

地政学、関税、市場のボラティリティの上昇



**VINCENT
MORTIER**
Group CIO, Amundi



**MONICA
DEFEND**
Head of Amundi
Investment Institute



**ALESSIA
BERARDI**
Head of Emerging Macro
Strategy, Amundi
Investment Institute (AII)

With the contribution of

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

DIDIER BOROWSKI
Head of Macro Policy Research, AII

UJJWAL DHINGRA
Investment Insights and Client Division,
AII

LAURA FIOROT
Head of Investment Insights and Client
Division, AII

ADELE MORSÀ
Investment Insights and Client Division,
AII

- トランプ大統領の「グリーンランド購入を認めない限り、複数のNATO加盟国に関税を課す」との脅迫に、市場は極めて不安定な動きを見せた。週明け早々、株式市場は急落、Stoxx Europe 600指数とS&P500指数はともに大幅下落、ボラティリティは急上昇した。その後、トランプ大統領が軍事行動を否定し、関税の脅威も撤回したことで市場センチメントは改善し、安堵感から反発も見られた。一方、日本では、財政運営の行方が主要なリスク要因として浮上し、国債利回りが上昇した。地政学上の不安定性と債務懸念の高まりの最大の受益者は、引き続き、史上最高値を更新した金である。。
- トランプ大統領は最大限の譲歩を引き出そうとするだろうが、直近の関税脅威は取り下げられ、足下では緊張は緩和された。しかし、地政学的には「分断」と「コントロールされた混乱」のレジームが継続している。米最高裁の判決待ちやEUの反経済的威圧措置法(Anti-Coercion Instrument)発動の可能性といった法的動向が、さらなるエスカレーションの抑制要因となっているが、関税の脅威が再燃したり、グリーンランドのディールが破談となったりした場合、EUへの高関税を再導入したり、標的を絞った報復措置を追求したりする可能性が高い。
- 地政学的な不確実性は継続するものの、経済ファンダメンタルズは堅調という環境下では、グローバルに分散するスタンスが必要となろう。例えば、内需の恩恵を受ける欧州や日本の中小型株、ブラジルやインドなどの新興国株式など、グローバル株式での分散投資拡大を目指すべきである。債券では、EU/英国のデュレーションとイタリア国債の優先度を高め、先進国社債(特にEUの投資適格金融債)と新興国ハイイールド債を選好する。高い不確実性が続く中、金は、引き続き、ポートフォリオ安定化への寄与が期待できる資産である。

市場で何が起きたのか？また、そのドライバーは何か？

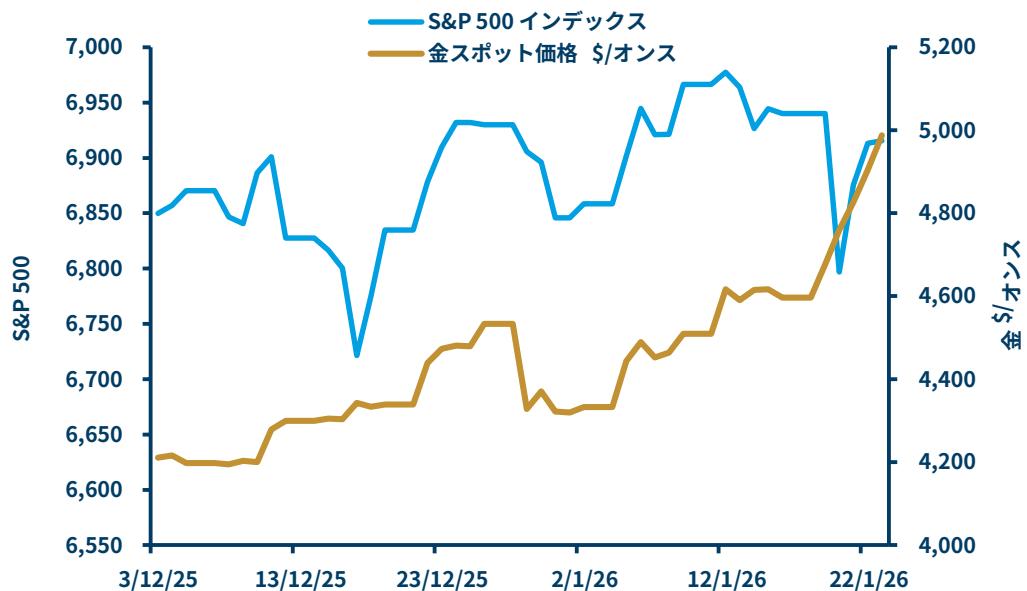
週末に、トランプ大統領が、「デンマークからのグリーンランド購入が認められない限り、NATO加盟8カ国に追加関税を課す」と脅したことで事態が急展開、その後数日、市場は乱高下した。

