

Investment Institute

米国と中国： デカップリングが進行する の中で探る良好なバランス



中国：交渉を前にしてのプレッシャー
米国と中国：悪化する関係への対応策
米国債市場で何が起きているか？

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2025年5月 • 機関投資家向けマーケティング資料



**MONICA
DEFEND**
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

「米中間の懲罰的な関税は、現在、幾分は緩和されたものの、新たな貿易体制は、中国に依存した原材料、統合されたサプライチェーン、中国に特化した製品等を通じて、両国の消費者や企業利益に影響を与えるだろう。」



**VINCENT
MORTIER**
GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

「米国からのローテーションの継続は、欧洲、新興国、アジアなど他の地域に恩恵をもたらすとともに、米ドルに対する慎重な見方につながると考えている。」

今月のトピック

中国：

交渉を前にしてのプレッシャー



重要ポイント

貿易戦争に対する北京のアプローチは劇的に変化している。かつてトランプ大統領の第1期では自制と対話を志向したが、今は断固とした報復で対応している。

ワシントンの「戦略的デカップリング（戦略的分断）」という大号令は信頼関係における緊張を高め、コミットに対してより慎重で、躊躇しがちな北京の姿勢を招くことになり、交渉が有意に進む確率を引き下げている。

複数の不測の事態に直面した北京は、国内の経済的バッファーの調整、グローバル・サウス・パートナーシップの拡大、米国の同盟国との選別的な関与を進める一方で、ワシントンとのディールの優先度を引き下げるという全天候型の戦略に傾く可能性が高い。

30%の関税であれば有効な対応策を構築する可能性があるが、100%を超える税率は、利幅が大きく、価格決定力が強固な企業にとっても対処不可能である。145%という高率の懲罰的関税を課すことで、ワシントンは、危険なまでに、経済のデカップリング（分断）という考え方をちらつかせている。この持続不可能な関税率に、一時的に固執することは重大な結果をもたらすことになる。

その影響は3つある：

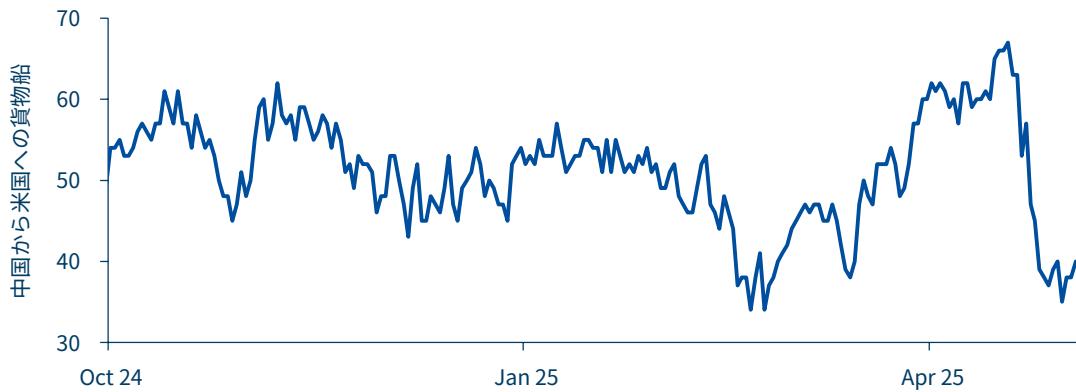
- 第1 太平洋航路の出荷停止と注文のキャンセルによる供給ショック：**これは中国よりも米国の負担が大きい。米国向けのコンテナ船は激減すると予想されるが、中国の港湾取扱量は4月9日以降、前四半期比でも、年間比でも増加している。ベトナム、タイ、カンボジアの海運需要が増加し、欧州向けの輸送量が増加しているとの報告は、偶然の一一致ではなく、中国の輸出業者がルートを変更していることを示している。

CLAIRE HUANG
SENIOR EM MACRO
STRATEGIST, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

**ALESSIA
BERARDI**
HEAD OF EMERGING
MACRO STRATEGY,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

「貿易戦争がもたらす影響は、これからが本番であり、気まぐれな政策変更では相殺できないものもある。構造的な影響がないと考えるのは自己満足である。」

中国からアメリカへの貨物量は、今年のピークから40%減少



出典：AMUNDI INVESTMENT INSTITUTEおよびブルームバーグ、2025年5月5日現在。
米国を仕向地として中国を出港するドライカーゴ船の15日平均

