

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

**Investment
Institute**

今夏の注目点： 見えてきた企業業績と イールドカーブのシフト 多極化する世界の实像

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2025年9月

•機関投資家向けマーケティング資料



**MONICA
DEFEND**
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

「今夏、関税問題の見通しが明確化し、FRBの焦点は雇用情勢の悪化へと移行した。これにより良好な市場センチメントは継続し、株式市場とクレジット市場にポジティブに働くだろう。」

「堅調な決算発表に支えられ、米国株式は上昇し続けている。しかし、割高なバリュエーションと高い市場集中度が継続する中、新興国市場、欧州、日本への上昇相場の広がりを見出す機会を探る。」



**VINCENT
MORTIER**
GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

今月のトピック

今夏の注目点：見えてきた企業業績とイールドカーブのシフト

ERIC
MIJOTHEAD OF GLOBAL
EQUITY STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTEGUY
STEARHEAD OF DEVELOPED
MARKETS STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

重要ポイント

4月8日に始まった株式市場の力強い上昇は、今夏も続いた。決算発表で、良好なセンチメントが増幅されたが、特に、米国の大型IT銘柄において顕著だった。金融株、特に欧州株も恩恵を受けた。その結果、S&P500は年初より、さらに集中度が高まり、バリュエーションも再び最高水準に達している。このような動きは、少なくとも一時的には、米国市場と他市場を差別化する機会となり得る。バリュエーション水準を考慮すれば、この局面においては欧州が有望な投資先候補だ。

米国債の価格も夏場に上昇した。雇用統計の下方修正と軟化がFRBの利下げ期待を高めたためだ。対照的に欧州・英国・日本の利回りは上昇した。背景には、日本の財政懸念とドイツの国債供給圧力がある。一方、クレジット市場の堅調さは継続し、ユーロ圏投資適格債は長期での平均水準に近く、ボラティリティ低下によりリスク調整後リターンは改善している。

年初来、株式市場は好調に推移している（MSCI ACWIは米ドル建てで13%上昇）。4月2日の解放記念日後には、一時、急落したものの、関税懸念がピークに達した4月8日以降、反発している。

マグ7*は年初にDeepSeekのR1モデルの発表を受けてパフォーマンスが低迷し、4月初旬のストレス局面で下落が加速した。しかし、その後再びS&P500を上回るパフォーマンスを示し、同指数の集中度は過去最高水準に達している。年初にピークを迎え、S&P500の時価総額の37%を占めたBATMAAN銘柄であったが、そのウェイトは、その後、低下、4月8日には34%となったが、現在、再び、38%を占めるまでに上昇している。

7月初めの米国予算法案（OBBBA）の採決や、欧州・日本等との重要な関税交渉の合意が市場の懸念を和らげる一助となったが、今夏、市場の注目を集めた決算発表が、この傾向をさらに強めた。

業績は全体的に良好で、特に米国、とりわけ大型IT企業、そして欧州の金融セクターが好調だった。

全体として、関税の影響は、まだ、ほとんど顕在化していないことを考慮する必要はあろうが、大西洋の両岸で利益率は堅調に推移した。

米国では、94%の企業が決算を発表し、四半期利益は12.9%増加した。これは7月1日時点の予想値5.8%を大きく上回るものだ。全セクターが予想を上回り、特に通信サービス（+48.8%対31.8%）、IT（+23%対17.7%）、消費財（+6.9%対-3.5%）、金融（+13.9%対2.7%）が牽引した。エネルギー、素材、公益事業等減益となった業種でも、予想は上回る結果となった。

欧州では、72%の企業が決算を発表したが、利益成長率は米国より低かったものの、予想は上回った（+4.6%対0.6%）。金融セクターの好調（+14.4%対2%）が牽引した。

*マグ7銘柄：
主要7IT企業（
Microsoft、Apple、
Google（Alphabet）
、Amazon、Meta、
Nvidia、Tesla）

**BATMAAN銘柄：
マグ7+ブロードコム

「米国大型IT銘柄
が、特に好調な決算発表だった。」

資本財、IT、ヘルスケア・セクターも予想を上回る業績を示し、特にヘルスケア・セクターは今四半期、欧州と米国の両方において最も堅調なディフェンシブ・セクターとなった。

