

SBI OAM HOUSE VIEW

2024年10-12月

衆院選、そして運命の米大統領選が近づく

	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	☁	景気は小幅減速でも積極利下げ継続	FF金利(中央値)	4.875%→3.875%
	日本	☀	実質賃金はプラス基調で、高めの成長率が継続	無担保コールO/N物	0.25%→0.50%
	中国	☁	景気底入れを期待	7日物リバースレポ金利	1.50%→1.40%
株式	米国	☁→☀	不透明感後退から大統領選後に上昇へ	S&P500種指数	5,200p~6,100p
	日本	☁→☀	こちらも米国大統領選後には上昇へ	TOPIX	2,450p~2,850p
	中国	☀	政策期待感を支えに上昇	CSI300指数	3,600p~4,600p
債券	米国	☁	長期金利は揉み合い	10年国債利回り	3.30%~4.10%
	日本	☂	長期金利は緩やかに上昇	10年国債利回り	0.70%~1.25%
	新興国	☀	新興国国債は利回り低下基調が継続	新興国国債指数利回り*	5.50%~6.65%
		☂	中国国債利回りは底堅い動きに	中国10年国債利回り	2.00%~2.40%
為替	先進国	☁	長期ドル/円トレンドは転換も、目先は円高一服	ドル/円	135.0円~150.0円
		☀		ユーロ/ドル	1.050 ^{ドル} ~1.200 ^{ドル}
	新興国	☀	資金流入を支えに堅調に推移	ブラジルリアル/円	24.4円~29.0円
		☁	ボラティリティ上昇に留意も、底堅い動きが継続	ドル/オフショア人民元	6.70元~7.40元

*政策金利見通しは現状→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

景気は小幅減速でも積極利下げ継続

懸念していた大統領選前の不透明感台頭による景気への悪影響は、ハードデータには見て取れない。7-9月期のGDP成長率は前期比年率+2%台であった可能性が高く、10-12月期も同+2%を割り込む程度の小幅減速にとどまると予想する。インフレ率の低下ペースが鈍った時期も通過し、物価目標に向けて再び歩み出した。

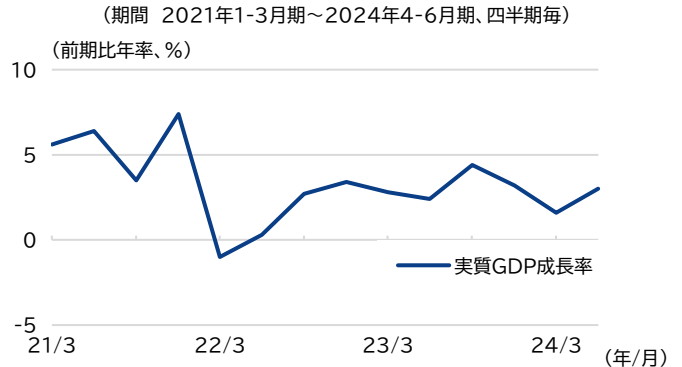
「安定成長&デシインフレ」の中で、俄然注目を集めているのが雇用情勢である。7月FOMCやジャクソンホール講演の場でも雇用への配慮が強調された。過去の経験から失業率の大幅上昇が意識される水準に求人率が低下してきたためだが、金融市場の警戒感は行き過ぎで、失業率は横ばい圏での推移にとどまると予想する。

9月FOMCで敢えて50bpの利下げを実施したことについて、FRB高官からは様々な見解が示されているが、現状の政策金利がインフレ率や中立金利を大きく上回っているという「政策金利水準の高さ」そのものに起因すると見る。記者会見でパウエル議長は「50bpは新たなペースではない」と述べたが、政策金利水準はまだまだ高いことから、11月も50bpの利下げが実施され、政策金利は中立金利に向けて前倒しで引き下げられていくと予想する。

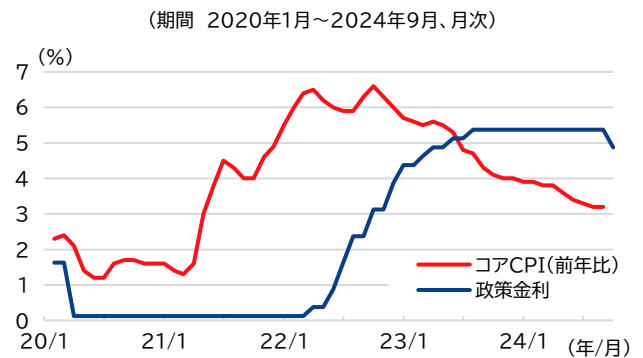
その大統領選は、共和党のトランプ、バンス陣営と民主党のハリス、ウォルズ陣営が争う構図となった。同時に実施される議会選挙では、上院は共和党優勢の可能性が極めて高く、下院も共和党優勢になると予想する。Betting Oddsによると、大統領選はハリス陣営が若干優勢と見られているが、誤差の範囲であり、選挙終了まで不透明感は持続しよう。

トランプ政権誕生の場合には、トランプ減税が延長される一方、関税引き上げによる景気押し下げ効果が働く。物価見通しにも影響しうる点には留意が必要だ。ハリス政権誕生の場合には、中低所得者向け支援の効果はあろうが、トランプ減税は終了するため、どちらのケースでも景気下押し要因が勝ろう。なお、トリプルブルーの公算は小さいことから、懸念されているようなハリス増税は実現しないと予想する。