- 第2 懲罰的な関税が米中双方の消費者と企業収益に打撃を与えることによる需要ショック：**関税のコストは、中国の輸出業者、米国の輸入業者（ウォルマート、ホームデポ、ターゲット等）、そして米国の消費者が負担することになる。米国の中から輸入品の約4分の1から3分の1は代替が難しい。これは、米国の、中国製供給品への依存度が高いこと、一部の特定の製品は非常に複雑であること、中国が単独または数少ない生産国であること等による。代替が最も困難な上位100品目において中国は世界の輸出総額の平均57%を占めている（下表参照）。
- 第3 保護主義強化への対応で、企業が、効率性の低下を容認しても、安全性を優先する方向でサプライチェーンを再構築することによる構造的ショック：**中国から製品を調達している米国の小売業者は、すでに相当程度、供給不足による損害を経験しているため、こうしたリスクとすることは、もはや経済的に正当化できない状態に至っている。

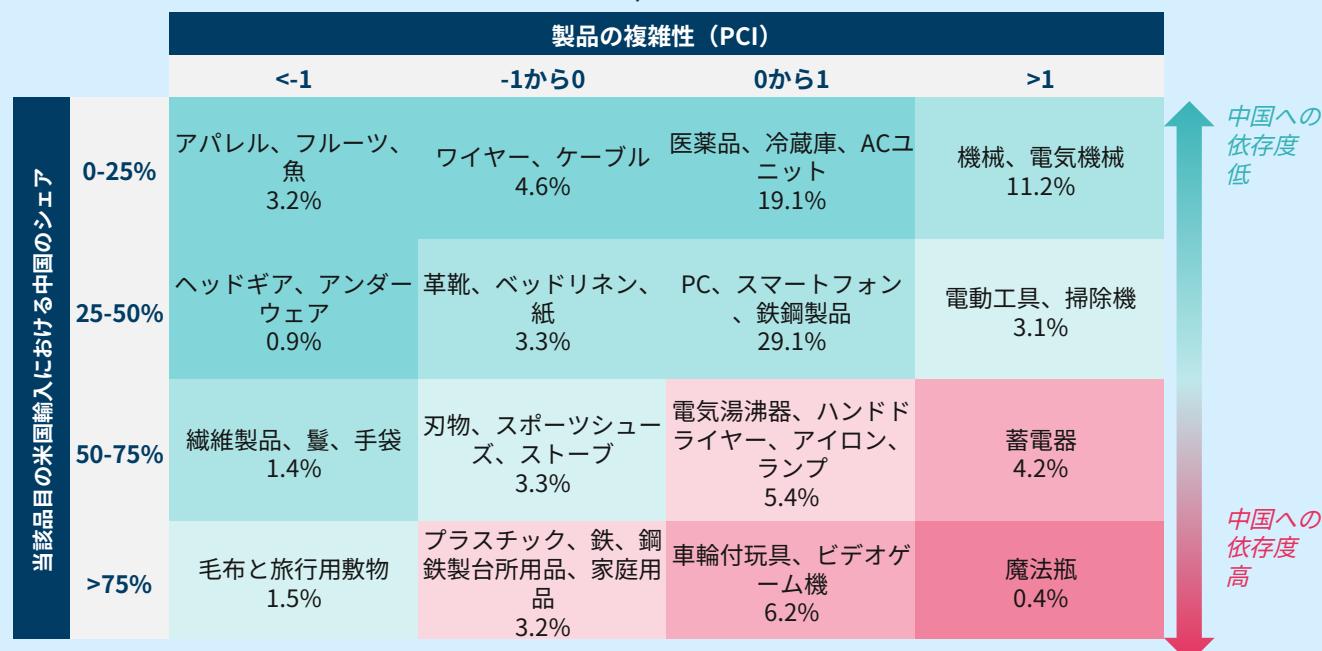
「最も代替が難しい上位100品目の中で、中国は平均して世界の総輸出の57%を占めている。」

しかし、最近になって、突然、緊張が緩和され、関税は極めて懲罰的な145%から30%へと引き下げられ。これにより、トランプ1期目の最初の関税と合わせると、中国からの輸入品に対する米国の実質的な関税は40%近くに変更される。中国の輸出企業は平均して比較的低いマージンで経営しているため、社内でこの影響を吸収する効果的な方法はない。

