

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

**Investment
Institute**

真夏の歪み： 減税、関税と 米国債への影響

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

JUL-AUG 2025

・機関投資家向けマーケティング資料



**MONICA
DEFEND**
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

「1つの大きく美しい法案（以下、OBBBA）の減税措置は、短期的には米国経済を刺激する可能性があるが、今夏の貿易関税の引き上げが企業利益を圧迫する可能性もある。同時に、この法案は、中期的には、成長リスクを高めている。」

「市場は、相関関係の変化と米ドル安の可能性を背景に、米国への過度な依存に疑問を呈し始めており、ヘッジ戦略の見直しとグローバルな分散投資の推進が加速するであろう。」



**VINCENT
MORTIER**
GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

今月のテーマ

OBBBA：高コストで、社会的に悪影響が出るであろう財政政策

**DIDIER
BOROWSKI**
HEAD OF MACRO
POLICY RESEARCH,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

重要ポイント

トランプ大統領が7月4日に署名した「The One Big, Beautiful Bill Act (OBBBA)」は、米国の財政政策の重大な転換点を示す。この法案は、議会で僅差で可決されたが、トランプ大統領の2期目の政策の核心が具体化されたもので、大規模な減税と、前例のない規模の社会保障プログラムの削減、および、安全保障支出の増額を組み合わせたと内容となっている。

OBBBAは、不平等の深刻化、エネルギー転換の障害、政府債務の大幅増加を通じて、負の影響が見込まれる措置の組み合わせとなっている。しかし、一連の措置における歳出削減は来年まで実施されないため、短期的には、米国経済の成長を約0.2%ポイント、引き上げよう。しかし、その効果の多くは、債務の利払い増と関税引き上げで相殺される可能性がある。

短期的に経済成長が加速するからと言って、OBBBAの莫大なコストと、中期での社会への悪影響が許容されるわけではない。アムンディは、最終的には、米国経済の将来への、さらなる脅威になると考えている。

減税には10年間で\$4.5兆ドルのコストがかかると見込まれる一方、歳出削減は\$1.5兆ドルに留まるため、全体として債務は\$3兆ドル以上増加する。

コストの高い政策

予想通り、2017年の減税措置は恒久化され、さらに、チップや残業代の課税免除、高齢者向けの控除、州・地方税 (SALT) 控除の上限の\$10,000から\$40,000への引き上げ措置（これにより、特に家計は連邦所得税からの不動産税の控除が可能となる）等の追加的な減税措置が導入される。これらの減税措置は2028年、または2029年に失効する予定だが、共和党が2026年11月の中間選挙で議会の過半数を維持した場合、歳出削減は段階的にしか拡大されない見込みだ。

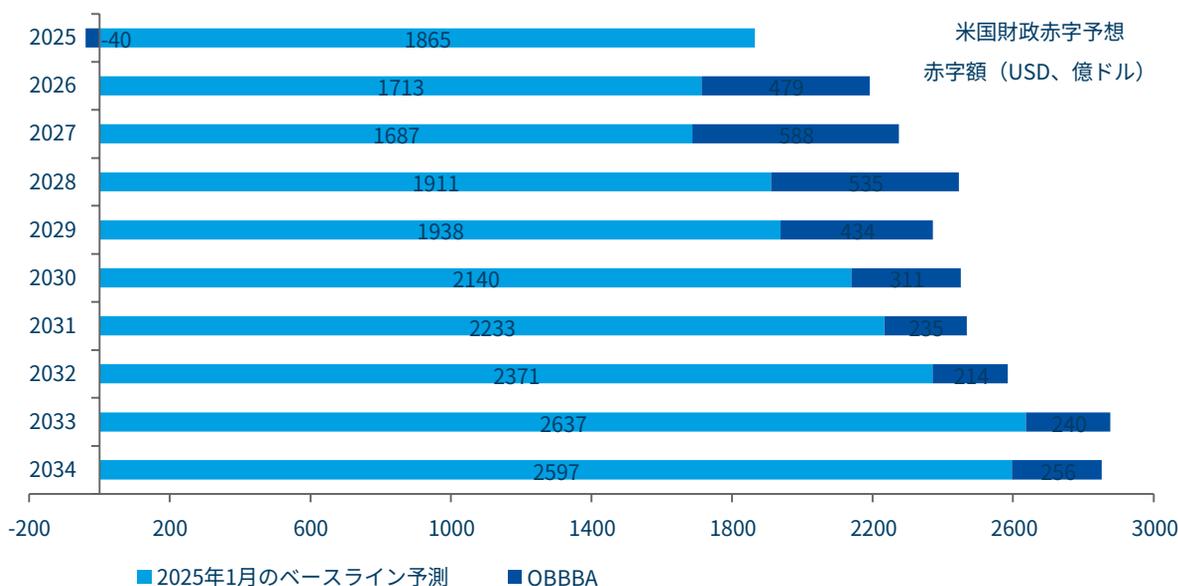
また、同じく予想通り、新たな複数年予算ではグリーン補助金も削減され、再生可能エネルギーに関する多くのインセンティブの廃止や、2025年9月の電気自動車購入税額控除の廃止も盛り込まれ、化石燃料と原子力発電を促進する措置が優先されている。さらに、社会福祉支出も削減され、1200万人がメディケイドとSNAP食料支援プログラム (SNAP: Supplemental Nutrition Assistance Program = 補助的栄養支援プログラム) へのアクセスを失う可能性がある。

