



選択が交錯する局面

10月はグローバル株式が史上最高値を更新する展開となりました。米国の人工知能（AI）セクターの活況や、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ期待、ドイツの財政拡大を巡るポジティブな思惑が相場を押し上げた格好です。一方で、米中貿易摩擦の再燃や、米国における信用事由への懸念、継続する米国政府の閉鎖により、リスク資産の振れ幅は拡大しました。米国と中国は相互関税の猶予期限を延長しましたが、当社では、この延長措置が長期にわたりどれだけ効果的に維持されるかを注視したいと考えています。

こうした不確実性は当初、安全資産としての債券の魅力を高め、米国、欧州、英国の利回りを押し下げるようになりました。しかし、政府支出が長期的に財政赤字や公的債務を拡大させ、法定通貨の価値を希薄化させるとの懸念はくすぶりました。その結果、金（ゴールド）の価格は史上最高値を更新しましたが、その後は一転して下落傾向となりました。財政悪化に対する懸念は日本の利回りにも表れ、円の急落を引き起こしました。

以下に挙げるテーマが今後数カ月の経済動向を左右することになるでしょう。

- 米国におけるAI関連の設備投資は米国の景気を押し上げるとみられますが、米国経済の柱である個人消費の落ち込みを完全には相殺できないと思われます。これまでの過去データで示される消費の底堅さに加え、設備投資による押し上げも見込まれることから、当社では米国の経済成長率を2025年、2026年ともに1.9%に上方修正しました。しかし、労働市場の低迷は続いているため、全体的な軟化傾向は変わらないと判断しています。情報技術（IT）セクターにおける投資はいまだ大量の雇用を創出するには至っておらず、当面は雇用の増加は見込めないと考えています。そのため、所得環境は悪化し、個人消費は鈍化すると予想しています。

本当に安全な資産はどちらか？金は下半期の大幅上昇から一転、下落傾向に



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10月27日現在）。

先進国の多くは財政拡大を続けるものと思われますが、それとは反対に中国は過剰生産能力を抑制し、内需主導の成長モデルへの転換を図っています。

- ヨーロッパの成長は今年は減速し、2026年中盤から持ち直すとみられます。それでも長期トレンドを下回る推移が続くでしょう。当社の分析によれば、ドイツの財政刺激策の遅れや調整、輸出への下押し圧力により、足元や来年序盤の景気が下振れする可能性があります。それでも、スペインとイタリアでは底堅い経済活動が続くことになりそうです。最近、米国がロシアに対して制裁を課したこと、米国が安全保障問題に関して欧州連合（EU）と協調する公算が大きくなりました。今後の展開はこの制裁の実効性に大きく左右されますが、ロシアがウクライナとの停戦（依然として不透明）に応じる兆しがあれば、欧州の経済や資産にとって好材料となりそうです。
- 財政政策によるこ入れがますます重要になっています。米国は財政拡大路線を継続する公算（市場に織り込まれていないリスク）が大きいものの、一定の財政健全化も実施される見通しです。一方で、日本の分断化した政治情勢や新政権の意向を考慮すると、日本ではポピュリスト的な政策が優勢になり、財政拡大が継続することになりそうです。ドイツも同様の方針を打ち出すと思われますが、重要な違いはドイツには必要とされる財政余力がある点です。
- 2026年の中国の経済成長見通しは上方修正されました。経済成長率は政府目標に近い水準で推移するとみられるため、「バズーカ」型の大型財政出動は期待できないと考えています。とはいっても、財政あるいは金融刺激策を実施するか否かの判断は、米国の対中貿易政策の展開にも左右されます。全体として、反内戦政策、国内消費の弱さ、住宅セクターにおける投資の縮小により、目先の経済活動は低迷することが示唆されます。

