Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

Investment
Institute



米国中間選挙:
財政の行き詰まりへの懸念

Cross Asset Investment Strategy

2026年10月　・機関投資家向けマーケティング資料

Marketing material for the exclusive attention of professional clients, investment services providers and any other professional of the financial industry

目次

米国中間選挙:財政の行き詰まりへの懸念 3

利回りが5%を超えても市場の強靭性は維持されるか? 6



「上下院を異なる政党が掌握する分裂議会がアムンディのメイン・シナリオだが、民主党の圧勝となる可能性もある。その場合、予算の膠着状態や大統領の行政命令への依存度が高まり、特に借入コストがすでに高くなっている場合、政策のリスク・プレミアムが高まる可能性がある。」

Monica Defend
Head of Amundi Investment Institute

「市場は、AI主導の投資と企業の高い収益成長力に支えられ、5%を超えた米国債利回りにも耐えられると予想している。今後、AIは収益化できるというエビデンスが、市場の強靭性を保つカギとなる。」



Vincent Mortier
Group Chief Investment Officer

マクロ経済

米国中間選挙:財政の行き詰まりへの懸念



Alessia Berardi
Head of Global Macroeconomics & Emerging Markets Strategy, Amundi Investment Institute

Annalisa Usardi
Senior Economist, Head of Advanced Economy Modelling, Amundi Investment Institute

Guy Stear
Head of Developed Markets Strategy, Amundi Investment Institute

Jean-Baptiste Berthon
Investment Strategist, Amundi Investment Institute

主なポイント

アムンディは、最も可能性の高い結果は、民主党が下院を制し、共和党が上院を維持する分裂議会であると考えているが、この場合、広範な政策において、選挙前との連続性が保たれ、大規模な財政や立法改革の余地は抑制的になると見込まれる。一方で、民主党の圧勝となる可能性も十分に残されており、その場合、民主党から、より介入度合いの高いアジェンダが提起されるリスクが高まるが、それでも財政赤字が制約となろう。一方で、共和党が両院を支配する結果になる可能性は低い。

市場は、民主党の圧勝を、さらに織り込み始めているが、政策リスクは、引き続き、残されている。民主党が下院を支配するであろうことは、概ね一致した予想となっているため、主な不確実性は上院にある。共和党の反発や大統領府のより積極的な施策は、市場のサプライズとなる可能性がある。

中間選挙は、セクター毎のパフォーマンスを一変させる可能性がある。AI投資の継続がITを支え、資本支出の拡大により、資本財や素材セクターが恩恵を受ける可能性がある。エネルギーへの影響は両面あるが、再生可能エネルギーへの反対が減れば、エネルギー価格の上昇が支援材料となり、再生可能エネルギーの競争力が高まる可能性がある。

米国中間選挙:分裂議会、財政の行き詰まり、そして個別セクターへの圧力

米国の中間選挙では、下院の全議席と上院の3分の1の支配権が決定される。つまり、選挙で争われるのは、下院の435議席のすべてと、通常は33の上院議席となる。現在は、共和党が両院を支配しているが、より具体的に見ると、下院は、共和党220議席、民主党215議席、上院は共和党53議席、民主党45議席、そして民主党と党員集会で結ばれている無所属の2議席だ。僅差になると思われるが、入れ替わる可能性が高いのは下院であり、上院は議席の3分の1しか争われないため支配権の変更は難しい。

このような状況下で、最も可能性の高い結果は分裂議会で、下院は民主党となり、上院は、引き続き、共和党になる見通しだ。議会の分裂は、トランプ大統領の国内政策の選択肢を制約することになろう。過去を振り返ると、大統領は、この問題に直面したとき、外交政策により注力する傾向がある。したがって、選挙後、アメリカによる外国への介入が増加する可能性が高い。最近の世論調査は、選挙は通常以上に党派間の競争によって形成される可能性が高いことを示唆しているが、投票率に作為的に影響を及ぼそうとしたり、有権者を脅迫したりするような民主主義の後退への懸念が、米国の制度への信頼をさらに損ない、政治的不確実性を増すことになろう。

マクロ経済への影響

中間選挙のマクロ経済への影響だが、議会の権力バランス、ひいては財政の膠着状態の程度によっては、抑制要因となる可能性が高い。最も可能性の高い分裂議会シナリオが意味するところは、追加の減税を含む、新たな大規模な財政パッケージの採択が難しくなるということだ。

既存の税制法案は大部分が継続されようが、新たな刺激策や広範な税制改革の政治的余地は限られる。その結果、財政政策は、長期的に概ね中立から、引き続き、やや抑制的となり、赤字や債務も継続することになろう。

