

SBI OAM HOUSE VIEW

2025年1-3月

「相対的な米国一強」下の世界金融市場

		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		「米国一強」から「相対的な米国一強」へ	FF金利(中央値)	4.375%→4.375%
	日本		賃上げモメンタム好調で安定成長継続	無担保コールO/N物	0.25%→0.50%
	中国		政策効果の発現待ち	7日物リバースレポ金利	1.50%→1.30%
株式	米国		目先は上昇一服も、概ね堅調な相場展開	S&P500種指数	5,500p~6,500p
	日本		徐々に上昇基調を強めていく展開	TOPIX	2,550p~3,100p
	中国		政策催促相場	CSI300指数	3,400p~4,400p
債券	米国		長期金利は方向感を探りながら小幅低下	10年国債利回り	4.20%~4.80%
	日本		長期金利は緩やかに上昇	10年国債利回り	0.80%~1.30%
	新興国		新興国国債は利回り低下に歯止め	新興国国債指数利回り*	6.10%~6.65%
			中国国債利回りはいったん下げ止まろう	中国10年国債利回り	1.50%~1.90%
為替	先進国		目先は円安ドル高が進行	ドル/円	150.0円~162.5円
				ユーロ/ドル	0.950ドル~1.100ドル
	新興国		全般的には上値の重い展開に	ブラジルリアル/円	22.5円~28.5円
			対抗措置の一環として切り下げへ	ドル/オフショア人民元	7.00元~7.60元

*政策金利見直しは現状→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

「米国一強」から「相対的な米国一強」へ

堅調に推移する米国景気であるが、足元の金融環境も景気押し上げ方向に働いており、当面は年率+2-3%程度の成長が続くと予想する。

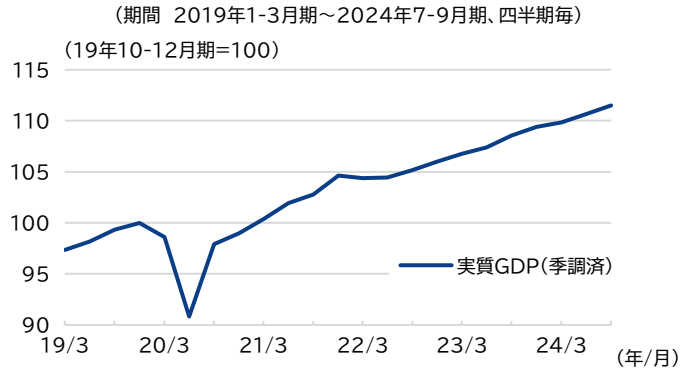
昨年9月時点では、FOMC参加者の間では雇用情勢がリスク要因として位置付けられていた。それが24年12月のFOMCでは雇用情勢をリスク視する向きが減少する一方、インフレをリスク視する向きが増えた。季節性の影響からも目先のインフレ率は強含みやすいため、インフレリスクを警戒した状況は春頃まで続くだろう。

他方、向こう半年程度を視野に入れると、雇用リスクは決して低くはない。昨年後半の雇用統計は天候要因で大きく振れたが、移動平均を見ると雇用のペース鈍化は明白だ。昨年夏場以降の移民の受け入れ抑制が雇用の増勢に歯止めをかけているのであれば、不法移民の海外追放はさらなる雇用の減少につながりかねない。政府効率化省のトップに就くイーロン・マスク氏は公務員を削減したい意向でもある。

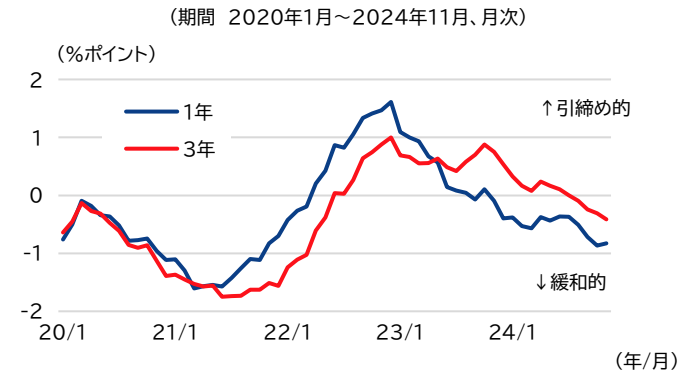
先般の大統領選・議会選挙ではレッドスイープが実現したが、上院は6議席差あってもフィリバスターは防げず、上院院内総務のスーン氏はトランプ氏とやや距離を置く。また、下院共和党は過半数を僅か2議席上回るのみだ。トランプ氏の意向が全て通る状況ではない。1期4年の任期しか残されていないトランプ次期大統領は、何度も連呼してきた政策を26年秋の中間選挙までに実施しようとするだろう。

景気に対するトランプ新政権の政策の影響は、①トランプ減税の延長は(減税剥落の影響を相殺する趣旨であるため)中立、②規制緩和(ともしあれば追加減税)はプラス、③関税引き上げと移民抑制はマイナス、と考えられる。全体では③の影響から景気下押し効果が勝るだろうし、特に年前半は政治日程的にも③の帰趨が注目されやすい。MAGAを掲げるトランプ新大統領にとって、Greatが高い成長率を意味するとは限らない。「相対的な米国一強」を目指す過程で、「関税引き上げはブラフ」という市場参加者の淡い期待は修正を迫られると見る。なお、ロシア・ウクライナ戦争の停戦もまだ実現しないだろう。