アムンディ・インベストメント・インスティテュート：FRBが利下げを実施する見込み、政治的圧力も焦点に

FRBの利下げについては従来の予想を据え置いています*。FRBは当社の予想通り10月に利下げを実施しました。FRBは年内にあと1回、来年中にさらに2回の利下げを実施する見込みです。これは当社の経済ファンダメンタルズ評価に照らしても妥当ですが、FRBが政治的圧力に屈し、さらなる利下げを余儀なくされる可能性も否定できません。しかし、FRBの政策判断はそれ以外にも、(1)企業が米国の関税引き上げ分を消費者にどれだけ転嫁できるか、(2)コアサービス価格の上昇鈍化がどれだけのペースで進行するかに影響されるでしょう。ヨーロッパでは、欧州中央銀行（ECB）が利下げを年内にあと1回、2026年前半にさらに1回実施する見込みです。イギリス銀行（BOE）については、12月に政策金利を引き下げる考えています。

先日閉幕した中国共産党第20期中央委員会第4回全体会議（4中全会）では、今後5年間の重点方針が策定され、その中で政府は、現代的産業システムの構築、重要な科学技術の自立自強、IT分野の戦略的自律性の確保、強靭かつ独立したサプライチェーン構築に意欲を示しました。これらの重点方針が今後数年の経済政策を方向づけることになります。金融政策の面では、米国の通商政策が貿易で大きな波乱を引き起こした場合、中国人民銀行（人民銀）が追加緩和を決断する可能性があります。

FRBなどの中央銀行は、景気が減速しながらも後退はしない局面で利下げ姿勢を示しています。インフレ期待、関税、政治的圧力によりFRBの任務は複雑化すると予想されます。

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

米国ITセクターの設備投資サイクル、世界的な財政拡大の動き、景気拡大局面における各国中央銀行の緩和姿勢は、いずれもリスク資産にとっての好材料です。

一方で、米国ではインフレ率が物価目標を上回る状況が続くとみられ、欧洲では個人消費に下押し圧力がかかる可能性があります。貿易戦争もいまだ収束していません。また、市場の流動性は潤沢ですが、急速に低下する可能性もあります。これらの要素を踏まえ、当社ではリスクに対してややポジティブな見方を維持しています。

- **グローバル債券市場について**は、デュレーションに対して中立の見方をする一方で、投資適格債や新興国債券に対してポジティブな見方をしています。また、米国債券よりも欧州債券を選好するとともに、日本債券に対して引き続き慎重な見方をしています。米国では、関税引き上げの影響がまだ完全には物価に表れていませんが、こうした状況は今後数カ月で変わる可能性があります。
- **株式については**、米国株式のバリュエーションに割高感があることから、欧洲、英国、新興国などの市場で投資機会を発掘する必要があると考えています。一方で、米国ではITを含むセクター全体で好決算が相次いでいることで、銘柄選別の重要性が高まっています。新興国市場では、ブラジル、メキシコ、インドに対して楽観的な見方をしています。
- **マルチアセットについては**、米国のデュレーションに対する見方を引き下げましたが、全体的にはポジティブな見方を維持しています。また、米中貿易協議や地政学的競争の展開は一部の新興国資産に影響を与える可能性がありますが、新興国市場に対しては引き続きポジティブな見方をしています。コモディティ市場では、今年の金（ゴールド）価格の上昇を受けて、金に対して楽観的な見方を引き下げました。

リスクに対してポジティブな見方をするとともに、AIには産業全体を一変し、生産性を向上させる力があると認識しています。

全体的なリスクセンチメント

リスクオフ



リスクオン



株式やクレジットなどのリスク資産に対してややポジティブな見方をするとともに、銘柄の質、業績の堅調さ、バリュエーション水準のバランスを重視しています。

前月からの変化

- **株式**：市場別では、米国株式に対して中立に転じたほか、米国グロース株に対して慎重な見方を弱め、欧洲株式に対してポジティブな見方をわずかに弱めた。
- **マルチアセット**：米国のデュレーションと金に対するポジティブな見方を弱めた。ブラジルリアル、メキシコペソの見通しを対人民元で中立に引き下げるとともに、他のヘッジに対する見方を強めた。
- **為替**：戦術的な観点から、米ドルに対して中立の見方に転じ、日本円に対して楽観的な見方を弱めた。

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）に対する定性的な見解であり、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

