

SBI OAM HOUSE VIEW

2025年4-6月

転換期の財政政策と世界金融市場

	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	☂	トランプ・リセッションではなく「スローダウン」に	FF金利(中央値)	4.375%→4.375%
	日本	☂	「賃上げvs食品インフレ」で踊り場局面に	無担保コールO/N物	0.50%→0.50%
	中国	☁→☂	景気減速を待つ状態	7日物リバースレポ金利	1.50%→1.50%
株式	米国	☁→☀	売り買いが交錯し、一進一退の展開	S&P500種指数	5,300p~6,300p
	日本	☁	やや不安定な値動き	TOPIX	2,400p~2,800p
	中国	☁→☀	一進一退の後、上値を試す動きへ	CSI300指数	3,400p~4,400p
債券	米国	☀	長期金利は低下	10年国債利回り	3.80%~4.60%
	日本	☁	揉み合いの展開に	10年国債利回り	1.30%~1.75%
	新興国	☀☁	新興国国債利回りは横ばいから小幅低下	新興国国債指数利回り*	6.00%~6.70%
		☁	中国国債利回りの低下余地は限定的	中国10年国債利回り	1.50%~2.10%
為替	先進国	☁	ドル円は横ばい圏、ユーロは堅調	ドル/円	144.0円~156.0円
		☀		ユーロ/ドル	1.020 ^{ドル} ~1.150 ^{ドル}
	新興国	☀	対ドルでは総じて底堅い値動きに	ブラジルリアル/円	24.0円~27.8円
		☁	小動きの展開が続く	ドル/オフショア人民元	7.00元~7.60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

トランプ・リセッションではなく「スローダウン」に

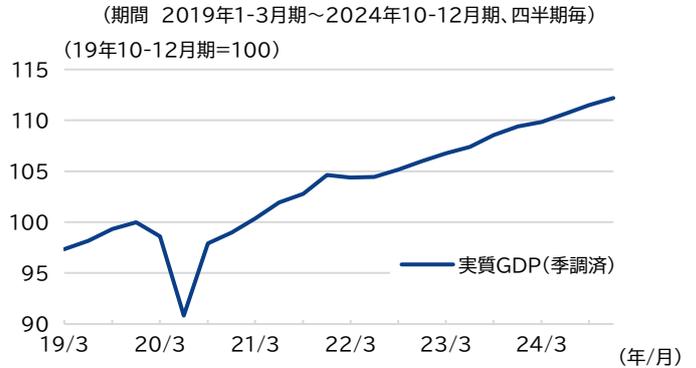
関税引き上げ懸念は先行してソフトデータに悪影響を及ぼしたが、4-6月期はハードデータの悪化度合いを実際に確認する四半期となろう。ただ、メインシナリオは「トランプ・リセッション」ではなく「スローダウン」である。個人消費の減速と設備投資の低迷は下押し圧力となる。他方、1-3月期に成長率を下押ししたと見られる駆け込み輸入の増加は4-6月期に一服する。GDPNowの数値が示唆するように24年10-12月期までのような高成長は望むべくもないが、一方でこの数値は特殊要因で誇張された面も強く、悪影響の度合いはマイナス成長に転落させるほどではない。プラス成長は維持されると予想する。

ベッセント財務長官が「経済はデトックスの時期に直面する」と述べた通り、新政権のもとでは財政収支の健全化が指向されていく。コロナ禍が影響したとはいえ民主党・バイデン政権下の財政政策は拡張傾向で、それも高い成長率の一因であったが、共和党・トランプ政権下の財政政策は引締めの推移しよう。デトックスはイーロン・マスク氏が率いるDOGEによっても進められるだろうし、バイデン政権下で打ち出された各種補助金政策も見直される。トランプ減税延長は中立要因だし、選挙中に掲げられた歳出拡大政策の中にも実現が見送られるものが出てこよう。政府支出が抑制されるため、成長率が従前より低くなるのは甘受せざるを得まい。

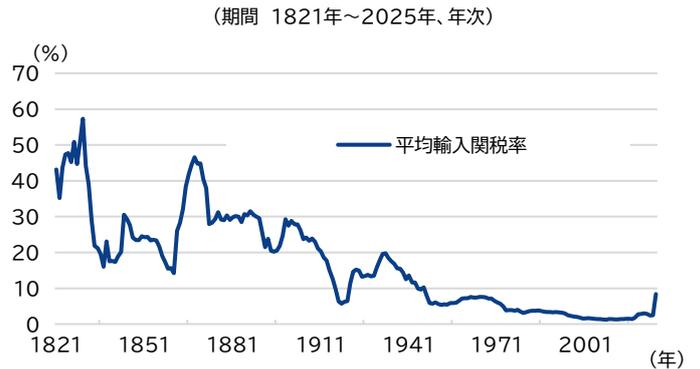
MAGAを掲げるトランプ新政権にとって、Greatは高い成長率ではなく、株高でもないことはそれなりに浸透した。「関税引き上げはブラフ」という一部市場参加者の淡い期待もさすがに修正されただろう。景気や株価を多少犠牲にしたとしても、米国は「常識の革命」によって多くのものを取り戻さなければならないということだ。そしてそれは今後4年間で終わるわけではない。