その結果、2025年のIBES（アナリスト予想平均）利益見通しは米国で+11.3%（6月の+9.4%から上方修正）となった一方、欧州、日本、日本を除く太平洋地域、新興国市場では小幅に下方修正された。現在、全ての地域で株価収益率（P/E）が過去12年間の平均を上回っている。米国のP/Eは22.8倍、日本を除く太平洋地域は18.1倍で、いずれも10年以上ぶりの高水準だ。一方、欧州は長期平均に近い水準にある。

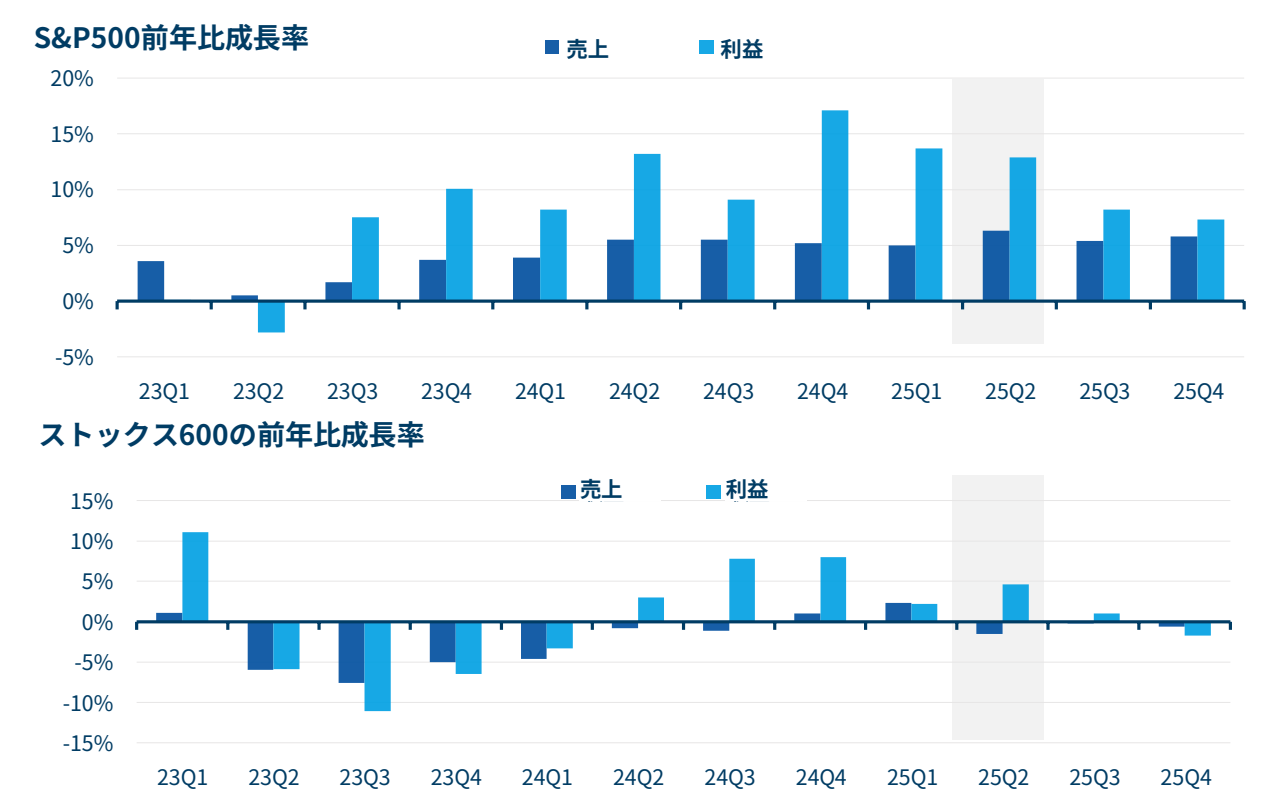
地域	2025年IBES予想利益成長率	予想PER（12ヶ月先）	12年平均との比較
アメリカ	+11.3%（+9.4%から上昇）	22.8倍	過去12年で最高
欧州	+0.2%（+2.7%から低下）	14.8倍	平均に近い
日本	+3.1%（+5.5%から低下）	15.7倍	平均より上
日本を除く太平洋地域	+0.2%（+1%から低下）	18.1倍	12年で最高値
新興国市場	+10.3%（+11.6%から低下）	13.2倍	平均より上

