

アムンディ・アウトLOOKセミナー

～2026年のマクロ経済・金融市場・国際情勢を考える～

「2026年のマクロ経済・金融市場の見通しと投資戦略」

変化への柔軟な対応が必要

2025年12月 | マーケティング・コミュニケーション

本プレゼンテーションに記載された見解は、随時変更される可能性があります。これらの見解は、投資アドバイス、証券推奨、またはアムンディの戦略に代わる取引意図の示唆として依拠すべきものではありません。

目次

- 01 | グローバル経済・市場の見通しと投資戦略 p. 3
- 02 | 2026年 国内債券市場見通し p.26
- 03 | 日本株の再評価：構造転換期の投資視点 p. 38

01

グローバル経済・市場 の見通しと投資戦略

2025年を振り返る：予想と実際の比較

マクロ経済の予想と実際の比較



予想通り

- 継続的な地政学的緊張、手段としての関税政策。
- 欧州：緩やかな回復。新たな防衛パラダイム。
- 中国の政策支援、インドの堅調な成長、新興国の全体として高い回復力。
- 世界的なインフレの安定。ただし、米国にはインフレリスク、中国にはデフレリスクが残る。
- 緩和的な中央銀行（日銀は例外）。新興国中銀の高い独立性。



想定外

- 米国経済は、テクノロジー、AI関連投資、資産効果の寄与で堅調な成長を継続。
- ドイツの財政支出拡大。
- 財政支援と金融抑制のリスクが上昇。
- 中央銀行（FRB、日銀）の独立性への懸念。

金融市場の予想と実際の比較

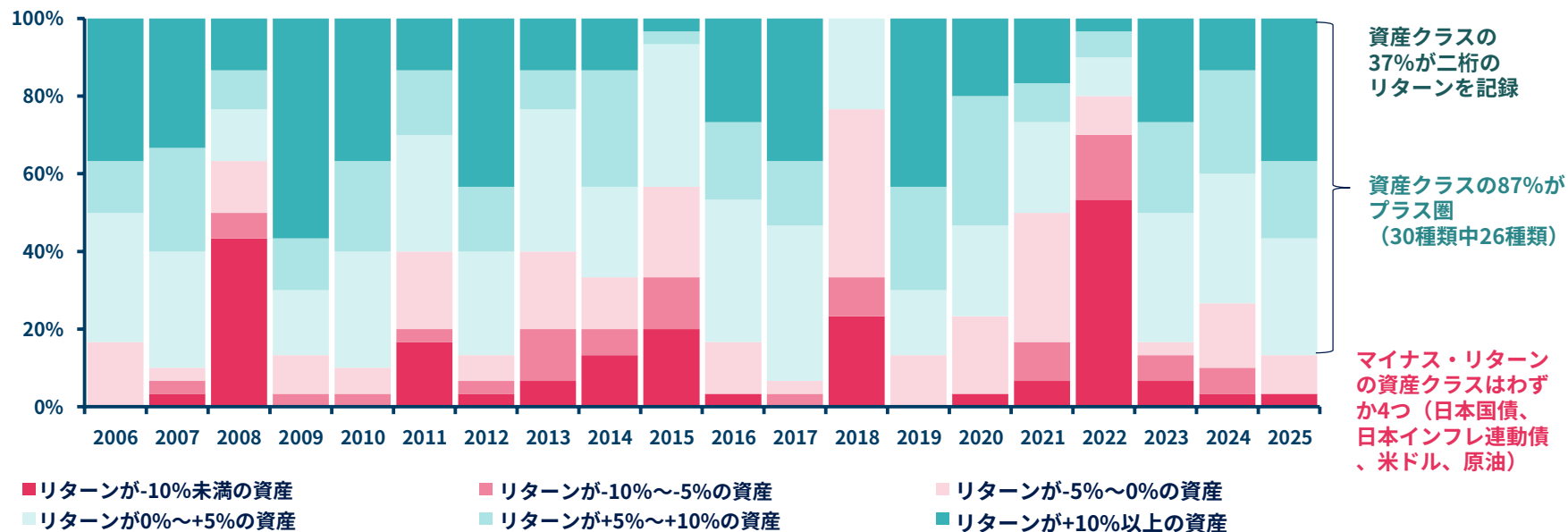
- 株式：ポジティブな見通し。米国大型株以外へのローテーション（小型株や他市場）。
- 欧州資産：ポジティブな見通し。
- 債券：イールドカーブのスティープ化。高格付け債にポジティブ。
- 金の地政学的ヘッジ機能の継続。
- 米ドル安。

- 米国ビッグテックへの集中とバリュエーション・リスクの極端化。
- AI／テクノロジー競争が中国株の反発を牽引。
- 財政・政治懸念の高まりの中で、米国債の「安全な避難先」としての地位に懸念。
- 通貨安取引：金属価格にはプラス、法定通貨と長期国債には低下圧力。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート（2025年10月31日時点）。EM：新興国市場。経済・市場予想はアムンディの[2025年投資見通し](#)に基づく。

2025年においては資産クラスの90%がプラス圏

30種類の資産クラスにおける年間パフォーマンスの内訳



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。30の資産クラスに関する分析。データは2025年11月13日時点のもの。指数プロバイダー：現金、国債、新興国債券指数はJPモルガン。社債指数はブルームバーグ・バークリー。株価指数および新興国通貨指数はMSCI。商品指数はブルームバーグ・バークリー。資産クラスを表すために使用されるすべての指数は、現地通貨ベースのトータルリターンである。資産クラスは次のとおりである。ユーロ現金 3 ヶ月、米国現金 3 ヶ月、日本国債、米国債、EMU 国債、英国債、EM 国債 HC、EM 国債 LC、米国インフレ連動債、日本インフレ連動債、英国インフレ連動債、ユーロインフレ連動債、ユーロ IG、米国 IG、米国 HY、米国ハイイールド債、ユーロ圏株式、北米株式、日本株式、日本を除く太平洋地域株式、GEM、中国株式、原油 WTI、金、コモディティ、ユーロスポット、米ドル貿易加重平均、日本円スポット、英ポンドスポット、米ドル建て新興国通貨。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではない。

リスクのバランスを保ちながら、サイクルの変化に継続的に対応

変化するサイクルのテーマ…

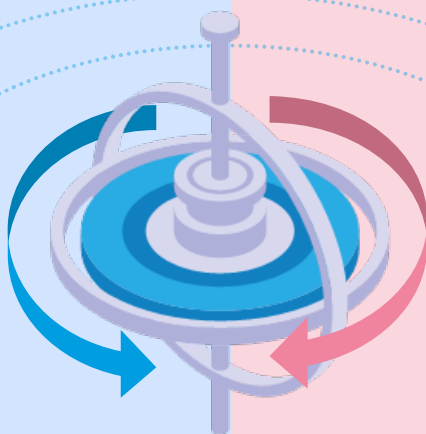
関税に対する
経済の回復力



テクノロジーへの設備投資と
産業政策の再構築



流動性と
中央銀行の
緩和政策



…そしてバランスを取るべきリスク



バリュエーションと
集中リスク、
そして、極端な熱狂



金融への圧力と
と財政主導



地政学的リスクによる
コントロールされた混乱

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、内部作成、データは2025年11月11日時点。

テーマ1



米国：経済は減速するが、テクノロジー分野の設備投資サイクルによって一部相殺される見込み



ユーロ圏：成長は緩やかだが、改革は進行中



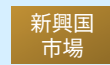
日本：より景気支援的な財政スタンスへ転換



中国：構造的目標と短期的なリフレ需要が競合



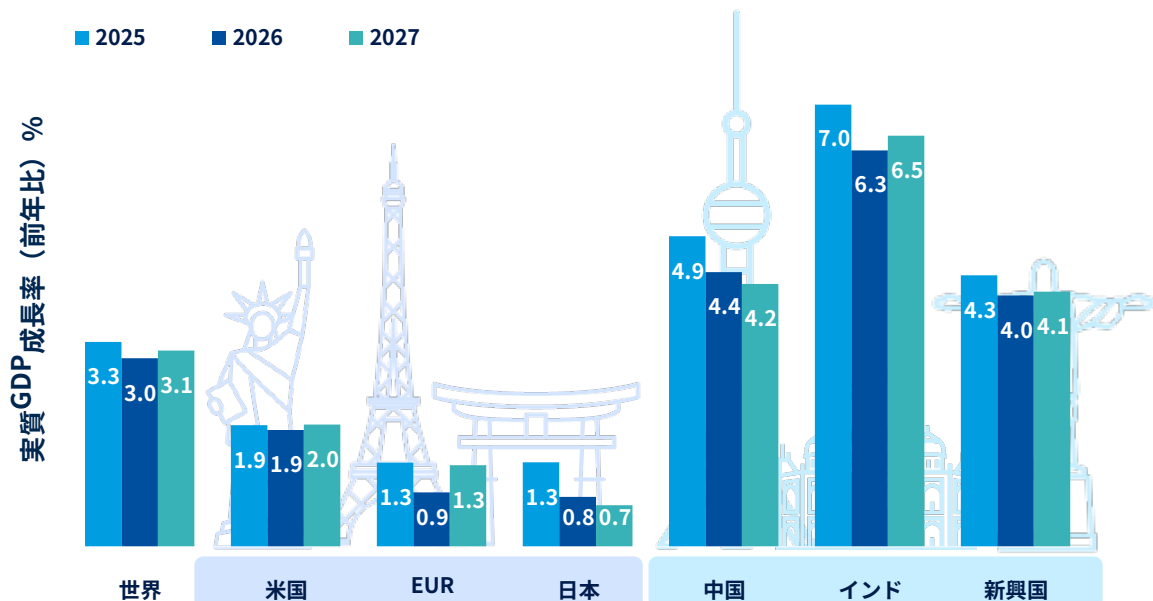
インド：内需が主要な成長ドライバーとして継続



新興国市場：驚くべき回復力、成長プレミアムは継続

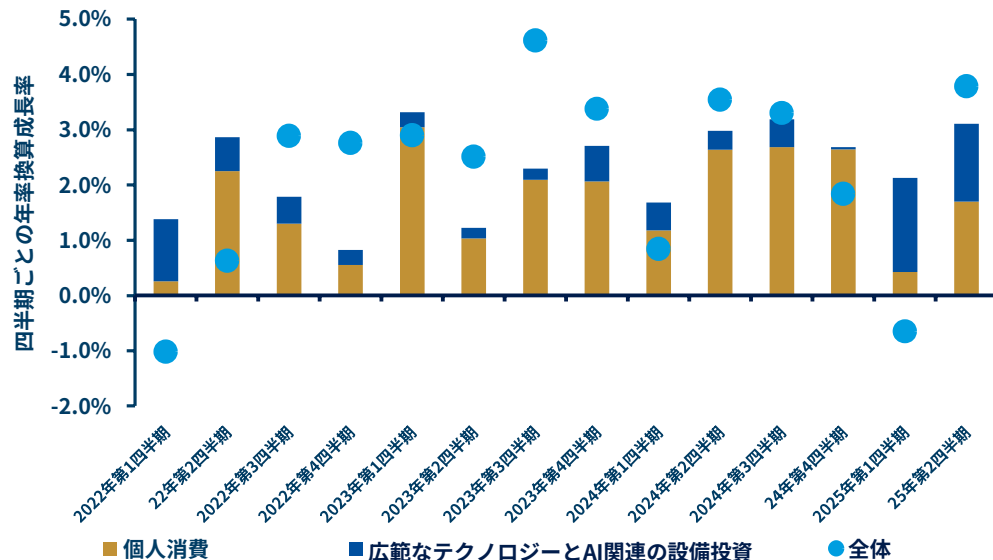
世界のマクロ経済のパズルは、依然、ポジティブ

世界経済成長見通し



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。本図表は、2025年11月12日時点で入手可能な情報に基づくアムンディ・インベストメント・インスティテュートの基準予想を示しており、2025年同日までに実施された関税を反映している。

