

**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned

**Investment  
Institute**

# 変貌する欧州

**CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY**

MARCH 2025 • 機関投資家向けマーケティング資料

Marketing material for the exclusive attention of professional clients, investment services providers and any other professional of the financial industry



**MONICA  
DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

「欧州の成長は、依然、低迷しているものの、所得の増加、ECBの利下げ、堅調な家計貯蓄、ドイツの新たな公共投資拡大計画などを背景に、ユーロ圏経済が復活する可能性がある」とアムンディは考えている。」

「現在の市場のローテーションが続くと予想する。株式においては、米国市場の最も割高な部分には慎重なスタンスを継続、欧州とアジアでの投資機会を愛好する。」



**VINCENT  
MORTIER**  
GROUP CHIEF  
INVESTMENT OFFICER


 今月のトピック

# 低迷から回復へ： ドイツが欧州の成長を支える

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

## 重要ポイント

ユーロ圏の成長は、依然、低迷しているが、所得の増加、ECB利下げ、家計貯蓄の堅調さが潜在的な成長力向上の支援となろう。ただし、米国の関税は、自動車製造など欧州の主要産業にとって、引き続き、大きな脅威となっている。

EUの防衛支出は増加しているが、その恩恵を受けているのは主に米国である。欧州の軍需産業を域内で統一的に構築するには、政治的なコンセンサスが広く得られたとしても、何年もかかるだろう。欧州防衛産業計画（EDIP）は、2030年までに欧州内での調達比率を50%に引き上げることを目標としているが、資金調達と調整における課題から、即効性のあるソリューションというより、長期的な目標になろう。

ドイツの新政権は、5,000億ユーロの基金を通じた公共投資の拡大と、防衛費に対する債務制約の緩和を計画している。この財政拡大は、2026年から毎年、GDPの1.5%~2%の財政刺激策となり、他の欧州経済にも波及する可能性がある。

### 短期的には成長は脆弱だが、見通しは引き続き良好

複数の調査によると、ユーロ圏の経済成長は年明け後も低迷しており、労働市場の状況はいくつかの国で軟化し始めている。最近のデータでは、賃金上昇も大幅に鈍化しており、企業は今後12ヶ月間の平均賃金上昇率を+3.3%と予想している（昨年同時期は+4.5%）。しかし、賃金は、依然、物価を上回るペースで上昇すると予想されている。

こうした短期的な課題にもかかわらず、引き続き、景気回復が見込む根拠はある。実質所得の増加、ECBの利下げ、健全な家計バランスシートは、すべて内需を支える要因となる。特筆すべきは、家計貯蓄が過去2年間でさらに増加していることで、ユーロ圏の平均貯蓄率は2021年末から1%ポイント上昇した（15.3%）。

しかし、米国がメキシコとカナダに対して発表した貿易関税は、迫り来る深刻な脅威を示唆している。関税の引き上げは、欧州の産業（特にドイツとイタリア）、特に、最も影響を受けるであろう自動車部門に重くのしかかるだろう。関税引き上げは主要産業に深刻な影響を及ぼす可能性があるため、欧州の成長にとって大きな不確実性をもたらす。

### 金融政策：ECBはさらなる金融緩和を迫られる

議論は政策金利に集中しているが、ECBのバランスシートで何が起きているかをモニターすることも重要である。2024年12月以降、ECBは満期を迎えたPEPP債の再購入を停止している。これは、2025年のECB買入れ額が昨年より5,000億ユーロ近く減少することを意味する。

利下げは、特にイールドカーブの短期ゾーンに下方圧力をかける一方、量的引き締め（QT）は長期金利に上昇圧力をかけている。中央銀行のバランスシートが、利下げと並行して縮小する場合、利下げによる金融緩和の効果は限定的となる。さらに、民間部門に対する銀行貸出の増加もかなり緩やかである。

1月の非金融法人向け貸出の伸びは前年同月比2.0%増と、伸び率の長期平均を大幅に下回った。住宅ローンも同様で、年平均伸び率が5.1%であったのに対し、1.2%の増加にとどまった。このような背景から、ECBは経済成長を支えるために緩和的スタンスを継続する可能性が高い。