実質GDPの推移

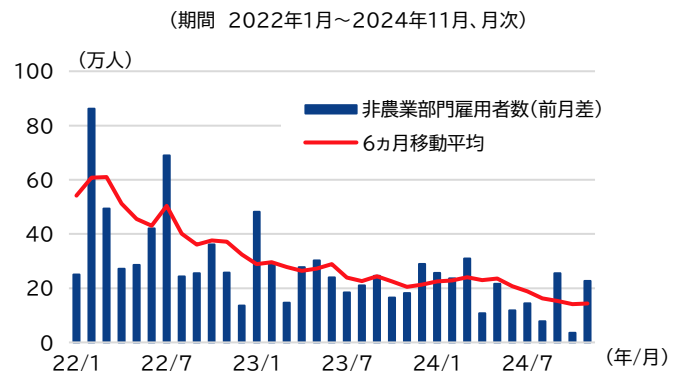


金融状況指数の推移



※金融状況がGDP成長率に与える影響を表す

非農業部門雇用者数



* レッドスイープ:大統領と上下院議会とも共和党が制する状況、フィリバスター:議事妨害、MAGA:Make America Great Again

(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

目先は上昇一服も、概ね堅調な相場展開

米国株は、概ね堅調な相場展開を予想する。「米国一強ストーリー」のもとでは、資金流入が継続しやすいためである。景気が引き続き堅調に推移していることもあり、企業業績は2桁増益が期待できそうだ。メガテック株とそれ以外との業績格差は依然大きいことから、当面はメガテック優勢の展開が続くと見る。

もっとも目先の株価は上昇が一服する可能性が高い。大統領選でレッドスweepが実現したことを受けて、株式市場はトランプ一色とも言える状況になったが、トランプ新政権の発足が近づくと、歳出削減や関税引き上げなど景気に対するマイナス材料を意識した売りが顕在化しやすくなる¹と考えるためである。これまで買われてきたトランプ関連銘柄も既に買われ過ぎの領域にあることから、短期的にはむしろ利益確定の動きの影響を受けやすいと見る。

バリュエーション面での米国株の割高感²は否定しづらい。本格的に利上げが意識されたり、長期金利がレンジを上抜ければ高値波乱の可能性もあろう。

債券

長期金利は方向感を探りながら小幅低下

10年国債利回りは、方向感を探る動きの中、小幅低下を予想する。景気指標は、事前予想との対比では頭打ち感が目立つ。高い利回りも債券相場を下支えしよう。

24年12月FOMCで「金融政策は新たな局面を迎えた」との見解が示されたことで、「しばらくは利下げがない」という見方が強まった。ただ、トランプ政権の政策は景気抑制的なものが先行して意識されやすいし、年央まで視野に入れば一時的にせよ雇用減速リスクは浮上しよう。年央には25bpの利下げが実施されると予想する。

関税引き上げを契機とした物価上昇の波及も注目点であるが、関税引き上げは景気悪化要因でもある。期待インフレが上放れしないか次第であろうが、関税引き上げが再利上げにまでつながる可能性は低いと考える。

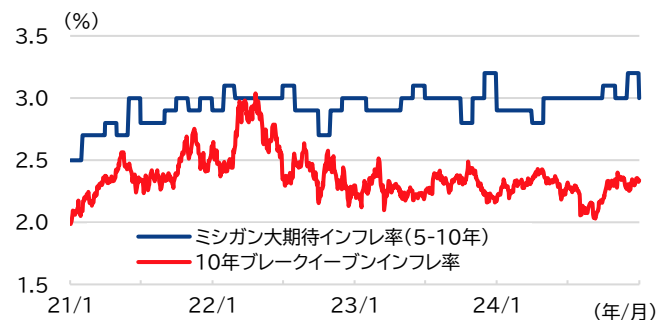
S&P500種指数の推移

(期間 2020年1月2日～2024年12月31日、日次)



期待インフレ率の推移

(期間 2021年1月1日～2024年12月31日、日次)



10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月1日～2024年12月31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、24年7-9月期のGDP成長率は前期比年率+2%台、10-12月期は同+2%弱と予想した。また、失業率が横ばい圏で推移する中、FRBは11月、12月と50bpずつという積極的な予防的利下げを実施すると予想した。

実際には、7-9月期のGDP成長率は同+3.1%に上ぶれ、10-12月期の景気も堅調に推移している。米大統領選を控えた不透明感、ハードデータにはほぼ顕在化しなかった。失業率が横ばい圏にとどまり、インフレ率の鈍化ペースが鈍ったことで、連続利下げこそ実施されたが、利下げ幅は25bpずつと小幅にとどまった。大統領選と議会選挙の結果は、想定線に近いものであった。

マーケット

株式は、S&P500種の予想レンジを5,200～6,100ポイントとし、24年10月末にかけて株価は弱含むが、大統領選後は不透明感の後退から株価は上昇すると予想した。データセンター、電力、原発などが選好されやすい状況が続く一方、大統領選後はメガテックの選好が強まると予想した。

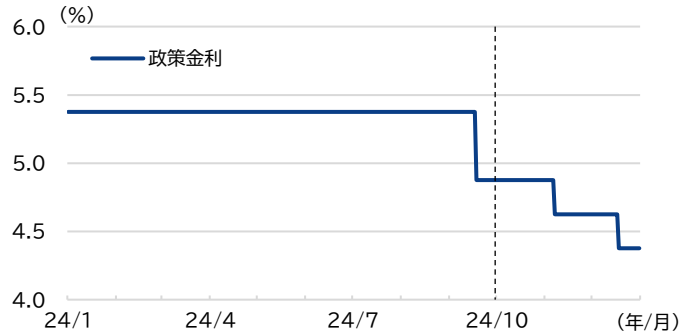
実際には、大統領選前の調整は非常に限られたものとなり、株価は上記のレンジの上方で推移した。メガテックが相場の牽引役となった。大統領選の影響を受けづらい銘柄の株価は堅調であったが、むしろトランプ政権下で恩恵を受けることが期待されるテスラ株や暗号資産関連株の株価上昇が印象に残った。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを3.30～4.10%とし、利回りは揉み合う展開を予想した。