GDP成長率の推移

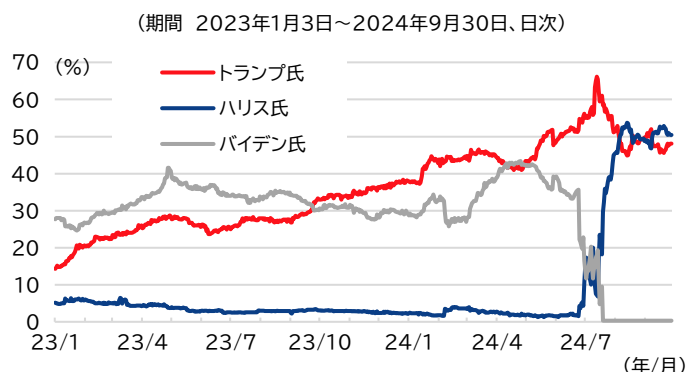


インフレ率と政策金利



※インフレ率は2024年8月まで

2024年米大統領選での主要候補の勝利確率



(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。

米国

マーケット

株式

不透明感後退から大統領選後に上昇へ

レイバーデーも終わり、大統領選一色になってきたが、選挙情勢は依然混沌としたままである。株式市場では不透明感が強まりやすく、10月は後半にかけて株価は弱含むだろう。

製造業の景気指標は依然として弱いままである。S&P500種の7-9月期業績は6月末時点で9%増益が見込まれていたが、9月末時点では5%増益に下方修正された。景気敏感業種を中心として業績への期待値は相応に低下したが、10月中旬から始まる銀行決算にはまだ下ぶれ余地が残っていると考える。

大統領選後は、選挙結果にかかわらず、不透明感の後退から株価の反発を予想する。どちらが大統領の座に就いたとしても、データセンター、電力、原発などへの影響は変わらず、選好されやすい状況が続こう。景気敏感業種を中心に業績モメンタムが鈍化したことから、予想以上にメガテック業績が相対的に優位な状況が続いている。大統領選が終わり、11月のFOMCで利下げが実施されれば、メガテックへの選好が強まると予想する。

債券

長期金利は揉み合い

10年債利回りは揉み合いを予想する。9月に予防的な利下げを実施したFRBは今後も利下げを継続していただくだろう。しかし、市場参加者による利下げ期待は既に強いことから、中立水準に向けた利下げでは利回りの低下余地は限られると見る。

利回りが一段と下値を切り下げていくのは、中立金利を下回る利下げが意識されるような局面であろうが、本格的に景気が減速していくとは見ていない。9月のFOMCでFRBによるロンガーラン金利見通しの中央値は2.9%に引き上げられたことに見られるように、中立金利の水準自体が切り上がってきているため、利回りの低下余地は限られよう。

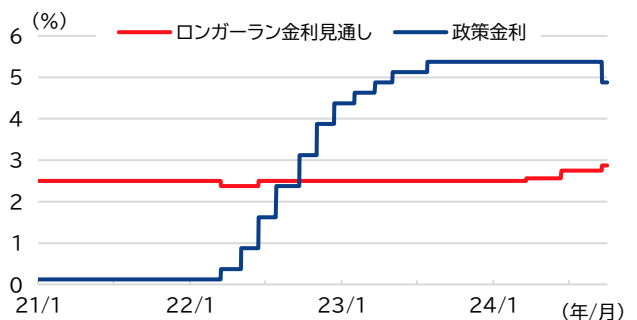
S&P500種指数の推移

(期間 2020年1月2日~2024年9月30日、日次)



政策金利とロンガーラン金利見通しの推移

(期間 2021年1月1日~2024年9月30日、日次)



10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月1日~2024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。

米国

レビュー

経済

前回のハウスビューレポートでは、GDP成長率は4-6月期の前期比年率+2%台前半から7-9月期は同+1%半ばに低下し、9月から四半期毎の利下げが開始されると予想した。米大統領選については、バイデン大統領はなんとか候補者の座に踏みとどまると予想した。

実際には、4-6月期のGDP成長率は同+3.0%に上ぶれたが、+1.1%が在庫投資の寄与であり、夏場は事前予想を下回る景気指標が相次いだ。9月に開始された利下げの幅は25bpではなく50bpであった。第一回討論会後の支持者離れが深刻となったバイデン大統領は大統領選への出馬を見送り、大統領選はトランプ元大統領とハリス副大統領が争う構図に変わった。

マーケット

株式は、S&P500種の予想レンジを4,850~5,800ポイントとし、景気減速懸念が相場の重石になると予想した。その中で、資金の逃避先として消去法的にメガテックが選択され、結果的に一極集中相場の色彩がより強まると予想した。

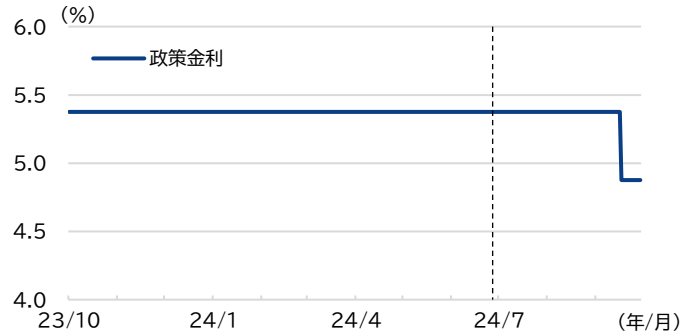
実際には、度々ボラティリティが高まる局面が見られたものの、終わってみればS&P500種は総じて堅調な推移となった。ただ、メガテックの一極集中相場とはならず、ローテーションの効いた相場展開となった。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを3.80~4.70%とし、利回りは小幅の低下を予想した。ただ利下げ期待が強まる余地は限られると見て、利回り低下は短期的・限定的と予想した。

