

貿易戦争激化、 FRBの任務が複雑に

米国の政策を巡る過剰な不確実性が意識されたことで相場が急変し、ボラティリティが高まる展開となっています。このところの債券利回りの推移を見ると、米国資産に安全を求める動きが一服し、米国国債や米ドルは究極の安全資産であるという見方を改める動きが広がっていることが分かります。当社では、米国資産の信頼性を疑問視するのは時期尚早だと考える一方、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性が脅かされたり、政策不確実性が極度に高まったりした場合には、投資家心理が損なわれる可能性があるとも考えています。例えば、資金流出のリスクが意識されたことや、市場のポジションが若干調整されたことで、このところは米国の国債利回りとドルの動きにかい離が生じています。今後は展望するにあたっては、以下のテーマを注視する必要がありますでしょう。

- **貿易戦争と保護主義は米国の経済成長に影響を与えると思われるものの、関税による景気後退は依然として当社の基本シナリオではありません。**今年の国内総生産（GDP）成長率は昨年3%弱から低下し、1%前後になると予想されます。関税による圧力、消費への圧力、雇用情勢、逆資産効果が経済成長に影響を与える主な要因です。米国の関税は欧州の輸出や成長を下押しするとみられますが、ドイツの財政支出、原油安、米国の関税に対する欧州連合（EU）の慎重な対応など、欧州にとってはいくらか明るい材料があります。
- **FRBは消費者のインフレ期待に関する課題に直面していますが、今後は経済成長を支援する方針に傾きそうです。**消費者のインフレ期待が安定せず、賃金交渉に影響を与えるようになれば、こうした期待が実際のインフレ率を押し上げることになるでしょう。今後はFRBの動くタイミングが重要になってきます。今のところ、FRBは年内に3回の利下げを行うと当社では予想しています。



ヴァンサン・モルティエ
アムンディ・グループCIO

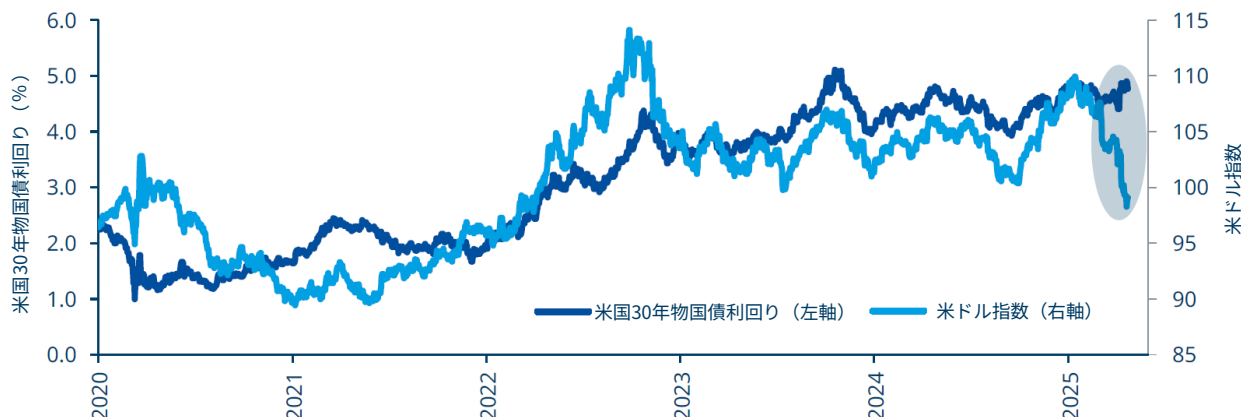


モニカ・ディフェンド
アムンディ・インベストメント・
インスティテュート・ヘッド



フィリップ・
オルジュヴァル
アムンディ・グループ
デビュティCIO

米国国債の利回りとドルの動きがかい離する状況は歴史的に見ても稀



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4月23日現在）

米国市場からの資金流出は今後も続くともっており、欧州、新興国、アジアなどの市場がその恩恵を享受することになるでしょう。そのため、米ドルに対しては慎重な見方をしています。