実際には、利回りは上昇に転じ、予想レンジを大きく上回った。堅調な景気と失業率の安定を背景として大幅な利下げ期待が後退したことが影響した。また、トランプ氏が次期大統領に就任するとの見方が強まる過程で(少なくとも一時的に)財政拡張懸念が強まったことも、利回りの上昇に一役買うことになった。

政策金利の推移

(期間 2024年1月1日～2024年12月31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9月末時点

S&P500種指数の推移

(期間 2024年1月1日～2024年12月31日、日次)



※点線は2024年9月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2024年1月1日～2024年12月31日、日次)



※点線は2024年9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

賃上げモメンタム好調で安定成長継続

日本は安定的な景気拡大を予想する。24年10-12月期のGDP成長率は前期比年率+1%弱と、7-9月期の+1.2%をやや下回ると見る。夏場に弱含んだ景況感には持ち直しの兆しが見受けられる一方、生産・輸出の弱さが気がかりだ。自動車の生産は回復方向と見ているものの、そのペースは考えていたより緩慢である。

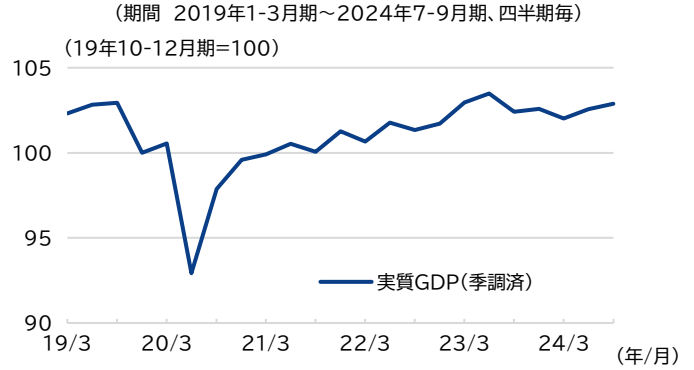
25年は国内消費の回復期待が柱となろう。実質賃金伸び率はゼロ近辺にあるが、政府の支援策を反映して可処分所得は増えている。景況感が強くないため消費は盛り上がりを欠いた状況にあるが、裏を返せば景況感が改善すれば消費者の態度も好転すると考える。

賃金について、連合の25年春闘方針は「定期昇給を含めた賃上げ5%以上、うち賃上げ分3%以上」で、中小組合は格差是正分を加えた6%以上が目安とされた。賃金要求は前年並みで、中小組合が強化されている。タイトな労働需給、下向きの物価・業績モメンタム、政治面からの要請の強さを勘案し、25年の春闘はほぼ前年並みの結果と予想するが、一次速報は前年の最終集計結果の+5.1%を上回ると見ており、賃上げモメンタムの好調継続という見方が強まろう。

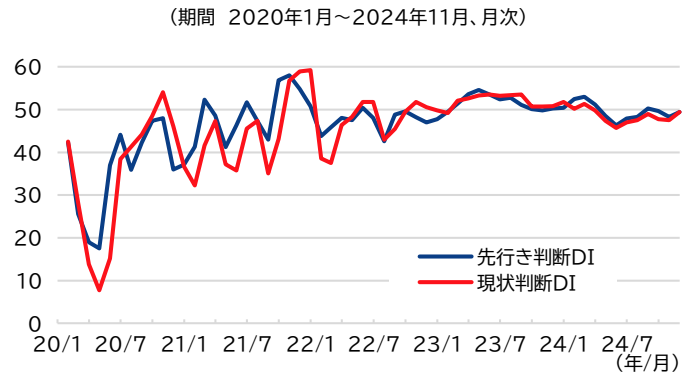
24年10月の総選挙で与党は過半数割れの状況に陥り、久方ぶりの少数与党政権となった。政策の実行には一部の野党の協力が不可欠となる。年収の壁は178万円を目指すことと引き換えに、24年度補正予算は成立の運びとなった。「物価上昇局面における税負担の調整及び就業調整への対応」は平年度で5830億円の減収見込みとされたが、「特段の財源確保措置を要しない」範囲での改正にとどまるため、景気刺激や労働供給増加などの影響も必然的に限られる。与党にとって最低限の譲歩で補正予算の成立を獲得したという印象が強い結果であった。

25年度本予算は教育無償化の進展と引き換えに成立し、更なる手取り拡大策の議論は参院選以降に先送りされると見る。年央に政治の山場が訪れるが、衆院解散は見送られ、参院選では与党過半数が維持される展開を予想する。石破総裁が交代するかはまだ判然としない。