構成要素別実質GDP四半期成長率への寄与度



テクノロジー・AIへの設備投資
テクノロジーとAIへの設備投資はここ数四半期、GDPを支えてきたが、この傾向の持続可能性に疑問が呈されている。しかし、減税により、2026年もこの傾向が今後も経済を支える可能性もある。



消費
消費は高所得世帯の資産効果に支えられて堅調を維持しているが、雇用市場の脆弱化が下振れリスクを示唆している。

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。広義のテクノロジー&AIとは、設備、情報処理機器、知的財産、ソフトウェア、研究開発、構造物、データセンターなど、多くの産業に広く適用可能な人工知能テクノロジーを指す。政府支出、特定の投資、輸出など、GDP成長へのその他の寄与要因は本図表では詳細に示されていない。データは2025年10月28日時点のもの。

テクノロジー企業の設備投資は継続するが、ペースは鈍化する見込み

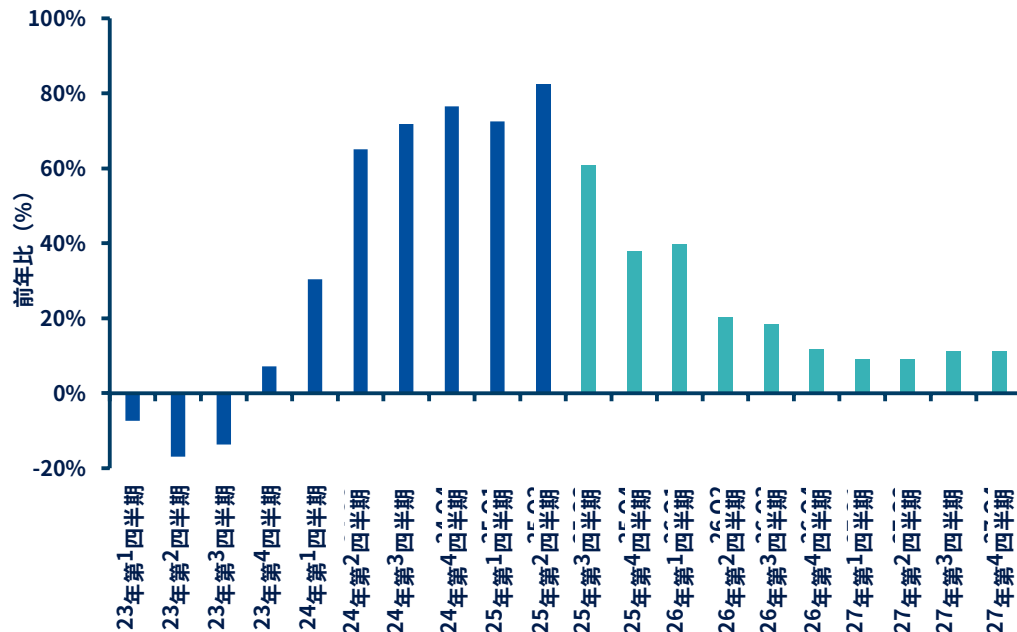
テーマ2

ハイパースケーラーの設備投資はさらに増加し、**高い参入障壁**となろうが、そのペースは鈍化する見込み。

AIデータセンターや半導体製造向けの電力需要の急増が、さらなる成長への主要な制約要因となっている。

電力網とエネルギー供給、そしてその確保の方法は、**次の段階のテクノロジー競争と戦略的競争の中核**となる。

ハイパースケーラーの四半期別設備投資成長率

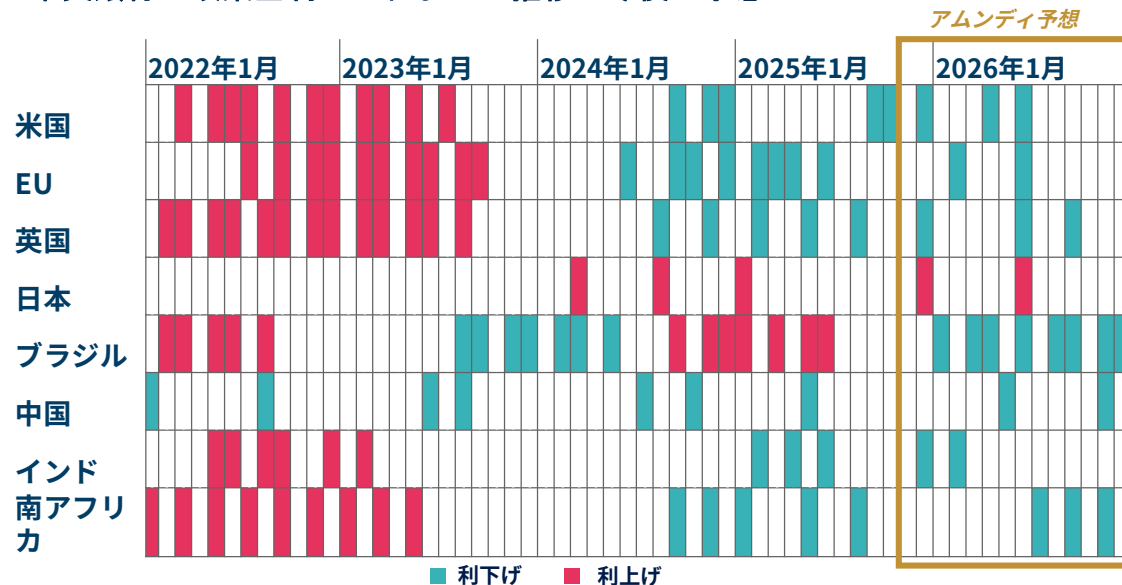


出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート データストリーム、MSCI、2025年11月11日時点のデータ。ハイパースケーラー：ORCL、AMZN、MSFT、GOOGL、META。

中央銀行は緩和継続の見込み

テーマ3

中央銀行の政策金利のこれまでの推移と今後の予想



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート（2025年11月10日時点）。中央銀行の予想はアムンディ・インベストメント・インスティテュートによるもので、2025年11月10日時点のものだ。FRB：連邦準備制度、ECB：欧州中央銀行、BoE：イングランド銀行、BoJ：日本銀行。連邦準備制度については、現行金利は目標レンジの上限を指す。日銀の現行金利は目標レンジの上限を指す。ECBの現行金利は預金ファシリティを指す。中国人民銀行（PBoC）は7日物リバースレポ金利を指す。インド準備銀行（RBI）はレポ金利を指す。予想は参考値であり、中央銀行の実際の政策日程に従う。

先進国、新興国の両方における落ち着いたインフレ見通しにより、中央銀行は2026年でも追加利下げが可能となろう（日銀を除く）。

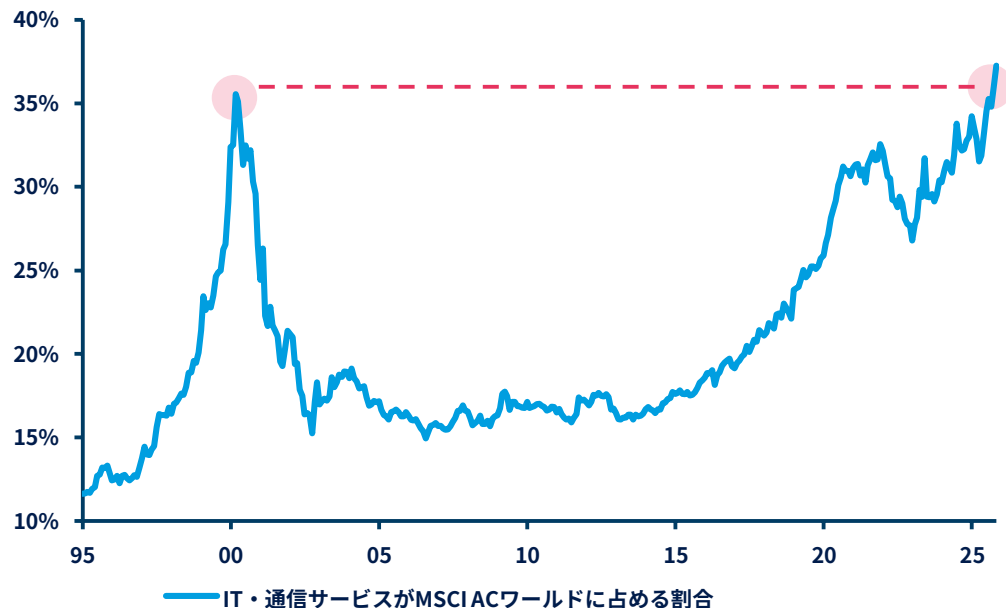
米国ではインフレが目標値を上回る状態が続くため、インフレリスクが継続。

FRB	ECB	英中銀
3.25%	1.5%	3.25%
日銀	中国人民銀行	インド中銀
1.0%	1.2%	5.0%

ターミナル・レート予想はアムンディ・インベストメント・インスティテュートによる2025年11月6日時点のもので、2026年末を指す。

バリュエーションと集中リスクは上昇

IT・通信サービスへの集中度はドットコム・バブル期を凌駕



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、DataStream。2025年10月時点の月次データ。

リスク1

一部の少数のセクターと銘柄への市場集中度が極端に上昇

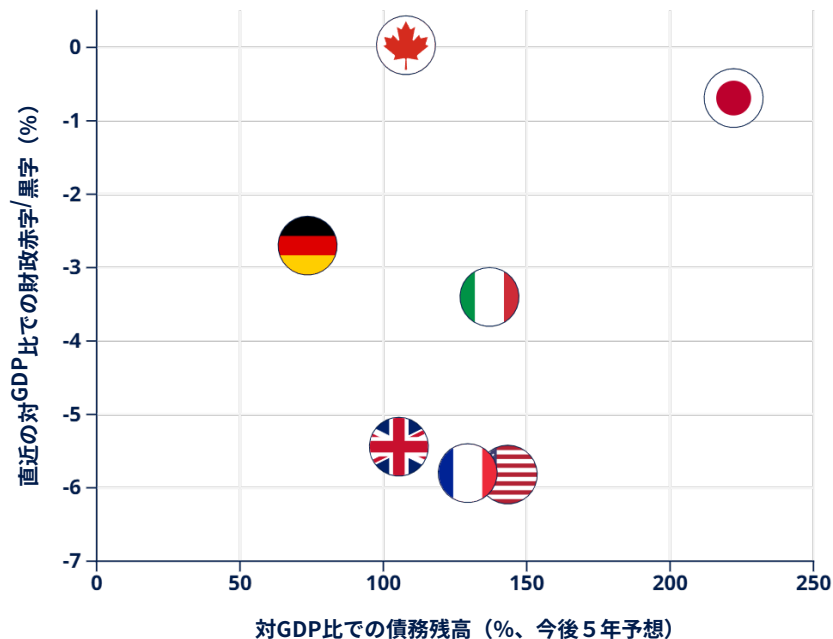
米国および世界の株式バリュエーションは割高であり、予想PERは過去20年間の95th パーセンタイルを上回っている。

