

SBI OAM HOUSE VIEW

2024年1-3月

転換点を通過し、欧米は利下げ開始へ

	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	☁	景気は小幅減速、3月利下げ開始	FF金利(中央値)	5.375%→5.125%
	日本	☀	景況感はやや好転	短期金利目標	-0.1%→0%
	中国	☁☔	引き続き不動産問題が景気の足枷に	1年物LPR	3.45%→3.35%
株式	米国	☀☁⚡	短期的な上値余地は限定的	S&P500種指数	4,250p~5,100p
	日本	☀	高値更新へのチャレンジ継続	TOPIX	2,250p~2,600p
	中国	☔	軟調な展開が続く	CSI300指数	3,000p~3,600p
債券	米国	☔→☀	イールドカーブはブルフラット化	10年国債利回り	3.50%~4.50%
	日本	☁☔	長期金利は小幅上昇	10年国債利回り	0.50%~1.00%
	新興国	☀	新興国国債は利回り低下継続	新興国国債指数利回り*	5.80%~6.90%
		☁	中国国債利回りは横ばい圏~小幅低下	中国10年国債利回り	2.30%~2.80%
為替	先進国	☔→☁	ドル安圧力強いが、円高余地も限定的	ドル/円	135.0円~148.0円
		☁		ユーロ/ドル	1.050 _{ドル} ~1.150 _{ドル}
	新興国	☀	対ドルでは堅調に推移	ブラジルレアル/円	27.0円~32.0円
		☁	元安リスク後退も、元高要因見当たらず	ドル/オフショア人民元	6.80元~7.40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。

經濟

「景気先行指数の低下」と「景気一致指数の上昇」が続く中、事前予想を上回る景気指標は減ってきた。23年10-12月期のGDP成長率は潜在成長率並みの2%程度であったと見ている。

前年比で見たインフレ率は横ばいに転じたが、前月比ではディスインフレ傾向が続いている。23年12月のFOMCでも、23年のコアPCEデフレータの見通しは23年9月時点での前年比+3.7%から同+3.2%に、24年の見通しは同+2.6%から同+2.4%に引下げられた。政策金利を高め、据え置く必要性は薄れたことから、FRBは24年3月から25bpの利下げを開始すると予想する。ちなみにECBは現時点では利下げに否定的ではあるが、景気が後退局面に入りつつあるため、ECBも24年3月から利下げを開始すると予想する。

24年は大統領選の年である。現状では民主党、共和党ともに候補者が固まっておらず、ベッティング市場では現大統領のバイデン氏と元大統領のトランプ氏の勝利確率はほぼ同等と見積もられている。24年3月のスーパーチューズデーまでには、バイデン氏とトランプ氏が対決するという構図が明確化していよう。

24年11月の大統領選挙・連邦議会選挙では、トランプ氏が大統領に再選される一方、上下院ともに共和党が過半を占めると予想する。次期政権では、対中政策のような部分を除くと、バイデン政権下で実施された政策のうちの多くのものが撤回されていく見通した。ただ、ねじれ議会がネックとなっている現状と比較すると、政策執行のスピードが速まるという側面がある。

年月	景気先行指数	景気一致指数
2016/1	112	107
2016/2	100	94
2016/7	106	102
2017/1	110	105
2017/7	115	107
2018/1	118	112
2018/7	114	110
2019/1	108	110
2019/7	103	112

Figure 1: Trend of Core CPI (前年比) and Policy Rate (政策金利) from February 2020 to July 2023.

年月	コアCPI(前年比) (%)	政策金利 (%)
20/1	2.5	1.7
20/2	2.5	1.7
20/3	2.2	0.1
20/4	1.5	0.1
20/5	1.2	0.1
20/6	1.5	0.1
20/7	1.2	0.1
20/8	1.5	0.1
20/9	1.8	0.1
20/10	1.5	0.1
20/11	1.5	0.1
20/12	1.5	0.1
21/1	1.5	0.1
21/2	1.3	0.1
21/3	1.5	0.1
21/4	3.0	0.1
21/5	4.5	0.1
21/6	4.0	0.1
21/7	4.0	0.1
21/8	4.5	0.1
21/9	5.0	0.1
21/10	5.5	0.1
21/11	6.0	0.1
21/12	6.5	0.1
22/1	6.5	0.2
22/2	6.2	0.3
22/3	5.8	0.5
22/4	5.5	1.0
22/5	5.8	2.3
22/6	5.5	2.3
22/7	5.8	2.3
22/8	6.5	3.1
22/9	6.0	3.1
22/10	5.5	4.0
22/11	5.0	4.5
22/12	4.8	4.5
23/1	4.5	4.7
23/2	4.8	4.9
23/3	4.5	5.0
23/4	4.2	5.0
23/5	4.0	5.3
23/6	4.0	5.3
23/7	4.0	5.3