一方で、安全保障と防衛への支出増も予算に盛り込まれており、国境安全保障に\$1700億ドル、防衛に\$1500億ドルが割り当てられている。

全体として、税制改革のコストは10年間で\$4.5兆ドルと推計されているが、歳出削減額は\$1.5兆ドルに留まるため、債務は\$3兆ドル以上増加する見込みだ。

「1200万人がメディケイドとSNAP食料支援プログラムへのアクセスを失う可能性がある。」

「OBBBA」は、2034年までに米国の債務を3兆ドル以上増加させる見込み



出典：Amundi Investment Institute、CBO。データは2025年7月1日現在。

不必要な財政刺激策

2017年の減税措置が延長されなければ、米国経済は、来年、財政政策の急激な引き締めに向かい直視していたはずである。

今回の新たな状況を、この立法措置が講じられなかったシナリオと比較し、OBBBAのGDP成長への影響度を過大に評価する調査機関も一部にあるが、これらの調査機関は、2024年と比較して税金が引き上げられ、その景気へのマイナス効果が反映されたベースラインシナリオとの差を根拠に推論している。この経済効果に対する過剰な楽観論は、公式推計（議会予算局や経済諮問会議の推計）において特に顕著だ。しかし、過去の税制改正の延長は、すべての者が既に想定していたものだ。

実際、2017年の税制改革（恒久化済み）の影響と、追加措置の影響を分離して分析することは困難だ。後者は非常に多様であり、マクロ経済モデルは、これらの効果を考慮するようには設計されていない。最終的には、財政の乗数効果に依存することになるが、一般的には、今回のような高所得層を対象とした措置は、低所得層を対象とした財政措置に比べて、乗数効果は、はるかに低いと推定されている。

同時に、タイミングも重要となる。減税措置は即時に効力を発するが（一部は2025年1月1日に遡及適用される）、一方、社会支出の削減の実施は2026年10月1日まで延期されている。このタイミングの差により、2025年後半以降、経済活動は自然に刺激されることになる。

家計消費の60%以上を占める、五分位での上位の2つの所得層が、新たな措置の恩恵（ベネフィット）を最も大きく受けることになる。最も富裕な所得層は、主に、減税の継続と新たなSALT措置から恩恵を受ける。その他の措置は中間層に恩恵をもたらす。一方、最も低い所得層の家計への恩恵は大幅に削減されるが、それは2026年10月以降となる。企業は投資に対する100%即時税制優遇措置の復活から恩恵を受ける。これは一時的にせよ、投資と雇用を刺激し、特に中小企業に恩恵をもたらす見込みだ。

「減税措置は即時に実施される一方、社会保障支出の削減は2026年末まで延期されるため、この差が2025年を通じて経済活動をサポートすることになる。」

したがって、当初はプラスの乗数効果のみが生じることとなる。全体として、OBBBAの一環としての追加の減税措置は、他の条件が同じ場合、今後数四半期（2025年後半と2026年前半）において、米国GDPを0.2%ポイント押し上げる可能性がある」と推計している。さらに、中間選挙前に一部の安全保障・防衛支出を前倒しする可能性もある。

しかし、この債務増で賄われるれる財政刺激策は誤った判断であろう。なぜなら、過去2年間フル稼働で展開してきた経済を、さらに刺激する必要性は見当たらないからだ。ただし、この刺激策は、この夏に貿易関税の負の効果が大幅に増大する可能性を部分的にしか相殺できないであろう。

