

SBI OAM HOUSE VIEW

2024年4-6月

デフレ脱却迫る日本と米利下げの不透明感

	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	☁	インフレ鈍化には時間を要し、利下げは7月以降に	FF金利(中央値)	5.375%→5.375%
	日本	☀	賃金増加で年央にかけて成長率は加速	無担保コールO/N物	0~0.1%→0~0.1%
	中国	☁☔	不動産価格の下落が経済の重石に	1年物LPR	3.45%→3.35%
株式	米国	☁	揉み合い、反発、そして調整局面へ	S&P500種指数	4,700p~5,600p
	日本	☀→☁	上昇基調の中、夏場にはいったん調整局面へ	TOPIX	2,550p~3,100p
	中国	☁	更なる株価上昇には大規模景気対策が必要	CSI300指数	3,200p~3,800p
債券	米国	☁→☀	長期金利は揉み合い~小幅低下を予想	10年国債利回り	3.80%~4.60%
	日本	☁☔	長期金利はやや上昇へ	10年国債利回り	0.60%~1.20%
	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*	5.70%~6.80%
		☁	中国国債利回りは低水準での推移が継続	中国10年国債利回り	2.10%~2.55%
為替	先進国	☀→☁	為替介入警戒、その先は円の軟調地合い回復へ	ドル/円	145.0円~157.0円
		☔		ユーロ/ドル	1.040 ^{ドル} ~1.150 ^{ドル}
	新興国	☁☀	対ドルで反発へ	ブラジルリアル/円	28.5円~32.0円
		☁	元安容認姿勢は採られず、横ばいを予想	ドル/オフショア人民元	7.00元~7.60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

インフレ鈍化には時間を要し利下げは7月以降に

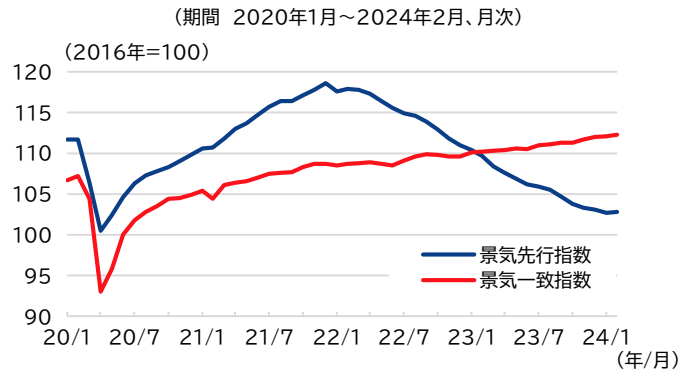
景気一致指数の継続的な上昇に加えて、景気先行指数にも下げ止まり感が出てきた。足元の政策金利はインフレ率を大きく上回っている。しかし、金融環境は景気に対して中期的には引締め方向に作用しておらず、短期的なマイナス影響も限定的であるため、景気はソフトランディングが可能と予想する。1-3月期のGDP成長率は潜在成長率をやや上回る前期比年率2%台前半に、大統領選を控えた設備投資意欲への影響などから4-6月期の成長率は同1%台半ばに減速すると見ているが、景気は市場予想より堅調なものとなろう。

当面の焦点は再び「インフレ動向」である。2月のコアPCE価格指数は前年比+2.8%、前月比+0.26%となった。前年比では低下基調が続いているが、低下ペースは緩やかになってきた。前月比では昨年後半より水準が上昇している。

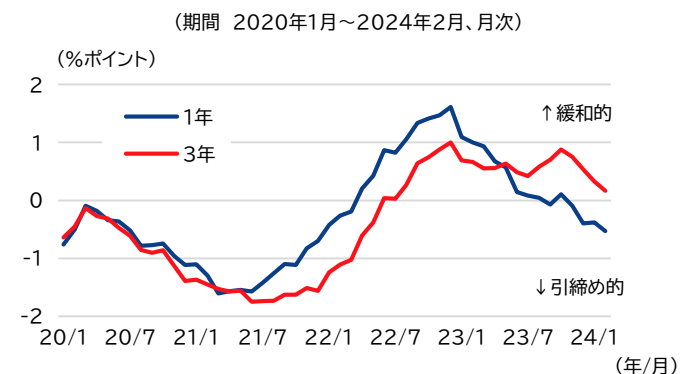
3月のFOMCでの政策金利見通しの中央値は「年内3回利下げ」であったが、各メンバーの見通しは、3回利下げを支持するグループと、2回利下げを支持するグループに大別される。年3回の利下げを支持していると見られるパウエルFRB議長は、上記の統計発表を受けて、①ほぼ予想通りの結果、②ただ利下げ開始を急ぐ必要はない、とコメントした。3月FOMCでは24年末のコアPCE上昇率の見通しは前年比+2.6%とされたが、見通し達成のためには、3月以降、前月比+0.2%の上昇率が続く必要がある。インフレが再加速していくと見ているわけではないが、上記見通しに沿った展開もやや楽観的と考える。6月の利下げ開始は先送りを予想する。