年月	トランプ氏 (%)	バイデン氏 (%)
23/1	18	33
23/4	28	40
23/7	37	43
23/10	38	42
24/1	39	38

1

米国

マーケット

株式

短期的な上値余地は限定的

23年11月以降の大幅上昇の結果、株価は10年債利回りの4%割れを織り込んだ水準にある。短期的な上値余地は限定的で、反落も警戒すべきだ。23年10-12月期業績の上ぶれから、24年1月中旬以降の株価は小高くと推移しようが、24年1-3月期の業績予想は消費関連銘柄を中心に下方修正されると予想しており、株価の上昇は限られるだろう。QTが予定通り進められる過程で、流動性逼迫への懸念も出始めている。株式市場では楽観ムードが強いことから、予期せぬボラティリティに見舞われる可能性も考えられる。足元でBTFTP残高が増えてきている点も気かりで、その観点からも米銀決算に注目したい。

その先、春から夏にかけての米国株は、大統領選への警戒感から調整～横ばい圏での推移にとどまり、業績期待での上昇は後半からと予想する。Magnificent 7の好パフォーマンスは業績面でも裏付けされるものであった。しかし、業績格差も縮小していくと見ており、物色は超大型企業以外に広がっていくと予想する。AI関連銘柄、GLP-1関連銘柄などが物色の柱となろう。

債券

イールドカーブはブルフラット化

金融市場では24年は大幅な利下げが織り込まれており、我々も24年3月からの利下げ開始を予想している。しかし、23年12月のFOMCでは早期利下げに慎重な見方が示されており、利下げの開始時期やその後のペースには不透明感が強い。24年3月のFOMCに向けて、FRB高官からは様々なメッセージが発せられるだろう。

既往の低下幅が大きかったことから、10年債利回りは、短期的には揺り戻しを予想する。24年1-3月は落ち着きどころを探る展開が中心となろうが、金利低下局面への移行を前提とした投資家の押し目買いニーズは強い。結局、10年債利回りは現状水準に戻ってこよう。むしろ短期金利の方が低下余地が大きいと見ており、イールドカーブのブルフラット化を予想する。

* QT: 量的引締め、BTFTP: 銀行タームファンディングプログラム、GLP-1: グルカゴン様ペプチド-1

※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。

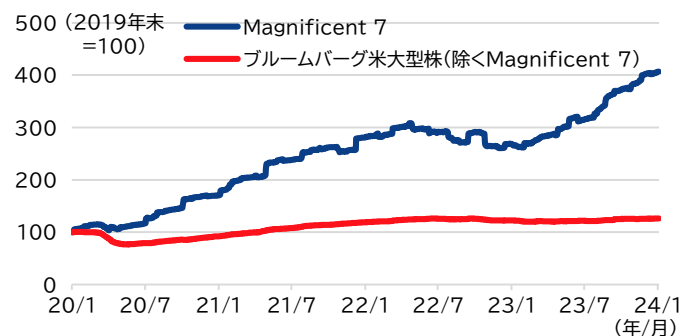
S&P500種指数の推移

(期間 2020年1月2日～2023年12月29日、日次)



米国株の予想EPSの推移

(期間 2020年1月1日～2024年1月3日、日次)



10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月1日～2023年12月29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

米国

レビュー

経済

前回のハウスビューレポートでは、景気については減速色を強めていくと予想する一方、金融政策については政策金利は据え置かれ、利上げバイアスを残したまま越年すると予想した。

実際には、景気は減速したものの、想定ほどは減速していないという印象である。アトランタ連銀のGDPNowによると、23年10-12月期のGDP成長率は23年12月上旬には同+1%台前半となったが、その後の経済指標が堅調だったことを受けて、24年1月初旬には同+2.5%となっている。FF金利は想定通り据え置かれ、23年12月FOMCの内容もほぼ想定通りであった。

マーケット

株式は、上値が重い状況が続くと予想し、S&P500の予想レンジを4,000～4,700とした。業績回復期待と長期金利低下で本格的な上昇局面に入るのは、24年にずれ込むと予想した。

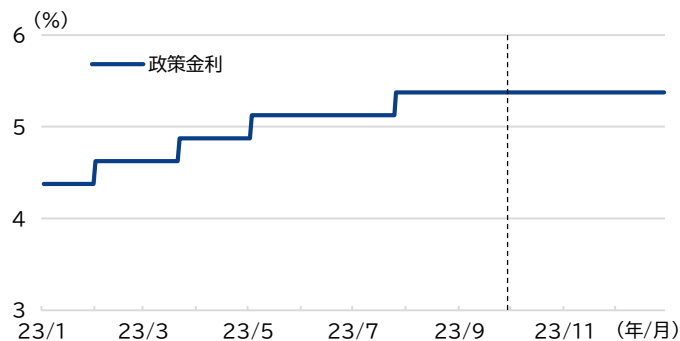
実際には、23年12月中旬までは上記のレンジ内にとどまったものの、中旬以降に上記のレンジ上限を上回った。業績回復期待は十分ではないが、長期金利の低下が大きく影響したためと見ている。

債券は、10年債利回りは高止まりが続くと予想し、予想レンジを4.05～4.90%とした。10年債利回りが本格的な低下局面を迎えるのは、もう少し先と予想した。

実際には、債券需給の悪化が懸念された23年10月中旬から下旬にかけては上記のレンジ上限を僅かに上回る一方、そこから利回りは一気に低下し、12月中旬以降はレンジ下限を下回った。12月のFOMCをきっかけに、市場参加者が24年の利下げ期待を一気に強めたことから、想定していたよりも早いタイミングでの利回り低下となった。前回のレポートのタイトルは「延長戦の中、転換点を待つ」としたが、転換点が訪れるのは想定よりもやや早かった。