- 欧州中央銀行（ECB）は域内の景気見通しの悪化を容認する構えであり、それほど大きなジレンマは抱えていません。当社では、ECBのターミナルレート（政策金利の最終到達点）の予想を1.75%から1.50%に引き下げており、年内にさらに3回の利下げを予想しています。英国では、労働市場の冷え込み、ポンド高、輸入関税の撤廃がインフレ率を下押しするとみられることから、イングランド銀行（BOE）は年内に3回の利下げを実施すると予想されます。
- 中国は経済成長を支えるために内需への依存度を高める必要に迫られるでしょう。米国の対中関税率は当社の予想を上回っており、中国の景気も当然ながら影響を受けるでしょう。現在、中国の政策当局は報復措置を打ち出していますが、金融・財政の両面から、国内の需要や消費者に目を向けた施策を打ち出す必要もあると当社では考えています。

中期的な観点からは、景気見通しが悪化すると予想しており、慎重なアロケーションを構築すべきとの論調が高まっています。とはいえ、当社ではまだその認識に至っておらず、当面はややリスク選好の姿勢を継続する方針です。

- 債券については、EU諸国と英国のデレーションを中心にポジティブな見方をする一方で、日本には慎重な見方をしています。米国については、足元のインフレ率が低下する一方で、消費者が予想するインフレ率が高水準であることから、中立の見方をしています。社債市場では、バリュエーションに景気の悪化が織り込まれつつあるものの、ファンダメンタルズは引き続き健全です。したがって、EUの投資適格債市場については、バリュエーションを踏まえて楽観的な見方をするほか、金融セクターに投資妙味があるとみています。一方で、米国のハイイールド債には慎重な見方をしています。
- 株式については、米国市場が下落したことで、欧州、英国、日本などの市場に投資基金が流れ込んでいることが再確認されつつあります。評価倍率が低下するなか、最大のリスクは収益にあります。

アムンディ・インベストメント・インスティテュートの見解：米国の関税が経済成長率と企業収益に影響

国際通貨基金（IMF）は4月に発表した最新の「世界経済見通し」の中で、世界と米国の成長率予測を下方修正しました。今年の世界の成長率に関しては当社とIMFとで予想が一致していますが、米国については当社の方が控えめな見通しを立てています。米国は景気後退入りしないと当社では考えていますが、関税の引き上げは消費者の可処分所得や、ひいては景気に影響を与える可能性があります。こうしたなか、インフレ期待と経済成長のバランスを取るというFRBの任務は難しさを増しています。

米国の企業は関税により収益が圧迫されると当社では考えており、すでに多くの大企業が景気後退への懸念を表明しています。米国例外主義が揺らいでいることを受け、当社では、今年のS&P500の予想1株当たり利益（EPS）を約5%に下方修正しました。この点に関しては、企業が発表する業績見通しが極めて重要です。

FRBは年内に政策金利を3度引き下げると当社では予想していますが、失業率が悪化した場合には、利下げ回数を増やす可能性もあります。さらに、米国の経済成長が下押しされることで、欧州にもその影響が波及する恐れがありますが、株価への影響は第一に、評価倍率の水準に左右されそうです。

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

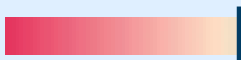
米国株については全般的に慎重な見方を維持する一方で、バリュエーションが妥当なバリュー株やクオリティ株、均等加重指数のほか、トランプ政権の政策の影響を受けづらい銘柄に選別的な投資機会を見出しています。欧州株については、ディフェンシブな生活必需品やヘルスケア銘柄の中でも、価格決定力が強く、確固としたビジネスモデルを有する銘柄を選好しています。シクリカル銘柄の中では、欧州の質の高い銀行銘柄や、域内経済への依存度が高い中小型株を選好しています。