## 欧州とドイツの防衛支出は状況を変えられるか？

EUは2024年にGDPの2%を防衛費に配分したのに対し、米国は3.4%を配分した。過去10年間で、EUの名目防衛費は220%以上増加したが、この急増は、2014年のロシアによるクリミア併合後の欧州の戦略転換を反映している。

### ミュンヘン安全保障会議：欧州の新時代

米国が発表した軍事的離脱は、欧州が自国の安全保障に責任を持たなければならないという新しい時代の幕開けを告げるものである。2024年、欧州はGDPの2%を防衛費に配分したが、現在、急速に軍事力を強化しなければならないとなっている。1960年代、米国の軍事の傘に守られていたにも関わらず、欧州はGDPの3~4%を防衛費に費やしていたことは注目に値する。

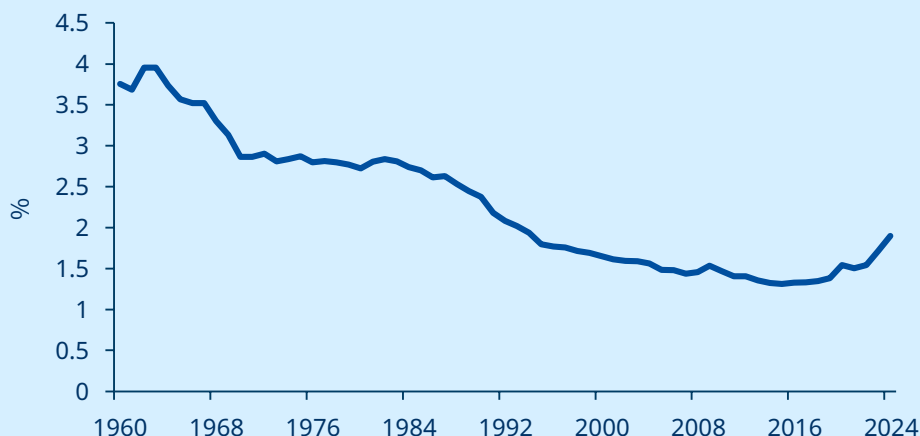
欧州委員会は、ほとんどのEU首脳とともに、加盟国が防衛公約を強化するための資金調達を支援するための複数の提案を打ち出している。同時に、安定成長協定（Stability and Growth Pact）内の国別エスケープ条項の発動により、国レベルでの防衛費調達も可能になる。この措置により、加盟国は4年間で約6,500億ユーロを防衛費に充てることが可能となり、防衛費はGDPの3.5%となる。また、加盟国への融資という形で1,500億ユーロの共通メカニズムを構築する計画もある。理論的には、これらの構想によって欧州は防衛費に8,000億ユーロを活用することができるようになる。

しかし、フランス、イタリア、スペインのような債務残高の高い国の多くは、他の支出を減らすか増税することなしに、このような支出を賄うのは難しいだろう。これは、経済成長と社会の安定に重大な結果をもたらす可能性がある。

民間での資金調達は、防衛部門、特に中小企業や中堅企業にとって、依然、大きな課題であり、その育成は汎欧州的な軍事エコシステムの構築に不可欠である。しかし、このチャンネルを通じての多額の資金の調達を期待するのは時期尚早である。さらなる詳細は、欧州委員会が3月19日に発表する防衛白書で明らかになるだろう。

「米国が後退する中、欧州は自国の防衛力強化という喫緊の課題に直面している。」

## EUの防衛費の対GDP比の推移



EUの防衛費は2021年から2024年にかけて30%以上増加し、2024年には推定3260億ユーロ（EUのGDPの約1.9%）に達した。

**€3260  
億ドル**

2024年におけるEU加盟国の防衛費支出推計

出典：欧州防衛庁2024年12月

出典：世界銀行のデータベースに基づく。入手可能な最新の年は2023年で、2024年は欧州防衛庁による推定値

## GDP成長率への影響は？

防衛費の経済効果は、軍備の現地生産の有無によって大きく異なる。米国の乗数は比較的高い。一方、欧州では、防衛装備品の大部分が輸入品であるため、一般に乗数は0.5を下回る（フランスはより高い乗数の恩恵を受けているようだ）。2023年には、EU加盟国による軍事購入の70%がEU域外からで、米国が60%以上を占める。さらに、EUが共同で行った防衛投資は20%未満であった。