今年の米ドル安は、収益とパフォーマンスに大きく影響

8月22日時点でのMSCI指数の年初来パフォーマンスは、現地通貨ベースでは、米国（+10%）、欧州（+11.5%）、日本（+9.9%）、さらには新興国市場（+14.8%）も、ほぼ同水準であった。しかし、ドル建てでは大きく異なっており（各々+10%、+24.8%、+17.6%、+17.8%）、これは、国際的な資産配分において通貨が重要な役割を果たすことを改めて認識する必要を示している。

ただし、このような動きは異なるタイミングで発生した。まず、年初に、ビッグテックの支持が低下する中で、ドイツ予算改革に伴い欧州の魅力が再認識され、ユーロと欧州株式市場が押し上げられた。次に、第2四半期の決算発表に伴い、市場では、為替レートが収益に与える影響に焦点が当てられ、その結果、米国優位な傾向が発生した。ボトムアップ要因（決算発表）主導の段階を経て、今後はマクロ要因の影響が強まる可能性が高い。これにより、少なくとも一時的には、投資機会拡大の余地が生じるであろう。

米国と欧州における売上高・利益の推移—今回は為替レートが利益に与える影響が米国に優位に働いた



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、IBES、LSEG、2025年8月19日および25日時点。

金利：今夏の米国債利回りの低下とイールドカーブのスティープ化

今夏に始まった大きなトレンドは、米国債の利回り低下だ。10年債利回りは、解放記念日以来の最低水準である4%強まで低下している。利回り低下の契機は、過去12か月間の雇用統計のデータが下方修正されたうえに、7月と8月の数字が弱かったことだ。ジャクソンホールでの講演では、パウエルFRB議長が、雇用統計の軟化が、追加利下げを正当化する可能性があることを強調した。アムンディは、9月から年内3回の利下げが行われると予想している。

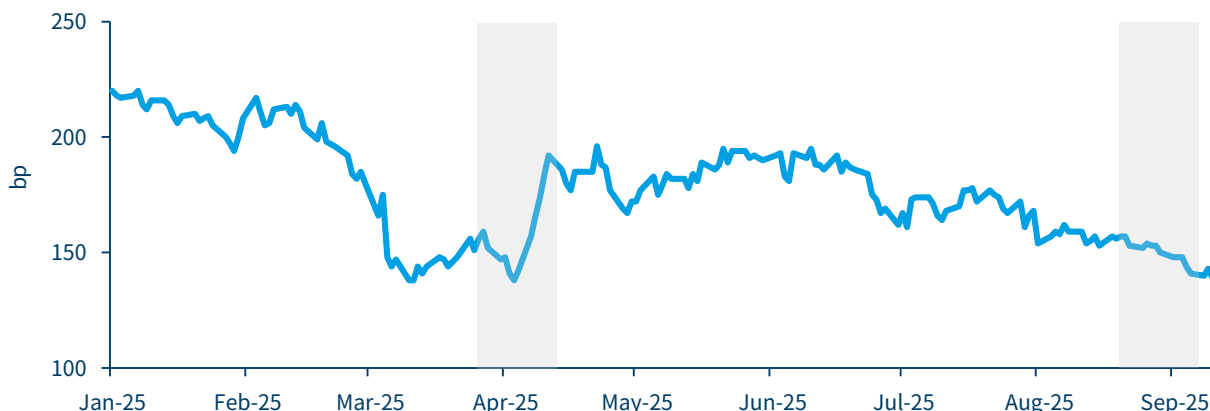
一方、欧州、英国、日本の10年債利回りは、今夏、上昇した。日本政府が財政拡張策を推進するとの予想から、日本国債10年利回りは、今年初めて1.6%を超えた。これにより、日本の投資家が、欧州を含む外国債券のポジションを縮小するのではないかという懸念が高った。これを受けて、ドイツの10年債利回りは2.7%前後で推移、3月中旬にピークをつけた2.9%は下回ったものの、初夏の2.5%の水準と比べると、依然、かなり高い水準となっている。ドイツでは国債の供給増も問題となっており、利回り上昇の一因となっている。英国では、経済指標は弱いものの、利回りは、米国よりもドイツに追随する傾向が強い。

