

## SBI OAM HOUSE VIEW

2024年7-9月

## 米大統領選前の小康状態、人民元に警戒

	今後3カ月の投資環境			今後3カ月の予想値および予想レンジ	
経済	米国	☁️	景気減速、デスインフレ再開で、9月利下げへ	FF金利(中央値)	5.375%→5.125%
	日本	☁️☀️	秋に向け景気加速、実質賃金増の定着はまだ先	無担保コールO/N物	0~0.1%→0.25%
	中国	☁️☔️	中国住宅市況の弱含みは継続	1年物LPR	3.45%→3.45%
株式	米国	☁️	一極集中相場が続く	S&P500種指数	4,850p~5,800p
	日本	☁️→☀️	再上昇への準備段階	TOPIX	2,550p~3,000p
	中国	☀️	堅調な値動き	CSI300指数	3,200p~3,900p
債券	米国	☁️☀️	長期金利は小幅低下	10年国債利回り	3.80%~4.70%
	日本	☔️	長期金利は上昇	10年国債利回り	0.85%~1.50%
	新興国	☁️	新興国国債は値動きの激しい展開続く	新興国国債指数利回り*	6.00%~7.00%
		☁️☀️	中国国債利回りは小幅低下	中国10年国債利回り	2.10%~2.60%
為替	先進国	☔️	為替介入があっても円安地合いは継続	ドル/円	151.8円~165.0円
		☔️		ユーロ/ドル	1.000 <sup>ドル</sup> ~1.125 <sup>ドル</sup>
	新興国	☔️	対ドルではまちまちの展開	ブラジルリアル/円	27.0円~31.5円
		☁️⚡️	横ばい予想も警戒必要	ドル/オフショア人民元	7.00元~7.60元

\*政策金利見通しは現状→3か月後

\*新興国国債指数の利回りはJ.P. Morgan GBI-EM Broad Diversifiedを使用

## ~ご挨拶~

平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

この「ハウスビューレポート」は、向こう3か月を想定したSBI岡三アセットマネジメント株式会社の経済および市場見通しをまとめたものです。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。

実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 米国

## 経済

## 景気減速、デシインフレ再開で、9月利下げへ

景気判断指数を見る限り米国景気に変調の兆しは見受けられないが、5月以降、事前予想を下回る景気指標が増えている。緩い金融環境は引き続き景気の支援材料となりそうだが、GDP成長率は4-6月期の前期比年率+2%台前半から7-9月期は同+1%半ばに低下していくと予想する。「金融引き締めが効かない」と言われてきたが、ようやく景気減速が見えてきた。

年初以降のインフレ率が強かったため物価目標に近づく時期は後ずれしたが、5月のインフレ率は弱めであり、デシインフレが再開したと考える。声明文では「利下げ開始にはインフレ率が物価目標に近づくという確信がより強まる必要がある」と明記されているため、7月のFOMCでも明確な利下げの示唆は回避されるだろうが、9月に利下げが開始され、その後は四半期に1回のペースで利下げが実施されていくと予想する。

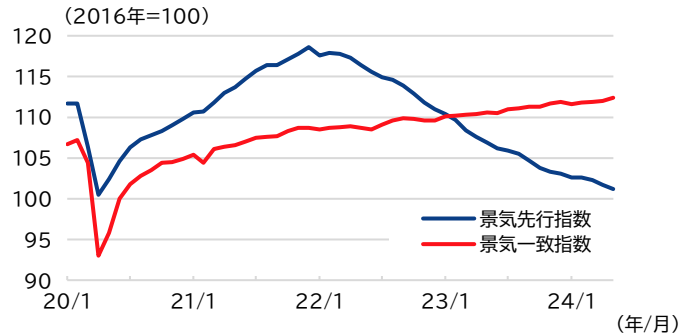
年内の利下げが1回か2回か、あるいは利下げの開始時期を巡り、市場参加者の見方は揺れ動くかもしれないが、①利下げが9月開始でも12月開始でも大差ないこと、②四半期毎の利下げとなる可能性が高いこと、③FRBによるロンガーラン見通しは昨年末時点の2.5%から2.8%まで上方修正されており利下げの到達点はそれほど低くならなさそうなこと、などが肝要と見る。

徐々に11月の大統領選が近づいてきた。政策面では対中規制強化や移民抑制など(程度の差こそあれ)選挙結果によらず蓋然性が高いものと、財政政策や金融政策、エネルギー・環境政策など選挙結果次第で変わってくるものがある。影響は暗号資産にも及ぶだろう。

トランプ元大統領再選となれば、選挙後の初期反応として「株高、金利上昇、ドル高」となる。ただ、下院選挙は大統領選以上に不透明で、金融市場が大統領選の影響を完全に織り込むことは難しい。また、6月27日の第1回大統領選討論会を受けて、バイデン大統領の勝利確率は大幅に低下した。引き続きバイデン大統領が民主党候補と見るが、不透明感が台頭しているのも事実である。そのような意味でも、この四半期は「大統領選前の小康状態」の域にとどまると予想する。

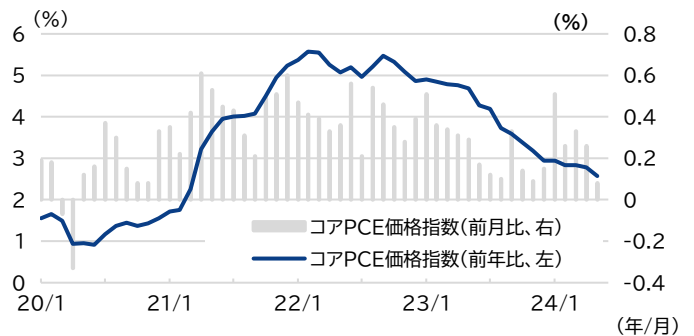
景気判断指数の推移

(期間 2020年1月~2024年5月、月次)