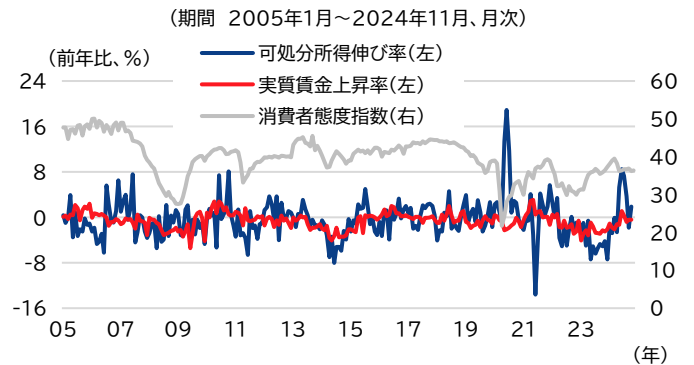
実質GDPの推移



景気ウォッチャー指数の推移



賃金、可処分所得と消費者態度の推移



※可処分所得、実質賃金上昇率は2024年10月まで

(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

マーケット

株式

徐々に上昇基調を強めていく展開

日本株は、徐々に上昇基調を強めていく展開を予想する。24年7-9月期の企業業績は減益となったが、その後の円安進行を受けて10-12月期は増益に復帰し、来期業績の減益転落を懸念する必要も乏しい。24年度の日本企業の自社株買いも20兆円弱と過去ピークであった23年度の10兆円からほぼ倍増の見通しで、需給環境も良好だ。基本ポートフォリオ見直しを控えるGPIFによる日本株買い期待も生じやすい。

24年の日本株は資産バブル後高値を更新したが、PERやPBRはレンジ上抜けには至らなかった。東証改革が耳目を集めたにもかかわらず、ROEは実績も予想も切り上がらなかったからであろう。そういった状況下、12月26日付の日経新聞朝刊は1面で「トヨタ、ROE目標20%に倍増」と報じた。中計を出さないトヨタにとってこの数値は目標かどうか不明だし、余りに野心的な数値にも見える。トヨタのROEが10%上昇しても、TOPIXのROEは0.4%程度しか上昇しない。それでも、JTCの代表企業が異次元のROE水準を意識するというのは、25年に期待をつなぐ出来事である。

債券

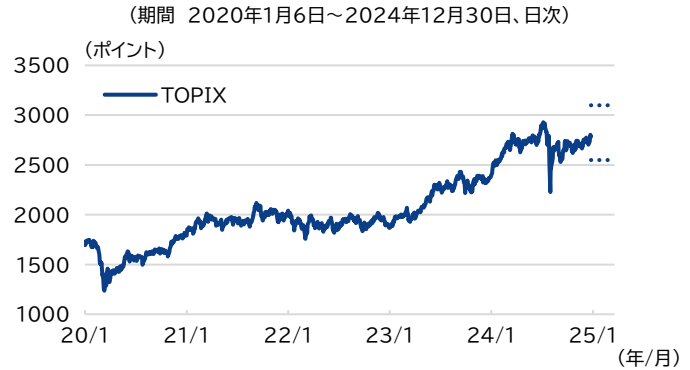
長期金利は緩やかに上昇

10年国債利回りは緩やかに上昇しよう。日銀は1月に利上げを実施すると予想する。昨年12月に利上げを見送った理由として、植田日銀総裁は「春闘に向けたモメンタムの見極め」と「米次期政権の経済政策を巡る不確実性」を挙げたが、それを鵜呑みにすべきではないと考える。展開次第では円安対応の利上げと見なされるかもしれないが、12月の利上げを嫌った真の理由は、利上げのペースを維持したかったからであろう。日本にとって6ヵ月毎の利上げが適切と日銀が考えるのであれば、1月の次に選択されるのは7月の可能性が高い。

ただ、利上げペースが緩慢であることに加えて、国債発行額の抑制やGPIFによる日本国債投資比率引き上げなどから、利回りの上昇は小幅にとどまろう。財務省の努力が奏功し、国債格下げ議論は回避できそうだ。

※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。

TOPIXの推移



※点線は予想レンジ

TOPIX-予想PBRと予想ROEの推移



※予想PBR、予想ROEは12ヵ月先予想ベース

10年国債利回りの推移



※点線は予想レンジ

* GPIF:年金積立金管理運用独立行政法人、JTC:Japan Traditional Companyの略で伝統的な日本企業

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

日本

レビュー

経済

前回の当レポートでは、24年7-9月期のGDP成長率は4-6月期よりも低下する一方、景況感はもう一段改善し、年後半は1%台という高めの成長率が継続すると予想した。また、25年夏まで増税議論は封印されると予想した。

実際には、7-9月期のGDP成長率は前期比年率+1.2%と、4-6月期の同2.2%を下回った。景況感は予想外の軟化が続いたものの、足元ではひとまず下げ止まった。10月の衆院選は、予想に反し、与党の議席数が過半数を下回った。増税議論は完全に封じられたわけではないが、政策運営上、一部野党の協力の必要に迫られることになり、財政拡張的な話題が多くなった。

マーケット

株式は、TOPIXの予想レンジを2,450~2,850ポイントとし、米国の大統領選まではやや広めのレンジ相場で上下に振れる展開が継続し、下値が崩れるリスクは低いと考えた。大統領選後には上昇に転じると予想した。その中では、中間決算での業績上方修正銘柄、株主還元を強化する銘柄などが選好されると予想した。

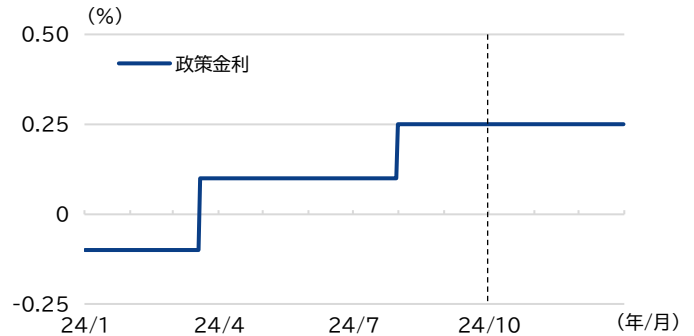
実際には、狭いレンジでの推移となったが、下値が堅い展開というのは想定通りであった。大統領選後の米国株上昇にもかかわらず日本株は出遅れたが、これは7-9月期決算を受けた業績懸念の台頭に加えて、与党過半数割れという政治不安が漢方薬のように影響したからであろう。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを0.70~1.25%とし、利回りは緩やかな上昇を予想した。金融政策については、12月の利上げ実施を予想した。