この問題に対処するため、2024年3月に発表された欧州防衛産業計画（EDIP）は、欧州の軍需産業を発展・強化させることを目的としている。この構想は、加盟国に対し、防衛装備品を共同調達し、2030年までに、その50%を欧州域内で調達し、2035年までに60%まで引き上げることを奨励している。この構想は、汎欧州的なサプライチェーンを構築するというものだが、実際には多くの障害がある。

政治的な意志はあっても、欧州で統一的に防衛産業を構築するには長い年月がかかるだろう。中期的には、欧州の技術投資と産業基盤の強化が可能になることは朗報である。しかし、短期的には、現在、単一の防衛市場が存在しないため、EUの軍事費の増加は主に米国に利益をもたらすことになる。トランプ大統領がその見返りとして欧州の輸出品への課税を控えるのであれば、欧州は米国との本格的な貿易戦争を回避できるだろう。

「欧州の軍事費の多くは、依然、米国に流れているため、欧州の防衛産業の統一的な構築の実現には何年もかかるだろう」。

## ドイツ：特殊なケース

3月4日、ドイツの次期連立政権を構成する2つの政党、キリスト教民主同盟（CDU）と社会民主党（SPD）は2つの重要法案について両院で投票を行うことで合意した：

1. 5,000億ユーロ（2024年のGDPの11.6%）の特別基金（SF）を憲法に明記し、10年かけてインフラへの公共投資を行う。
2. 防衛費の債務ブレーキ・ルールを改革

これは歴史的な転換となる。ドイツは、債務を増やすことで大幅な予算拡大を賄える、EU諸国で唯一の国である。実際、これらの提案は、防衛費が事前制約を受けなくなることを意味し、ドイツは早ければ来年にも防衛費のGDP比3%という目標を達成することができるようになる。

防衛費に加え、公共インフラ投資は今後数年間、GDPの1%程度のペースで増加することになる。これは、2035年までにGDPの15%に達すると推定される未投資残額を解消するのに十分な額である。防衛費の乗数とは異なり、インフラ投資の財政乗数はかなり高く（1を大きく上回る）、この支出は経済成長に、より大きな影響を与えることを意味する。

最終的には、CDUとSPDの提案はドイツ経済を押し上げる見込みだが、実施に必要な時間を考えると、おそらく2026年以前には無であろう。しかも、提案はまだ採択されていない。3月10日、連邦議会で3分の2以上の賛成を得るために必要な票を持つ緑の党は、他の分野での譲歩を確保できる可能性が高い債務ブレーキの改革に反対した。連邦参議院で3分の2の多数を獲得するには、特定の「自由有権者」の支持が必要となる。従って、これらの提案が承認されると考えるのは時期尚早である。

したがって、アムンディは、今年のドイツ、ひいてはユーロ圏の成長率予想を据え置く。しかし、インフラ支出を年間1%（500億ドル）増やし、また、防衛支出を1%から1.5%（GDP比3%から3.5%の目標に達する）に増やすことで、2026年から数年間、ドイツの年間財政刺激策はGDP比1.5%から2%に達すると推定している。

ドイツの成長回復が欧州の貿易相手国に波及する可能性は高いが、他国が同時に財政再建を進めるのであれば、その影響は小幅にとどまってしまうだろう。

今月のトピック

# ウクライナと欧州の今後

**ANNA  
ROSENBERG**  
HEAD OF  
GEOPOLITICS,  
AMUNDI INVESTMENT  
INSTITUTE

トランプ政権下の外交政策は、戦争に関するロシアの論理を受け入れ、ウクライナへの圧力を強め、その結果、米国とその同盟国との間の力学を大きく変化させた。今年の交渉のさまざまなシナリオを俯瞰しながら、このことがウクライナの運命だけでなく、ヨーロッパにとって何を意味するのかを確認したい。

ヨーロッパの指導者たちは、アメリカの新たな姿勢を受けて、おそらく次の3つの道のいずれかを選択することになる。第1は、「必要十分」なことをして最善を望む、第2は、ウクライナとEUの弱体化を受け入れる、そして、第3は、困難ではあるが、アメリカへの安全保障上の依存度を下げる。