実際には、利回り低下が継続し、9月にはレンジ下限を下回った。9月利下げ開始はコンセンサス化していたものの、7月の雇用統計で雇用悪化への懸念が一気に高まってからは、毎会合での利下げ、50bp幅での利下げ、緊急会合での利下げなどの可能性が取りざたされるようになり、当面の利下げ期待が予想以上に強まったことが影響した。

政策金利の推移

(期間 2023年10月2日~2024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2024年6月末時点

S&P500種指数の推移

(期間 2023年10月2日~2024年9月30日、日次)



※点線は2024年6月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2023年10月2日~2024年9月30日、日次)



※点線は2024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

実質賃金はプラス基調で、高めの成長率が継続

4-6月期のGDP成長率は前期比年率+2.9%と非常に高いものとなったが、認証不正で停滞していた自動車生産が改善した影響が大きかった。3%近くという成長率は潜在成長率を大幅に上回ることに加えて台風の影響もあり、7-9月期の成長率はもう少し低めのものにとどまるだろう。

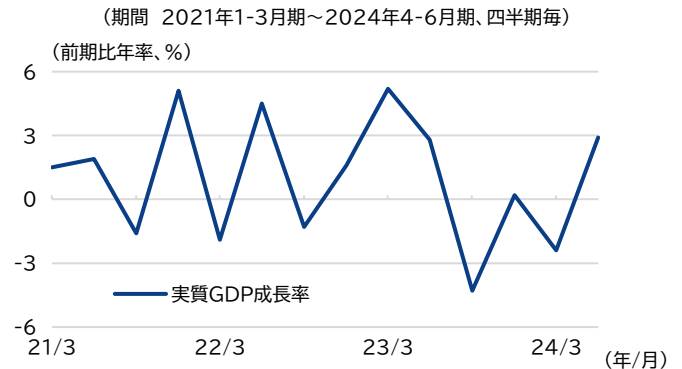
景気ウォッチャー指数はこれで3カ月連続での改善となった。これまで円安、値上げで悪化してきた消費者センチメントが、春闘での賃上げの反映、賞与増、定額減税などで反転したためと見ている。一時期のような円安が後退したことに加えて、8-10月には酷暑支援も実施されている。

また、実質賃金は6月、7月と2カ月連続で前年比プラスの伸び率を記録した。春闘での賃上げの反映に続き、最低賃金の引き上げも加わる。一方、商品市況の下落や円高によってインフレ率が強含む可能性が低下したことも、実質賃金上昇率のプラス定着に寄与すると見る。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する。

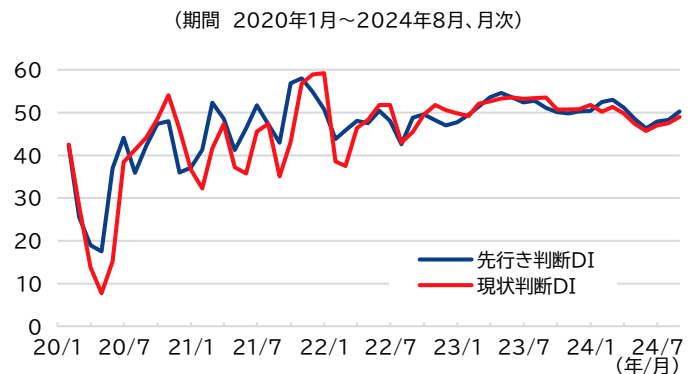
政治面では、9月の自民党総裁選を経て石破政権が誕生し、10月27日に総選挙が実施される見通しとなった。アベノミクスからの離脱を指向している石破首相も、経済政策については、①デフレ脱却を確実なものにしなければならない、②物価上昇を上回る賃金上昇を実現する、③新しい資本主義にさらに加速度をつけたい、などと言及しており、岸田政権の路線をひとまず踏襲する構えだ。

総裁選では、石破首相が金融所得課税や法人増税に前向きという見方が殊更に喧伝された。火消し発言がなかなか浸透しなかったことに見られるように、市場参加者の見方を変えるのは簡単ではない。確かに総裁選で掲げられた「日本の未来を守り抜く」というのは、株式市場が好む「成長」「改革」などからはやや距離が感じられる。とはいえ、石破首相は経済成長を否定しているわけではない。総裁選直後の株価の反応は、今後の発言を抑制的なものにするだろうし、25年夏に参議院選挙が控えることから、少なくともそれまでは増税議論も封印されると予想する。

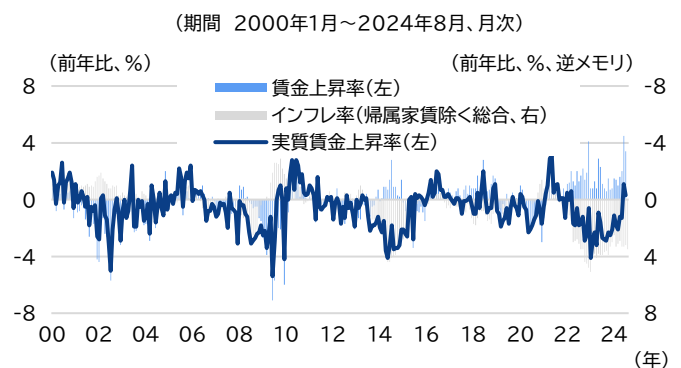
GDP成長率の推移



景気ウォッチャー指数の推移



実質賃金上昇率の推移



※賃金上昇率は2024年7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

こちら米国大統領選後には上昇へ

米国の大統領選まではレンジ相場が継続するが、選挙後には上昇すると予想する。7月の日銀会合以降、日銀の利上げ観測の後退に連れて円安・株高に振れていたが、市場に落ち着きが戻ると利上げ観測が再浮上し、円高・株安に転じやすい。そのため、当面はやや広めのレンジ内で上下に振れる展開となろう。

