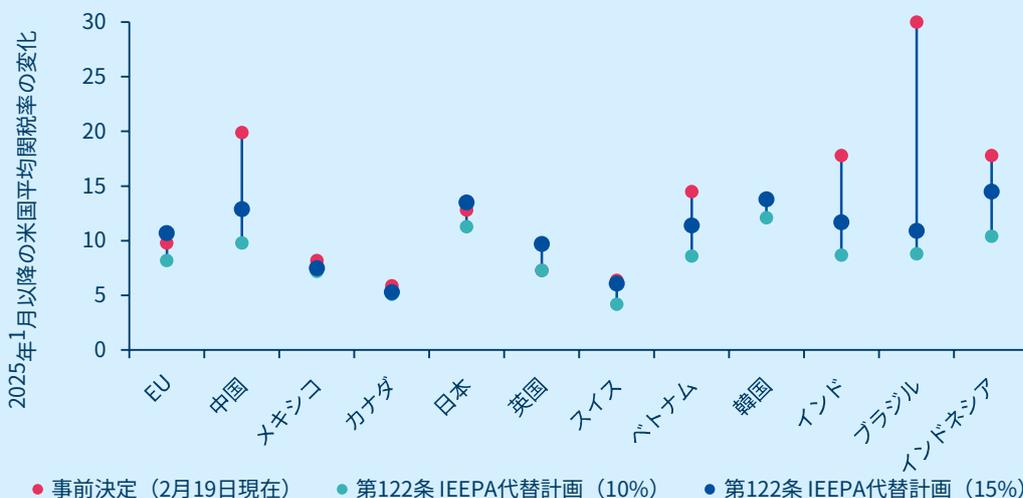
AIDAN YAO
Senior Investment
Strategist, AII



「トランプ大統領は、依然、他の手段を用いて関税政策を推進できるが、当然ながら、関係企業や国々にとって事態は、より複雑化するだろう。」

れがリスク資産の当初におけるポジティブな反応を説明する一因だ。しかし、一方で、関税収入の喪失は、米国政府、債券、米ドルにとっては悪材料となる。最後に、関税使用の減少が米国の軍事力誇示を助長すれば、世界的な地政学リスクは格段に高まる可能性がある。

国毎に異なる最高裁関税判決の影響



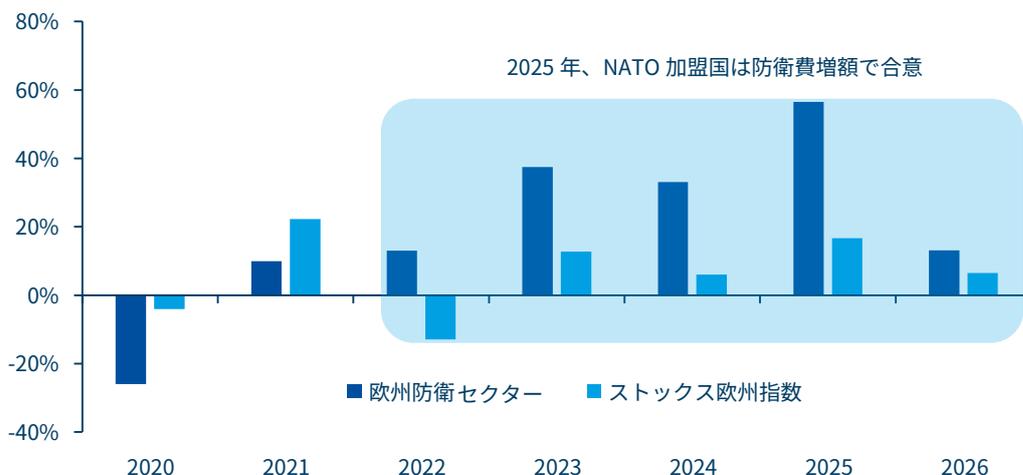
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ・エコノミクス、2026年2月23日時点。IEEPA：国際緊急経済権限法。第122条の推定は、航空機製品およびUSMCA準拠品に対する相互関税の除外措置が維持されることを前提とする。判決前とは、最高裁がIEEPAに基づく大統領関税を無効とする判決を下す前に適用されていた関税を指す。

その3：株式投資では、集中リスク軽減のため、テクノロジー競争を超えたグローバルな視点が必要

「株式投資における、米国のテクノロジー競争以外のグローバルなアプローチの維持は、持続可能なリターンを生み出す上で極めて重要となる。」

グローバル思考とは、流動性と政策協調が支配的なレジームから、バランスシート、産業政策、資本配分が価格を決定するレジームへの移行と理解するべきである。また、より分断化、要選択化、細分化された市場環境への移行も表れつつある。細分化の具体例として、広範なAIテーマに焦点を当てるのではなく、AI関連物理インフラや産業セクターに関わる企業を重視すべきとの戦略が挙げられる。