利益成長が市場を支えてきた。期待外れがあれば調整が起きる可能性。

不均衡の時代における金融圧力のリスク

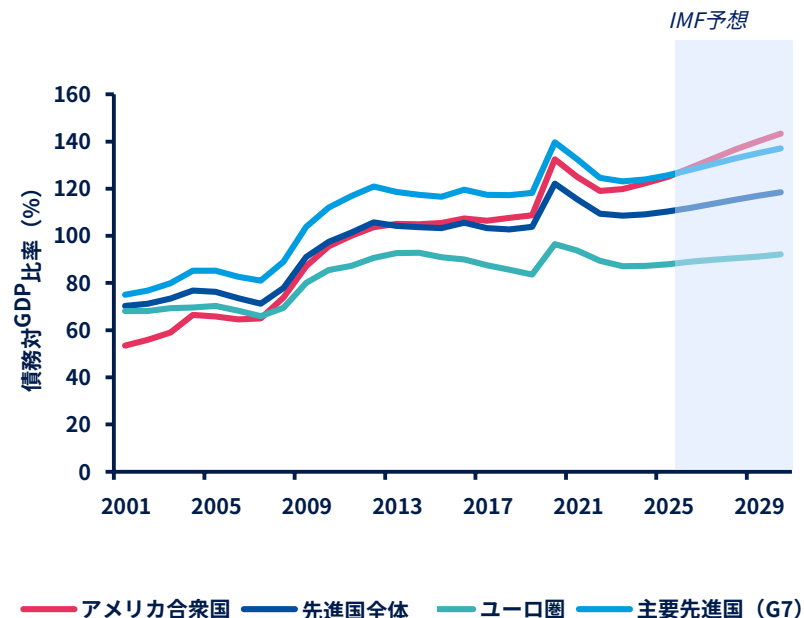
リスク2

G7諸国で財政政策の余地が縮小



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、IMF。GDPに対する総債務比率には、政府（中央政府と地方政府）の全ての金融負債が含まれる。データは2025年10月時点。

米国政府債務の今後の拡大（他の先進国と乖離）



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、IMF財政モニター2025年10月。

下振れリスクが高いものの、ポジティブな中心シナリオ

中心シナリオ

確率 **60%**



コントロールされた混乱の中での回復力のある成長

AI、政策転換、資本再配分、活動鈍化、減税、防衛・インフラ支出を伴うトランジション（下向きではない）。回復力はあるものの、成長は緩やかで、構造的なインフレリスク、集中化、高いバリュエーションが継続。

市場へのインプリケーション：分散投資が最重要事項、リスク資産にはややポジティブ、米ドルは弱含み。

ダウンサイド・シナリオ

30%



政治・金融ショック

政治的不安定、流動性引き締め、クレジット・イベント、市場の失望、インフレ懸念の顕在化…

アップサイド・シナリオ

10%



財政主導の回復／地政学リスクの緩和

地政学的緊張緩和、関税緩和、財政支援、規制緩和、量的緩和、AI主導の生産性向上。



コントロールされた混乱の
時代における分散投資



グローバル思考：
テクノロジー競争の
先の株式



AIとテクノロジー変革によ
る持続可能な成長の推進



新たな政策秩序における
債券



欧州の変革は継続

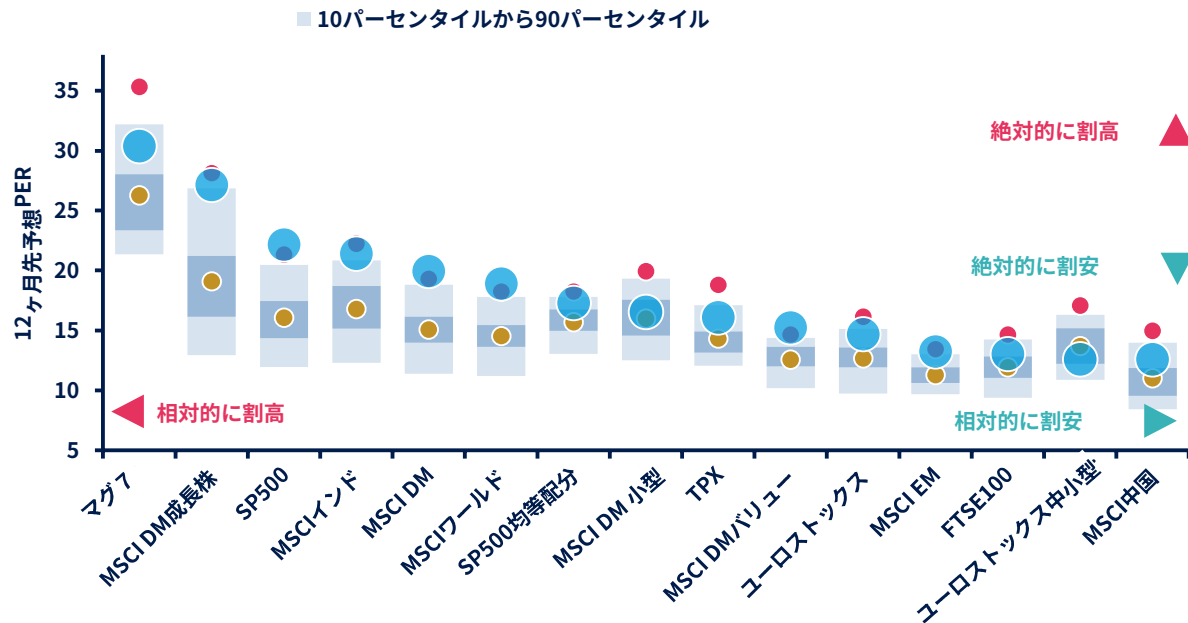


新興国市場における
ブロックの変化

高バリュエーションや集中銘柄以外への分散投資

分散投資

一部の株式市場における高バリュエーション、過去20年間の分析



高いバリュエーションは、依然、主要なリスク要因であり、期待外れが起きれば調整を引き起こす可能性。

景気サイクル後期においては、主にクオリティと収益性が恩恵を受ける傾向が継続。

米国にも投資機会はあるが、メガキャップ企業だけでなく、欧州にも注目すべき。2026年は新興国がカギとなる。

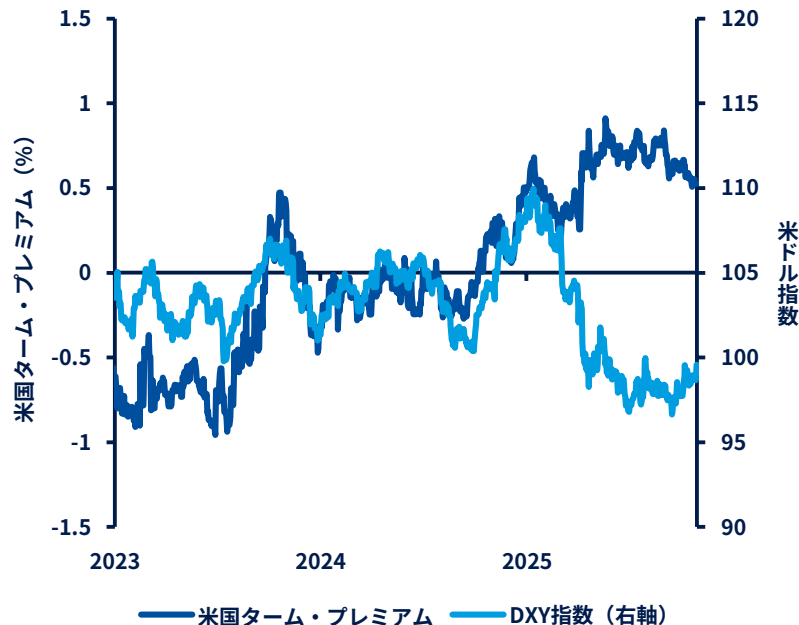
AI関連の設備投資の波は、テクノロジーセクターだけでなく、資本財や公益事業などの関連セクターの支援にもなる見込み。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、マクロポンド、ブルームバーグ。DMは先進国、データは2025年11月6日時点。過去20年間の分析。

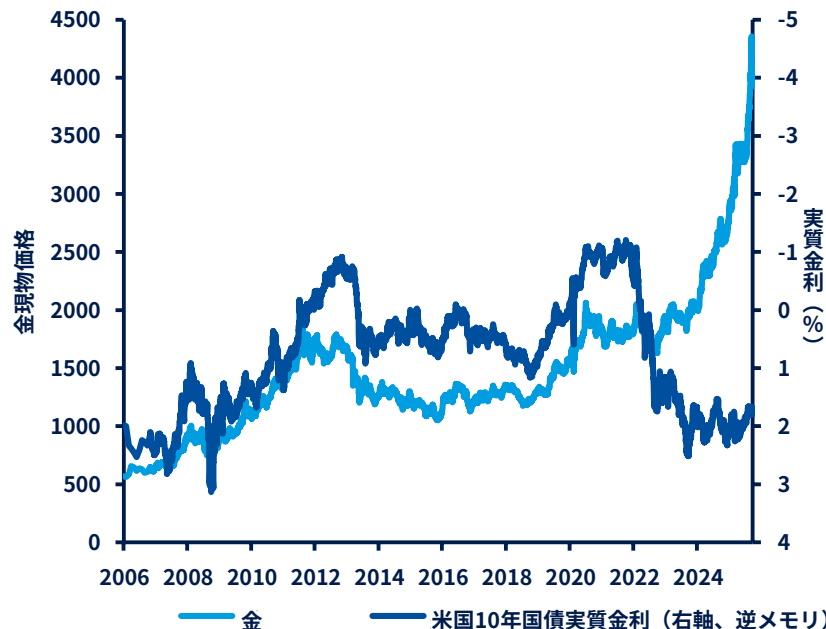
金：米ドルよりも優れた分散投資手段

分散投資

米国ターム・プレミアムと米ドルのデカップリング



金価格の急騰で米国10年実質金利との相関関係が解消



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（エイドリアン・クランプ＆モー
ンチ10年物国債タームプレミアムに基づく）。米ドル指数（USDIX）は主要通貨に対する米ドルの国際的な価値
を示す。データは2025年10月30日時点。

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10月31日時点。

グローバル株式

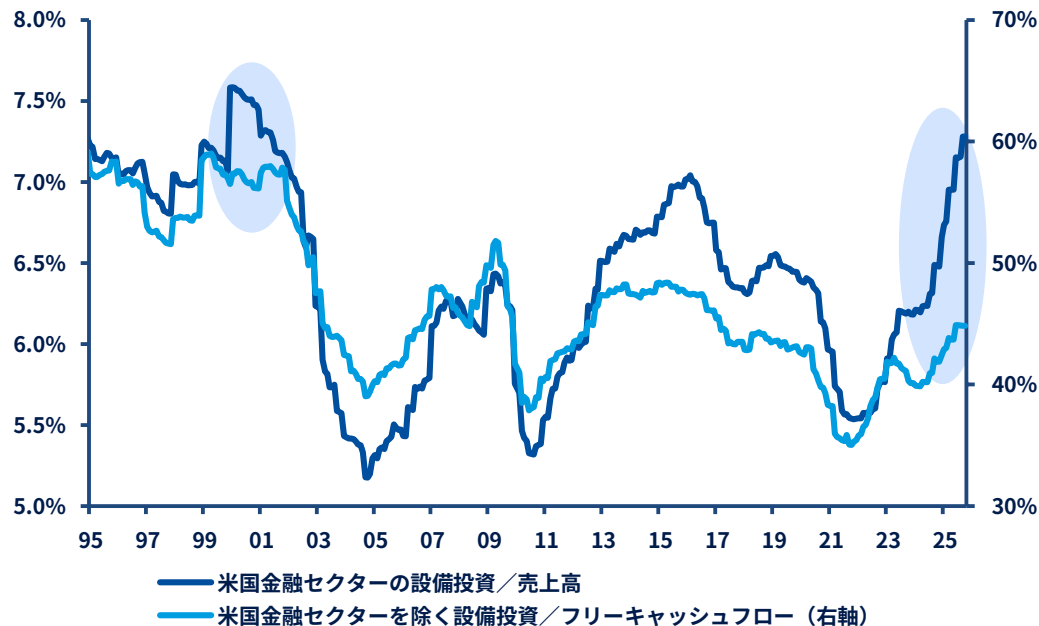
米国株式のバリュエーションは高いが、堅調な収益とEPS主導のリターンによって支えられている。