なお、3月のFOMCでは、政策金利のロングラン(長期)見通しの中央値が2.5%から2.6%と小幅に引き上げられた。中央値の上昇は久方ぶりだが、平均値はじりじりと切り上がってきている。中立金利に関する議論は昨年夏にいったん収束したが、来年には5年毎の金融政策戦略見直しが予定されている。少し先の話ではあるが、24年後半には再び中立金利への関心が高まり、インフレ目標引上げの可能性などにも注目が集まるだろう。その際の議論は、新たな大統領が誰になるかによって一定の影響を受けることは言うまでもない。

景気判断指数の推移

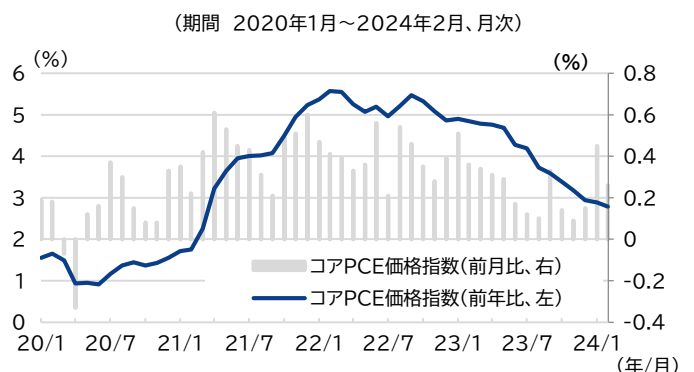


金融状況指数の推移



※金融状況がGDP成長率に与える影響を表す

コアPCE価格指数の推移



(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

揉み合い、反発、そして調整局面へ

1-3月期業績は昨年末時点での前年比+7%増益予想から同+5%増益予想に下方修正された。1-3月期業績の発表は4月中旬から本格化するが、決算発表前は業績予想の下方修正が先行しやすい。材料不足もあって、4月上旬の株価は揉み合いとなろう。

しかし、実際に発表される1-3月期業績は、通常通り、上ぶれ優勢となる可能性が高い。良好な決算内容が株価の下支えとなろう。商業用不動産の悪化が継続しているため、銀行決算についてはネガティブなニュースを警戒しておきたい。Magnificent 7は大幅増益予想であるが、7社を除いた大型株は減益予想であるため、相場展開もグロース株が優勢と予想する。

大統領選への意識から、夏に向けて株価の調整を予想する。対中強硬姿勢の強まりや、中国側の国産化によるデカップリングの加速はリスク要因である。年後半は、業績期待から再度上昇しよう。Magnificent 7と7社以外の大型株の増益率格差が縮小傾向にあることに加えて、年後半には7社以外も増益に転じていく。

債券

揉み合い～小幅低下を予想

10年債利回りは揉み合い～小幅低下を予想する。当面はFRBの利下げ開始時期に不透明感が漂うため、揉み合いの展開が続くだろう。ただ、細かなタイミングをさておけば、年内に利下げが開始されるという見方に変わりはない。利下げの確信度が高まる過程で、利回りは低下に向かおう。一方で、FOMCで政策金利のロンガーラン見通しが引上げられたように、利下げの終着点はさほど低くならなさそうだ。そのため、10年債利回りの低下はあくまでも小幅にとどまると予想する。

商業用不動産などに絡んだ金融市場の混乱が見られれば、利下げ余地は拡大しようが、それは現時点ではあくまでもリスクシナリオであろう。

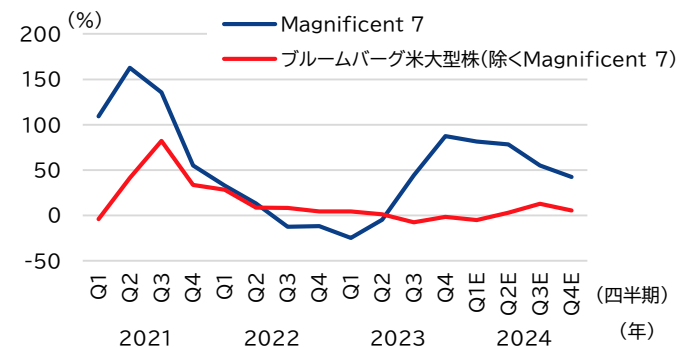
S&P500種指数の推移

(期間 2020年1月2日～2024年3月28日、日次)



前年比EPS伸び率の推移

(期間 2021年1-3月期～2024年10-12月期、四半期)



10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月1日～2024年3月28日、日次)



* Magnificent 7とは、Alphabet Inc.、Amazon.com Inc.、Apple Inc.、Meta Platforms Inc.、Microsoft Corp.、NVIDIA Corp.、Tesla Inc.の7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

前回のハウスビューレポートでは、景気の減速を予想し、金融政策は3月からの利下げ開始を予想した。政治面で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すると考えた。