複数の不測の事態への対応策：関税措置が、日々、変化する中、金融緩和の再開は、他の対応策に比べて、ハードルが低い。トランプ大統領が就任する以前から、脆弱な内需回復を支援するために利下げが必要だったからだ。一方、中国経済にとって、米国の貿易制限政策は、ディスインフレを強める方向での需要ショックとして作用し、既存のデフレ問題をさらに悪化させるだろう。

米国は中国製品で簡単に代替できるのか？

米国の中から輸入の依存度と製品の複雑さによる分類(構成比)



出典：国連コムトレード、AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE。データは5月7日現在。

5月7日、中国中銀は預金準備率を50bp、政策金利を10bp引き下げた。7月と9月にもそれぞれ10bpずつの引き下げが行われると予想される。

しかし、財政政策に関しては、全人代が財政刺激策（GDPの約2%）を打ち出してからまだ2ヵ月しか経っていないこともあり、中国の政策立案者は、決定的な行動に着手する前に、貿易戦争がどの程度のダメージとなるかを見極める時間が必要だと考える可能性がある。したがって、第3四半期は、補正予算の必要性を検討するよい期間となろう。

中間選挙を間近に控えたトランプ政権と違い、紛争の長期化を避ける必要性が低い北京は、この戦いにおいて、時間的な制約が緩い、戦略的アプローチをとることができる。

経済戦争における中国の武器は、以下の3つのツールで構成されている：

1. 攻撃的措置：これは、レアアースのような中国産重要物資へのアクセスの制限（例えば、独自の輸出規制を通じて）、中国市場へのアクセスのゲートキーピング（懲罰的報復関税、規制精査、政府調達規則）等ライバルに報復し、痛みを与えることを目的とした手段である。一方、保有する米国債を売却しても、攻撃的な市場対策としては、あまり効果は望めない。仮に中国の外貨準備（3.2兆ドル）がすべて米国債に投資されていたとしても、1日の取引高が9000億ドルを超える米国債市場の規模を考えると、中国の急激な売却も3~4日以内に吸収され、市場への永続的な影響は限定的となろう。言うまでもなく、FRBは中国の売り圧力を緩和するための複数の流動性手段を持っている。

2. 防衛的措置：これらは潜在的な攻撃による悪影響を緩和するためのもので、特に、ドル支配の世界金融システムへの中国のアクセスを阻止する上で、米国が明確に優位な金融市場において、その効果が期待される。外貨準備の売却、クロスボーダー決済の取り決め、人民元での決済インフラ、中央銀行のスワップ・ラインは、今後さらに急速に拡大するであろう。

3. 療法的措置：米国との交渉の再開、CPTPPのような多国間協定を通じた米国の同盟国との貿易関係の深化、グローバル・サウスとのパートナーシップの強化等譲歩、妥協や前向きな動きが含まれる。この流れで見ると、輸出補助金や通貨切り下げといった従来の戦術的手段は、戦略的、長期的目標に対してはマイナス効果となる可能性があるため、優先度が低下している可能性が高い。

中国株式市場に関する主な見通し

アムンディは、最近の財政支援政策における大幅な転換を考慮し、中国に対して長期的にはポジティブな見通しを継続している。しかし、関税面での不確実性が極めて高いことから、短期的には、より慎重で、関税の影響を受けにくい、より国内志向で、ディフェンシブなセクターに軸足を移すべき時だと考えている。

オンショア市場の方が地政学的なリスクに強く、政府が内需刺激策に注力していることから、オフショア市場（中国H株）よりもオンショア市場（中国A株）、輸出志向のエクスポートジャーよりも内需・配当利回り志向の銘柄を選好する。

中国では、特にAIアプリケーションやコンシューマー・テクノロジーの台頭により、ハイテク・セクターの収益にポジティブな勢いが見られる。とはいえ、中国における過剰生産能力の増加や、グローバル市場における既存製品の潜在的なダンピングや代替のリスクに対しては引き続き慎重であり、これは国内外の投資家にとってのチャレンジとなろう。

NICHOLAS MCCONWAY, HEAD OF ASIA EX-JAPAN EQUITY, AMUNDI

今月のトピック

米国と中国： 悪化する関係への対応策



ANNA ROSENBERG
HEAD OF GEOPOLITICS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