- **新興国資産は、米ドル安、FRBの利下げ期待、魅力的な国内利回り、今のところ底堅い成長を背景に騰勢を強めつつあります。**しかし、トランプ政権の政策を巡る不確実性が新興国資産の上値を抑える可能性もあります。当社では特に、絶対利回りが魅力的なハードカレンシー建債券と社債にポジティブな見方をしています。現地通貨建債券については、中南米市場やフロンティア市場に選別的な投資機会を見出しています。新興国株式については、中国は関税や規制の影響を受けやすいものの、中南米地域や中東・北アフリカ（MENA）地域は米国の関税の影響を受けにくいと思われることから、当社では中南米やインドにポジティブな見方を維持しています。欧州新興国についてもポジティブな見方をしています。
- **マルチアセットについては、見通しが悪化しているものの、マクロ、クレジット、流動性の状況が依然として適度に良好であることから、ややリスクオンの姿勢を維持しています。**当社では、スタンスを戦術的に調整しており、先進国株式に対する見方を引き下げた一方で、新興国債券に対する見方を引き上げました。さらに、ユーロ/米ドルに対しては、米国例外主義が後退するなか、FRBの利下げにより米国資産へのフローが減少し、欧州やアジアへの資金流入が増える可能性があることから、ポジティブな見方に転じつつあります。金（ゴールド）については、地政学的緊張やインフレリスクに対するヘッジとして魅力的であることから、ポジティブな見方を維持しています。

高関税と報復措置が適用される期間が経済成長の度合いを左右します。政策に不確実性はあるものの、マクロ、クレジット、流動性の状況が良好であるため、金（ゴールド）などの資産で守りを固めた上で、ややリスクオンの姿勢を取っています。

全体的なリスクセンチメント

リスクオフ



リスクオン

クレジットや株式に注目しつつ、リスク資産にややポジティブな見方を維持していますが、市場の潮目の変化を踏まえた上で、徹底した分散投資を継続しています。

前月からの変化

- **マルチアセット：**新興国債券に対してポジティブな見方に転じた一方、先進国株式、新興国株式に対してはポジティブな見方を小幅に引き下げた。
- **新興国市場：**中南米諸国や、中東・北アフリカの新興国の株式に対してポジティブな見方を強め、その一方でアジア新興国に対する見方を引き下げた。債券については、現地通貨建債券に対してポジティブな見方をわずかに強めた。
- **米ドル**に対しては慎重な見方をする。

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

アモリ・ドルセー
債券部門ヘッド

欧州のデュレーションに注目

輸入関税を巡る不確実性を受けて、インフレ期待と米国国債のタームプレミアムが上昇しつつあります。米連邦準備制度理事会（FRB）は当面、こうしたインフレ圧力への対応を迫られるとみられますが、欧州中央銀行（ECB）にとってインフレはそれほど大きな懸念ではありません。こうした事情を背景に、世界の2大中央銀行がそれぞれ異なる政策を打ち出す可能性があることから、当社ではECBのターミナルレート予想を引き下げました。

特に、エネルギー価格の下落、関税に対するこれまでの欧州連合（EU）の慎重な対応、欧州での賃金上昇の鈍さからすると、欧州のインフレリスクは限定的であると言えます。加えて、経済成長の減速は、とりわけ米国企業のファンダメンタルズに影響を与えられと考えられます。したがって、当社ではクレジットとデュレーションに対してグローバルかつ選別的なアプローチを継続するとともに、引き続き質を重視しています。

デュレーション・イールドカーブ

- トランプ政権の関税政策が経済にマイナスの影響をもたらすと見込まれるなか、経済成長が鈍化していることや、特に英欧の中央銀行が緩和モードにあることを踏まえ、デュレーション全般にポジティブな見方をしている。
- 米国のデュレーションに中立的な見方をしつつ、米国よりも欧州を選好する。
- 日本のデュレーションについては、構造的、長期的視点から慎重な見方をする。

