

関税と財政政策、正念場を迎える

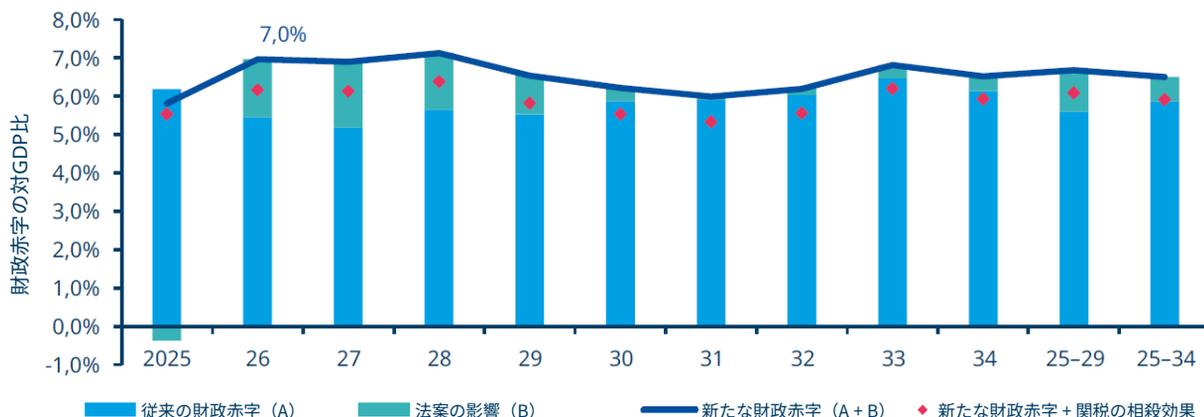
米国の巨額の財政赤字に対する警戒感の高まりは、消費者のインフレ懸念や中東情勢の緊迫化も相まって、市場を動かし始めています。財政の持続可能性に関する問題は、トランプ大統領肝いりの「大きく美しい法案」や、欧州における財政拡大（ドイツの借入計画など）への関心再燃、日本の国債入札により一段と悪化しました。長期債の利回りはこれを受けて上昇しましたが、株価はある程度底堅く推移しています。

今後を展望すると、軟化の兆しがいくらか見受けられます。イスラエルとイランの軍事衝突が激化しなければ、今後、市場の関心は財政リスクと関税に向かうことになりそうです。大きな疑問は、財政問題や米国政権の現状打破の政策により米国資産の魅力が薄れるのか、またそれに伴い米国資産がどのような影響を受けるのかという点です。

今後こうした旧来のパターンは変化する可能性が高いと考えていますが、それはあくまで長期的なトレンドであり、短期的なタイムスパンで起こるものではありません。今のところ、米国機関に対する信頼やそれらの信用が揺らぐ事態とはなっていませんが、それでも、様々な段階で疑問が突き付けられる可能性があります。経済的観点から見ると、当社では以下のテーマが今後の展開を左右するとみています。

- **米国の経済活動が鈍化するとみており、今年の国内総生産（GDP）成長率予想を1.6%に据え置いています。** 経済活動は貿易収支や消費の低迷が影響し、大きな変動が見込まれます。ユーロ圏では、与信の伸びや、製造業の継続的な回復を予想しています。防衛やインフラへの投資拡大は2026年以降の経済成長にプラスの影響を与える可能性が高いとみられます。一番の問題はその財源をいかに確保するかです。

「大きく美しい法案」で来年の財政赤字はGDP比7%に達すると予想される



出所：米国議会予算局（CBO）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6月現在）。従来(2025)の財政赤字は2025年1月以降のデータに基づくCBOの推計、法案の影響はCBOの推計、関税の相殺効果は外部からの関税収入として推計。「大きく美しい法案」は5月に下院を通過。