中間選挙のシナリオ

シナリオ	インプリケーション
 民主党が下院を掌握、共和党が上院を維持	このケースでは、財政政策の大きな転換はなく、基本、継続が見込まれる。既存の税制法案の大部分は存続するが、共和党が、新たに広範な財政パッケージを通すのは難しくなろう。実際、議会内で新たな動きが出てくる余地はほとんど残されないであろう。通常の予算審議も膠着し、政治的に、主に、支出交渉、政府閉鎖の脅威、債務上限をめぐる争いが繰り返し発生し、ボラティリティ上昇の原因になろう。 政策的観点で、大統領府主導の議題は概ね継続されよう。関税、貿易政策、移民取締り、規制緩和、輸出管理は、新たな立法ではなく、主にホワイトハウスが行政・規制の措置を通じて主導し続けるだろう。共和党が支配する上院は、引き続き、裁判官、上級官僚、連邦準備制度理事会の理事を承認する権限を保持する。より広範な結果としては、ワシントンで、より政治的な国内からの「ノイズ」が増え、共和党のアジェンダに対する反発が強まり、政治家に対する調査がより起こりやすくなるだろう。
 **民主党が下院と上院の両方で勝利**	民主党の両院の掌握は政治的な激震になろうが、民主党が自動的に財政政策を押し付けることが許容されるわけではない。民主党の優先事項は緊縮財政ではなく、再分配に集中し、医療に重点を置く可能性が高い。これには、2025年末に期限切れとなった医療保険制度改革法(Affordable Care Act)の補助金増加の復活、メディケイド削減の撤回、そして保険適用拡大の取り組みが含まれる。しかし、これらの措置は自動的に決定されるものではない。トランプ大統領は、依然、増税や予算法案の廃止の試みに対する拒否権を保持し、その拒否権を覆すには両院で3分の2の多数が必要であり、それは明らかに不可能だ。 このシナリオの主な特徴は、大統領権限に対するより強い抑制力が生じる点だ。民主党が支配する議会は、特に司法、規制、連邦準備制度の人事をめぐって政権との間に、さらなる摩擦を生み出す可能性がある。それは政治的議論をより対立的にしようが、それでも完全な政策リセットには繋がらない。刺激策が薄れるにつれて、来年財政政策はより中立的、あるいは抑制的になる可能性があるが、大規模な債務安定化プログラムへの信頼できる道筋はまだ見つからない。CBO（議会予算局）の基準値は、2026年から36年までの間で、GDPの少なくとも5.6%の赤字が発生することを示唆しているが、巨額の赤字は、そのまま残ることになろう。
 **共和党は下院と上院の両方を保持**	このケースの確率は、依然、低いが、それでも考慮に含めるべきだ。もし、共和党が両院を保持すれば、政策議論はより積極的な財政議題と現行政府の方針の継続にシフトするであろう。これにより分裂議会の行き詰まりのリスクは減るが、根本的な債務や赤字の圧力は解消されない。このシナリオでも、広範な債務負担軽減策と、長期的な赤字解消策は、近い将来においては、政治的に信頼できないという事実にもあり、より抑制的な財政方針が継続される可能性が高い。