他国の反応を見る限り、関税は有効に機能しているようにも見える。少なくともトランプ政権自身が関税政策を成功と見ているのであれば、「解放の日」の相互関税で一段落とはなるまい。トランプ大統領の支持率が低下傾向とも報じられているが、重要なのは共和党支持者におけるトランプ支持率である。その点にはまだ揺るぎがないし、26年の中間選挙を意識するにもまだ早い。

実質GDPの推移



平均輸入関税率の推移



※2024~2025年はTax Foundationによる予想値

GDPNowの推移



* DOGE:政府効率化省 MAGA:Make America Great Again 解放の日:2025年4月2日。「貿易を通じて他国に奪われた富を、米国が関税収入の形で取り戻す日」という位置付け

(出所) Tax Foundation, 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

売り買いが交錯し、一進一退の展開

米国株は、目先は政策不透明感を嫌気した売りが上値を抑えると予想する。医療費・政府予算の削減や関税引き上げなど、トランプ政権の政策に対する不透明感は根強い。バリュエーション面からの割高感も重なり、売り買いが交錯した地合いになりやすい。関税政策の行方に左右されるという点では、業績の先行きにも不透明感が強い。4月中旬以降、米国では1-3月期の決算発表シーズンが本格化していくが、その際には4-6月期以降の先行きに対する企業の慎重姿勢が判明し、それは市場予想を押し下げるだろう。その中では、長期金利の低下から、メガテック、成長株などが選好されやすい展開を予想する。

景気減速とインフレ率上昇の同時進行を前に、FRBは難しい判断を強いられている。金融政策のメインシナリオは「様子見姿勢の継続」だが、景気減速への配慮を強める場合には、米国株は大きく反発しよう。足元の政策金利水準は中立金利水準を大幅に上回るため、利下げ余地は十分に大きいからである。ただ、短期的であっても物価上昇は許容しづらいと見ていることから、この四半期に関してはそのシナリオの可能性は低いと考える。

債券

利回りは低下

10年国債利回りは低下を予想する。関税政策は国内物価を短期的に上昇させるが、海外景気の下押し圧力や消費者・企業のセンチメント悪化を通じて利回りの低下要因として働くからである。

また、財政政策転換の影響も大きいだろう。ベッセント財務長官は「3-3-3経済政策」で財政赤字削減への意向を打ち出した。10年債利回りを経済に影響を与える重要指標と位置づけ、低下を促したいという考えも示している。拡張的な財政政策を採る国が少なくない中で、米国ではバイデン政権下の拡張的な財政政策が大幅に見直され、財政赤字縮小に向けたデトックスが進められていく。そのことは成長率を押し下げるだけでなく、財政プレミアムの縮小から利回りも押し下げる方向に働くことになる。

※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。

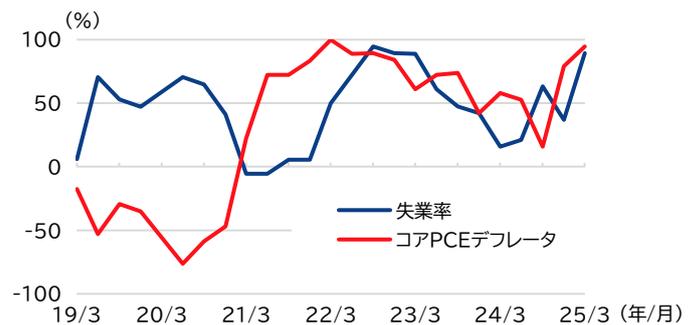
S&P500種指数の推移

(期間 2021年1月4日~2025年3月31日、日次)



FRBによるリスクバランスの推移

(期間 2019年3月~2025年3月、四半期毎)



10年国債利回りの推移

(期間 2021年1月1日~2025年3月31日、日次)



* 3-3-3経済政策:①2028年までに財政赤字をGDP比3%に削減、②日量3百万バレル相当の原油増産、③規制緩和によるGDP成長率+3%の実現、という3つの3の達成を促す政策

(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、年率+2-3%程度の成長のもと、①インフレを警戒した状況が続くため利下げは実施されない、②トランプ経済政策は景気下押し効果が勝るし先行してその部分が注目される、と予想した。ロシア・ウクライナ停戦はまだ実現しないと考えた。

実際には、①、②は想定に近い展開となり、淡い期待は想定通り修正が迫られた。他方、基調としての成長率は予想を下ぶれた。特に、ハネムーン的なセンチメントが一気に「トランプ・リセッション」という見方に転じたのは意外であった。ロシア・ウクライナ戦争は、停戦こそ実現していないが、トランプ政権誕生で膠着が崩れ、部分的停戦へと動き出した点は予想外であった。

マーケット

株式は、S&P500種の予想レンジを5,500～6,500ポイントとし、短期的には利食い売りの影響から一服するも、概ね堅調な相場展開を予想した。その中でメガテック優勢の展開が続くと考えた。

