

## 関税と欧州のニュースがマーケットの変動を増幅



**MONICA DEFEND**  
Head of Amundi  
Investment Institute



**VINCENT MORTIER**  
Group Chief Investment  
Officer

「政策の不確実性が  
高まるなかで、米国の  
成長に対する懸念  
が増大し、米国のメ  
ガキャップ以外の銘柄  
への大きなローテー  
ションを引き起こ  
した。」

- **トランプ・トレードは終焉、米国のメガテックを除いて市場のローテーションは継続**：トランプ大統領の政策、特に関税の経済的影響での不透明感がここ数週間で急激に高まっている。これに軟弱な経済データが加わり、米国株は一段安、ナスダック指数は年初来で10%近く下落した。対照的に、ロシア・ウクライナ紛争の停戦可能性によるセンチメント改善で、欧州株は2025年に入ってアウトパフォームしている。最近の欧州の国防費増額計画は、ユーロの極端な動き（トランプ再選後、対ドルで最高値を更新）と欧州債利回りの急上昇を引き起こした。
- **米国経済の減速**：米国経済は予想以上に急減速している。企業が関税引き上げの影響を軽減するために輸入を前倒ししていることに加え、政策の不確実性が消費者心理を冷え込ませている。2025年に景気後退に陥るとは予想していないが、不安定な政策が継続すれば、懸念が高まる可能性はある。アムンディは、関税は、インフレよりも、むしろ成長への脅威だと考えているが、いずれにせよ一時的なものであろう。したがって、FRBは今年第2四半期には利下げを再開するとの見方を継続している。
- **投資見通し**：最近の暴落にもかかわらず、米国株式市場の過度なバリュエーションの修正と欧州と中国を選好する最近のローテーションが継続する可能性があると考えている。債券では、アクティブなデュレーション・アプローチを継続することが重要である。年初は、欧州のデュレーションをポジティブに見ていたが、直近では中立に傾き始めている。また、米国の2-10年イールドカーブはスティープ化すると予想しており、米国のデュレーションへの見方も中立に転じている。クレジットでは、米国のハイイールド債には引き続き慎重で、欧州の投資適格債を選好している。EUR/USDが当初の目標である1.10に近づいているが、ボラティリティは高止まりし、ドルにはまだ一段の調整余地があると考えている。全体として、株下落のリスクの高まりへの対応として、金とヘッジを含め、バランスの取れた分散を維持することが重要だと考える。

### ここ数日、金融市場では何が起きているのか？

最近、市場ではボラティリティの高まりが顕著である。特に、米国では、トランプ大統領の関税についての不規則な発言で経済の先行きに対する懸念が高まっているところに、期待外れの経済データが加わり、その結果、今年度の米国の成長率に対する市場の予想は下方修正され、経済が減速に向かうとする、より慎重な見方が大勢となってきている。これが第一の大きな要因である。

### フォーカス：米国経済の減速

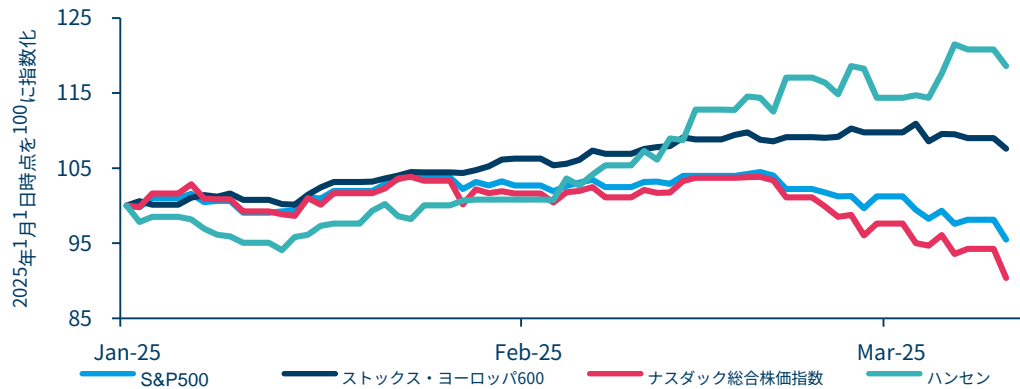
米国経済が予想以上のスピードで減速しているのは、おそらく政策の不確実性が極めて高いためだろう。同時に、FRBにも難しい政策のジレンマをもたらしている。2025年に景気後退が起こればと予想していないが、不安定な政策が継続すれば景気後退への懸念は高まるだろう。