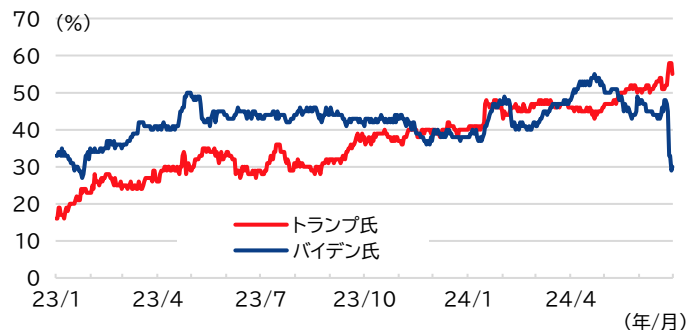
コアPCE価格指数の推移

(期間 2020年1月~2024年5月、月次)



2024年米大統領選での主要候補の勝利確率

(期間 2023年1月1日~2024年6月30日、日次)



(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 米国

## マーケット

## 株式

## 一極集中相場が続く

目先は軟調な展開を予想する。4-6月期決算発表とFOMCを控えていることから、投資家にとって動きづらい状況が続く。休暇前のポジション調整による売りが出やすいことも影響しよう。

4-6月期の予想増益率は5月末時点での前年比+11%から大きな動きはないものの、景気敏感業種を中心に下方修正も散見される。景気指標が予想を下回る状況が続いていることから、しばらくは景気減速懸念が相場の重石となる状況が続くと予想する。

そのような環境下、7月後半から8月上旬にかけては大手ハイテク株に対する好決算期待が強まってくると予想する。景気減速懸念が強まる中、9月利下げに対する期待感も支援材料となろう。特に景気減速の影響を受けづらいメガテックは、資金の逃避先として消去法的に選択されやすいため、結果的に一極集中相場の色彩はより強まってくると予想する。

そうしている間に、11月の大統領選が近づいてくる。9月に入れば不透明感から株価は調整しよう。

## 債券

## 長期金利は小幅低下

10年債利回りは小幅低下を予想する。当面はディスインフレーションと景気減速が進行すると見ているからである。

利下げ期待は「9月利下げ開始、四半期毎の利下げ」以上に強まる余地は乏しいと考える。「データ次第」を盾に大きく揺らいできたFRBのコミュニケーションも、もう少しで安定化すると予想する。8月22-24日開催のジャクソンホール会議のテーマは「金融政策の有効性と伝達の再評価」であり、市場を振り回す一因となってきたドットチャートの提示方法もテーマの一つとなろう。

弛緩した金融環境の影響もあり、中立金利が従来よりも高めにシフトしたと考える市場参加者、FRBメンバーが増えた。大統領選後の利回り上昇も意識せざるを得ず、利回り低下は短期的・限定的なものになると予想する。

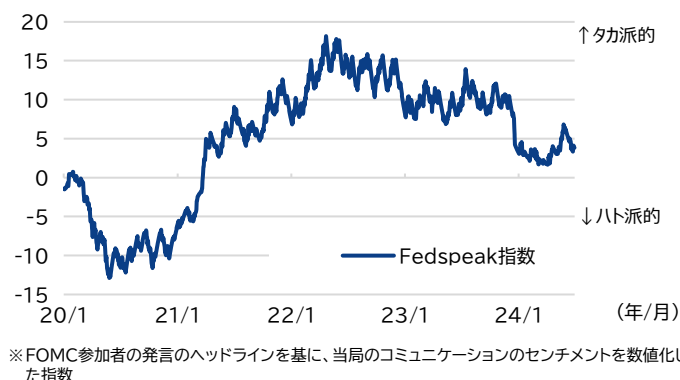
## S&amp;P500種指数の推移

(期間 2020年1月2日~2024年6月28日、日次)



## Fedspeak指数の推移

(期間 2020年1月1日~2024年6月28日、日次)



## 10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月1日~2024年6月28日、日次)



(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 米国

## レビュー

## 経済

前回のハウスビューレポートでは、景気はソフトランディングが可能と考え、1-3月期のGDP成長率は前期比年率+2%台前半に、4-6月期の成長率は同+1%台半ばに減速する一方、利下げ開始は先送りを予想した。

実際には、GDP成長率は23年10-12月期の同+3.4%から24年1-3月期の同+1.4%に低下した。民間消費が弱めであったことに加えて、輸入増と政府支出鈍化も影響した。4-6月期についても、このところ事前予想を下回る景気指標が相次いでいることから、予想していた景気の間感方向は概ね妥当であったと考える。年初以降のインフレ率は強めであり、政策金利の据え置きが続いたが、こちらも予想通りであった。

## マーケット

株式は、S&P500の予想レンジを4,700~5,600ポイントとし、短期的な上昇余地は限定的と予想した。株価は、4月上旬は揉み合い、1-3月期決算発表を経て上昇、夏に向けて調整すると考えた。その中でグロース株が優勢な展開を見通した。

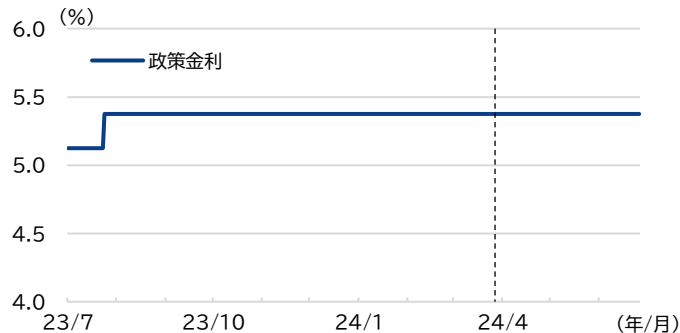
実際には、概ね想定線に近い値動きであったものの、「夏に向けた調整」は顕在化せず、主要指数は史上最高値を更新した。物色はグロース株が優勢であったが、むしろ一部のメガテック株が極端に選好された。一極集中的な相場展開という方がより適切だろう。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを3.80~4.60%とし、利回りは揉み合い~小幅低下と予想した。利下げの確信度が高まる過程で利回りは低下に向かうが、利回りの低下はあくまでも小幅にとどまると考えた。

