

SBI OAM HOUSE VIEW

2025年10-12月

もうはまだなり

	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	☀️	ジョブレスリカバリー継続、雇用懸念は一進一退	FF金利(中央値)	4.125%→3.625%
	日本	☁️	成長率は跛行色が強いが、景気は自律回復継続	無担保コールO/N物	0.50%→0.75%
	中国	☀️	「5%成長可能」との見方は不変、反内巻政策にも期待	7日物リバースレポ金利	1.40%→1.40%
株式	米国	☀️	良好な企業業績や利下げ期待から堅調な展開	S&P500種指数	5,830p~7,150p
	日本	☀️	過小評価は危険、上昇基調継続との前提は捨てられず	TOPIX	3,000p~3,400p
	中国	☁️	上値が重い展開	CSI300指数	4,050p~4,750p
債券	米国	☁️	経済指標睨みで長期金利は揉み合い	10年国債利回り	3.90%~4.50%
	日本	☁️	財政拡張懸念は後退、カーブはフラット化へ	10年国債利回り	1.50%~1.75%
	新興国	☀️	新興国国債は高金利国中心の利回り低下	新興国国債指数利回り*	5.65%~6.00%
		☁️	現状付近での揉み合い	中国10年国債利回り	1.70%~2.00%
為替	先進国	☁️	ドル/円は限定的な下落、ユーロは緩やかな上昇	ドル/円	145.0円~152.0円
		☀️		ユーロ/ドル	1.150 ^{ドル} ~1.220 ^{ドル}
	新興国	☀️	対ドル、対円で堅調な推移を予想		
		☀️	目先は小幅高を予想	ドル/オフショア人民元	7.00元~7.30元

*政策金利見通しは現状→3カ月後
*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カ月を想定した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

ジョブレスリカバリー継続、雇用懸念は一進一退

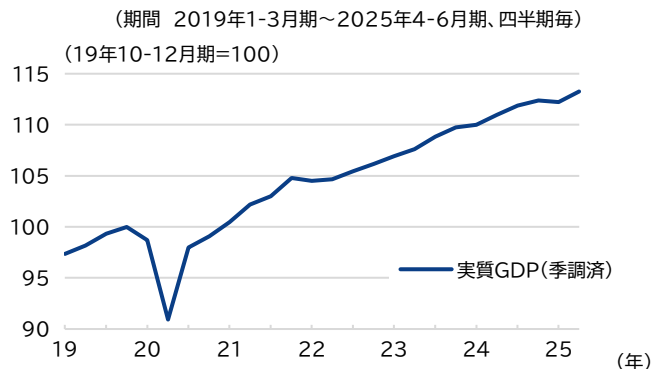
米国は「ジョブレスリカバリー」という言葉が相応しい状況にあり、景気は当面、堅調な状況が継続すると予想する。また、来年は財政による景気下支えを見込む。

従来、関税引上げで物価が上昇し、景気は下押し圧力を受けるという展開を予想していた。しかし、関税による物価上昇はまだ小さい。様々な主体が吸収しているだけでなく、関税政策そのものの修正も影響している。また、関税の影響だけ抽出すれば景気にマイナスであろうが、関税政策の不透明感が後退することによる効果も、悪影響の相殺に一役買っている。10-12月期の大きな注目点はIEEPAに基づく追加関税措置の司法判断と、違法と判断された場合の政権の対応である。

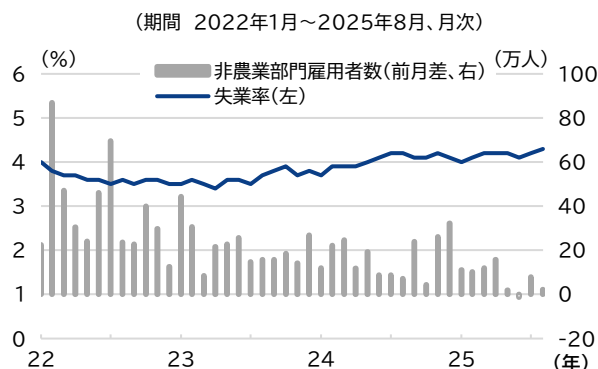
早期に顕在化したのが雇用市場の悪化である。雇用者数は、今年の5月以降、殆ど増えない状況であったことが、事後的に判明した。パウエルFRB議長が指摘する通り、足元の雇用減少は移民減少などによる供給面の問題と、採用の減少という需要面の問題が混在したものであろう。10月の雇用は、DOGEや政府閉鎖の影響から下ぶれする可能性が高い。それでも「当面の雇用は増えづらい」という見方がある程度固まったのであれば、追加的にサプライズ視される可能性は低いと予想する。かつて雇用者数は毎月10万人以上増えるのが当然であったが、ブレイクイーブン雇用者数について、ウォラー理事は9月FOMC前に5万人程度と言及し、パウエル議長はFOMC後の記者会見で0-5万人と言及した。

9月FOMCでは参加者の見方が、①インフレリスクが相応に残る、②リスクバランスが変化した、③さらなる積極利下げが必要、に分かれる中で、「関税のインフレリスクは一時的」「雇用悪化への対応が必要」との見方が採られた。コアPCEデフレータの25年末の見通し(中央値)は前年比+3.1%であるが、当面はその判断が尊重され、多少の上ぶれは許容されよう。ただ、景気が堅調に推移するのであれば、来年初にはインフレリスクを警戒せざるを得ない局面が再び訪れると予想する。そして問題を複雑にするのは、そのリスクに本格的に対処するのが「パウエル後のFRB」という点である。