これら3つのシナリオの間の違いは、特に経済の特定のセクターを支援するための大統領府の対応において生じる可能性が高い。

1. **消費者への支援策と再分配：**最も可能性の高い結果である分裂議会となる場合、世帯全体の可処分所得を実質的に増加させる規模の追加減税が実施される余地はほとんどない。一方、民主党がより多くの議席を得れば、再分配、医療支援、低所得世帯への給付に、より重点が置かれるため、消費には、やや支材料となるものの、必ずしも押し上げるというほどの規模になるわけではない。対照的に、共和党の圧勝はさらなる減税の可能性を高め、支出や成長に対して、より支援的となる一方で、赤字拡大を招く可能性がある。**いずれの場合も、消費への影響は、現在のテックやAI関連の資本支出が主導する広範なマクロサイクルに比べて間接的かつ控えめとなる可能性が高い。**
2. **資本支出サイクル:**中間選挙は明らかに投資環境に影響を与える可能性がある。現政権が導入し、すでに税制法案に含まれているコストおよびボーナス減価償却規定は、分裂議会下でも継続審議され、資本支出への実質的な支援を提供することになると考えられている。これにより、対象となる機器、機械、ソフトウェアが引き続き有利になり、投資テーマの拡大で、テクノロジーやAIを超えて、より幅広い企業への投資の一助となるであろう。この点で、資本支出の状況は概ね維持されると予想している。一方、分裂議会となれば、財政の行き詰まりがメイン・シナリオとなり、政策環境、債務発行、タームプレミアムに関する不確実性が高まる。政府閉鎖や債務上限の膠着の懸念が高まれば、リスクは高まり、資本支出サイクルの規模を抑制したり、経済の最も脆弱な部分の弱点を露呈させる可能性がある。
3. **投資との関連：**規制やインフラ整備を通じてのAI関連分野への影響が重要なチャネルとなろうる。AIをめぐる政治的議論は連邦レベルで、より顕著になる可能性があるが、実際の影響は、特にゾーニング、許認可、電力アクセス、水利用、環境規制などの分野で州や地方の規制を通じて、ますます大きくなるであろう。データセンターはAI投資サイクルの重要なボトルネックとなっているため、これは重要なポイントとなる。より厳しい規制環境はコストを増加させ、プロジェクトのスケジュールを長期化し、公益事業、インフラ、AI関連の資本支出にも影響を及ぼす可能性がある。その影響は経済全体というよりも、セクター特有のものになろうが、投資のインセンティブや市場のバリュエーションに、引き続き、影響を及ぼす可能性がある。しかし、中間選挙のシナリオを明確に区分することは不可能だ。AI関連の規制やインフラ圧力に最も多くにさらされている州は、より厳格なガードレールを支持する民主党と、イノベーションと迅速な導入を優先する共和党との間で、党派間の緊張がますます顕著になっている。しかし、この問題は単なるイデオロギー的なものではない。電力需要、水の使用量、ゾーニング、データセンター建設のコストに関する地域の懸念が、党派を超えて規制への反発を生む可能性がある。したがって、民主党の圧勝が厳しい規制の可能性を高める可能性も否定できないが、それは消費者保護、労働への影響、環境コスト、エネルギー消費、地方許認可などの分野に焦点が当てられるであろう。現政権の地政学的優先事項を踏まえ、より広い経済全体では、AI支配を目指す競争において、イノベーション、競争力、インフラの迅速な整備に引き続き重点が置かれることが予想される。
4. **インフレ：**直接的なマクロ経済への影響は非常に限定的となる可能性が高いが、インフレ・バスケットのレベルでは何らかの影響が出てくる可能性がある。もし民主党が圧倒的な多数派で圧勝した場合でも、前述の通り、オバマケア関連の補助金の拡大や再導入は非常に考えにくい。しかしながら、民主党が、そのような措置を確保すれば、CPIとPCEの両バスケットで重要な重みを占める医療が、CPIやPCEの医療関連要素を通じて、より顕著な影響を与える可能性がある。ただし、これによりインフレ水準に一時的な変化が生じる可能性はあるが、中期的なインフレ軌道全体を大きく変えるほど顕著な影響はないであろう。

結論

中間選挙の最も可能性の高い結果は分裂議会であり、これにより国内の新たな立法は制約を受け、大統領府が主要な政策課題を大きく掌握することになろう。この結果のマクロ経済上への影響は、政策の方向性の大きな変更というよりも、財政の行き詰まりにあり、予算をめぐる瀬戸際戦術が増え、政府閉鎖のリスクが高まり、政策の不確実性プレミアムが高まることが示唆されているる。

中間選挙が米国の資産やセクターに与える影響は?

ITとエネルギーセクターは、トランプ大統領の2期目の選挙の勝利以降、大きくアウトパフォームしているが、一方、通信サービスや公共事業は低調で、この間において、マイナスのアルファを記録したセクターは、この2つだけだ。その一因として、これらのセクターのベータ値が上昇市場において低いことが挙げられる。

トランプ大統領の第2期の前半の勝者は中間選挙後に敗者になるのだろうか?それは特定の分野で起きる可能性がある。大統領は規制によるテクノロジーの減速に明確な反対を表明しているが、議会が民主党に再び傾けば、人工知能はより厳しい規制レジームに直面する可能性がある。ただし、テクノロジーは、政治よりも強い推進力となっており、投資は今後も続くと予想されている。これはITへの支援材料となり、資本財や素材などのセクターは投資トレンドの拡大から恩恵を受けるであろう。

エネルギー・セクターへの影響は複雑化する可能性がある。民主党が議会で支持を得れば、再生可能エネルギーへの反対は弱まり、再生可能エネルギーが化石燃料に対して、より高い競争力を持つ可能性がある。同時に、分裂議会が起きた場合、米国が他国に対して、より介入的になることで、中東の緊張が長引き、エネルギー価格が長期間高止まりする可能性もある。