## 選択1：欧州は「必要十分」な程度対応し、あとは最善を望む

最初の選択肢は、EUと英国が時間をかけて防衛費を、ある程度増やし、EUと各国の防衛力を徐々に、かつ、継続的に増大させるというものだ。ウクライナはより多くの軍事支援を受けることになるが、欧州の指導者たちは最終的に、ウクライナがロシアの新たな侵略に対して、引き続き脆弱であることを受け入れることになる。米国の保護は、揺らいでいるとはいえ、引き続き、欧州の安全保障の重要な柱とみなされるだろう。

## 選択2：地政学的プレーヤーとしてのEUの弱体化を受容

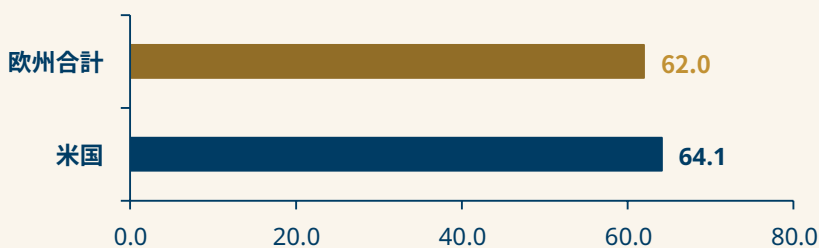
第2の選択肢は、ウクライナの将来がロシア（と気まぐれなアメリカ）の手に委ねられていることをヨーロッパの指導者たちが受け入れることだ。ロシアからの軍事的リスクが軽減することを期待して、ロシアとの関係を復活させようとする国も出てくるだろう。EUは地政学的なプレーヤーとして著しく弱体化し、プーチンのウクライナ以外の意図に対する懸念も残ることになる。

## 選択3：EUと英国がこの難題に立ち向かい、その過程でより強力な地政学的プレーヤーとして台頭

第3の選択肢は、欧州の指導者たち、あるいはEUの支援を受けた強力な有志連合が、この課題に立ち向かうことである。そのためには、社会的支出を防衛費に振り向けるなど、トレードオフに踏み切る必要がある。その一方で、欧州全体の軍事力と軍事システムの統合を急ピッチで進める必要がある。いずれEUと英国は独自の地政学的大国として台頭することになる。

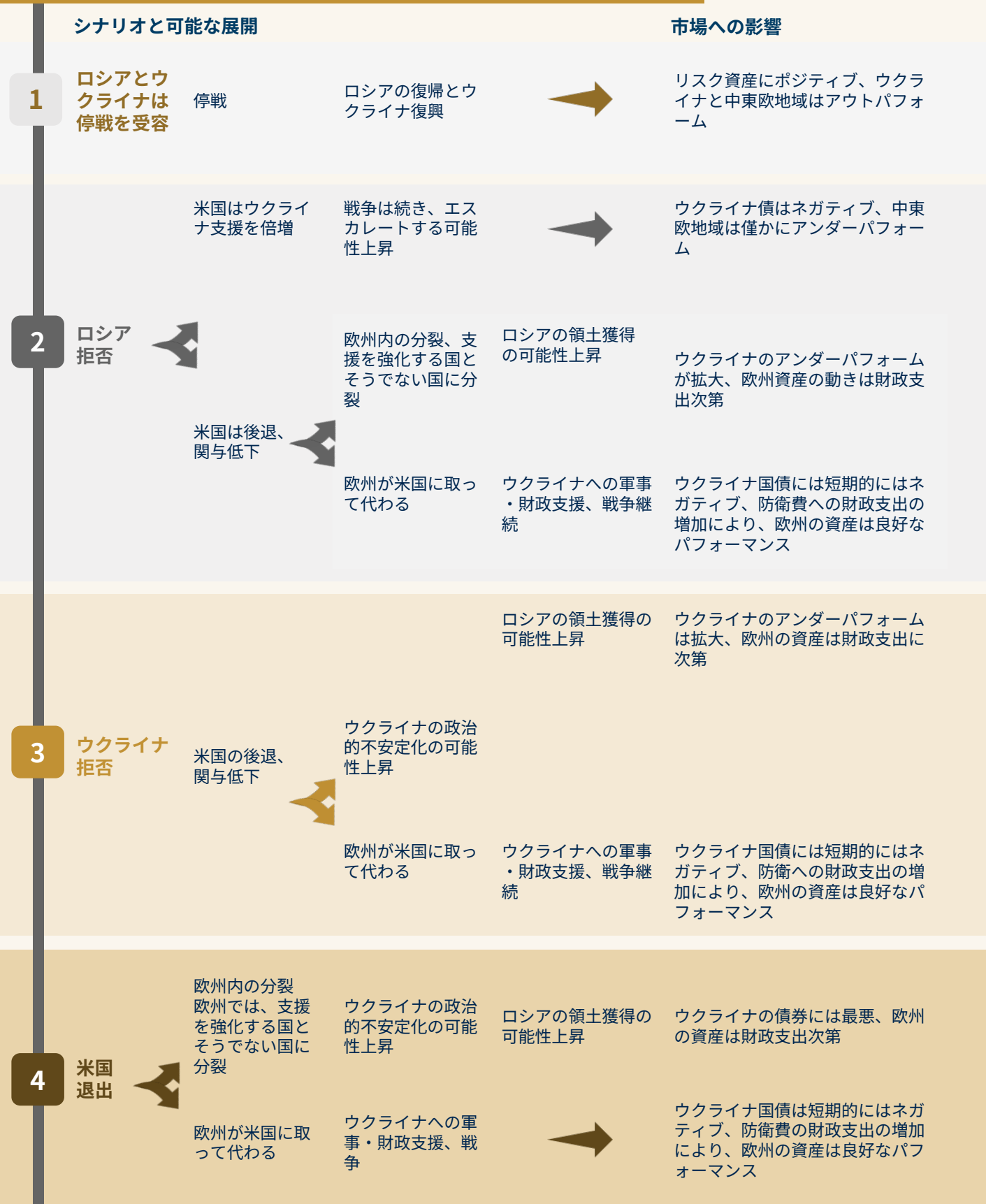
「もう一つのシナリオは、アメリカが方針を転換し、ウクライナへの支援を倍増させるというものだ。そうなると、ロシアとの直接戦争の可能性が高まる。」