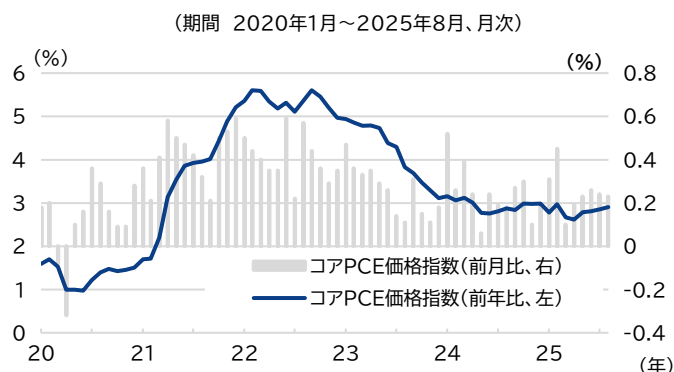
実質GDPの推移



非農業部門雇用者数と失業率の推移



コアPCEデフレータの推移



* DOGE: 政府効率化省
IEEPA: 国家緊急経済権限法
ブレイクイーブン雇用者数: 失業率を大きく変動させない雇用者数のベース

(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

良好な企業業績や利下げ期待から堅調な展開

良好な企業業績や利下げ期待などを背景に、米国株は堅調な展開を予想する。

決算発表を経て、4-6月期業績は6月末時点での6%増益予想が14%増益に上ぶれた。そして、7-9月期は8%増益が9%増益に上方修正された。米国では「決算実績の上ぶれ」と「翌四半期の下方修正」がセットで発生するケースが多いが、翌四半期の数字が下方修正されていないのは珍しい。関税懸念などから予想が過度に控えめに設定されていたためであろう。一方、26年業績は14%増益が予想されている。まだまだ仮置き数字と捉えるべきであろうが、それでも決算発表を通じて2桁増益という見方が浸透していく可能性が高い。

バリュエーションは高止まりしており、過去10年間のレンジで見ると割高感是否めない。パウエル議長も株価の割高感を指摘した。一方、Magnificent 7の予想PERは30倍を超えるが、過去10年間のレンジで見ると特段高い水準にはない。業績面にも衰えが見られないことから、株価面でも引き続きMagnificent 7が優位な展開を予想する。

債券

経済指標睨みで長期金利は揉み合い

10年国債利回りは揉み合いの展開を予想する。

9月のFOMCでは参加者の政策金利見通しが下方修正され、年内2回の追加利下げが示唆されることになった。この見通しの変化を踏まえて、10月および12月にそれぞれ25bpの追加利下げを予想する。

ただ、年内の連続利下げは、現状ではほぼ「織り込み済」である。一方、「ターミナルレートの市場予想」の近似値である2年先1ヵ月金利は、23年以降で見たレンジの下限付近で下げ渋っている。長期金利がさらに低下するには、ターミナルレートの見方がもう一段低下することが必要と見る。それには本格的な景気減速か、もう一段の積極的な利下げを織り込むことが必要であろうが、下放れるのはこの四半期ではないと考える。

S&P500種指数の推移

(期間 2022年1月3日～2025年9月30日、日次)



2年先1ヵ月物金利の推移

(期間 2022年1月3日～2025年9月30日、日次)



10年国債利回りの推移

(期間 2022年1月3日～2025年9月30日、日次)



* Magnificent 7とは、Alphabet Inc.、Amazon.com Inc.、Apple Inc.、Meta Platforms Inc.、Microsoft Corp.、NVIDIA Corp.、Tesla Inc.の7社
ターミナルレート：政策金利の最終到達点となる金利水準のこと

(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、関税引き上げの影響は6月には顕在化し始め、景気減速の強まり、あるいは景気後退を意識させるような瞬間も訪れるものの、最終的に景気後退は回避されると見通した。政策金利は25bpの利下げを予想した。

実際には、関税による物価への影響はこれまでのところ想定よりも小幅であり、消費への影響もほとんど顕在化していない。7月雇用統計ではサプライズが発生し、予想通り雇用懸念が台頭することになったが、それは「過去実績の大幅な下方修正」によるものであり、想定と異なるサプライズであった。雇用悪化が決め手となり、政策金利は予想通り、9月から利下げが開始された。

マーケット

株式は、S&P500種指数の予想レンジを5,500～6,500ポイントとした。短期的には高値警戒感が強まりやすいが、利下げ実施や企業業績の底堅さを背景として中期的には上昇基調と予想した。その中ではAI市場拡大の恩恵を受けるメガテックなどの銘柄の物色が継続すると考えた。