重要ポイント

米中関係は悪化の一途をたどる見込みである。2027年は、中国が軍事上でアメリカに対抗可能な存在になるとアメリカの安全保障体制を考えている重要な年だからである。

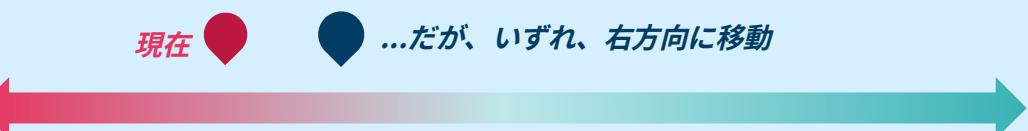
しかし、米国と中国は、両国の関係が完全に分断される状況（スパイク）に陥っても支障はないと考え、その代わり、経済的な「離婚」に至っても両国が生き残ることを望んでいる。最近の関税引き下げは、こうしたダイナミックな動きを反映している。

米中貿易摩擦は、現在は、緩和されているが、両国間のより広範なダイナミズムを理解することが重要である。つまり、今後数年間、米中関係は悪化の一途をたどり、2027年がそのカギとなろう。2027年は、中国が軍事上でアメリカに対抗可能な存在になるとアメリカの安全保障体制を考えている重要な年だからである。この見方が正しいかどうかに関わらず、こうした懸念が米国の対中政策と、米国の再工業化への努力を後押ししている。戦争で勝利するためには、その国は軍備を強化、整備するための強固な産業基盤を持たなければならない。トランプ大統領の鉄鋼、アルミニウム、中国への関税は、この観点から見る必要がある。

とはいえ、2025年においては、米中両国ともに、制御不能なまでに関係を悪化させる事態は回避したいと考えるであろう。実際、今、両国は目の前で関税を撤廃している。下図は、米中関係が「エスカレーション・シナリオ」からアムンディがメインにおいている「緊張感のある相互理解シナリオ」へ、どのように進むかを示している。トランプ大統領の第1期では、米中貿易交渉は難航し、完了までに数年を要しており、今回も、さらなる協議の可能性はあるが、すぐに「大筋合意」に至るとは考えていない。

「2025年においては、米中両国ともに、制御不能なまでに関係を悪化させる事態は回避したい」とある。

米中経済シナリオ



シナリオ：	エスカレーション	緊張感のある相互理解	大譲歩
可能性：	25%	55%	20%

出典：AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE、2025年5月12日現在。これらのシナリオは網羅的なものではない。

シナリオ1：エスカレーション

シナリオ 両国とも一歩も引かず、米中関係の悪化はエスカレート。関税は100%以上に戻り、経済と安全保障の完全なデカップリングが起こる。

重要な兆候 米国が、中国の米国金融市场へのアクセスを制限し始めたり、貿易協定交渉の一環として、第三国に中国との関係の縮小を迫ったりすれば、中国は、米国が中国の経済的成长を恒久的に阻害しようとしている結論付け、両国関係はさらに悪化、崩壊に向かうであろう。中国は報復措置を強化し、レアアースや医薬品の輸出を大幅に制限し、米国企業への威嚇を強め、様子見している周辺国にも、どちらかを選ばせようとするであろう。

インプリケーション 双方が、交流の分断を意図する冷戦が展開され、世界は二極化を余儀なくされる。このシナリオでは、アジアと世界の両方で地政学的リスクが増大しそう。南シナ海のリスクが高まる一方で、世界の他の地域の緊張も高まるであろう。中国はロシアへの軍事支援を強化し（中国と欧州の関係や、ウクライナ情勢に左右されようが）、宇宙や北極圏でロシアとの連携を強める可能性が高い。

シナリオ2：緊張感のある相互理解（中心シナリオ）

シナリオ 米国と中国が合意に達し、米国の関税は現在の水準から引き下げられるが、一定水準の関税は継続される。その結果、中国も報復措置を削減する。米国は、交渉相手となる他の国々に、必ずしも反中国の姿勢を強制せず、中国が、経済的に窒息することなく、一部の貿易を米国に振り向けることを可能にする。センシティブな分野では経済的なデカップリングが見られようが、両国は競争とビジネスの両方を並走させる。

重要な兆候 米中は関税を引き下げ、将来の交渉を約束し、高官間での協議が続けられる。米国は他国との貿易ディールにおいて、反中国の立場を取ることを強制しない。敵対的なレトリックは弱まり、習近平とトランプの会談の可能性が浮上する。さらなる関税の譲歩と引き換えに、TikTokに関するディールもあり得る。