実際には、23年10-12月期のGDP成長率は前期比年率+3.2%と、7-9月期の同+4.9%から減速こそしたが、減速幅は予想よりも遥かに小幅であった。金融環境が予想以上に緩かったことが背景にあらう。金融政策については、景気減速が小幅であることに加えて、年初のインフレ率が上がったことも影響し、3月からの利下げは実現しなかった。米大統領選については、予想通り、主要な候補者が、現大統領のバイデン氏と元大統領のトランプ氏の2名に絞り込まれた。

マーケット

株式は、S&P500の予想レンジを4,250~5,100ポイントとし、短期的な上昇余地は限定的と予想した。
①1-3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、②物色は超大型株以外にも広がり、AI関連銘柄、GLP-1関連銘柄などが柱になる、と予想した。

実際には、利下げ期待が支えとなり、予想していた反落は起こらなかった。株価はほぼ一本調子で上昇し、3月には上記のレンジ上限を上回った。1-3月期の業績予想は、予想通り下方修正された。超大型株への物色は継続したものの、一部の銘柄は脱落しつつある。その中で、AI関連銘柄、GLP-1関連銘柄は物色の中心となった。

債券は、10年債利回りの予想レンジを3.50~4.50%とし、短期的な上昇の後、現状水準に戻ると予想した。イールドカーブはブルフラット化すると予想した。

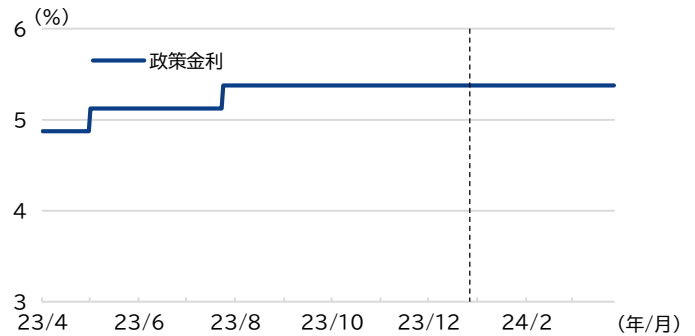
実際には、2月上旬にかけては予想通りの展開となったが、その後は再び上昇し、(当時の)現状水準までは戻らなかった。長短金利差(10年-2年)は、昨年末とほぼ同水準になった。1月中は2年金利が低下余地を試すような動きも見られたが、強めのインフレ統計を受けて2月に水準を切り上げたため、予想していたようなブルフラット化は実現しなかった。

* 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。

政策金利の推移

(期間 2023年4月3日~2024年3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12月末時点

S&P500種指数の推移

(期間 2023年4月3日~2024年3月28日、日次)



※点線は2023年12月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2023年4月3日~2024年3月28日、日次)



※点線は2023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

経済

賃金増加で年央にかけて成長率は加速

1次速報段階で23年10-12月期のGDP成長率は2四半期連続での前期比マイナス成長となったが、2次速報ではプラスに改訂され、テクニカル・リセッションは免れた。もっとも能登半島地震の影響にサービス輸出の反動減が加わることから、1-3月期の成長率はマイナスに転じると予想する。地震の影響は、景気一致指数にも及んでいる。

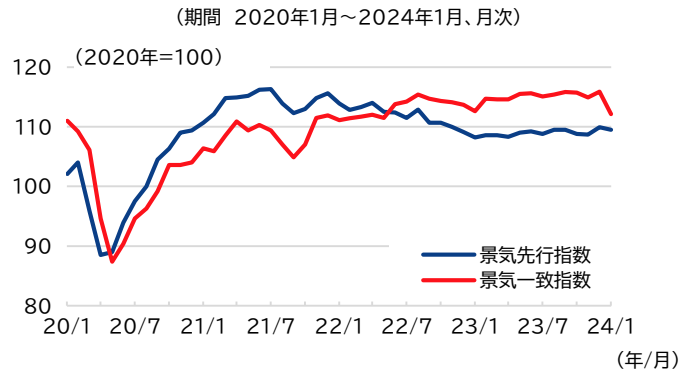
年央に向けては、むしろ成長率が上昇する蓋然性が高まったと考える。これまで弱かった内需にも期待が持てるようになった。24年春闘の第1回集計では、前年比+5.28%程度の定昇相当込み賃上げ率、同+3.70%の賃上げ率となった。賃金が実際に改訂されていく過程で、年央に向けて賃金上昇率は上昇しよう。一方、当面のインフレ率は2%台半ば～後半で推移すると見ており、実質賃金は年央にはプラスの伸びに転じると予想する。なお、年央には「デフレ完全脱却のための総合経済対策」で定められた所得減税も実施される。

焦点は「デフレ脱却宣言の有無」である。24年度予算の成立を受けた記者会見で、岸田首相は「今年物価上昇を上回る所得を必ず実現する」「来年以降、物価上昇を上回る賃上げを必ず定着させる」と打ち出した。「柱が見えない」との批判が絶えなかったが、政策の軸はかなり絞り込まれた印象を受ける。デフレ脱却については、「完全脱却へ千載一遇の歴史的チャンス」と述べる一方、「道半ば」とした。主要4指標の中には依然としてデフレ脱却の条件を満たさないものも残る。会見では、脱却の判断は専門家に委ねる一方で、政治的にはデフレ心理の掃瞄を目指すという微妙な説明がなされた。6月の「骨太の方針」までに4指標全てがプラスに転換するという状況は見込薄だが、「デフレ脱却宣言」はできなくても、「骨太の方針」にデフレ脱却を強く示唆するようなメッセージが込められると予想する。