実際には、しばらく予想に沿った展開が続いたが、2月後半以降の株価下落は大きかった。情報氾濫戦略の名を借りて大統領令や政策の微修正が多発したことで政策不透明感が高まり、トランプ政権は景気後退や株価下落を止めるつもりがないとの疑念も広まった。これまでに株価が大きく上昇した企業ほど激しく売られる展開となり、メガテックの株価下落が顕著であった。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを4.20～4.80%とし、利回りは方向感を探りつつも小幅に低下すると予想した。

実際には、ほぼ想定通りの展開となった。1月は需給要因や海外要因を受けて利回りがじりじりと上昇したものの、2月の利回りはやや大きく低下した。ソフトデータの悪化のみならず、バッセント財務長官による財政赤字の削減や長期金利低下を促したいといった発言も影響した。

政策金利の推移

(期間 2024年4月1日～2025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2024年12月末時点

S&P500種指数の推移

(期間 2024年4月1日～2024年3月31日、日次)



※点線は2024年12月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2024年4月1日～2025年3月31日、日次)



※点線は2024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。

日本

経済

「賃上げvs食品インフレ」で踊り場局面に

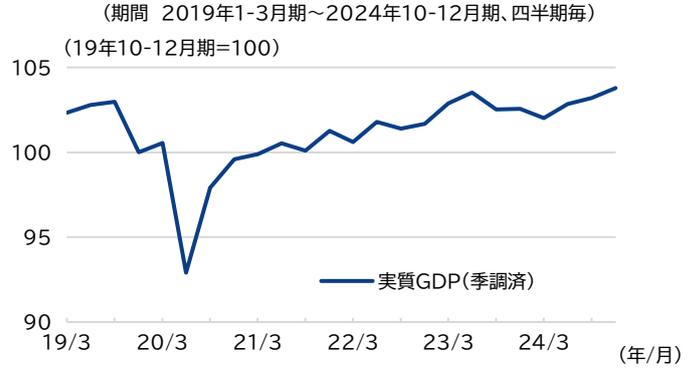
日本景気は踊り場局面が続くと予想する。1-3月期のGDP成長率はほぼゼロ成長と、24年10-12月期の前期比年率+2.2%成長を大きく下回るだろう。国内景況感悪化傾向にあるが、それでも足元は駆け込み的な輸出増が下支えしている。日本も「解放の日」にはダーティ15の一員と見なされ、関税賦課による悪影響が出る4-6月期はやはりゼロ成長にとどまると見る。

食品インフレによるところが大きいものの、景況感が弱い状況はしばらく続くと予想する。賃金モメンタムは強く、春闘賃上げ率は前年を上回ったが、インフレをカバーするには至らない。低所得者向け減税、電力料金補助金、「年収の壁」対応などによる断続的な所得補填が行われているが、規模感では前年の支援を上回らない。24年10月の衆院選で少数与党政権となったことでいくつかの政策は動いたが、与党の財政規律は意外に崩れていない。参院選を控えているため、ガソリン補助金の再延長、夏場の電力料金補助金再復活などは実現しようが、前年ほど予備費が大きくなるため状況は大きくは変わらない。残り時間を考えると、通常国会で新たな経済対策が決まる可能性は低いと見る。

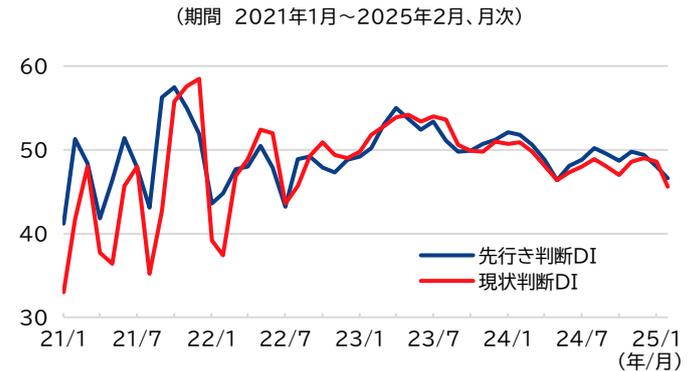
7月の参院選を前に、石破内閣の支持率は下げ足を早めつつある。世論調査によって水準はやや異なるが、一部では30%台割れの調査も出始めた。6月の東京都議会選挙(13日公示、22日投開票)は参院選の前哨戦となる。都議会選挙と参院選が重なるのは12年ぶりであるが、都議選の結果は直後の国政選挙に影響しやすい。89年の都議選ではリクルート問題や消費税導入の影響から自民党が惨敗、参院選ではマドンナ旋風が吹き荒れて社会党が圧勝した。アベノミクスが打ち出された直後の前回13年の都議選は民主党が議席を減らし、参院選では自民党が参院第一党の復帰を果たした。

現時点では石破政権のまま都議会選挙に向かっていくと見る。「バネが働きやすい一方、政治の転換の契機を生み出すことが少なくない」と評される参院選だが、契機の先には厳しい状況が続いたケースが多かったように思う。政界再編に向かう可能性も否定できず、政治情勢は中期的に不安定な状況が続くと見る。