- 株式市場へのインパクトは最初の2日間が最大：**Stoxx Europe 600指数とS&P 500指数は週初に下落し、VIX(株価ボラティリティ指数)は火曜日に20まで上昇、2025年11月以来の最水準を記録した。水曜日、トランプ大統領が軍事行動の可能性を否定し、NATOのマルク・ルッテ事務総長との会談後にグリーンランド・ディールの「枠組み」がまとまったことを発表、さらにEU加盟国に対する関税の脅しも撤回したことで、市場センチメントは改善し、安堵感から株価の反発が見られた。
- 日本の債券利回りの急上昇：**1月の市場に影響を与えた第二のテーマは、2月8日の総選挙で高市早苗首相が勝利した場合、日本が大幅な財政拡大に踏み切る可能性が浮上してきたことだ。与党が総選挙で勝利すれば、長年にわたる財政抑制政策は後退し、日本が経済拡張主義への転換に踏み切るであろうとの見方が再確認された。日本の超長期金利の最近の上昇は、借入コストの世界的な上昇を通じて、主要経済国の財政状況への懸念を浮き彫りにした。日本国債40年物の利回りは2007年の導入以来の最高水準に急上昇、それに伴って、米長期国債の利回りも2025年9月以来の高水準まで上昇したものの、その後、低下した。同時に、日本のインフレ率は持続的に上昇しており、過去3年間の上昇率は、過去20年間よりも高くなっている。日銀は、再度、政策金利を引き上げる可能性はあるが、1%を超える水準には達しないと見られる。さらに、日本銀行による債券需要の後退が利回りを押し上げている。特に20~40年物セクターで顕著であり、市場は日本でのインフレ時代の再来という現実を織り

込みつつある。これら全ての要因が重なり、総合的に日本の利回りを押し上げたものと考える。

- 緊張緩和にもかかわらず、**金価格は1オンスあたり約5,000ドルを超え、最高値を更新し続けており**、安全資産への需要が、依然、堅調であることを示している。米ドルは主要通貨に対して下落した一方、米国から見た海外株式（特に新興国市場とアジア太平洋地域）は上昇した。これは、ポジティブな市場モメンタムが継続する中、市場参加者が、地政学的な不確実性の高まりを意識して、グローバルでの分散投資を志向したためであろう。

米株には下落圧力となったニュースを受けて、金の上昇相場は継続



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1月23日時点のデータ

トランプ大統領のグリーンランド買収構想は、どのように進展しているのか？また、追加関税の脅威が再燃した場合に何が起きるのか？

「今のところ、緊張は緩和されている。EUは、ウクライナの和平に向けた条件整備の取り組みを含め、すべての関係国の共通の利益について、米国と建設的な関与を継続する意向を表明した。」

先週、米国は、2月1日実施予定で、EU 6カ国、英国、ノルウェーに対して新たな関税を課す準備を進めた。トランプ大統領のグリーンランド買収の動きは、このように新たな重要局面に入ったと思われたが、その後、関税案が取り下げられ、状況は引き続き変化し続けている。トランプ大統領は、ダボスで、グリーンランドを軍事力で占領する意図はないと述べ、NATOのマルク・ルッテ事務総長との会談を経て、グリーンランドに関する合意に達したと発表した。合意の詳細は、まだ明らかになっておらず、米国、デンマーク、グリーンランドによるハイレベル作業部会において交渉が続けられている。この合意により、米国は指定防衛地域と希土類鉱物への「無制限のアクセス」を無期限で認められる可能性がある。