インプリケーション サプライチェーンの経路が変更され、中国の対米輸出は減少、分断はセンシティブな分野だけにとどまらないであろうが、完全な経済的デカップリングにも至らない。米中関係は互いに疎遠となり、分散化に焦点が当たり続けるであろう。南シナ海のリスクは高まったままだが、短期的に上昇することもないであろう。中国は、アジアと欧州の両方において、米国と緊密な関係の国々を引き離そうとし続けるだろう。

シナリオ3：大譲歩

シナリオ 米中両国は第2段階の貿易協定の合意に向けて努力し、中国からの輸入品の一部に関税を残すが、すべての分野には課すことは取り止める。中国は経済を消費に振り向け、米国製品をより多く購入することに同意する。米国は、他国に反中国の選択を強要せず、経路を変更しての中国の米国向けの貿易を容認する。中国は報復措置を部分的に撤回する。戦略的にセンシティブな分野では経済的な分断が見られようが、両国は競争とビジネスの両方を継続する。米国は、台湾周辺での中国の地域的利益を認め、現状を変えないことに同意する。

重要な兆候 米中の関税が同時に引き下げられ、TikTokと、CATLとフォードの合弁事業に関する交渉が再開される。習・トランプ会談が発表され、貿易協議が再開される。

インプリケーション サプライチェーンの経路変更、中国の対米輸出の減少、一部の分野での分断等、市場は多少救済された状況となり、完全な経済的「離婚」には至らない。南シナ海を含め、地政学的緊張も緩和されるだろう。また、中国の対米直接投資が増加したり、技術移転を伴う合弁事業が増える可能性もある。

運用戦略ビュー

米国債市場で何が起きているか？

重要ポイント

トランプ大統領の関税発表は、これまで優位だった米国金融市场を動搖させ、成長鈍化とインフレ上昇の懸念の中で、国债利回りへの上昇圧力となっている。

国债保有に対して市場が要求する利回りは、スワップ金利と比較して、最近、著しく上昇しており、国债を保有することのリスクが高まっているとの認識を示している。

米国金融市场の例外的な状況の終焉が確定しているわけでは決してないが、アムンディは、ソブリン債の分野においても分散投資の強化がますます重要になってきていると考えている。この点で、欧洲国债市場は貴重な選択肢である。

つい最近まで、米ドル（と米国資本市場）は世界の頂点に君臨しているように見えた。ドルは世界的な取引通貨としてますます優位になり、2010年初頭には全体の30%強だったSWIFTでのドル建ての支払いは、2025年1月には50.2%と史上最高を記録した。同時に、米国株式市場は世界の富の蓄積場所となっている。世界のインデックスに占めるMSCI USのウェイトは、1995年の37%から昨年末には74%にまで上昇した。しかし、詳細に見てみると、米国金融市场の優位性はあまり担保されていないように思われる。特に米国債市場には圧力がかかっている。

米国債市場で何が起きているのか？

トランプ大統領が4月2日に発表した前代未聞の大型関税は経済に衝撃を与え、金融市场のボラティリティを急上昇させた。当初は、景気後退懸念から国债利回りは低下したが、市場がインフレ率の上昇を予想し、より高いリスクを織り込み始めたため、長期利回りはすぐに上昇した。10年債利回りはわずか数日で4%割れから4.5%へ急上昇し、30年債利回りは5%まで上昇した。