## ウクライナへの軍事支援の配分（10億ユーロ）



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3月3日時点のキール世界経済研究所データベースを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュート作成。

ロシアとウクライナの停戦交渉シナリオと市場への影響



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8日現在。これらのシナリオは最も可能性の高いものであり、網羅的なものではない。

今月のトピック

# 欧州の一步前進



**ERIC MIJOT**  
HEAD OF GLOBAL EQUITY STRATEGY, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

**GUY STEAR**  
HEAD OF DEVELOPED MARKETS STRATEGY, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

過去2年間、欧州株式市場（STOXXEurope600）は、米国および世界の株価指数（S&P500およびMSCI ACWI）をアンダーパフォームしてきた。しかし、今年、ディープシーク革命を受け、メガキャップのバリュエーションへの懸念が浮上し、他の銘柄やセグメントが追い上げる機会が生まれている。2025年のこれまでのところ、欧州は米国と他の主要地域をアウトパフォームしており、さらなる上昇の余地もある。

### 欧州株式がアウトパフォーム

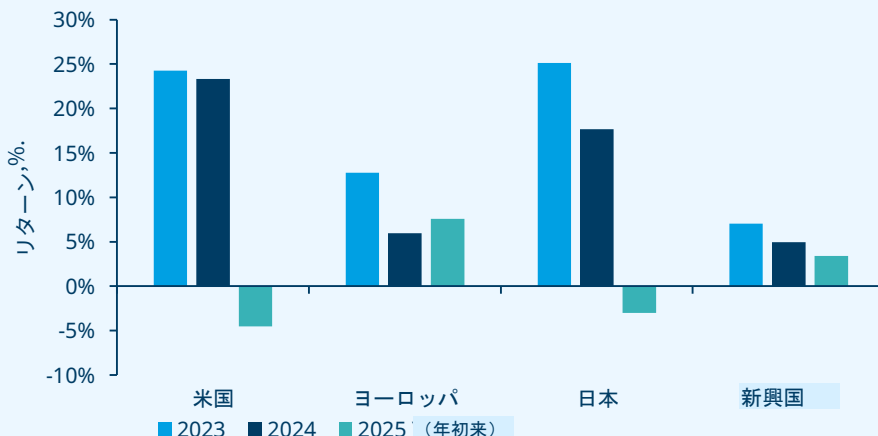
米国の関税、ロシア・ウクライナ戦争、増大する欧州の政治情勢への懸念にも関わらず、欧州株式は堅調に推移している。トランプ大統領の就任以来、欧州は、カナダ、メキシコ、中国に課された広範な関税の影響を、まだ、受けておらず、多くのアナリストが最悪の事態を懸念していたユーロ圏の株式市場に安心感をもたらしている。また、欧州が米国の関税の影響を受けないわけではないが、米国内での生産とサービスを除けば、影響を受ける可能性があるのは欧州上場企業の売上高のわずか6%であるため、関税の影響は最小限にとどまると予想される。