米国の期待インフレ率に要注意

米国における個人消費への下押し圧力は、米国関税の影響が顕在化するにつれて同国の経済活動に影響を与える可能性があります。一方で、期待インフレ率は依然として抑制されているものの、拡張的な財政政策、利下げに傾くFRB、実体経済における米国関税の価格転嫁により、状況が変わるかもしれません。そのため、イールドカーブのステイプル化は一段と進むことになるとみられます。欧州ではインフレが問題になることはなさそうですが、内需の問題が浮上する可能性があります。

長期的には、新興国市場は米中の地政学的競争に耐え得ると考えられますが、通商協議に関連していくらか波乱が起こる可能性もあります。中期的には、新興国市場は米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げやドル安を追い風に上昇するとみられます。社債については、キャリーの高さを重視しながらも質とのバランスを模索しています。

デュレーション/イールドカーブ

- 米国、欧州のデュレーションに中立の見方をする。欧州の中では、ドイツやフランスよりもイタリア、スペインにポジティブな見方をしている。フランスについては、政局の不透明感が後退したことで、慎重な見方を引き下げる機会をうかがっている。
- 英国のデュレーションには特に強い確信を持ち、ポジティブな見方をしている。先行指標は引き続き労働市場の軟化と一致している。
- 日本のデュレーションに対しては引き続き慎重な見方をしている。

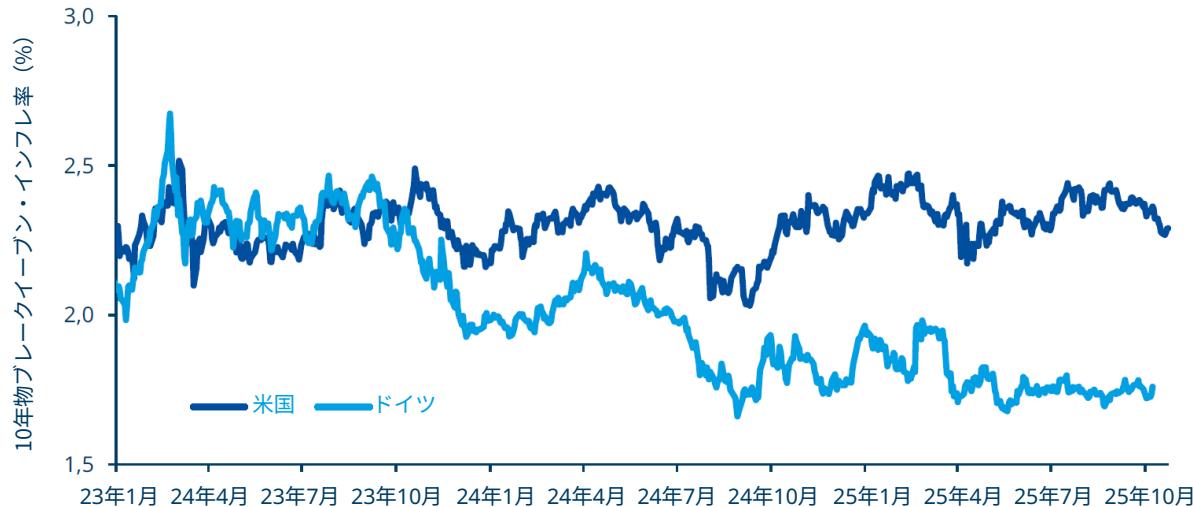
クレジット/新興国債券

- クレジットはどれも同じではないため、銘柄の質を重視している。欧州投資適格債はスプレッドが縮小したが、もう一段の縮小余地があるとみている。ファンダメンタルズは、特に金融セクターで強固である。
- 新興国債券に対しては全般的にポジティブな見方をするが、バリュエーションが割高な分野は敬遠する。今年力強いパフォーマンスを発揮した現地通貨建債券に対してはポジティブな見方をしている。アジアの低利回り債券よりも、中南米の高利回り債券を選好している。