設備投資/売上高比率は上昇したが、TMT時代のピークは下回っている。設備投資/フリーキャッシュフロー比率ではさらに大きな差異が見られ、さらなる上昇の余地もある。

メガテック企業のEPS成長と高水準の利益率、さらにFRBの金融緩和再開が株式を支えている。

株式はテクノロジー競争の中にあるが、ドットコム・バブルの水準には至っていない。

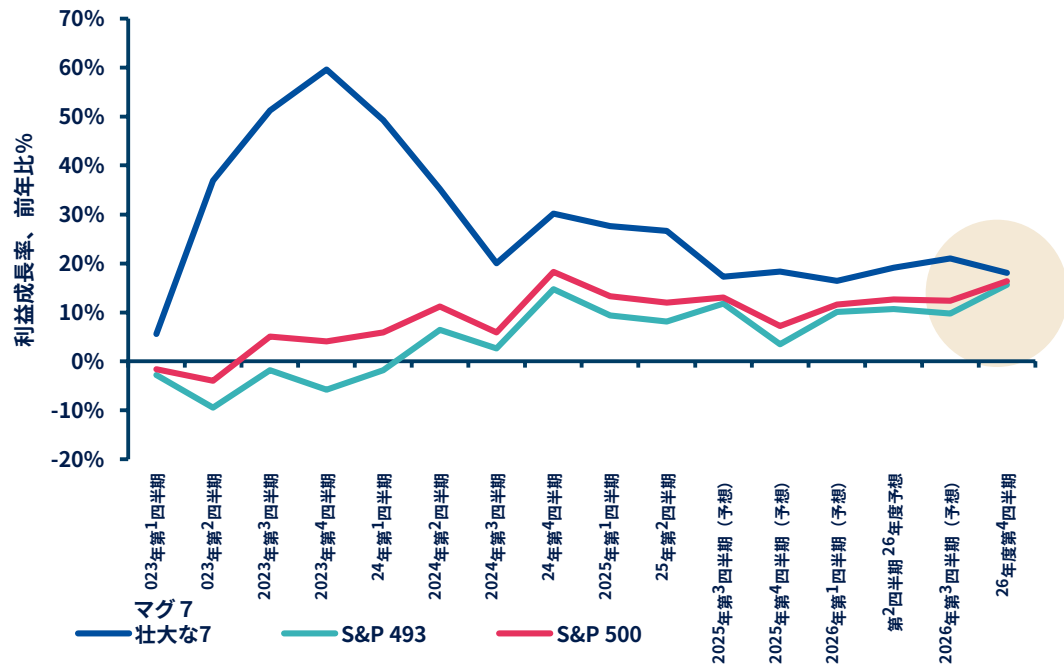
設備投資サイクルの頂点にはまだ達していない



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート（Datastream経由）。データは2025年10月27日時点。FCF：フリーキャッシュフロー。

テクノロジー分野を超えて拡大する余地

米国株式市場における利益成長率の収斂



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ファクトセット。データは2025年11月11日時点。

グローバル株式

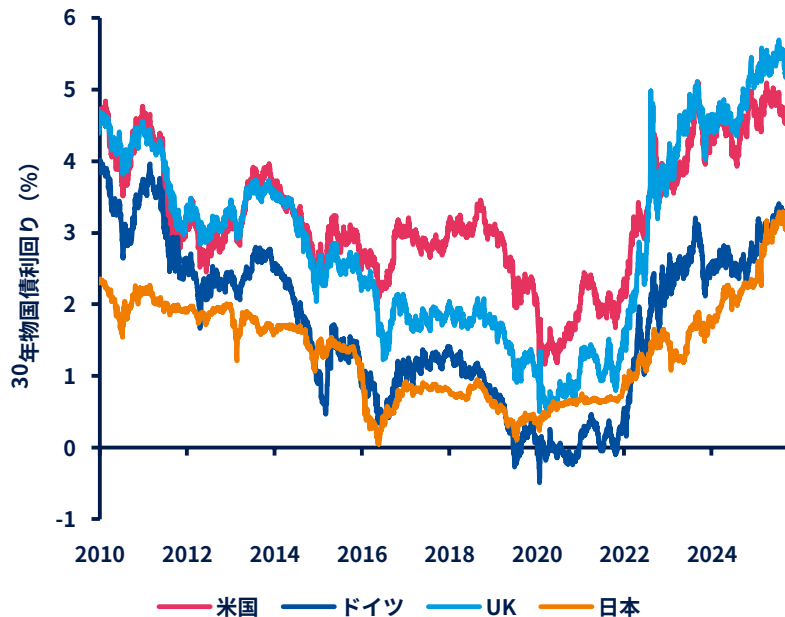
マグ7の1株当たり利益（EPS）成長率は、S&P500構成銘柄の残り493銘柄を大きく上回ってきていた。

しかし、AI関連支出がマグ7の利益率を圧迫し、この差は縮小しつつある。

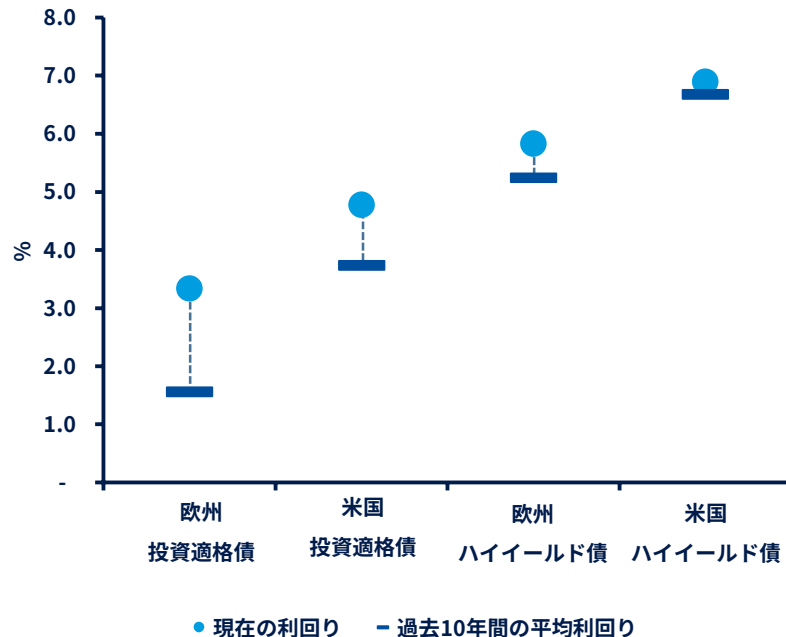
新たな政策秩序における債券

債券

世界的に30年国債利回りが一斉に上昇



クレジット市場は、インカムを求める投資家にとって、依然、魅力的（特に投資適格セグメント）



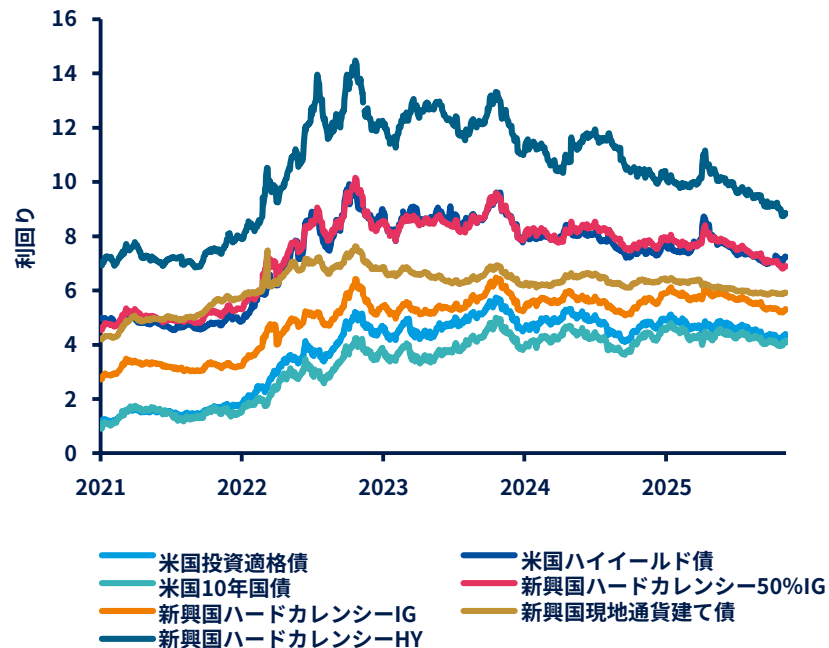
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2025年10月30日時点。

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11月7日時点。

新興国債券の顕著な優位性

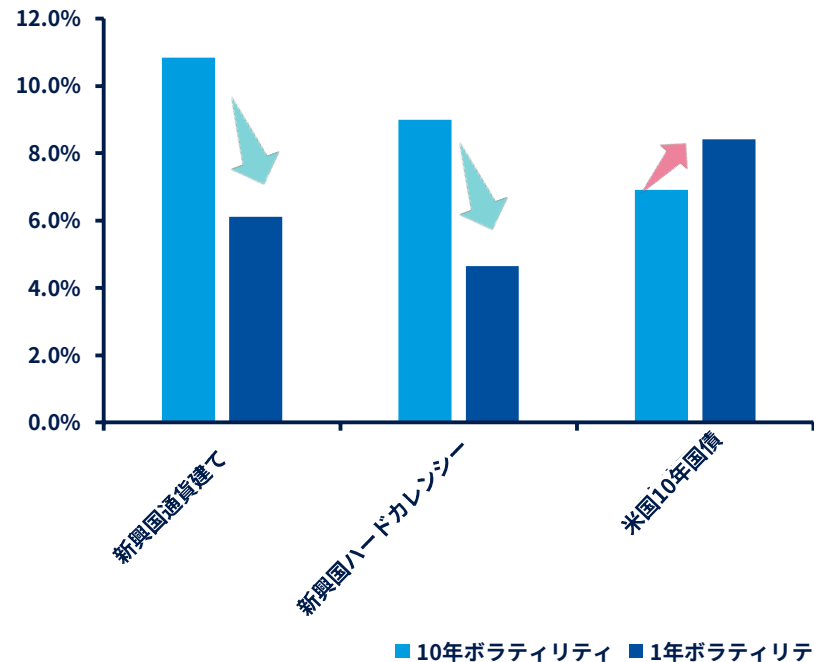
新興国市場

絶対的・相対的に見て魅力的な利回り



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。新興国債券指数はJPモルガン、米国社債指数はブルームバーグによる。全指数は米ドル建て。データは2025年11月6日時点。

政策プレミアム：新興国債券と米国債券のボラティリティ比較



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。新興国債券指数はJPモルガン、全指数は米ドル建て。10年ボラティリティは月次データ、1年ボラティリティは日次データ。データは2025年11月7日時点。

