

SBI OAM HOUSE VIEW

2026年1-3月

米利下げまでリスク資産は我慢の時間帯に

	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	☁️→☀️	政府再閉鎖による下押しも、景気拡大が続く	FF金利(中央値)	3.625%→3.625%
	日本	☁️→☀️	日中関係悪化による下押しも、景気拡大が続く	無担保コールO/N物	0.75%→0.75%
	中国	☔️→☁️	「5%成長は可能」との見方は不変	7日物リバースレポ金利	1.40%→1.30%
株式	米国	☁️☀️	良好な企業業績を背景に堅調な展開	S&P500種指数	6,500p~7,300p
	日本	☁️☀️	売り圧力の低さから緩やかな上昇が続く	TOPIX	3,200p~3,650p
	中国	☁️☀️	企業業績改善に見合った上昇へ	CSI300指数	4,500p~4,800p
債券	米国	☁️	利上げ休止を受けて横ばい圏で推移	10年国債利回り	4.00%~4.50%
	日本	☁️	インフレ懸念は落ち着き、高止まりへ	10年国債利回り	1.90%~2.30%
	新興国	☁️	米利上げ休止で横ばい推移	新興国国債指数利回り*	5.75%~6.05%
		☁️	中国利下げ期待高まらず、方向感が出づらい状況が続く	中国10年国債利回り	1.70%~2.00%
為替	先進国	☔️	「ユーロ>ドル>円」の中、為替介入が注目点に	ドル/円	155.0円~160.0円
		☀️		ユーロ/ドル	1.150 ^{ドル} ~1.220 ^{ドル}
	新興国	☁️	米利下げは期待しづらく、方向感のない動きに		
		☁️	米中金利差が人民元高に歯止め	ドル/オフショア人民元	6.85元~7.15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

政府再閉鎖による下押しも、景気拡大が続く

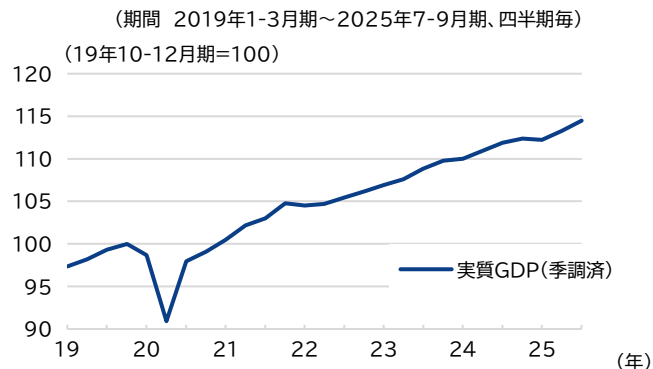
米国景気は短期的に下押し圧力を受けるが、26年は景気拡大の年と予想する。下押し圧力を受けるのは、再び政府閉鎖に陥ると考えるからである。25年11月に成立したつなぎ予算の期限は26年1月末に訪れる。ただ、それはあくまでも一時的要因であり、その後は景気拡大要因が勝ることになろう。昨年に成立した”One Big Beautiful Bill Act”では、トランプ減税の延長に加え、設備投資促進策やチップ課税・残業代課税の撤廃などが盛り込まれた。昨年後半の連続利下げの効果に加えて、不透明感の根源となってきた関税政策も緩和方向にある。雇用懸念もこの四半期がボトムとなろう。

年初早々の米国は、上述の「つなぎ予算案の審議」に加えて、「IEEPAに基づく関税措置に対する最高裁判決」「FRBの新議長人事」という重要イベントが相次ぐ。最高裁判決は違憲となりそうだが、一定期間は他の法律に基づいて同種の関税を課すこともできる。その後は品目別関税に移行していくだろうが、得られる関税が現状より少なくなる可能性を意識したい。

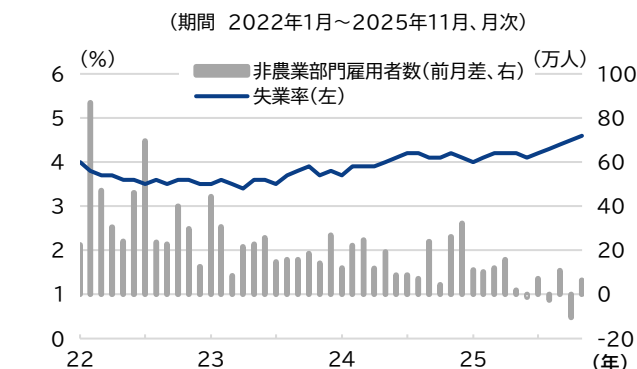
一方、FRBのパウエル議長の任期は26年5月15日までである。トランプ大統領は、新議長を年初に指名する考えを示し、「利下げを行うこと」を新議長の条件としている。メインシナリオは、①新議長にハセツNEC委員長が指名され、1月にミラン理事の後任に就任する、②5月の任期満了のタイミングでパウエル氏は議長職・理事職をともに退く、③新議長が就任し、追加の理事が補充され、新たな体制で6月16-17日のFOMCを迎える、というものだ。7名の理事のうち4名がトランプ氏によって指名される状況下、最大の注目点は「議長交代によるFRBへの影響」。ただでさえ議長交代のタイミングで金融市場は荒れやすいが、サブシナリオの「経済実体と乖離した金融政策の運営」が実現すれば混乱は必至である。年後半に向けての注目点は「期待インフレ率が抑制されたものであり続けるか」である。

11月3日に実施される中間選挙については、下院での共和党劣勢が報じられている。トランプ政権が中間選挙対策に本腰を入れていく中で、景気刺激策と物価抑制策のどちらを重視していくかも注目されよう。

