

# SBI OAM HOUSE VIEW

2026年4-6月

## 顕在化したオイルショックと世界金融市場

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		スタグフレーション懸念は顕在化せず、堅調な景気を予想	FF金利(中央値)	3.625%→3.375%
	日本		懸念強まるも、「責任ある積極財政」で成長は継続	無担保コールO/N物	0.75%→1.00%
	中国		政策期待はトーンダウン	7日物リバースレポ金利	1.40%→1.40%
株式	米国		目先は不安定も、その先は上昇基調に回帰へ	S&P500種指数	5,700p~7,700p
	日本		目先は不安定も、その先は上昇基調に回帰へ	TOPIX	3,400p~3,900p
	中国		上値の重い展開に	CSI300指数	4,100p~4,800p
債券	米国		利回りは低下	10年国債利回り	3.80%~4.50%
	日本		財政悪化懸念から、利回りは高止まり	10年国債利回り	2.00%~2.50%
	新興国		新興国国債利回りは高止まり後、低下へ	新興国国債指数利回り*	6.00%~6.50%
			中国国債利回りは横ばい圏で推移	中国10年国債利回り	1.65%~1.90%
為替	先進国		当面はドル堅調	ドル/円	152.5円~164.0円
				ユーロ/ドル	1.120 <sup>ドル</sup> ~1.200 <sup>ドル</sup>
	新興国		上値が重い中、売られた資源国通貨が反発へ		
			時間調整が終われば、緩やかな元高が再開	ドル/オフショア人民元	6.70元~7.00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

### スタグフレーション懸念は顕在化せず

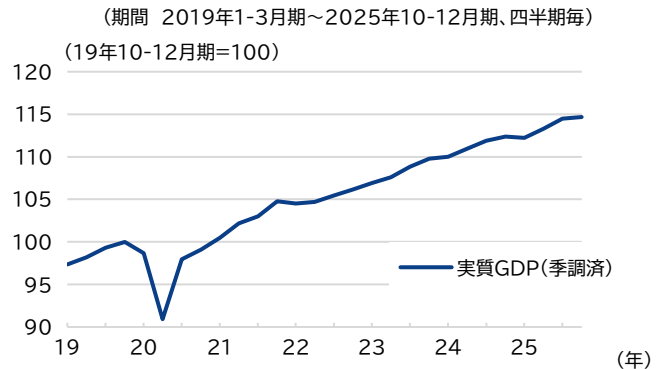
米国景気は堅調に推移していた。25年10-12月期の成長率は弱めであったが、政府閉鎖で1pptほど押し下げられていたことから、26年1-3月期の成長率はモメンタムが加速すると見ていた。

その見方は現時点でも変わりはないが、2月28日の米国とイスラエルによるイランへの攻撃を受けて、世界経済にとって原油急騰という不透明要因が立ちのぼることになった。航路の要衝と言われるホルムズ海峡が3月から事実上の封鎖状態となり、原油価格は大幅に上昇。オイルショックが顕在化してしまった。米国はエネルギーの純輸出国であるため、マクロ的には大きな問題は生じづらいと見ているが、それでも市況上昇の影響は受ける。ガソリン価格も既に節目とされる1ガロン=4ドルを上回った。経済安保や戦略物資の重要性を改めて認識させられる。

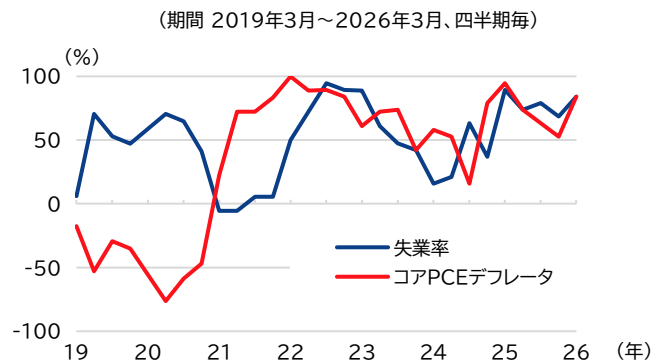
オイルショックの発生で、グローバルに物価上昇、景気悪化というスタグフレーション的な環境を意識せざるを得ない状況だ。心理的な影響は避けられず、目先はソフトデータの悪化、そしてハードデータの悪化が見えてくるだろう。問題は悪化幅がどの程度かである。WTIが80~100ドルで落ち着くという見方の下、企業や消費者の行動は過度に抑制されず、スタグフレーションは顕在化しないと予想する。ただ、それが確認できるのは少し先であろう。デュアルマンデートを背負うFRBは、3月FOMCの時点でも景気(失業率)、物価ともにリスクが高いという認識だが、どちらのリスクがより高いと見るかで金融政策の方向性は変わってこよう。

なお、3月のFOMCでパウエル議長は、①新議長の承認までは暫定的に議長職を続ける、②司法によるFRBへの捜査が続いているうちは理事職を退くつもりはない、という意向を示した。議長交代の期日は5月15日に迫っているが、上院では1名の議員が「FRBへの捜査が続いているうちはFRBの如何なる人事も承認するつもりはない」と述べており、FRB人事は停滞している。ただ、最終的に捜査は取り下げられ、パウエル氏は議長・理事職を退くことになると見ており、そうなれば「新議長下での利下げ再開」に道が開かれよう。