為替

- アクティブなアプローチで米ドルに対する見方を中立に引き上げた。米ドルは長期的には下落するとみられるが、短期的には保ち合いとなる可能性がある。日本円にはポジティブな見方をしているが、以前より見方を引き下げる。日銀のスタンスや新政権による財政規律の緩みを注視している。
- 新興国の為替市場は広大であり、この市場にポジティブな見方をしながらも選別的な投資を行っている。ブラジルレアル、チリペソ、インドルピーに注目している。全体として、アジア通貨には一部を除き割安感がある。

米国の期待インフレ率は抑制されているものの、欧州の水準を上回る



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10月23日現在）。ブレークイーブン・インフレ率とは、普通国債と物価連動国債の利回り差から算出される期待インフレ率の指標のこと。

株式市場

執筆者

好業績が経済成長の原動力に

株式市場は、人工知能（AI）を巡る思惑など複数の要因を背景に、9月初めから力強く上昇しています。当社が特に関心を寄せているのは、AIが企業業績をどれだけ押し上げるのか、そして、そうした企業においてバリュエーションの上乗せはどの程度まで容認できるのかという点です。こうした技術には生産性を長期的に向上させる力が秘められていると考えていますが、極端に割高な銘柄への投資には消極的です。

当社では引き続き、業績、バリュエーション、製品の差別化の面でバランスの良い銘柄の見極めに注力しています。このような銘柄は欧州、英国、日本、新興国市場のほか、米国のバリュー株の中にも存在しています。とりわけ、世界の通商環境に不透明感が漂っていることから、これらの市場において内需比率の高い銘柄を発掘しています。

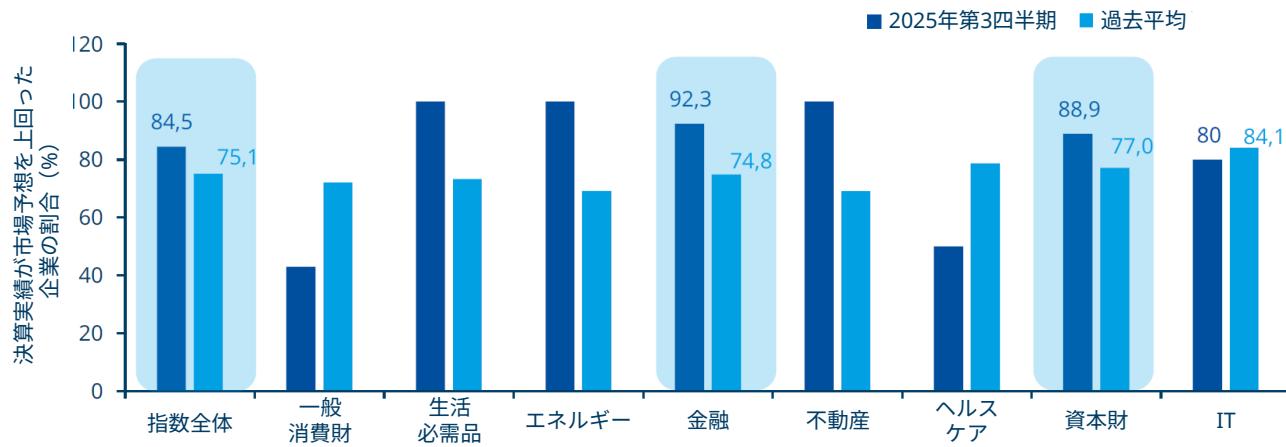
先進国株式

- 米国市場の集中リスクからは距離を置き、バリュー銘柄を選好している。自動化、持続可能性、リショアリング（国内回帰）といったテーマが追い風となる資本財銘柄を選好するとともに、信用コストの低さ、規制緩和、融資の伸びを踏まえ、銀行銘柄にポジティブな見方をしている。
- 欧州ではデータセンターの拡大などにより、AI関連の投資テーマが存在を増しつつある。また、中型株はバリュエーションが魅力的であり、内需比率が高いことから、選好している。銀行銘柄についても、財務体質が良く業績が堅調なことから、ポジティブな見方を継続している。
- 英国株式は配当利回りが高く、割安であり、ディフェンシブ性も備えていることから、分散投資先として有効である。日本企業の自社株買いや高水準の配当からは国内のガバナンス改革が進んでいることがうかがえるため、日本株式にポジティブな見方をしている。