「この刺激策は、夏にかけて大幅に引き上げられる可能性がある貿易関税の負の影響を部分的にしか相殺できないであろう。」

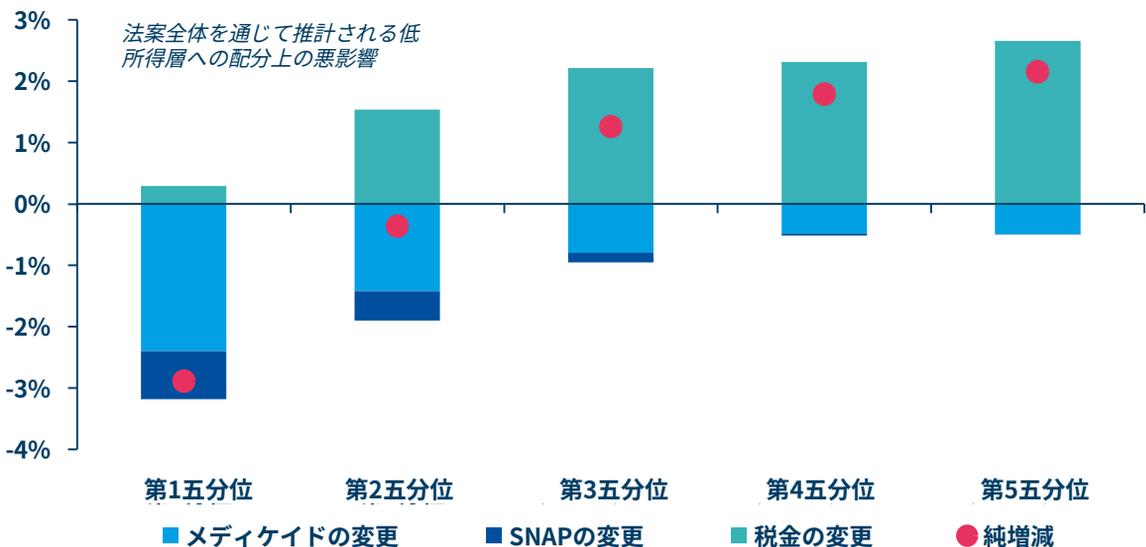
中期的に極めて負の影響が大きい政策

全体として、この景気刺激策は持続可能ではないであろう。大規模な社会保障の削減は、中期的には、貧富の格差を拡大し、120万人の雇用喪失を招く可能性がある。需要の回復は一時的なものに終わり、減税による需要増加を上回る支援策の削減が、最終的に負の影響を及ぼすだろう。さらに、財政コストは膨大になる：債務は今後10年間、増加し続け、2034年までにGDPの130%に達する可能性がある。この債務の増加は、長期国債の利回りプレミアムを上昇させ、金融環境の緊張を高めるリスクがある。さらに、拡張的な財政政策は、FRBが政策金利を引き下げる理由を後退させるため、FRBの判断を、さらに複雑化させることになるだろう。

米国政権は、政治的な計算で、短期的な「刺激策」を優先し、既に承認された不人気な措置の実施を先送りしている。これにより、来年11月の下院選挙で過半数を維持する可能性を最大化しようとしている。

しかし、経済パフォーマンスが好調だからと言って、OBBBAの過剰なコストと中期的な社会への負の影響が許容されるものではない。アムンディは、最終的には、OBBBAが米国の経済力の将来にさらなる脅威をもたらすと考えている。

改正上院調整法案（スコット提案を含む）の主要な歳出と税制措置の推定効果、2026-2034年



出典：Amundi Investment Institute、イェール大学予算研究所。推計対象は、非申告者を含む非依存課税単位。所得百分位閾値は、正の所得のみを対象に計算されている。課税後・移転所得は、AGIに以下の項目を加えたものとして測定される：ライン上控除、非課税利息、非課税年金所得（OASI給付を含む）、非控除資本損失、雇用主側給与と、相続、メディケイド給付、SNAP給付。AGIパーセンタイル閾値は、正の所得のみを対象に計算されている。データは2025年6月30日現在。

今月のトピック

8月の期限を控え、関税の不確実性が増大

ALESSIA BERARDI
 HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY,
 AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