GUY STEAR
HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY

SILVIA DI SILVIO
SENIOR CROSS ASSET STRATEGIST

「米国金融市场
の優位性は、以
前ほど確かなも
のではなくなっ
てきてているよう
だ。特に米国債
市場には圧力が
かかっている
。」

26%

世界のGDPに占める
米国の割合

~70%

MSCIワールド・インデック
スの米国株のウェイト

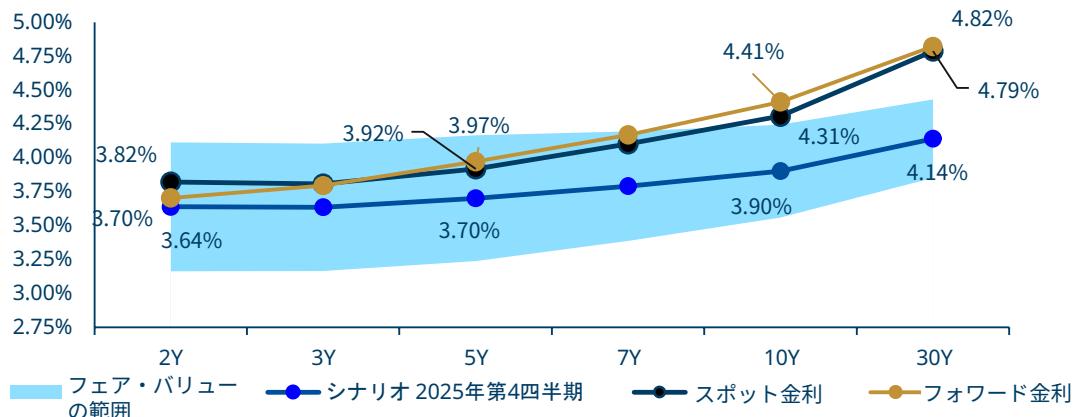
~40%

世界の債券時価総額に占
める米国のシェア

~40%

ブルームバーグ・グローバル・アグリゲート債券
インデックスの米国の
ウェイト

米国イールドカーブのフェア・バリューとスポット金利およびフォワード金利の比較 (ネルソン・シーゲルによるイールドカーブ分析)



出典：2025年5月2日現在のアムンディ・インベストメント・インスティテュート。例示のみを目的とする。アムンディ・インスティテュートでは、債券のバリュエーション分析に2つのステップを踏んでいる。まず、ネルソン・シーゲル（NS）モデルを活用して、さまざまなイールドカーブ要因を推定する。まず、ネルソン・シーゲル（NS）モデルを活用して、さまざまなイールドカーブ要因を推定する。次に、健全で整合性のあるマクロ金融変数を用いて、各要素をモデル化する。NSモデルは、公的機関、投資銀行、中央銀行などの債券ウェルス・マネージャーが金利の期間構造をフィッティングするために広く使用。

11月の米大統領選以降、米国債に圧力がかかったのは今回が初めてではない。実際、米国10年債利回りのフェア・バリュー・モデルは、過去5ヶ月間、複数時点での米国10年債利回りが過小評価（債券価格において）されていることを示しており、また、現在も過小評価されている可能性を示唆している。米10年債利回りは、成長の低下と粘着性の高いインフレからの圧力のバランスで、現在の市場水準と同じ4.3%程度に留まると見ている。

なぜ国債は圧力を受けているのか？

なぜ国債利回りに圧力がかかっているのかを分析するには、名目利回りの変化に影響を与える主な要因に注目する必要がある：

1. 名目利回りの変化の約3分の2は実質経済成長への期待；
2. ブレーク・イーブン・レートに代表されるインフレ期待は約20%の寄与；
3. 名目利回りの変動の約10~15%はスワップ・スプレッドで示される国債の本質的なクオリティ

「アムンディのモデルによれば、米国の10年債、特に30年債利回りはフェア・バリューを上回っている。」

焦点：アセット・スワップ・スプレッドを理解する

米国債の本質的なクオリティは、スワップ・スプレッドを用いて評価することができる。これは、国債の金利（利回り）と、同じ満期のスワップ*金利を比較したものである。

- プラスのスワップ・スプレッド：国債の利回りがスワップ金利より低い状態。市場は、国債の安全性と安定性を評価し、国債の利回りがスワップ金利より低くても構わないと考えている。
- マイナスのスワップ・スプレッド：国債の利回りがスワップ金利より高い状態。スワップがSOFRを変動金利として使用し始めた2020年以降、一般的になっている。過剰供給や需要減退への懸念から、市場は国債に高い利回りを求めている。

最近、国債を保有するためにスワップに対して要求される利回りの上昇が著しくなっている。2021年から2023年まで、アセット・スワップ・レートは-15bpから-35bpの間であった。2025年4月上旬、このレートは平均-55bpまで低下（マイナス幅の拡大）した。つまり、市場は国債を保有するために、スワップと比較して、さらに高い利回りを求めていることになる。

*金利スワップとは、2者間で、一定期間にわたり、指定された元本に対する金利支払いを交換する金融契約である。通常、一方の当事者は固定金利を支払い、他方の当事者は担保付オーバーナイト・ファイナンス・レート（SOFR）のようなベンチマークに基づく変動金利を支払う。

4月、市場の機能不全と米国債のセーフヘイブンとしての役割に対する懸念が高まり、国債利回りと金利スワップのスプレッドであるスワップ金利が拡大した。アムンディは、2つの理由から、国債利回りはスワップに対して上昇し続けると考えている。