結果として、米国とドイツ、米国と英国の利回り格差は現在、魅力的に見える。米国債とドイツ国債の10年スプレッドは、6月初旬の190ベース・ポイントから低下し、今年の最低水準にある。米国債と英国国債の10年スプレッドは約-60ベース・ポイントで、これも今年最低水準だ。

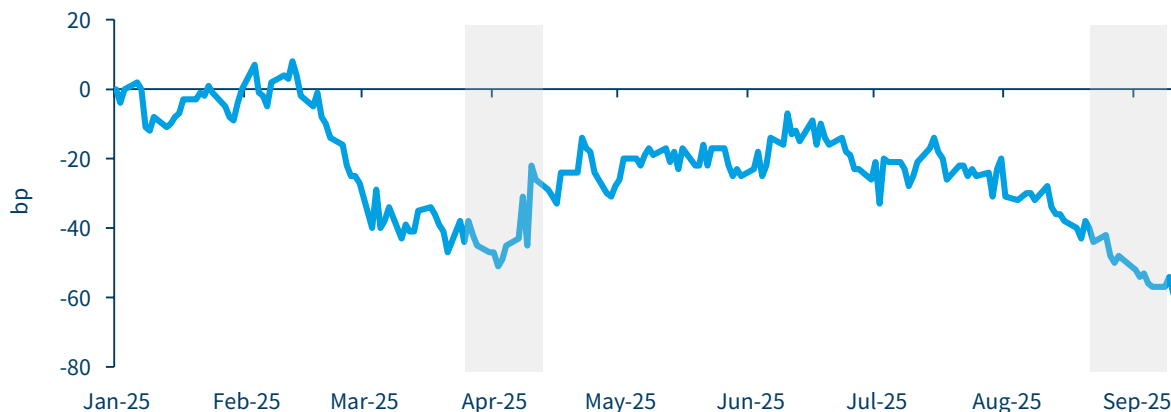
「雇用統計の下方修正と軟化が、FRBの利下げ期待の上昇に繋がり、米国債は、今夏、上昇、10年債利回りは4%前後まで低下した。」

米国とドイツの利回り格差は、現在、魅力的に見える

米国債のスプレッド差は今年最低水準



10年物米国債と英国国債のスプレッドは今年最低水準



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2025年9月11日時点。

今夏の債券市場における第二の主要テーマは、イールドカーブのスティープ化だ。米国と欧州のイールドカーブは1月から5月にかけて急激にスティープ化したものの、その後は安定した。最近米国カーブはややフラット化し、5年物と30年物のスプレッドは縮小している。

しかし、アムンディは、インフレ期待の上昇と債券の供給増によりターム・プレミアムが拡大する一方、中央銀行の緩和期待が短期債利回りを押し下げたため、イールドカーブのスティープ化が間もなく再開すると考えている。その結果、イールドカーブは長期中央値から少なくとも1標準偏差上方に移動すると見込んでいる。