新興国株式

- 米ドルの先安観や新興国の堅調な経済成長期待を踏まえて、新興国市場全般にポジティブな見方を継続している。
- 新興国市場全体では選別的な投資機会が際立っており、例えは中南米諸国、特にブラジルとメキシコではその傾向が強い。ブラジルではバリュエーションが非常に魅力的であるほか、インフレが鈍化しており、さらに米国やブラジル国内の金利水準も低下が見込まれる。これらの要素はいずれも、ブラジルにとって追い風となる。
- アジアでは、インドにポジティブな見方とともに、与信の伸びに改善の兆しがあることに注目している。一方で、台湾に対しては慎重な見方をしながらも、中国に対しては中立の見方をしている。
- セクター別では、生活必需品、不動産、コミュニケーション・サービスに注目している。対照的に、ITは割高であることから慎重な見方をしている。

米国第3四半期決算のポジティブサプライズ比率は現時点で過去平均を上回る



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10月23日現在）。同日時点でS&P500構成企業のうち141社が第3四半期決算を発表している。コミュニケーション・サービス、素材、公益事業では業績が上振れした企業が無いためチャートには含めていない。

マルチアセット

執筆者

リスクを選好—デュレーション、金の見通しを調整

米国経済は依然として底堅さを保っていますが、通商政策や関税が個人消費やインフレに与える影響により、見通し判断が難しい状況です。欧州では輸出への下押しが顕著であるほか、内需にも脆弱性が生じる可能性があります。とはいえ、全体的な経済環境は後退局面にはありません。こうした環境下、各国の中央銀行は利下げに前向きな姿勢を示し、政府は財政支援を打ち出しています。しかし、貿易摩擦や地政学要因、バリュエーションという形で逆風が続いているおり、当社ではヘッジを強化する必要があると考えています。

株式については、米国株式と英国株式にポジティブな見方をしています。人工知能（AI）を巡る思惑が米国企業の業績を押し上げ、世界的な流動性もまざまざと状況です。しかし、過度な割高感に対する懸念は認識しており、引き続き中型株への分散投資を実施しています。英国株式はディフェンシブ性と高い配当利回りを兼ね備えており、この分野にもポジティブな見方をしています。中国を含む新興国市場についてはバリュエーションが魅力的な水準にあるほか、中央銀行が利下げ姿勢を示していることから、ポジティブな見方を維持してしています。しかし、米国との通商協議の展開次第では、値動きが荒くなる新興国資産もありそうです。そのため、ブラジルレアルとメキシコペソの見通しを対人民元で中立に引き下げました。ブラジルでは政府の財政状況にも警戒しています。先進国の為替については、ユーロの対ドル相場や、ノルウェークローネおよび日本円の対ユーロ相場に対してポジティブな見方を維持しています。

デュレーションについては、米国国債5年物に対する見方を引き下げました。米国ではインフレ率が高止まりしています。米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げを行う見通しですが、市場が期待するほどの積極的なペースでは行われないとみられます。米国以外では、ユーロ圏国債10年物（ディスインフレが進行し、経済成長が脆弱）とイタリア国債を引き続き選好する一方で、日本国債に対して慎重な見方をしています。クレジットでは、良好なリスクセンチメントを背景に、欧洲連合（EU）の投資適格債や新興国債券を引き続き選好しています。

最後に、金（ゴールド）に対するポジティブな見方を引き下げました。米ドルには慎重な見方をしていますが、短期的には保ち合いとなる可能性があります。したがって、米ドルの上昇に備えて防御策を講じる必要があるでしょう。株式に関しては、先進国市場の下落に備えたヘッジが引き続き重要となるでしょう。