実質GDPの推移

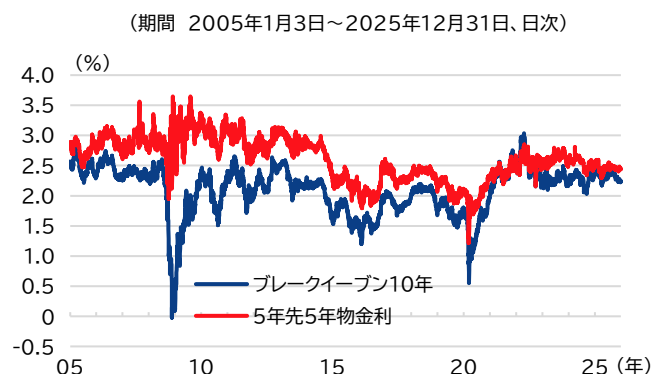


非農業部門雇用者数と失業率の推移



※ 2025年10月の失業率は欠損

期待インフレ率の推移



* One Big Beautiful Bill Act: 大型の減税・歳出法案
IEEPA: 国家緊急経済権限法

(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

良好な企業業績を背景に堅調な展開

米国株は、良好な企業業績を背景に堅調な展開を予想する。25年は関税の影響を受ける中でも13%の増益予想という米国企業。26年は景気が拡大に向かう中、前年からの反動増も加わり、増益率加速が期待できよう。

ただ、当面は利下げが期待しづらい点が重石となる。今から6月の利下げに期待するのは気が早いだろう。むしろ目先は市場に残る利下げ期待が後退を迫られることの影響を気にかけるべきと見る。しばらくは我慢が強いられる時間帯となろう。

年央以降は利下げ期待がドライバーとなる。圧倒的に高いROEに支えられて、26年末のS&P500種指数は8,000ポイント、ナスダック総合指数は28,500ポイントを予想する。

昨年注目を集めたAIバブル、プライベートクレジットバブルへの懸念は、今年も繰り返し取り沙汰されるだろう。ただ、大局的に利下げ局面にあるうちは、バブルが崩壊する可能性は低いと考える。この観点からも期待インフレの動向からは目が離せない。

債券

長期金利は利上げ休止を受けて横ばい圏で推移

10年国債利回りは、横ばい圏での推移を予想する。米国の雇用減速が続く一方、FRBの利下げがいったん休止するためである。その後、米国景気が総じて堅調という見方が広まれば、前半の国債利回りは4%台前半で推移しよう。関税政策が修正されれば財政面での懸念も浮上し、上限は4.5%程度と見る。

25年12月の利下げは、パウエル議長下での最後の利下げであったと見る。議長一人が交代するだけで全てが変わるわけではないが、変わるのは議長一人というわけでもない。新体制のFRBは、現時点よりも利下げバイアスを強めたものになる。年央以降は利下げが強く意識されていくことから、26年末の利回りは4.0%と予想する。年を通じて長短金利差はやや拡大する見通しである。

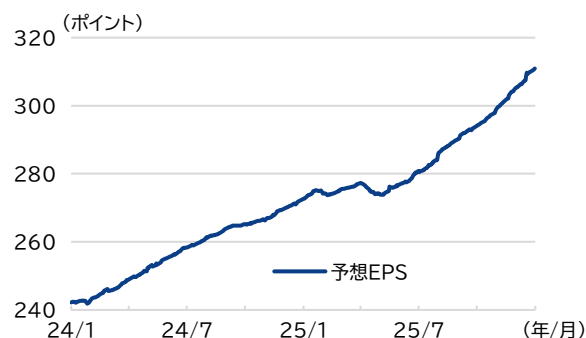
S&P500種指数の推移

(期間 2023年1月3日～2025年12月31日、日次)



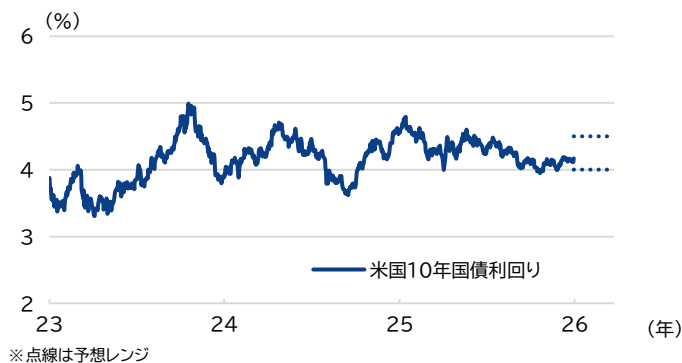
予想EPSの推移

(期間 2024年1月1日～2025年12月31日、日次)



10年国債利回りの推移

(期間 2023年1月2日～2025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

ちょうど1年前の当レポートのタイトルは「「相対的な米国一強」下の世界金融市場」とした。トランプ政権の発足で国家間の対立はより激化する。米国、他国ともに経済的には傷つくだろうが、それでも米国の相対優位性は維持されると考えたためだ。

米国が主たる武器とした「関税率」は、当初の発表こそ衝撃的であったものの、結局、最適関税理論が示唆する水準に近づいてきた。米国株は、一強とまでは言えなかったものの、良好なパフォーマンスを発揮。関税によって経済成長率や企業の増益率は多少下押し圧力を受けたものの、他国を凌駕したという意味においては「相対的な米国一強」の1年間であったと考える。ただ、米ドルにとっては厳しい1年間であった。

マーケット

前回の当レポートでは、株式は、S&P500種指数の予想レンジを5,830～7,150ポイントとした。米国株は堅調に推移し、引き続きMagnificent 7が優位な展開を予想した。