下図が示す通り、米国の5年-30年のスプレッドは、現在、過去25年の平均値をわずかに上回る程度であり、さらにスティープ化する余地は十分にある。

米国の5-30年スプレッドは過去25年の中央値をわずかに上回る程度であり、さらにスティープ化する余地は十分にある



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2025年9月11日時点。

「米国債のイールドカーブは再びスティープ化に向かい、5年-30年のスプレッドは長期的な中央値を大きく上回る可能性がある。」

今月のトピック

多極化する世界の実像



重要ポイント

地政学的な多極化は継続、誤算・誤解のリスクの上昇、同盟関係の変化、軍事力増強によって、不確実性と安全保障上のリスクが増幅されよう。

米国は関税を外交政策の手段として利用しているが、その効果には限界がある。また、レアアースにおける中国への高い依存度にも気づき始めている。一方、ロシアは概ね自給自足であり、トランプ大統領の戦争終結要求を無視している。こうした動きは、多極化した世界における米国の影響力の限界を浮き彫りにしている。

このような動きの中、欧州と新興国は、自らの立ち位置を修正し、貿易・安全保障・資源分野における「大いなる多極化・分散化」のトレンドを強めている。

以前より、アムンディは「この10年の残りの期間において地政学的リスクの水準が上昇する」と予想していたが、この予想の通り、ここ数ヶ月で、世界の多極化への動きは明らかに加速している。

多極化は最も不安定な政治状況の一つだ。他国の意図に対する不確実性が高まり、誤算・誤解や競争が増大し、同盟関係が頻繁に変更されるからだ。軍事力の増強も加速する。

また、トランプ米大統領が政権に就いて以来、資源（鉱物・エネルギー・食糧）の支配権と軍事力こそが重要であることが明らかになった。

米国は、関税を外交目標達成と国力増強の手段として利用し、また、軍事的保護を同盟国への圧力として用い、要求を押し通している。したがって、今後も、さらなる関税措置が予想され、世界経済の成長、インフレ、不確実性に影響を与えるだろう。

しかし、米国は、もはや覇権国ではなく、その影響力には限界がある。米国に代わって、重要な資源と軍事力を有する国々が米国の要求を押し返す手段を握っている。米国は対抗同盟の形成やドル離れを阻止しようとするが、部分的にしか成功しないであろう。

このような過程の中で、米国は、中国への高い依存度にも気づき始めている。中国は、年初、レアアースの輸出制限を開始し、米国とEUの製造業に直接的な影響を与えた。この依存関係は、短期的には米中関係が悪化する可能性を抑制するであろう。しかし、これは大国間の競争である以上、たとえ限定的な貿易協定が最終的に成立したとしても、関係が顕著に変化する可能性は低い。

「米国は中国への高い依存度にも気づき始めている。」

ロシアは概ね自給自足であり、トランプ大統領の戦争終結要求を無視してきた。代わりにロシアは「グレーゾーン」威嚇戦術でNATOを試し続けるだろう。したがって、今後数ヶ月間での停戦は期待できない。ロシアが最大の戦争目標を放棄する可能性は、依然、低く、中間選挙を控えた米国が、大きな痛みを伴う二次制裁を実施する可能性も、依然、低い。米国は、二次制裁を全く実施しないわけではないであろうが、国内のエネルギーコストの上昇を避けるため、その範囲、規模は限定的となろう。

多極化世界における地政学的ヘッジング

中堅国（特に、インド、ブラジル等の新興国）は地政学的関係のヘッジを正当化している。インドは、中国に替わる候補として影響力を高めている。米印関係は現在冷え込んでいるが、モディ首相が年内に訪米予定であり、米国も他国を中国に接近させる意図はないため、改善の余地はある。

EUは、軍事力を欠き、主要資源も他国に依存しているため、この新たな地政学的秩序における自らの立ち位置に苦慮している。EUは、ダメージ・コントロールを目的にトランプ氏との関係を維持する、あるいは、経済・財政・政治改革を推進するかを選択を迫られているが、少なくともドイツの軍事増強と地政学的立場がより大胆な改革を容易にするまでは、政治的制約を踏まえると、前者の選択肢がより現実的だ。