新興国株式には先進国を上回る余地

新興国市場

ドル安は新興国市場にとって構造的な追い風



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11月6日時点。

15年の遅れを経て、2025年、ドル安を背景に新興国株式は反転。新興国は先進国に対する成長プレミアムに支えられ、引き続きアウトパフォームする可能性。

マクロ経済と収益の回復はバリュー株とモメンタム株に有利に働き、EMEA地域とラテンアメリカの一部をサポートする。

アジアはセクター・ドリブンで、デジタル、中国テック、AI関連銘柄が牽引。

新興国市場

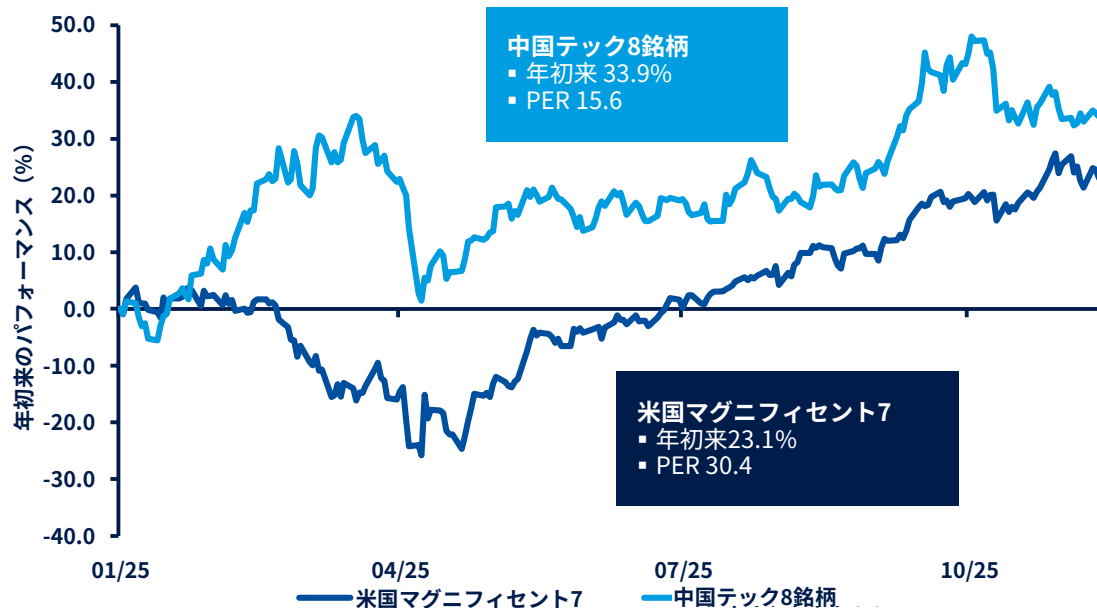
テクノロジー分野の設備投資スーパーサイクルは、もはや米国だけの話ではない。中国が追い上げ、産業横断的に世界中で採用が進むことで、グローバルな投資機会へと変わりつつある。

中国テックは2025年にアウトパフォームしており、そのモメンタムは継続する可能性がある。新たな五カ年計画は、テクノロジー上の自立を最優先課題として再確認されている。

ディープシークは、分散化の必要性を示す警鐘となった。

中国におけるテクノロジーへの投資機会

中国テクノロジー株のモメンタムが増大



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート（ブルームバーグ掲載）。データは2025年11月12日時点。PERは12ヶ月先予想PER。中国テック8社：アリババ、バイドゥ、JD.com、美团、ネットイーズ、拼多多、テンセント、シャオミ。マグニフィセント7社：アルファベット、アマゾン、アップル、メタ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラ。

アムンディの見通し：2026年度前半

債券・為替見通し

	---	--	-	-/+	=	=/+	+	++	+++
米国 デュレーション					◆				
EU デュレーション					◆	→	○		
英国 デュレーション							◆		
日本 デュレーション			◆	→	○				
米国投資適格債					◆				
米国 ハイイールド債		◆							
EU 投資適格債							◆		
EU ハイイールド債					◆				
新興国債券ハー ドカレンシー債							◆		
新興国債券 ハイイールド債								◆	
新興国社債							◆		
新興国通貨 対米ドル						◆			
米ドル 対G10通貨			○	←	◆				

株式見通し

	---	--	-	-/+	=	=/+	+	++	+
米国					◆				
米国均等配分						◆	→	○	
欧州					○	◆	←		
欧州中小型株							◆		
日本						○	◆	←	
日本を除く太平洋地域			◆	→	○				
新興国						◆	→	○	
中国					◆	→	○		
インド						◆			
選好度が最高のセクター	1. 金融					2. 資本財			
選好度が最低のセクター	1. エネルギー					2. 素材			

- ◆ 2025年11月17日時点のスタンス
- 2026年度前半の予想
- 2026年度前半における変化の方向性

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2025年11月17日時点。

アムンディ資産配分見通し：2026年前半

	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+
先進国株式						○	◆		
新興国株式						◆			
デュレーション						◆			
クレジット： 投資適格債							◆		
クレジット： ハイイールド債					◆				
新興国債券					◆	→	○		
金						◆			
プライベート 資産						◆			
キャッシュ				◆					

- ◆ 2025年11月17日時点の見通し
- 2026年前半の予想
- 2026年前半における変化の方向性

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、2025年11月17日時点。

2026年の経済見通し：

景気循環と市場の変化は継続

景気循環は継続：下降ではなく変化

米国は軽めの減速後、回復、欧州の緩やかな回復、アジアの回復力

コントロールされた混乱の中での地政学上のリスク

下落リスクは高い

2026年の投資見通し

分散投資が最重要

リスクは取るべき、ただし、ヘッジを忘れずに（インフレ連動債、金）

金融・財政政策の組み合わせが債券市場の投資機会を形作る

集中リスクの先の株式投資

新興国と欧州：二つの異なる長期成長エンジン

実物資産と代替資産を追加すべき

02 | 2026年 国内債券市場見通し

新政権の総合経済対策の規模

「責任ある積極財政」(2025年11月21日発表)

今回の経済対策の規模 (まとめ)

✓ 「国費等」(①～③:いわゆる真水)の規模は、21.3兆円程度

①一般会計の歳出: ~~17.7~~兆円程度

18.3兆円

②減税: 2.7兆円程度

* 当分の間税率廃止: 1.5兆円程度

* 所得減税(令和7年度税制改正法): 1.2兆円程度

③特別会計: 0.9兆円程度

✓ 令和7年度の当初予算と補正予算を合わせた「補正後」の国債発行額

⇒昨年度の「補正後」の国債発行額を下回る見込み

* 強い経済を構築し成長率を高めることと相まって、政府債務残高の対GDP比を引き下げ、財政の持続可能性を実現し、マーケットからの信認を確保。

(出所) 首相官邸ホームページ

(参考) 経済対策の柱と規模

第1の柱: 生活の安全保障・物価高への対応

①一般会計: 8.9兆円

②減税: 2.7兆円 など

第2の柱: 危機管理投資・成長投資による強い経済の実現

①一般会計: 6.4兆円

②特別会計: 0.8兆円

第3の柱: 防衛力と外交力の強化

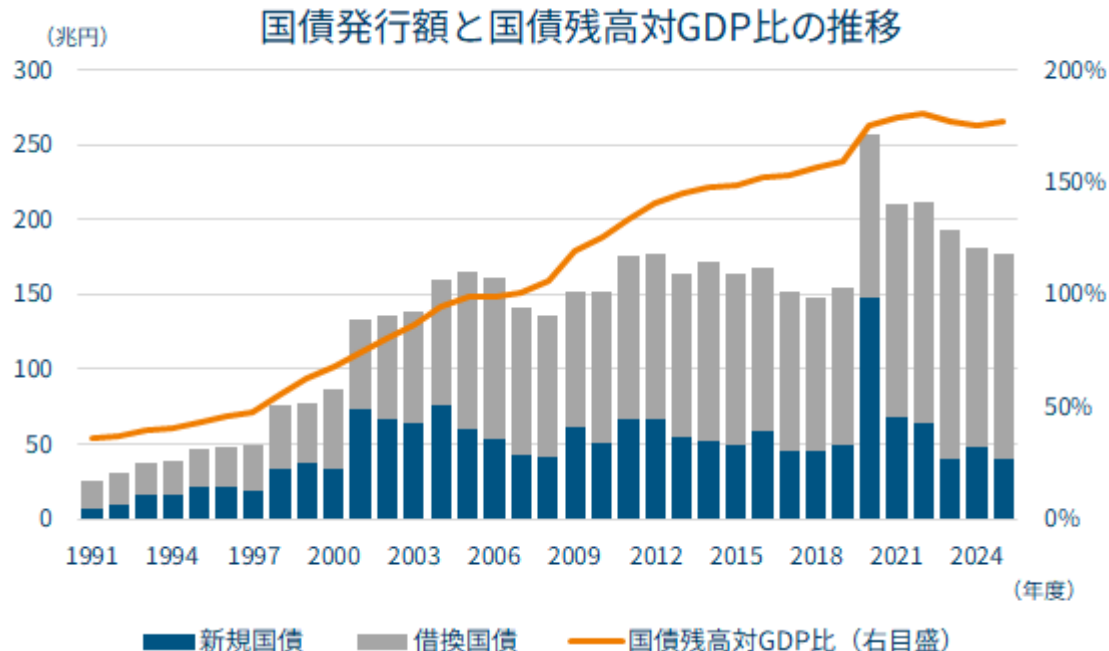
①一般会計: 1.7兆円

※ 今後への備え(予備費の確保)

①一般会計: 0.7兆円

国債の発行状況

「責任ある」国債発行？



(出所) 財務省公表データをアムンディが加工

責任ある積極財政を推進する議員連盟 (自民党) による現状認識

1. 企業の資金需要が弱いため、財政支出で長期金利が大幅上昇リスクは低い
2. 平時に国債発行を抑制すると経済基盤が弱まり、有事に対応できない
3. 過去30年を見ると財政拡張と金利上昇の相関はなく、財政規律の弛緩は金利暴騰を招かない
4. 日本は財政赤字がほぼゼロであり、企業は貯蓄超過であることから、財政拡張はトラスショックを招かない
5. 国債発行は将来世代に返済を押し付けるのではなく、成長資産を残す手段
6. 通貨主権国家の信認は経済成長と政策の整合性で維持され、積極財政が成長期待を通じて信認を強化する