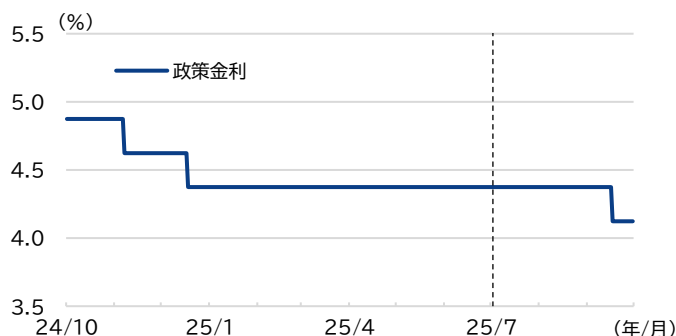
実際には、株価は4-6月期の上昇ペースからは若干減速したものの、調整と呼べるほどの調整もなく上昇を続け、9月にはレンジ上限を上回った。高値警戒感やバリュエーション面での割高感が指摘されることが多かったものの、相場はどこ吹く風といった様相であった。4-6月期の業績も好調であったメガテックが想定通り相場を牽引し、超大型株の集中物色が継続した。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを3.80～4.60%とした。景気減速懸念から利下げ期待が強まりやすい一方、財政拡大への警戒感が残ることから長期金利の低下余地は限られると考えた。ボラティリティは高め、イールドカーブはブルスティープ化を予想した。

実際には、10年債は比較的狭いレンジでの推移に終始し、利下げ期待が強まる中で、利回りは小幅に低下した。イールドカーブの形状はさほど変わらなかった。

政策金利の推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30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2025年6月末時点

S&P500種指数の推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※点線は2025年6月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※点線は2025年6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

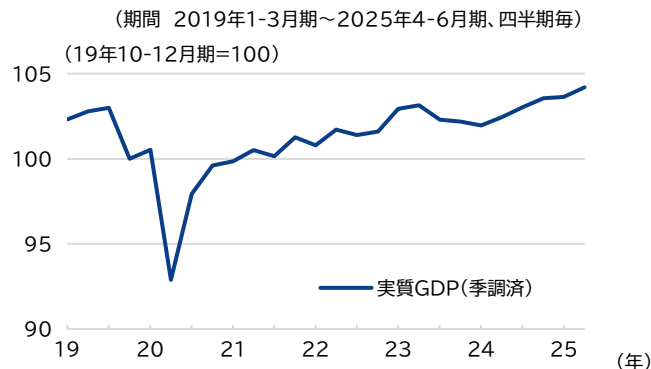
成長率は跛行色が強いが、景気は自律回復継続

7-9月期のGDP成長率は前四半期の強すぎる数値の反動からマイナス圏に転落しよう。成長率は跛行色の強い状況が続くが、景気ウォッチャー指数が示す通り、景気低調はひとまず脱したと見る。水準もまだ高くないことから、当面は自律回復が続くと予想する。小泉新政権の発足、日本維新の会の与党参画というメインシナリオのもとでは、石破政権の政策は概ね踏襲され、財政拡張懸念は緩和しよう。

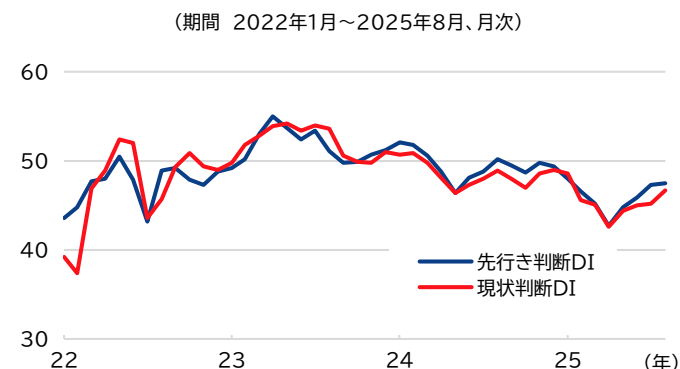
日銀は7月の展望レポートで、25年度の実質GDP成長率を4月時点の見通しから0.1ppt引上げる一方、25年度のコアCPIは0.5ppt、26年度は0.1ppt上方修正した。一方、リスクバランスは、4月時点での「経済見通し：下振れリスクの方が大きい、物価見通し：下振れリスクの方が大きい」から「経済見通し：下振れリスクの方が大きい、物価見通し：概ね上下にバランス」に変わった。金融政策運営については「経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していく」との説明である。9月会合では「消費者物価の基調的な上昇率について、成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩むものの、その後は、成長率が高まるもとで人手不足感が強まり、中長期的な予想物価上昇率が上昇していくことから、徐々に高まっていく」という見通しが確認された。

1月の利上げを最後に、足元まで利上げ実施は見送られている。4月の米国による相互関税の発表は利上げへの機運を大幅に損ねたが、この半年の間で利上げへの機運は概ね回復した。次の利上げは、経済見通しのリスクバランスを中立に戻すのと合わせて実施されるだろう。後はタイミングの問題だけである。10月利上げも可能だし、26年1月まで待つことも可能だろう。タイミングを見極める上で重要なのは「為替」と「金融市場での織り込み度合い」である。ドル円相場は150円近くに位置しているが、7月末水準の突破が現実味を持ってくれば、利上げに踏み切れよう。また、理由に依らず次回会合が近付いてきたタイミングで利上げが高い確率で金融市場に織り込まれた場合には、サプライズを与えずらいというメリットが優先され、追認利上げが行われると見る。