欧州防衛セクターは、過去数年間、総合指数を上回るパフォーマンス

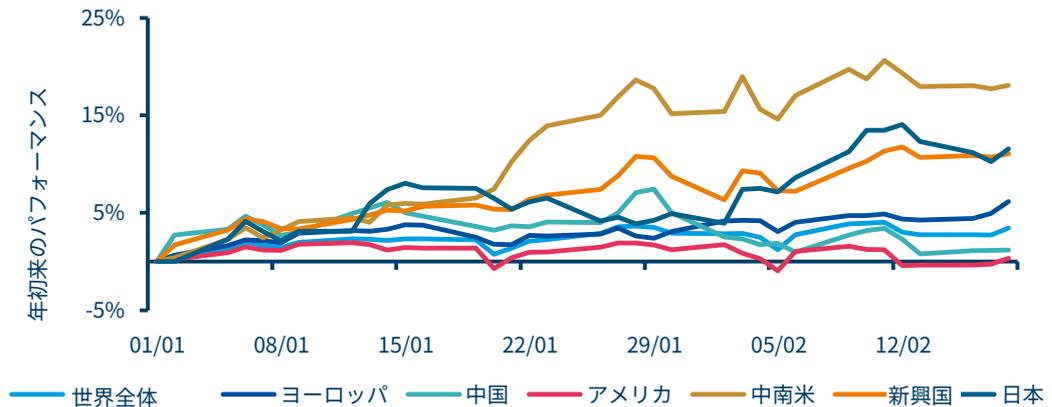


出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2026年2月20日時点。2026年のパフォーマンスは2026年2月20日時点。その他の年は、Stoxx Europe 600指数およびその航空宇宙・防衛サブ指数の年間パフォーマンスを現地通貨で表示。

地域別では、日本では産業、金融、企業改革を進めるビジネスで価値が生み出される。米国では産業、イノベーション主導型テクノロジー、金融に機会が見られる。欧州では産業、防衛、金融、インフラなどのセクターが注目される。特に、経済的レジリエンス（回復力）の強化と安全保障支出の拡大を目的とした欧州の戦略的自律性の推進は、長期的な視点で機会を創出すると考える。以下の図表に示されている通り、市場も過去数年間、この点を評価している。

さらに、米国テクノロジー株から他セクター・地域への資金移動は昨年第4四半期に既に顕在化しており、2026年も継続している。

株式投資ではグローバルな視点を持つ必要：米国以外を注視



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。全指数はMSCI提供、現地通貨建て。データは2026年2月18日時点 2026年2月18日時点

さらに最近では、今年の人工知能（AI）への懸念が、このローテーションに新たな活力を与えている。S&P 500 ソフトウェア指数、マグ7指数、ナスダック100指数、ラッセル1000成長株指数は、いずれも年初来（2月20日現在）で下落しているのに対し、S&P 500 等均等配分指数とラッセル1000バリュエーション指数は上昇している。興味深いことに、中国テクノロジー株も、この間で小幅なプラスを記録した。地域別では、日本、欧州、および新興国市場全体の指数が、米国主要指数やテクノロジー指数を上回るパフォーマンスを示した。

結論として、アムンディは、米国テクノロジーセクター以外のグローバル株式を探索すべきという見通しを堅持している。この展開においては様々な局面が見られようが、アムンディは長期的なトレンドと見ている。

「財政政策、金融政策、地政学的な要因が相互に作用することで、市場の動きに影響を与え、従来の安全資産が機能しなくなる可能性がある。」

その4：財政政策と金融政策が投資機会を牽引

アムンディは以前から、米国の高債務と高財政赤字、および地政学的な理由から世界各国の中銀がドル建て外貨準備資産の分散を進めていることによる米ドルの価値下落リスクを指摘してきた。これによりドルの安全資産としての魅力は低下しているが、民間部門のドル離れは現時点では緩やかな動きに留まっている。仮に民間部門のドル離れが進んだ場合、それは長期的な逆風要因になるであろう。米ドルについては構造的な弱気見通しを継続（年末のユーロ対ドルレートは1.22）するが、短期的にはタクティカルな調整を行う。

財政面をみると、日本が財政拡大の時代に入る見通しが確固たるものとなった。政治的安定、コーポレートガバナンス改革、リフレ政策が、海外投資家の日本に対する行動に影響を与えている。権力基盤を強化した高市首相は、CPI抑制による実質賃金上昇を促す措置（減税を含む）を推進すると同時に、

経済成長を優先させる姿勢を示唆している。これは当然、短期的に日本国債と円相場に影響を与えるであろう。

新たな安全資産としての金：米ドル離れを進める世界各国の中銀



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、CPR。2025年11月時点の月次データ。

金融政策においては、見通しを、一部、見直し、FRBの利下げを先送りしたが、引き続き、年央（6月/7月）に1回、9月にさらに1回の利下げを予想する。その頃にはインフレデータの見通しがより明確になり、FRBには新議長候補のケビン・ウォーシュ氏が就任している見込みだ。