### 実質GDPの推移

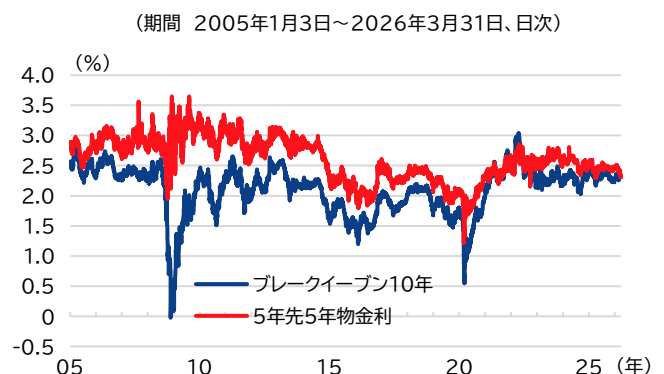


### FRBによるリスクバランスの推移



※(リスクは上ぶれ方向と回答した人数-リスクは下ぶれ方向と回答した人数)÷回答者数

### 期待インフレ率の推移



(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

#### 目先は不安定も、その先は上昇基調に回帰へ

当面の米国株は不安定な展開を予想する。しかし、中東情勢が最悪期を越えれば、堅調なファンダメンタルズに支えられ、株価は上昇基調に回帰しよう。

原油価格上昇による実体経済や企業業績への影響は気かりではあるものの、AI・データセンター関連需要の拡大、トランプ減税の効果、前年の関税影響の剥落、原油高による一部業種の増益効果などから、26年の増益率は25年と同程度の高い伸びが継続すると予想する。S&P500の予想PERの割高感が一時より薄れたことに加えて、Magnificent 7の予想PERも今後の成長を踏まえれば割安感がある水準と見る。利下げ期待はいったん消失したが、年央にかけては期待感が回復し、株価上昇につながる。

プライベートクレジット市場を巡る不透明感は根強く、AIの過剰投資懸念と結びついている点も厄介だ。バブル崩壊は当面回避されると見ているが、それは大局的に利下げ局面にあると考えているからである。スタグフレーション懸念に対してFRBが利上げで対処することを決めた場合には、その限りではない。

### 債券

#### 長期金利は低下

10年国債利回りは低下を予想する。

22年はロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー価格の急騰とコロナ禍後の需要急回復を背景にインフレ率が急上昇したが、当時とは状況が異なる。4月のFOMCでも政策金利は据え置かれ、利下げの再開は新しい議長に委ねられることになる。

原油価格急騰に伴う期待インフレ率の上昇はこれまでのところ限定的であり、実質金利主導での利回り上昇は限界に近い。安全資産への需要も存在することから、中東情勢への懸念が緩和すれば、中短期ゾーンを中心に買い戻し圧力が強まっていく見通しである。

#### S&P500種指数の推移

(期間 2023年1月3日~2026年3月31日、日次)



#### S&P BDC指数の推移

(期間 2023年1月3日~2026年3月31日、日次)



#### 10年国債利回りの推移

(期間 2023年1月2日~2026年3月31日、日次)



\* BDC(Business Development Company)は事業開発会社で、中小企業や新興企業に資金提供と経営支援を行う米国の上場クローズド・エンド型投資会社

(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

前回の当レポートでは、米国景気は政府再閉鎖の可能性が下押し圧力となり得るが、その後は景気拡大要因が勝ると予想した。IEEPA関税に対して最高裁は違憲判決を下す一方、FRBの新議長にはハセットNEC委員長が指名されると予想した。

実際には、政府閉鎖は非常に短い期間で終わった。ISM製造業指数が久方ぶりに50を上回り、景気は加速感を強めていくところだったが、米国・イスラエルがイランを攻撃したことをきっかけに中東情勢が悪化し、原油価格の急騰からスタグフレーション懸念が台頭した。最高裁は予想通り違憲判決を下したが、新たなFRB議長にはウォーシュ元FRB理事が指名された。

### 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6,500～7,300ポイントとした。良好な企業業績を背景に堅調な展開を見込むが、目先はむしろ市場に残る利下げ期待が後退を迫られる可能性を意識すべきと考えた。

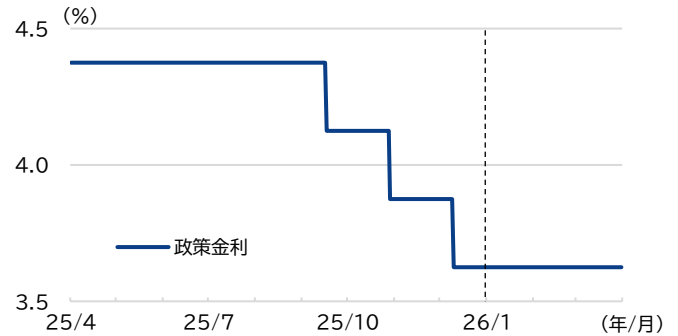
実際には、S&P500種指数は、AIの過剰投資、プライベートクレジット市場の不透明感、「SaaSの死」など様々な懸念が指摘される中で、上値の重さが目立つ展開となった。そして、3月はほぼ一本調子で下落し、月末にかけて予想レンジの下限を下回った。利下げ期待の剥落に加え、中東情勢の悪化が悪材料となった。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを4.00～4.50%とし、横ばい圏での推移を予想した。25年12月の利下げがパウエル議長下での最後の利下げで、関税政策が修正されれば財政面での懸念も浮上すると考えた。

実際には、10年債利回りの振れ幅は比較的大きなものとなった。プライベートクレジット市場に対する懸念や地政学リスクの高まりなどを受けて、2月末の利回りは一時4%を割り込んだ。その後、3月に入ると利下げ期待が剥落し、利回りは上昇。予想レンジの上限に接近した。なお、1-3月の金融政策が据え置かれたのは予想通りである。