実質GDPの推移



景気ウォッチャー指数の推移



10月日銀会合までの利上げ確率



(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

日本株の強さの過小評価は危険

日本株の強さを過小評価するのは危険であり、上昇基調が継続するという前提は捨てられないと考える。

日米関税交渉の妥結や米国の利下げ再開を受けて、景気や企業業績に対する懸念は後退した。国内企業の7-9月期業績は増益に転換すると見ており、25年度通期業績も増益着地が可能だろう。

過熱感や割高感を示す指標が増えたが、今のところ株価が崩れる気配は感じられない。乗り遅れている投資家の買いが一巡すれば相場はピークを迎えようが、時期や水準は不明である。外的ショックに対する株式市場の脆弱性が高まった点が懸念されるが、その場合にも昨年8月や今年4月のように急回復するように思えてならない。

9月日銀会合で、ETF、J-REITの売却開始が決定された。売却ペースが金融機関から買入れた株式の売却と変わらないことが強調され、処分に100年以上かけるとの見方が示されたことで、株式市場への影響は限られた。売却に踏み出した意義は大きく、売却手法には今後変更が加えていくだろうが、それはまだ数年先の話である。

債券

財政拡張懸念は後退、カーブはフラット化へ

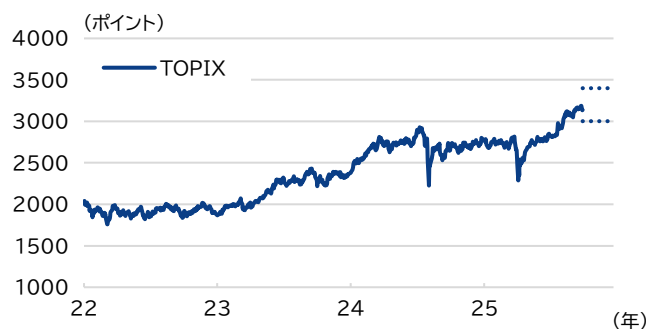
10年国債利回りは、利上げ観測の高まりを背景に、緩やかな金利上昇局面の継続を予想するが、自民党総裁選後に財政拡張懸念は後退しよう。イールドカーブはフラット化を予想する。

「物価下落圧力が残る」という認識から日銀は利上げに慎重姿勢を維持しているが、9月の日銀会合では2名の政策委員が利上げを主張した。日米関税交渉の合意を受けた企業景況感の改善や、9月日銀短観やさくらレポートで経済の底堅さが確認されれば、年内利上げの支援材料となろう。

一方、少数与党の構図を背景とした財政拡張懸念は概ね市場に織り込まれたと見ており、財政に起因した超長期ゾーンの金利上昇圧力は限定的と考える。

TOPIXの推移

(期間 2022年1月4日～2025年9月30日、日次)



※点線は予想レンジ

2年先1ヵ月物金利の推移

(期間 2022年1月3日～2025年9月30日、日次)



10年国債利回りの推移

(期間 2022年1月3日～2025年9月30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、循環的ではあるが実質賃金が改善しやすい局面に入ることから、景況感の底は過ぎたと予想した。国内政治については「参院選後も石破政権存続」をメインシナリオと考え、景気は低調な状況が続くものの、参院選後には経済対策が発動され、景気の底割れは回避されると予想した。

実際には、想定通り、景気ウォッチャー指数は4月を底に改善が続いた。4-6月期のGDP成長率は前期比年率+2.2%と予想を大幅に上回ったが、一時的要因も多く、でき過ぎと見る。7月の参議院選挙では連立与党の議席数が過半数を割り込み、9月に石破総裁は辞意を表明した。その結果、景気対策組成のタイミングは後ずれした。

マーケット

株式は、TOPIXの予想レンジを2,500～3,000ポイントとした。調整圧力がかかり、当面は一進一退の値動きとなったとしても、自社株買いの存在から下落は一時的なものにとどまると予想した。25年度通期の決議額は22兆円に拡大すると予想した。

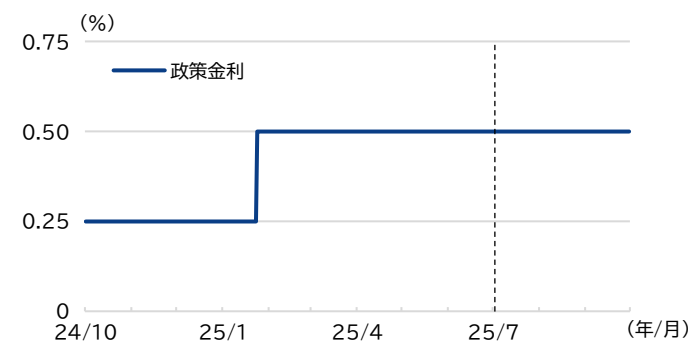
実際には、7月中旬まで膠着した値動きが続いたが、日米関税合意の発表を受けて、日本株は大きく上昇した。米国株が好調に推移したことも影響し、8月にはあっさり予想レンジの上限を突破した。バリュエーション面では割高化が進行し、バブル化を懸念する向きも増えた。4-6月期の自社株買い発表は期待ほどは増えなかった。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを1.30～1.70%とし、バースティーブ継続を予想した。年内は政策金利が据え置かれる一方、超長期債の需給環境改善は不十分なことから、超長期ゾーンを中心にボラティリティの高い展開が続くと考えた。