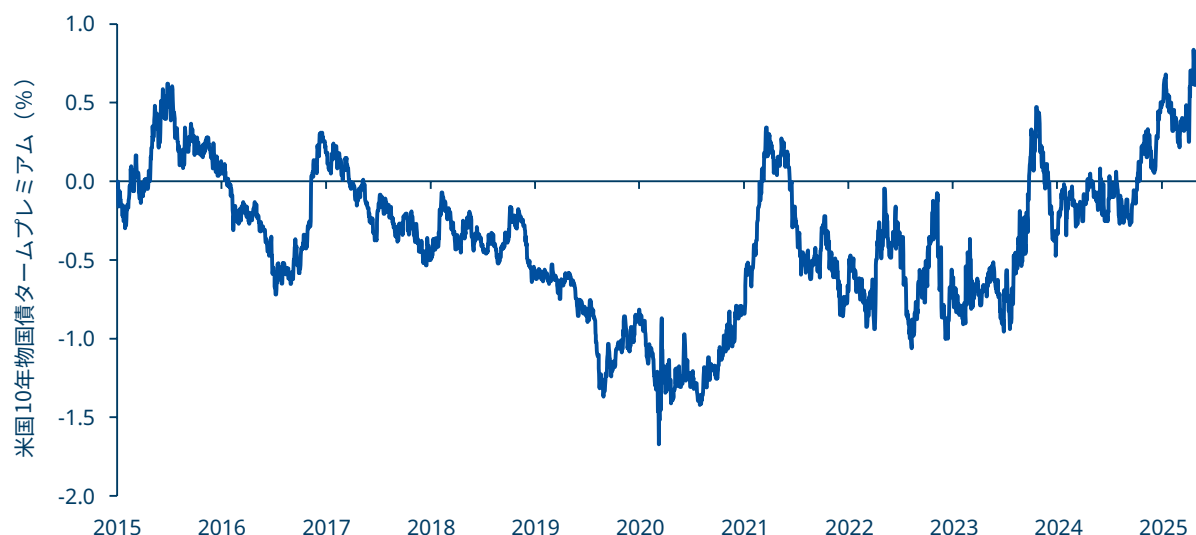
社債

- 信用スプレッドの急拡大は、市場が経済見通しの悪化を織り込みつつあることを示唆する。米国ハイイールド債は影響を受けやすい可能性がある。ファンダメンタルズが強固でバリュエーションが魅力的な欧州の投資適格債を選好する。
- 全体としては、ファンダメンタルズがある程度悪化することから、投資先を選別する。
- セクター別では、強固な資本バッファや高い収益性を踏まえて、金融セクターを選好する。

為替

- 米ドルに対する見方を引き下げた。最近のように米国の利回りとドルの相関性が崩れる事態は稀であり、資産の再配分が一因として考えられる。今後は米国資産に関連するリスクプレミアムが上昇する可能性がある。
- ユーロは「脱ドル化」が追い風になる可能性がある。今年末までのユーロ/ドルの想定為替レートを1ユーロ=1.16米ドル（前予想：1.13米ドル）と予想。ユーロ高がさらに進行する可能性もある。

インフレ期待の高まりを背景に、米国国債のタームプレミアムが10年ぶりの高水準に到達



出所：ニューヨーク連銀、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4月29日現在）。ACMモデルに基づく米国10年物国債のタームプレミアムを示す。

株 式 市 場

執 筆 者

市場急落でローテーションが加速

昨年末に始まった市場のローテーションは今も続いており、そればかりか貿易戦争で拍車がかかっています。米国株はその影響を最も受け、評価倍率が低下しました。それでも、米国のバリュエーションは依然として割高であり、投資魅力は他の地域のほうが相対的に高い状況です。欧州では、財政刺激策やインフラ支出がどれだけの規模であれば関税の影響を相殺できるのかという点に注目することが重要です。

このローテーションが今後も持続するかは、企業の収益動向や、企業が関税の影響のなかで信頼感をどれだけ高められるかにかかっています。業績見通しについては厳しい内容になると予想していますが、ファンダメンタルズが強固な企業や、欧州、英国、日本の国内志向の強い企業には投資機会があると考えています。