家計のバランスシートは比較的健全であるにもかかわらず、消費マインドと消費支出は急低下した。これは、多くの米国の輸入品への関税引き上げを消費者が懸念し、物価やインフレに対する不透明感が高まっていることが一因となっている。メキシコ、カナダ（両国とも米国のサプライチェーンに深く根付いている）、中国は米国の輸入品の約40%を占めている。また、米国の輸入品で大きな割合を占めるもうひとつの地域であるEUも、まもなく関税引き上げの対象になるとの見方が強い。その結果、米国の輸入は、ここ数ヶ月間、差し迫った関税引き上げを予想して異常に増大している。アトランタ連銀のGDPトラッカーは、第1四半期のGDP成長率がせいぜい横ばいであることを示唆している。労働市場は、依然、底堅く、これは心強いだが、ここでもパートタイム雇用の増加が懸念材料となっている。

一方、足元のインフレ率は、まだ FRB の目標を大きく上回っており、また、消費者のインフレ上昇懸念（主に関税の影響）もあり、FRB はインフレ期待を確実に抑え込むため、高水準の金利を長期化せざるを得ないだろう。しかし、成長鈍化がインフレ圧力を低下させ、また、関税は一時的な物価上昇をもたらすものの、中期的なインフレ率の上昇にはつながらないため、FRB は年内には利下げを再開できるだろう。インフレに対する企業の期待は依然として安定的である。アムンディは、関税はインフレに長期的な影響を及ぼすというよりも、主に成長に影響するものになると引き続き考えている。したがって、FRB は今年 3 回の利下げを実施し、2025 年末に政策金利は 3.75%（FF レート目標レンジの上限）まで低下すると予想する。

このような経済と政策の不確実性が高まっている環境は、米国のハイテク・メガキャップ以外の、欧州と中国に向けての大規模なローテーションをもたらしている。（図 1 参照）

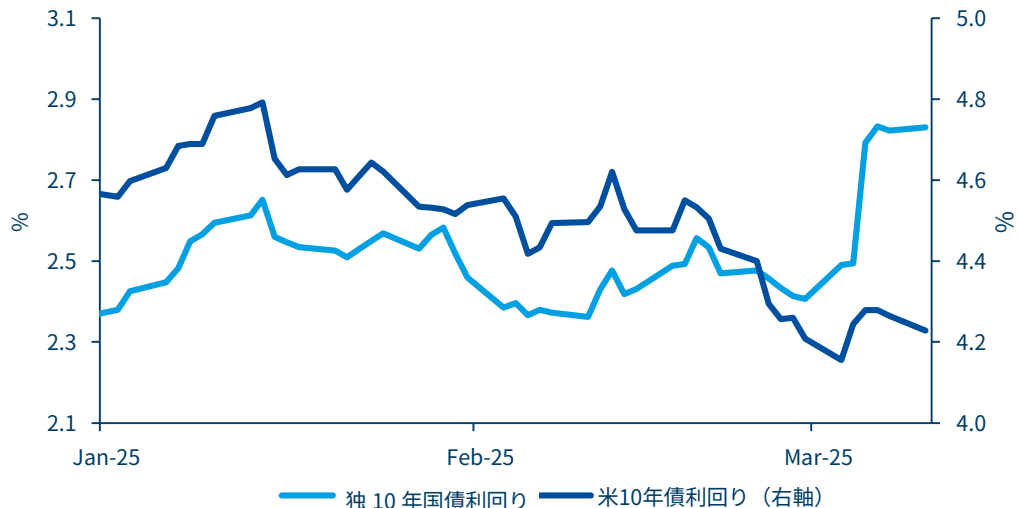
図 1 | 欧州株と中国株が米国株をアウトパフォーム



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。データは 2025 年 3 月 10 日現在。

第二の要因は、最近の欧州のニュースである。ロシアとウクライナの停戦に向けた協議への期待、そして、最も重要なのは、ドイツの選挙後に発表された、今後数年間の国防費増額の大胆な計画である。