当初発表された関税が実施されれば、昨年7月、EUが関税率を15%に引き下げ、相互関税に対する報復措置は取らないことを約束したことで成立していた休戦状態が破棄されることになったと考えられる。実際、1月21日には欧州議会議員が関税協定の批准を一時停止することを決定し、翌木曜日の夜にはブリュッセルでEU臨時首脳会議が開催された。ただし、現時点では緊張は緩和した模様で、EUはウクライナ和平の条件整備を含む全ての共通利益について米国と建設的な関与を継続する意向を表明した。EU首脳会議は貿易関係安定化のための協定実施の重要性を強調する一方、EUは強硬策に対する利益防衛を堅持し、自立性強化のため防衛と競争力を優先するとした。2月12日にはEU首脳が非公式会合を開き、変化する国際環境下での単一市場強化策について議論（首脳らは「ブレインストーミング」と呼ぶ）する予定だ。

トランプ大統領が新たな関税策を再開した場合、あるいは最終的に合意が批准されない場合、EUは当初の25%の関税率に戻り、米国が特に標的とする国々には追加で10%が適用される見込みだ。このシナリオでは、EUは報復戦略を再開する可能性が高い。これにより現行の合意は、事実上、破綻する。特筆すべきは、EUの報復措置がより的を絞ったものになると予想される点だ。消費者への悪影響を最小限に抑えるため代替が容易な商品に焦点を当て、かつ米国共和党支持基盤に最大の政治的圧力が分野を標的とする見通しである。

裁判の行方も注視すべき重要な変動要因である。係争中の IEEPA 裁判所の判決は米国の措置の法的根拠に影響を与えるほか、トランプ政権の時代になって導入された関税に関する最高裁判決も近く下される見通しだ。

先週から欧州の選択肢として言及されているのが、EU 反経済的威圧措置法 (ACI) の活用だ。通称「貿易バズーカ」と呼ばれるこの手段は、加盟国間の合意は保証されておらず、運用開始には時間がかかるが、より広範な分野に適用可能で、潜在的な影響力は非常に大きい。ACI が発動されれば、欧洲資本の米国からの撤退を伴う可能性もあり、その場合、影響はさらに拡大し、大西洋两岸の関係に深刻な打撃を与えるだろう。このため、ACI は即効的対応というより、抑止力として主に位置付けられている。

反経済的威圧措置法 (ACI) とは何か？

ACI は、第三国が貿易や投資の圧力を用いて EU または加盟国の政策変更を強要した場合に、EU が迅速に報復措置を講じることができる法的手段である。ACI は EU 規則であり、2023 年 12 月から完全に施行、EU の経済安全保障ツールボックスの一部を構成している。その目的は抑止力である：外交交渉が失敗した場合に備え、対象を絞った対抗措置を現実に適用可能な手段として見せつけることで、各国に経済的強制を行わせないようにすることだが、これまで発動されたことはない。

ACI は、実際、どのように機能するのか？

まず、第三国の措置（関税、輸入禁止、投資制限など）が EU 加盟国の政策選択に影響を与える「経済的強制」に該当するかを欧州委員会が調査する。次に、強制と判断された場合、**欧州理事会は適格多数決でこれを確認することになる**。その後、欧州委員会は当該第三国との交渉を通じて解決を図る。満足できる解決が見出せない場合、欧州委員会は実施法令を通じて対応措置を採択、実行できる。これらの措置は、対象が絞られ、状況に適した短期的なものでなければならず、定期的にチェックされ、第三国の強制的措置が終了次第解除される。

可能な対抗措置：

ACI は幅広い対応を可能とする：対抗措置には、貿易関税の引き上げ、輸出入制限、EU 公共調達市場へのアクセス遮断、外国直接投資の制限、サービスや知的財産権の制限などが含まれる。この手段は柔軟な対応が可能となるよう設計されている。目安となるスケジュールでは、欧州委員会が案件を審査するのに約 4 か月、理事会が強制措置を決定するのに 8~10 週間、欧州委員会が具体的な措置を決定するのに最大 6 か月を要する。

投資への影響

「不確実な時代には、グローバルな分散投資がカギとなる。欧州や新興国市場の株式、特に欧州のクレジットに注目し、金やヘッジも追加すべきだ。」

地政学的な不安定性が継続していることに目を奪われがちではあるが、依然、経済環境は良好であるため、グローバルに分散投資を進めるスタンスを維持する必要がある。これには、国内需要の改善から恩恵を受ける可能性のある地域やセグメント（新興国市場など）での投資機会の追求も含まれる。さらに、株価下落リスクに対するヘッジの実施や、金などの構造的な分散投資手段の組み入れも検討すべきだ。