実際には、4月の利回り上昇幅はやや大きく、予想レンジの上限を一時的に上回った。その後低下したものの、6月末時点では3月末の水準を上回った。3月末時点では3月FOMC直後におけるFRBのハト派姿勢の印象が強かった。その後、強めのインフレ統計を受けてFRBの姿勢がタカ派に振れたことが、4月の利回りの上昇をやや大きくしたと見ている。

## 政策金利の推移

(期間 2023年7月3日~2024年6月28日、日次)



※政策金利はFF金利誘導目標で、上限と下限の平均値を示した。点線は2024年3月末時点

## S&amp;P500種指数の推移

(期間 2023年7月3日~2024年6月28日、日次)



※点線は2024年3月末時点

## 10年国債利回りの推移

(期間 2023年7月3日~2024年6月28日、日次)



※点線は2024年3月末時点

(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 日本

## 経済

## 秋に向け景気加速、実質賃金増の定着はまだ先

認証不正にともなう自動車生産の停滞、円安による消費者センチメントの悪化などが、GDPの下押し圧力となっている。景気ウォッチャー指数は現状判断DIが2月をピークに3ヵ月連続低下の45.7、先行き判断DIも同様に3ヵ月連続で低下し46.3となった。センチメントという点では、円安、値上げに加え、再エネ賦課金や電力・ガス料金の補助金打ち切りといったニュースフローも一定の影響力を有したのであろう。定額減税を考慮すれば、全体として負担の多くはカバーされているはずであるが、そういった受け止め方はなされていない。

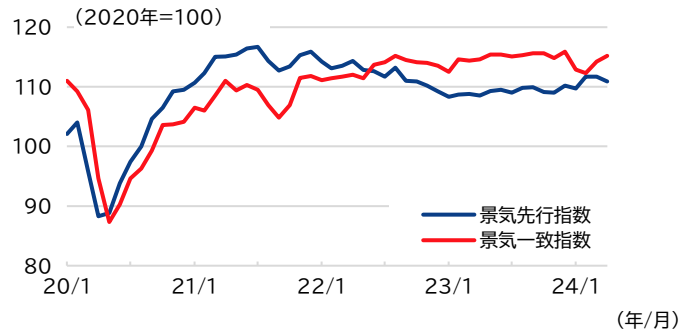
しかし、停滞した自動車生産は7-9月期にかけて改善していくと見ており、GDP成長率は4-6月期にプラス転換した後、7-9月期に加速すると予想する。デフレ脱却の鍵を握る賃金動向であるが、4月の現金給与総額は前年比+1.6%と3月の同+1.0%から上昇した。春闘での賃上げはまだ一部しか反映されていないことから、春闘での高い賃上げ率を反映する形で、当面の名目賃金は強含んでいく。一方、実質化に使用される4月のCPI(帰属家賃を除く総合)は同+2.9%であり、4月の実質賃金は同-1.2%となった。前述の再エネ賦課金の影響から、5月のCPI(同)は+3.3%となった。名目賃金の上昇の多くは補助金打ち切りによって打ち消されるだろう。

毎月勤労統計は非常にボラタイルな動きを見せるため、「実質賃金上昇」となれば注目を集めるだろうが、基調という意味では年内のプラス定着には至らないと予想する。6月21日、岸田首相は8-10月の「酷暑乗り切り緊急支援」と年末までのガソリン補助金延長を打ち出した。予備費を活用し月平均0.5ポイント以上の消費者物価の押下げを目指すとのことだが、その影響を加味しても上記の判断は変わらない。

6月23日に通常国会が終了し、9月の自民党総裁選が視野に入ってきた。政治資金問題が災いし、内閣支持率、自民党支持率は低位のままである。新しい資本主義の先、「今年物価上昇を上回る所得を必ず実現する」「来年以降、物価上昇を上回る賃上げを必ず定着させる」という岸田首相の課題が引き継がれるかが注目点である。

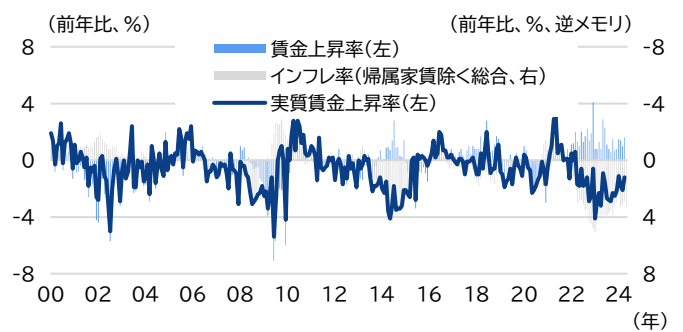
景気判断指数の推移

(期間 2020年1月~2024年4月、月次)



実質賃金上昇率の推移

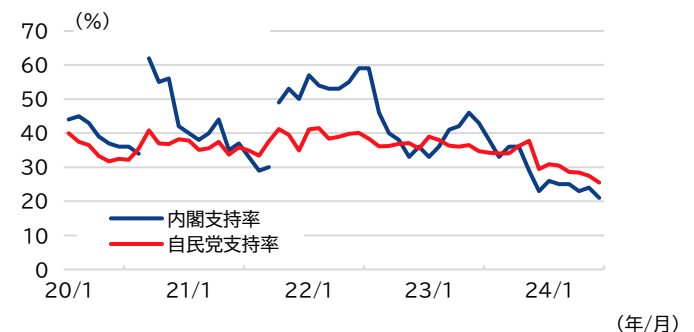
(期間 2000年1月~2024年5月、月次)