#### 政策金利の推移

(期間 2025年4月1日～2026年3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12月末時点

#### S&P500種指数の推移

(期間 2025年4月1日～2026年3月31日、日次)



※点線は2025年12月末時点

#### 10年国債利回りの推移

(期間 2025年4月1日～2026年3月31日、日次)



※点線は2025年12月末時点

\* IEEPA: 国家緊急経済権限法、SaaS: Software as a Service

(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

### 懸念強まるも、「責任ある積極財政」で成長継続

日本景気は、短期的に原油価格上昇の影響を受けようが、成長は継続すると予想する。

日本はエネルギー自給率が低く、エネルギー高への耐性は高くない。物価高対策は強化されているが、消費者センチメントへの影響はどうしても避けられず、目先のウォッチャー調査は悪化しよう。

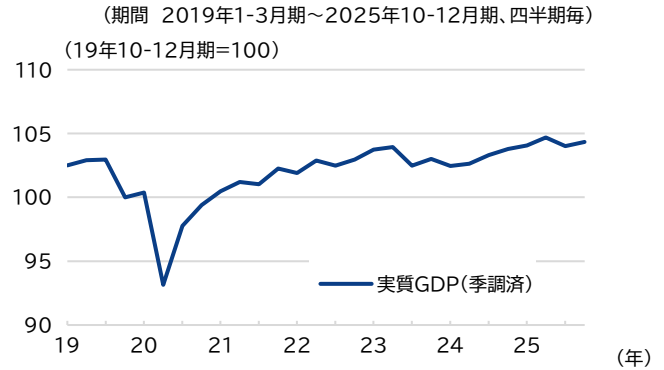
一方、中期的には日本の成長力が底入れするという期待感に注目したい。1月公表の日銀「生活意識アンケート調査」での経済成長力D.I.は▲37.4。「より低い成長しか見込めない」という回答の方が依然多いが、▲37.4という数値は2014年以来の「高」水準で、アベノミクスで日本経済への見方が変わった12年当時と似ている。

25年10月に高市政権が発足して以降、内閣支持率は高位にある。今後の主な選挙は、27年4月の統一地方選、9月の自民党総裁選、28年7月の参院選などで、当面大きな選挙がない。高い支持率がどの程度継続するかに加えて、高い支持率でどのような政策を推進していくのかが注目されよう。

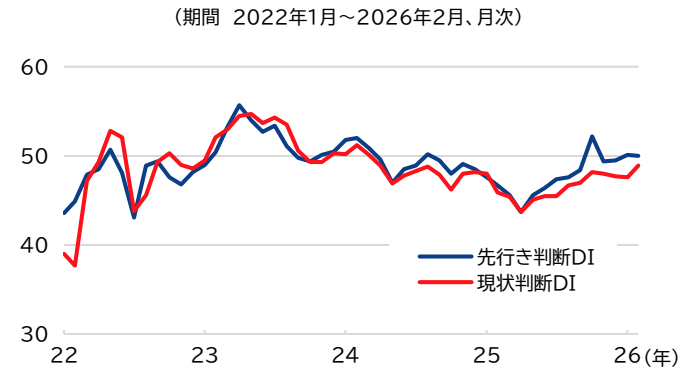
「責任ある積極財政」には懐疑的な見方が少なくない中、夏場にかけて成長戦略、骨太方針、社会保障国民会議の中間とりまとめが予定されている。これまでの政策は前政権の延長線上で進められてきたため、高市政権の主張は年央以降に明確化していく。新たに就任する2名の日銀審議委員は積極財政派、リフレ派と見られることが多いが、高市政権がどこまで高圧経済路線に真剣なのかも明確になろう。

今年の2月末に設置された社会保障国民会議では、給付付き税額控除や食料品の消費税率ゼロを含めた「社会保障と税の一体改革」への議論が進められている。まずは「給付付き税額控除」と「食料品の消費税率ゼロ」を同時並行的に議論を進め、両者について夏前を目途に中間とりまとめを行うこととされている。ただ、食料品減税は27年4月からの実施は難しく、当面は五月雨的な物価高対策が続けられよう。

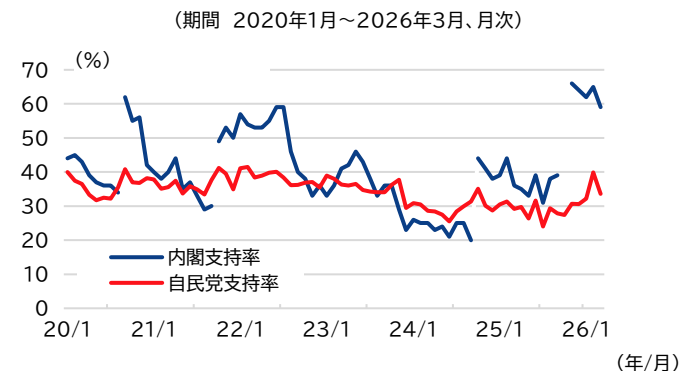
実質GDPの推移



景気ウォッチャー指数の推移



内閣支持率、自民党支持率の推移



※ 2025年10月の内閣支持率は調査未実施

(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

## 目先は不安定も、その先は上昇基調に回帰へ

日本株は、当面は不安定な相場を余儀なくされるが、その先は株価上昇基調に回帰すると予想する。分岐点は、イラン情勢が最悪期を越えるかであろう。完全な停戦が実現するかは心許ないが、1-2カ月で最悪期は越えると見る。当面は、中東情勢、とりわけ同地域からのエネルギー供給に左右される不安定な展開を余儀なくされようが、エネルギー供給の停止が長期化しなければ、実体経済や企業業績への悪影響は限られ、株価は上昇基調に回帰していこう。