政策金利の推移

(期間 2023年1月2日～2023年12月29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2023年9月末時点

S&P500種指数の推移

(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※点線は2023年9月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※点線は2023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

景況感はやや好転

23年4-6月期のGDP成長率は前期比年率+3.6%、7-9月期は同-2.9%と大きく振れたが、景気先行指数、景気一致指数ともにほぼ横ばい圏で推移している。コロナ禍からの回復が期待されたが、景気は足踏み状態が続く。景気ウォッチャー指数も、年央辺りをピークに軟化が続いた。

今後の景況感はやや好転すると予想する。資源市況の反落、円安修正、政策効果などから、インフレ率の上昇にはひとまず歯止めがかかった。これまでは名目賃金が上昇しても物価上昇から実質賃金がマイナスの伸びを続けてきたが、その状況は改善しよう。目先の消費者マインドは好転する可能性が高い。また、訪日外客数も増加が続いている。中国からの訪日客数の回復は限定的ではあるが、その他の地域がカバーしており、過去最高水準に迫ってきた。その他、定額給付、定額減税も支援材料である。

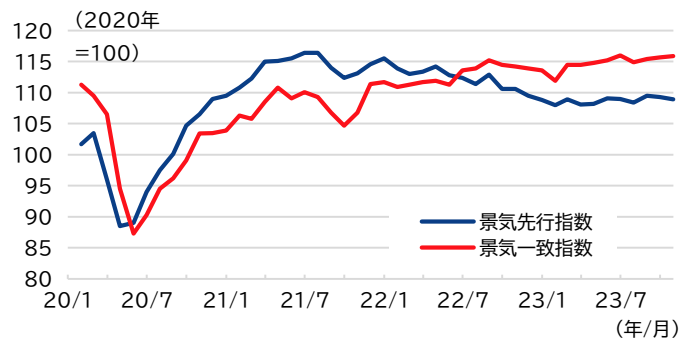
23年春闘の連合最終回答集計は、定昇相当込み賃上げ率は昨年同時期に比べ+3.58%、賃上げ率は同+2.12%となった。足元の企業業績や物価の動向に加え、連合の基本構想で賃上げ要求方針が「5%以上」と前回より表現が強められたことを念頭に置くと、24年春闘ではさらなる賃上げが実現するはずだ。24年3月中旬に判明する**24年春闘の第1回集計では、前年比+4%程度の定昇相当込み賃上げ率、同+2%台半ばの賃上げ率を予想する。**

生産活動、輸出動向は一進一退と冴えない展開が続くが、近隣のアジア諸国の輸出は回復傾向にあり、輸出環境は悪くなさそうだ。自動車生産は工場停止の影響も強く、**今後の生産・輸出は持ち直そう。**

一方、内閣支持率が大幅に悪化した。自民党支持率の低下も顕著である。**24年度予算案の審議終了までは現政権が存続しようが、その先は内閣交代の可能性も視野に入る。**ただ、政治資金問題がフォーカスされていることから、自民党総裁選の前倒しや解散総選挙の場合でも、争点は経済政策以外の論点になりやすい。中期的には国内政治の流動化リスクを意識しておく必要がある。

景気判断指数の推移

(期間 2020年1月～2023年10月、月次)



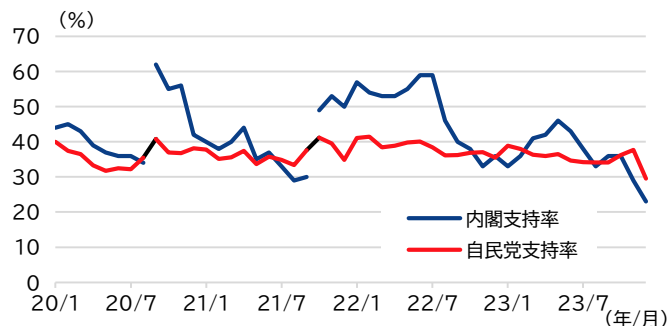
需給ギャップの推移

(期間 2000年1-3月期～2023年7-9月期、四半期毎)



内閣支持率の推移

(期間 2020年1月～2023年12月、月次)



(出所) 内閣府、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

高値更新へのチャレンジ継続

上昇基調という見方を継続する。足元の予想PERは、中期的に見れば妥当圏にある。23年10-12月期の企業業績は前年比10%台後半の増益を予想する。円安修正を受けて業績予想の上方修正の勢いは鈍化しようが、それでも上方修正は継続しよう。米国金利の低下などを受けて米国景気の後退可能性が低下したことや、米国の利下げ期待が高まる中でも過度な円高ドル安が実現していないということは、日本株にとって安心材料である。極端なバリュー相場や極端なグロース相場となる可能性は低く、半導体関連株や来期増益が期待される銘柄群が相場を牽引しよう。

東証は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示状況を、24年1月15日から毎月公表する。個別企業の開示はやや行き過ぎという感も否めないが、横並び体質の日本企業にとっては無視しづらいであろう。資本コストや株価を意識した経営への変化は日本株再評価につながる可能性がある。なお、目先は内閣交代を予想していないが、そうなった場合には変化への期待感から短期的に一段高となろう。