もっとも日本株を取り巻く、堅調な企業業績、割高感のないバリュエーション、良好な株式需給といった投資環境は大きく変わっていない。そのため下値が崩れる可能性は低く、大統領選が終われば、米国株に連れ高するだろう。政治イベントが一巡すれば、ファンダメンタルズへの回帰が進み、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する。

1ドル140円を明確に割り込めば、次は130円割れが意識されかねない。「1ドル120円台の警戒」がリスクシナリオではあるが、円の独歩高を想定していないことに加えて、ドル/円と日本株との高い相関に注目したトレードは8月上旬にかなり解消したと見ている。

債券

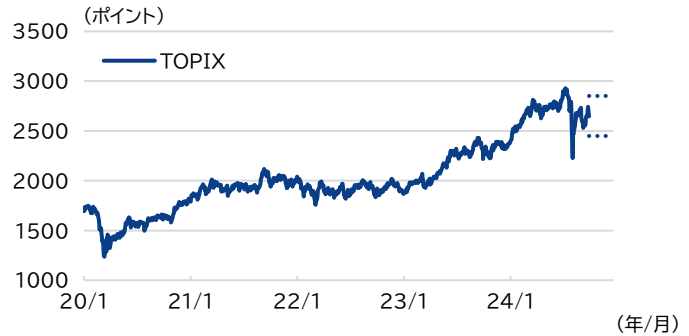
長期金利は緩やかに上昇

10年債利回りは緩やかな上昇を予想する。利上げが実施された7月日銀会合の議事要旨では、「経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、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ことが適当」と明記された。日銀は中立金利の水準を示唆することに抵抗しているが、現状の政策金利水準が十分に低いことは認めている。

9月の自民党総裁選で一部の候補者が利上げに強い抵抗感を示したことで今後の利上げ見通しが狂いかねなかったが、正常化を指向する石破首相は利上げ否定派ではない。自然体に近いペースで、12月の再利上げ、年度内の再利上げを予想する。次回の利上げ時には、日本市場が利上げを受け止めきれぬのかが試されよう。

TOPIXの推移

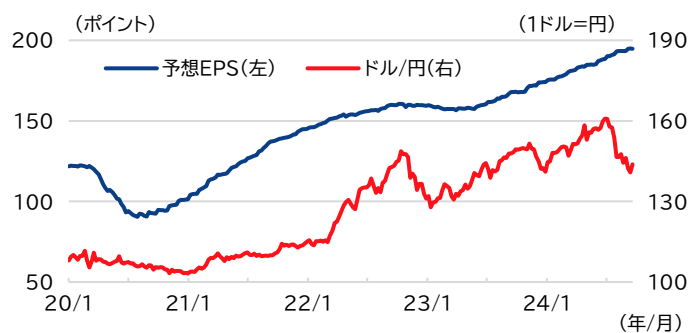
(期間 2020年1月6日～2024年9月30日、日次)



※点線は予想レンジ

TOPIX-予想EPSとドル円相場の推移

(期間 2020年1月3日～2024年9月20日、週次)



※予想EPSは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～2024年9月30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

※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、GDP成長率は4-6月期にプラスに転換した後、7-9月期に向けて加速すると予想した。実質賃金は、基調という意味では年内のプラス定着には至らないと予想した。

実際には、4-6月期のGDP成長率は前期比年率+2.9%と、1-3月期の同-2.4%を上回る改善を見せた。自動車生産の回復が予想よりも強く表れた。7月以降も国内景気は堅調に推移しているものの、7-9月期の成長率は4-6月期を下回るだろう。一方、実質賃金は、6月、7月と2ヵ月連続で前年比プラスとなった。賞与の影響を強く受けたものであり、この時期のプラス転換自体は予想通りである。

マーケット

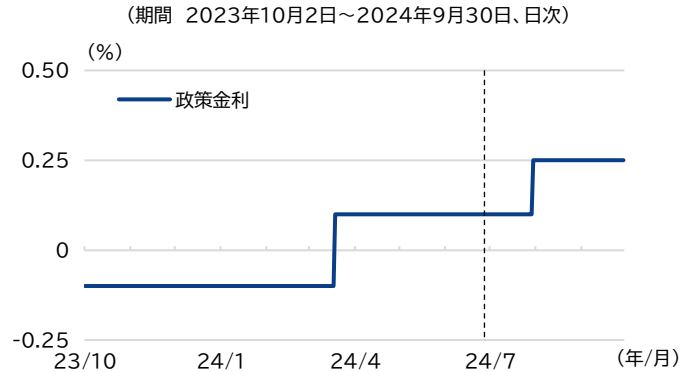
株式は、TOPIXの予想レンジを2,550~3,000ポイントとし、8月半ばまで夏枯れ相場が続き、いったん調整局面を迎えると予想した。その後、自民党総裁選が日本株への関心呼び戻すきっかけになると予想した。

実際には、7月から8月上旬にかけての日本株は大幅安となり、TOPIXは予想レンジの下限を一気に下抜けた。直接的には、円高の進行により円キャリートレードの巻き戻しの動きが加速したことが、日本株を大幅に下落させたと見ている。その後、株価は自律反発を見せたものの、候補者乱立の自民党総裁選は不透明感を高める方向にも作用した。9月末にかけては総裁選の行方を巡る思惑が市場のボラティリティを高めた。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを0.85~1.50%とした。7月には無担保コールO/N物誘導目標は「0.25%程度」に引き上げられ、「2年後3兆円」という国債買入減額計画が示されると予想した。