実際には、利回りは小幅上昇となったが、米国の利回り上昇を反映した面が大きいと見ている。11月後半には12月日銀会合での利上げ機運が大きく高まったものの、12月上旬の観測報道で利上げ機運は消失し、12月日銀会合では「もうワンタッチ必要」との理由から利上げ実施は見送られた。

政策金利の推移

(期間 2024年1月1日~2024年12月31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O/N物の上限値。点線は2024年9月末時点

TOPIXの推移

(期間 2024年1月1日~2024年12月31日、日次)



※点線は2024年9月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2024年1月1日~2024年12月31日、日次)



※点線は2024年9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

中国は政策効果の発現待ち、インドは持ち直しへ

中国は、24年は前年比+5%弱の成長を、25年は同+4%台半ばの成長を予想する。

24年10月以降の不動産販売は前年を上回って推移している。11月の新築住宅価格も前月比-0.2%と、価格の下落ペースは一時よりもマイルドになっており、昨年の不動産不況対策は一定程度奏功したと考える。

12月の中央政治局会議では、経済政策の方針が「積極的な財政政策」から「より積極的な財政政策」に、「穏健的な金融政策」から「適度に緩和的な金融政策」に修正された。「適度に緩和的」という表現はGFC以来であり、財政と金融を積極活用して足元の難局に取り組む姿勢に疑いの余地は少ない。

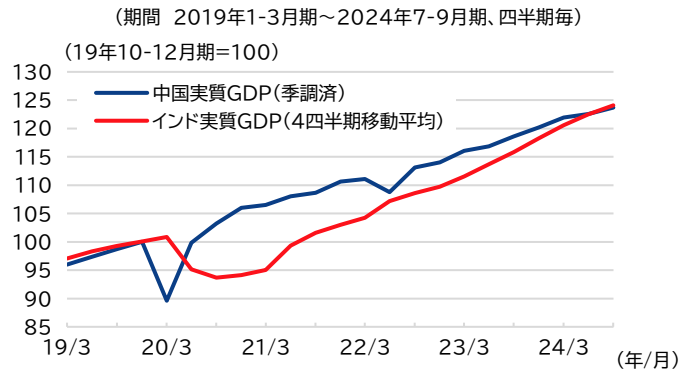
財政政策については、昨年12月下旬に、25年の経済目標として財政赤字比率は4%、GDP成長率目標は+5%前後と報じられた。25年3月の全人代で公表される目標値としてはほぼ妥当な水準と考える。ただ、上記の報道によって25年の経済目標に対する見方が固まってしまったことから、財政面の期待がさらに高まる可能性は低いと見る。新しい材料が出てくるのは、25年前半の経済情勢が判明してからだろう。

金融政策については、昨年9月に続く追加利下げの実施を予想するが、金融機関への悪影響や利下げ効果に対する懐疑的な見方から大幅な利下げへの機運は高まっていないと見る。この1年で中国がデフレ局面にあるとの認識は広まったが、その状況に対して現状の1.5%という政策金利水準は高い。8月以降、実質的なQE政策が採られていることが国債利回りの低下に拍車をかけている。有効性の議論はさて措くとしても、ゼロ金利政策の導入が先のところ、その判断はすぐに採られそうにない。

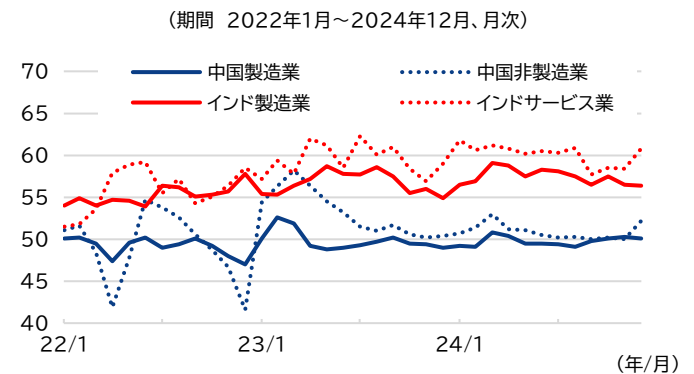
インドの7-9月期GDP成長率は前年比+5.4%と、4-6月期の同+6.7%から低下した。成長率低下の主因は「統計上の不突合」だが、民需もやや弱めであった。ただ、足元ではPMIが上向きに転じていることから、10-12月期の成長率は持ち直すと予想する。当面、インド景気の注目点は多くはないが、トランプ政権誕生による影響を受けづらい点は相対的な好材料である。

※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。

実質GDPの推移



中国、インドのPMIの推移



※中国のPMIは国家統計局発表

中国全人代の経済目標

(期間 2018年~2025年、年次)

	成長率目標	財政赤字目標
2018年	6.5%前後	2.6%
2019年	6-6.5%	2.8%
2020年	-	3.6%以上
2021年	6%以上	3.2%前後
2022年	5.5%前後	2.8%前後
2023年	5%前後	3.0%
2024年	5%前後	3.0%
2025年	5%前後	4.0%

※2025年はロイターが報じた数値

* GFC:Global Financial Crisis. QE:Quantitative Easing

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

新興国

マーケット

株式

中国株は政策催促相場、インド株は資金流入再開

中国株は、25年1月末の春節を控えて小動きとなる。3月5日から開催される全人代に向けて政策催促相場は継続しようが、25年の経済目標は昨年末に報じられてしまっており、さらに期待感が高まる展開は見込み薄と考える。