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

財政赤字と政府債務
が膨らむなか、
米ドルの伝統的な安
全資産としての地位
が揺らぐ可能性があ
ります。

- **米国の関税はコアインフレに徐々に影響を与えるとみられます。** 関税は米国のインフレにわずかな影響しか与えておらず、消費者物価の上昇は今のところ確認されていません。しかし、当社が注視しているのは、関税は消費者に転嫁されるか、企業がコストに価格転嫁できなければ、関税は企業の利益率にどのような影響を与えるのかという点です。ユーロ圏ではインフレを巡る状況が微妙に異なり、インフレが順調に鈍化している模様です。
- **国際的な通商協議は今後ますます難しくなるとみられます。** ロンドンで開かれた直近の米中協議は、中国が今後も手強い交渉相手になることを予感させる内容でした。二転三転する通商政策は米国資産の魅力に影響を与える可能性があります。「大きく美しい法案」の899条（当社ではかねてより、ある種の交渉戦術だと考えていた）は撤回されましたが、こうした条項は市場の不確実性やボラティリティを高める傾向があります。
- **新興国については、ブラジル（2025年）、メキシコ（2025年）、インド（2025年、2026年）など一部の国の経済成長予測を上方修正しました。** 中国ではこのところ小売売上高など一部の指標が好調ですが、当社ではこのトレンドがさらに持続するとの確信が持てるまで、経済成長予測の上方修正は控える方針です。政府補助金による耐久財消費へのテコ入れ策は追い風ではあるものの、ひとたびその効果が弱まれば、経済成長が下押しされることになりそうです。中国の今年の経済成長率については引き続き4.3%と予想しています。

要約すると、当社ではリスク資産に対してややポジティブな見方を維持しつつも、バリュエーション規律を厳格化しています。経済成長とインフレの相互作用は逆風とはならず、企業が「業績リセッション」（2四半期連続での減益）に陥ることはないとしています。しかし、財政方針、そして関税を巡る不確実性や地政学的対立がもたらし得る経済的影響で、値動きの荒い展開になることが予想されます。

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：主要中央銀行と米ドル

米連邦準備制度理事会（FRB）は予想通り様子見モードに入っています。 当社では、FRBが年内に3回の利下げを実施するとの見方を強めています。経済成長率は潜在成長率を下回ると予想されるほか、信用や流動性の状況も良好です。しかし、輸入関税により米国の物価が上昇したり、中東における地政学的緊張により原油高が長期化したりした場合（当社の基本シナリオではない）には、インフレ圧力が強まる恐れもあります。欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（BOE）については、それぞれ年内に2回の利下げを実施するとみえています。日銀については、インフレと利回り変動が主要な問題ですが、それでも日本の実質利回りは低水準にとどまっています。したがって、日銀は年内に1度、10月に利上げを実施し、それにより政策金利はターミナルレートである0.75%*に到達すると当社ではみえています。

米国の成長優位性を巡る疑問や、米国政府が抱える巨額の政府債務（そして財政赤字）を背景に、米ドルの下押し圧力が強まっています。米ドルと米国株の相関性が変化したことで、米ドルはかつてほど魅力的な分散投資先ではなくなりつつあります。しかし、こうした下押し材料があるなかでも、米ドルは地政学的ストレスなどの要因で短期的に下値を固める可能性があります。したがって重要なのは、米ドル離れは起こるにしても数年単位のトレンドだということです。ユーロ/米ドルは来年第2四半期頃に1ユーロ=1.20米ドルに到達すると予想しています。

政府債務の増加と財政赤字の拡大は米欧日で共通して見られる現象です。こうした状況はイーロードカーブの長期ゾーンに影響を与えるとみられ、長期債に売り圧力がかかる可能性が高いと考えられます。