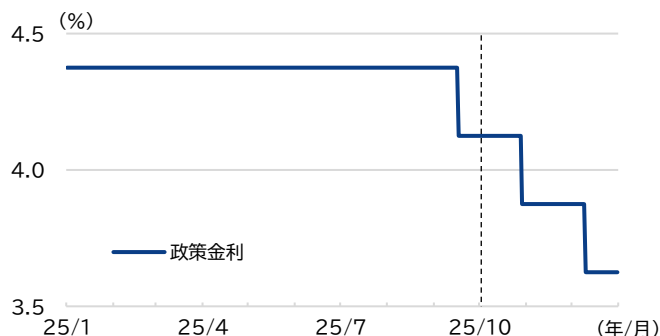
実際には、S&P500種指数は6,500～7,000で推移し、総じて堅調であった。上昇ペースはやや鈍化したのが、それは一部地銀の引当金増加でプライベートクレジットへの不安感が高まったり、米大手テクノロジー企業が積極的な資金調達を実施したことがAIへの過剰投資の警戒感につながってしまったためである。ただ、Magnificent 7やメガテックとS&P500種指数とのパフォーマンス格差はさほど生じなかった。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを3.90～4.50%とした。連続利下げを見込む一方、ターミナルレートの見方がもう一段低下するのはこの四半期ではないと考え、利回りは揉み合いが続くと予想した。

実際には、10年債は3.95～4.20%で推移し、予想通り揉み合いの展開となった。金融政策面では連続利下げが実施され、政策金利(中央値)は3.625%に低下。25年10月上旬にはプライベートクレジットへの不安感から質への逃避が生じたことで利回りは一時的に4%を割り込んだが、不安感はひとまず後退した。

政策金利の推移

(期間 2025年1月1日～2025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2025年9月末時点

S&P500種指数の推移

(期間 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



※点線は2025年9月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



※点線は2025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

日中関係悪化による下押しも、景気拡大が続く

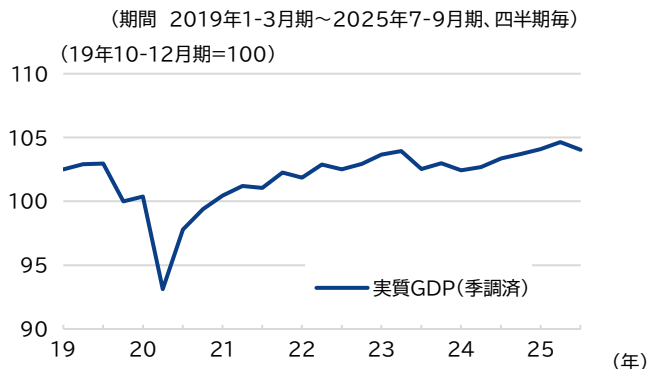
日本景気は、短期的に日中関係の悪化の影響を受けるが、拡大継続を予想する。25年11月の景気ウォッチャー調査を主に悪化させたのは、日中関係の悪化である。高市首相の「存立危機事態」発言は11月7日。11月25～30日に実施された当調査では、実際の影響が判然としない中、先行き判断が比較的大きく低下したのだろう。26年の中国は2月15～23日に春節を迎える。邦人外客数が多い時期であり、少なくともその頃までは懸念含みの注目を集めやすいだろう。ただ、中国・香港からの訪日外客数が半減してもGDPへの影響は0.2%以内。経済全体に深刻な影響が及ぶことはないと見る。

25年度補正予算では24年度補正予算を上回る物価高対策が採られ、税制改正では年収の壁の引上げも決まった。「責任ある積極財政」による景気下支え効果を考えると、景気の下ぶれは避けられよう。25年は米国関税政策の影響を受けたが、それが和らぐ26年の国内景気は堅調に推移すると見る。春闘での賃上げ率は+5%と前年実績から小幅鈍化しようが、悪い数字ではない。

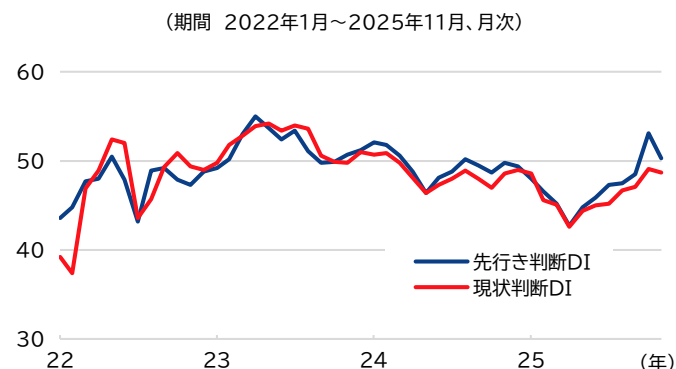
真に重要な論点は、日本経済の成長力に対する見方が変わるか否か。高市政権は17の戦略分野、8つの分野横断的課題を定めた。「崖っぷち」発言は世論の共感を得たわけではなさそうだが、「責任ある積極財政で日本経済の成長力を取り戻す」という発想自体は従来の政権と変わらないし、船舶やコンテンツが含まれるか否かは大きな問題ではない。成長力を高めるためには、イノベーションか規制緩和、人への投資、資本投資の強化などが王道である。日本では、21年に「産業政策の大転換」が打ち出されて以降、大きな方針は変わっていない。むしろ問題は、数々の政策が打ち出され、「所得倍増」「名目GDP1000兆円」などが掲げられても、心を動せなかった点にある。世論調査での高市政権の支持率は極めて高い。12年に安倍政権が登場した際には成長力への期待が大きく改善したことを念頭に、1月公表の「生活意識アンケート調査」に注目したい。

また、円安や物価上昇を懸念する向きが多い中、高市政権の高圧経済に対する考え方を見極めるためには、1月下旬ごろに判明する野口日銀審議委員の後任人事が参考材料になろう。

実質GDPの推移



景気ウォッチャー指数の推移



日本経済の成長力に対する見方



(出所) 日本銀行、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

売り圧力の低さから緩やかな上昇が続くと予想

日本株は緩やかな上昇が継続すると予想する。牽引役が交代しながら指数が緩やかに上昇しており、バリュエーションが上値を抑えているようにも見えない。相対的な売り圧力の低さで株価が押し上げられているように見えるが、この状況がすぐに変わるとも考えづらい。