アムンディの投資見通しのポイントは以下の通り：

- 米ドル安は構造的なトレンドだが、短期的には中立スタンスを維持 – 米国の財政赤字・債務増加、各国中央銀行による非ドル建て資産への準備金の分散、日本や欧州など（米国から見た）海外市場における、投資需要を惹きつける魅力的な債券利回りといった構造的要因により、米ドルを含む米国資産からの分散が今後も継続すると予想している。ただし、より短期的な視点では、FRB による利下げ回数は既に市場に織り込まれており、経済も回復力を見せているため、タクティカルには米ドルに対しては中立の立場を取る。
- 新興国を含むグローバル株式で投資機会を継続的に探索する一方、集中リスクに注意し、ヘッジを維持すべきである。アムンディは、第一に、関税や国際貿易への経済的レジリエンス

に基づくテーマをポジティブに捉えている。例えば、欧州や日本では、より国内志向の強い中小型株セグメントを選好する。欧州では、これを戦略的自立性への道筋を加速する機会と捉えるべきであり、このストーリーでは、ドイツの財政刺激策は長期的視点でプラス材料となる。第二に、日本におけるコーポレートガバナンス改革は継続中であり、長期的に魅力度の高い投資機会を提供するであろう。ただし、最近の上昇を受けて、タクティカルには日本株に対して、選別をより厳しくしている。第三に、米国や中国がテクノロジー分野でグローバルに優位性を争う中、人工知能分野への設備投資は継続すると見込まれる。ただし、ハイパースケーラー銘柄は選好せず、電力需要増、関連設備、AI導入の恩恵を受ける銘柄を優先している。最後に、新興国の堅調な経済成長は、FRBの金融緩和と相まって、新興国株式にはポジティブに作用する。中国は中立であるが、ブラジルなどのラテンアメリカ諸国には強気、インドにもポジティブな見方としている。

- 債券投資にはイールドカーブ全体を視野に入れたグローバルなアプローチが必要である。アムンディのデュレーションに対するスタンスは全体としては中立に近いものの、セグメント毎に見方は異なる。例えば、EUと英国のデュレーションにはやや強気であり、イタリア国債のBTPも同国の景気循環上の回復と（欧州他国と比較しての）財政見通しの改善を背景にポジティブに見ている。一方、米国にはやや慎重、日本には中立のスタンスだ。日本は、最近の動きによって、債券利回りが魅力的になりつつあることには注目すべきである。同時に、日本の投資家が、満期を迎える米国債の一部を国内市場に再投資しようとする思惑が高まる可能性もあり、円と日本国債でのボラティリティの上昇をどう評価、判断するかの必要に迫られよう。

日本国債利回りが急騰



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1月23日時点のデータ。

- 先進国社債と新興国債券** - キャリー取引の魅力度は高く、利回り追求の動きは、依然、顕著だが、銘柄選別の重要性は極めて高いと考えている。先進国社債ではEU投資適格債を選好すると同時に、非金融セクターより金融セクターを重視する。特に中期債、銀行・不動産セクターを推奨する。新興国ではハイイールド債を優先し、地域別では中南米、サハラ以南のアフリカ、インドを選好している。
- 「コントロールされた混乱」の中で金は引き続き恩恵を受ける** - 金は法定通貨の価値低下、高い財政赤字、政府債務の恩恵を受ける見込みだ。資産運用の世界で地政学的な緊張が「ノーマル」となった時代において、金のポートフォリオの安定化に寄与する特性は特に効用が高い。

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 January 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: 26 January 2026

Document ID: 5156514

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
MONICA DEFEND Head of Amundi Investment Institute	CLAUDIA BERTINO Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute	CY CROSBY TREMMEL Investment Insights, Amundi Investment Institute
VINCENT MORTIER Group CIO, Amundi	LAURA FIOROT Head of Investment Insights and Client Division, Amundi Investment Institute	



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・インスティチュートが一般・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・インスティチュートの見通し、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

5168937