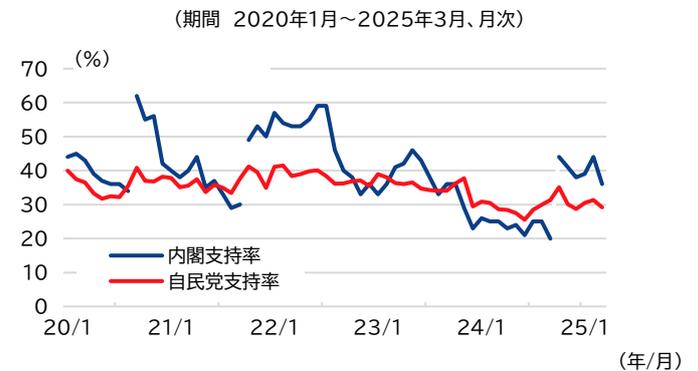
実質GDPの推移



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



* ダーティ15:具体的には示されていないものの、米国との間で恒常的な貿易不均衡を抱えている15%程度の国・地域のこと。ベッセント米財務長官が言及

(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

不安定な値動きを予想

日本株はやや不安定な値動きを予想する。日本固有のテーマが見当たらない中、目先は関税合戦による景気減速懸念が重石となる。4-5月の本決算発表シーズンでは、企業による新年度予想は盛り上がり欠けたものとなりそうだ。不透明感を理由に一定数の企業は予想公表を見送る可能性もある。ただ、それなりに予想が出揃えば、いったんは不透明感を織り込んだ状況となるだろう。

また、24年度に倍増した自社株買いは、25年度は24兆円と一段増を見る。現時点での確度は低いですが、本決算発表シーズンの発表がこの予想に沿って進捗すれば、株価の下値が堅いと期待する向きも増えるだろう。

日銀が保有するETFの処分について、就任来、植田総裁は「時間をかけて方法を決めたい」「もう少し時間が欲しい」という回答を踏襲している。ただ、この四半期には処分に向けた環境が整うと予想する。金融危機などの際に金融機関から買入れた株式の売却は、10年の時を経て残額がもう僅かとなった。永久に氷漬けにするつもりでないのなら、例え少額であっても、このタイミングでETFの処分に踏み出さない選択肢はないと考える。

債券

利回りは揉み合いの展開に

10年国債利回りは、米国の利回り低下を受けて現状水準で揉み合う展開を予想する。日銀の利上げ観測はあるものの、利上げペースが速まるとは見ていないことから、利回り上昇余地は限定的なものになると考える。

次回の日銀利上げは7月で、その先も半年に1回の利上げが実施されると予想する。昨年12月ではなく今年1月に利上げを実施したのは、利上げのペースを速めたくないとの思いによるものと考えられるからだ。ただ、次回合で利上げが実施された場合には、話が全く変わってくる。公式の説明はさておき、それは物価以外の理由で半年に1回の利上げペースが許容されなくなったという場合だろう。ターミナルレートは1.75%と見ているが、現状0.5%程度の政策金利からは距離が大きいことから、年内に複数回の利上げへと修正が必要となろう。

※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。

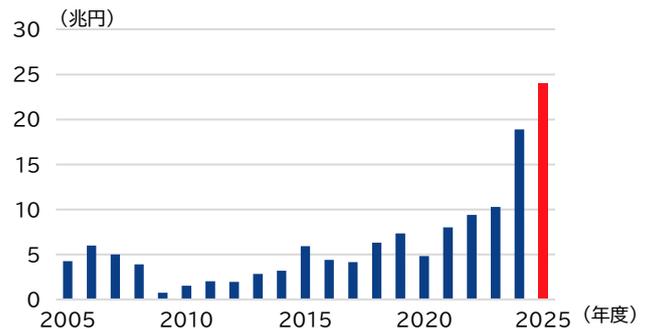
TOPIXの推移



※点線は予想レンジ

日本企業の自社株買い

(期間 2005年度~2025年度、年度)



※対象は全上場企業、2025年度は当社予想値

10年国債利回りの推移

(期間 2021年1月1日~2025年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

*ターミナルレート:中央銀行が引き上げる政策金利の最終到達点となる最も高い金利水準のこと

(出所) QUICK、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、24年10-12月期は前期比年率+1%弱の成長と、見た目はやや低めだが、景気の基調は安定したものであらうと予想した。25年の春闘はほぼ前年並みにとどまるが、賃上げモメンタムは好調継続という見方が強まると考えた。25年度本予算は教育無償化の進展と引き換えとした成立を予想した。

実際には、10-12月期のGDP成長率は同+2.2%と非常に高い一方、中身は脆弱であった。春闘1次回答集計は前年比+5.46%、ベアは同+3.84%と、賃上げモメンタムは予想よりやや強かったが、1月の実質賃金もマイナスの伸びに舞い戻っており、インフレに負けたと云わざるを得まい。本予算はほぼ想定通りの展開を辿った。

マーケット

株式は、TOPIXの予想レンジを2,550~3,100ポイントとし、徐々に上昇基調を強めていくと予想した。24年10-12月期の企業業績は増益に復帰する一方、24年度の日本企業による自社株買いは20兆円弱と予想した。