実際には、10年債利回りは小幅に上昇したが、変動はそれほど大きくならなかった。米国の雇用悪化による利回り低下が日本の利回りにも影響したが、石破総裁の辞意表明を受けた財政拡張懸念から利回りが上昇した。イールドカーブは、7月中旬にかけて一時的に拡大したが、その後は徐々に拡大幅が縮小した。

政策金利の推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※点線は2025年6月末時点

TOPIXの推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※点線は2025年6月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※点線は2025年6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

「5%成長可能」との見方は不変

「景気は弱含んでいるが、通年で5%成長は可能」という見方に変わりはない。7月以降、景気減速を示す指標が目立ってきており、7-9月期成長率の鈍化は不可避である。一方、中国の経済目標の意味合いは重い。今年については3月の全人代で「5%成長目標」が掲げられたが、10-12月期は巻き返しの四半期であり、成長目標の達成に向けて政策支援が強化されていくと見るのが自然である。

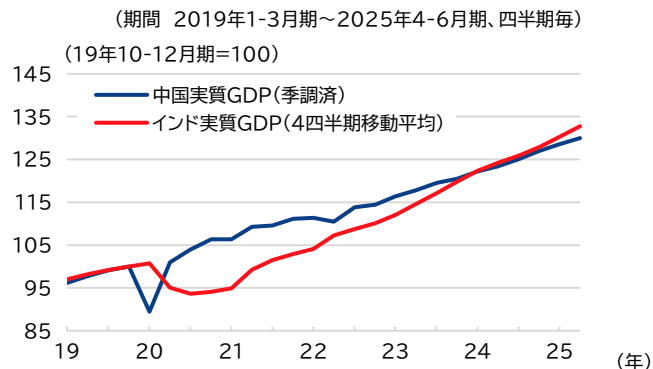
10月20-23日に開催される四中全会では、①次期5カ年計画に向けた議論、②「中国製造2025」の実質的な後継政策、③(後述の)反内巻政策の強化、などが注目点である。引き続き「新質生産力」の強化が鍵となる。

中国では過剰な生産能力や過度な価格競争に対処する反内巻政策が本格化している。習主席は、全人代で国内での内巻を止めるように指示したことに続き、7月1日に開催された中央財政経済委員会では、①企業が製品の質を向上できるように無秩序な低価格競争を規制する、②古い生産能力の秩序ある撤退を促進する、という意向を表明した。具体的には、①電気自動車産業では当局による品質検査の強化や下請け企業への資金コスト転嫁の是正、②太陽光パネルや鉄鋼業では協調減産の一部実施、③セメント、石炭、リチウム採掘業では検査の強化と、事実と異なる申告については生産停止罰則の適用や生産能力淘汰の指導、④外食宅配産業では値下げ自粛の牽制、などが開始された。

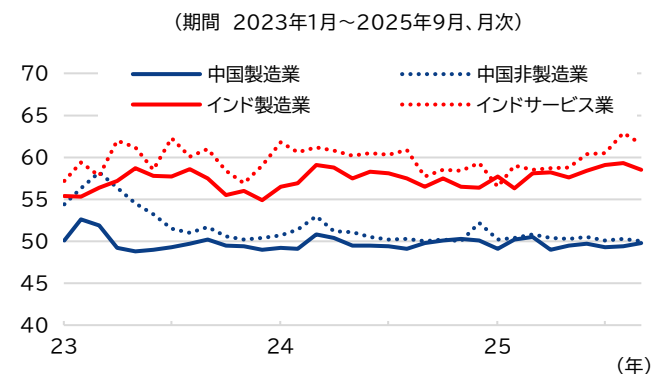
中国ではデフレ的な状況が続いており、日本病とも言われるようになった。まだ限定的ではあるものの、物価指標面で反内巻政策が一定の効果をもたらしつつあるように見える点は前向きに評価したい。

インドは、堅調な景気が継続すると予想する。製造業PMIは堅調だし、サービス業PMIは足元で加速している。米印関税交渉の難航は予想外ではあったが、対米輸出依存度は必ずしも高くはないことから、直接的なダメージは限られるだろう。一方、副産物として一気にGST改革が進められた点は前向きに評価できる。インフレ率も安定しており、利下げも実施されると見る。

実質GDPの推移

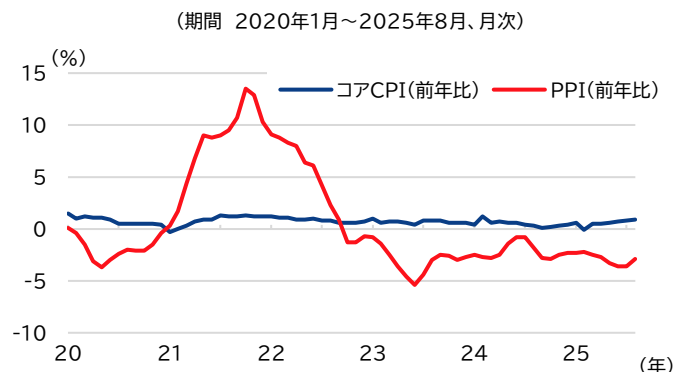


中国、インドのPMIの推移



※中国のPMIは国家统计局発表

中国のコアCPIとPPI



* 内巻: 内向きな競争で終わりに消費戦を強いられる状況を指す
新質生産力: 2023年9月に習近平総書記が黒龍江省を視察した際に初めて言及した言葉。高度な技術、高い効率、高い品質が特徴
GST: 物品・サービス税
(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