実際には、7月の日銀会合までは1%超の利回りが維持されたが、会合後に利回りは低下し、予想レンジの下限を下回った。金融政策はほぼ想定通りの結果であったが、金融市場がリスクオフ化してしまったことや、米国の長期金利低下が利回りを押し下げた。

政策金利の推移



※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6月末時点

TOPIXの推移



※点線は2024年6月末時点

10年国債利回りの推移



※点線は2024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

中国景気は底入れを期待、インドは好調継続

9月に開催された中国共産党中央政治局会議では5%前後という成長目標は放棄しないという姿勢が再確認されたが、住宅不況の影響から、24年は同4%台後半と若干弱めの成長率を引き続き予想する。もっとも当面は金融緩和の積極化を受けて、中国景気の底入れ機運が高まると見る。

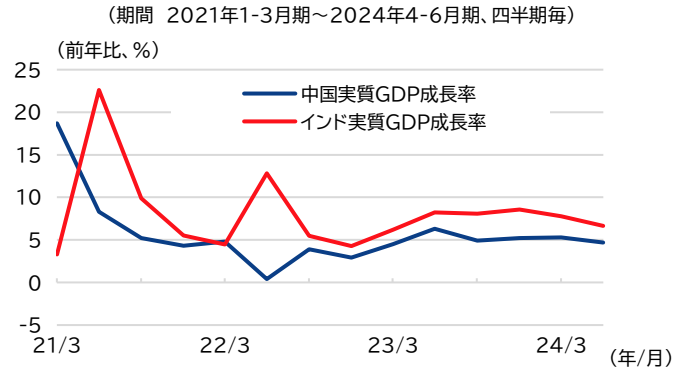
住宅不況の収束には、大幅な価格調整、在庫調整の完了、金融・財政政策の総動員などが必要と考える。不動産価格は21年前半をピークに下落が続いているが、不動産の賃貸利回りを見る限り、価格調整は十分ではない。価格下落期待が徐々に強まっている点も問題である。5月公表の在庫買取策も、大幅な価格下落を避けたいという思いから、当初の目的を果たせていない。

このような状況に対して、9月24日、中国人民銀行、中国証券監督管理委員会、中国国家金融監督管理総局が共同で、国内景気を下支えるための包括的な金融緩和策を公表した。政策金利・預金準備率の引き下げ、住宅ローン支援策、株式市場対策などが含まれている。その後も、低所得者への給付、大手銀行への資本注入、特別国債の発行計画などが報じられた。

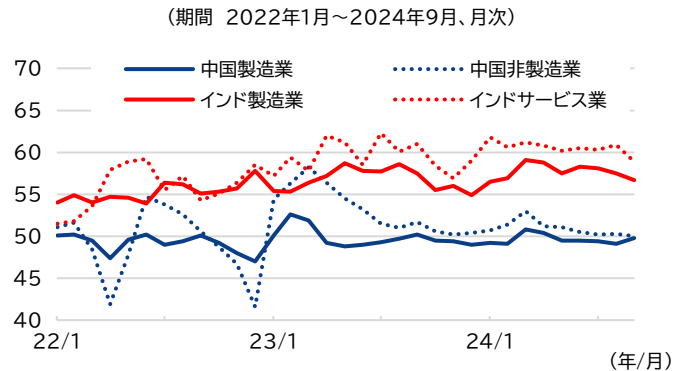
通常より大幅な利下げの選択、先々の金融緩和の示唆、9月の政治局会議における経済問題の議論はいずれも異例であり、問題の沈静化に向けた政府・当局の強い意思を示している。米利下げ局面入りによって人民元安観測が薄れたことから、金融緩和を積極化しやすくなったことが大きい。政府・当局が示唆した通り金融緩和は一段と強化されるだろうし、来年の全人代に向けて財政拡大への期待も継続しよう。

一方、インド景気は好調継続を予想する。4-6月期のGDP成長率は前年比+6.7%と1-3月期の同+7.8%から低下したが、総選挙中の政府支出抑制が影響した程度であり、内需中心の好調は続いている。PMIにも衰えは見られないし、足元の原油安もプラスに働くだらう。なお、前回総選挙の結果を踏まえて、7月に公表された予算案は暫定予算案から小幅に修正されたが、大枠は変わっていないのも安心材料である。

中国、インドのGDP成長率の推移

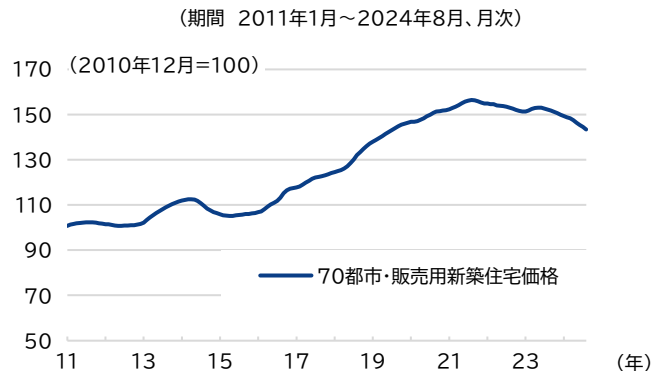


中国、インドのPMIの推移



※中国のPMIは国家统计局発表

中国新築住宅価格の推移



(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。

新興国

マーケット

株式

中国株は政策期待感を支えに上昇

中国株は、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と予想する。

9月に公表された金融緩和策が住宅不況に終止符を打つために十分との確信を持たたわけではない。それでも、追加予算が議論される10月の全人代常務委員会、翌年の経済政策の方針を決める12月の中央経済工作会议、経済目標が提示される25年3月の全人代などの政治日程が続いていく。必然的に景気刺激策が強化されることへの期待感は持続するだろう。