図 2 | 2025 年の債券利回りの動きは大きく乖離



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグのデータ（2025 年 3 月 10 日現在）。

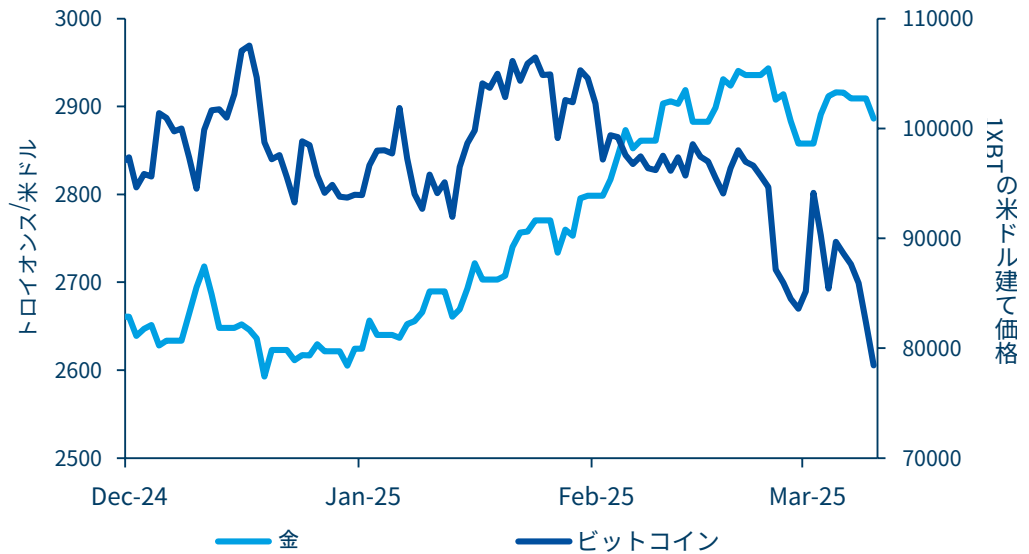
通貨に目を向けると、ユーロは、わずか 10 日前の 1.03 から上昇、1.09 を上回った。トランプ氏の再選以来、市場を支配してきたドル優位のトランプ・トレードは反転し（多くの市場シナリオはユーロがパリティを下回るとさえ予測していた）、年末までに 1.10 というアムンディの当初の目標に向かい始めている。欧州金利は過去 20 年以上で最大の上昇を記録している。独国債の利回りは

「欧州市場は国防費増額の発表に大きく反応し、ユーロは対米ドルでトランプ再選以来の高値に急上昇、債券利回りも急上昇した。」

10日前の2.4%未満から2.8%まで急上昇、仏国債も10日前の3.13%から3.6%近くまで上昇した。逆に、米国金利は、経済成長への懸念の高まりから下落、10年物利回りは4.23%と、1ヵ月余り前のピーク4.8%から低下している。

欧州株もここ数日は若干の調整局面を迎えているが、年初来では非常に好調なパフォーマンスを維持、独DAXは約+14%、仏CACは+9%となっている。対照的に、ナスダックは10%近く下落している。トランプ・トレードの反転はビットコインにも影響、108,000ドル前後でピークをつけた後、80,000ドルを割り込んだ。一方、金は1オンスあたり2,880ドル前後でニーズを引き付け、年初来で約10%の上昇となっている。

図3|金とビットコインの比較



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグのデータ（2025年3月10日現在）

#### 最近の動きを受けての市場の期待は？

これまで見てきたように、トランプ・トレードの動きは完全に反転、米国株の大幅なアンダーパフォームと大規模なローテーションが起きていることが明確になってきた。にもかかわらず、米国株の一部は依然として割高であり、こうしたセグメントでは調整が続く可能性が高い。