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

ここまで言及してきた経済環境に合わせ、当社では、以下の方針に従い投資を実施しています。

- **政府債務や財政赤字への懸念は高まっていますが、債券市場ではイーロードカーブのスティープ化に伴い、引き続き投資機会があります。**当社では全体的に柔軟な投資を実施するとともに、欧州連合（EU）国債の見通しを中立に引き下げました。社債のキャリイは魅力的ですが、高格付銘柄と低格付銘柄、大型銘柄と小型銘柄の間で二極化が進んでいることを認識しています。投資適格債券については、EUの銀行を中心に引き続きポジティブな見方をしています。
- **米国株は悲観的なシナリオを意に介さず、底堅い動きが続いています。米国株のバリュエーションは割高な水準まで上昇していますが、欧州株と日本株のバリュエーションは平均に近い水準で推移しています。**下半期を迎えるにあたって重要なのは、コストを消費者に転嫁し、利益率を確保できる企業を見極めることです。したがって、今後はバリュエーションとクオリティの両方が重要になるとみられます。
- **新興国市場は米ドル安が進むなかで力強く成長しています。**国際貿易に起因するボラティリティの高まりは、国内志向の投資アイデアを発掘することで対処できると考えられます。中国では強弱材料が入り混じり、最近では経済指標が堅調ですが、それでも、当社では株式に対して中立の見方を維持しつつ、継続的な回復が確認できるまで様子見する方針です。今のところは、中国以外のアジア諸国、中南米諸国、欧州新興国において株式とクレジットを発掘しています。
- **マルチアセットに関しては、米国が景気後退に陥ることはないとみており、欧州や日本、新興国でも経済が適度に成長しています。**それでも、過剰なバリュエーションやインフレの再燃、財政赤字、地政学的緊張といったリスクはくすぶっています。当社ではデュレーションに対するスタンスを微調整するとともに、リスクに対してポジティブな見方を維持していますが、それに伴い守りをさらに強化しました。

資産クラスの間で
相関関係が変化しつ
つある今は、特に株
式のバリュエーション
に関する過去の経
験則を疑うべき局面
です。

全体的なリスクセンチメント

リスクオフ



リスクオン

全体的には経済が適度に成長するシナリオが示されていますが、市場は経済成長インフレ、関税について完璧なシナリオを織り込んでいる模様です。現段階ではリスクを積み増さない方針です。

前月からの変化

- **債券：**デュレーション全般に対しては引き続きポジティブな見方をするが、EUに対しては見方を小幅に引き下げ中立とした。
- **マルチアセット：**クレジットに対するポジティブな見方を引き下げたほか、株式の守りを固める必要性が高まっているとみる。債券では、米国のデュレーションに対してポジティブな見方を引き上げた。
- **為替：**米ドルに対して慎重な見方をするほか、ユーロに対してはポジティブな見方に転じた。