25年度の海外投資家の日本株買越額は12兆円程度となりそうだ。株価水準は大きく異なるが、02年度以降で見て最大、あるいはそれに近い規模の買越しである。26年初からはサプライズ的な解散総選挙、そして自民党の地滑りの圧勝という選挙結果を受けて、買い越しペースが加速した。メインシナリオではないが、中東情勢が一服したタイミングで、日本株が郵政解散当時、あるいはアベノミクス初期のような注目を再び集めることができれば、さらなる株価上昇も期待できるようになる。

## 債券

## 財政悪化懸念から、利回りは高止まりを予想

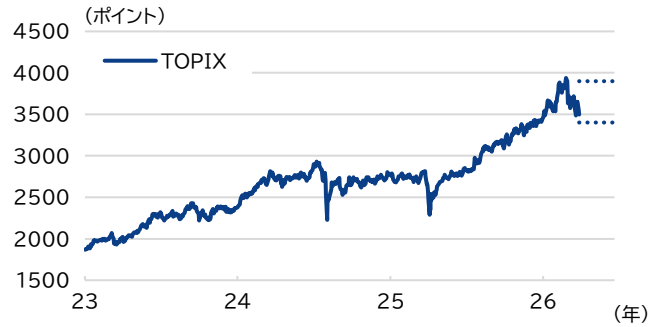
10年国債利回りは、高止まりを予想する。

中東情勢の悪化が続けば4月会合での利上げは見送られるだろうし、利上げが実施される場合でも「ハト派利上げ」となる。ただ、気がかりなのは日銀の意向が十分に織り込まれていないように見える点である。利上げで金融市場に波乱が生じれば、次の利上げへの道筋は閉ざされることになる。

原油価格の上昇に歯止めがかかれば、10年国債利回りの上昇圧力は徐々に弱まろう。一方、原油高対策のための政府補助の拡大は財政悪化懸念を高める。また、相場のボラティリティが高いことから生損保勢は買いを手控える可能性があり、特に超長期ゾーンの金利低下余地は限られると予想する。

## TOPIXの推移

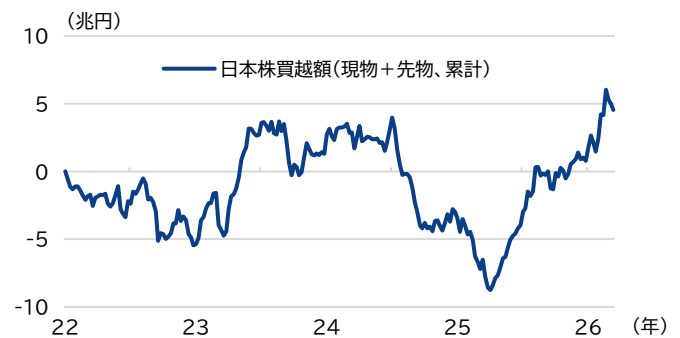
(期間 2023年1月4日~2026年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

## 海外投資家の日本株買越額の推移

(期間 2022年1月第1週~2026年3月第3週、週次)



※買越額は2022年1月第1週以降の累計値

## 10年国債利回りの推移

(期間 2023年1月2日~2026年3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。

## 日本

## レビュー

## 経済

前回の当レポートでは、日本景気は、短期的に日中関係の悪化の影響を受けるものの、拡大継続を予想した。春闘での賃上げ率は+5%と前年実績から小幅鈍化を予想した。

実際には、日中関係は改善の兆しは見られないが、少なくとも小康状態にはあるようだ。多少のぶれはあるものの、景気ウォッチャー指数も順調に改善してきた。25年10-12月期のGDP成長率の1次速報は前期比年率+0.2%と極めて弱かったが、2次速報では+1.3%に改定され、想定した内容に近づいた。春闘の連合1次集計は+5.26%であったが、前年の+5.46%からは小幅の鈍化であり、ほぼ予想線である。

## マーケット

株式は、TOPIXの予想レンジを3,200~3,650ポイントとした。日本株は緩やかな上昇が継続すると予想した。高市カラーが明確になるのは年央以降であり、政策の実行が優先されることから解散総選挙は当面実施されないと考えた。成長に関心が向かう中、株主還元への注目度も相対的に低下していくと予想した。

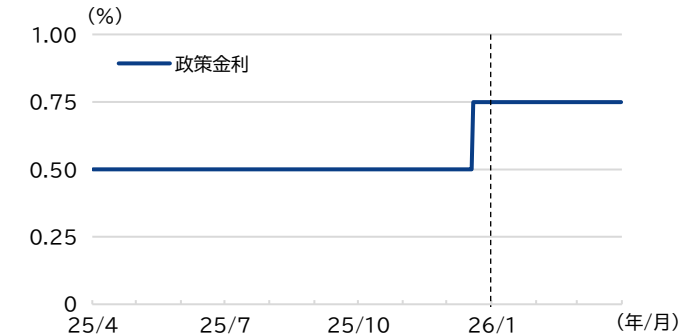
実際には、TOPIXは2月末まで上昇が続き、史上最高値を更新した。解散総選挙の実施がサプライズとなり、そこで自民党が地滑りの勝利を収めたことが、予想以上の株価上昇につながった。ただ、米国・イスラエルがイランを攻撃したことをきっかけに原油価格が急騰したことを受けて、金融市場ではそれまでに買われた資産ほど売られる展開となり、3月の株価は反落した。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを1.90~2.30%とし、高止まりを予想した。インフレ率は春先にかけて低下していくと考えた。