中国株は上値の重い展開

中国株は上値の重い展開を予想する。消費の弱含みが顕著であり、政策による下支えが期待されるものの、業績予想の下方修正が続いており警戒が必要と考えるからである。予想PERは、コロナ時の異常値を除けば過去レンジの上方に位置している。やや割高感を感じる水準であり、強力な政策が打ち出されなければ、さらなるバリュエーションの上昇は限定的であろう。

引き続き、本土株に比べるとテクノロジー企業の上場が続いている香港株がアウトパフォームすると予想する。本土株は金融株が牽引役となろう。中長期的には、当局による追加金融緩和、消費刺激策等の景気対策、AI産業振興策などへの期待が株価の上昇要因と見る。

インド株は上昇を予想する。GSTが改正されたことによる景気支援効果が期待できることに加えて、利下げも実施されると予想する。中国株の上値が重くなれば、これまで出遅れてきたインド株がキャッチアップするという見方が広まっていくだろう。

債券

新興国国債は高金利国中心の利回り低下

新興国国債利回りは小幅低下を予想する。多くの新興国の金融緩和姿勢の継続が、利回り低下を後押ししよう。ただし米国の利回り低下が一服するのであれば、新興国国債の利回り低下も限定的なものとなりそうだ。その中では高金利国が選好されると見ており、高金利国の利回りが低下すると予想する。

インフレを警戒しているブラジル中銀は、来年1-3月には利下げに転換しよう。実質長期金利は8%程度と高く、緩やかな金利低下を予想する。南アフリカは、中銀の利下げ路線の堅持に加えて、新興国国債指数におけるウェイト上昇期待が海外からの資金流入を後押ししよう。中国は財政出動による景気下支えを優先し、利下げは見送られよう。利回りは現状付近での揉み合いを予想する。

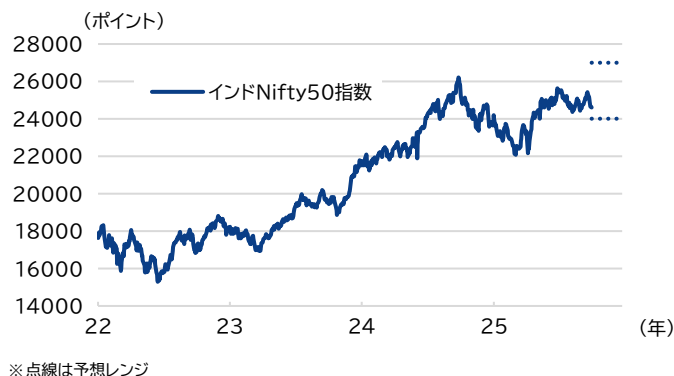
中国CSI300指数の推移

(期間 2022年1月4日～2025年9月30日、日次)



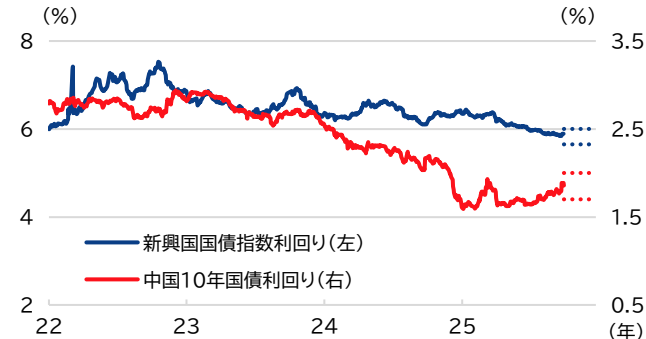
インドNifty50指数の推移

(期間 2022年1月3日～2025年9月30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 2022年1月4日～2025年9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。

新興国

レビュー

経済

前回の当レポートでは、中国の景気見通しには改善余地がある一方、4-6月期の経済実績を確認した上で、「+5%成長」という政府目標の達成に向けて政策支援が強化されていく展開を予想した。インドの景気は堅調で、利下げも継続すると予想した。

実際には、中国の4-6月期GDP成長率は前年比+5.2%と堅調で、見通しの引上げにつながる一方、月次統計から景気減速懸念が強まったが、これらは想定通りの展開である。インドの4-6月期のGDP成長率は同+7.8%と加速した一方で、利下げ実施は見送られた。

マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを3,700～4,200ポイントとした。中国株は短期的に下げても大きなものとはならず、中期的に政策余地の大きさが支援材料になると予想した。テクノロジー企業の上場継続もあり、本土株に比べて香港株が優勢と考えた。インド株は相対的に優位と見たため、海外からの資金流入が継続し、総じて堅調な値動きになると予想した。