欧州株は短期間に大きく上昇した後、現在の水準近辺で落ち着く可能性がある。もし反落すれば、バリュエーションがより魅力的となり、また、財政出動が企業業績を支える可能性もあるため、長期的な観点からは投資のチャンスとなる可能性がある。アジアでは、中国株がテクノロジー関連の発表を背景に上昇、インターネット、自動車、通信が上昇を主導している。中国株の上昇は米国企業を犠牲にしている可能性があり、実際、中国のハイテク企業の上昇が続けば、米国のバリュエーションが圧迫される可能性がある。したがって、米国株から欧州株へのローテーションが続く可能性がある。

債券に目を向けると、最近の市場の動きで、アクティブなデュレーション・アプローチを継続する必要性が確認された。独国債利回りの急上昇は短期的には投資の好機かもしれないが、供給見通しは明らかに変化している。独国債は引き続き周縁国債を下回るパフォーマンスとなろう。ECBは今年1.75%まで利下げを実施すると思われるが、足元の成長が弱いことを考えると、供給増と中期的な成長見通しの改善により、イールドカーブはさらにスティープ化する可能性がある。これとは対照的に、米国の利回りは特に短期ゾーンで急低下している。2年国債利回りは3.75%に向けてさらに低下する可能性がある。一方、10年国債利回りは、経済成長見通しが鈍化しているにもかか

「欧州株式市場は、このところの上昇のあとは、安定的な動きになるであろうが、下落局面があれば、投資のチャンスとなろう。業績予想が改善していれば、なおさらである。」

わらず、供給量が多く、現在の4.20%から低下するというよりも上昇する可能性の方が高い。その結果、2年と10年間のイールドカーブはスティープ化し続ける可能性がある。最後に、企業クレジットについては、欧州の投資適格債に引き続きポジティブで、特に金融セクターのスプレッドのタイト化が一段と進む可能性が高い。

ドルについては、米国の高いインフレ率、関税による世界貿易へのリスク、米国株の不調を受けて売られている。不透明感が残るものの、現在のトレンドは、2025年の米ドルに対する弱気見通しを示す2つの重要な要因の影響を受けていると考える。

- 1- **セーフヘイブンとしての地位の喪失**：過去の相関係数の動きを分析（2020年以降）すると、株式市場の調整が「インフレ率の上昇」ではなく「成長率の低下」によって引き起こされる場合、米ドルはセーフヘイブンとしての地位を失っている。2025年には、経済リスクがダウンサイドに傾くため、このような環境になると考えられる。
- 2- **米国以外の地域のセンチメントの改善**：EUの歳出増、ウクライナ停戦の可能性、エネルギー価格の下落を受け、米国以外のセンチメントは改善している。これらは強い米ドルへのチャレンジとなっている。しかし、ドイツの財政パッケージの詳細が、まだ、決定されていないことや、その成長への影響に関する不透明性で、今後、ボラティリティが高まる可能性があり、注意を要する。

一部の好材料はすでに織り込まれている可能性があるが（ユーロはすでに2025年末までに1.10という当初の目標に近づいている）、米ドルの現在の高い水準とバリュエーション、そして米国のイールドカーブが大きくスティープ化する可能性は、米ドルに調整の余地があることを示している。全体として、短期間に利回りが急変する可能性があるため、デュレーションについては柔軟かつ警戒的なスタンスを維持することが重要だと考える。国債も選別することで、金などのコモディティとともに、経済的・地政学的な不確実性の中で分散効果を発揮しよう。同時に、リスク資産については、割高なセグメントから、収益見通しが堅調で、魅力的なバリュエーションのセグメントに向けてのローテーションの機会を、引き続き、検討すべきである。現状では、このようにバランスが良好なスタンスを継続すること重要である。