実際には、昨年後半からのレンジ相場を踏襲する動きとなった。10-12月期業績は予想通り増益に復帰し、24年度の自社株買いは19兆円となったが、日本株に資金流入を促すきっかけとはならなかった。それでも米国市場との比較感ではまずまずの善戦とも言える。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを0.80~1.30%とした。日銀は1月に利上げを実施し、それを受けて利回りは緩やかに上昇すると予想した。

実際には、利回りはほぼ一本調子で上昇し、レンジ上限を大幅に上回った。09年以來の1.5%超えである。利回りの大幅上昇には、予想通りの1月日銀会合での利上げに加えて、(食料価格が中心とはいえ)強めのインフレ率や春闘賃上げへの期待感などから期待インフレ率が大きく上昇したことが影響した。植田日銀総裁は、長期金利の上昇について市場と日銀の見方の間には大きな齟齬がない一方で、金利が急上昇する例外的なケースでは機動的なオベをやることもあり得ると述べた。ただ、これまでのところ特段の手は打たれていない。

政策金利の推移

(期間 2024年4月1日~2025年3月31日、日次)



※点線は2024年12月末時点

TOPIXの推移

(期間 2024年4月1日~2025年3月31日、日次)



※点線は2024年12月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2024年4月1日~2025年3月31日、日次)



※点線は2024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

中国は景気減速を待つ状態、インドは堅調

足元の中国景気は、24年10-12月期の前年比+5.4%成長から、加速感こそないが総じて堅調な印象を受ける。昨年の中国を悩ませた不動産不況も、昨年9月に大規模な金融緩和策が打ち出されて以降、小康状態にある。融資平台の借換策や大手国有銀行への資本注入など、中国経済の構造的な問題点を除去するための政策も打ち出されている。

3月の全人代で掲げられた経済目標は概ね事前の期待に沿ったものであったが、財政政策、金融政策ともに景気支援的な姿勢に一段と強化された。国務院が打ち出した消費振興促進特別計画は時宜を得たものであろうし、財政面からの景気サポート余力の大きさは相対的には心強い材料である。

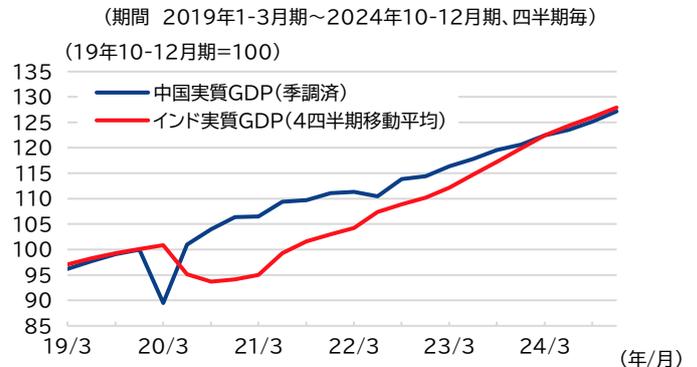
しかし、4-6月期は景気の悪化可能性を見守る四半期である。中国は米国から2月に10%、3月には20%の関税が賦課された。3月のPMIは製造業、非製造業とも前月から上昇したが、先行して関税が賦課されたため、経済への影響は他国より先に出やすいはずだ。そして20%は終着点ではあるまい。一帯一路国の存在が支えとはいえ、米国による関税賦課の影響は不可避と見ており、4-6月期は減速を余儀なくされよう。

一方、通年では政府目標通りの+5%成長が達成されると予想する。減速した数値を受けて、夏場以降には追加的な景気対策が打ち出されようが、裏を返せば、4-6月期は政策面ではエアポケットになりやすいということでもある。

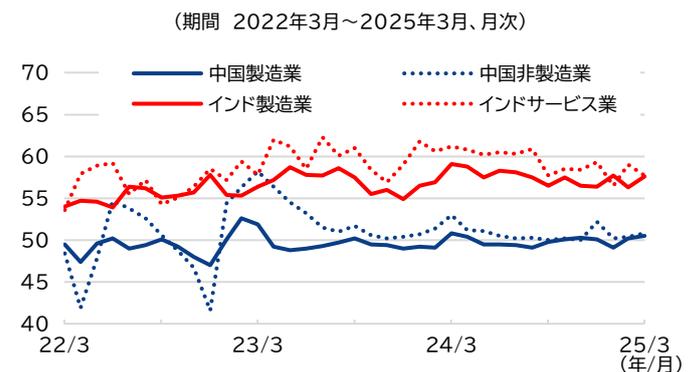
堅調な景気動向を反映してか、昨年9月以降、金融緩和は音沙汰がない。追加利下げの時期は年後半にずれ込むと予想する。ただ、中国はデフレ的な状況にある。過剰供給問題の存在、高めの失業率は、中国の潜在成長率が案外低いことを示唆している。財政拡張不足を指摘する向きが多いが、実質金利の水準の高さも問題だ。

インドは、既に国内消費が持ち直しつつあることに加え、2月の予算案で中所得者層への減税を打ち出したことや、5年ぶりの利下げ局面への転換を受けて、当面の景気は堅調に推移すると予想する。注目点は、対米輸入関税引き下げによる影響である。