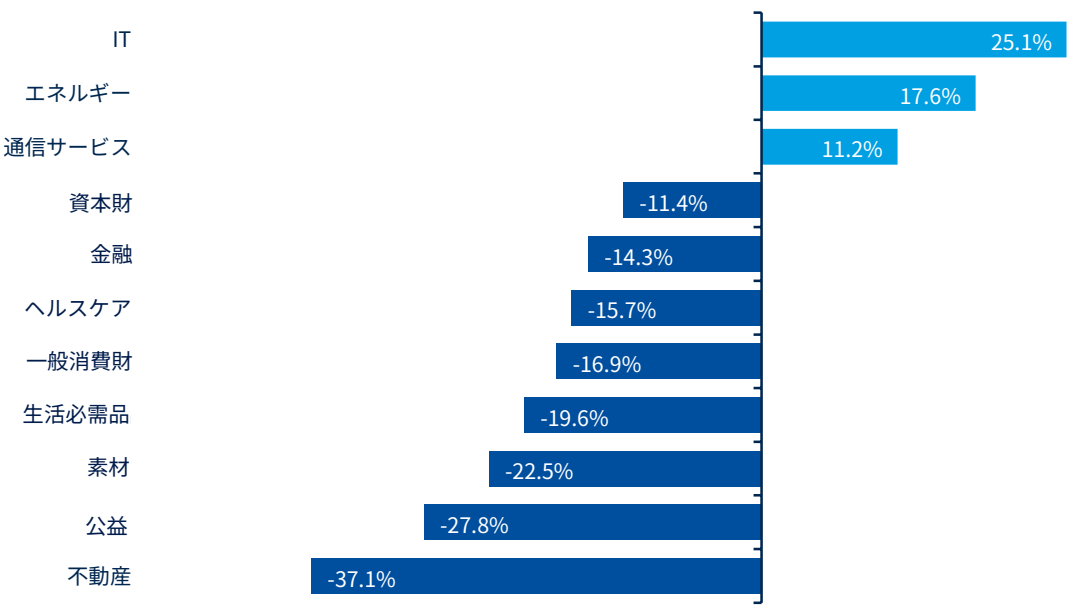
エネルギー・セクターの方向性の変化は、今年第2四半期以降において、当該セクターとのパフォーマンスがマイナス相関となっている公益事業にも関係してくるであろう。

ヘルスケア・セクターはトランプ大統領の薬価に関する発言により悪影響を受けているが、大統領は国内消費者の負担が高すぎるというよりも、海外消費者の支払いが低すぎると訴えている。アムンディは、その結果として、このセクターが回復する可能性があると考えている。しかし、民主党が議会を支配することになれば、有権者の反感を考え、ヘルスケア・セクターに関する調査を開始する可能性がある。

金融セクターのパフォーマンスは規制次第となろうが、債券利回りの方向性やリスクのコストにも左右される。規制はおそらくFRBの手に委ねられており、中間選挙によってその傾向は影響されない可能性がある。しかし、分裂議会の下では赤字削減の進展は大きく停滞する可能性がある。その結果、イールドカーブがスティープ化し、ネットでの銀行利益率が上昇する可能性がある。また、実質での成長の継続がリスクコストの増加を防ぎ、金融機関の市場全体に対するパフォーマンス向上の支援となる可能性もある。対照的に、名目金利のさらなる上昇は不動産セクターに引き続き圧力をかける可能性 が高い。

トランプ大統領再選以降、ITとエネルギー・セクターがパフォーマンスでリード

MSCI USに対する相対パフォーマンス



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、2026年10月19日時点の計算。2024年5月11日以降のパフォーマンス。MSCI指数の価格(USD)のパフォーマンス。

市場は、打開の兆しが見えない膠着状態を織り込みつつある

2026年の中間選挙前後の価格動向は、単に不確実性の高まりを反映しているだけでなく、ベースラインの再評価を反映している。9月にコンセンサスとなっていた分裂議会は、民主党の圧勝の可能性が高まる方向に変わりつつある。市場は単に不安を感じているだけでなく、異なる政治の世界を価格に織り込み始めている。

秩序ある市場、強靭な成長、そして増大する富の効果等マクロ経済の背景は、引き続き、市場に支援的であるが、その変化には政治的なロジックがある。中間選挙を左右する購買力、ガソリン価格、家計の世論、スイング州の有権者の支持率等は改善せず、イラン紛争がこれらの圧力をさらに悪化させている。トランプ大統領の政治的資本は全体的には良好に見えるが、選挙に勝てるかという厳密なポイントにおいては弱い。

下院を民主党が支配することになろうという点は、ほぼ完全に織り込まれている。市場予想は、ますます民主党の圧勝に傾いているが、選挙区の地図や上院選挙を巡って残されている不確実性を反映し、アムンディのメイン・シナリオは、依然、分裂議会だ。民主党が上院の過半数を占めれば、司法任命や連邦準備制度理事会（FRB）の承認手続きを掌握することになり、委員会による召喚状の発付にとどまらない形でホワイトハウスの動きを制約することになる。