バリー・グラヴィン
株式プラットフォーム・
ヘッド

グローバル株式の見通し

- 欧州、英国、日本など、米国以外の市場で投資機会が増しているとみている。米国株は今後も荒い値動きが予想されるが、一部のバリュー株には引き続き投資機会がある。
- 欧州、英国市場はバリュエーションが魅力的。特に英国には、国際的な貿易戦争の影響を受けにくい国内主導の投資機会がある。
- 日本市場では、銀行・保険銘柄に注目することで、金利の正常化の恩恵を得られる可能性がある。一部の質の高い国際企業にも投資妙味がある。
- バランスの取れたアプローチを維持しつつ、財務状況が健全で確固としたビジネスモデルを有する銘柄を模索する。

セクター・スタイル別の見通し

- 大型株は割高であり、貿易関税の影響を受けやすい。グロース株には慎重な見方する一方で、欧州の中小型株は域内経済への依存度が高いことから、選好している。流動性リスクには注意を払っている。
- セクター別では、割高な情報技術（IT）銘柄よりも、ディフェンシブな生活必需品やヘルスケア関連の銘柄を選好する。資本財銘柄には全体的に慎重な見方をするが、質の高いシクリカル銘柄や大型の金融銘柄には厳選された投資機会がある。
- 全体としては、株主に長期的なリターンをもたらす固有のアイデアを最大限に活用することを目指している。

欧州の財政支出拡大が支援材料になる見込み



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4月29日現在）。欧州中小型株指数はMSCI欧州中小型株指数。

新興国市場

執筆者

ヤーラン・
シズディコフ
新興国市場
グローバルヘッド

関税で明暗分かれる新興国市場

新興国市場は、国際貿易の動向や、米国政権の政策、地政学的な情勢に振り回されやすいものですが、その中には他と比べても米国の関税の影響を受けやすい国や地域があるように思われます。一方で、一部の地域では国内の経済成長が底堅く推移し、景気サイクルも国際的な貿易情勢とそれほど相関しないことから、分散投資により長期的にインカムゲインを獲得できる機会が豊富にあります。

例えば、アジア地域の一部のサプライチェーンは米国の関税の影響を受ける可能性が高く、その一方で中南米地域への打撃は最小限にとどまりそうです。ここで重要なのは、米国の関税が最終的にどこに着地するのか、今後どのような報復措置が取られるのか、米国が試みる中国とのデカップリング（経済分断）で誰が勝者となるのかという疑問です。また、2国間協定の交渉が可能なのはどの国かという点も重要です。答えがたい疑問ですが、状況が流動的であることから、極端な見方をしないよう注意しています。

新興国債券

- **ハードカレンシー建債券と社債にポジティブな見方をしつつ、極めてアクティブなスタンスを継続する。**長期的なリターンを得るには、国やセクターを選別することが引き続きカギとなる。
- **現地通貨建債券では、名目・実質利回りが高く、貿易関税の影響を受けづらい国にポジティブな見方をする。**中南米（特にブラジル）のほか、フロンティア市場を有望視している。
- **新興国通貨については、一部のアジア通貨に慎重な見方をするとともに、ブラジルレアル、メキシコペソ、トルコリラなど、利回りの高い通貨に引き続きポジティブな見方をしている。**

新興国株式

- **アジアでは、中国経済の低迷により、同国と貿易関係の深い国が影響を受ける可能性がある。**インドについては、経済が内需主導型であることや、米国との貿易協が進んだ段階にあることから、引き続きポジティブな見方をしている。
- **欧州新興国にはポジティブな見方をしている。**しかし、中東・北アフリカ（MENA）地域については、原油の値動きや、それが株式に与える影響を注視している。世界の景気動向に影響を受けやすいセクターにはやや慎重な見方をしている。

アジア市場の主要な投資方針

関税と貿易が主要なテーマです。最終的には1対1の貿易協定が締結されると予想していますが、それには時間を要するとみられ、市場は宙ぶらりんの状態が続くそうです。10%の基本関税が経済に与える影響、米中経済の減速、不確実性の高まりは、いずれも域内の景気見通しにマイナスの影響を及ぼすと予想されます。輸出動向の影響を受けやすい国よりも、**貿易への依存度が低い国の方が、この荒波を乗り越えるのに有利な立場にあります。**