債券

長期金利は小幅上昇

NHKによる植田日銀総裁へのインタビューの内容からは、マイナス金利政策が24年1月に解除される印象は受けなかったが、マイナス金利政策の解除は秒読み段階という見方に変わりはない。他方、需給ギャップの悪化からは、ゼロ金利離脱に歩を進めることは難しい。マイナス金利政策を変更する理由が「金融緩和の持続性を高めるため」から「インフレを沈静化させるため」に変わるかどうかは注目点だが、その可能性はまだ低い。

10年債利回りは、これまでの反動もあり、小幅上昇を予想する。これまでYCCの上限値は0.25%→0.50%→1.0%と引上げられてきたが、かつての上限値の0.5%が当面のフロアとして機能すると見ている。海外金利の影響も受けようが、日銀の国債買入額は減額されよう。

※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

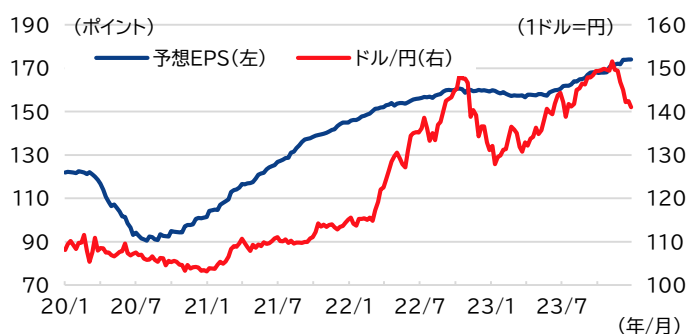
(期間 2020年1月6日～2023年12月29日、日次)



※点線は予想レンジ

ドル/円と予想EPSの推移

(期間 2020年1月3日～2023年12月29日、週次)



※予想EPSの対象はTOPIXで、12ヵ月先予想ベース

10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月1日～2023年12月29日、日次)



※点線は予想レンジ

(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、実質的には堅調な景気が続く一方、金融政策については、①24年初に日銀は実質的なマイナス金利解除に踏み切る、②利上げに踏み切れない環境に直面する可能性も低くない、と予想した。政治面では解散総選挙の可能性は低いと予想した。

実際には、いくつかの点で予想と異なった。輸入物価など「第一の力」による物価上昇で景況感が悪化し、景気は足踏みとなった。金融政策では、政策金利に手は加えられなかったが、23年10月というタイミングで長期金利の上限目標が柔軟化された。解散総選挙は実施されなかったが、政治資金問題まで加わった内閣支持率の悪化は予想外であった。

マーケット

株式は、上昇基調の継続を予想し、TOPIXの予想レンジを2,250～2,600ポイントとした。当面はバリュー株優位と見込み、企業業績は、①23年7-9月期の経常増益率も事前予想を上回る10%台半ばに上ぶれる、②23年度通期業績も10%程度の増益が展望できるようになる、③23年度の自己株取得枠設定額は9兆円台、と予想した。

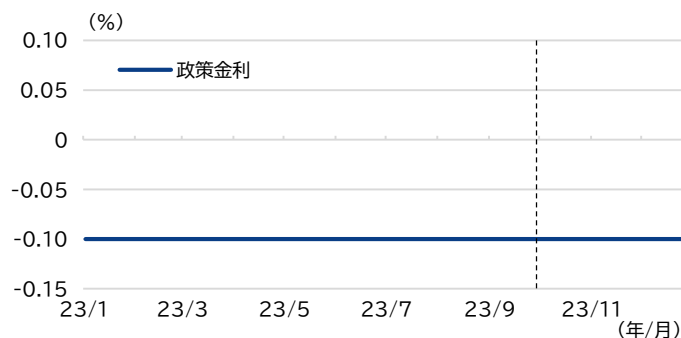
実際には、何度かレンジ下限を下回るも、概ね予想レンジ内で推移した。ただ「上値の重い展開」という言葉の方が妥当であっただろう。バリュー株が優勢な時期は短かった。23年7-9月期の経常増益率は前年比+12%と小幅未達だったが、通期の予想増益率は同+10%とほぼ想定線に切り上がった。23年4-12月の自己株取得枠設定金額は8兆円強と、前年同期を上回った。

債券は、10年国債利回りは徐々に変動幅上限(1.0%)に近づく一方、YCC上限値が試された際にはまずは「厳格に抑制」とされると予想し、予想レンジを0.50～1.00%とした。

実際には、10年債利回りは予想レンジ内で推移した。23年10月末に向けて1.0%に近づいたが、厳格に抑制されることなく、上限値の柔軟化が決定された。その後の利回り低下には海外金利の低下が大きく影響した。