実際には、10年債利回りはほぼ予想レンジ内で推移した。飲食料品消費減税の可能性などが注目を集めたため、総選挙が近づくに連れて利回りは上昇したが、総選挙が終わると出尽くし感から反落。ただ、その後も高止まりが継続した。インフレ率は、政策要因も影響し、順調に低下していった。

## 政策金利の推移

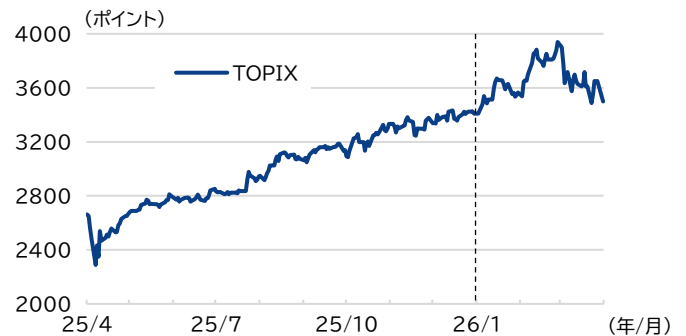
(期間 2025年4月1日~2026年3月31日、日次)



※点線は2025年12月末時点

## TOPIXの推移

(期間 2025年4月1日~2026年3月31日、日次)



※点線は2025年12月末時点

## 10年国債利回りの推移

(期間 2025年4月1日~2026年3月31日、日次)



※点線は2025年12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

### 中国景気の政策期待はトーンダウン

中国については、堅調な景気が継続すると予想する。

全人代では26年のGDP成長率の目標値は+4.5-5%とされた。昨年の+5%からは引下げとなる。年初来の経済統計は好調なものが多く、中国景気は順調な出だしを切ったと見る。5カ年計画の最初は成長率が高まりやすい傾向に加えて、外需が好調なことも影響した。前年同期の水準が低かったこともあり、1-3月は年間目標に近いペースとなった可能性が高い。

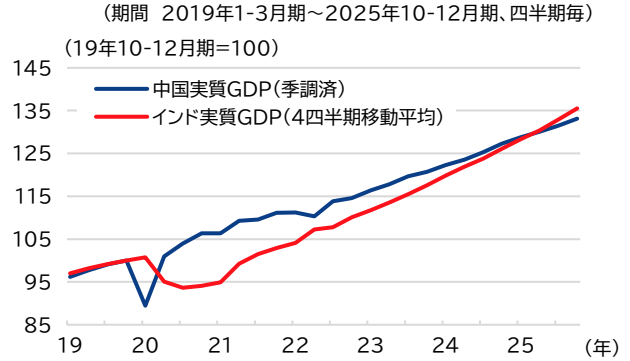
当面の中国景気は堅調ではあるが、一方で盛り上がり  
に欠ける展開になる可能性が高いと予想する。26年の  
経済政策の方針は、引き続き「より積極的な財政政策」  
「適度に緩和的な金融政策」である。しかし、景気が順調  
ということは、裏を返せば景気刺激策の必要性が低下し  
たことになる。上期の景気動向が確認できる年央までは、  
景気下支えの姿勢が強まることはないだろう。

当面のインド景気は、特段の注目材料が見当たらない  
中、成長率は小幅に低下する見通しである。インドも原  
油高に対して比較的脆弱な経済構造であり、経常赤字を  
拡大させる可能性が気になりな点だ。

25年10-12月期のGDP成長率は+7.8%であった。  
7-9月期の+8.4%からは小幅低下したものの、それで  
も高水準の成長率が継続したことになる。GSTの引下  
げを背景に民間消費の好調が目立った。ただ、足元では  
製造業、サービス業のPMIがともに弱含んでいる。

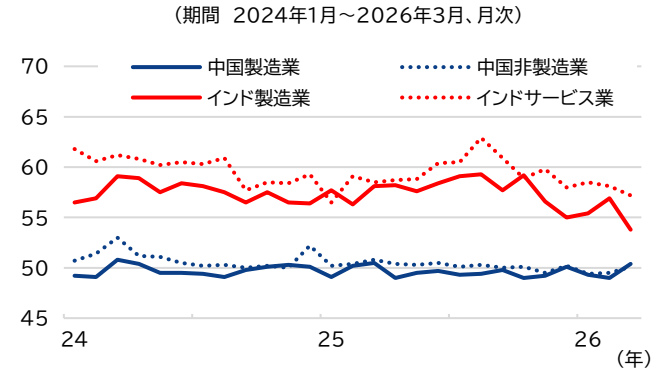
今年前半には複数の州で議会選挙が予定されてい  
るが、金融市場での注目度は必ずしも高くはなさそうだ。  
現在のBJPの党規約では75歳以上の政治家に選挙で  
党の公認を与えず、党や政府の役職には就けないと定め  
られているが、75歳を超えたモディ首相が次期首相を  
務めるという見方も有力なようだ。後任としては、アミッ  
ト・シャー内務相、ヨギ・アディティヤナート州首相、ニ  
ティン・ガッカーリ道路交通相などの名前が挙がってい  
る。ただ、下院選挙は29年4月までに実施される予定で  
あり、モディ首相の後継者が見えてくるのは相当先とな  
らう。