注目点は高市政権の高い支持率の持続性と、年央に公表される「骨太の方針」「成長戦略」である。高市カラーが明確になるのは年央以降であろう。政策の実行が優先され、解散総選挙はしばらく実施されないと見る。成長に関心が向かう中、株主還元への注目度は相対的に低下しよう。

26年末のTOPIXは3,650ポイント、日経平均株価は58,000円と予想する。米国の利下げが視野に入ってくると、再びAI・半導体株を中心とした株価上昇期待が強まっていくだろうが、その過程ではTOPIXよりも日経平均が選好される可能性が高い。もっとも日経平均の実力は、同様に選好されるであろうナスダック総合指数などよりは劣後する点を弁えておく必要がある。

債券

インフレ懸念は落ち着き、高止まりを予想

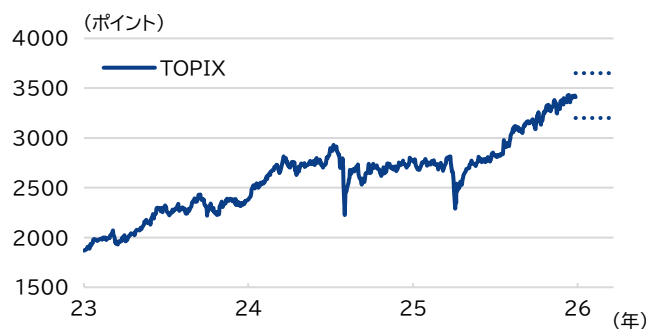
10年国債利回りは、高止まりを予想する。その背景は、追加利上げが一定程度織り込まれていることや、インフレ懸念が落ち着くためである。食料品価格は落ち着く方向にあり、インフレ率は春先にかけて低下を予想する。

1月、3月の日銀会合は据え置きだろうが、4月利上げの可能性は低くない。6月は日銀会合が6/15-16に予定されている一方、新体制初のFOMCがその直後の6/16-17に予定されている点も重要だ。利上げで波乱が生じなければ次の利上げに道が開かれる。つまり、波乱が生じればそこがターミナルレートと見なされよう。

来年度予算案が固まったことで、当面の利回りを財政要因がさらに上昇させる可能性は低い。年を通じて利回りは概ね2%強で推移し、26年末は2.2%と予想する。

TOPIXの推移

(期間 2023年1月4日～2025年12月30日、日次)



予想EPSとドル/円相場の推移

(期間 2024年1月5日～2025年12月26日、週次)



10年国債利回りの推移

(期間 2023年1月2日～2025年12月31日、日次)



* 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) Refinitiv, 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、25年7-9月期のGDP成長率はマイナス圏に転じるものの、当面は自律回復が続くと予想した。政治面では小泉新政権の発足、日本維新の会の与党参画をメインシナリオとした。

実際には、景気は概ね想定通りに推移したが、10月の自民党総裁選で高市氏が勝利したことで、予想とは大幅に異なる展開を辿ることになった。高市政権と小泉政権とでは財政政策や金融政策の差は大きく、債券市場や円相場は見通しから大幅に乖離した。

24年9月の自民党総裁選以降、ほぼ全ての国内選挙の結果が事前の予想と異なってしまったのは、大いなる反省点である。

マーケット

株式は、TOPIXの予想レンジを3,000～3,400ポイントとした。国内企業の7-9月期業績は増益となり、25年度通期業績も増益着地が可能と予想した。

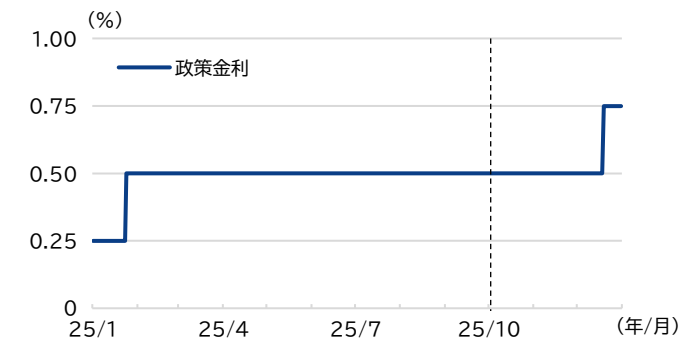
実際には、TOPIXは上昇基調が続き、史上最高値を更新した。7-9月期業績は2割増益となり、通期業績見通しも上方修正されたことで、業績に対する見方も改善した。一方、日経平均株価は、AI・半導体株への集中的な物色の影響から10月に急上昇し、一時52,000円を突破したが、その後はまだ高値を更新できていない。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを1.50～1.75%とした。10年国債利回りは、利上げ観測の高まりを背景として緩やかな金利上昇局面が継続する一方、自民党総裁選後に財政拡張懸念は後退し、イールドカーブはフラット化すると予想した。

実際には、10年債利回りは大幅に上昇した。10月中旬旬まで横ばい圏で推移したが、「責任ある積極財政」を主張する高市政権が発足したことで、利回りは上昇した。その後、補正予算、税制改正、来年度予算案が議論される過程で、拡張的な財政政策への懸念が高まったことで、利回りの上昇には拍車がかかり、12月後半には90年代後半以来の水準となる節目の2%を上回った。

政策金利の推移

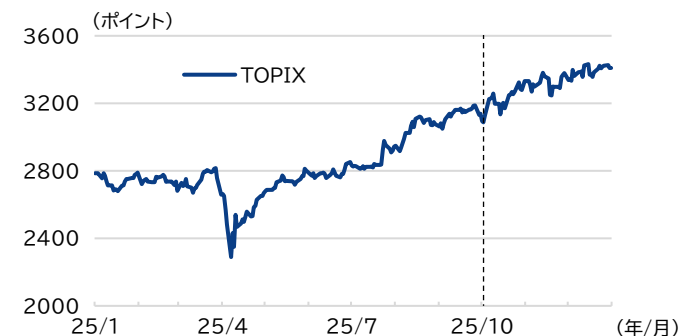
(期間 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