国債発行の継続的な増加見通し：米国の財政赤字は2002年以降継続しているが、コロナの時期にその不足額が膨らんだ。GDPに占める連邦債務残高の割合は今世紀に入ってから2倍以上になり、2000年の56%から昨年末には124%まで上昇した。財政赤字の拡大は、必然的に国債発行の増加を意味する。米国財務省は、今後も、債券（Bonds）より手形（Bills）の発行をやすやす可能性はあるが、カーブ全体ではスワップに比べて国債利回りが上昇すると予想される。

米国債に対する需要も、特に2種類の購入者からの需要が減少し続ける可能性：

- FRB：2016年半ばの量的緩和のピーク時、FRBは6.3兆ドルの国債をバランスシート上に保有していた。量的緩和が量的引き締めに変更されたことで、その量は縮小、3月末には4.2兆ドルまで減少した。
- 海外の大口保有者（典型的には中央銀行や政府系ファンド）：これらの投資家が保有する国債は名目ベースでは減少しておらず、2001年の1兆ドル強から今年3月には8兆ドル超に増加している。しかし、国債市場の成長が、これを上回っているため、これらの投資家が保有する割合は2008年半ばのピーク時の56%から、現在では30%強にまで減少している。

最近見られているスワップ・スプレッドのマイナス幅がより深くなる動きは、FRB保有残高の減少によってもたらされたと考えられる（下図参照）。

しかし、海外の大口投資家が保有を減らせば、国債利回りがスワップ金利に対してさらに上昇することは容易に想像できる。スワップ金利の低下がなければ、米国の名目利回りは、さらに押し上げられる可能性がある。

連邦公的債務残高

単位：兆米ドル

2001
年1月

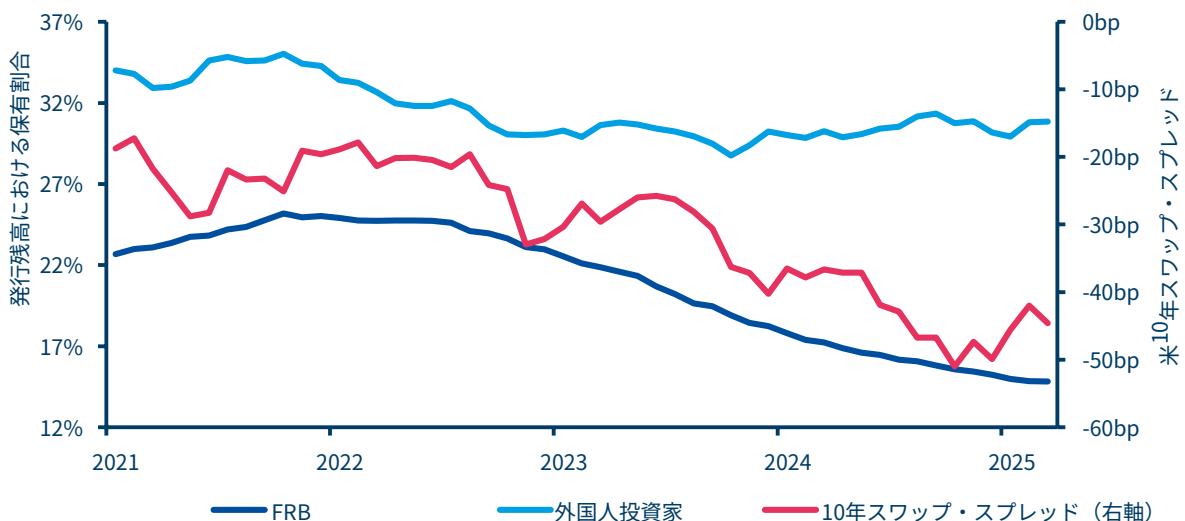
2025
年3月

2

28

出典：AMUNDI INVESTMENT INSTITUTEブルームバーグ

公的機関の保有残高の縮小が国債価格の低下に繋がっている



出典出典：米国連邦準備制度理事会、米国財務省、ブルームバーグ、AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE。ブルームバーグのデータは2025年3月31日現在。

不透明な債券の動きに、どう対処すべきか？

外国人投資家による米国債の大規模な売り越しを示唆する明確な証拠はないが、少なくとも2つの理由から、今後のスワップ・スプレッドの動きを注視することが重要だと考えている：