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

中国実質金利の推移



※7日物リバースレポ金利とコアCPI上昇率から算出

(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

中国株は一進一退の後、上値を試す動きへ

中国株は、一進一退の後、上値を試す動きに転じていくと予想する。短期的には高値警戒感から利益確定の動きが強まるだろう。トランプ政権による対中政策の強化も懸念材料である。

ただ、年後半に向けては、上値を試す動きが優勢となるだろう。当局はAI産業の強化方針を打ち出した。民営企業に対する支援姿勢を示唆していることや、消費振興への注力姿勢も支援材料と位置付けられる。テクノロジー企業が主導する相場展開となるだろう。

インド株は、3月中旬以降、海外投資家による資金が戻りつつあることから、目先の地合いは堅調と予想する。追加利下げも支援材料となろう。ただ、その先は中国株次第と考える。インドが米国の関税の標的になったのは意外であったが、米国とインドは対立点がそれほど多いわけではない。一方で、特段の株価材料も見当たらない。中国株がテクノロジー株を中心に上値に近づき、そして上値を突破していくような展開となれば、インド株は逆に小休止を迫られよう。

債券

新興国債利回りは横ばいから小幅低下

新興国債利回りは、横ばいから小幅低下を予想する。米国の利回りは小幅に低下し、多くの新興国が緩和的な金融政策を維持すると見込むため、新興国の利回りはそれに連動するというのが基本感である。ブラジル中銀もタカ派姿勢を和らげた。その中で、国別の格差は顕著になろう。一部の新興国にとって、米国の通商政策における強硬姿勢、政治リスク、財政懸念などは、通貨安をともなう利回り上昇要因として働く見通しである。

中国の国債利回りは、低下余地が限られよう。全人代で財政政策は「積極的」から「一段と積極的」に、金融政策は「穏健的」から「適度に緩和的」に、それぞれ修正された。景気下支え姿勢は強いいため、利回りの底割れを意識する必要は乏しいと見る。

中国CSI300指数の推移

(期間 2021年1月4日~2025年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

中国・香港株の推移

(期間 2024年1月1日~2025年3月31日、日次)



新興国債利回り、中国10年国債利回りの推移

(期間 2021年1月4日~2025年3月31日、日次)



※新興国債利回りは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、24年の成長率は政府目標を小幅下回る一方、昨年9月に続く利下げを予想した。インドは、10-12月期の成長率は持ち直すと考えた。

実際には、中国は10-12月期に同+5.4%成長となった。24年年間では同+5.0%成長と政府目標を達成し、予想を上回った。景気が堅調に推移しているためか、追加利下げは見送られた。インドは7-9月期の+5.6%成長から10-12月期は同+6.2%成長に持ち直した。相対的にトランプ政権による悪影響を受けづらいと見ていたが、関税率の差に基づく批判は意外であった。

マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを3,400～4,400ポイントとし、中国株は春節を控えて小動きの展開を予想した。トランプ新政権の発足後、対中関税は早期に引き上げられ、再び過剰生産に対する風当たりも強まっていくと考えた。インド株は海外からの資金流入再開を予想した。

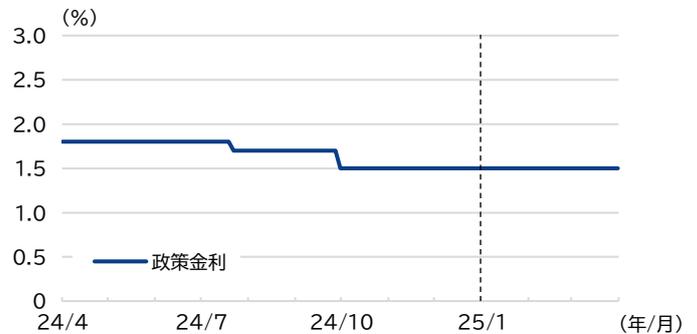
実際には、中国株は狭いレンジでの値動きとなった。もっとも1月のDeepSeekの台頭や2月の民間企業座談会の開催を受けてテクノロジー株が注目されたことをきっかけに、関連企業の株価は大幅に上昇した。米国による対中関税は2月に10%、3月に20%と他国に先んじて段階的に引き上げられた一方、過剰生産問題はさほど話題に上っていない。インド株式市場では海外投資家による売り越しが止まらず、株価は2月まで軟調に推移したが、3月になって値を戻した。

債券は、新興国債利回りの予想レンジを6.10～6.65%とし、利回りは横ばい圏で推移すると予想した。中国10年国債利回りの予想レンジは1.50～1.90%とし、いったん利回り低下の動きに歯止めがかかり、揺り戻しの動きを予想した。

実際には、新興国債利回り、中国国債利回りともに予想通りの動きとなった。中国のやや強めの利回り反発は、1月に人民銀行による国債買入が見送られたことに加え、2月以降のテクノロジー株上昇も影響したと見る。

中国の政策金利の推移

(期間 2024年4月1日～2025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2024年12月末時点

中国CSI300指数の推移

(期間 2024年4月1日～2025年3月31日、日次)