政策金利の推移

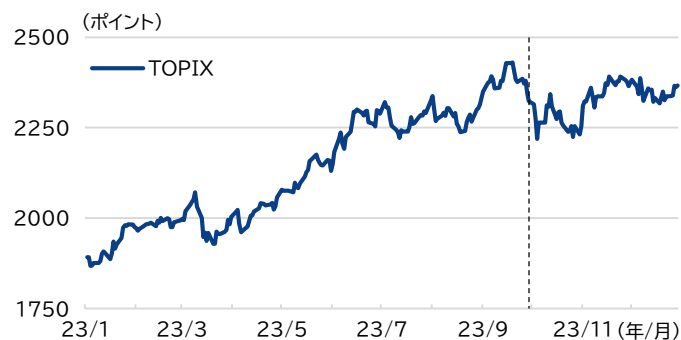
(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※政策金利は政策金利残高に適用される金利。点線は2023年9月末時点

TOPIXの推移

(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※点線は2023年9月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※点線は2023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

中国は引き続き不動産問題が景気の足枷に

中国景気は足踏み状態にある。23年8月頃を底に景況感は持ち直したが、足元のPMIは斑模様であり、足踏みの域を脱したとは見ていない。CPI、PPIともに弱く、デフレ的な環境が続く。

23年12月には中央政治局会議、中央経済工作会议が開催され、適度に強化した財政政策、柔軟かつ適度な金融政策などの方針が打ち出された。不動産、地方債務、中小金融機関などの重点リスクを解消し、システミックリスクの発生を徹底して未然に防ぐことも打ち出された。「2024年の製造・投資戦略」では成長促進産業、安定成長支援産業、戦略投資強化事業が定められ、国家発展改革委員会は民営経済の発展促進を掲げた。

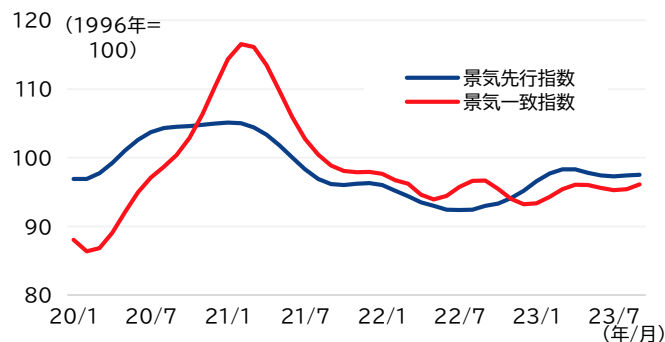
財政、金融面からの景気支援は継続し、**24年3月に開催される全人代では前年と同様に「5%前後」の成長目標が示されると予想する。小幅利下げを予想するものの、景気対策は引き続き財政政策が中心であり、金融政策は量的な側面が中心となろう。財政赤字目標は対GDP比で3%台半ばに設定されると予想する。**

政府当局は不動産不況対策に力を入れているが、なかなか決め手になるものはなく、特に3-4級都市の不動産販売は厳しい。**当面は不動産販売の低迷と、政府による対策強化の綱引きが続くと予想する。長期にわたって経済の牽引役を担ってきた不動産投資は、今後は中期的な成長の足枷になりかねない。その結果、24年の成長率は前年比+4%台半ばにとどまろう。**

問題を打開できるとすれば、それはやはり政府の対策に期待する他なく、それを通じてかつてのように不動産の先高観が戻るかが注目点である。その観点からは、中央銀行のバランスシートを活用して不動産問題に対処しようという動きに注目したい。23年11月には、中国人民銀行から政策銀行に低金利の中長期資金を提供し、主に保障型住宅、城中村改造、平常・救急両用施設の建設に投じる可能性が報じられた。保障型住宅の建設と供給を増加することが目指されており、規模は少なくとも1兆元に上ると報じられていたが、23年12月の担保付補完貸出残高が前月から+3500億人民元の大幅増加となったのは明るい材料だ。

中国景気判断指数の推移

(期間 2020年1月～2023年9月、月次)



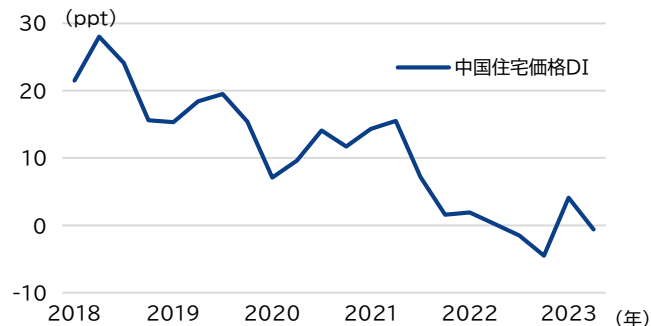
中国不動産景気指数の推移

(期間 2016年1月～2023年11月、月次)



中国住宅価格センチメントの推移

(期間 2018年1-3月期～2023年4-6月期、四半期毎)



※ 上昇と回答した割合から下落と回答した割合を差し引いて算出

(出所) 中国人民銀行、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。

新興国

マーケット

株式

中国株は軟調な展開が続く

中国株は軟調な展開が続くという見方を継続する。足元のバリュエーションは割安感が強いが、業績見通しは力強さに欠けており、反発を期待させる材料も乏しい。

資本市場的な考え方によると、中国経済の成長力を高めるためには民間企業の積極活用が有効なはずだが、第3期の習近平体制が固まれば民間企業を積極活用するという期待は今のところ空振りに終わっている。最近でも成長産業であるはずのネット関連企業に対して規制強化の方向性が示された。中国でもプラットフォーム企業の成長力は高いが、プラットフォーム企業に対して優遇策が示されるという期待は楽観的と見る。