※点線は2025年9月末時点

TOPIXの推移

(期間 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



※点線は2025年9月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



※点線は2025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

「中国経済は5%成長は可能」との見方は不変

中国については、「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。

足元では補助金の予算枠が消化されたことに加えて、24年に梃子入れされた不動産にも息切れ感が見られる。反内巻政策の影響から設備投資も低調である。25年12月10-11日に開催された中国経済工作会議では、26年の経済運営方針が示された。「一段と積極的な財政政策」「適度に緩和的な金融政策」の継続が決められたが、「継続」であり、サプライズ感は乏しい。

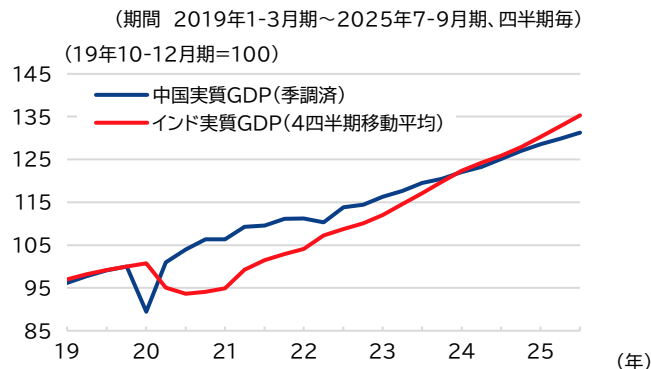
さらに先立つ10月20-23日に開催された四中全会では、26～30年を対象とする第15次5カ年計画が議論された。35年までに「社会主義現代化の基本的実現」を目指し、1人当たりGDPを中等先進国市場に到達させることが掲げられている。次期5カ年計画が対象とする26～30年は、35年に向けた基礎固めの重要な時期という位置づけである。

第15次5カ年計画そのものは、これまでの政策と方向感が違うものではなく、こちらもサプライズ感が小さいのかもしれない。ただ、過去を振り返ると、5カ年計画の最初のうちは成長率が高まりやすく、後の方になると成長率は低くなりやすい傾向が見られる。

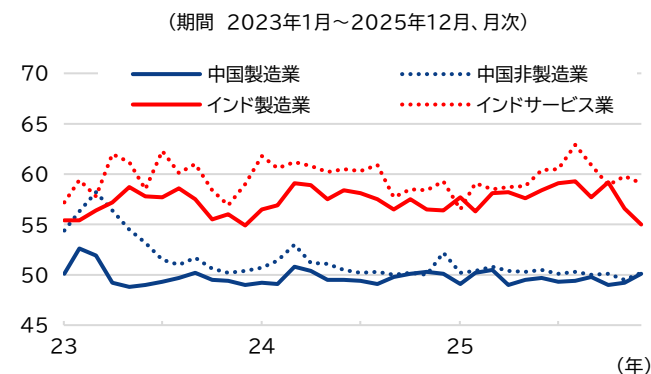
「25年10-12月期は巻き返しの四半期」と考えてきたが、25年は5カ年計画の最後の年であった。それも終盤となった段階においては、そこから挽回を図るよりも、新しい5カ年計画の準備に向けた弾込めが優先されていたと見るべきであった。26年3月には全人代が開催されるが、その場では改めて5%成長目標が打ち出され、財政赤字も具体的な数字でもって拡張方針が掲げられよう。全人代に向けては政策期待が高まりやすい点も付言しておきたい。

インドについては、注目を集める予算案については、前年の地方選挙の結果を踏まえると、家計重視のものになる可能性が高そうだ。また、米国から高い関税率が課されているが、こちらは引下げの方向で議論が進展する可能性に注目しておきたい。

実質GDPの推移

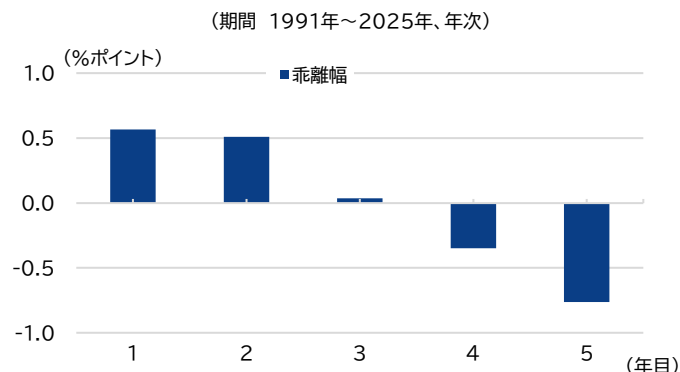


中国、インドのPMIの推移



※中国のPMIは国家统计局発表

5カ年計画と中国のGDP成長率



※5カ年計画の対象期間の平均GDP成長率と、各年の成長率の乖離幅を算出し、1991年以降の平均値を掲載した。2025年は政府目標の+5%を使用

(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

中国株は企業業績改善に見合った上昇を予想

中国株は企業業績改善に見合った上昇を予想する。景気指標は弱めのものが続くが、企業業績は持ち直し傾向にある。反内巻政策は投資の減速につながっているものの、過度な価格競争が避けられ、物価下落が回避されていることがプラスに働いているのだろう。

バリュエーションの観点からは割高感が乏しい。多少景気が持ち直す程度であれば、バリュエーションが上昇する要因にはなりづらいと考えるが、少なくとも企業業績の改善に見合った株価上昇ぐらいは期待できるだろう。26年3月に開催される全人代に向けては、政府による景気支援策への意気込みを測るという意味でも財政赤字目標が注目されやすい。