そもそも中国株の割安感は強かったし、これまでの中国株回避の流れを受けて、多くの海外投資家が中国株をアンダーウェイトにしている公算が大きい。期待感の持続が支えとなり、当面の株価は上昇しやすいと見る。

他方、中国製品に対する欧米諸国の規制は強まる一方である。米国大統領選の帰趨によらず、この点は変わらないと考える。株式市場でもそういった分野に関連する企業は引き続き回避されるだろう。

債券

新興国国債は利回り低下基調が継続

新興国国債利回りは低下基調が継続すると予想する。米国が利下げ局面に転じたことで、多くの国が緩和的な金融政策を採りやすくなったため、新興国への資金流入が期待しやすい。インドネシア、南アフリカも利下げに転じたが、最近の自国通貨高とインフレ鈍化を受けて、利下げ継続を予想する。米大統領選挙への懸念が残るメキシコでも追加利下げが実施されよう。ブラジルは2年ぶりの利上げとなったが、こちらは利上げが続きそうだ。

中国10年国債利回りは底堅い動きを予想する。金融緩和の積極化に加えて財政政策の拡大も検討されていることから、景気底入れ期待は持続するだろう。当面、利回りの下値は堅い状況となりそうだ。

中国CSI300指数の推移

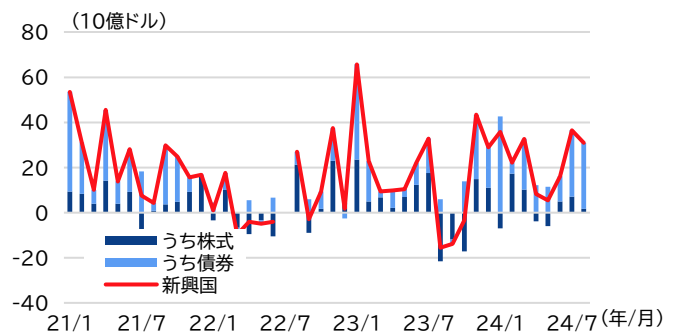
(期間 2020年1月2日~2024年9月30日、日次)



※点線は予想レンジ

新興国への資金流入の推移

(期間 2021年1月~2024年8月、月次)



新興国国債指数利回り、中国10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月3日~2024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。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。

新興国

レビュー

経済

前回の当レポートでは、中国の24年のGDP成長率は前年比+4%台後半と、やや弱めの景気推移を予想した。デフレ的な状況は大きく変わらない一方、輸出強化とサービス消費の好調が景気を下支えすると予想した。

実際には、24年4-6月期のGDP成長率は前年比+4.7%と、1-3月期の+5.3%から低下した。1-3月期の異様な強さと対照的で、多くの市場参加者にとって非常に弱い結果と映ったようだ。夏場も弱い経済指標が続いたことが、断続的な景気刺激策に加えて9月下旬の大幅な金融緩和策につながった。

マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを3,200～3,900ポイントとし、堅調な値動きを見込み、早い段階で高値を目指す予想した。

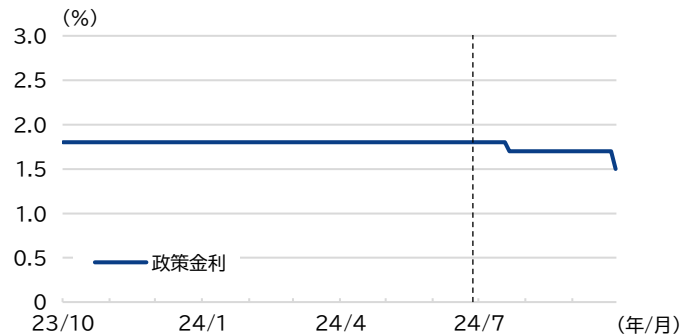
実際には、中国株は続落し、上記の予想レンジの下限を下回った。断続的な景気刺激策は市場参加者の期待を変えることができず、株価下落に歯止めがかからなかった。ただ、9月下旬に公表された金融緩和策を受けて、株価は急反発し、予想レンジの上限を上回った。

債券は、新興国債利回りの予想レンジを6.00～7.00%とし、当面は値動きの激しい展開が続くと予想した。財政への懸念が利回り上昇圧力として働くだろが、米利下げのタイミングが近づいてくれば落ち着きに向かうと予想した。中国10年国債利回りの予想レンジを2.10～2.60%とした。利回りは小幅低下を予想するが、政策金利引き下げは見送られると考えた。

実際には、新興国債利回りは低下基調を辿り、予想レンジの下限に近付いた。年央に見られたような高めのボラティリティは早期に収束し、米国長期金利の低下に連れることになった。中国10年国債利回りも低下し、上記の予想レンジの下限を下回った。景気減速懸念の強まりをストレートに反映したためであろう。人民元安観測が後退したことで、金融緩和余地が生まれ、政策金利は7月、9月と引き下げられた。その結果、景気底入れ期待が生じ、利回りはやや戻すことになった。