実質GDPの推移



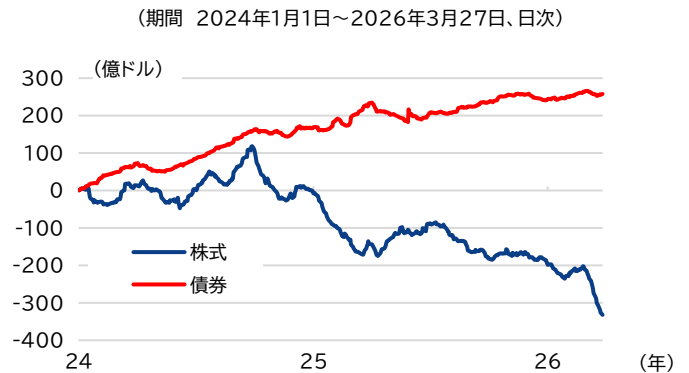
※インドは新基準のGDP統計が2022年4-6月期以降しか公表されていないため、それ以前の数値は旧基準の統計を接続して使用した

中国、インドのPMIの推移



※中国のPMIは国家統計局発表

海外投資家によるインド株式・債券買越額の推移



※買越額は24年初以降の累計値

\* GST:物品・サービス税、BJP:インド人民党(与党)

(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を予想

中国株は上値の重い展開を予想する。バリュエーションは適正水準と見ているが、短期的に景気対策が打ち出される可能性は低いことから、バリュエーションの上昇は期待しづらい。また、中国政府・当局は株価の上昇を必ずしも歓迎していないように見える点も割り引く必要がある。26年1-3月期の実体経済は堅調で、業績予想も上方修正傾向にあったが、イランへの攻撃が開始されて以降、上方修正の勢いがやや失われつつあるように見える。その中では、テクノロジー企業の上場が増加している本土株が優位と予想する。

インド株は横ばい圏での値動きを予想する。「SaaSの死」懸念で売られた分は、やや行き過ぎの面もあると見ており、まずは底値堅めの展開となろう。ただ、原油高は逆風である。特段の注目材料も見当たらないことから、直近高値を上回っていくような期待感を持ちづらい。ルピー安にも歯止めがかかっておらず、海外投資家にとってはインド株を手掛けづらい状況であり、まずは為替の安定が必要だろう。

## 債券

## 新興国債利回りは高止まり後、低下へ

新興国債利回りは、高止まり後、低下に向かうと予想する。中東情勢の悪化から当面は不安定な動きを余儀なくされると見ており、米金利の上昇とドル高を背景とした利回り上昇圧力は根強い。ただ、投資家のリスク回避傾向が一巡すれば、実質金利が高い国を中心として利回りは低下に向かうと予想する。

原油価格の急騰と米利下げ期待の後退が新興国の金融緩和姿勢を抑制しており、新興国の利下げはほぼ最終局面にある。インドネシア中銀は、通貨安定を最優先し、追加利下げの選択肢を排除した。原油価格の急騰を受けて、南アフリカ中銀も当面政策金利を据え置くと予想する。その中で3月に利下げしたブラジル中銀は、利下げを継続する姿勢を示しており、例外的な存在である。

## 中国CSI300指数の推移

(期間 2023年1月3日~2026年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

## インドNifty50指数の推移

(期間 2023年1月2日~2026年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

## 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1月3日~2026年3月31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。

## 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」とし、全人代に向けて期待が高まると考えた。インドは、予算案は家計重視のものになり、対米関税は引下げの方向で進展すると予想した。

実際には、中国では25年のGDP成長率は+5%と目標通りで着地した。ただ、事前に判明した省別GDP目標が冴えなかったこともあり、政策期待はさほど盛り上がりなかった。インドは、対米関税引下げが決定した。他方、予算案は製造業やインフラ投資の強化が主眼に置かれ、先物取引に係る証券取引税率の引上げが公表された。

## マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを4,500～4,800ポイントとし、中国株は企業業績の改善に見合った上昇を予想した。インド株はNifty50指数の予想レンジを25,000～28,000とし、為替が落ち着けば海外からの資金が流入すると予想した。

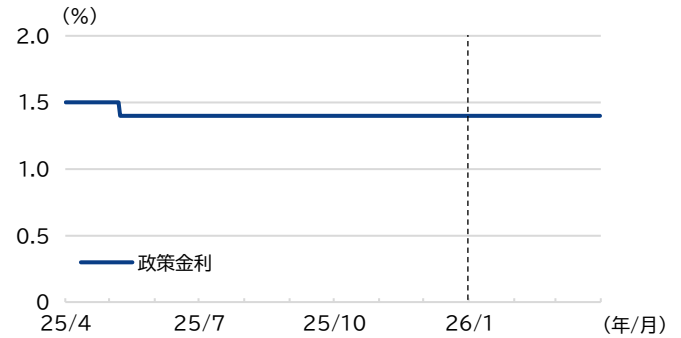
実際には、中国株は上値の重さが目立つ展開となった。企業業績は堅調に推移し、全人代に向けた政策期待も相場の下支え役を果たしたが、その一方で、中国政府・当局が株高を歓迎していない姿勢を示したことの影響も大きかった。インド株は軟調な値動きが続いた。ルピー安に歯止めがかからなかったこともあるが、「SaaSの死」がバズワードとなり、海外からの資金流出に歯止めがかからなかったことも大きかった。

債券は、新興国債利回りの予想レンジを5.75～6.05%とし、横ばい圏での推移を予想した。中国は方向感が出づらい状況を、ブラジルはボラティリティの高い動きを、南アフリカはインフレ目標引下げや財政見直し改善による債券市場の下支えを、それぞれ予想した。