彼の過去のタカ派的傾向、特にFRBのバランスシート縮小に関する見解については議論があるが、**ウォーシュ氏がFRBのバランスシート縮小に踏み切るハードルは高いと考える。**バランスシート縮小は、市場の流動性を奪い、レポ市場にストレスを与える可能性があるためだ。代わりにFRBが取る可能性のある措置は、バランスシート上の長期国債の割合を減らし、短期債の割合を増やすことであろう。**ECBについては、今年第3四半期に1回の利下げを予想する。**ユーロ高、クレジット条件の引き締め、あるいは労働市場の悪化があれば、この見通しは変わる可能性がある。

したがって、金融面での抑制リスクは高く、米国や日本など財政赤字が既に高い国の中銀が政治的圧力に晒される可能性があることを踏まえ、**デュレーションについてはタクティカルな対応を継続することが極めて重要と考えている。**日銀はインフレ率を1.5~2.0%の範囲に収めることを目指しているが、高市首相の権力基盤強化を受けて、日銀は利上げペースを緩める方向で圧力を受ける可能性がある。このため、アムンディは、昨年の大部分の期間において、債券利回りの上昇とデュレーションに対して慎重な姿勢を維持したが、2026年においては、デュレーションを中立スタンスに引き上げた。

「分散投資と柔軟な資産配分が、様々なセグメントや地域における市場ローテーションを見極めるカギとなる。」

その5：欧州と新興国市場には長期的な機会が存在

欧州は、かつてのように経済パートナーや安全保障の提供者として米国に依存し続けることはできないと認識しつつある。この認識は、同地域が戦略的自律性を構築する上で大きく寄与するであろう。しかし、米国からの独立性を高めた同地域は、防衛、テクノロジー、サプライチェーンへの投資をさらに増やす必要があり、このメッセージは最近のミュンヘン安全保障会議でも再確認された。これら全ての側面には安全保障上の意味合いがある。加えて、新興国市場は分散投資だけでなく、堅調な企業や成長機会へのアクセス手段としても、グローバル投資家にとって重要な柱であり続けるとアムンディは確信している。

インドについては、新興国における構造的な配分先としての位置付けを再確認し、今年の成長率予想を6.6%から6.8%に小幅上方修正した。インド中銀（RBI）は、年内は政策金利を据え置くと見ている。リスクは短期的なボラティリティの上昇であり、構造的な反転ではない。政策の継続性が設備投資サイクルを支え、米国の関税引き下げは「中国以外での製造」という「チャイナ・プラス」論を後押ししている。最近のEU・インド自由貿易協定と年間予算は、長期的な成長を促進する措置であり、アムンディのポジティブな見方を支持するものである。

結論

第一に、分散投資と高い柔軟性が、ポートフォリオのレジリエンス（回復力）と長期リターンの向上において引き続き重要であると考えます。マクロ経済環境はレジリエンス（回復力）を増しているように見えるが、政策転換のダイナミクス変化と強い市場ローテーションが市場行動に影響を与え続けるであろう。こうした背景から、今年は景気サイクル後期のレジームが継続すると見ており、したがって、適度なリスク・オンのスタンスを維持する。このスタンスの中で、資本財セクター（下図参照）などの実体経済セクターへのローテーションと、地域・資産クラス間の分散の有効性を予想する。

第二に、リスク資産の高いバリュエーションはリスク・スタンスを引き上げる余地の制約となっている。ただし、バリュエーション水準のみが大幅な調整を引き起こす可能性は低く、むしろ流動性の引き締めやクレジット環境の悪化が引き金となる可能性が高い。

実体経済への回帰：米国資本財株 vs ソフトウェア株、小型株 vs 大型株



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、2026年2月18日時点。上記ラッセル指数およびS&P 500工業株指数は現地通貨建てで表示。

Amundi Investment Institute

In an increasingly complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella: the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Discover more from Amundi at www.amundi.com or visit us on



Important information

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 26 February 2026. 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: [24 February 2026](#)

Document ID: [5242137](#)

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.

CHIEF EDITORS	EDITORS	DEPUTY EDITOR
<p>MONICA DEFEND Head of Amundi Investment Institute</p>	<p>CLAUDIA BERTINO Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute</p>	<p>UJJWAL DHINGRA Senior Specialist, Investment Insights & Client Division, Amundi Investment Institute</p>
<p>VINCENT MORTIER Group CIO, Amundi</p>	<p>LAURA FIOROT Head of Investment Insights and Client Division, Amundi Investment Institute</p>	

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、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弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本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。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、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、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。

本資料は、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。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本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、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：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

5254222