※点線は2024年12月末時点

新興国債利回り、中国10年国債利回りの推移

(期間 2024年4月1日～2025年3月31日、日次)



※新興国債利回りはJ.P. Morgan GBI-EM Broad Diversifiedを使用。縦線は2024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

ドル円は横ばい圏、ユーロは堅調

ドル円相場は横ばい圏の推移を予想する。日銀の利上げペースは緩慢で、利上げ観測に基づく円高には限りがある。一方、デジタル赤字拡大や対外直接・証券投資には大きな変化が見られず、円安基調となりやすい。ドルは、米国の利回り低下がドル高を妨げる。関税導入は中期的にドル高に働くとしても、「ドル高が進行するとその後が怖い」という心理はドル高に歯止めをかけそうだ。

最大の円高リスクは、米政権による円安是正要求である。米政権の強硬な通商政策と財政赤字削減を重視する姿勢は、ドル強体制の持続を困難にしかねない。

前回の当レポートでは、長期的にはプラザ合意2.0の可能性が高まっていくと指摘した。このプラザ合意2.0は、マール・アラゴ合意と名前を替え、多くの市場参加者が意識、議論するようになった。先の大戦を挟んで覇権国がイギリスからアメリカに移行する過程で、通貨の覇権は英ポンドから米ドルに移った。1971年のニクソンショックで米ドルは金のくびきから解き放たれたが、米ドル覇権は延長戦が続いており、ドルの実質実効為替レートはプラザ合意の最高値圏にある。米国はドル覇権による多大なる恩恵に浴した一方で、トランプ政権は、通貨覇権国というポジションを維持したまま、負の側面を何とかしたいという、ともすれば都合のよい考えを、本気で実現したいように見える。前回も触れたが、ドル安によるインフレは今の米国にとって不都合でもあるし、その時期は関税というツールを使い尽くした後と考えるものの、ドル高が加速してしまった場合には要注意である。

ユーロは、EUの財政拡張路線への転換を受けて、対ドルで堅調な地合いが続くと予想する。2月の米・ウクライナ首脳会談決裂で情勢が一気に転換し、EUではあっという間にReArm計画が合意に至った。独自に強い財政規律を課していたドイツでは、メルツ「次期」首相が、防衛費を大きく増やし、国内インフラを刷新するために「必要なことを何でもやる」と宣言した。ベルリンの壁崩壊以降で最大の景気刺激策となる。「何でもやる」という宣言は、12年のドラギ元ECB総裁を意識したものだ。財政政策転換による期待感、米国による関税賦課の影響や景気刺激策の効果の不透明感を上回ると考える。

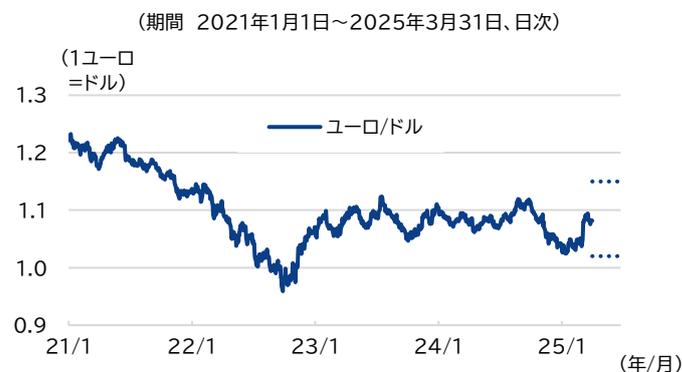
米ドルの対円相場



ドルの実質実効為替レートの推移



ユーロの対ドル相場



* ReArm計画:ウクライナ支援とEU加盟国の防衛力強化が目的。財政赤字や累積債務額の上限を定めたEUの安定成長協定の緩和と、加盟国が利用できる1500億ユーロの融資が柱。欧州投資銀行などを通じて約8000億ユーロの資金確保も目指す
(出所) BIS、Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

為替

新興国

対ドルでは総じて底堅い値動きに

新興国通貨は、対ドルでは総じて底堅い値動きを予想する。新興国通貨にとっては米国の利回り低下が下支え要因として働くことが期待できるからである。一方、日銀の利上げペースが加速しないことや構造的な円安要因が根強いことから、対円での新興国通貨は総じて堅調に推移する見通しである。

他方、新興国通貨の上値を抑制する要因も少なくない。米政権による関税政策に対する懸念はそう簡単には晴れないだろう。解放の日でいったん小休止かもしれないが、一段落とは考えづらい。新興国通貨のボラティリティはさほど高くはないことから、新興国投資が積極化する過程では実質金利に目が向かうことを期待しているが、金融市場のリスクテイク意欲が戻っていくかについては現時点ではどうしても割り引かざるを得ないところがある。政情不安が懸念されるトルコリラなど、政治リスクや財政懸念を背景として、下値不安が強い通貨が散見されるという点にも注意が必要である。

人民元は短期的に相場の方向感を見極めづらい状況にあり、小動きの展開が続くと予想する。米中の利回り格差の水準などは人民元安要因であろうが、利回りの方向感や景況感や元高要因とも元安要因とも明確に決めづらい状況にあるからである。