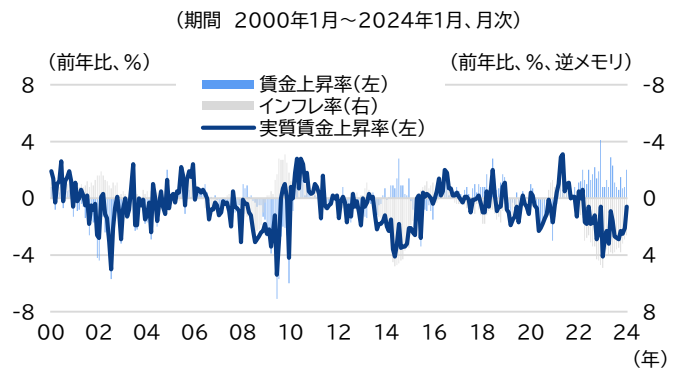
政治面では、低水準の内閣支持率、自民党支持率が続いており、4月の補欠選挙も自民党にとっては逆風に働く。ただ、岸田首相は今国会で政治資金規正法を改正すると明言しており、4月の解散・総選挙の可能性は低い。

* 主要4指標とは、CPI、GDPデフレーター、単位労働コスト、需給ギャップ

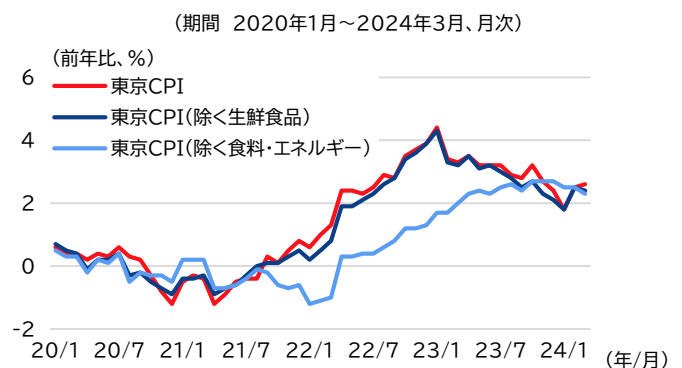
景気判断指数の推移



実質賃金上昇率の推移



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。

日本

マーケット

株式

上昇基調の中、夏場にはいったん調整局面へ

中期的に上昇基調という見方に変わりはないが、4月末から本格化する23年度通期決算発表に向けて株価は上昇し、決算発表一巡後は夏場にかけていったん調整局面に入ると予想する。

相場上昇の牽引役は、「賃金と物価の好循環」に対する期待や、日本企業の資本コストを意識した経営への変化などを評価する海外投資家による日本株買いである。AIの普及にともなう半導体の需要拡大への期待や、為替の円安傾向も日本株にとって追い風となろう。

日本株は、主要市場でほぼ唯一、企業業績予想が顕著に上方修正されている市場である。1-3月期業績は1桁後半の前年比増益率と、23年10-12月期からは増益率がいったん低下しようが、為替が予想レンジ内にとどまれば新年度も増益が継続しよう。

例年、4-5月は自己株取得枠の設定が相次ぐ時期である。23年度の自己株取得枠設定額は10.3兆円となり、前年度の9.4兆円から増加した。24年度の自己株取得枠設定額は11兆円超と予想する。

債券

長期金利はやや上昇へ

中立金利とは景気に対して中立的な金利であり、期待インフレ率と自然利率の和で表される。植田総裁は、予想物価上昇率は「+1～+1.5%の間のどこか」と述べた。自然利率は「幅のある範囲でしか決まらない」とされたが、23年12月の「金融政策の多角的レビュー」では、足元の自然利率は-1～+0.5%と分析されている。両者の中間の和をとると1%であり、現状のゼロ金利からは利上げ余地が大きい。金融市場に波乱がなければ、年内に25bp×2回の利上げが実施されると予想する。

利上げ期待を反映して、10年債利回りも上昇を予想する。円安水準が続けば、利上げ期待も強まりやすい。日銀の国債買入額も6兆円ペースから減額されようが、各種のオペレーションは残されており、長期金利が大きく変動する際には買入額は再び拡大しよう。

TOPIXの推移

(期間 2020年1月6日～2024年3月29日、日次)



※点線は予想レンジ

無担保コールレート(オーバーナイト物)の推移

(期間 2000年1月～2024年3月、月次)



10年国債利回りの推移

(期間 2020年1月1日～2024年3月29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、景況感はやや好転すると予想した。具体的には、①24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を、②生産・輸出は持ち直す、と予想した。金融政策については、マイナス金利解除は秒読み段階に入ったと考えた。