ウクライナ戦争が停戦となれば、それは以下の3つを意味することになる：1) 欧州が非常に敏感なエネルギー価格の低下、2) この地域の企業利益に繋がる可能性が高い、世銀が5,240億ドルと推定するウクライナの復興、3) 他に依存しない防衛力強化に向けての構造的決定の必要性

最後に、CDU/CSUとSPDがドイツの財政制約を大幅に緩和することで合意（現在、承認待ち）したことで、防衛とインフラへの支出が大幅に、かつ、長期的に増加する可能性が出てきている。

「欧州株式は、バリュエーションがより魅力的なうえに、財政出動が収益ダイナミクスを支える可能性もある。」

## 株価指数のパフォーマンス



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、Refinitiv、データは2025年3月11日現在。米国＝S&P500（米ドルベース）、欧州＝STOXXEurope600（ユーロベース）、日本＝TOPIX（円ベース）、EMおよびPacificex JapanはMSCI指数（米ドルベース）。



## 欧州の対米での相対的なバリュエーションは、依然、非常に魅力的



出所：アムンディ・インベストメント・インスティテュート, Refinitiv, データは2025年3月11日現在。MSCIヨーロッパの株価収益率(PER)とMSCIアメリカの株価収益率(PER)の比率の略。

## より広範なスコープ

2008年の世界金融危機以降、このような対米での欧州株式の相対的なラリーは4回発生したが、概ね4～12カ月続き、9%～22%のアウトパフォームとなっている。

現在のSTOXX欧州600の上昇は、年初来でS&P500に対して約12%のアウトパフォームとなっているが、このような力強い反発にもかかわらず、欧州の対米ディスカウントは1988年以降、過去の平均を2標準偏差下回る水準までにしか戻っていない（上図参照）。

しかし、一時的な再評価という以上に、この反発を持続可能なアウトパフォームのトレンドに変えるには、収益成長の改善が必要である。現在、欧州のコンセンサスは、米国、日本、新興国など他の地域を下回っている。

これらの点を踏まえても、関税引き上げへのエクスポージャーを避けつつ、シクリカル・セクターへのバイアスをかけることができる欧州市場への配分増は合理的な選択である。スタイル別にみると、中型株は、割安なバリュエーション、大型株よりも高い収益成長、ドイツにおける減税の可能性、ウクライナの復興による恩恵など、多くの利点があり、このアプローチの条件を満たしている。セクター別に見ると、銀行（イールドカーブのスティープ化の恩恵）、ソフトウェア（関税の影響から隔離）、航空宇宙・防衛（構造的な防衛支出増のサポート）を選好する。

## 株式以外の欧州の投資機会

過去1ヶ月間で、欧州の利回りは上昇し、米国の利回りは低下した。その結果、米独10年債スプレッドは、2023年7月以来の低水準となっている。ただ、同時にファンダメンタルズも変化しており、米国の成長に対するリスクが増大する一方で、欧州では、成長見通しは改善、想定される債券発行額は増加している。

しかし、欧州債券は金融政策によって支えられる可能性がある。アムンディは、ECBが利下げを継続すると予想する一方、FRBは5月まで利下げを再開しないと考えている。その結果、政策金利のスプレッドは（一時的とはいえ）225bpまで上昇し、米独2年債スプレッドは現在の170bpから180bpへ、10年スプレッドは現在の135bpから160bpへ拡大する可能性がある。