インド株も堅調な値動きを予想する。株式市場は高値付近で一進一退の状況にある。一つにはルピー安に歯止めがかからなかったことで、投資家の不安心理が高まったのだろう。ただ、12月に入って為替介入が実施された。ファンダメンタルズ面からはルピー安が続きやすいものの、為替市場に落ち着きが戻れば、海外からの資金流入につながろう。米国による関税引下げにも期待したい。

債券

新興国国債は米利上げ休止で横ばい推移を予想

新興国国債利回りは、横ばい圏での推移を予想する。

新興国各国のインフレは総じて落ち着いているが、FRBがいったん利下げ休止局面に入中、多くの国でも利下げ一巡感が台頭してきた。米金利の動向を睨みながらではあるものの、多くの国の利回りは現状水準を中心に推移すると考える。

中国は、追加利下げへの期待感が必ずしも高まっていないため、方向感が出づらい状況が続くと見る。ブラジルでは利下げ転換を予想するが、政治リスクへの懸念も根強い。ボラティリティの高い動きを見込む。南アフリカは、インフレ目標の引き下げや財政見直し改善が債券市場を下支えしよう。もっとも内需は好調であることから、利下げ余地は徐々に限定的となろう。

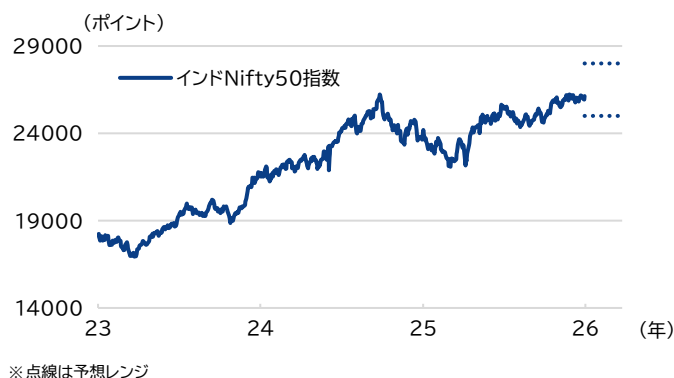
中国CSI300指数の推移

(期間 2023年1月3日～2025年12月31日、日次)



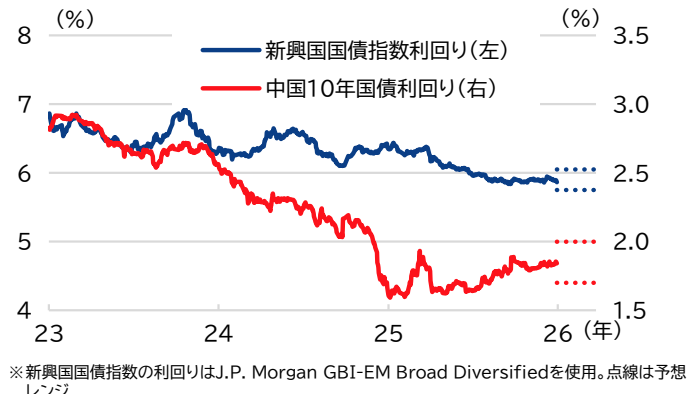
インドNifty50指数の推移

(期間 2023年1月2日～2025年12月31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 2023年1月3日～2025年12月31日、日次)



* 内巻: 内向きな競争で終わりのなき消耗戦を強いられる状況を指す

(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、中国は景気は弱含んでいるが、通年で5%成長は可能と、インドは堅調な景気が継続する一方、利下げも実施されると予想した。

実際には、中国では弱い景気指標が続き、5%成長目標の達成が危ぶまれてはいるものの、まだ雌雄は決していない。ただ、「25年10-12月期は巻き返しの四半期」と見ていたが、そのような動きは限られた。インドは予想通りの展開となった。7-9月期のGDP成長率は前年比+8.2%と4-6月期の+7.8%を上回る一方、12月には25bpの追加利下げが実施された。

マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを4,050～4,750ポイントとした。中国株は上値の重い展開を予想する。インド株は上昇を予想した。

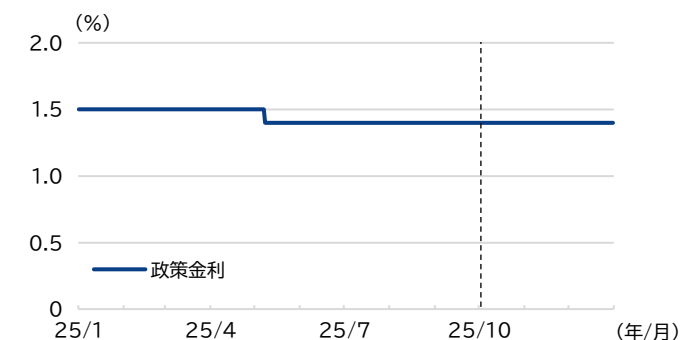
実際には、中国株は10月に予想レンジの上限に近づいたものの、その後はやや値を下げたことで、予想通り上値の重い展開となった。10月は米中首脳会談の開催が両国関係の緊張緩和につながるという期待感から株価は上昇したが、その後は景気指標の悪化が株価の重石となった。インド株は、堅調に推移した。10月はGST引下げを受けて株価が上昇したが、その後は一進一退の展開となった。

債券は、新興国国債利回りの予想レンジを5.65～6.00%とした。新興国国債利回りは小幅低下を予想し、高金利国の利回りが低下すると予想した。中国は利下げが見送られ、揉み合いを予想した。

実際には、新興国国債利回りはほぼ横ばい圏で推移した。米国では連続利下げが実施されたが、米国債利回りは低下せず、新興国国債利回りの低下も予想したほど進まなかった。中国の国債利回りは、中国株の上値が重くなったことも影響し、上昇に歯止めがかかった。予想通り利下げも実現しなかったことから、利回りは概ね横ばい圏での推移にとどまった。