仮にこれらの主張が正しいとしても、それを確認するには時間が必要
→ 当初の反応は金利上昇・円安にならざるを得ないか

賃金見通し

労働組合側は2026春闘でも大幅な賃上げ要求を行う構え

賃金と物価の伸び比較



（出所）厚生労働省、連合、Bloomberg、アムンディが加工

賃上げ幅、高水準維持
製造業へ要求4% 中小と格差拡大も

春季労使交渉

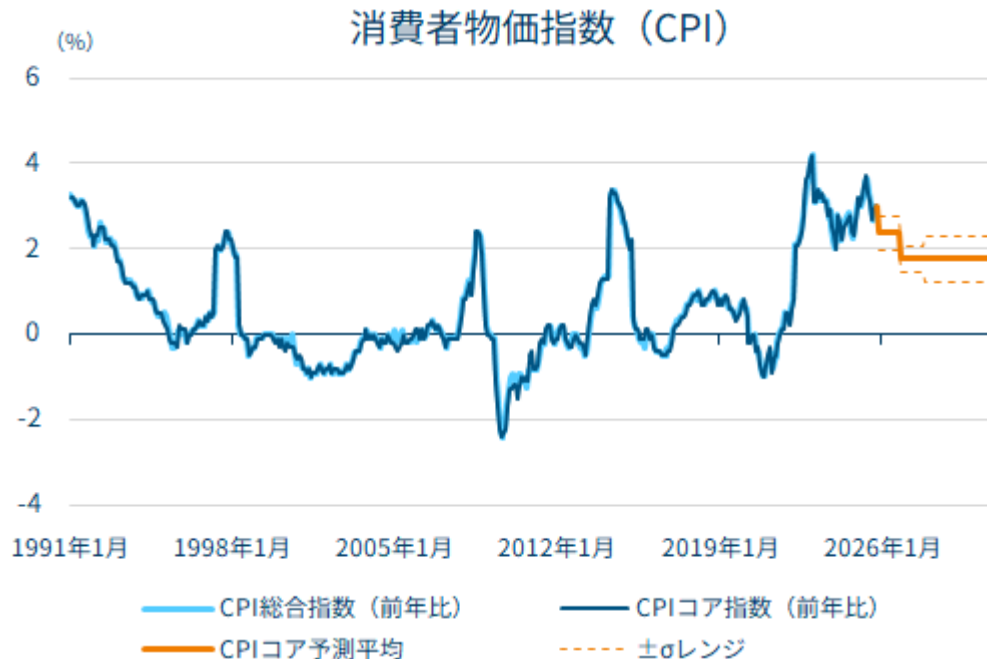
日本経済新聞
2025年11月27日

賃上率が物価上昇率を上回らない限り、
実質賃金上昇率はマイナス、つまり消
費者の購買力は削られる

総合経済対策 第2の柱である危機管理
投資・成長投資により、継続した賃上
げが実現されるかに注目

物価見通し

物価の伸びは今後緩やかに低下し、2%の目標近辺に



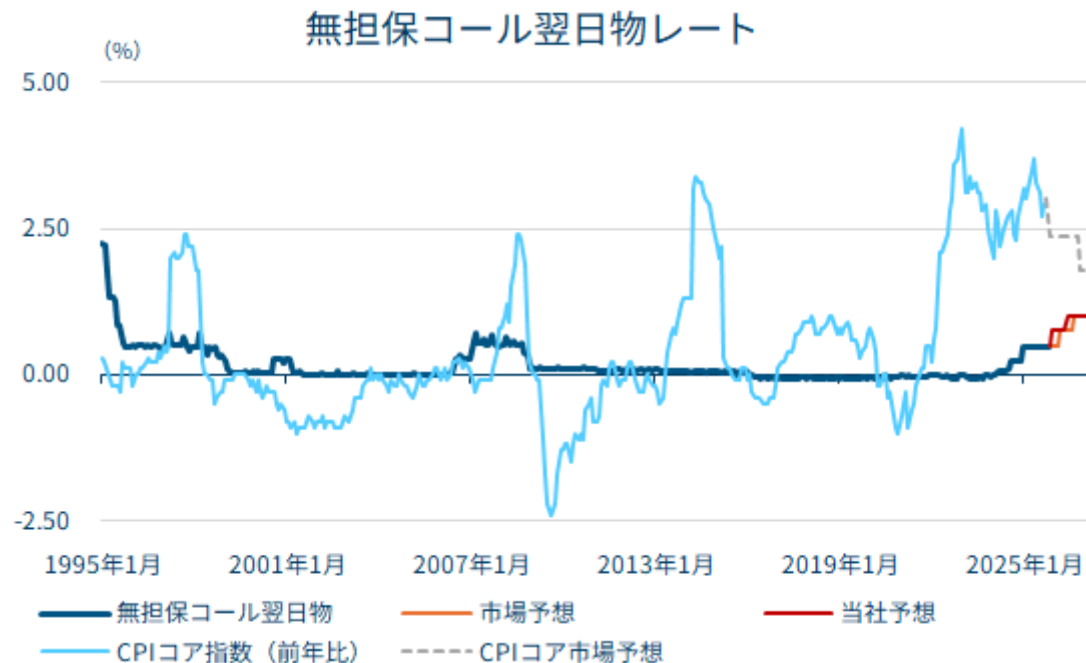
(出所) Bloomberg、QUICK月次調査 (債券)、アムンディが加工

経済成長が鈍化するに従い物価上昇率も低下と予想
→ デフレに戻る訳ではなく、目標近辺に落ち着く見込み

高市政権の拡張的財政政策の影響で、一段の円安や景気の過熱が進行すると、物価上昇率は高止まる可能性も

政策金利見通し

緩やかに政策金利は引き上げられると予想



(出所) Bloomberg、QUICK月次調査（債券）11月調査、アムンディが加工

政策金利を1%まで引き上げても、物価上昇率よりもはるかに低い水準
→ 金融引き締めではなく、いまだ緩和の度合いを緩めている途上

拡張的財政方針を懸念した円安進行を牽制するための利上げは、高市政権も容認するのと観測あり

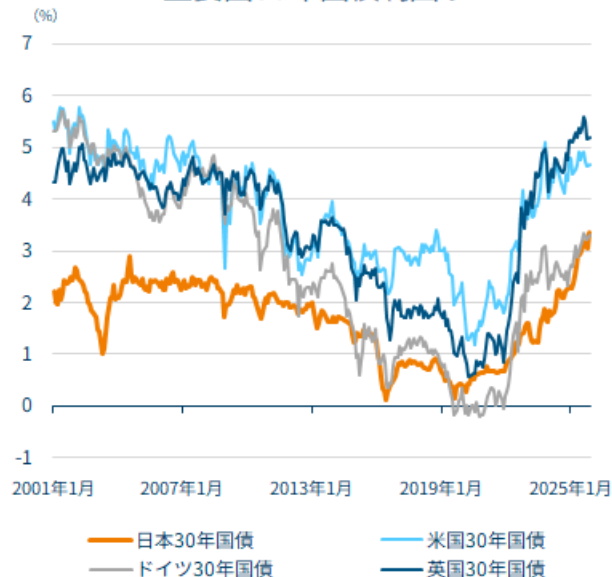
長期金利の水準

金利が低過ぎるという評価はもはや妥当ではない

主要国10年国債利回り



主要国30年国債利回り



(出所) Bloomberg

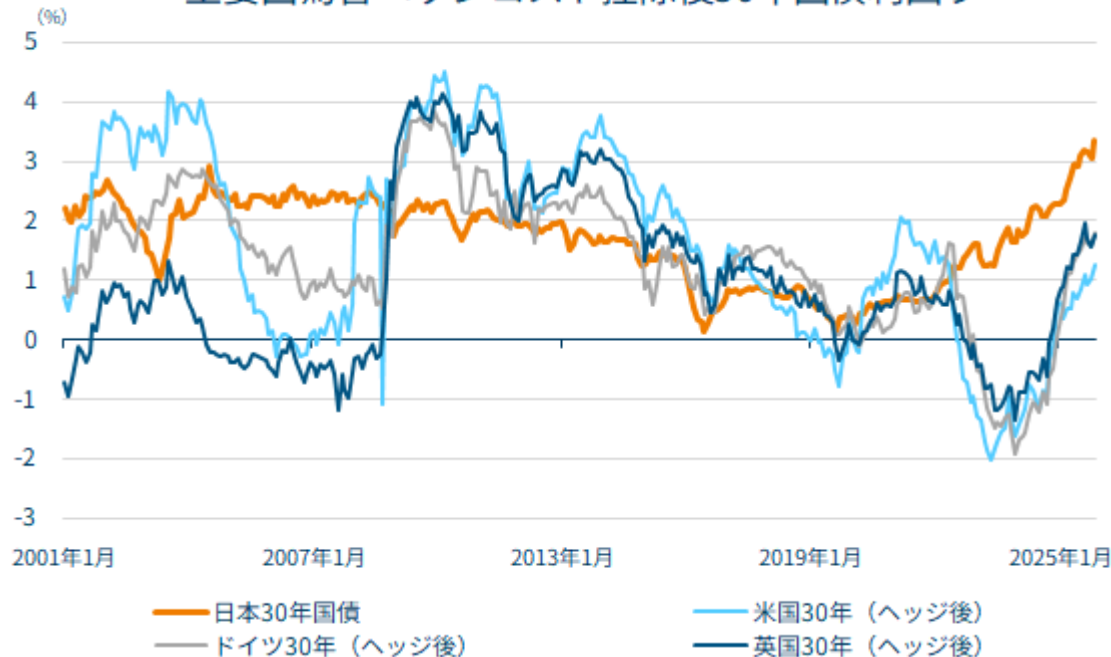
超低金利を理由に見向きもされなかった円建債券市場は、利回りが欧州と遜色ない水準にまで上昇し、投資対象としての魅力度が上がっている

為替ヘッジを施した場合、その魅力度の高さは際立つ

為替ヘッジコスト控除後長期金利

むしろ日本の方がかなり高い

主要国為替ヘッジコスト控除後30年国債利回り



※為替ヘッジコストは3ヶ月を前提に算出
(出所) Bloomberg、アムンディが加工

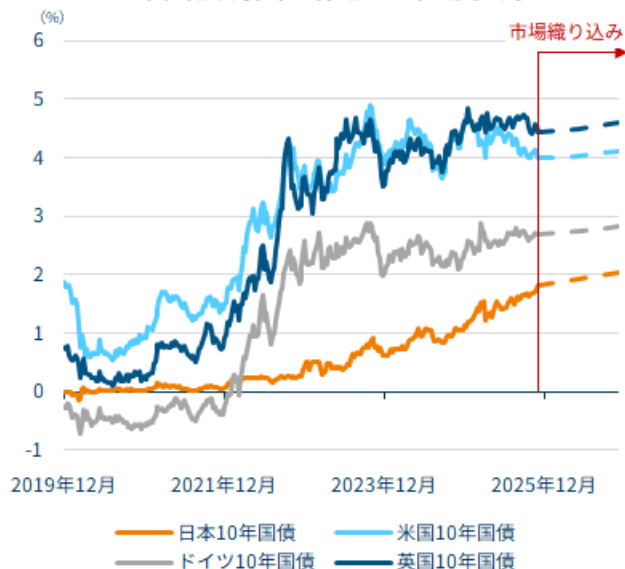
日本よりも短期金利が高い市場への投資の際に為替変動リスクを抑制するために為替ヘッジを行うと、金利差分だけコストが嵩む

この相対的な位置関係は他通貨（例えば米ドル）を基軸にして為替ヘッジを施した場合でも維持される
→ 海外投資家が為替ヘッジ付きで債券投資を行う際でも、円建債券の利回りの相対的な高さは変わらない

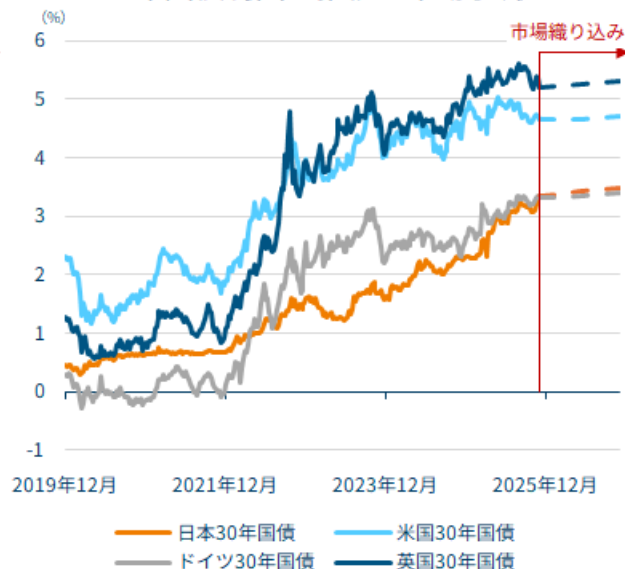
長期金利動向見込み

主要国全て金利は上昇すると市場は織り込んでいる

10年国債利回り推移と市場予測



30年国債利回り推移と市場予測



10年債、30年債、いずれの利回りも上昇速度は日本が一番速く、相対的な魅力度が上がっていくことが期待される

前ページで示した通り、対円で為替ヘッジコストが嵩む環境下では、外国債券投資の魅力度は更に低下する

※市場織り込みは、2025年11月28日時点の各国イールドカーブを基に3ヶ月ごとに算出したフォワードレート
(出所) Bloomberg、アムンディが加工

需給見通し：QUICK月次調査から

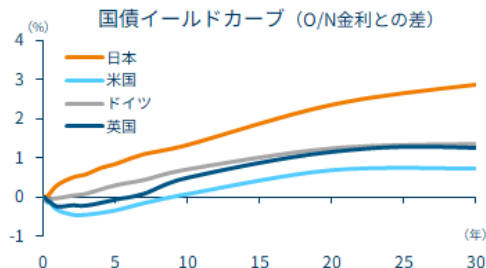
市場では超長期ゾーンの需給の改善を見込んでいる

一 魅力度評価(需要サイド)

(質問)今年度内に日本国債に投資する場合、各年限の魅力度をどう判断しますか。

魅力の高い順からそれぞれ1つお選びください。

	第1位	第2位	第3位	第4位
短期ゾーン	23.8%	10.5%	19.4%	46.1%
中期ゾーン	16.2%	34.3%	38.8%	10.8%
長期ゾーン	20.0%	41.0%	28.2%	10.8%
超長期ゾーン	40.0%	14.3%	13.6%	32.4%



主要国間で見ても、現在の日本の国債イールドカーブはかなりスティープであり、長い年限ほど魅力度が高いと見ている投資家が多い

一 国債発行計画見通し(供給サイド)