## ＜主要な資産クラスに対する見通しの昨年からの推移＞

資産クラス	2024年 12月 時点	2025年 2月 時点	2025年 3月 時点	コメント	
株式	米国	=	=	-/=	メガキャップには非常に慎重、バリュエーションが魅力的な低位株と均等配分アプローチを選好
	米国グロース	--	--	--	全体として非常に慎重な姿勢を維持、投資機会を厳選
	米国バリュー	+	+	=	米国ではグロースよりもバリューを引き続き選好
	欧州	+	+	=/+	対米で優位（まだ割安）、市場では利益確定売りが出る可能性もあるが、長期的なドライバーは依然サポート要因、財政支援による収益力改善が見られる可能性
	日本	=/+	=/+	=	長期的には、依然、ポジティブだが、円高が潜在的に影響する可能性があるため、タクティカルには中立に傾斜
	中国	=	=	=/+	中立に近いスタンスを継続、ハイテクを選好。政策的な支援はポジティブだが、関税の不透明感が続くため、強い方向性を出すには不十分
	新興国 (除く中国)	+	=	=/+	トランプ大統領の政策の不確実性が高い中、1月に中立に変更、ドル安と米国の景気減速が顕著になれば、今後はよりポジティブになる可能性
インド	+	+	++	トランプ大統領の関税引き上げが不透明な中、当初は他の新興国同様、中立で臨んが、バリュエーションでの妙味が増したため、現在はポジティブ	
債券	米国国債	=	=	=	イールドカーブの中間部分を選好、アクティブなデュレーション・スタンスを維持
	米国 投資適格債	=	=	=	中立を継続、スプレッドのタイト化より利回り獲得のチャンス
	米国 ハイイールド債	-	-	--	アムンディが最も慎重に見ているセグメント
	EU 中核国国債	=	+	=	2025年に入ってデュレーションを積み増し、現在の水準では、カーブのスティープ化を期待し、全体としてより中立的なポジションに移行する可能性
	EU 周縁国国債	=	=	+	周縁国の利回りはますます魅力的、スプレッドは安定的に推移すると予想
	EU 投資適格債	+	+	+	変更なし
	EU ハイイールド債	=	=	=	変更なし
	英国国債	=/+	+	+	変更なし
	日本国債	-/=	-	-	変更なし
	中国国債	=	=	=	変更なし
	インド国債	=/+	=/+	=/+	変更なし
	新興国ハード カレンシー債	=/+	=/+	+	FRBの利下げと米ドル安に支えられる可能性
	新興国現地 通貨建て債券	=	=	+	FRBの利下げと米ドル安に支えられる可能性
	原油	=	=	=	変更なし
	米ドル	+	=/+	=	為替には引き続きアクティブに対応、直近でより慎重なスタンスに移行、現在は米ドルの見通しに対して中立に近く、高いボラティリティは続く予想

# 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.

Discover more from Amundi at [www.amundi.com](http://www.amundi.com) or visit us on



## Definitions

- **Asset purchase programme (APP):** A type of monetary policy wherein central banks purchase securities from the market to increase money supply and encourage lending and investment.
- **Basis points:** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Curve flattening:** An environment in which the difference (spreads) between yields/rates of short-term and long-term bonds of the same credit quality reduces.
- **Curve steepening:** A steepening yield curve may be a result of long-term interest rates rising more than short-term interest rates or short-term rates dropping more than long-term rates.
- **FOMC:** Federal Open Market Committee.
- **PEPP:** Pandemic emergency purchase programme.
- **Quantitative tightening (QT):** QT is a contractionary monetary policy aimed to decrease the liquidity in the economy. It means that a CB reduces the pace of reinvestment of proceeds from maturing government bonds. It also means that the CB may increase interest rates as a tool to curb money supply.
- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

## 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 S.A.S. and is as of 11 March 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: 11 March 2025.

Document ID: 4310233.

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](http://www.amundi.com).

### CHIEF EDITORS

#### MONICA DEFEND

Head of Amundi Investment Institute

#### VINCENT MORTIER

Group CIO, Amundi

### EDITORS

#### CLAUDIA BERTINO

Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute

**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

4313184