トランプ新政権の誕生で相対的に割りを食いやすいのが中国株である。新政権発足後、対中関税は早期に引き上げられるだろうし、中国の過剰生産に対する風当たりも再び強まっていくと予想する。半導体・半導体製造装置株は中国政府・当局による政策恩恵を受ける分野ではあるものの、海外からの投資はエンティティリストの拡充でさらに難しくなっていく。

24年後半の中国株急騰は多くの投資家に注目されたが、それは中国以外のアジア株の劣後を意味し、インドの株式市場からも資金が流出した。しかし、中国に対するさらなる期待感の上昇が難しいということは、出遅れてきたアジア株にとっては支援材料であろう。アダム問題を引きずるし、経済面でも目立った好材料は見当たらないものの、インド株への資金流入は再開すると予想する。

債券

新興国国債は利回り低下に歯止め

新興国国債は、横ばい圏で推移すると予想する。南アフリカ、メキシコでは緩やかなペースでの利下げが継続することに加えて、トルコも利下げ局面に入った。しかし、FRBの利下げペースは鈍化する。多くの新興国は緩和的な金融政策姿勢を維持しつつも、一段の金融緩和には慎重になると見ており、利回りの低下には歯止めがかかる。

中国の国債利回りは、いったんは下げ止まると予想する。金融緩和期待は強いものの、これまでの急激な利回りの低下を受けて既に過熱感が強いことから、目先は揺り戻しの動きが生じる見通しだ。財政出動に伴う国債増発も、利回り低下を抑制する方向に働くと考える。実質的なQE政策がどのように運営されるかが鍵となる。

中国CSI300指数の推移

(期間 2020年1月2日～2024年12月31日、日次)

(ポイント)

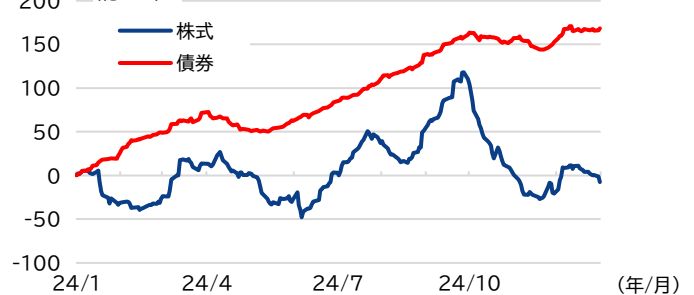


※点線は予想レンジ

海外投資家によるインド株式・債券買越額の推移

(期間 2024年1月1日～2024年12月31日、日次)

(億ドル)



※買越額は24年初以降の累計値

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12月31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

* エンティティリスト:米商務省が輸出管理法に基づき国家安全保障や外交政策上の懸念があるとして指定した企業

(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

レビュー

経済

前回の当レポートでは、24年の中国は前年比+4%後半という低めの成長率を予想する一方、景気の底入れ機運は高まると考えた。金融緩和は一段と強化され、25年の全人代に向けて財政拡大への期待も継続すると予想した。インドについては、景気の好調継続を予想した。

実際には、中国では12月の中央政治局会議で「より積極的な財政政策」、「適度に緩和的な金融政策」と強い表現で景気配慮姿勢が示され、習近平国家主席は24年の成長率が5%前後と言及した。ただ、底入れへの期待感は一進一退の状況にある。インドの景気は伸び悩んだ。

マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを3,600～4,600ポイントとした。23年3月に付けた高値を更新した後、やや広めのレンジでの揉み合いに転じるものの、景気刺激策が強化されることへの期待感が支えとなり、当面の株価は上昇しやすいと予想した。

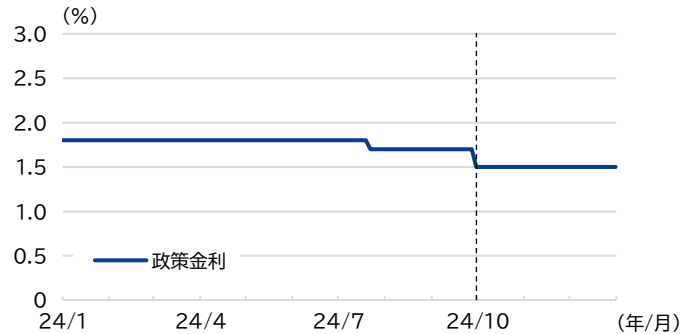
実際には、政策への期待感から中国株は度々大きく上昇したものの、政策の公表後には反落が続り返された。その過程で激しいボラティリティは徐々に低下し、株価は落ち着き処を模索する局面に移行した。

債券は、新興国国債利回りの予想レンジを5.50～6.65%とし、利回りの低下基調が継続すると予想した。インドネシア、南アフリカ、メキシコでは追加利下げを予想する一方、ブラジルでは利上げ継続を予想した。中国10年国債利回りの予想レンジを2.00～2.40%とし、底堅い動きを予想した。

実際には、新興国国債利回りは小幅に上昇した。こちらも米国の利回り上昇を反映したものであろう。一方、中国10年国債利回りは大幅に低下し、予想レンジの下限をあっさりと下回った。金融緩和の強化を反映した側面もあるだろうが、それにしても利回りの低下は大きいものであり、日本の資産バブル崩壊時を想起させるような値動きとなった。

中国の政策金利の推移

(期間 2024年1月1日～2024年12月31日、日次)