※賃金上昇率は2024年4月まで

内閣支持率の推移

(期間 2020年1月~2024年6月、月次)



(出所) NHK、Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 日本

## マーケット

## 株式

## 再上昇への準備段階

日本株をとりまく、堅調な企業業績、割高感のないバリュエーション、良好な株式需給といった投資環境に変わりはない。新年度会社計画の減益予想は驚くべきことではない。会社予想は上方修正され、企業業績は最終的に1桁後半の増益となろう。投資家からの要求に加え、政策保有株の売却に備える事情から、24年度通期の自己株式取得枠設定額は14兆円に増加すると予想する。

実際の影響は定かではないが、7月上旬はETF換金売りなどによる需給悪を気にする向きが多い。海外投資家の休暇入りも意識され、8月半ばまで夏枯れ相場が続く。

世界には日本株を買っていない投資家も存在するのだろう。そういった投資家にとって、あるいは短期筋にとって、9月の自民党総裁選が日本株に対する関心を呼び戻すきっかけとなる。その先は、上期決算での業績予想の上方修正、米国大統領選通過による不透明感後退を受けて、株価は一段高となろう。構造的成長局面を迎えたAI、国内金利正常化が追い風となる金融、国策の恩恵を受ける防衛などが選好されると予想する。

## 債券

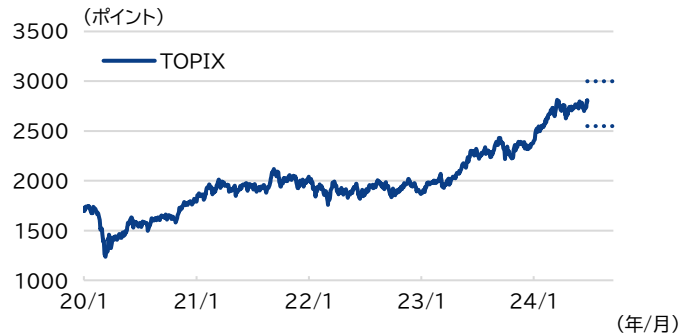
## 長期金利は上昇

10年債利回りは上昇を予想する。7月会合で示される国債買入減額計画は「2年後3兆円」と予想する。指値オペ、共通担保資金供給オペといった安全措置は残されるだろうが、その発動は手控えられると見ており、長期金利の上昇はしばらく容認されると見る。7月3日に財政検証が公表され、GPIF基本ポートフォリオ変更の準備が整う。利回り上昇を一定程度抑制する効果があろう。

7月会合について植田日銀総裁は「場合によっては政策金利の引上げも十分ありうる」と言及した。「主な意見」でも為替の言及が増えており、「為替は財務省の所管」という公式見解を信じる向きは少なくなった。7月には無担保O/N翌日物誘導目標は「0.25%程度」に引上げられ、年内に追加利上げが実施されると予想する。

## TOPIXの推移

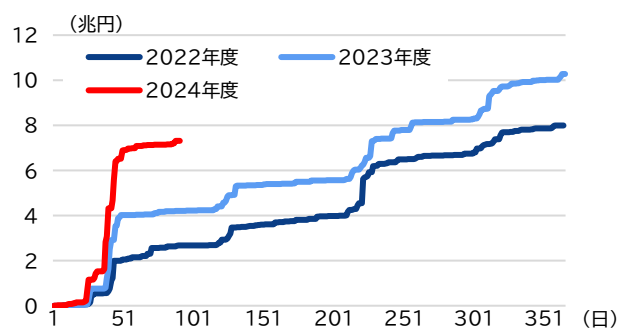
(期間 2020年1月6日~2024年6月28日、日次)



※点線は予想レンジ

## 自己株式取得枠設定額の推移

(期間 2022年4月1日~2024年6月30日、日次)



※対象は国内全上場企業、年度初からの自己株式取得枠設定額の累計額を示した

## 10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月1日~2024年6月28日、日次)



※点線は予想レンジ

(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 日本

## レビュー

## 経済

前回の当レポートでは、1-3月期のGDP成長率はマイナスに転じるが、年央に向けて成長率は上昇すると予想した。年央には実質賃金はプラスの伸びに転じ、「骨太の方針」ではデフレ脱却が示唆されると予想した。また、4月の解散・総選挙の可能性は低いと予想した。

実際には、1-3月期のGDP成長率は前期比年率-2.9%となった。4-6月期の成長率はプラスに復帰できそうだが、円安による消費者マインドへの悪影響や認証不正による自動車生産の停滞などからやや低めとなりそうだ。「骨太の方針」には「デフレ完全脱却の実現に向けて」と掲げられ、脱却は示唆されなかった。解散・総選挙は予想通り見送られた。

## マーケット

株式は、TOPIXの予想レンジを2,550~3,100ポイントとした。23年度通期決算発表に向けて上昇するも、夏場にはいったん調整局面を迎えると予想した。1-3月の企業業績は増益率が前四半期から低下する一方で、24年度の自己株取得枠設定額は11兆円超と予想した。

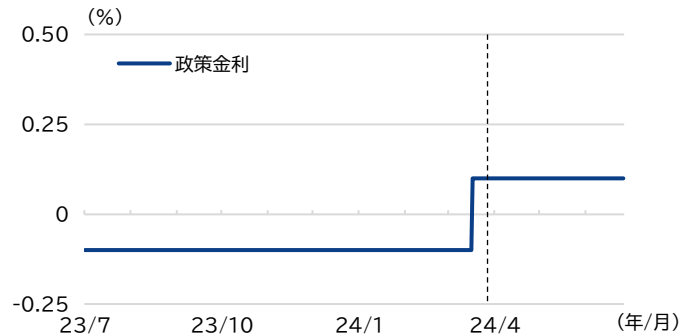
実際には、中東情勢悪化で出鼻をくじかれた。例年通りの「保守的なガイダンス」を嫌気する投資家が一定数存在したためか、株価の戻りも限られた。TOPIXは予想レンジの下半分での推移に終始し、市場のエネルギーもやや低調だが、調整幅は深くない。6月末のTOPIXは3月高値に迫っており、決して弱い相場でもないのだろう。1-3月期の経常増益率は前年比+16%と23年10-12月期から上昇、自己株取得枠設定額は昨年を大幅に超え、11兆円という予想を上回るペースで進捗した。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを0.60~1.20%とした。日銀の国債買入額は6兆円ペースから減額され、10年債利回りもやや上昇すると予想した。