周縁国債券市場には、さらに大きな投資チャンスがある。ドイツの新政権によるインフラ整備と防衛支出に関する大胆な動きは、他の市場にも影響することになる。とはいえ、ドイツの支出増と南欧・東欧の力強い成長は、5-10年の期間における、対ドイツ国債でのスペイン、イタリア、その他欧州の国債のスプレッドの継続的な縮小を示唆している。

# 中心シナリオと代替シナリオ

|                                   | 確率70%   | 確率20%   | 確率10% |
|-----------------------------------|---|---|-------|
| <b>中心シナリオ</b><br>回復はするが異なるスピードの成長 | <b>ダウンサイド・シナリオ</b><br>スタグフレーション圧力の再燃  | <b>アップサイド・シナリオ</b><br>生産性向上を伴うディスインフレの進行  |       |
| <b>地政学</b>                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>民主主義先進国にチャレンジする依存度の低い国々の新同盟：先進国間の憂慮すべき乖離</li> <li>米国が中国の選択を迫られる国々、世界貿易は縮小開始</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>地政学的リスクの沈静化</li> <li>パワーダイナミクスの変化が世界貿易を再構築、バランスの取れた成長と繁栄を促進</li> </ul> |       |
| <b>インフレと政策ミックス</b>                | <ul style="list-style-type: none"> <li>貿易保護主義が成長見通しを弱め、中銀の政策を制約</li> <li>財政赤字の増大は債務コストを高止まりさせ、政策余地を狭める</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>インフレ率が中央銀行の目標値付近で安定（インフレ期待の固定化）</li> </ul>                             |       |
| <b>成長の経路</b>                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>生産高の低下と先進国への移民の激減は、労働供給と成長を引き下げ</li> <li>経済の不均衡が続き、潜在成長率をさらに引き下げ（中国、EUなど）</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>成長強化改革が中期的な成長ポテンシャルを引き上げ</li> <li>産業・貿易政策は投資と経済活動を促進</li> </ul>        |       |
| <b>気候変動</b>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>さらに政策が遅れば、気候変動がさらに悪化し、経済のダイナミズムを阻害</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>ゼロ(zero) からヒーロー(hero)へ：地球工学、グローバルに協調した政策</li> </ul>                    |       |

## メインシナリオに対するリスク



← 低 確率 高 →

|                             |               |                                  |                         |
|-----------------------------|---------------|----------------------------------|-------------------------|
| 10%                         | 15%           | 15%                              | 20%                     |
| 中銀の量的引き締めと米国債購入者の構造的変化の同時発生 | 世界に波及する地政学的危機 | 地政学的な不確実性の高まりを反映した市場のボラティリティの急上昇 | 貿易/地政学的緊張による先進国のインフレ再加速 |

|           |                           |   |                        |  |
|-----------|---------------------------|---|------------------------|--|
| 市場へのインパクト | 現金と金にとって <b>ポジティブ</b>     | 中近東諸国政府、現金、金、米ドル、ボラティリティ、ディフエンス資産、原油にとって <b>ポジティブ</b> | 現金と金にとって <b>ポジティブ</b>  | インフレ連動債、金、コモディティ通貨、実物資産には <b>ポジティブ</b> |
|           | 国債や割高な株式にとって <b>ネガティブ</b> | クレジット、株式、新興国にとって <b>ネガティブ</b>                         | リスク資産にとって <b>ネガティブ</b> | 債券、株式、先進国通貨、新興国資産にとって <b>ネガティブ</b>     |

出典2025年2月20日時点のアムンディ・インベストメント・インスティテュート。DM:先進国市場。EM:新興市場。CB:中央銀行。米ドル:米ドル。TIPS:財務省のインフレ保護証券。FX:外国為替市場。