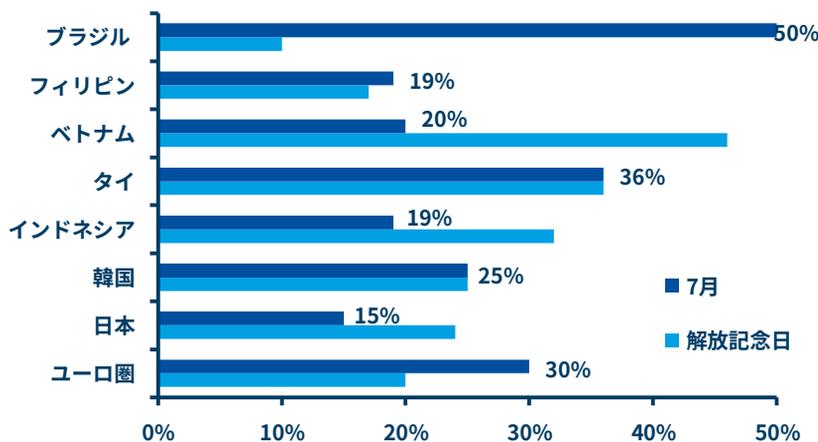
7月、米国政府は主要な貿易相手国に対し、予想を上回る関税引き上げを発表し、特に欧州に対し30%、ブラジルに対し50%の関税を課す一方、関税の猶予期間を8月1日まで延長した。（7月28日、欧州への関税は15%と発表された）中国に対する明確な関税計画は8月中旬ごろに示される見込みだ。さらに、最近の関税レターには、明示的、または暗示的に、「積み替え輸送（Transshipping）」に対する関税引き上げを盛り込んだ条項が含まれている。例えば、ベトナムからの「積み替え輸送」とみなされる貨物は、中国に適用される現在の関税水準である40%が適用される。最終的な関税水準は依然として不透明だが、貿易チャンネルを通じた、各国の成長への影響を評価し始める必要があるだろう。

アジアは、特に大きな影響を受ける。「積み替え輸送」への関税の執行方法には課題があるが、地域内の中小規模の開放的な国の経済は、新たなレターで最も高い関税率を課されており、成長に重大な影響を受ける可能性がある。ただし、状況は流動的だ。インドネシアの事例では、米国に対する自国の関税を引き下げて、貿易黒字を削減する合意を背景に、関税は32%から19%に引き下げられた。日本も、参議院選挙の数日後に合意に達し、関税は25%から15%に引き下げられた。

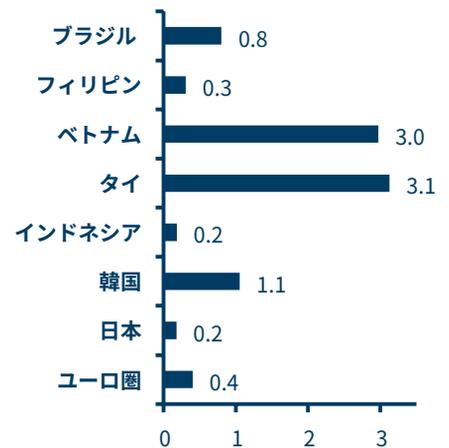
欧州に関しては、8月1日から実施される見込みの関税引き上げが経済活動の縮小を引き起こし、2025年後半から2026年前半にかけて貿易チャンネルを通じて成長率を、さらに0.3%から0.4%押し下げる可能性がある。

最新の関税レターを見ると、米国の有効平均関税率は現在の15%から17%~20%の範囲に上昇すると予想される。これは米国GDPに約0.4%、マイナスに影響し、消費者支出物価上昇率（コア）を約0.2%上昇させる可能性がある。世界的なインフレに関しては、重大な報復措置が取られず、サプライチェーンの混乱が継続し、通貨安傾向が続くという前提では、需要の弱さから抑制された状態が続くと予想される。

関税の不確実性がアジアを中心に再燃-関税率、%



10%の関税引き上げによるGDPの縮小



出典：Amundi Investment Institute、ブルームバーグ。データは2025年7月23日現在。注：2025年7月初旬に発表された関税の施行は、正式に2025年8月1日に延期された。注2：現在課されている関税には、業種別免除分は含まれていない。

今月のトピック

債券は財政の現実の試練に直面



FEDERICO CESARINI
HEAD OF DM FX STRATEGY

SILVIA DI SILVIO
SENIOR CROSS ASSET STRATEGIST

「OBDDA」が実施され、債券市場は金利上昇、債務拡大、資本流動性の変化という課題に直面している。ここでは、アムンディ・ワールド・インベストメント・フォーラム (AWIF) の内容と最近の動向を踏まえ、債券投資家が注目すべき主要テーマを取り上げる。