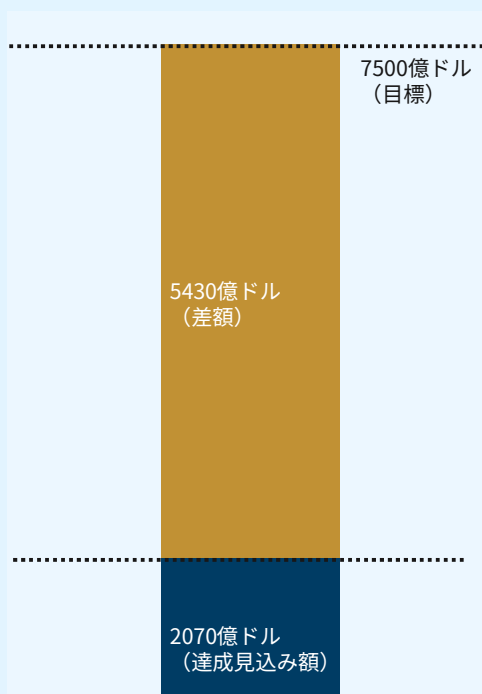
こうした力学（および米国内の政治的混乱の拡大）の結果、各国政府や投資家は依存度の抑制を追求し続けるだろう。アムンディが、以前、「大分散化」と呼んだ、地域・資産クラス・通貨・商品・貿易・安全保障関係に広がる分散化は継続しよう。米国のコンゴにおける希少鉱物確保の動きや、欧州のメキシコとメルコスールとの貿易協定締結に向けた取り組みが、その具体例だ。

米欧エネルギー調達協定：単なる象徴か、実現可能か？

欧州委員会は米国産エネルギーを3年間で7,500億ドル（年間2,500億ドル）購入するという大胆な公約を掲げた。これはEUの全世界からのエネルギー輸入総額を上回る規模だ。アムンディはこれが困難な課題であり、年間2500億ドルの目標達成には1年以上を要する可能性が高いと見ている。液化天然ガス（LNG）輸入に関しては、EUには、現在、この2500億ドル枠内で必要量を調達する貯蔵能力がない。同様に米国も現在、必要量のLNGを供給する能力を有していない。

この目標は非常に大胆である。2024年にEUが米国から輸入したエネルギー製品は約700億ドルであったが、2026年から2028年にかけての米国産石油・天然ガスのEU向け輸出予想は約2070億ドルに過ぎず、5430億ドルの差額が生じるからだ。

この合意は、米国からのエネルギー輸入を増やすことで、EUのロシア産化石燃料への依存度を低下させることを目的としている。しかし、米国輸出インフラは既にフル稼働状態であり、拡張には、新たな投資に、多額の費用と時間を要する必要があるなど、多くの課題が存在するため、この目標は非現実的だ。さらに、EUのロシア産エネルギー輸入削減量は相当規模ではあるものの、米国供給業者へ転換可能な規模は年間約200億ドルに過ぎない。こうした要因を考慮すると、7500億ドルのエネルギー購入公約を計画期間内に達成することは、実現可能性を追求しているというよりも象徴的な意味合いが強いと言える。



米国からの石油・天然ガス輸入に関する
EU推計

出典：EIA、欧州委員会、米国国勢調査局、AAF

LORENZO PORTELLI

HEAD OF CROSS ASSET STRATEGY, HEAD OF RESEARCH AT AMUNDI ITALY, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

AII* CONTRIBUTORS

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY

ANNA ROSENBERG

HEAD OF GEOPOLITICS

ANNALISA USARDI

SENIOR ECONOMIST, HEAD OF ADVANCED ECONOMY MODELLING

ERIC MIJOT

HEAD OF GLOBAL EQUITY STRATEGY

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY

LORENZO PORTELLI

HEAD OF CROSS ASSET STRATEGY

MAHMOOD PRADHAN

HEAD OF GLOBAL MACROECONOMICS

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 STRATEGY DESIGNER, AII*

* Amundi Investment Institute

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 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 15 September 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 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: 15 September 2025.

Document ID: 4821795

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: ©iStock/Getty Images Plus - DMP

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

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