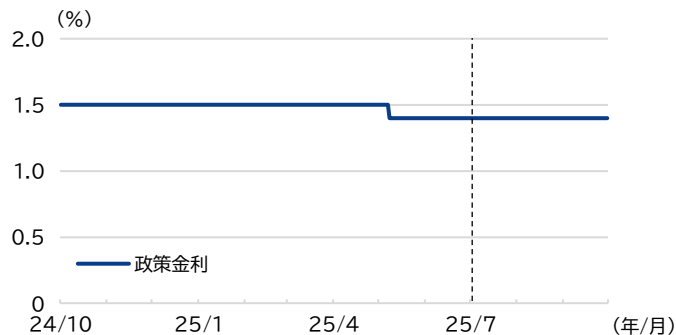
実際には、中国株は続伸し、8月にはレンジ上限を上回った。景気減速を示唆するデータが多かったが、むしろ政策期待を強める方向に作用した。個人投資家の間でも株式投資が人気化しており、2015年の大相場と比較する向きも増えた。一方、インド株は予想外の軟調となったが、米印関税交渉が拗れた影響も大きかったと見る。

債券は、新興国国債利回りの予想レンジを5.50～6.20%とし、利回りは高金利国を中心に低下すると予想した。中国10年国債利回りの予想レンジは1.40～1.70%とし、緩やかなブルスティープ化を予想した。利下げ観測を背景に中短期の利回りは低下する一方、景気支援策の強化が長期の利回りを下支えすると考えた。

実際には、新興国国債利回りは小幅に低下した。米国債利回りの低下が進まなかったことが、利回り低下を限定的なものとしたと見られる。中国国債利回りは小幅に上昇し、緩やかにブルスティープ化した。好調な株式市場を背景に債券から株式への資金シフトが発生した。

中国の政策金利の推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※政策金利は7日物リバースレポ金利。点線は2025年6月末時点

中国CSI300指数の推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※点線は2025年6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10月1日～2025年9月30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2025年6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

ドル/円は限定的な下落、ユーロは緩やかな上昇

ドル/円は目先円安余地を試すだろうが、その先は下落に向かうと予想する。ただ下落余地は限定的と見る。

このところドル円相場と日米金利差の動きが乖離した状況が続いてきた。国内では与党の議席数が衆議院に続いて参議院でも過半数を割り込んでしまったため、政権運営のために野党の協力を得ることが不可避な状況となった。拡張的な財政政策に対する懸念のみならず、国内政局の不透明感が円安につながった可能性があるだろう。

ただ、自民党総裁選を経て、国内政局の不透明感はひとまず後退する可能性があるだろう。そうなればドル/円は金利差に見合う水準に近づくと予想する。

一方、構造的な円売りフローや日本の実質金利の低さは構造的な円安要因として残っている。デジタル赤字の拡大などについても、特段の打開策は打ち出されていないままである。他方、日銀が利上げに踏み切ったとしても、日本の政策金利がインフレ率を大幅に下回る状況は簡単には変わりそうにない。根強い円安要因を念頭に置くと、円高基調への転換は簡単には起こらないと考える。

ユーロ/ドルは緩やかな上昇を予想する。これまで米国は利下げ休止局面、欧州は利下げ局面にあったが、9月のFOMC、ECB理事会を経て、ひとまず米国は利下げの四半期を、欧州は利下げ休止の四半期を迎えることになった。欧米金利差からはユーロ/ドルに割高感があつたが、当面は先行して上昇したユーロ/ドル相場を金利差が下支えすると予想する。

投機筋によるユーロの買い持ち高は高水準であるものの、足の速いレバレッジファンドは慎重姿勢を継続していると見ており、急速なポジション解消に伴うユーロ急落の可能性は低いと考える。

米ドルの対円相場

(期間 2022年1月3日～2025年9月30日、日次)



※点線は予想レンジ

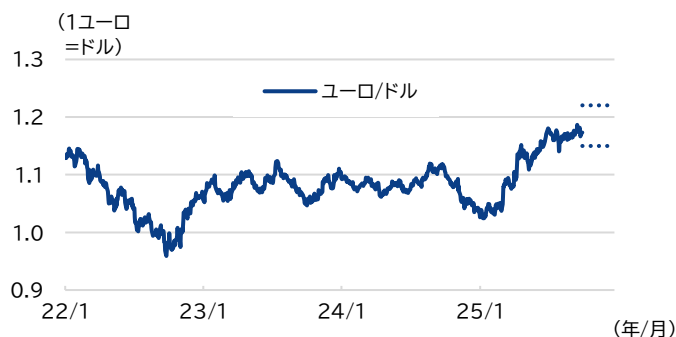
日米実質金利差とドル円相場

(期間 2022年1月3日～2025年9月30日、日次)



ユーロの対ドル相場

(期間 2022年1月3日～2025年9月30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

対ドル、対円で堅調な推移を予想

新興国通貨は対ドル、対円で堅調な推移を予想する。

9月にFRBは9カ月ぶりの利下げに踏み切った。少なくとも年末までは利下げが継続すると見ており、ドル安基調は継続すると予想する。一方、前述の通り、日本では次回利上げのタイミングが迫ってきたが、利上げ後でも日本の実質金利の水準が低いことに変わりはない。構造的な円売り圧力も残ることから、円高基調への転換は見込み薄である。

トランプ政権への懸念が完全に払拭されたわけではないが、年初来の関税を巡るニュースフローを消化していく過程で、金融市場には一定の耐性が備わることになったのはポジティブなニュースである。今後も五月雨的な発表が続くだろうが、多少のことであれば市場への影響は限られるだろう。

今年を振り返ると、3月から4月にかけては、新興国から海外へと資金が流出した。相互関税の発表で、金融市場のリスクセンチメントが強烈に委縮したタイミングであった。しかし、相互関税の適用が先送りされ、金融市場のリスクセンチメントは全般的に回復していった。5月以降、TACOトレードという言葉が流行するのに合わせて、新興市場への資金流入が継続している。