※政策金利は7日物リバースレポ金利。点線は2024年9月末時点

中国CSI300指数の推移

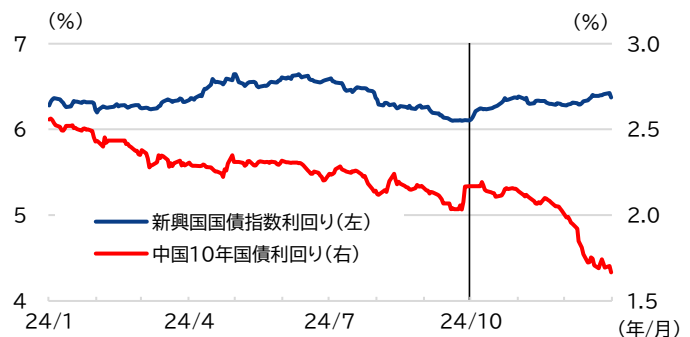
(期間 2024年1月1日～2024年12月31日、日次)



※点線は2024年9月末時点

新興国国債指数利回り、中国10年国債利回りの推移

(期間 2024年1月1日～2024年12月31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。縦線は2024年9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

目先は円安ドル高が進行、ユーロは下落

ドル円相場はドル高、円安が目先進行すると予想する。その先にはその持続性が試される展開となろう。

米国一強という状況のもとでは米国市場に海外から資金が流入しやすく、ドル高が進展しやすい。トランプ新政権による関税引き上げも短期的にはそのストーリーを強化する方向に働くだらうし、しばらくは米国の利下げも期待できない。円についても、特に年初はNISAによる対外証券投資の拡大が意識されやすいため、円安が進みやすいと考える。

昨年央のドル円相場の水準に近付けば為替介入への警戒感が強まるだろうが、このところの円安ドル高は日米実質金利差というファンダメンタルズを相応に反映したものと考えており、その点については昨年央とは状況が異なる。そのため、年初早々という早いタイミングでの円買い介入は見送られると予想する。

1月の日銀利上げを予想しているが、その利上げは円安進行にいったん歯止めをかけることになるだろう。他方、その次の利上げはしばらく先になりそうである。利上げペースが緩慢であることに加えて、デジタル赤字が大きいという状況には変わりがなく、円高基調への転換には至らないと考える。

ユーロは対ドルで下値を試す展開が続くと予想する。景気の弱さを背景として、ECBは会合毎の利下げを実施しよう。昨年末はレパトリの動きがユーロ安進行に一定程度歯止めをかけたが、レパトリの動きは既に一巡した。米国との金融政策格差が改めてユーロ安要因となろう。独仏の政局不安も、景気懸念要因であると同時にユーロ安要因でもある。

もう少し長い時間軸のもとでは、潜在的に再プラザ合意、あるいはプラザ合意2.0のリスクが高まっていく可能性には留意が必要である。米国一強、あるいは相対的な米国一強のもとでの「ドル一強ストーリー」は、ドル買いポジションへの著しい偏りをもたらしかねない。現状では状況が極まっているわけではないし、米国景気が堅調というのも救いであるが、そのリスクは関税引き上げ後の世界経済において着実に高まっていくだろう。

米ドルの対円相場

(期間 2020年1月1日～2024年12月31日、日次)



※点線は予想レンジ

日米実質金利差とドル円相場

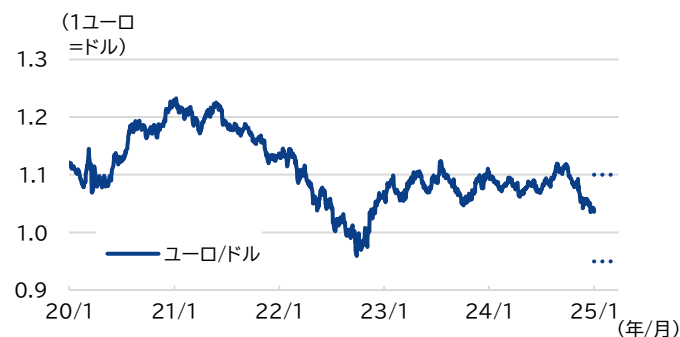
(期間 2022年1月3日～2024年12月31日、日次)



※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12月31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

全般的には上値の重い展開に

新興国通貨は、全般的に上値の重い展開を余儀なくされる一方で、対円では底堅い動きを予想する。FRBの利下げペースの鈍化が、新興国通貨の上値を抑える主要因と考える。一方、円高基調には転換しないと見ていることが、対円で見たと新興国通貨が底堅い動きを示すと考える背景である。

もっとも、正確に言えば、新興国通貨は、まちまちの、そしてボラティリティの高い展開を余儀なくされるであろう。トランプ新大統領は就任前からTruth Socialを使って金融市場にサプライズを投下し続けているが、大統領就任後にはその姿勢はもっと鮮明なものになろう。そして第一次トランプ政権の時とは異なり、イーロン・マスク氏からもサプライズが投下されることになる。一連のサプライズ発言は、短期的かもしれないが、新興国通貨の下落を誘発しやすいと考える。

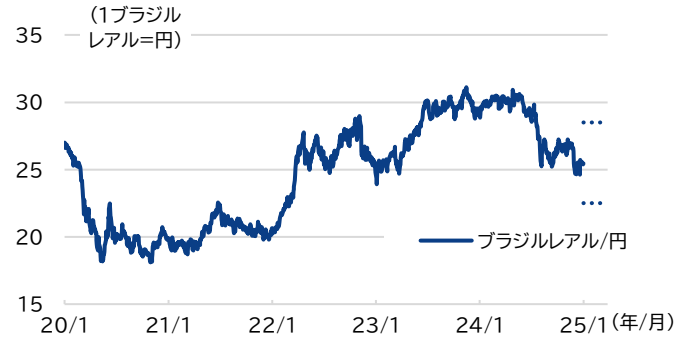
ただ、トランプ新大統領がディールを重視していく意向なのであれば、サプライズ発言は新興国通貨に対する中期的な投資の好機を提供するものと、前向きに位置付けることができるだろう。