中国の政策金利の推移

(期間 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



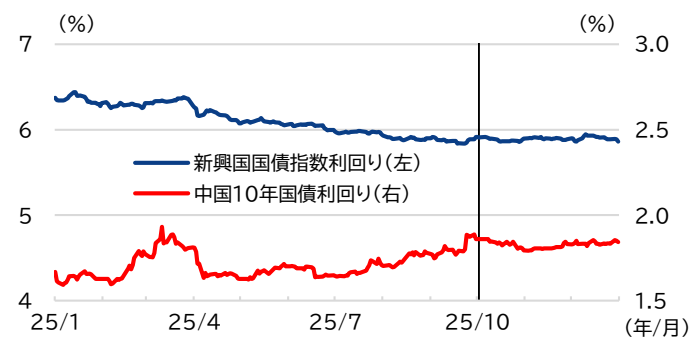
中国CSI300指数の推移

(期間 2025年1月1日～2025年12月31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 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



* 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。

為替

先進国

「ユーロ>ドル>円」の中、為替介入が注目点に

ドル/円相場は、日本のインフレ懸念を背景として、ドル高・円安傾向が続くと予想する。

日米の期待インフレ率を比較すると、日本の期待インフレ率の上昇が鮮明である。「日米金利差はドル/円相場の説明力を失った」とも指摘される状況下、日本のインフレ定着に対する警戒感の円の下落要因の一つである。当面は日米の金融政策が膠着する中、日本のインフレ懸念による円安、米国景気の堅調ぶりを評価したドル高という動きになるというのが基本感である。

金融政策が膠着する間は、ドル高・円安に歯止めをかけるのは為替介入しかなさそう。25年12月22日、片山財務相は過度な為替変動に対して「断固たる措置」とと発言した。為替介入までの距離の近さを感じさせる発言である。一方、ウォン安進行に対して、12月24日、韓国銀行と企画財政部は「ウォンの過度な下落は望ましくない」「為替市場は近いうちに政府の強い決意を目にすることになる」という声明を公表した。近隣諸国も含めた一連のメッセージを受けて、ひとまず円安に歯止めがかかったが、まだまだ心許ない水準である。12月には日銀が利上げを実施したし、日米金利差というファンダメンタルズとの対比で過度な円安という論陣を張ることも可能である。国内での円安不満は相応に高く、ドル/円相場が160円に近づく、あるいは超えていく局面では、為替介入の可能性が高いと見る。そういった行動を通じて、徐々に高市政権の円安許容度が認識されていく。

「ドル高・円安傾向」と「為替介入への警戒感」が拮抗することで、年前半のドル/円相場は150円台後半での神経質な値動きが続くと見る。日米の金融政策に動きが出てくれば、金利差を反映してドル/円は下落に向かおう。26年末のドル/円相場は150円と予想する。過度な円安を抑制するために、国内からの対外証券投資を抑制するような政策が進展するかが注目点である。

ユーロ/ドルは緩やかな上昇を予想する。ドルとユーロの間では金利差相場が生きているが、ECBの利下げ期待は払拭された一方、FRBの利下げ期待はまだ残る。FRBの議長交代を控え、ドル離れがまた注目される局面もあるだろう。ユーロは受け皿として有力である。

米ドルの対円相場

(期間 2023年1月2日～2025年12月31日、日次)



※点線は予想レンジ

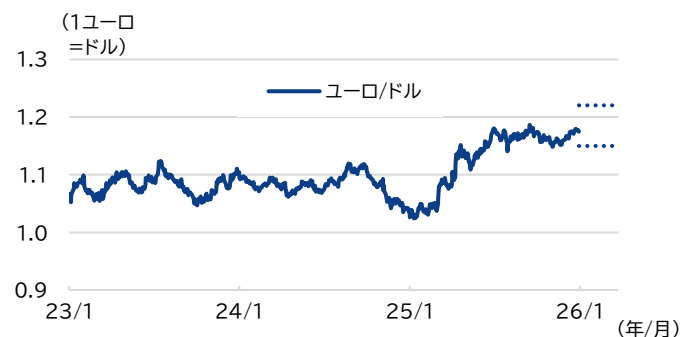
日米の期待インフレ率の推移

(期間 2023年1月2日～2025年12月31日、日次)



ユーロの対ドル相場

(期間 2023年1月2日～2025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

米利下げは期待しづらく、方向感のない動きに

新興国通貨は対ドル、対円で方向感のない動きになると予想する。

相互関税ショックで世界の金融市場のリスクセンチメントが極端に委縮する中で、25年前半は新興国から資金が流出した。しかし、相互関税の見直し発表を受けてリスクセンチメントは回復し、新興国への資金流入が再開した。新興国通貨のボラティリティが低下する中で、キャリートレードも手掛けやすくなったことも影響した。しかし、足元では新興国への資金流入も少し勢いが鈍ってきたようだ。

26年は先進国は景気拡大局面にあると見るが、新興国の中でも景気が堅調なところが多そうであり、景気面での不安感は少ない。一方、昨年9月からFRBの利下げが再開されたが、12月でひとまず利下げ休止局面を迎えた可能性が高い。当面の米国の利下げが期待しづらいことは、対ドルでの新興国通貨の上昇を抑制することにつながる可能性が高い。昨年11月以降に人民元高が進んだが、ややオーバーシュート気味と見ており、米中金利差を反映して人民元高には歯止めがかかると予想する。