人民元や中国株式市場への資金流入の動きからは、外国人投資家による資金流出の動きにはひとまず歯止めがかかったように見えるが、引き続き外国人投資家による資金流出を予想する。米中関係が改善すれば、海外からの資金流入は回復しようが、過去最高水準の嫌中感に加え、24年に米国大統領選が控える状況において、米中関係の改善は極めて難しいという見方にも変わりはない。

債券

新興国国債は利回り低下継続

過去、FRBが利上げを停止し、利下げに転じた局面では新興国国債利回りは大きく低下した。今回も、米利下げ期待の高まりによるドル高圧力の緩和を受けて、利回り低下の継続を予想する。23年12月にブラジル、ペルーが追加利下げを実施するなど、新興国は全般的に金融緩和局面に移行している。実質金利が高く利下げ余地が大きいメキシコ、南アフリカの利回りはより大きく低下すると予想する。

中国10年国債利回りは他の新興国国債とは異なった推移を辿ろう。中国の景気は斑模様であり、不動産市況低迷からの脱却も見通しづらい。そのため、中国10年国債利回りは横ばい圏～小幅低下を予想する。

中国CSI300指数の推移

(期間 2020年1月2日～2023年12月29日、日次)



※点線は予想レンジ

中国株式市場への資金流入の推移

(期間 2021年1月1日～2024年1月3日、日次)



※サウスバウンドは上海・深圳証券取引を介した香港証券取引所上場株式の売買、ノースバウンドは香港証券取引所を介した上海・深圳証券取引所上場株式の売買

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～2023年12月29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) 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、①社会融資総量の回復は不安心理の後退につながる、②景気対策姿勢は引き続き強化されるが、当面の景気対策、不動産不況対策は財政政策中心になる、③6月以降に強化された景気支援姿勢が23年10-12月期の景気を改善させる、④ただし年間の成長目標である「5%前後」を大きく上回る展開は期待できない、と予想した。

実際には、概ね予想線での展開となった。ただ、政策金利の引下げが見送られたこと、景気の改善がごく僅かにとどまったこと、は予想と異なった。

マーケット

株式は、中国株の軟調な展開が続くと予想し、CSI300指数の予想レンジを3,400～4,100ポイントとした。本土株は一定の株価反発が見込めるとしても、新興国株式市場における中国の重要性は低下が続くと予想した。米中関係の改善についても極めて難しいと予想した。

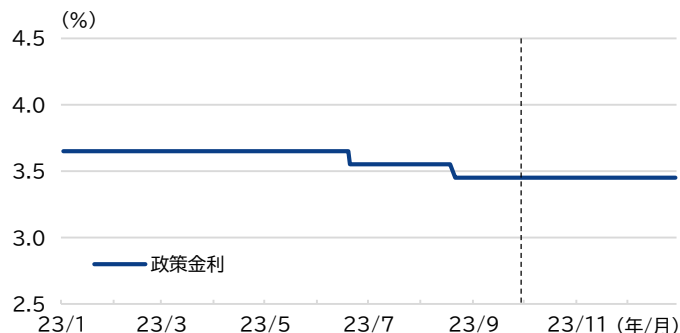
実際には、中国株は終始軟調な展開となった。上記レンジの下半分で推移し、23年12月中旬には上記レンジの下限を下回った。海外からは中国株の売越しが勝ったこと、インド株と対照的な値動きを示したこと、新興国株式市場における重要性は低下したと考える。米中関係については、23年11月の米中首脳会談で軍事面での緊張緩和というサプライズがもたらされたが、米中関係の改善とまでは言いづらい。

債券は、新興国国債利回りの米国債連動が続くと予想し、予想レンジを6.20～7.20%とした。中国10年国債利回りは現状水準を中心とした揉み合いが続くと予想し、予想レンジを2.40～2.85%とした。

実際には、新興国国債利回り、中国10年国債利回りともに上記のレンジ内で推移し、ほぼイメージに近い展開となった。

政策金利の推移

(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※政策金利は1年物LPR。点線は2023年9月末時点

中国CSI300指数の推移

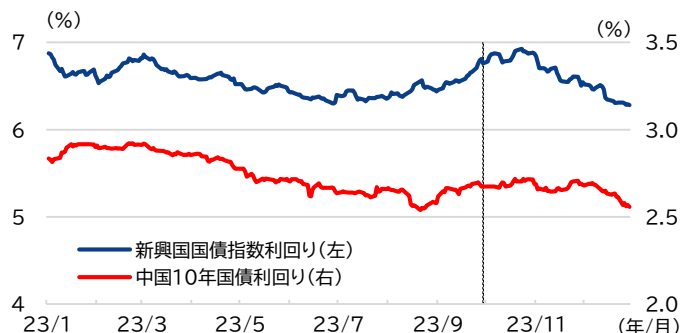
(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※点線は2023年9月末時点

新興国国債指数利回りの推移

(期間 2023年1月2日～2023年12月29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2023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