実際には、第1回集計の賃上げ率は前年比+5.28%となった。賃上げモメンタムを過小評価していた。生産・輸出は、能登半島地震の影響もあり、停滞が続いた。地震の影響は、1月の景気ウォッチャー調査結果にも色濃く表れたが、先行き判断DIは2ヵ月連続で改善した。金融政策については、3月に金融政策の枠組みが見直され、マイナス金利政策のみならず、YCCの撤廃も決定された。

マーケット

株式は、TOPIXの予想レンジを2,250~2,600ポイントとし、高値更新へのチャレンジが継続すると予想した。企業業績は、①23年10-12月期の経常増益率は前年比10%台後半の増益、②業績予想の上方修正のモメンタムは鈍化するが、上方修正自体は継続する、と予想した。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すると考えた。

実際には、日本株買いは予想以上のものとなり、現地通貨建てでは米国株を上回るパフォーマンスを示した。2月中旬には早くも上記の予想レンジ上限を上回った。TOPIXは史上最高値までまだ距離を残すが、日経平均は34年ぶりに史上最高値を更新した。23年10-12月期の経常増益率は前年比+16%と小幅未達となり、上方修正のモメンタムは予想通り鈍化した。半導体関連株は相場の大きな牽引役となったが、来期増益が期待される銘柄への選好は限定的であった。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを0.50~1.00%とし、小幅の上昇を予想した。日銀による国債買入は減額されると予想した。

実際には、10年債利回りの上昇は、予想通り小幅にとどまった。一時のような投機的な動きも沈静化していることから、日銀による国債買入れも減額方向にある。

政策金利の推移

(期間 2023年4月3日~2024年3月18日、日次)



※政策金利残高に適用される金利を図示(2024年3月の日銀政策決定会合で政策金利は無担保コールレート(オーバーナイト物)に変更された)。点線は2023年12月末時点

TOPIXの推移

(期間 2023年4月3日~2024年3月29日、日次)



※点線は2023年12月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2023年4月3日~2024年3月29日、日次)



※点線は2023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

中国不動産価格の下落が経済の重石に

中国景気は足踏み状態が続く。在庫循環と季節性からPMIは製造業、非製造業ともに改善の動きが見られるが、CPI、PPIは弱く、デフレ的な環境が続いているという印象を受ける。消費者信頼感も低水準である。

2月には預金準備率や5年物LPRが引下げられた。「1兆円の特別国債発行」まで加味すると、3月の全人代は、昨年を上回る景気支援姿勢と評価できるだろう。昨年発行した国債の活用も期待できる。ただ、いずれも新鮮味からは程遠い。

年初来の不動産販売は低調であり、また住宅価格の弱含みが目立ってきた。人民銀行は、不動産支援のために担保付補完貸出を増やしていることに加え、ホワイトリストに登録された不動産プロジェクトについて金融機関に対してディベロッパー向け融資の承認手続きを迅速化するように指導している。論理的にはこれでディベロッパーの資金繰り不安は解消するはずなのだが、足元でも不安は解消されていない。

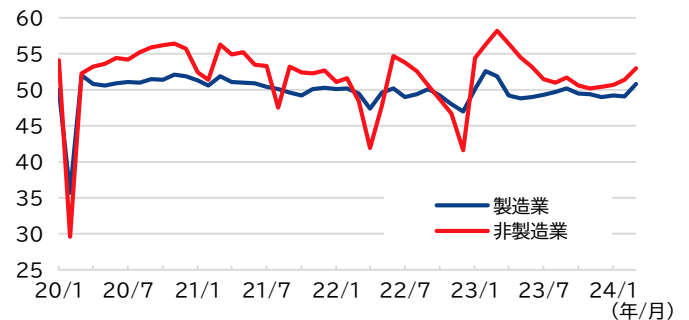
不動産問題の打開策が見出されていない以上、当面の中国景気は足踏み状態が継続すると予想する。年間の成長率は前年比+4%台半ばとの見方も変わらない。引き続き政策金利の小幅引下げを予想するが、住宅価格は弱含みが続こう。

一方、インド景気は好調である。23年10-12月期のGDP成長率は前年比+8.4%成長と、7-9月期の同+8.1%から加速した。製造業PMIは上昇傾向にあるし、サービスPMIは高水準横ばいである。総選挙前の拡張的な財政政策の影響から、当面の景気は加速しよう。

インドは総選挙を控えている。投票は4月19日から6月1日まで複数回実施され、結果は6月4日に発表される。世論調査によると、インド人民党主導の国民民主連合が3期目の政権を獲得し、モディ首相が続投する可能性が高い。結果が判明するまでそのような見方は揺るがないだろう。インド人民党は次期政権に向けて「政策の継続性」と「次世代を切り開くための改革への着手」を掲げているが、念頭にあるのはインフラの強化、税制の簡素化などと考える。

中国PMIの推移

(期間 2020年1月~2024年3月、月次)