中国の政策金利の推移

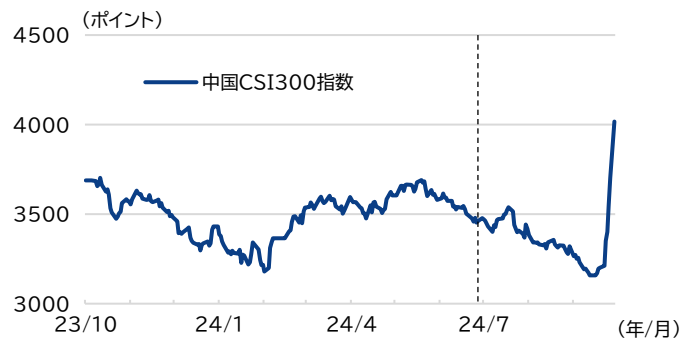
(期間 2023年10月2日～2024年9月30日、日次)



※政策金利は7日物リバースレポ金利。点線は2024年6月末時点

中国CSI300指数の推移

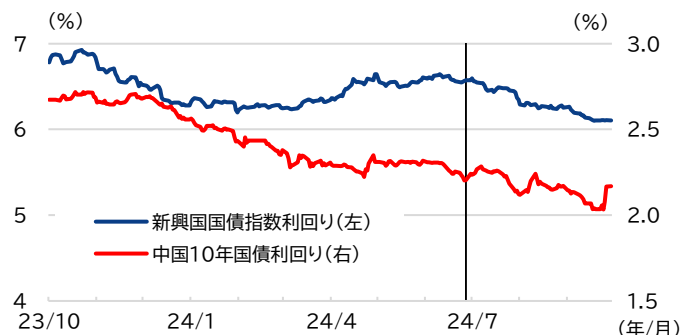
(期間 2023年10月2日～2024年9月30日、日次)



※点線は2024年6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 2023年10月2日～2024年9月30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2024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

長期ドル/円トレンドは転換も、目先は円高一服

ドル/円の長期トレンドは7月をピークに転換済の可能性が高い。長期線はまだ上向きではあるが、9月のドル/円は23年安値を割り込んだ。

総力を結集して1ドル160円超えの円安という状況は回避されたが、構造的な問題は解消されていない。「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」という懇談会では、国際収支の各項目の動向を切り口に日本経済の課題を洗い出し、課題克服のための望ましいあり方が議論された。7月に公表された報告書では、課題を克服するための処方箋として、①新陳代謝の促進・労働移動の円滑化による生産性向上、②人的資本への投資、技術の開発・活用、③国内投資・対内直接投資の促進、④財政健全化、が指摘された。いずれも日本経済にとっては重要な論点であり、国際収支の強靱化が実現すれば円高に向かうのだろうが、なかなか困難な課題が並んだという印象を受ける。

目先は円高一服を予想する。投機筋による円ポジションは円ショートから円ロングに転じている。既に円高警戒感は相当程度強いことから、短期的な円高圧力は後退したと見る。日銀は利上げを進めるだろうが、そのペースはまだまだ緩慢であり、日本の実質政策金利は中期的にマイナスが継続する見通しでもある。

他方、内外金利差の縮小は続く。ボラティリティが高止まりしているため、円キャリートレードのポジションを再構築する動きも当面は限られよう。

ドルについては、雇用リスクを警戒してFRBが予防的に利下げを進めていくことは、米景気後退リスクを低下させ、緩やかなドル安とリスク資産の下支えに寄与すると見る。

ユーロ圏では域内での景気格差が鮮明となっており、特にドイツ景気の不振が際立つ。その中でECBは緩やかなペースでの利下げを選択すると予想する。欧米金利差のマイナス幅縮小は、対ドルでのユーロの強含みにつながろう。ユーロ高が進展すると、欧州景気への懸念が強まることになろうが、それはもう少しユーロ高が進行した後と予想する。

米ドルの対円相場

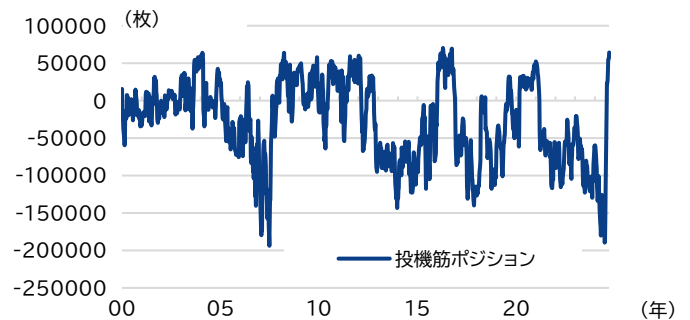
(期間 2020年1月1日～2024年9月30日、日次)



※点線は予想レンジ

投機筋による円ポジション

(期間 2000年1月4日～2024年9月24日、週次)



※プラスの値は円ロング、マイナスの値は円ショートを表す

ユーロの対ドル相場

(期間 2020年1月1日～2024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

新興国通貨は資金流入を支えに堅調に推移

新興国通貨は、対ドル、対円ともに堅調な推移を予想する。

FRBの利下げ局面入りが本格的に意識されてきた夏場頃から新興国への資金流入が目立っていたが、米国の利下げはこれから本格化していく。景気失速が懸念されるような環境でもないことから、新興国には資金が流入しやすい状況である。新興国側では多くの国が政治イベントを通過したため、不透明要因が後退したと見ることもできる。残された不透明要因は米大統領選であるが、対ドルでの新興国通貨は堅調に推移しよう。

ブラジル、メキシコを筆頭に多くの新興国国債は実質政策金利水準が高いことから、中長期的に投資魅力が高い状態にある。7-9月は総じてアジア通貨のパフォーマンスが好調であったが、この四半期は出遅れていた南米通貨も反発に転じると予想する。

その一方で、利上げが始まった日本であるが、実質政策金利の水準が低いことに変わりはない。低い実質政策金利からもたらされる潜在的な円売り需要に変わりはないことから、対円でも新興国通貨は選好されると見る。