ドル安圧力強いが、円高余地も限定的

ドル円相場は、目先は不安定なドルの値動きの影響を受けようが、3ヵ月後には現状水準に戻ると予想する。

ドル円相場は23年11月頃から円高ドル安に向かったが、23年12月のFOMCで米利下げ期待が強まったことから、投機筋のドル売りが再開した。急速な米金利低下の反動もあって当面のドルは不安定な動きになりやすいが、強い利下げ期待を反映してドル安圧力が強い状況が続くと見る。

一方、円安圧力も根強い**ため、円高余地も限定的と予想する**。日銀がマイナス金利政策を解除した場合でも、実質政策金利が大幅マイナスという状況に変わりはない。

また、デジタル赤字の急増などは構造的な円安要因である。デジタル関連収支の赤字は、サービス収支全体の赤字の主因である。生産性向上のため米国企業などが提供するデジタル技術を日本企業が活用していること、米国のプラットフォーマーが提供するクラウドサービスの利用が国内で普及したこと、などが背景にある。このようなデジタル赤字に加え、20-22年にかけてはカネ関連収支の赤字幅も拡大した。23年10月は産業財産権等使用料の受取の大幅増加がサービス収支の改善につながったが、デジタル関連収支、カネ関連収支の赤字基調に変わりはない。

また、日本製鉄によるUSスチール買収計画のような高水準の対外直接投資や、新NISA導入に伴う対外証券投資の拡大も、中長期的な円安地合いを下支えする要因になろう。23年9月末時点でのNISA・ジュニアNISAによる買付額合計は約35兆円であった。資産所得倍増プランでは「5年間でNISA買付額の倍増(28兆円から56兆円)」が目標に据えられている。

24年は新NISA初年度である。23年は従来のNISA制度のもとで約5兆円の買付けがあったと見ているが、買付額の上限が引上げられることから、**24年の新NISAでの買付額は約7兆円となり、その過半は海外投資に向かうと予想する**。これまでNISA買付額の多くの部分は売却されてきたが、非課税保有期間が無期限となったことから、中期的には売却額が増えづらくなることの効果も見逃せない。

米ドルの対円相場

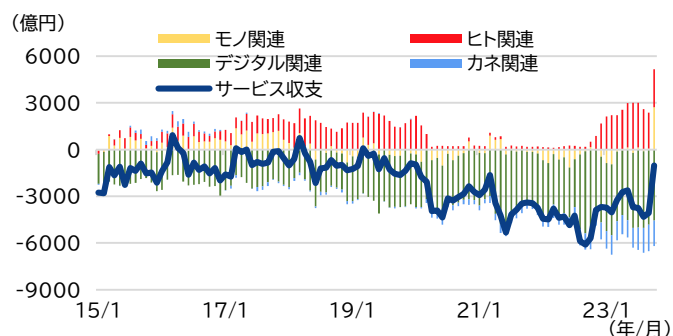
(期間 2020年1月1日～2023年12月29日、日次)



※点線は予想レンジ

サービス収支の推移

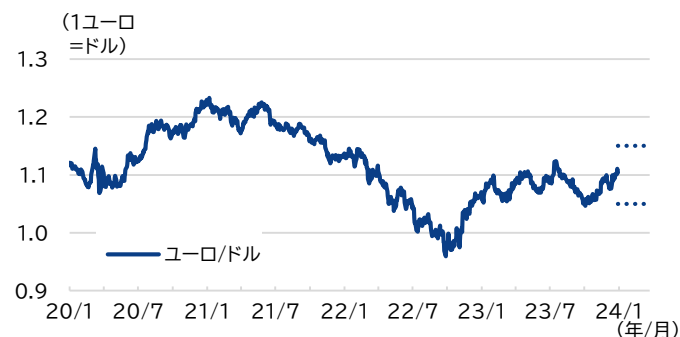
(期間 2015年1月～2023年10月、月次)



※3ヵ月移動平均値

ユーロの対ドル相場

(期間 2020年1月1日～2023年12月29日、日次)



※点線は予想レンジ

(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。

為替

新興国

新興国通貨は対ドルでは堅調に推移

新興国通貨は対ドルでは堅調推移となろうが、対円では通貨によってまちまちな動きになると予想する。

23年12月のFOMCで米利下げ期待が強まったことを受けて、新興国通貨は対ドルで堅調に推移している。新興国のCDSや新興国通貨のボラティリティはともに過去1年の最低水準を更新しており、新興国通貨に対する警戒感は大幅に後退した。

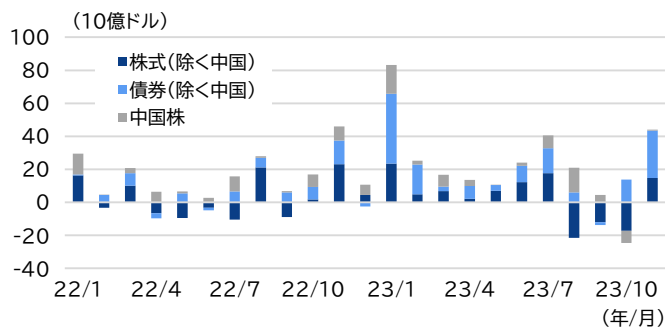
2000年代半ばの米国利上げ休止局面では、米国の政策金利が横ばいに転じてから新興国通貨は大きく上昇した。利上げ休止局面という認識が広まることで、新興国通貨が06年以降のようなパフォーマンスを示す可能性に注目してきたが、対ドルでの新興国通貨の長期トレンドは、ようやく反転が見通せるようになった。トレンドの反転について、①米国のインフレ鈍化と金融政策の緩和方向への転換、②インフレ沈静化を好感した海外から新興国への資金流入の拡大、という必要条件は全て満たされたと考える。