アムンディによるマルチアセットの投資見解*



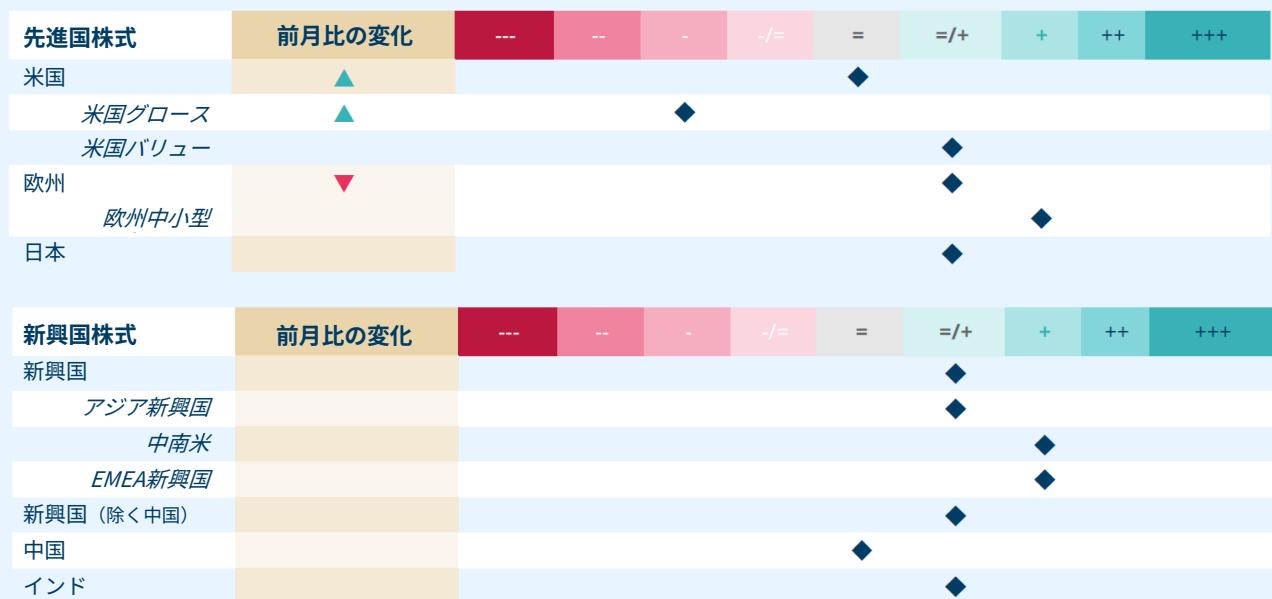
▼ 前月比で引き下げ

▲ 前月比で引き上げ

出所：アムンディ（2025年10月22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、隨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

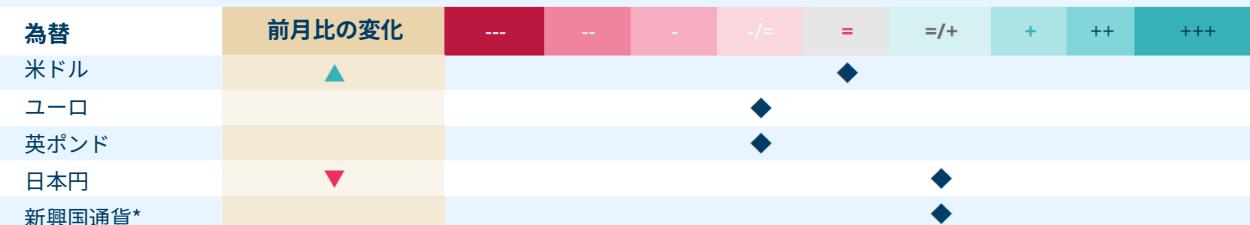


債券見通し



EMEA=ヨーロッパ、中東、アフリカ、HC=ハードカレンシー建債券、LC=現地通貨建債券

グローバル為替見通し



出所：2025年10月22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あります。*複数の新興国通貨を総合した評価。

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.msccibarra.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 31 October 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.

Date of first use: 31 October 2025. DOC ID: 4951757
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: ©iStock/Getty Images Plus - Doug Armand

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あります。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ます、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ます、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