中国人民元は、ドル安の影響もあり、対ドルでは底堅い動きが継続すると予想する。

年央時点では景気低迷や資金流出懸念からくる元安観測が強かったが、8月の円キャリートレード解消に合わせた元ショートポジションのアンワインドや、米利下げ局面入りを受けて、元高が進行した。1ドル7元割れという水準は、少し前には想像しづかったものである。オフショア人民元はオンショア人民元より元安傾向にあったが、足元ではオフショア人民元の方が元高に変わったことも元安懸念の後退を表している。

9月の金融緩和策をきっかけとして、久方ぶりに景気底入れに向けた期待が浮上してきたことも人民元を支えしよう。その中で、様々な思惑から、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見る。

ブラジルレアルの対円相場

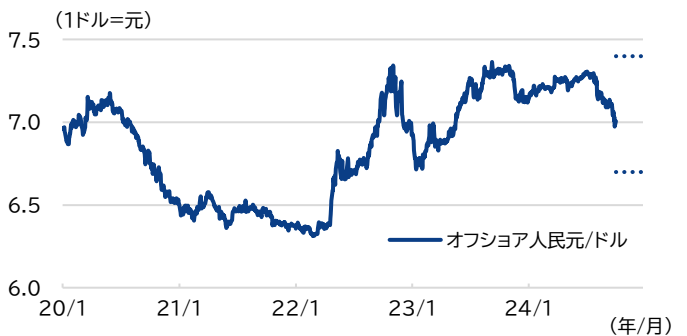
(期間 2020年1月1日~2024年9月30日、日次)



※点線は予想レンジ

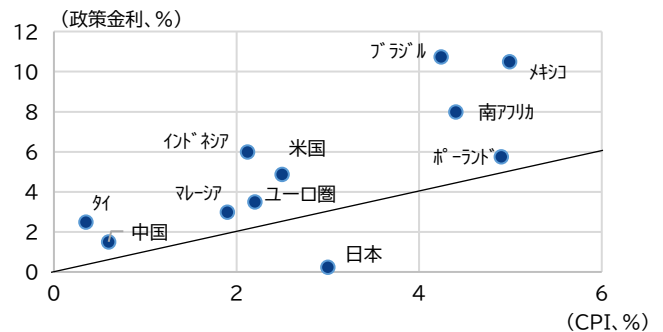
オフショア人民元の対ドル相場

(期間 2020年1月1日~2024年9月30日、日次)



※点線は予想レンジ

政策金利とインフレ率



※2024年9月末時点で取得した直近値を掲載

(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151.8～165.0円とし、ドル円相場は円安地合いが継続すると予想した。総力を結集すれば円安反転は可能と見ているが、今はまだその機運が十分に熟していないと判断した。ユーロは下押し圧力を受けやすいと予想した。

実際には、大幅な円高ドル安が進行し、8月には上記のレンジ下限を下回った。本格的な円キャリーポジションの解消が、ドル円相場の変動幅を大きくした。ただ、一部政治家による円安警戒発言、予想外のタイミングでの政府・日銀による為替介入、7日日銀会合でのタカ派発言などが合わさったものであり、総力を結集した円安反転と見ることもできよう。根底にあるのは国内での円安不満であり、機運は熟していたようだ。

ユーロは上昇した。フランス政治混乱の影響が小康状態となったことに加えて、米国と比較したユーロ圏の利下げ期待が相対的に弱かったことが影響した。

新興国

新興国通貨は、対ドルではまちまちの展開の中、対円では円の軟調地合いが支援材料になると予想した。実質金利の水準などを軸に再評価が進むにはしばらく時間を要すると考え、ブラジルレアル/円の予想レンジを27.0～31.5円とした。

実際には、新興国通貨は対ドルで上昇したが、アジア通貨が強含んだのに対して南米通貨が弱含むなど、まちまちな展開ではあった。他方、円高の影響が大きく、対円ではほとんどの新興国通貨がアンダーパフォームとなった。レアル/円も予想レンジを下回った。

中国人民元の予想レンジは7.00～7.60元とし、横ばい圏での推移を予想した。政府当局による元安回避姿勢は今後も続く予想したが、見通しの確信度は必ずしも高いものではなく、人民元切下げはリスク要因と考えた。

実際には、人民元は上昇した。円キャリートレードのアンワインドにあわせて、人民元のショートポジションも解消されたことが影響したと見られる。リスクオフのトリガーとなったのは、人民元安ではなく、円高であった。

米ドルの対円相場

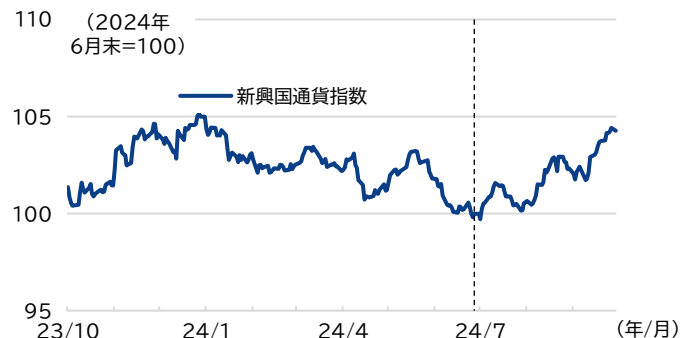
(期間 2023年10月2日～2024年9月30日、日次)



※点線は2024年6月末時点

新興国通貨指数の推移

(期間 2023年10月2日～2024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2024年6月末時点

人民元の対ドル相場

(期間 2023年10月2日～2024年9月30日、日次)



※点線は2024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9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)