※国家统计局発表

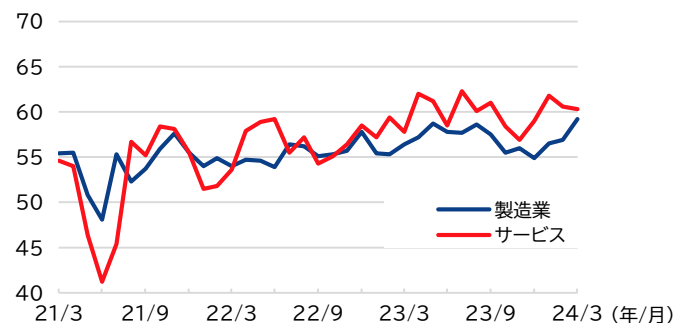
中国不動産景気指数の推移

(期間 2016年1月~2024年2月、月次)



インドPMIの推移

(期間 2021年3月~2024年3月、月次)



(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。

新興国

マーケット

株式

中国株の更なる上昇には大規模景気対策が必要

中国株は揉み合いが続くと予想する。バリュエーションから見た割安感に加えて、安定化基金の設立や空売り規制などの積極的な株価対策が下値を支えたと考え、2月安値を割り込むとは見ていない。

一方、更なる株価上昇には大規模な景気対策の発表が必要と見るが、全人代の内容はそれには物足りなかった。23年通期の決算発表では、主要企業の決算は好悪入り混じる内容であり、相場の方向性を変えるものではない。業績予想は下方修正が続いているが、下方修正が続く間は反発余地も限られるだろう。

中国製品に対する欧米諸国の規制は強化されてきたが、特に米国は大統領選を控えていることから、一段の規制強化に踏み切る可能性が高い。中国国内では引き続き国産化の動きが推進されることから、政策恩恵が及びやすい資本財、半導体、半導体製造装置などが選好されやすいと見る。引き続き外国人投資家による資金流出を見込む一方で、国内投資家は空売り規制などの影響を受けることから、H株に比べてA株のアウトパフォーマンスを予想する。

債券

新興国国債は利回り低下継続

3月にはトルコが利上げに踏み切る一方、ブラジル、メキシコなどが利下げを実施した。多くの新興国ではインフレがピークアウトしたことから、緩和的な金融政策に移行しやすい局面にある。FRBによる利下げの可能性が高まれば、より金融緩和を進めやすくなる。実質金利の高い国を中心に、利回り低下は継続すると予想する。

一方、中国では消費、生産などは回復傾向にあるが、不動産市況の低迷が引き続き重石となる。追加的に金融緩和が打ち出される可能性が高く、中国10年国債利回りは低水準での推移が継続すると予想する。ただ、資本逃避は容認できず、利回り低下は限定的なものとなる。

中国CSI300指数の推移

(期間 2020年1月2日~2024年3月29日、日次)



※点線は予想レンジ

新興国への資金流出入の推移

(期間 2023年1月~2024年2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3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) 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、中国については、①全人代で「5%前後」の成長目標、GDP比で3%台半ばの財政赤字目標が設定される、②小幅利下げが実施される、③不動産販売の低迷と、これに対する政府の対策強化という綱引きが続く、と予想した。

実際には、全人代では「5%前後」の成長目標が示された一方で、財政赤字目標はGDP比で3%とされた。もっとも1兆元の特別国債発行を加味すると、政府による景気支援姿勢は上記の予想を上回る。不動産販売の低迷、政府の対策強化は継続中である。

マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを3,000～3,600ポイントとし、中国株の軟調な展開が続くと予想した。外国人投資家による資金流出は続くと思われ一方で、米中関係の改善は極めて厳しいと予想した。

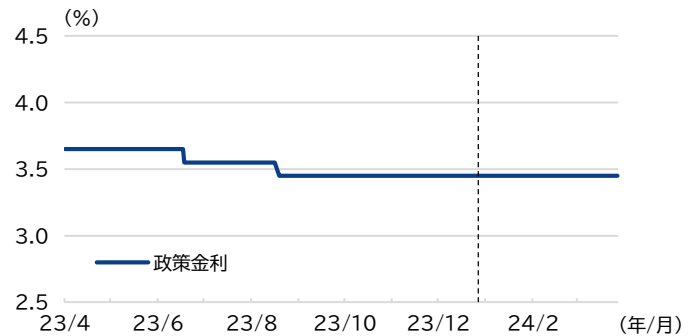
実際には、1月の中国株は終始軟調な展開となったが、2月から3月中旬にかけては反発した。政府による株価下支え策や全人代に対する期待感が株価反発をもたらしたが、上記の予想レンジ上限に近づくと上値の重い展開となった。上記の期間、中国株式には海外から資金が流入したように見受けられるが、一般的な海外投資家によるものかはわからない。米中関係に改善の兆候は見受けられなかった。

債券は、新興国国債利回りの予想レンジを5.80～6.90%とし、低下が継続すると予想した。特に利下げ余地が大きいメキシコ、南アフリカの利回り低下が大きいと予想した。一方、中国10年国債利回りの予想レンジを2.30～2.80%とし、横ばい圏～小幅低下を予想した。