足元でもリスクセンチメントの改善は継続している。多くの金融資産で予想変動率が低下し、クレジット市場でもクレジットスプレッドのタイト化が著しい。このような環境は新興国通貨にとっても追い風であり、この四半期も新興国通貨に投資するキャリートレードは積極的に取り組まれると予想する。

ブラジル、南アフリカ、メキシコなど実質金利が高い国は金利低下余地が大きいことから、通貨の上昇を予想する。特に対円では、日本の実質金利が低いことが活きてくる。一方、中期的には、人口動態の面から経済成長率が抑制されやすい国については、資金流入が先細っていくと予想する。その観点からは、中国、タイ、東欧諸国の通貨は、中期的に下落する可能性が高い。

新興国通貨指数の推移

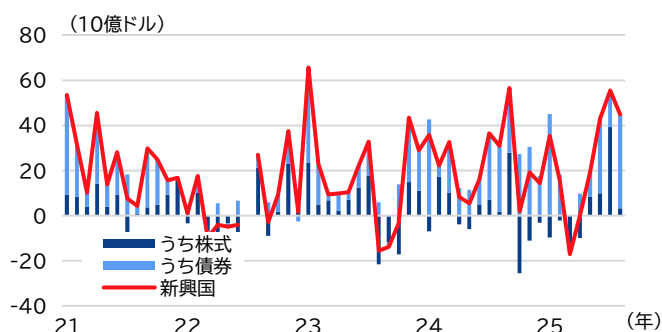
(期間 2020年1月3日～2025年9月26日、週次)



※新興国通貨指数はJ.P. Morgan GBI-EM Broad Diversifiedから算出

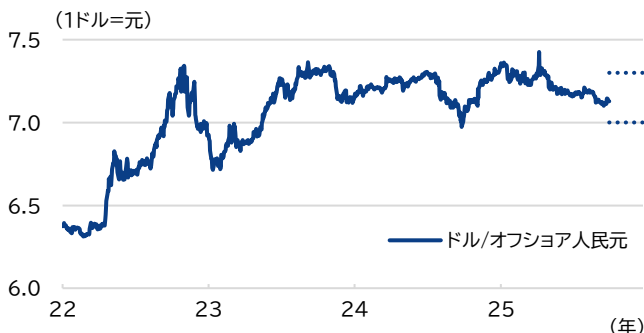
新興国への資金流入の推移

(期間 2021年1月～2025年8月、月次)



オフショア人民元の対ドル相場

(期間 2022年1月3日～2025年9月30日、日次)



※点線は予想レンジ

* TACOトレード: トランプ大統領の強硬発言で株価が下落しても、いずれは撤回されて株価が戻る可能性が高いことから、「トランプ発言による下落は買い場」と考えるトレード手法

(出所) Bloombergデータ、IIF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140.0～148.0円とした。金利差とドル円相場の連動性が回復し、金利差の縮小を通じてドル安圧力が優勢になると予想した。他方、ユーロドル相場の予想レンジは1.13～1.20ドルとした。ドル資産離れへの警戒感は強いが、ユーロ自体に買い材料は乏しいため、上値の重い展開の中、高値波乱もありえると考えた。

実際には、ドル/円は小幅に上昇し、予想レンジ上限近辺での膠着が続いた。7月FOMCでのパウエル議長の発言がタカ派的に映ったことで、ドル/円相場は一時150円台に乗せた。8月初旬の雇用統計サプライズでドル安が進行して140円台に戻したが、9月後半には再び150円に迫る局面も見られた。ユーロドル相場は概ね横ばい。フランスの政治混乱や財政懸念からユーロは8月上旬に1.14ドル台に下落し、高値波乱が顕在化したが、9月には予想レンジ上限の1.20近くに値を戻した。

新興国

新興国通貨は、対ドル、対円ともに戻り余地を試しにいく展開を予想した。リスクセンチメントが回復する過程で、高金利通貨の投資需要は増加すると考えた。

実際には、新興国通貨は対ドルで横ばい圏で推移した。7月下旬にはリスクセンチメント悪化の影響から下落したが、短期間で値を戻した。ただ、その後は上昇の勢いが限られた。

中国人民元の予想レンジは7.00～7.30元と、横ばい圏での推移を予想した。ドル資産離れという潮流のもとでは人民元も強含みやすいものの、中国の金融緩和の継続が元高に歯止めをかける可能性を意識した。

実際には、人民元は小幅に上昇した。8月中旬までは横ばい圏での推移が続いたが、8月中旬以降に小幅な元高が進行した。上昇する株式市場への配慮もあって中国では利下げが見送られた一方、米国では利下げ期待が強まったことが影響した。

米ドルの対円相場

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※点線は2025年6月末時点

新興国通貨指数の推移

(期間 2024年10月1日～2025年9月30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2025年6月末時点

人民元の対ドル相場

(期間 2024年10月1日～2025年9月30日、日次)



※点線は2025年6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ある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率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。■購入の申込みに応じた場合は、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡し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。

(2025年9月末現在)

<本資料に関するお問い合わせ先>

電話番号 03-3516-1300 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)