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。

アモリ・ドルセイ
債券部門ヘッド

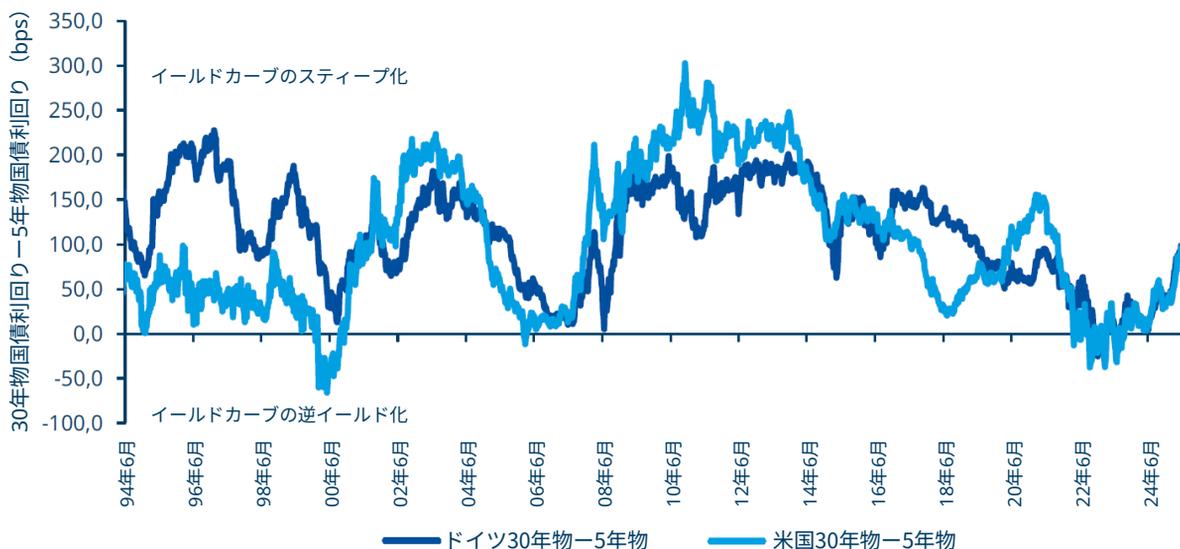
イールドカーブのスティープ化を見込む戦略が重要に

先進国のインフレは落ち着きつつあるものの、関税は依然として影響を拡大しつつあります。その一方で、巨額の政府債務や各種歳出法案が利回りの押し上げ要因となる可能性もあります。例えば市場では、「大きく美しい法案」を嫌気した債券自警団が債券、特に超長期債を売却するとの懸念が高まっています。

このように流動的な状況下、当社ではデュレーション全体に引き続きポジティブかつ機動的な姿勢で臨むほか、米国と欧州にはイールドカーブのスティープ化に伴う投資機会があるとみています。しかし、地域ごとの状況や、戦術的な要素に微妙な違いがあるため、幅広い年限に柔軟に投資を行うことが求められます。社債のファンダメンタルズは強固ですが、経済成長が期待外れに終わった場合、クオリティの低い銘柄を中心に悪化する可能性があります。当社では、自己資本が厚く、景気サイクルの変化に左右されづらい銘柄を選好しています。

デュレーション・イールドカーブ	社債	為替
<ul style="list-style-type: none"> デュレーションに対してポジティブな見方を維持しつつ、各地域の利回り動向を注視する。EUに対しては中立の見方に転じたが、欧州周辺国に対してはポジティブな見方をする。英国国債については、雇用情勢が低迷しているため、ポジティブな見方をする。 EUの5年物と30年物、英国の2年と10年物は金利差が拡大し、イールドカーブのスティープ化が進むと予想する。 日本の物価動向は他国と異なっており、同国の国債に引き続き慎重な見方をする。 	<ul style="list-style-type: none"> グローバルな観点から、EUの投資適格債を選好するとともに、英国、米国に中立の見方をする。米国の投資適格債券の利回りはかなりの水準だが、バリュエーションは割高。全体として、クオリティと流動性を注視する必要があるが、ストレスが極限に達した場合、流動性が枯渇する可能性もある。 EUの投資適格債では、関税の不確実性の影響を受けづらいことから銀行銘柄にポジティブな見方をする。中期債も選好するが、資本財には慎重。 	<ul style="list-style-type: none"> 米ドルに対する見方を引き下げた。米国の財政・税制政策を背景に強い不確実性があり、米ドルの魅力に影響を与える可能性がある。グローバル投資家は依然としてドルを保有しているが、米ドルには長期的に下振れリスクがある。 ユーロについては、米ドル離れや、欧州への資金振り向けを追い風に上昇が見込まれることから、見方を小幅に引き上げた。

米国と欧州でイールドカーブのスティープ化が継続



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6月27日現在）。長期債の利回りが短期債の利回りよりも高いとイールドカーブはスティープ化する。

株式市場

執筆者

バリー・グラヴィン
株式プラットフォーム・
ヘッド

バリュエーションとクオリティを優先

関税政策の本格的な影響がまだ現れておらず、株式市場は年初来で堅調に推移し、欧州株が米国株を上回るパフォーマンスを示しています。企業の業績見通しからは、関税の影響がまだ不透明であることがうかがえます。価格決定力のある企業の中には関税の影響が顕在化しても価格を引き上げられるところもありますが、他の企業はそうもいきません。この違いを押さえることが、利益率への影響を見極める上でなにより重要です。

なお、欧州市場の上昇は今のところ特定の銘柄に限られているとみています。それでも、今後の業績見通しや経済動向、関税関連の報道次第では、上昇の裾野が広がる可能性があります。当社では、ボトムアップ分析を実施し、こうしたリスク要因への耐性を持つ銘柄を見極めることに注力しています。