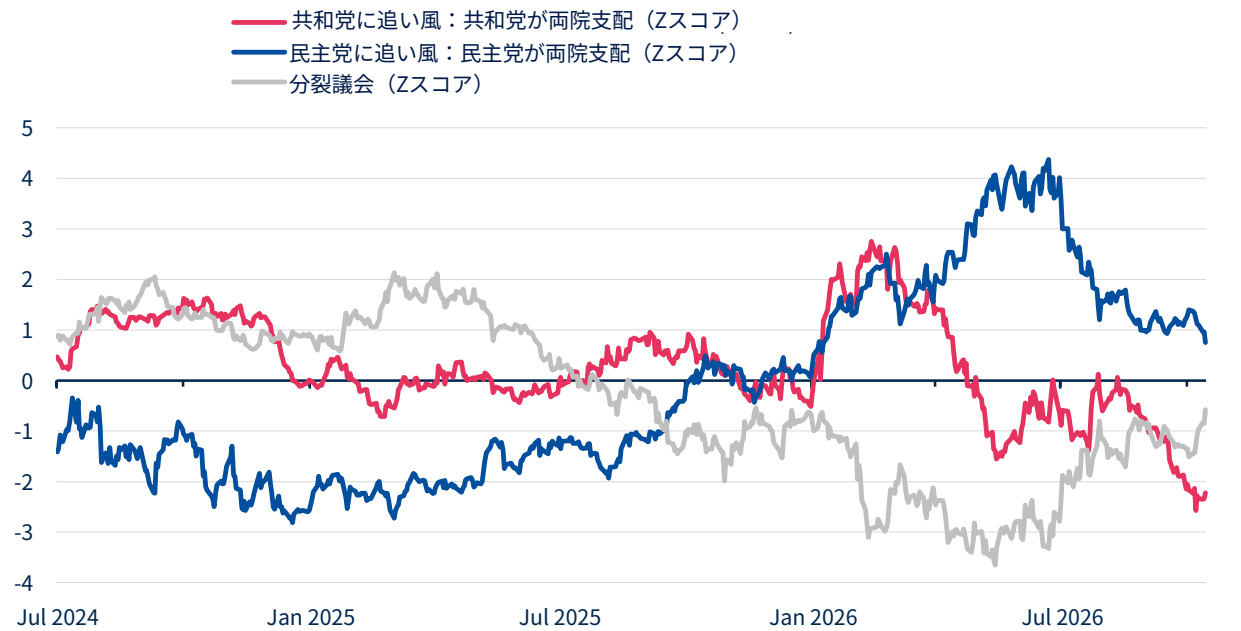
政治的および政策的なバスケットの全体感も完成しつつある(下グラフ参照)。共和党の政策エクスポージャーは劇的に弱まろうが、民主党のアジェンダに敏感な資産も回復していない。代わりに、市場は、勝者が大胆な政策を選択肢から外すであろうという、より単純な見方に収束している。市場はすでに抑制的な財政政策、適度な貿易上の緊張、そして行政権限による移民取締の継続を織り込んでいる。

オプション市場にも不確実性が見られる。選挙後に満期日が来る株式のインプライド・ボラティリティは、選挙前に満期日が来るものを大幅に上回る水準まで急上昇しており、投票後、政策の消化期間が長期化する見通しを示唆している。

金利上昇も、状況を複雑にし、財政対立のコストを増幅させる。政府閉鎖、債務上限の危機、民主党議会下での予算行き詰まりは、より大きなリスクとなろう。過去の相場サイクルでは、予算をめぐる膠着状態は「安堵売り」のきっかけとなっていたが、現在の利回り水準ではそうではない可能性がある。

結論：下院の民主党への転換はすでに概ね織り込まれ、両院とも民主党となる可能性もますます高まっている。したがって、市場にサプライズが起きるすると共和党の反発で、これはまったく価格に反映されていないため、最も大きな混乱をもたらすシナリオだ。選挙後の大きな問題は、制約が厳しくなったホワイトハウスが穏健に対応するのか、それとも関税、中国政策、移民、連邦準備制度への圧力といった行政手段をさらに積極的に行使してくるのか、つまり、市場が現在想定しているよりもアクティブになるかだ。それは、まだ価格に反映されていないリスクだ。

米国の中間選挙の投票結果は、分裂議会か民主党の勝利を示唆



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、マクロボンド。2026年10月14日時点のデータ。このチャートは、共和党、民主党、または政治的な膠着状態から利益を得やすい株式バスケットのzスコアを示しており、これらのシナリオ間で市場価格がどのように変化したかを示している。Zスコアは各シリーズの平均パフォーマンスから標準偏差でどれだけ離れているかを示している。高いzスコアはバスケットが過去の平均水準を大きく上回っていることを意味し、低いスコアは相対価格が弱いことを示している。

マクロ

利回りが5%を超えても市場の強靭性は維持されるか?