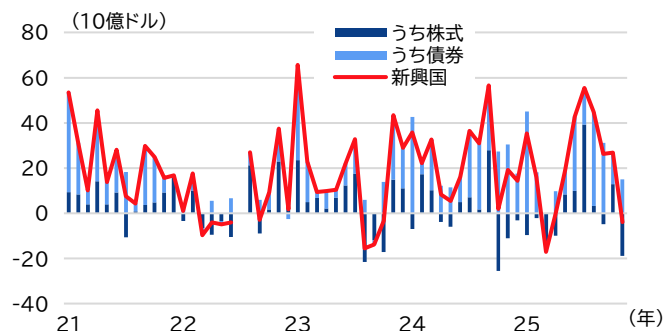
一方、円安が大幅に進行したことから、対円で見るとこのところの新興国通貨の上昇はさらに大きい。25年4月以降の新興国通貨の対円上昇率は平均で約10%に達した。目先は円安を防ぐための為替介入観測も浮上しやすいことから、利益確定圧力が対円での新興国通貨の上値を抑制すると予想する。

25年に日本では2回の利上げが実施され、政策金利は95年以来の高水準になった。それでも主要新興国との実質政策金利の格差は引き続き大きいままである。日本から海外への対外証券投資、対外直接投資などからくる円売り圧力の強さにも支えられ、対円での新興国通貨の底堅さは継続すると考える。

米国内の分断やトランプ政策の不安定性といった米国に対する懸念は、中期的なドル離れ要因でもあることに変わりはない。新興国通貨の中には、その不安感の受け皿になる通貨もあるだろう。

新興国への資金流入の推移

(期間 2021年1月～2025年11月、月次)



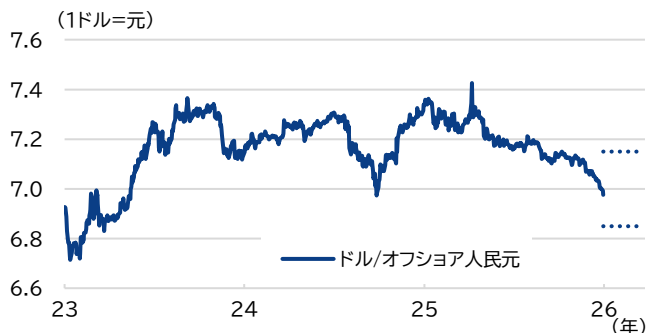
新興国通貨のボラティリティ

(期間 2020年1月1日～2025年12月31日、日次)



オフショア人民元の対ドル相場

(期間 2023年1月2日～2025年12月31日、日次)



※点線は予想レンジ

(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145.0～152.0円とした。自民党総裁選を経て、国内政局の不透明感がひとまず後退すると、ドル/円は金利差に見合う水準に近づき、若干下落すると予想した。ユーロ/ドルは、先行して上昇したユーロ/ドル相場を金利差が下支えし、緩やかに上昇すると予想した。

実際には、ドル/円相場は25年10月から11月にかけてほぼ一本調子で上昇した。想定と異なり、日本で高市政権が誕生したことで、円安が進行した。高市政権は金融引締めに対して否定的という見方が影響した。トリプル安をもたらした「トラスショック」こそ発生していないが、少なくとも債券売り、円売りにはつながったと見られる。ユーロ/ドルは概ね横ばい圏で推移した。独米実質金利差にほぼ連動する値動きとなったが、金利差の動きそのものがユーロ高を支える方向には働かなかった。

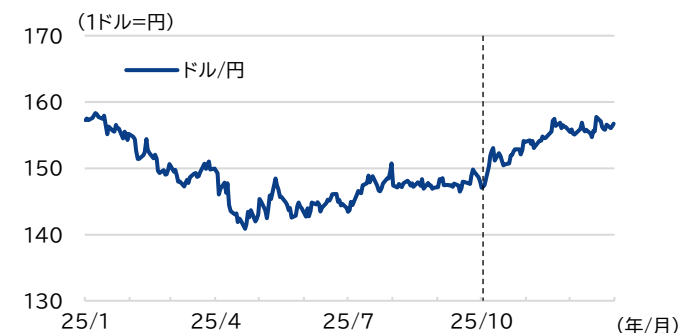
新興国

新興国通貨は、対ドル、対円で堅調に推移すると予想した。積極的に新興国通貨に投資するキャリートレードが取り組まれる中で、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く、通貨は上昇すると予想した。

実際には、新興国通貨は対ドルでは小幅の上昇、対円では上昇となった。四半期を通してみればリスクセンチメントは総じて良好であり、キャリートレードも積極的に取り組まれたようである。通貨別には南アランドやメキシコペソが上昇する一方で、ブラジルレアルは下落するなど、まちまちな展開となった。もっとも同期間での円の下落が大きかったことから、対円で見るとほとんどの新興国通貨は上昇することになった。人民元は緩やかに上昇した。企業による元買いの動きに拍車がかかったことがさらなる元高につながり、12月に節目の7円を突破した。

米ドルの対円相場

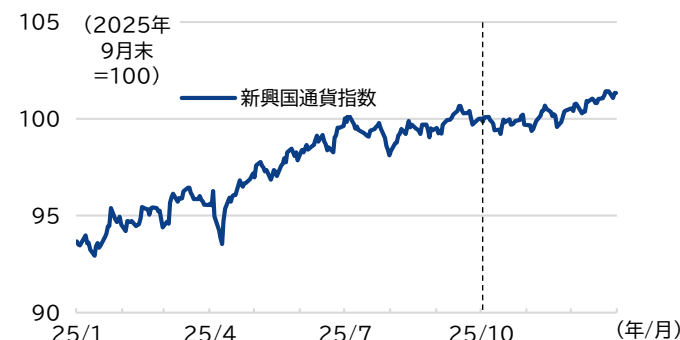
(期間 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



※点線は2025年9月末時点

新興国通貨指数の推移

(期間 2025年1月1日～2025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2025年9月末時点

人民元の対ドル相場

(期間 2025年1月1日～2025年12月31日、日次)



※点線は2025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。■購入の申込みに当たっては、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12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)