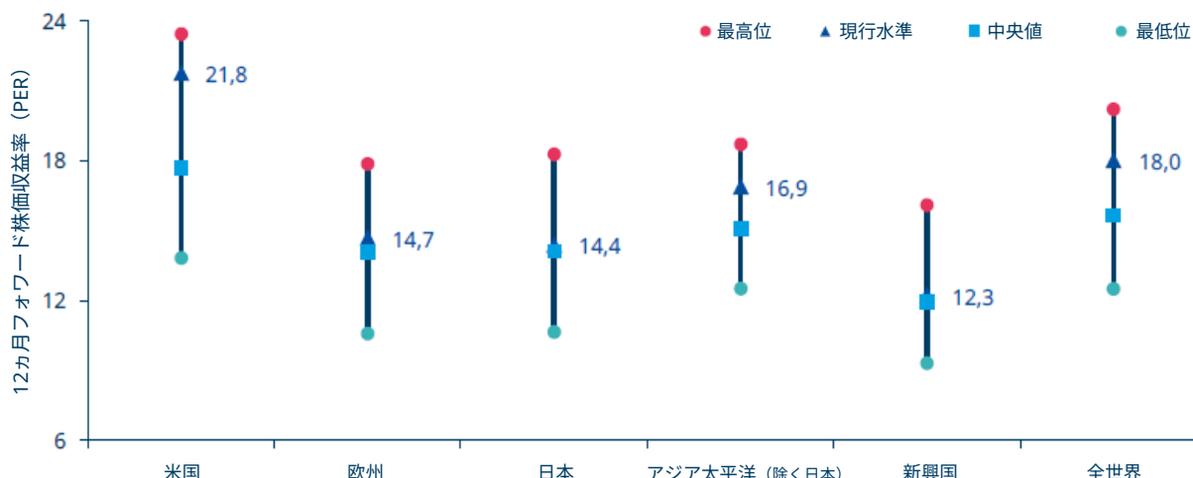
グローバル株式の見通し

- バランスの良いアプローチの下、下値耐性があり、国際通商の緊張の影響を受けづらい銘柄を発掘する。こうした投資機会は欧州や日本の中小型株や英国株に存在する。
- 米国株には全体的に慎重な見方をするが、ディフェンシブ性とクオリティの高い資本財セクターには一定の投資機会があるとみている。しかし、集中リスクの高い銘柄は避け、銘柄選別と固有の投資機会の最大化を目指す。
- 日本株は円高の影響を受けているが、バリュエーションは魅力的。銀行・保険銘柄を嗜好しつつ、金利正常化の機会を捉える。

セクター・スタイル別の見通し

- 欧州株ではディフェンシブな生活必需品やヘルスケア銘柄、クオリティの高い資本財セクターにポジティブな見方をする。欧州主要国の銀行銘柄についても財務状況が健全であるため選好している。一方で、情報技術セクターには慎重な見方をしている。
- 資本財や金融セクターのパフォーマンスは力強く、こうした動きから恩恵を享受できる厳選された投資機会があるとみている。
- グローバルでは、株式市場（特に米国株）の値動き幅が格段に大きいため、短期的に低ボラティリティ銘柄にポジティブな見方をしている。株主へのトータルリターンを高める可能性がある高配当銘柄も選好している。

ボラティリティの高い局面では下値保護が不可欠



出所：データストリーム、ロンドン証券取引所グループ (LSEG) 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5月30日現在)。過去12年のデータを基に分析を実施。

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

グローバル市場が荒れるなかでも新興国は堅調

長期的に（紆余曲折しながらも）進行する米ドル離れや、新興国と先進国の間の大幅な経済成長率の差を背景に、新興国資産に対して明るい見通しが示されています。しかし現時点では、トランプ大統領が次に打ち出す政策や、それらが貿易協議や外交政策に与える影響を巡り不確実性が高く、中東の軍事衝突に関連する問題や、中国やインドなどとの貿易に関連する問題など、分野を問わず注視が必要です。