Jean-Baptiste Berthon
Investment Strategist, Amundi Investment Institute

Monica Defend
Head of Amundi Investment Institute & Chief Strategist

Laura Fiorot
Head of Investment Insights & Client Divisions, Amundi Investment Institute

10年物米国債利回りは9月15日に5%を上回り、FRBの利上げ直前にも上昇、その後10月5日には5.3%に達した。これはほぼ25年ぶりの高水準となる。しかしながら、株式市場は底堅く推移しており、S&P500とナスダックは新高値も更新している。したがって、重要な疑問は、利回りが次にどう動くかだけでなく、利回りが動く原因は何で、市場にどのような影響を与えるかとなる。

今回の景気サイクルは、引き続き、投資によって支えられているが、供給ショックも影響を及ぼしている。エネルギーは、依然、短期的には主要な制約であり、AIはより大きな構造的なテーマである。また、エネルギーは、金融引き締めの必要度に影響するが、AIは、それを経済がどれだけ消化できるかの要因となる。したがって、FRBはこの両方を睨む必要がある。

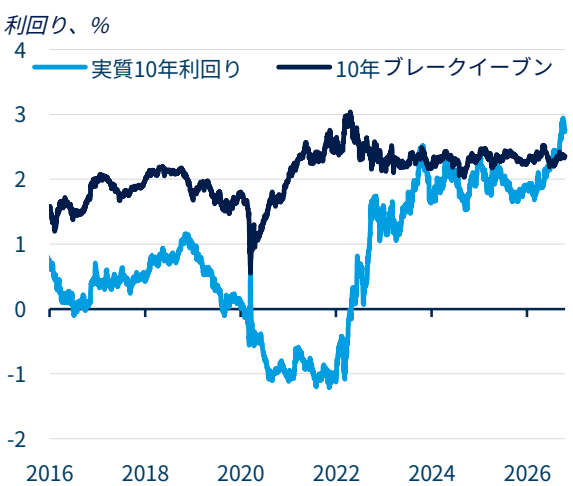
FRBは最新のFOMCで物価安定へのコミットメントを再確認したが、調整は今やより難しい課題となっている。

過度な引き締めは、最終的に、インフレ緩和に有益な、生産性向上に寄与する投資まで抑制してしまう可能性がある。一方、過剰な緩和は、長期間目標に到達できていないインフレ圧力の再燃に繋がる可能性がある。その不確実性自体がリスク・プレミアムであり、債券のボラティリティが高い背景となっている。

金利上昇も資本配分に影響する要因となる。AI、デジタルインフラ、発電、エネルギー転換、防衛、戦略的自律、財政赤字などは、いずれも多額の資金を必要とする。公的・民間の両方の借り手が、より直接的に競合し、市場全体で利回りを押し上げている。大量の新発債の発行も、限界的な米国債購入者のスタンスを変えており、市場は民間投資家、資産運用会社、ヘッジファンドに、より依存するようになっている。これらは、より価格に敏感な買い手であり、金利への圧力を強めている。 **したがって、投資ブームは、市場を支える成長と、それによる資本コストの上昇の両方を創出している。**

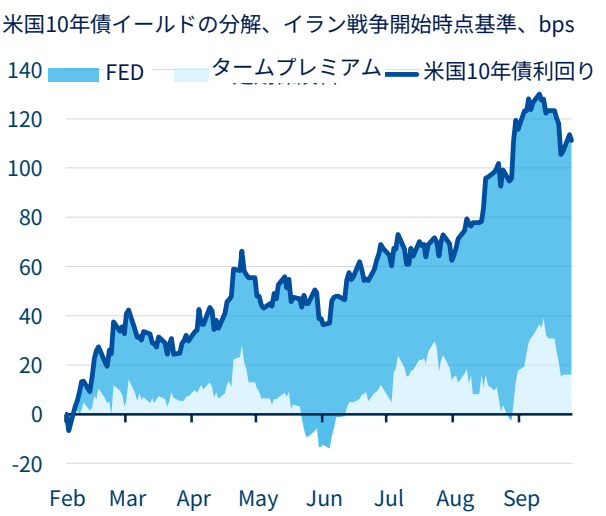
最近のイールドカーブの動きは、この見方を支持している。10年物のブレークイーブンはインフレ見通しが、依然、安定していることを示唆し、実質利回りの上昇は、持続的な投資需要と高い実質成長の傾向を示しており、株式市場の強靭性の説明にも寄与している。

10年のブレークイーブンは、引き続き、安定



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10月19日時点。

FRBのプライシングとタームプレミアムの上昇



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10月19日時点のデータ。期間プレミアムはエイドリアン・クランプ&モーエンチ10年国債定期プレミアム。

米国債利回りが5%となる影響を評価するために注目すべき6つのポイント

金利上昇の背景
生産的な投資によって促される実質利回りの上昇は、それに伴う収益も上昇すれば、吸収できる可能性がある。一方、エネルギー価格の上昇をドライバーとする利回り上昇は、利益率と債券市場を同時に圧迫するため、よりダメージが大きい。信頼性や価値の低下によるショックは、さらに危険。