4-6月期は、中国、米国、あるいはそれ以外の国・地域にとって、関税賦課の初期影響が見極められるタイミングである。関税合戦はこれで終わりでないとしても、米中の景況感や金融政策の格差について、夏が近くなれば一定程度の方向感が見えてくる、あるいは生まれてくると考える。

2月の関税引き上げ直後には、米中電話首脳会談が近いと報じられた。結局、公式にはそれは実現しなかったようであるが、再び米中首脳会談の準備が進められているとの報道が散見されるようになった。会談がさほど遠くないという意識が広がれば、その前に元相場は動きづらだろう。関税を巡る交渉の行方次第ではあるものの、米中対立激化への懸念が一時的に緩和するのであれば、人民元が上昇に転じる可能性すら考えられる。

ブラジルレアルの対円相場

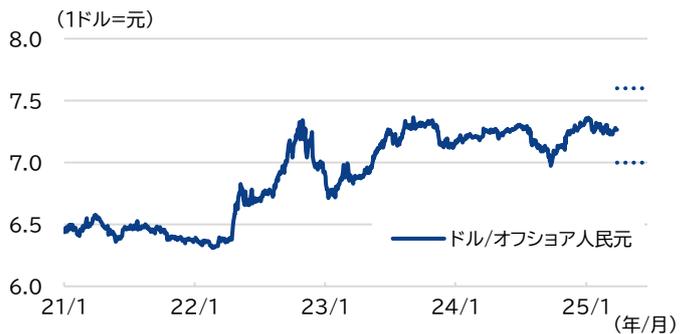
(期間 2021年1月1日~2025年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

オフショア人民元の対ドル相場

(期間 2021年1月4日~2025年3月31日、日次)



※点線は予想レンジ

新興国通貨のボラティリティ

(期間 2020年1月1日~2025年3月31日、日次)



※金利差は10年国債利回りで算出

(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150.0～162.5円とし、目先はドル高、円安が進行するものの、その先は持続性が試されると予想した。ユーロドル相場の予想レンジは0.95～1.10ドルとし、ユーロは対ドルで下値を試す展開を予想した。

実際には、ドル高、円安の進行は予想よりも短期で収束した。その後の円高ドル安の進行で、2月後半にレンジ下限を下回った。トランプ相場の巻き戻しによるドル反落に加え、日銀利上げ観測の強まりや国内長期金利上昇による円高が影響した。もっとも米日実質金利差の縮小に沿った範囲の値動きである。ユーロは大きく上昇した。ECBの利下げ期待の後退に加えて、ユーロ圏の景況感改善期待が高まったことが影響した。米・ウクライナ首脳会談の決裂で、欧州では軍事費増強への機運が一気に強まった。その機に乗じてドイツが憲法改正で強引に財政拡張への道を開いたのは予想外であった。

新興国

新興国通貨は、対ドルでは全般的に上値の重い展開を余儀なくされる一方、対円では底堅い値動きを予想した。その中でトランプ米大統領による不規則発言によって、下落、あるいはボラティリティの高い展開を余儀なくされる通貨も出てくると考えた。中期的にはトルコリラ、ブラジルレアルの上昇余地が大きいと考え、ブラジルレアル/円の予想レンジを22.5～28.5円とした。

実際には、新興国通貨は対ドルで上昇したが、これはトランプ相場の巻き戻しなどからドルが下落した影響と見る。円高進行で多くの新興国通貨が対円で下落したが、総じて東欧通貨が堅調であった。ブラジルレアルも堅調に推移したが、トルコリラはイスタンブール市長の逮捕など政情不安の影響から大幅に下落し、インフレ懸念再燃から利下げ路線の転換を余儀なくされた。

中国人民幣の予想レンジは7.00～7.60円としたが、実際には人民幣は小幅上昇となった。中国側の制裁関税発動の際に人民幣も切り下げられると予想したが、人民幣切り下げは温存され、利下げも実施されなかった。米中金利差の縮小も影響したと見る。

米ドルの対円相場

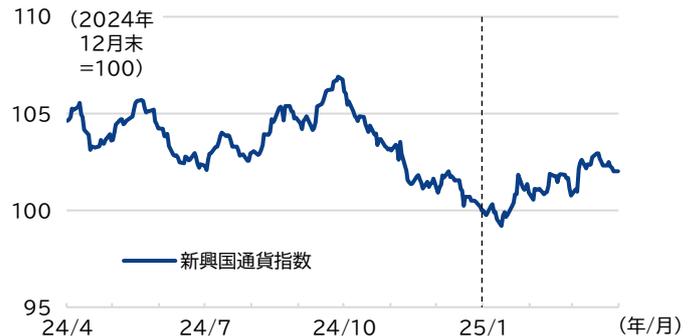
(期間 2024年4月1日～2025年3月31日、日次)



※点線は2024年12月末時点

新興国通貨指数の推移

(期間 2024年4月1日～2025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2024年12月末時点

人民幣の対ドル相場

(期間 2024年4月1日～2025年3月31日、日次)



※点線は2024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。

(2025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)