中国はこのところ経済指標が良好であるほか、レアアースの輸出を切り札に米国との交渉を進めている模様です。しかし、住宅セクターの低迷や構造改革の欠如により、先行きには暗雲が漂っています。全体としては、投資先を厳選しつつ、世界の景気に左右されにくい国内の投資機会を発掘しています。

新興国債券

- 現地通貨建債券およびハードカレンシー建債券、そして社債に対してポジティブな見方をしている。特に、中央銀行の利下げ継続は現地通貨建債券の押し上げ材料になるとみられ、メキシコ、ペルー、コロンビアを嗜好している。加えて、実質利回りが高いハンガリーと南アフリカについては見方を引き上げた。
- ハードカレンシー建ソブリン債の新規発行は先進国クレジットと比べて依然少なく、それがハードカレンシー建債券の需要を下支えしている。このような状況下、ソブリン債のスプレッドは、継続するマクロ経済のボラティリティや貿易・関税の報道にもかかわらず、安定的に推移すると予想している。

新興国株式

- 中国に対しては中立の見方をしている。生産能力の過剰や住宅市場の低迷といった問題は残るが、関税戦争の休戦は好材料であり、バリュエーションも魅力的な水準にある。下半期は輸出の正常化と消費の伸びが予想され、それにより国内の急所（デフレ圧力や住宅市場）に市場の関心が集まる可能性がある。
- インドに対しては楽観的な見方をするとともに、米国との通商協議に進展がないかを注視している。
- セクター別では、生活必需品、コミュニケーション・サービス、不動産を嗜好する。

アジア市場の主要な投資方針

地政学的な不確実性が高まるなか、市場の底堅さが試される：アジア市場は米中通商協議の直前に伸びると、協議の後も好調さを維持しました。関税がマクロ経済に与える影響は今のところ限定的であるほか、各国中央銀行が緩和姿勢を打ち出していることもあり、投資家心理は下支えされています。しかし、このところの中東情勢の緊迫化により、こうした市場の底堅さが試されています。当社では、原油価格の上昇や地政学的な不確実性、サプライチェーン混乱といった要因がアジアに波及する可能性のある複数の経路を注視しています。

アジア債券の銘柄選別：米ドル安と穏やかなインフレは引き続き、アジア諸国の中央銀行が一段の金融緩和を進める上で好材料となっています。イスラエルとイランの軍事衝突で原油高が長期化すれば、一部中央銀行の計画に支障が出る可能性もありますが、域内全体に影響が及ぶことはないと考えられます。当社では、アジアの金利とデレションに対してポジティブな見方を維持しています。社債については、安定したインカム収入源として、クオリティの高い投資適格債を引き続き嗜好しています。

マクロの経済環境が引き続きアジア株式を下支えしていますが、バリュエーションの大幅な見直しを受け、銘柄選別の重要性が増しています。韓国では大統領選が円滑に進んだことで政情不安が解消するとともに、財政出動が講じられる期待が高まり、先行き見通しが改善しました。インドは、金融政策の緩和や予想外の経済成長を背景に、引き続き関心の対象となっていますが、バリュエーションが一部の投資家にとっての障害となりはじめめる可能性があります。中国については、H株（ハイテク銘柄）やA株（景気刺激策に敏感なセクター）で引き続き選別的な投資機会を模索しています。