実際には、利回りは上昇した。日銀は、5月13日に5-10年国債の買入れオペのオファー額を減らし、6月会合では国債買入減額方針を決定、7月会合で今後1-2年間の計画を決定することが予告された。概ね予想に沿った展開であった。

## 政策金利の推移

(期間 2023年7月3日~2024年6月28日、日次)



※2024年3月18日までは政策金利残高に適用される金利、3月19日以降は無担保コールレート(オーバーナイト物)の上限値。点線は2024年3月末時点

## TOPIXの推移

(期間 2023年7月3日~2024年6月28日、日次)



※点線は2024年3月末時点

## 10年国債利回りの推移

(期間 2023年7月3日~2024年6月28日、日次)



※点線は2024年3月末時点

(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 新興国

## 経済

## 中国住宅市況の弱含みは継続

中国景気は足踏み状態が続く。5月に公表された不動産市場対策は相応に規模が大きく、不動産開発業者への懸念を和らげた。政府・当局の意思は固く、金融機関を通じた間接的支援が続けられよう。しかし、5月の住宅価格が底割れしたことに加えて、6月の住宅販売状況も低調である。在庫の買取も未着手の可能性が高い。

先延ばしされていた三中全会は7月15-18日に開催される。5年前の前回大会では締め付け強化方向のメッセージが発せられたが、今回は経済改革重視の方向性が示されよう。全人代以降、産業政策の中で「新質生産力」がキーワード化している。とはいえ、通常の三中全会は、経済構造変化の方向性を判断する上で重要なイベントであるが、具体的な経済政策に触れないという点には留意が必要だ。

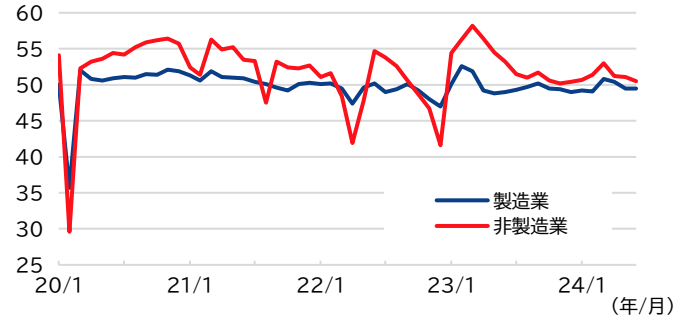
24年のGDP成長率は前年比+4%台後半と、やや弱めの景気推移を引き続き予想する。消費センチメントは弱いままである。株価は一時反発したが、不動産市況は弱く、人民元安も回避していることから、デフレ的な状況は大きく変わらないだろう。一方、西側諸国の強い反発を受ける中、「新質生産力」のもとでの輸出強化と、相対的なサービス消費の好調が景気を下支えしよう。

一方、インド景気は好調である。総選挙が終わり、6月9日、モディ氏は第3期政権を発足させた。巷間、今回の総選挙でインド人民党が議席数を大きく減らしたのは、権威主義や格差拡大に対する不満によるものと指摘されている。モディ首相に対しては「大企業寄り」との批判は聞かれるが、与野党の間で経済政策の差は大きいわけではない。第3期モディ政権の運営は、連立のパートナーである地方政党への配慮が不可欠となる。友党にいくつかの閣僚ポストが割り振られたが、主要閣僚の留任は安心材料である。「2047年までの先進国入り」に向けて、政権公約で掲げられたインフラ投資と雇用創出に向けた取り組みが進められていくことに変わりはない。7月には正式な予算案公表で予算も動き出すことに加えて、「チャイナプラスワン」の恩恵も続くと見る。

\* 三中全会：中国共産党中央委員会が3回目に関開全体会議で、主に国の経済政策の運営方針が決定される

## 中国PMIの推移

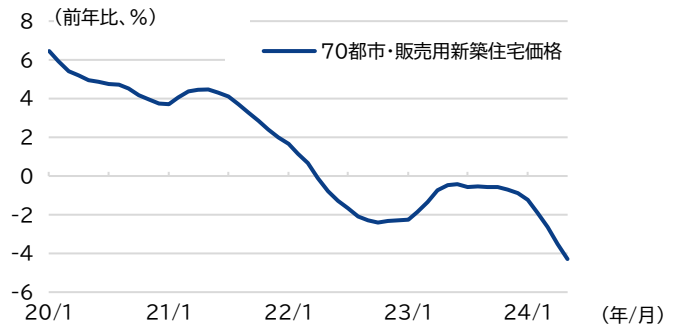
(期間 2020年1月～2024年6月、月次)



※国家统计局発表

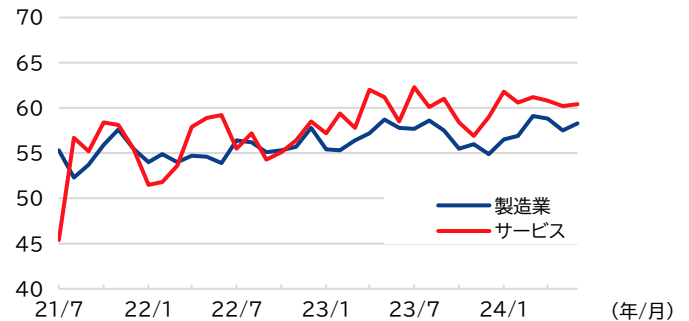
## 中国新築住宅価格の推移

(期間 2020年1月～2024年5月、月次)