アムンディ・ワールド・インベストメント・フォーラム (AWIF) については、下記ご参照：

[アムンディ・ワールド・インベストメント・フォーラム](#)

長期的な要因と財政の現実とのせめぎ合い

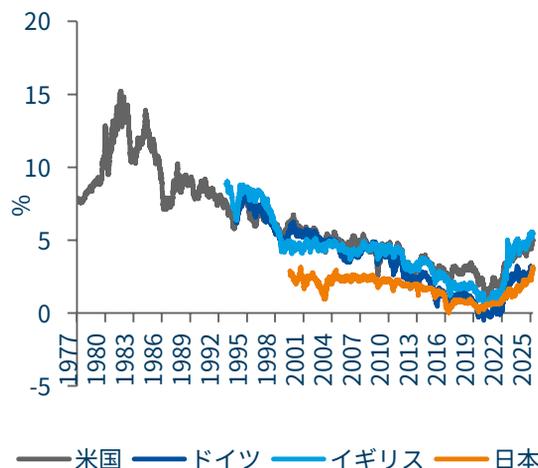
長期的に金利を動かす要因は何だろうか？長期的な要因は常に人口動態と生産性であり、これらの変数は構造的により低い実質金利への回帰を示唆している。2008年の金融危機前の米国の実質金利は1~1.5%程度だったが、危機後は0.5%の低水準に落ち込み、今後10年間で危機前程度の水準への回帰が予想されている。

しかし、この長期的なストーリーに逆風が吹き始めた。先進国ではGDP比113%、新興国でも80%を超えると予想される高水準の公的債務は、利回りに大きな上振れリスクをもたらしている。過去10年間、中央銀行は量的緩和を通じて利回りを抑制してきた。しかし、そのレジームは終焉を迎えている。量的引き締めが進行する中、市場は、インフレ・リスクと財政リスクの両方で、より高いプレミアムを要求している。

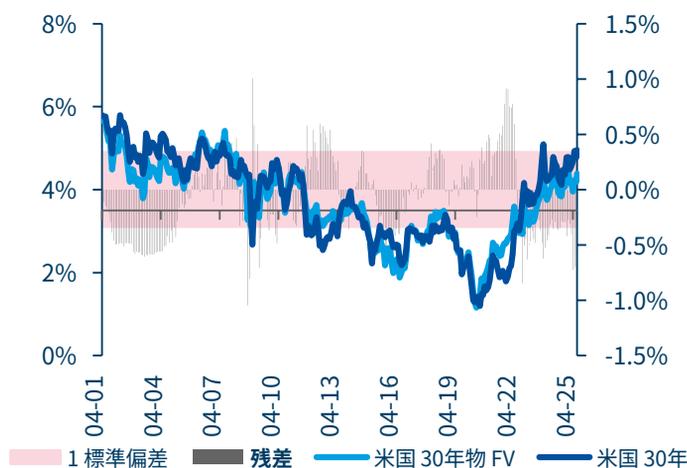
その典型例が米国で、債務対GDP比は2030年までに128%に達すると見込まれ、債務の持続可能性と財政規律への懸念が高まっている。これにより長期金利は上昇、アムンディのマクロ経済をベースとしたフェア・バリュー (FV) ・モデルとの乖離が顕著になっている。このモデルには、3.3兆ドルの米国債務増加（年間関税収入200~300億ドルで僅かに相殺される）は反映されておらず、さらに米国の財政政策の組み合わせが悪影響を及ぼす可能性や、FRBによるバランスシート管理を通じた長期金利抑制能力が低下する点も、より大きな懸念となっている。

「新たな財政政策の下で、市場は、引き続き、米国債の信用力に敏感に反応するであろうため、イーロドカーブの長期ゾーンフェア・バリューの判断は、より困難になるであろう。」

30年国債利回りが数10年ぶりの水準に上昇



米国30年国債のモデル (FV) と実際の乖離 (月次)



出典：Amundi Investment Institute、ブルームバーグ。データは2025年7月22日現在。

出典：Amundi Investment Institute公正価値 (FV)。データは2025年7月15日現在。

市場は、現在、主に債務の影響に焦点を当てているが、そこではFRBのバランスシート管理が極めて重要となる。来年中に量的緩和が実際に実施される可能性は低いものの、FRBの準備金は「十分な水準」の下限に近づいており、来年半ばまでに準備金管理のための購入が必要となり、間接的に債務の動向への支援策となる可能性がある。AWIFの債券セクションの参加者に対し、FRBの次の一手について尋ねたところ、右側の通り、過半数が金利の軽微な引き下げ（依然としてやや引き締めの範囲内）とともに、FRBが量的引き締め（QT）を終了し、バランスシートの拡大を再び検討する可能性があることと予想していることが分かった。