マルチアセット

リスクオンを維持、ヘッジの強化で規律ある投資を

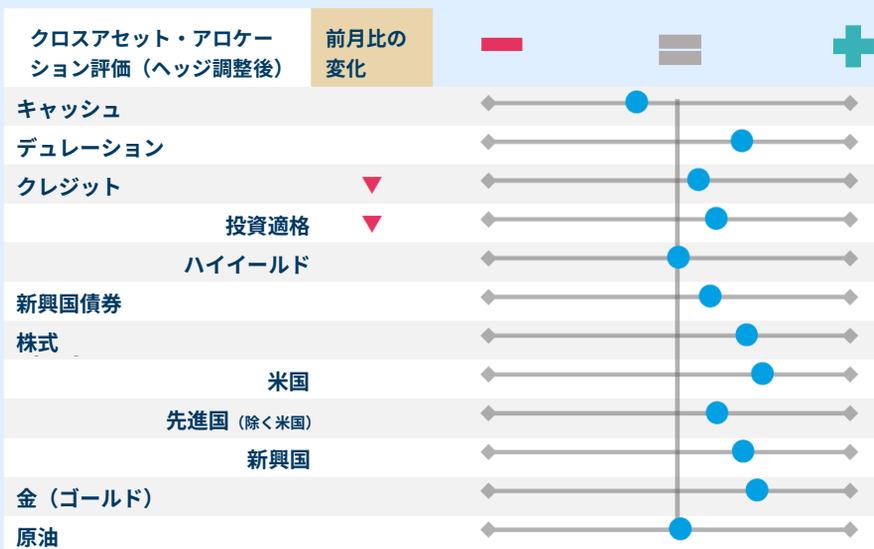
マクロ状況や流動性、経済成長がリスク資産を適度に押し上げています。企業の業績見通しもますますですが、下半期は企業がコストの上昇分を消費者に転嫁できるかが試金石となるでしょう。こうした状況に加え、リスク資産の割高感や地政学的な不確実性が意識され、ある程度の調整が入る可能性もありますが、全面的かつ長期にわたる下落が続くことはなさそうです。当社では、リスク資産に対してポジティブな見方を維持するとともに、投資家はヘッジの強化を検討するべきだと考えています。

株式市場は、不透明な関税政策や地政学的緊張にさらされながらも底堅く推移しています。バリュエーションは米国株を中心に割高感が高まりつつあると認識していますが、業績の伸びや適度に良好な経済活動など、米国中型株、欧州連合（EU）株、英国株を含めた株式全体にポジティブな見方を維持するだけの材料があります。米国株については、守りを強化する必要があるとも考えています。新興国の中では、中国株、特に情報技術セクターにポジティブな見方をしています。

デュレーションについてはポジティブな見方をしていますが、スタンスを微調整しました。米国5年物国債については、米連邦準備制度理事会（FRB）が市場の織り込みよりも多くの利下げを行うとの予想から、見通しを引き上げました。米国の長期債は財政赤字の拡大で売り圧力がかかる可能性があります。一方で、EU5年物国債についてはポジティブな見方を解消しましたが、10年物国債は世界の経済成長を巡る懸念を背景に上昇が見込まれることから、ポジティブな見方を維持しています。英国10年物国債とイタリア国債については楽観的な見方をしていますが、日本国債には慎重な見方をしています。クレジットについては、米国と欧州の貿易交渉に不透明感があることから、EUの投資適格債に対するポジティブな見方を引き下げました。とはいえ、この資産クラスは先進国クレジットの中で最も割安感があります。新興国のスプレッド物に対してもポジティブな見方をしています。

米国株の不確実性や割高感を踏まえ、この分野にはヘッジを強化する必要があるとみています。また欧州株にも守りを維持する方針です。為替については、米ドルに対して慎重な見方をしながらも、それが市場のコンセンサスになっていることを踏まえ、ドルリスクへのヘッジの必要性を認識しています。最後に、金などの貴金属は、全体的なリスクオン姿勢の保護として機能するとともに、それを補完する役割もあります。

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6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。*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。

執筆者

フランセスコ・
サンドリーニ
マルチアセット戦略
ヘッド

ジョン・
オトゥール
マルチアセット
投資ソリューション・
ヘッド

“巨額の政府債務により
長期債がリスクにさらさ
れていることから、米国
5年物国債に対してポジ
ティブな見方を強めまし
た。”

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	▼					◆				
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6月18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。

新興国市場見通し

新興国債券	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
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	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
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6月18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。※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.msicibarra.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 June 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. Assumptions on tariffs as of 10 June of 2025, at face value, tariffs are 10% universal, 30% on China (20% Fentanyl and 10% reciprocal); under the section 232, 25% sectoral tariffs on Auto & Auto Parts, 50% on Steel and Aluminium (since the 4th of June). Sectoral tariffs on Canada and Mexico only for non-USMCA compliant imports.

Date of first use: 30 June 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