レバレッジ
民間部門のレバレッジは比較的抑制されているが、脆弱性は、新規住宅購入者、低所得者、中小企業、レバレッジの高い借り手に集中している。公共部門も脆弱な分野であり、金利上昇は債務返済コストを徐々に引き上げる。

金利上昇時の環境
高金利は、バリュエーションが高く、バッファーが限定的な場合、より大きなダメージとなる。今日の株式、クレジットスプレッド、資金調達のニーズは、期待外れを許容する余地をほとんど残していない。

継続性とボラティリティ
主に市場の価格見直しによって、ボラティリティが一時的に上昇しているが、高金利が継続すると、借り換え、資本支出、住宅、財政利息コスト、デフォルトに徐々に影響が及ぶ。同様に、金利のボラティリティは、要求リターンを高め、発行コストも増加させる。

スピード
段階的な上昇であれば対応可能であるが、急激な変動は、ヘッジ、売却、急激な価格の見直しを引き起こす可能性がある。したがって、スピードが市場の価格見直しを促し、継続性が経済的ダメージを決定する。

資金調達コストのチェック
資金調達コストが、名目での所得、収益、利益よりも速く増加するかどうかが重要なチェック・ポイントとなる。

複数のシナリオを考慮する必要:価格見直しからクレジット・ストレスまで

過去を振り返ると、金利上昇の影響は、下図の通り、通常4段階のステップで波及するが、このプロセスは確定したものでも、単純に直線的なものでもない。市場の価格見直しから始まり、次に資金調達、借り換え圧力、そして、さらにショックが続く場合はクレジット・ストレスが続く。高い利回りの影響の伝達は、広範な企業クレジット環境が悪化する前にも、非銀行金融仲介におけるレバレッジや流動性のミスマッチによって増幅されることがある。今日の状況を見ると、広範なストレスというよりも、リプライシングや選択的圧力に近い傾向にある。スプレッドの拡大はわずかに留まり、流動性は秩序正しく、大企業のバランスシートの頑健性も維持されている。より広範なストレスへの継続的な移行は、スプレッドの拡大、貸出基準の厳格化、収益修正の脆弱化、資本支出の低下、借り換えの失敗として現れる。

金利上昇が経済全体にどのように波及するか

1 価格見直し
債券市場が調整され、キャッシュがより魅力的となり、株式の倍率は低下する。デュレーションの長い資産が最初にその影響を受ける。健全な中期サイクルでは、通常、ボラティリティの上昇と景気循環の脆弱化を意味し、広範な危機に至らない。

2 資金調達
ハードル・レートの上昇は資本配分を抑制し始める。貸し手はより差別的になり、限界的なプロジェクトは、延期、規模縮小、または中止される。住宅、中小企業、収益性の低い企業が、最初に安価な資金へのアクセスを失う。

3 借り換え圧力
債務がリセットされ、金利が上昇すると、変動金利の借り手は、すぐにコスト増を認識するが、固定金利の借り手は、満期になるまで、その負担を感じない。利息支出の増加が、投資、雇用、分配の見直しに繋がる。

4 クレジットへの波及のループ
キャッシュフローが脆弱な場合、長期間、資金調達コストに影響する。スプレッドは拡大、貸出基準は厳格化、デフォルトは増加し、資本支出は削減される。この段階に至ると、価格ショックはキャッシュフローショックに変わり、次いでマクロショックに進行する

出典:アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2026年10月14日

最も脆弱な部分、最も強靭な部分は、どこか？

重要なのは、金利がどこまで上昇するのかではなく、なぜか上昇するのか背景だ。ショックが異なれば、イールドカーブにおいて影響を受ける部分も異なり、影響を受ける資産も異なる。金融政策の不確実性は、短期および中期の資産にインパクトを与える傾向があるが、エネルギー・ショックは主にグロース株、デュレーション、企業利益率に影響する。タームプレミアム・ショックは長期資産に影響する。過度の金融引き締めの影響は、住宅や脆弱な消費者から、最終的には、株式やクレジットへと広がる可能性がある。状況が不透明になると、相関関係は信頼性を失い、脆弱性が広がる。

現在、株式は、より金利に敏感になっているが、その影響は均等ではない。不動産、公益事業、住宅建設業者、素材、資本集約型のAIインフラや電力は、長期にわたるキャッシュフローと資金調達の必要性から最も高いリスクを有している。一方で、頑強な価格設定力と高い収益成長を持つ企業は、より強靭性が高いと見込まれる。そのグループでは、要選別ではあるが、通信サービス、半導体、ハードウェア、メモリ、ネットワークへのエクスポージャーを持つ銘柄が優位に立つと見受けられる。

クレジットは敏感ではあるが、過去ほどではない。投資適格債は、デュレーションが長いという点において、リスクが高く、ハイイールド債は、金利上昇が成長を抑制し、スプレッドが拡大すると、より脆弱になる。レバレッジドローンは変動クーポンがあるため初期のプロテクションは最も大きいが、長期的な高金利は最終的に借り手のインタレスト・カバレッジを脆弱化する。