高い実質金利を背景として、中期的にはトルコリラ、ブラジルレアルの上昇余地が大きいと考える。トルコは利下げ局面に入ったが、利回り水準の高さから押し目買いのニーズは強く、海外から債券市場への資金流入は継続している。エルドアン大統領とトランプ新大統領とが親密な関係にあることに加えて、アサド政権の崩壊も中東地域におけるトルコの存在感を高めている点も注目材料だ。ブラジルでは、財政規律に対する懸念の高まりから、中央銀行はタカ派姿勢を鮮明にし、通貨防衛を余儀なくされている、実質金利が上昇していることから中長期的な投資魅力は高いと考える。

人民元は対ドルでの下落を予想する。中国の利回り低下を背景として米中金利差は拡大したが、足元のドル元相場は金利差拡大を十分には反映していない。24年12月時点で当局が元安容認を検討していると既に報じられてもいる。トランプ政権発足後、対中関税は早期に引き上げられるだろう。対抗策として中国側が制裁関税を発動する際に、人民元も切り下げられると予想する。

ブラジルレアルの対円相場

(期間 2020年1月1日～2024年12月31日、日次)



※点線は予想レンジ

オフショア人民元の対ドル相場

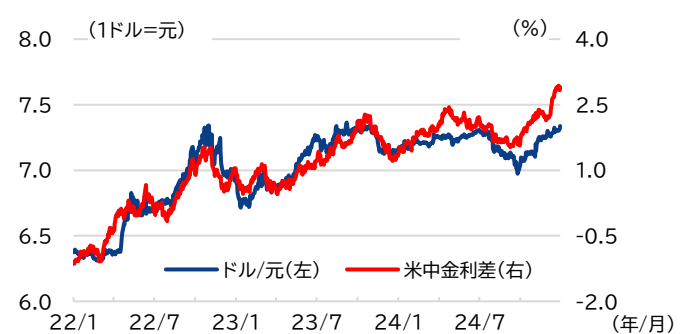
(期間 2020年1月1日～2024年12月31日、日次)



※点線は予想レンジ

米中金利差とドル元相場

(期間 2022年1月3日～2024年12月31日、日次)



※金利差は10年国債利回りで算出

(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135.0～150.0円とした。ドル/円の長期トレンドは24年7月をピークに転換した可能性が高いものの、目先は円高一服を予想した。ドルについては、FRBの予防的利下げが緩やかなドル安とリスク資産の下支えに寄与する一方、円キャリートレードのポジションを再構築する動きは当面限られると考えた。ECBは緩やかなペースでの利下げを選択し、欧米金利差のマイナス幅縮小が対ドルでのユーロ上昇につながると予想した。

実際には、円安ドル高が進行し、10月に予想レンジ上限を突破した。大統領選後には一時的な揺り戻しが発生したものの、12月はFRBのタカ派的な利下げと日銀の利上げ見送りが影響し、円安ドル高が一段と進行した。

ユーロは下落した。FRBの利下げペースの鈍化が意識される一方、景気の減速感を背景にECBが利下げペースを速めるといふ、予想と真逆の展開になった。

新興国

新興国通貨は、対ドル、対円ともに堅調な推移を予想した。その中で出遅れていた南米通貨も反発に転じると予想し、ブラジルリアル/円の予想レンジを24.4～29.0円とした。

実際には、新興国通貨は対ドルで下落した。米大統領選を控えて、あるいはその結果を受けて新興国投資への警戒感が強まったことが大きい。南米通貨はまちまちな値動きとなった。先行して下落していたメキシコペソが反発を示した一方、ブラジルリアルは財政懸念を反映して対ドルでは大幅安となった。もっとも、円安の影響もあって予想レンジ内での推移にとどまった。

中国人民元の予想レンジは6.70～7.40元とし、対ドルでは景気底入れ期待から底堅い動きが継続すると予想した。他方、11月の米大統領選前後は不安定な動きを余儀なくされると考えた。

実際には、人民元は下落した。米大統領選を受けたドル高に加えて、中国の大幅な利回り低下が影響した。

米ドルの対円相場

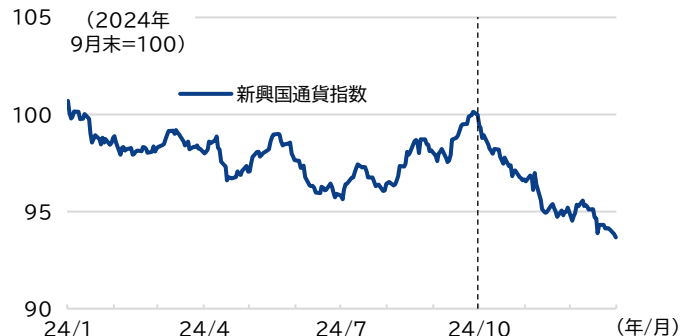
(期間 2024年1月1日～2024年12月31日、日次)



※点線は2024年9月末時点

新興国通貨指数の推移

(期間 2024年1月1日～2024年12月31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9月末時点

人民元の対ドル相場

(期間 2024年1月1日～2024年12月31日、日次)



※点線は2024年9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に帰属します。

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12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)