- 第1：米国債は社債など多くのドル建て資産の価格決定に使用されるリスク・フリー・レートであるが、米国債にプレッシャーがかかる環境が続ければ、相対的な価格付けに問題が生じる可能性がある。
- 第2：米国債市場の規模を考えると、為替市場に与える影響も非常に大きい。1978年以来、貿易加重でドルの価値が4倍になっていることは、もし、逆に向かえば、世界の金融システム全体に波紋を広げる可能性がある。

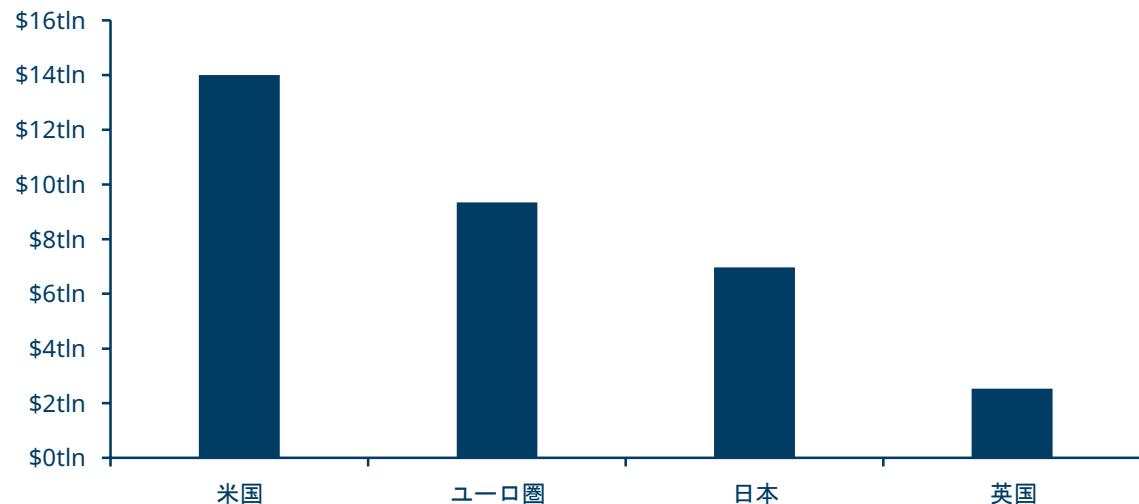
米国債利回りが世界的なインフレ圧力によって上昇したり、世界経済の成長鈍化によって低下したりすれば、国債市場もそれに追随する可能性が高い。しかし、クレジット・クオリティの悪化により米国債利回りが上昇した場合、他国の国債利回りは必ずしも米国債利回りと相関して動くとは限らない。実際、米国債市場から資金が流出すれば、その資金は、必然的に、他の国債を含む他資産へ向かうことになり、スワップ・スプレッド（および利回り）間の相関はマイナスになる可能性が高い。

米国に次いで大きい国債市場はユーロ圏である。現在の市場規模は米国債市場の3分の2程度で、日本と英国はそれぞれ米国債市場の半分と5分の1弱である。したがって、欧州市場には、規模の小さな、さまざまな国が含まれているとはいえ、米国債から他のグローバル債券市場へ向かう資金流入の恩恵を受ける可能性が最も高いのは欧州であるとアムンディは考えている。

結論として、米国金融市場の例外的状況の終焉は決して確定したわけではないが、ソブリン債の分野でも分散投資を強化することがますます重要になると見える。

「欧州国債市場は、米国と同様の満期構成で、米国債市場より20%だけ小さいという事実を考えれば、米国市場の貴重な代替手段となりうる。」

欧州の国債インデックスと世界の他のインデックスとの比較



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。2025年5月6日現在のブルームバーグ国債インデックスの相対的規模

AII* CONTRIBUTORS**ALESSIA BERARDI**

HEAD OF EMERGING MACRO STRATEGY

CLAIRE HUANG

SENIOR EM MACRO STRATEGIST

ANNA ROSENBERG

HEAD OF GEOPOLITICS

SILVIA DI SILVIO

SENIOR CROSS ASSET STRATEGIST

GUY STEAR

HEAD OF DEVELOPED MARKETS 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 & CLIENT DIVISION SPECIALIST, 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 redistributed 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 9 May 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: 9 May 2025.

Document ID: 4488269.

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 - Christoph Jorda

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 theme 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・インスティチュートが一般・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・インスティチュートの見通し、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