## インドPMIの推移

(期間 2021年7月～2024年6月、月次)



(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。



# 新興国

## マーケット

### 株式

#### 中国株は堅調な値動き、インド株は上昇

中国株は堅調な値動きを予想しており、目先は3月高値を目指そう。高値更新後はやや広めのレンジでの揉み合いに転じると予想する。

不動産市場の回復が見えていないだけに、追加的な対策期待が醸成されやすい。その期待感から株価は上昇しよう。本格的な景気回復の兆しはまだ見えないが、下方修正基調であった業績予想が上方修正に転じたことはポジティブである。相場の牽引役は、好決算のネット関連株、政策支援の恩恵を受ける資本財、半導体・半導体製造装置などである。欧米諸国は中国の過剰生産を批判しているが、国策に基づいたものであり、中国側が批判を甘受することはない。大統領選の時期が迫ってきたことから、中国製品に対する米国の規制は一段と強化されそうで、関連分野の株価は劣後しよう。

インドは、①総選挙の不透明感後退、②堅調な景気動向、を好感した海外からの資金流入が支えとなり、株価は上昇しよう。インド国債がグローバル債券指数に段階的に組み入れられていくこともあり、当面、インド金融市場への資金流入が継続すると予想する。

### 債券

#### 新興国国債は値動きの激しい展開続く

新興国国債は、選挙をきっかけに各国の個別リスクへの感応度が高まっており、当面は値動きの激しい展開が続くと予想する。財政への懸念が利回りを上昇させやすい。一方、米利下げのタイミングが近づいてくれば、落ち着きに向かうだろう。南アでは連立政権の発足をきっかけに海外投資家の資金引揚げ観測が後退したことから、利回り低下を試す動きが続くと予想する。

中国10年国債利回りは小幅低下を予想する。冴えない景況感、デフレ的な環境が利回りの低下圧力となる一方、当局が長期金利低下を強く牽制しているからである。元安への警戒から政策金利の引下げも見送られよう。

中国CSI300指数の推移

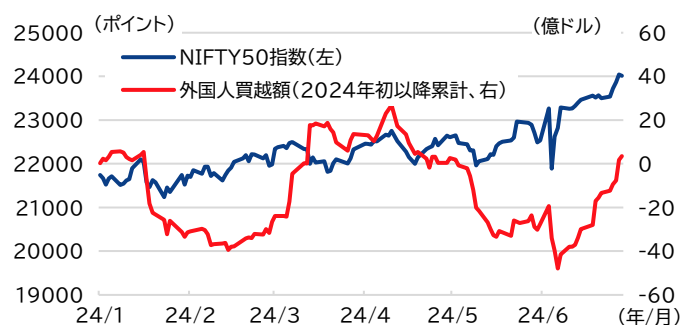
(期間 2020年1月2日~2024年6月28日、日次)



※点線は予想レンジ

インドの株価と外国人買越額

(期間 2024年1月1日~2024年6月28日、日次)



新興国国債指数利回り、中国10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月3日~2024年6月28日、日次)



※新興国国債指数の利回りはJ.P. Morgan GBI-EM Broad Diversifiedを使用。点線は予想レンジ

(出所) IIF、Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 新興国

## レビュー

## 経済

前回の当レポートでは、当面の中国景気は足踏み状態が継続すると考え、政策金利は小幅に引下げられるも、住宅価格は弱含みが続く予想した。インドについては、当面の景気は加速する一方、モディ首相続投の可能性が高いという見方は揺るがないと予想した。

実際には、24年1-3月期のGDP成長率は前年比+5.3%と、前年のハードルを勘案しても強めであった。政策金利は据え置かれる一方、予想外に予想以上の不動産対策が公表された。それでも住宅価格の弱含みは続いた。インド景気は好調で、モディ首相も続投した。

## マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを3,200～3,800ポイントとし、中国株は揉み合いが続くが、2月安値は割り込まないと予想した。更なる株価上昇には大規模な景気対策の発表が必要で、業績予想の下方修正が続く間は反発余地は限られると考えた。資本財、半導体、半導体製造装置などが選好されやすく、外国人投資家による資金流出が継続することからA株はH株にアウトパフォームすると予想した。

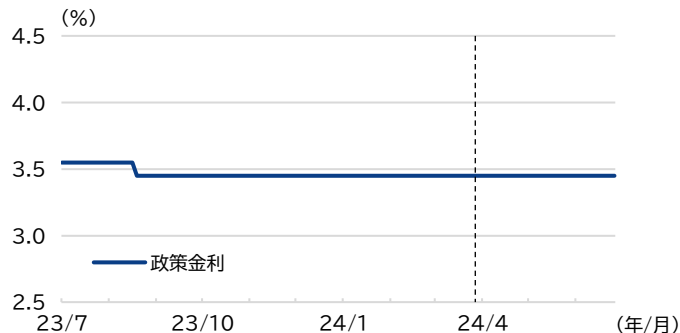
実際には、中国株は4月後半から5月にかけて上昇した後、反落した。インターネット株の業績好調に加えて、政治局会議以降の不動産対策期待が株価を押し上げたが、対策公表後は下落に転じ、上昇は長続きしなかった。半導体関連銘柄は選好され、業種構成比の差からH株がアウトパフォームする展開となった。

債券は、新興国債利回りの予想レンジを5.70～6.80%とし、実質金利の高い国を中心に利回り低下が継続すると予想した。一方、中国10年国債利回りの予想レンジを2.10～2.55%とし、利回りは横ばい圏～小幅低下と予想した。

実際には、新興国債利回りは、米国長期金利の上昇、政治要因や財政懸念などを反映して上昇した。中国10年国債利回りは狭いレンジでの値動きに終始し、6月末時点では3月末比小幅の低下となった。