ドルは、FRBの不確実性や米国実質利回りの上昇を反映して（名目）金利が上昇した場合でも、引き続き、強靭な資産であり続けるであろう。石油は、インフレや地政学的ショックへの耐性は高いが、緊張緩和には脆弱となる。

金利の水準はAIが決定

最終的には、投資サイクルが、今日の高金利環境が持続可能かどうかを決定することになろう。AI支出は、資本需要を高め、生産性の向上は成長を促進する見込みだ。しかし、同時に、電力、設備、労働力におけるボトルネックを通じて短期的な圧力も生み出している。金利の上昇は、AIのハードル・レート、資金調達コスト、長期の収益化への精査の厳格化に繋がる。その影響が、資金力の高いハイパースケーラーから、企業の借り手、インフラ提供者、プライベート・クレジットへと拡大するにつれて、利用率、収益のクオリティ、借り換え条件に、より左右されるようになろう。

したがって、AIは金利上昇の一因であると同時に、その影響も受けることとなる。AI関連のクレジットにおける最近の変動は、投資が継続するだけでは不十分であることを浮き彫りにしている。収益の可視性と持続可能な資金調達条件が市場の強靭性の継続にとって極めて重要となっている。もし収益化が期待外れとなれば、資本支出は減少、バリュエーションは下落する。しかしながら、債務は残り、それが成長を妨げ、株式に圧力をかける可能性がある。これが主なリスクケースである。

現時点では、メイン・シナリオは、破綻ではなく、吸収だ。名目成長は、引き続き、支援的であり、インフレ期待は安定し、クレジット市場は秩序正しく、投資も、依然、強靭である。インフレ上昇と不安定な債券・株式相関のストーリーにおいて、国債は、成長に対する失望ショックに備えた重要な分散投資先であり続けよう。今の環境は、選択的なリスクオン・スタンス、慎重なデュレーションへのアプローチ、そして金やプライベート資産を含むより広範な分散投資を示唆している。

米国債はますます魅力的

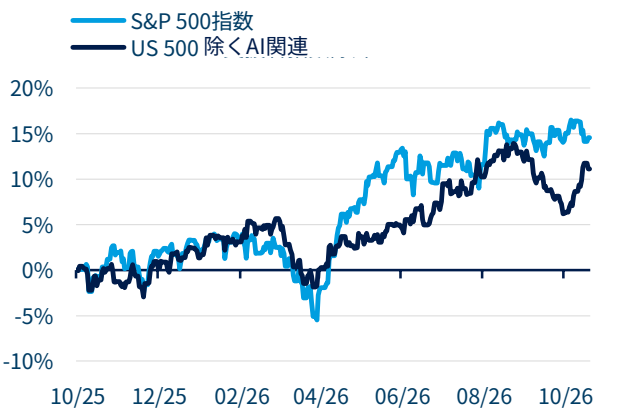
株式利回りと債券利回り、%



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10月19日時点のデータ。米国債はブルームバーグ指数を参照。

AI関連を除けば、市場は停滞

2025年10月1日からの騰落率



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10月19日時点のデータ。ゴールドマン・サックスによるAI関連を除く米国500指数は、人工知能のイノベーションを促進する企業を除外し、残りの全体にS&P 500指数のウェイト付けする方法を適用。

AII* Contributors

Alessia Berardi
Head of Global Macroeconomics & Emerging Markets Strategy, AII*

Anna Rosenberg
Head of Geopolitics, AII*

Annalisa Usardi
Senior Economist, Head of Advanced Economy Modelling, AII*

Jean-Baptiste Berthon
Senior Cross-Asset Strategist, AII*

Guy Stear
Head of Developed Markets Strategy, AII*

Chief Editors

Monica Defend
Head of Amundi Investment Institute

Vincent Mortier
Group CIO

Editors

Claudia Bertino
Head of Amundi Investment Insights and Publishing, AII*

Laura Fiorot
Head of Investment Insights & Client Division, AII*

Deputy Editor

Cy Crosby Tremmel
Investment Insights, AII*

Design Editor

Chiara Benetti
Digital Art Director and Senior Designer, AII*

Alice Girondeau
Junior Digital Publishing Specialist, AII*

* Amundi Investment Institute

IMPORTANT INFORMATION

MSCI Disclaimer available here

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 redisseminated 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 SAS and is as of 20 October 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 SAS 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 any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: 20 October 2026.
Document ID: 6037656

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: 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo credit: Rhenizara S @Getty Images Plus

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.

Get the latest updates on:



- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research
- Real and Alternative Assets

Visit us on

Visit the Research Center

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

Amundi
Investment Solutions

Amundi Investment Institute

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 資産運用業協会
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

6054389