一方、対円ではまちまちな動きを予想しているのは、円安圧力の強さを念頭に置いたものである。日銀がマイナス金利を解除したとしても、実質政策金利は大幅なマイナスが維持されるため、米国との間でも実質政策金利格差は残る。そして、一部の新興国通貨との間の実質政策金利格差はさらに大きいものとなる。そのため実質金利が特に高い**ブラジル、メキシコ、南アフリカなどの通貨は、対円でもアウトパフォームすると予想する。**

中国人民元は多くの新興国通貨とは異なる価格形成になっている。ドル高圧力の緩和や資金流出傾向に一服感が見られることから短期的な元安リスクは後退したと考えるが、一方で低調な実体経済など元高要因も見当たらない。**人民元は横ばい圏にとどまると予想する。**

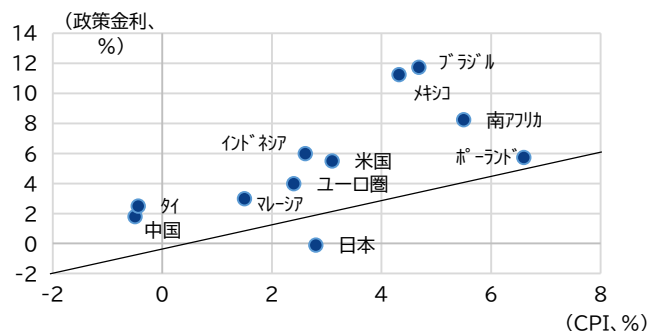
新興国市場への資金流入

(期間 2022年1月～2023年11月、月次)



各国のインフレ率と政策金利

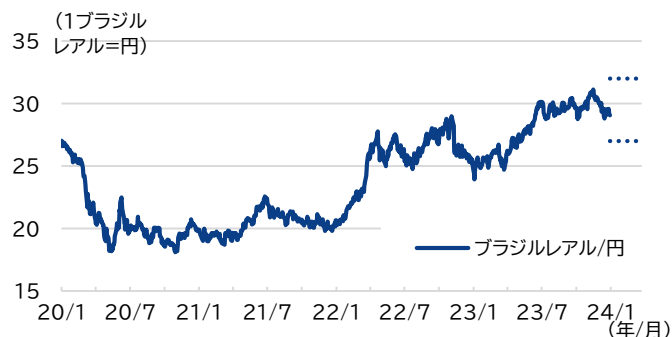
(2023年12月末時点)



※2023年12月末時点で直近値として取得可能であったデータを使用

ブラジルレアルの対円相場

(期間 2020年1月1日～2023年12月29日、日次)



※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。

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は142.0～155.0円とした。昨年水準を割り込む円安は放置されない一方、為替介入でドル円相場の基調を変えることは難しく、ドル円相場が反転するためには、FRBの金融引締め姿勢が緩むことが必要と予想した。FRBの利上げ打ち止めが確認できれば、為替市場のボラティリティは一段と低下し、対円で広範囲の通貨が上昇しやすい展開が期待できると予想した。

実際には、ドル円相場は23年11月上旬までドル高円安基調が続いた後、ドル安円高に転じた。12月に入ると、上記のレンジ下限を僅かに下回る値動きとなっており、こちらも転換点がやってきたのだろう。為替介入は実施されなかったが、昨年水準を上回るドル高円安とはならなかったためと見ている。FRBによる利上げ打ち止めへの期待は高まったが、為替市場のボラティリティはまだ高めである。

新興国

新興国は、FRBの金融引締め姿勢強化が投資資金の流入を抑制するため、対ドルでは上値の重い展開が続く、実質金利が相対的に高い国の通貨がアウトパフォームすると予想した。対ドルで上値を試す展開に移るためには、FRBの金融引締めの打ち止めが確認できることが必要と考えた。

実際には、対ドルでの新興国通貨は堅調に推移しており、上値を試す動きに移行したようにも見える。23年11月の新興国への資金流入は23年1月以来の規模となった。ただ、実質金利が高い国の通貨のアウトパフォームは限られたものととどまった。

中国人民元は、当局の元安回避姿勢から対ドルでの下落余地は当面限られようが、経済実体からは上昇期待も持ちづらいつと見え、予想レンジを7.10～7.50円とした。

実際には、予想レンジの範囲内でやや元高気味に推移した。一時は中国からの資金流出懸念が強かったが、景気への過度な懸念が和らいだこと、当局の姿勢、米国長期金利の低下が影響したと見ている。

米ドルの対円相場

(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※点線は2023年9月末時点

新興国通貨指数の推移

(期間 2023年1月2日～2023年12月29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2023年9月末時点

人民元の対ドル相場

(期間 2023年1月2日～2023年12月29日、日次)



※点線は2023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。

(2023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)