## 中国の政策金利の推移

(期間 2023年7月3日～2024年6月28日、日次)



※政策金利は1年物LPR。点線は2024年3月末時点

## 中国CSI300指数の推移

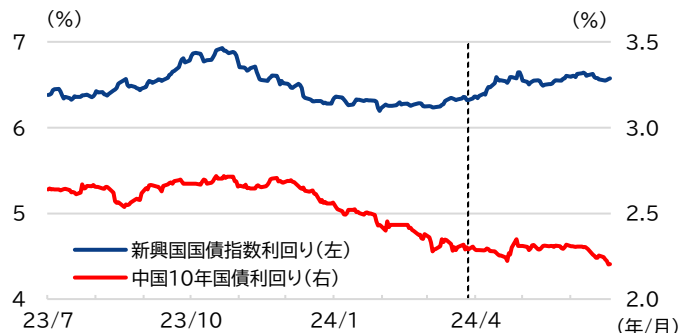
(期間 2023年7月3日～2024年6月28日、日次)



※点線は2024年3月末時点

## 新興国債指数利回り、中国10年国債利回りの推移

(期間 2023年7月3日～2024年6月28日、日次)



※新興国債指数の利回りはJ.P. Morgan GBI-EM Broad Diversifiedを使用。点線は2024年3月末時点

(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 為替

## 先進国

## 為替介入があっても円安地合いは継続

ドル円相場は円安地合いの継続を予想する。金利面からくる円安圧力は減退したが、円売りニーズは根強いからである。昨年までの欧米を念頭に置くと、たとえ年内2回の利上げであっても日銀の金融政策正常化のペースは緩慢である。内外の実質金利差は縮小したとはいえ、高水準であることは変わらない。6月の日銀会合後、為替のボラティリティは低下したため、円キャリートレードには有利な環境に戻った。金利面からくる円安圧力はさらに薄れていこうが、円安基調継続という安心感と円安加速が止まらないという恐怖感が投資家心理に浸透しつつある。スピード次第で再度の為替介入もあり得よう。総力を結集すれば円安反転は可能と見ているが、今はまだその機運が十分に熟していないと判断している。

6月の欧州議会選挙を受けたフランス下院解散をきっかけに、フランスの財政懸念が高まり、ユーロ離脱懸念も浮上した。フランスとドイツの国債利回り格差は急拡大し、ユーロもやや下落した。フランスではかつてのような中道政権復活は難しい。短期的にリスク回避ポジションの解消が進行したとしても、政策停滞のリスクは残存することから、ユーロは下押し圧力を受けやすいと見る。

今回のフランス金融市場の波乱は、過去の欧州債務危機や、トラス・ショックとはレベルが異なるものの、欧州の地政学リスクを再認識させるきっかけとなった。世界的な分断の流れに加え、移民流入による不満の高まりも指摘されている。EU内の利害対立も深刻である。南北、東西の意見の衝突に加えて、EUの有力国であるフランスとEUの対立という軸が本当に顕在化するようであれば、欧州の結末が危機を迎えることになる。

99年にスタートしたユーロでは、これまでに離脱国が出たケースはない。もし、フランスがEUを離脱することになれば、「ユーロの価値を支えてきた国が抜ける」という事象を遥かに上回る影響をもたらしてしまう。ただ、欧州は、決定に時間がかかると揶揄されつつも、これまで何度も深刻な対立を乗り越えてきた。ユーロ離脱にも複雑なプロセスが必要であり、長期的には欧州の粘り強さが発揮されると見る。

米ドルの対円相場

(期間 2020年1月1日～2024年6月28日、日次)



※点線は予想レンジ

日米実質金利差とドル円相場

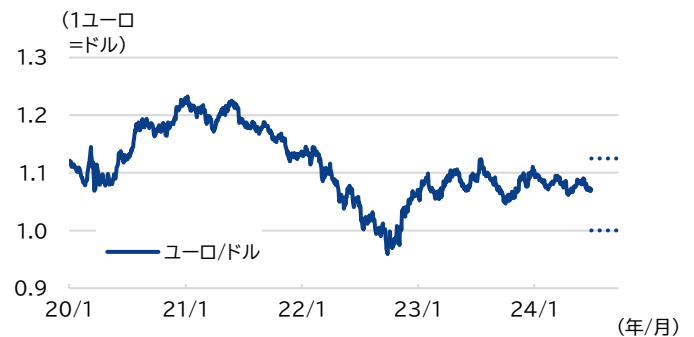
(期間 2022年1月3日～2024年6月28日、日次)



※実質金利は10年国債利回りとブレイクイーブンインフレ率で算出

ユーロの対ドル相場

(期間 2020年1月1日～2024年6月28日、日次)



※点線は予想レンジ

(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 為替

## 新興国

## 新興国通貨は対ドルではまちまちの展開に

新興国通貨は、対ドルではまちまちの展開を予想する。全体で見ると、新興国通貨のボラティリティは必ずしも懸念される高水準ではないが、個別にはボラティリティが高止まりしている通貨が散見される。目先は政治や財政などといった各国の個別リスクが意識される結果、まちまちの展開が目立つことになろう。南米通貨にとっては米大統領選も懸念材料と見なされやすい。

一方、米国のデスインフレと景気減速は支援材料である。米利下げのタイミングが迫ってくれば、新興国通貨は対ドルでは反発に向かおう。新興国通貨のボラティリティが落ち着きを取り戻していれば、実質金利の水準などを軸に再評価が進むだろうが、それにはしばらく時間を要すると見る。

対円では、日銀の金融政策正常化の遅さからくる円の軟調地合いが支援材料となる。新興国通貨の中では、連立政権発足をきっかけに懸念が後退した南アフリカランドのアウトパフォーマンスを予想する。