実際には、新興国国債利回りは年末時点からほぼ横ばい圏での推移となった。米国長期金利が緩やかに上昇したことが影響したのであろう。また、メキシコ、南アフリカともに長期金利は上昇した。一方、景況感の低迷と金融緩和の影響で、中国10年国債利回りはほぼ一本調子で低下し、上記の予想レンジの下限に達した。

中国の政策金利の推移

(期間 2023年4月3日～2024年3月29日、日次)



※政策金利は1年物LPR。点線は2023年12月末時点

中国CSI300指数の推移

(期間 2023年4月3日～2024年3月29日、日次)



※点線は2023年12月末時点

新興国国債指数利回りの推移

(期間 2023年4月3日～2024年3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

為替介入警戒、その先は円の軟調地合い回復へ

ドル円相場は、目先は不安定化しやすいが、その先、円は軟調地合いに戻ると予想する。ECBは6月利下げの可能性が高く、ユーロはドルに対して弱含もう。

当面の焦点は「為替介入」である。円安の進行を受けて、3月27日には、財務省・金融庁・日銀による3者会合が開催された。政府当局は、足元の為替動向について「あらゆるオプションを排除せずに、断固たる措置をとっていきたい」「最近の円安の進展はファンダメンタルズに沿ったものとは到底言えず、背景に投機的な動きがあることは明らかだ」などとコメントした。

足元のドル円相場は22年10月、23年11月とほぼ同水準である。34年ぶりの円安水準だが、為替介入はもはや時間の問題と考える。円相場の底割れは、輸入物価上昇の観点から国民の不満を高めかねず、このまま155円まで手をこまねいたままということは考えづらい。為替介入が発動されれば、22年9-10月以来であるが、いったんは140円台半ばまで円高に振れるだろう。日本株高、円安が同時に進行してきたこともあり、投資家のリスク警戒感は後退している可能性が高い。裏を返せば、相場急変時の短期的な円高リスクは相応に高いと見ておくべきだろう。

ただ、その先は、①高水準の米日金利差、②サービス収支赤字、対外証券投資拡大などの日本からの構造的な資金流出要因、から再び円安地合いに戻り、本格的な円高は進行しないだろう。日銀は「異次元緩和」からの脱却を果たしたが、政策金利の水準はまだまだ低い。

ドル円相場の投資環境は06～07年との類似性が認められる。当時は米国の政策金利が横ばいの状況下、日本は2回の利上げを実施したが、すぐには円安基調に変化が見られなかった。円高が進行したのは07年夏以降である。為替介入があればドル円相場のボラティリティは一時的に高まるが、それが落ち着けば円キャリートレードの投資妙味は高い状況に戻る。

米国が明確な利下げ局面に入っていくのであれば本格的なドル安となろうが、小幅利下げであれば影響は限定的であろう。一方、トランプ政権が発足すれば、ドル安政策への期待感が高まることも考えられる。

米ドルの対円相場

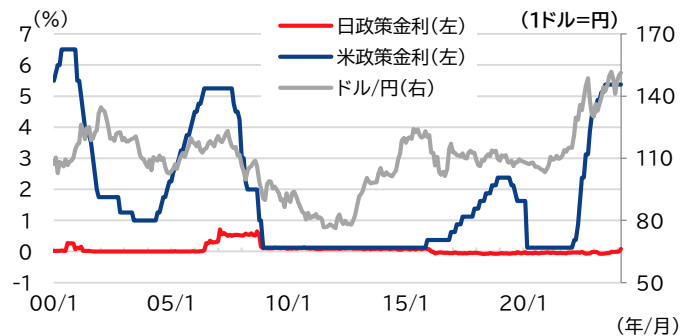
(期間 2020年1月1日～2024年3月29日、日次)



※点線は予想レンジ

日米政策金利とドル円相場

(期間 2000年1月～2024年3月、月次)



※日本の政策金利は無担保コールレート(オーバーナイト物)、米国の政策金利はFF金利誘導目標で、上限と下限の平均値を示した

ユーロの対ドル相場

(期間 2020年1月1日～2024年3月29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

新興国通貨は対ドルで反発へ

FRBによる利下げが意識されていく過程で、対ドルでの新興国通貨は反発すると予想する。

世界的な金融市場の落ち着きなどを反映して、新興国のCDSや新興国通貨のボラティリティは低水準で推移している。ボラティリティが低い環境のもとでは、高い金利の通貨が選好されやすい。当面、ボラティリティが低い状況は継続すると見ており、新興国通貨全体の下支え要因として寄与するだろう。

FRBの利下げ姿勢が鮮明化すれば、新興国通貨が上昇するという見方に変わりはない。ただ、利下げの時期に不透明感が台頭していることに加え、従来予想していたほど利下げは大幅なものにはならなさそうだ。そのため、新興国通貨全体が緩やかに反発する中、各国の実質金利、経常収支、財政収支など金融環境、ファンダメンタルズの差や、政治要因などが通貨のパフォーマンスに直結しやすい展開を予想する。一部のアジア通貨にとっては、低調な中国景気が上値の抑制要因になりそうだ。また、まだ強く意識されているわけではないが、米国の大統領選が近づいてくると、その影響の濃淡も通貨の選別軸として意識されるようになるだろう。