## マクロ経済予想

| マクロ経済予想 |              |      |      |                   |      |      |
|---------|--------------|------|------|-------------------|------|------|
| 年平均,%.  | 実質GDP成長率、前年比 |      |      | インフレ率(CPI),前年比,%. |      |      |
|         | 2024         | 2025 | 2026 | 2024              | 2025 | 2026 |
| 先進国     | 1.6          | 1.5  | 1.3  | 2.7               | 2.5  | 2.2  |
| 米国      | 2.8          | 2.0  | 1.7  | 3.0               | 2.7  | 2.3  |
| ユーロ圏    | 0.7          | 0.7  | 0.9  | 2.4               | 2.2  | 1.9  |
| ドイツ     | -0.2         | 0.3  | 0.7  | 2.4               | 1.9  | 2.0  |
| フランス    | 1.1          | 0.6  | 1.0  | 2.3               | 1.6  | 1.7  |
| イタリア    | 0.5          | 0.6  | 0.9  | 1.1               | 1.6  | 2.0  |
| スペイン    | 3.2          | 2.4  | 1.7  | 2.9               | 2.2  | 1.8  |
| イギリス    | 0.7          | 0.8  | 1.1  | 2.5               | 2.7  | 2.5  |
| 日本      | 0.1          | 1.5  | 0.7  | 2.7               | 2.7  | 2.3  |
| 新興国     | 4.3          | 4.0  | 3.8  | 5.3               | 4.0  | 3.5  |
| 中国      | 5.0          | 4.4  | 3.9  | 0.2               | -0.1 | 0.4  |
| インド     | 6.7          | 6.5  | 6.1  | 4.9               | 5.3  | 5.9  |
| インドネシア  | 5.0          | 5.0  | 5.1  | 2.3               | 1.7  | 3.4  |
| ブラジル    | 3.4          | 2.0  | 2.0  | 4.4               | 5.5  | 4.6  |
| メキシコ    | 1.5          | 0.5  | 1.5  | 4.7               | 3.5  | 4.1  |
| ロシア     | 3.7          | 1.0  | 1.5  | 8.4               | 7.0  | 5.0  |
| 南アフリカ   | 0.6          | 1.0  | 1.3  | 4.4               | 3.2  | 4.2  |
| トルコ     | 3.2          | 3.0  | 3.4  | 60.0              | 33.3 | 19.4 |
| 世界      | 3.2          | 3.0  | 2.9  | 4.3               | 3.4  | 3.0  |

| 中央銀行の政策金利予想,%. |         |                |                |                |                |
|----------------|---------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2025年3月 | アムンディ          | コンセンサス         | アムンディ          | コンセンサス         |
|                |         | 2025年<br>第2四半期 | 2025年<br>第2四半期 | 2025年<br>第4四半期 | 2025年<br>第4四半期 |
| 米国             | 4.50    | 4.00           | 4.35           | 3.75           | 4.10           |
| ユーロ圏**         | 2.75    | 2.00           | 2.15           | 1.75           | 2.15           |
| イギリス           | 4.50    | 4.00           | 4.20           | 3.75           | 3.80           |
| 日本             | 0.50    | 0.50           | 0.60           | 0.75           | 0.80           |
| 中国             | 1.50    | 1.25           | 1.30           | 1.00           | 1.20           |
| インド            | 6.25    | 6.00           | 5.90           | 6.00           | 5.75           |
| ブラジル           | 13.25   | 14.75          | 15.25          | 14.75          | 15.00          |
| ロシア            | 21.00   | 19.00          | 20.25          | 16.00          | 16.95          |

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。予想は2025年3月4日現在。コンセンサスおよび現行レートは2025年2月4日時点のものである。CPI：消費者物価指数。\*：FRBの目標レンジ上限。\*\*：預金金利。\*\*\*：中国人民銀行リバース・レポ債7日物レート。2025年第2四半期は2025年6月末、2025年第4四半期は2025年12月末。現在の金利とコンセンサスはブルームバーグ

## AII\* CONTRIBUTORS

**SERGIO BERTONCINI**  
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

**POL CARULLA**  
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

**UJJWAL DHINGRA**  
INVESTMENT INSIGHTS AND CLIENT DIVISION SPECIALIST

**SILVIA DI SILVIO**  
CROSS ASSET MACRO STRATEGIST

**PATRYK DROZDIK**  
SENIOR EM MACRO STRATEGIST

**DELPHINE GEORGES**  
SENIOR FIXED INCOME STRATEGIST

**KARINE HERVÉ**  
SENIOR EM MACRO STRATEGIST,

**SOSI VARTANESYAN**  
SENIOR SOVEREIGN ANALYST

## 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 EDITORS

**FRANCESCA PANELLI**  
INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

**CY CROSBY TREMMEL**  
INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST

## 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 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 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: March 2025 – ID: 4318716

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

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - EschCollection

# 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