アジアの債券市場には投資妙味があります。経済成長が鈍化していることや、インフレが抑制されていることが相まって、中央銀行には金融政策をさらに緩和する余地が生まれつつあります。**当社ではインド債券を選好するとともに、為替ヘッジを行った上で、中国と韓国の利回り動向にポジティブな見方をしています。**しかし、財政拡大により国債の発行が増えることから、長期債の利回りを注視しておく必要があります。社債については、大中華圏（中国本土、香港、台湾、マカオ）やインドを中心に、インカム創出のテーマや、ディフェンシブセクターの発行体を選好しています。日本市場やオーストラリア市場には、金融劣後債や保険会社の債券への分散投資を検討する余地もあります。

株式については、インド株、中国A株、フィリピン株の国内テーマにおいてディフェンシブな投資機会を模索しています。変化の激しい市場環境でリスクテイクを行うには慎重姿勢で臨むのが得策であり、貿易協議の行方がより明確になるまでは辛抱強く待つことを推奨します。輸出への依存度や国ごとに異なる関税率を考慮した上で投資先を選別することが、貿易戦争が地域市場に与える相対的な影響を見極めるためのカギとなります。

マルチアセット

執筆者

揺らぐ米国例外主義、引き続き柔軟な投資が必要

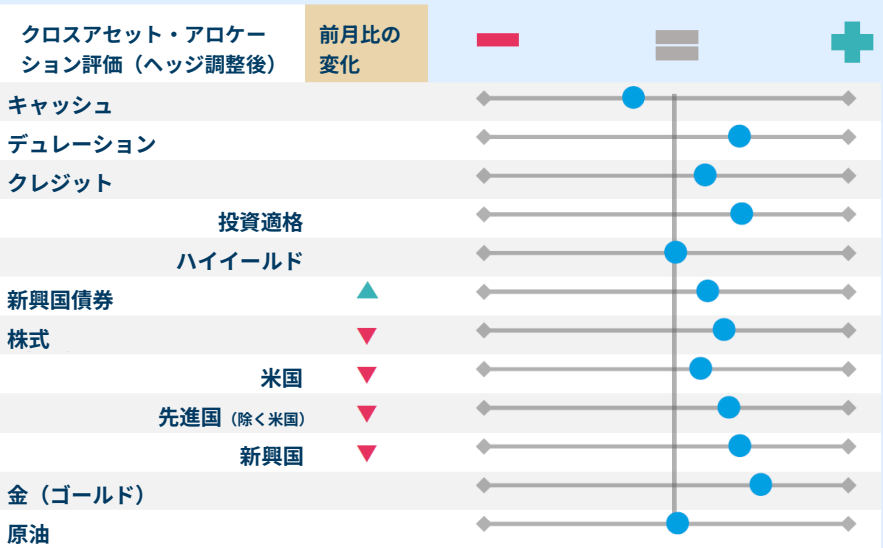
米国の政策は「解放の日」を境に、混沌とした、取引重視のアプローチへと大きく舵を切りました。米国経済の減速度合いは、米国の関税と貿易相手国からの報復措置がいつまで続くかに左右されることになりそうです。投資家や消費者の信頼感にはすでにマイナスの影響が出始めており、市場は米国例外主義への疑念を強めています。しかし、マクロ、クレジット、流動性の状況は適度に良好です。このような環境下、当社では、新興国債券を含め、取り得る手段をすべて講じており、また、為替における米ドル優位性が揺らいでいると考えています。同時に、金（ゴールド）などの資産でポートフォリオの守りを固めておくことが得策だと考えています。