一方、円安地合いを見込んでいることから、対円での新興国通貨は堅調な推移を予想する。特に対日実質政策金利格差の大きさやボラティリティの低さなど、キャリー妙味が高い通貨が顕著にアウトパフォームしよう。

中国人民幣元は、横ばい圏での推移を予想する。中国では金融緩和が継続しており、人民幣元は円、スイスフランなどとともに、キャリートレードの調達通貨としてのニーズが強まっている。そのような状況下、預金準備率の引下げ観測や人民銀行による為替中心値の設定をきっかけに、3月後半には元安容認観測が強まり、元安が進行した。しかし、海外から中国への資本流入が停滞していることもあり、資本逃避抑制のためにも、人民幣元に対する中国当局の姿勢は変わっていないと見ている。元安容認姿勢は採られないと予想する。

ブラジルレアルの対円相場

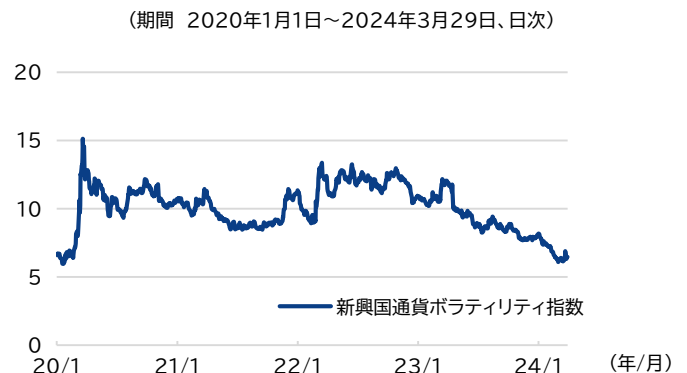


オフショア人民幣元の対ドル相場



※点線は予想レンジ

新興国通貨ボラティリティ指数



(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135.0～148.0円とし、ドル安圧力は強いものの、円高余地も限定的であると考えた。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るものの、実質政策金利の水準と構造的な円安要因を考慮して、3ヵ月後には現状水準に戻ると予想した。

実際には、ドル円相場は円安基調で推移し、2月上旬に上記の予想レンジ上限を上回った。年初以降の米国の強めのインフレ統計が利下げ期待を後退させ、結果としてドル高に転じたと考える。3月上旬に一時的に円高に振れたが、短期間で戻した。その後も円安には歯止めがかからず、僅かではあるが22年10月、23年11月を超える34年ぶりの円安水準となった。

日銀は3月に金融政策の枠組みを見直したが、予想通り実質政策金利は大幅マイナスである。23年後半のサービス収支改善も一時的で、赤字基調は変わらない。

新興国

新興国通貨は、対ドルでは堅調に推移するものの、対円では通貨によってまちまちな動きになると予想した。実質政策金利が高いブラジル、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し、ブラジルリアル/円の予想レンジを27.0～32.0円とした。

実際には、新興国通貨は、対ドルではドル高の影響を受けて横ばい圏で推移し、ボラティリティも大幅に低下した。一方、対円では円安の影響から多くの新興国通貨がアウトパフォームする展開となった。

一方、中国人民元の予想レンジは6.80～7.40元とし、元安リスクは後退したが、元高要因も見当たらないと考えた。

実際には、人民元もほぼ横ばい圏で推移した。大きな変動が見られなかったのは、中国当局の元安回避姿勢によるものであろう。ただ、米中金利差が拡大する一方、中国当局が元安を容認するのではという見方が台頭したことから、3月下旬には元安に振れる展開となった。

米ドルの対円相場

(期間 2023年4月3日～2024年3月29日、日次)



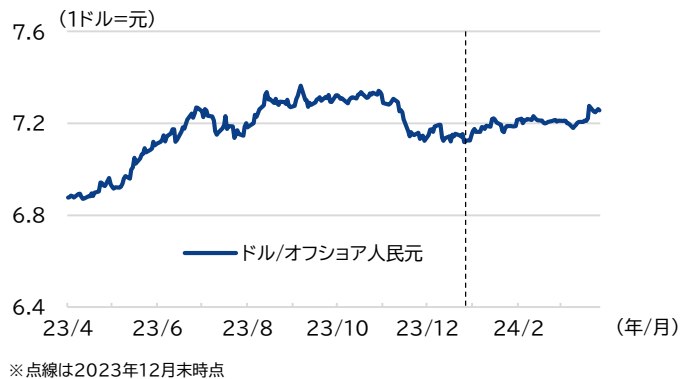
新興国通貨指数の推移

(期間 2023年4月3日～2024年3月29日、日次)



人民元の対ドル相場

(期間 2023年4月3日～2024年3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

※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3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)