実際には、新興国債利回りは上昇した。2月まで予想に近い展開であったが、3月に入ると全般的に利回りが大きく上昇した。中東情勢の悪化を受けて、グローバルに債券が売られたことの影響が大きかった。その中でも中国の堅調ぶりが目立った。

中国の政策金利の推移

(期間 2025年4月1日～2026年3月31日、日次)



※政策金利は7日物リバースレポ金利。点線は2025年12月末時点

中国CSI300指数の推移

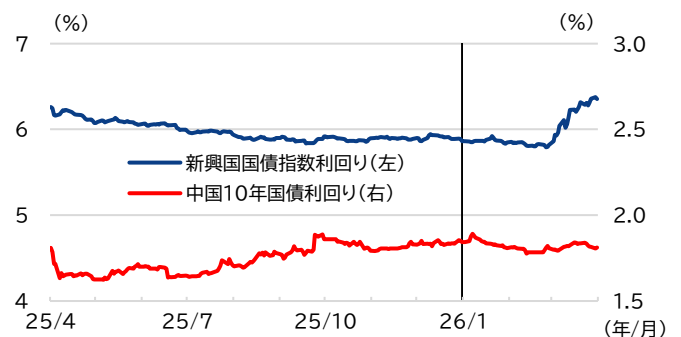
(期間 2025年4月1日～2026年3月31日、日次)



※点線は2025年12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 2025年4月1日～2026年3月31日、日次)



※新興国債指数の利回りはJ.P. Morgan GBI-EM Broad Diversifiedを使用。縦線は2025年12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

## 目先はドル堅調、豪ドルに注目

中東情勢悪化による原油高が多くの国にとっては貿易収支の悪化要因となることから、目先は実需の面からドルの堅調な推移を予想する。

米国・イスラエルがイランへの攻撃を開始すると、急激なボラティリティの上昇を受けて、これまでに買われた通貨がより売られる展開となった。一方、原油価格の急騰を受けて、複数の主要中銀の政策金利見通しがタカ派方向にシフトした。

このところのドル買いはリスク回避によるところも大きいですが、原油高に伴う日本の貿易収支の悪化と日銀の様子見姿勢を背景として、目先のドル/円は堅調に推移すると予想する。ドバイ原油が1バレル=100ドル近辺の水準であれば、年間で12兆円程度の貿易赤字要因と試算される。

他方、1ドル160円を超える状況でもあり、為替介入への警戒感がドル/円の上値を一定程度抑制しよう。そして、中東情勢が最悪期を越えれば、リスク回避目的で生じていたドル買い圧力も徐々に和らいでいくと見る。

目先のユーロ/ドルは下値模索を予想する。ユーロ圏はエネルギーの輸入依存度が高いことから、原油高の局面では貿易収支の悪化が懸念されやすく、域内景気が減速するという見方も浮上しやすい。その中で、ECBが急速にタカ派化するという見方が高まった。

中東情勢が最悪期を越え、原油価格の上昇に歯止めがかかれば、ユーロ/ドルは徐々に持ち直しの動きに転じ、緩やかな上昇に回帰していこう。その一方で、市場で織り込まれているECBの早期、かつ大幅な利上げ期待は行き過ぎの感が強い。利上げ期待の修正がユーロの反発余地を限定的なものとしよう。

その中での注目通貨が豪ドルである。豪ドルには商品市況上昇に伴う貿易収支の改善がプラスに働く。2カ月連続で利上げを実施してきたRBAは、インフレへの警戒感が強く、追加利上げにも前向きである点も、豪ドル高をサポートする見通しである。

米ドルの対円相場

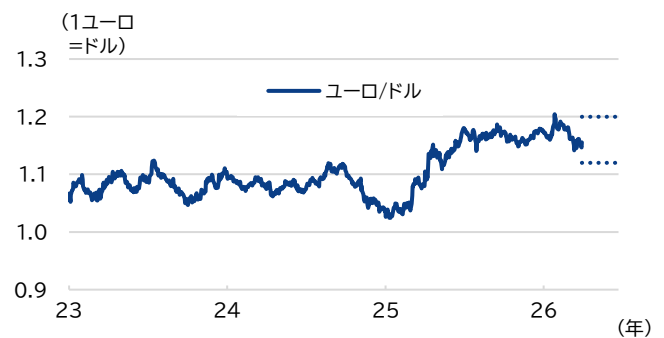
(期間 2023年1月2日~2026年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

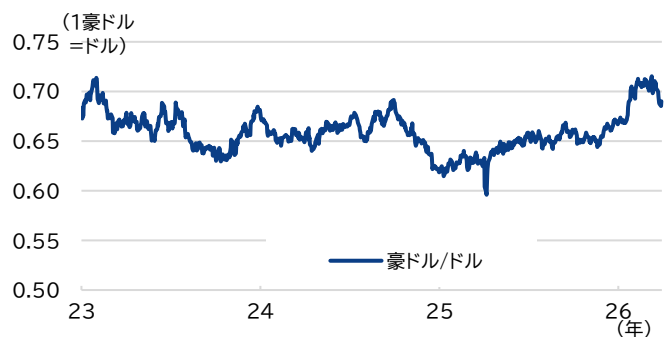
ユーロの対ドル相場

(期間 2023年1月2日~2026年3月31日、日次)



豪ドルの対ドル相場

(期間 2023年1月2日~2026年3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

### 上値が重い中、売られた資源国通貨が反発へ

対ドルでの新興国通貨は目先上値が重い状況が続くだろうが、中東情勢が改善すれば反発に向かうと予想する。まずは中東情勢悪化をきっかけに売られた新興国資源通貨の反発余地が大きく、その先に実質金利が高い国の通貨が選好されていく見通しである。