(質問)来年度の国債発行計画について各年限の年間発行予定額をどのように予想しますか。

それぞれ1つお選びください。

	2年債	5年債	10年債	20年債	30年債	40年債
増額	82.0%	70.0%	28.0%	6.0%	5.0%	4.0%
変わらず	17.0%	30.0%	70.0%	48.0%	36.0%	54.0%
減額	1.0%	0.0%	2.0%	46.0%	60.0%	42.0%

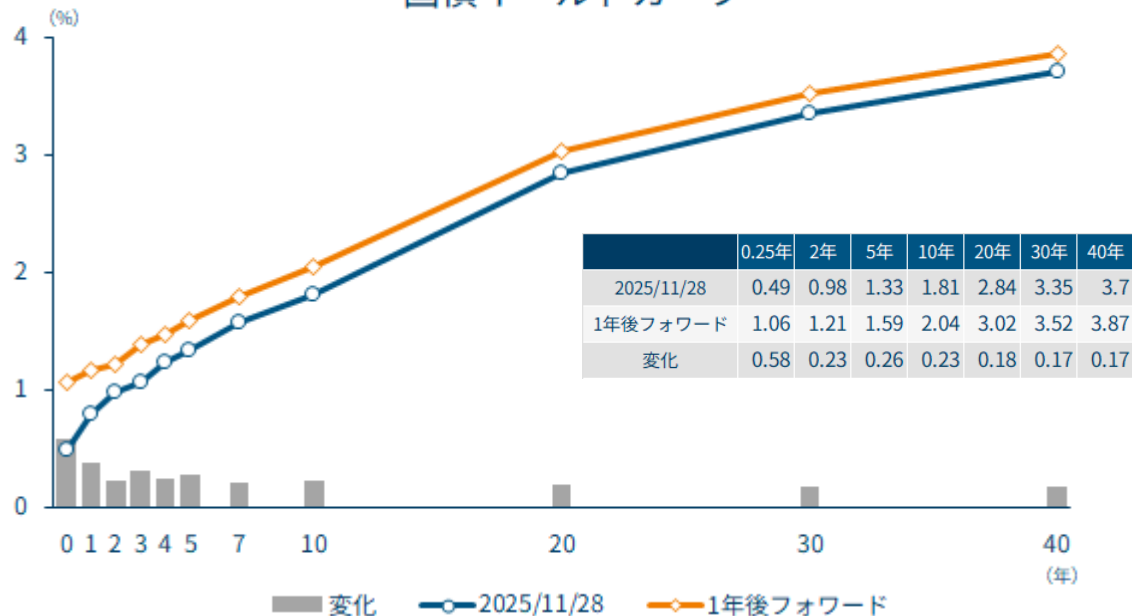
今回の総合経済対策のための国債増発、さらには来年度の国債発行と供給が懸念される中、政府も市場への影響に配慮すると期待され、発行額増は短中期中心になると見込む投資家が多い

(出所) QUICK月次調査(債券) 11月調査、Bloomberg、アムンディが加工

1年後のイールドカーブ

利上げ観測に基づき、フラット化が見込まれている

国債イールドカーブ



※市場織り込みは、市場のイールドカーブを基に3ヶ月ごとに算出したフォワードレート
(出所) Bloomberg、アムンディが加工

前ページの需給要因、および日銀による複数回の利上げ見通しを受け、国債イールドカーブはフラットになると現在の市場に織り込まれている

現在のイールドカーブは十分なキャリーがあるため、左図程度の金利上昇であれば、その影響を吸収し、プラスのリターンを確保できると見込まれる(0.8%程度)

2026年の国内債券市場見通し

まとめ

- 総合経済対策の当面の影響は金利高・円安として表れやすい
- 安定した賃金上昇率、物価の伸びを背景に、日銀は利上げを継続
→ 円安を抑制する効果も期待できる
- 日本の長期金利水準は、主要国と比較しても極端に低いとは言えない
→ 為替ヘッジコストを考慮すると日本の長期債利回りは十分魅力的
- 市場は長期・超長期債の魅力度の高さを意識
→ 金融政策、需給の両面から国債カーブはフラットになり易い

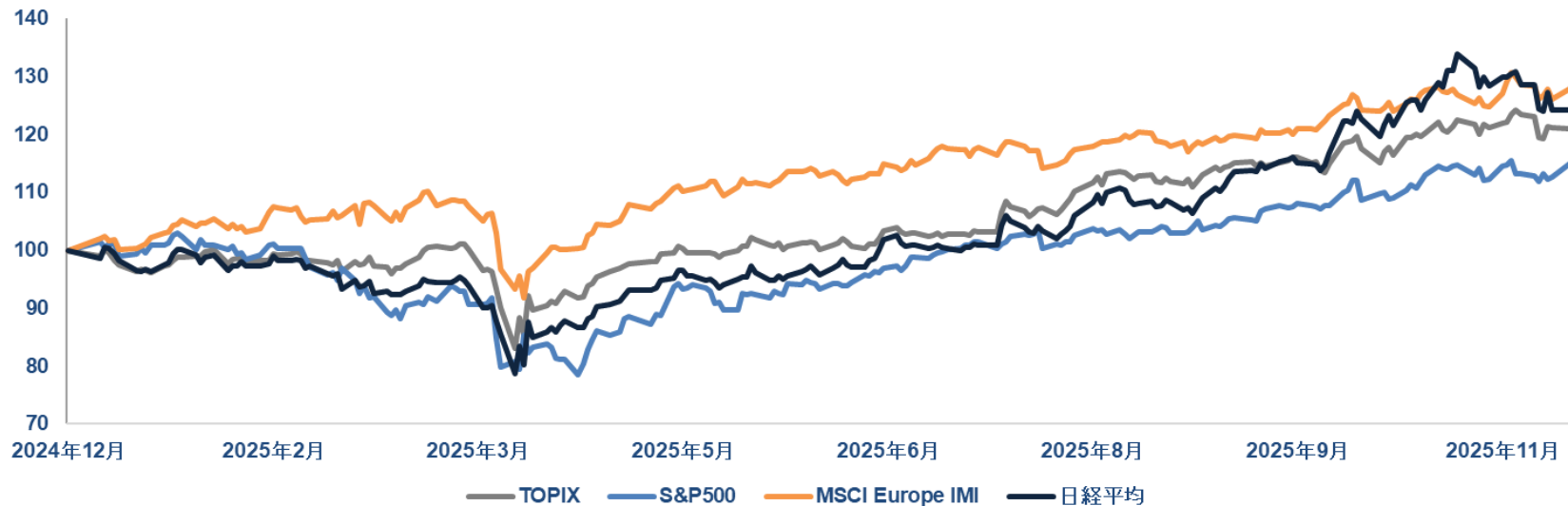
03

日本株の再評価： 構造転換期の投資視点

2025年 日本株は米国株を上回るパフォーマンス(円貨)

2024年12月31日=100

2025年初来 日米欧指数トータルリターン(円建て)



出所: Factsetのデータを基にアムンディ作成。2024年12月末から2025年11月25日まで。円建てトータルリターンパフォーマンス。

日本株：本格的な再評価フェーズへ



最高値更新でもバリュエーションに割高感はなし

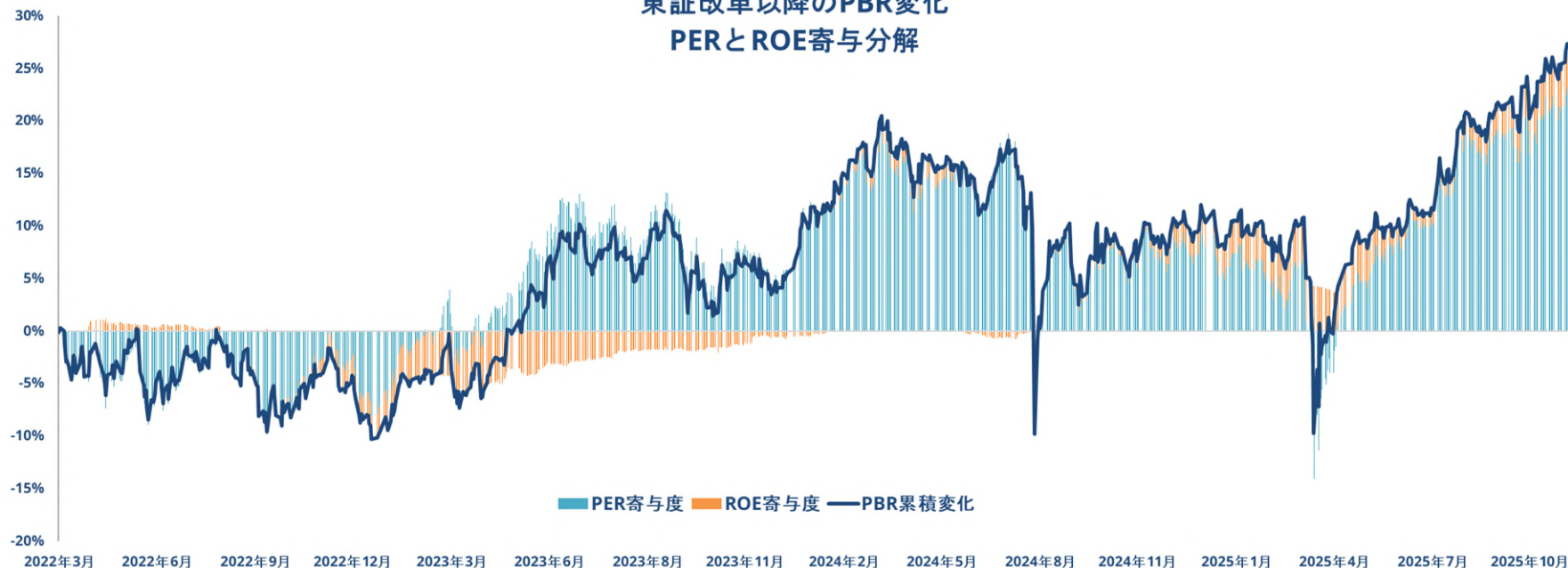


ROE上昇による日本株再評価機会

日本株最高値更新の背景：長年のディスカウント解消

2022年東証市場再編以降、日本株の長年のディスカウント要因解消期待がPERを押し上げ

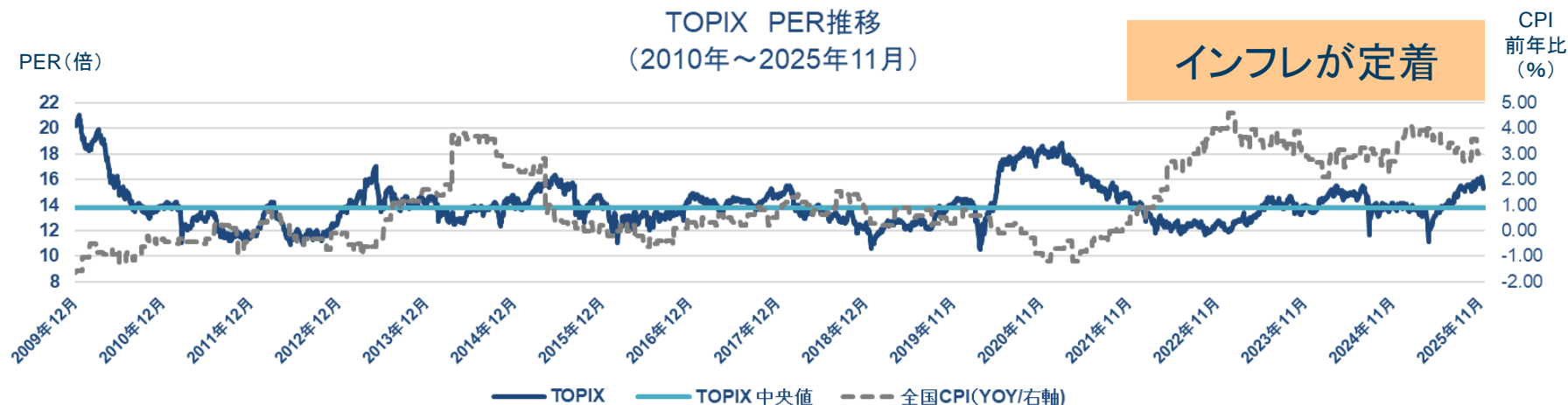
東証改革以降のPBR変化
PERとROE寄与分解



出所：Factsetのデータを基にアムンディ作成。2022年3月末から2025年11月13日まで。

日本株に割高感はなし: マクロ環境は一変

過去10年平均を上回るPER水準だが、日本のマクロ環境はこれまでとは異なる



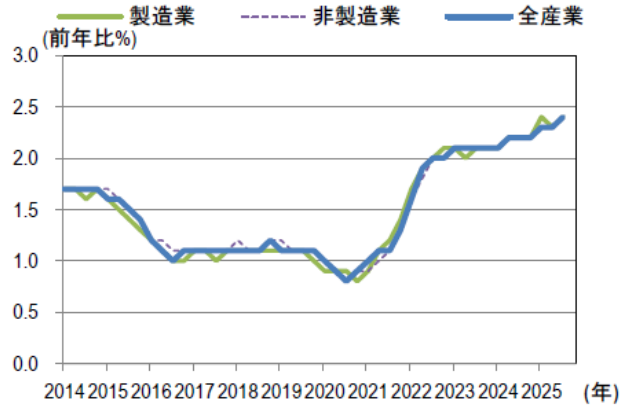
出所: Factsetのデータを基にアムンディ作成。20年12月末から2025年11月25日まで。12か月予想PER。