財政面での視点は、先進国市場にも適用

米国債利回りは、名目成長率が3.5~4.5%と予想される世界において、現在、歴史的に見て魅力的な名目・実質利回りを提供しており、グローバルなドルベース投資家にとって重要なインカム源となっている。しかし、財政の信頼度が重要な差別化要因となりつつある。市場は、新興国だけでなく先進国に対しても、国のクレジット・リスクを精査するためのレンズを使い始めている。アムンディは、財政が過度に緩和的だと見られる国（英国や米国など）の長期利回りは、上昇圧力を受け続けると見ている。

米国市場を以外へのグローバルな分散投資

市場は、米国への過度な依存をますます疑問視している。同時に、相関構造の変化や米ドルの構造的な弱体化の可能性（下記囲み記事参照）を踏まえ、ヘッジ戦略の見直しを進めている。ヘッジコストが高すぎる場合、分散の機会を探る傾向が強まっている。グローバルでの分散を追求する動きは、欧州国債（AWIFの調査も明示）やアジア太平洋地域、新興国市場への関心を高めている。

この環境下では、長期的で構造的なトレンドと、高まる財政・通貨リスクのバランスを重視した、よりアクティブでグローバルに分散された債券投資アプローチが求められている。

調査結果

アムンディ・ワールド・インベストメント・フォーラム

FRBの次の一手は何だと予想していますか？

利上げ 3%

金利は当面据え置き、量的引き締め（QT）は停止 37%

中立を上回る水準までの利下げと量的緩和（QE）の実施 54%

中立水準以下までの利下げと量的緩和の実施 6%

債券のエクスポージャーを増やす予定はありますか？また、どこに投資する予定ですか？



■ 予定あり、米国 ■ 予定あり、欧州
■ 予定あり、アジア ■ 予定なし

米ドル：構造的な変化が進行中？

アムンディが年央見通しでも指摘した通り、米ドルは、最近、過去のパターンに反して動いている。伝統的に、米金利と長期プレミアムの上昇は、特に株式売りの局面で、ドル高を支えてきた。しかし、『解放の日』以降、ドルは、従前のパターンとは違った動きを示し、国債の売り圧力下でも上昇していない。この変化の背景には以下の3つの要因がある：

- 1 財政リスクの高まり：**新たな米国債務のコストはますます正当化が困難になっており、債務は増加するものの、それによって生み出される富は縮小し、その範囲も限定的となっている。
- 2 米ドルの過剰流動性：**2024年での諸外国の米ドル資産保有額が\$31兆ドルに達し、希少性が低下、資本の還流や分散化を促している。
- 3 ヘッジ活動の増加：**低いヘッジ比率と、米ドルと資産ポートフォリオ間の相関関係の変化は、ヘッジを増やす必要性を示唆しており、これにより米ドルの安全資産としての魅力が低下している。

米ドルの中期見通し：短期的な変動はあろうが、高い資金調達需要と外国投資家の需要減退により、米ドルの弱含み傾向が続くと予想する。現在のドル指数（DXY）の平均適正価値（フェア・バリュー）は90未満（EUR/USDでは1.23）だが、米連邦準備制度理事会（FRB）のより緩和的な姿勢と/または資本の再配分の加速によって、下方圧力がさらに加わる可能性がある。歴史的に見ると、米ドルは適正価値を下回る時期があり、その後反発している。

AII* CONTRIBUTORS

ALESSIA BERARDI

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY

DIDIER BOROWSKI

HEAD OF MACRO POLICY RESEARCH

SILVIA DI SILVIO

SENIOR CROSS ASSET STRATEGIST

FEDERICO CESARINI

HEAD OF DM FX STRATEGY

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 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 SAS and is as of 22 July 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: 22 July 2025.

Document ID: 4684150

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

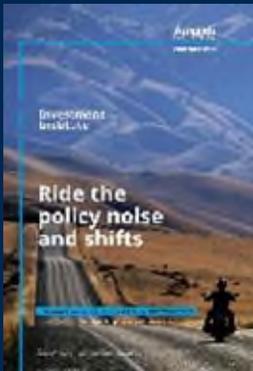
Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - Doug Armand

Amundi Investment Institute

In an increasing 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