一方、日本の貿易収支悪化や日銀の利上げに対する慎重姿勢が意識されていくことで、対円での新興国通貨は底値固めの動きになると考える。

目先上値が重い状況が続くと見るのは、中東情勢の悪化によるボラティリティ上昇と、FRBの利下げ期待がいったん後退したことを受けたものである。原油価格急騰に伴う金融市場のボラティリティが上昇したことから、新興国通貨のロングポジションは解消を余儀なくされた。

ただ、新興国通貨の中長期的な上昇基調は継続していると見る。トランプ政権がドル安を志向していることに加えて、トランプ政権のこれまでの行動は米国の信認を一定程度低下させたであろう。そのため、調整一巡後は、下げ渋りから底堅い展開に移行していくと予想する。

その中での注目通貨が南アランドである。ランドは、通貨のボラティリティが上昇するタイミングで下落率が大きくなりやすい傾向がある。中東情勢悪化に見舞われた3月は、過去の傾向通り、ボラティリティが上昇し、ランド安となった。しかし、ボラティリティの水準は比較的低いことから、比較的早いタイミングでランド高に転じると予想する。

なお、人民元は、昨年末から緩やかに上昇してきたが、政府・当局が元高抑制措置を示したことでひとまず上昇に歯止めがかかった格好となっている。ただ、反内巻政策の効果から多少状況に改善の兆しが見えつつあるとしても、中国のデフレ解消は道半ばである。金利水準も低く、時間調整が終われば、緩やかな元高が再開すると予想する。

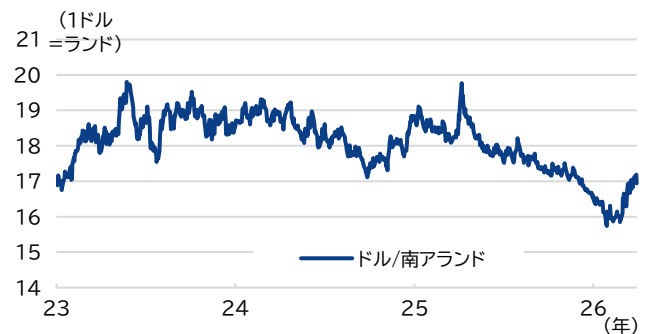
新興国通貨のボラティリティ

(期間 2020年1月1日~2026年3月31日、日次)



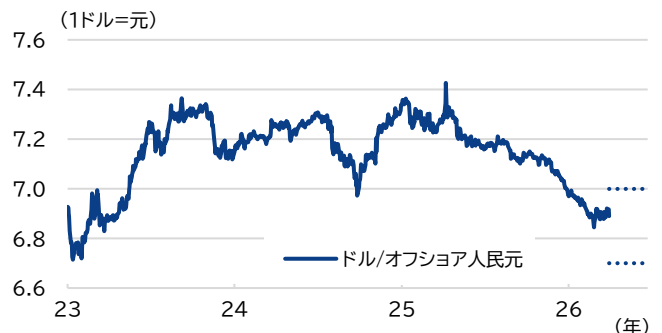
南アフリカランドの対ドル相場

(期間 2023年1月2日~2026年3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~2026年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

\* 内巻: 内向きな競争で終わりに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。

## 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155.0～160.0円とした。ドル/円相場は、日本のインフレ懸念を背景とした「ドル高・円安傾向」と「為替介入への警戒感」が拮抗し、神経質な値動きが続くと考えた。一方、ユーロ/ドルは緩やかに上昇すると予想した。

実際には、ドル/円相場は振れの大きい展開となった。年初は円安が進行したが、日米でのレートチェックが介入警戒感を高めたことから、ドル/円相場は159円台から152円台へと一気に円高が進んだ。その後も振れの大きい展開が続いたが、米国・イスラエルによるイランへの攻撃をきっかけにドルが買い戻されたことに加えて、原油価格上昇による貿易収支の悪化懸念から円安が進行し、3月末には160円を突破した。ユーロ/ドルも同様に大きく振れた。1月に1.2ドル台に乗せたが、その後は反落し、3月中旬には1.14台に値を下げた。こちらもエネルギー高による貿易収支の悪化懸念が大きかった。

## 新興国

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した。新興国通貨は、対ドルでは米利下げが期待しづらいことから、対円ではこれまで非常に好調に推移してきたことからくる利益確定圧力から、いずれも上値が抑制されると考えた。一方、人民元については、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した。

実際には、新興国通貨は、対ドルでは2月末まで堅調な推移が続いたが、3月に入ると反落した。中東情勢の悪化によるボラティリティの上昇が新興国通貨への投資意欲を妨げ、これまでに上昇した通貨ほど売られやすい展開となった。中東情勢の悪化を予想していたわけではなかったが、利益確定圧力が働いたという点では予想に似た展開となった。人民元は堅調に推移したが、2月以降、上昇には歯止めがかかった。政府・当局による元高抑制措置が一定の効果を果たした。

米ドルの対円相場

(期間 2025年4月1日～2026年3月31日、日次)



※点線は2025年12月末時点

新興国通貨指数の推移

(期間 2025年4月1日～2026年3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12月末時点

人民元の対ドル相場

(期間 2025年4月1日～2026年3月31日、日次)



※点線は2025年12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、一般社団法人資産運用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。■購入の申込みに応じた場合は、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。

(2026年3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)