日本株に割高感はなし: インフレは持続的なものへ変化

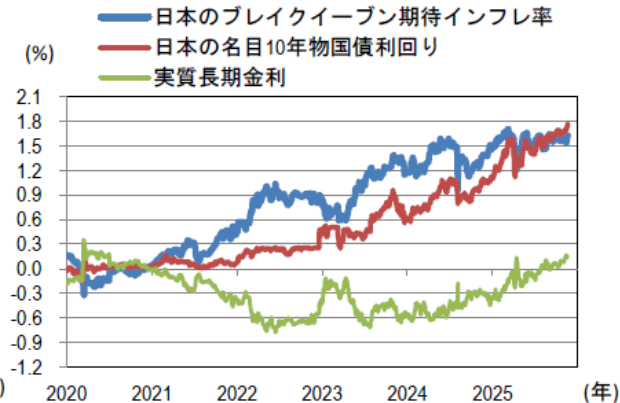
コロナ禍、ウクライナ戦争を経て日本の期待インフレ率は大幅に上昇

労働者と経営者の期待インフレ率を反映する賃金上昇も2%強で推移

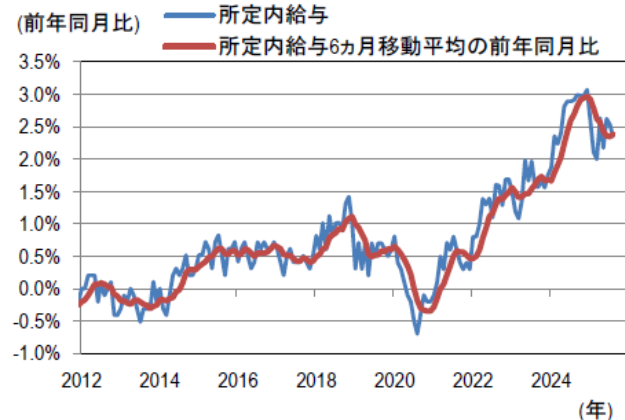
企業の期待インフレ率



市場の期待インフレ率



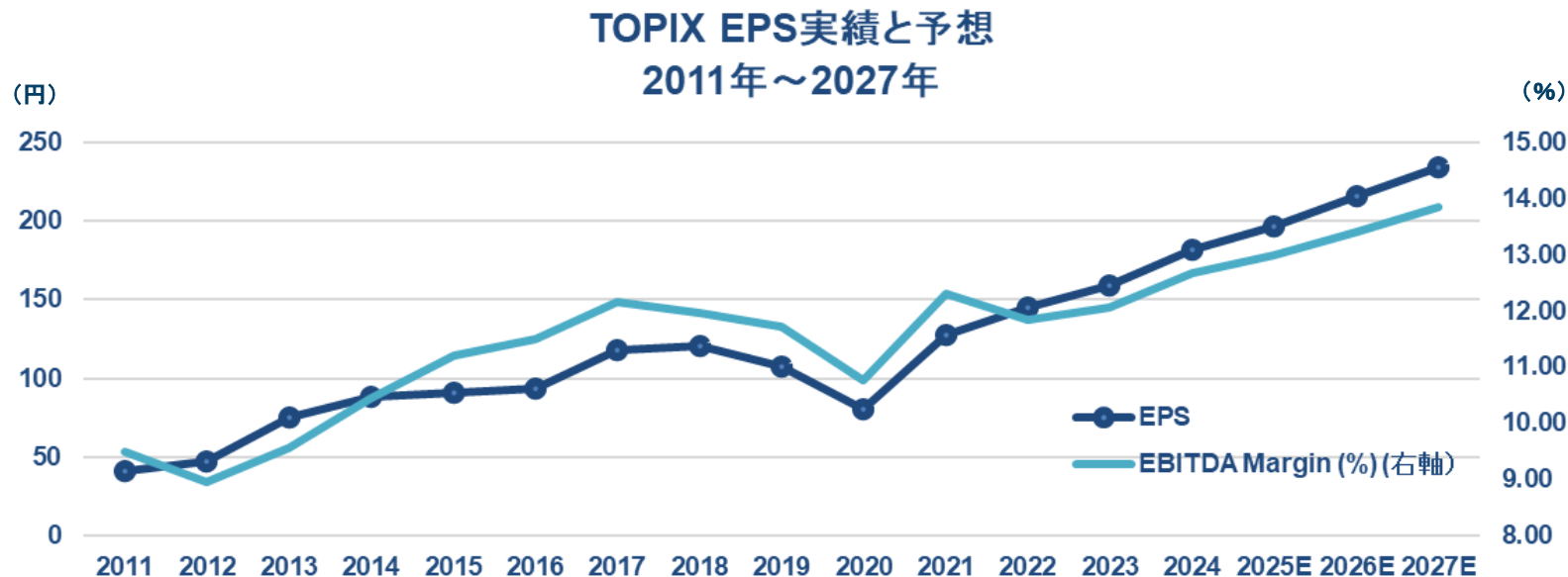
所定内給与伸び率



出所: 日銀。大和証券。

日本株に割高感はなし: 日本企業の利益成長に対する再評価

日本企業のEPSは着実に積みあがっており、利益率も改善

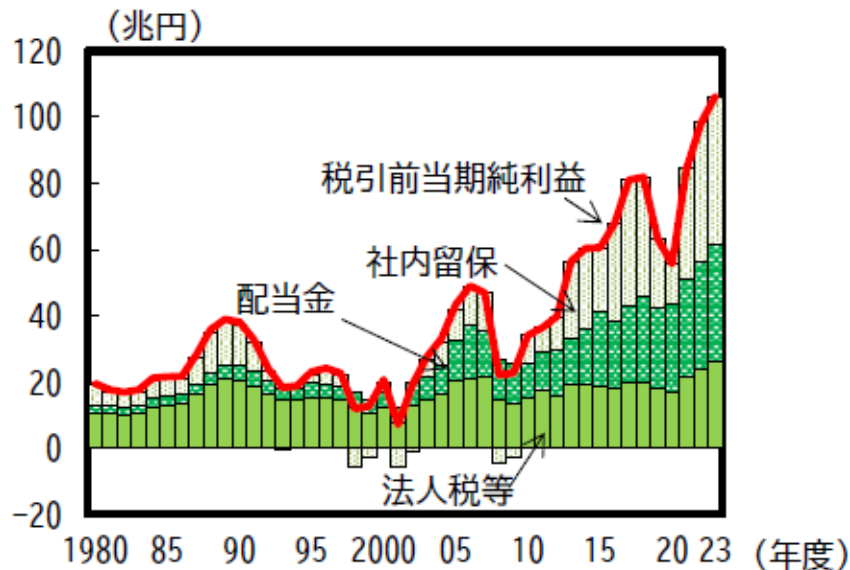


出所: Factsetのデータを基にアムンディ作成。2011年から2024年は12月末時点のEPS実績、2025年以降は市場コンセンサス。2025年11月時点予想。

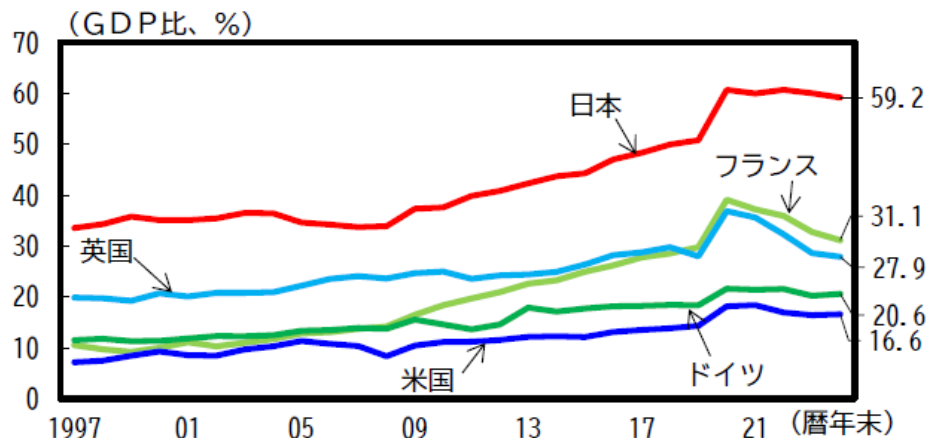
ROE上昇による日本株バリュエーション見直し機会

収益の大半が内部留保に充てられ、日本企業部門のGDP比現預金残高は先進国比で高止まり

税引き前当期純利益の処分状況



非金融法人企業の現預金資産残高



出所: 内閣府「令和7年度年次経済財政報告(経済財政政策担当大臣報告)」令和7年7月

ROE上昇による日本株バリュエーション見直し機会

デュポン分解から解くROE上昇のための施策



純利益率

収益力とコスト構造

- 省人化・自動化に向けた投資、ITシステム投資
- 価格戦略と高付加価値商品へのシフト



総資産回転率

保有資産をどれだけ効率的に
売上につなげられるか

- 不稼働資産の売却(政策保有株式縮減、遊休資産の売却、事業ポートフォリオ見直し)
- 稼働率向上などの生産性向上に向けた投資



財務レバレッジ

資本政策

- 自社株買い・配当政策などで自己資本を適切な水準に保つ

2026年日本株投資テーマ



「供給構造の強化」を
目指す経済政策



国内設備投資、
サプライチェーン再構築



ガバナンス改革

Blank Page

Blank Page

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

[Visit our Research Center](#)

DESIGN & DATA VISUALISATION

CHIARA BENETTI

DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII *

VINCENT FLASSEUR

GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

Marketing Communication

For the exclusive attention of professional clients and investment service providers

The 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 warranties 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.mscibarra.com). In the European Union, this document is only for the attention of “Professional” investors as defined in Directive 2014/65/EU dated 15 May 2014 on markets in financial instruments (“MIFID”), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as

far as the offering in Switzerland is concerned, a “Qualified Investor” within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA’s Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non “Professional” investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of “qualified investors” as defined in the applicable legislation and regulation.

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 13 November

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: 17 November 2025.

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.

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、および、アムンディ・ジャパンが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料です。

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。

本資料中に記載された見通し、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

5018039
5027146
5034071