中国人民幣元は、横ばい圏での推移を予想する。資本流出懸念が依然として根強い為、為替の不安定化を嫌う政府当局による元安回避姿勢は今後も続く予想する。このことが中国のデフレ的な環境の一因となっている。しかし、西側諸国が中国の過剰生産に対する批判を強める中、米大統領選を前に中国が人民幣元安政策に転換するとは考えづらい。

もっとも、その見通しの確信度は必ずしも高くはない。元安回避姿勢が続く中、5月以降、対ドルでは小幅の元安が続いている点が気にかかる。中国人民銀行が公表する人民幣元を中心レートと実際の相場の乖離率は上限の2%に貼りついているし、オフショア人民幣元とオンショア人民幣元との乖離率も高止まりしたままである。15年8月の人民幣元切下げの時のように当局が姿勢を突如転換する可能性には一定の警戒が必要であろう。人民幣元切下げの際にはグローバル金融市場への影響も大きい。リスクオフの中、さまざまなポジションがアンwindされてしまう可能性が高い。

ブラジルレアルの対円相場

(期間 2020年1月1日~2024年6月28日、日次)



※点線は予想レンジ

オフショア人民幣元の対ドル相場

(期間 2020年1月1日~2024年6月28日、日次)



※点線は予想レンジ

新興国通貨ボラティリティ指数

(期間 2020年1月1日~2024年6月28日、日次)



(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 為替

## レビュー

## 先進国

前回の当レポートでは、ドル円相場の予想レンジを145.0～157.0円とした。「為替介入は時間の問題」と考え、ドル円はいったん140円台半ばまで円高に振れるなど不安定化しやすいが、円は軟調地合いに戻ると予想した。また、ユーロはドルに対して弱含むと予想した。

実際には、為替介入は4月末以降にずれ込み、しばらくの間円安が放置された。そのため、ドル円相場は4月後半に予想レンジ上限を上回った。その後複数回にわたる円買い介入が実施されたが、円安修正は151円台までにとどまった。ドル円のボラティリティ上昇は続かず、円安が再開し、6月末には一時1ドル161円台を付けた。4月に150円台突破を容認したことの弊害は大きく、国内では円安への不満が高まり、国内の景況感停滞を長期化させる一因となった。ユーロ/ドルは概ねレンジ相場であったが、6月末時点では3月末比ややユーロ安に振れた。

## 新興国

新興国通貨は、ボラティリティが低い状況が継続する中、対ドルでは反発し、対円では堅調に推移すると予想した。一部のアジア通貨にとって低調な中国景気が上値の抑制要因になる一方、キャリー妙味が高い通貨が対円ではアウトパフォームすると予想し、ブラジルレアル/円の予想レンジを28.5～32.0円とした。

実際には、新興国通貨は対ドルで下落したが、対円では円安の影響から多くの新興国通貨がアウトパフォームした。選挙結果が相場の波乱要因となったケースも多く見られたことから、予想に反してボラティリティは上昇した。レアル/円は予想レンジ内の推移にとどまったが、3月末比では下落した。

一方、中国人民元の予想レンジは7.00～7.60元とし、元安容認姿勢は採られず、横ばい圏での推移を予想した。

実際には、人民元はほぼ横ばい圏での値動きではあったものの、5月上旬に一時的に元高に振れた後、じりじりと元安が続いた。

## 米ドルの対円相場

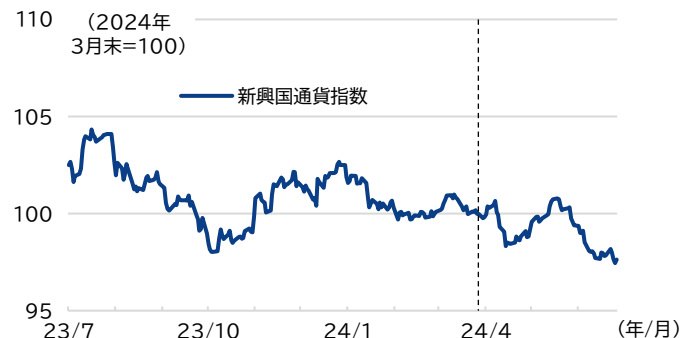
(期間 2023年7月3日～2024年6月28日、日次)



※点線は2024年3月末時点

## 新興国通貨指数の推移

(期間 2023年7月3日～2024年6月28日、日次)



※新興国通貨指数はJ.P. Morgan GBI-EM Broad Diversifiedから算出。点線は2024年3月末時点

## 人民元の対ドル相場

(期間 2023年7月3日～2024年6月28日、日次)



※点線は2024年3月末時点

(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

※実際のファンドの運用は、各ファンドの特色や運用制約、運用担当者の見通しや運用方針等に基づいて行われるため、当レポートの内容と異なる場合があります。

## 留意事項

### SBI岡三アセットマネジメントについて

商号：SBI岡三アセットマネジメント株式会社

SBI岡三アセットマネジメント株式会社は、金融商品取引業者として投資運用業、投資助言・代理業および第二種金融商品取引業を営んでいます。登録番号は、関東財務局長(金商)第370号で、一般社団法人投資信託協会および一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

### 投資信託のリスク

- 投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

### 留意事項

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- ファンドは、大量の解約が発生し短期間で解約資金を手当てする必要が生じた場合や主たる取引市場において市場環境が急変した場合等に、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引できないリスク、取引量が限られてしまうリスクがあります。これにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性や、換金申込みの受付が中止となる可能性、換金代金の支払いが遅延する可能性があります。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

### お客様にご負担いただく費用

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
購入時手数料：購入金額（購入価額×購入口数）×上限3.85%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用  
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用  
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担：純資産総額×実質上限年率2.046%（税抜1.86%）  
※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。  
なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料  
監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%（税抜0.012%）  
※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。  
(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

#### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社であるSBI岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。■投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的としてSBI岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成日時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■購入の申込みにあたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

(2024年6月末現在)

#### <本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)