株式市場の動きには過剰反応せず、先進国株式に対するスタンスを小幅に引き下げましたが、全体としては、米国、ユーロ圏、英国に注目しつつ、引き続きポジティブな見方をしています。ユーロ圏市場は、割安なバリュエーションや、ドイツの財政拡大を背景とした収益の中期的な伸びが追い風になるでしょう。英国市場への投資は欧州域内での投資を分散する効果があるほか、同国の市場は良好なディフェンシブ性を備えています。米国株には十分なリスクヘッジが必要だとみており、規制緩和や、国内志向の企業への支援が追い風となる分野に注目しつつ、ややポジティブな見方を維持しています。新興国株式については、目先に不確実性があることから、リスク管理上の措置として、インド株に対して中立に転じました。警戒はしていますが、構造的な成長ストーリーは健在だとみています。

債券については、グローバルなアプローチを継続しつつ、米国、欧州主要国、英国のデュレーションや、イタリア国債に対してポジティブな見方をしており、その点、最近のイタリアの信用格付け引き上げは好材料です。欧州連合（EU）諸国の投資適格債にもポジティブな見方をしていますが、日本債券はバリュエーションが割高なことや、実質利回りがマイナスであることから、慎重な見方をしています。新興国債券については、4月初旬の相場下落を受け、ポジティブな見方に転じました。米ドル安が進行するなか、この分野には一時的に安堵感が広がると予想されます。現地金利に対しては中立の見方をしています。

為替については、スタンスを再調整し、米ドルには慎重、ユーロにはポジティブな見方に転じました。対日本円、対ノルウェークローネでの米ドルに対してはネガティブな見方をしています。新興国通貨については、対人民元（オフショア）でのブラジルレアルとメキシコペソにポジティブな見方を強めました。

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5月7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。*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るため、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、随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、あるいは推奨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

株式	前月比の変化*	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
米国					◆					
米国グロース			◆							
米国バリュー							◆			
欧州								◆		
欧州中小型								◆		
日本							◆			
新興国							◆			
グローバルファクター	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
グロース					◆					
バリュー							◆			
小型						◆				
クオリティ	▼					◆				

債券見通し

デュレーション	前月比の変化*	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
米国						◆				
EU諸国								◆		
英国								◆		
日本					◆					
全体							◆			
クレジット	前月比の変化*	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
米国投資適格						◆				
米国ハイイールド			◆							
EU投資適格								◆		
EUハイイールド						◆				
全体							◆			
為替	前月比の変化*	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
米ドル	▼				◆					
ユーロ						◆				
英ポンド							◆			
日本円								◆		
人民元 (オンショア)				◆						

▼ 前月比で引き下げ
▲ 前月比で引き上げ

出所：2025年4月23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す。*今月は、米国事業がピクトリー・キャピタルにスピノフされたことに伴い事業範囲が変更されたため、「前月比の変化」は前月と直接比較できない可能性があります。

新興国市場見通し

新興国債券		---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中国国債						◆				
インド国債	▲							◆		
新興国HC								◆		
新興国LC	▲								◆	
新興国社債	▲							◆		
新興国株式		---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興国							◆			
アジア新興国	▼				◆					
中南米	▲							◆		
EMEA新興国	▲							◆		
新興国（除く中国）							◆			
中国	▼					◆				
インド								◆		

出所：2025年4月23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。*今月は、米国事業がビクトリー・キャピタルにスピノフされたことに伴い事業範囲が変更されたため、「前月比の変化」は前月と直接比較できない可能性があります。※HC=ハードカレンシー建債券、LC=現地通貨建債券、EMEA=ヨーロッパ、中東、アフリカ

▼ 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.msclbarra.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 7 May 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. As of 7 May 2025, economic growth projections from Amundi Investment Institute include tariffs of +100% tariff for China (partially offset by fiscal stimulus) and +10% for the RoW. As of 7 May, tariffs are 10% universal, 145% on China; +25% on non USMCA compliant imports from Canada/Mexico (10% in certain energy and related products); 25% sectoral tariffs under the section 232 (Steel and Aluminium; auto and auto parts), mildly reduced by the recent proclamations on Import Adjustment Offset.

Date of first use: 7 May 2025, DOC ID: 4285688
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.

Photo credit: Unya-MT @gettyimages
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、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、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