

SBI OAM HOUSE VIEW

2025年7-9月

注目点は「FRBの後任人事」と「参院選後」

	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	☁	関税で景気減速、雇用悪化懸念も台頭しよう	FF金利(中央値)	4.375%→4.125%
	日本	☁	低調継続も、経済対策で底割れは回避	無担保コールO/N物	0.50%→0.50%
	中国	☁	経済対策期待が支援材料	7日物リバースレポ金利	1.40%→1.40%
株式	米国	☁	高値警戒感から下落も、中期的には上昇基調	S&P500種指数	5,500p～6,500p
	日本	☁	当面は一進一退も、中期的には堅調に推移	TOPIX	2,500p～3,000p
	中国	☁	短期的に下落も、政策余地の大きさが支援材料	CSI300指数	3,700p～4,200p
債券	米国	☀	ブルスティープ化を予想	10年国債利回り	3.80%～4.60%
	日本	☂	ベアスティープ継続を予想	10年国債利回り	1.30%～1.70%
	新興国	☀	新興国国債利回りは高金利国を中心とした低下を予想	新興国国債指数利回り*	5.50%～6.20%
		☁	緩やかなブルスティープ化を予想	中国10年国債利回り	1.40%～1.70%
為替	先進国	☁	ドル/円は小幅ドル安、ユーロは高値波乱	ドル/円	140.0円～148.0円
		☁		ユーロ/ドル	1.130 ^{ドル} ～1.200 ^{ドル}
	新興国	☀	戻り余地を試しにいく展開を予想		
		☁	横ばい圏での推移を予想	ドル/オフショア人民元	7.00元～7.30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。

米国

経済

関税で景気減速、雇用悪化懸念も台頭しよう

関税影響で景気は減速すると予想する。景気減速の強まり、あるいは景気後退を意識させるような瞬間も訪れようが、最終的には景気後退は回避されると見る。来年は多少ながらも財政による景気下支えが期待できることもあり、景気面に過度な懸念は不要だろう。

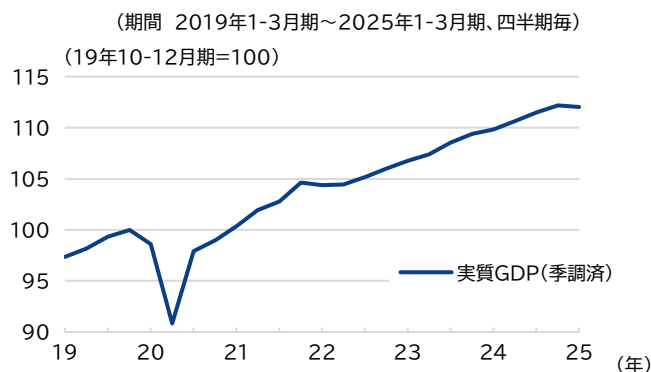
1-3月期の前期比マイナス成長と4-6月期のプラス成長復帰(推定)は、米国による関税引上げを見据えた動きによるものである。5月の物価統計では、関税引上げによる影響は局所的にしか確認できなかった。消費面では、駆け込み需要の剥落が見えつつある。

しかし、6月には関税を引上げた影響が顕在化し始めたと見ている。物価が上昇すれば、消費は下押し圧力を受ける。焦点となる物価の上昇幅は判然としない。ただ、「ベースライン関税+ α 」と「品目別関税」であれば、複数の主体が値上げを吸収することで、大幅な消費減速には至らないだろう。なお、関税のメインシナリオは、①政策の中心は相互関税から品目別関税に移る、②ベースライン関税は残る、③品目別関税は基本的に緩められない、と考える。

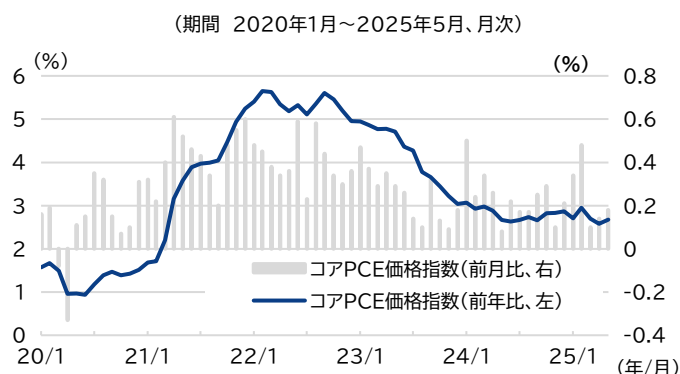
5月の雇用統計では、労働市場に軟化の兆しが見受けられるようになった。失業率と求人率のバランスからは、失業率が上昇しやすい局面にある。新規失業保険申請件数も増加基調を辿っていき、夏場には昨年のように雇用悪化が意識される可能性が高い。むしろ問題は「FRBがそれをどこまで重視するか」にある。

年後半の米国にとって、そして世界の金融市場にとって、この四半期の最大の注目点は「FRB議長の後任人事」であろう。パウエル議長の任期は26年5月であるが、トランプ大統領は利下げに消極的なパウエル議長に対してもはや不満を隠そうとせず、早期に後任人事を行う意向を示している。最近では政権幹部による不満も加わった。メインシナリオは、更迭や辞任とはならず、パウエル議長がしばらく防波堤役を続ける展開と見ているが、不透明感は極めて高い。

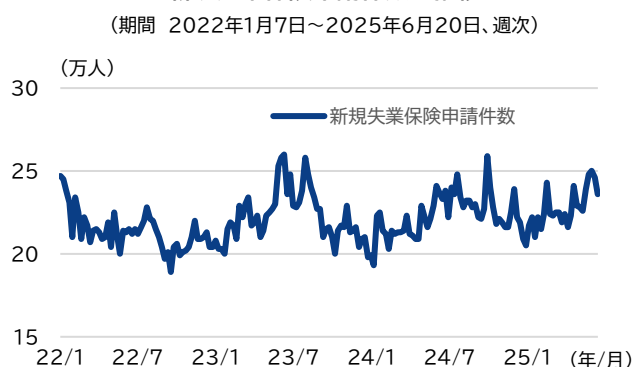
実質GDPの推移



コアPCE価格指数の推移



新規失業保険申請件数の推移



(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

高値警戒感から下落も、中期的には上昇基調

米国株は、短期的には高値警戒感が強まりやすいが、中期的には、利下げ実施や企業業績の底堅さを背景に上昇基調が続くと予想する。

S&P500種指数は4月上旬に付けた安値から既に2割以上上昇し、史上最高値を更新した。そのため、一時的には高値警戒感が強まりやすい。バリュエーションにも割高感がある。株価はトランプ大統領の発言や政策に左右されるだろうが、景気や企業業績の先行きへの警戒感が残っており、当面は下落要因が勝ると考える。

一方、企業業績は、高い中期成長力を背景に、相互関税公表後の下方修正を克服した。中期的には、利下げの実施や企業業績の底堅さに対する期待が株価の上昇要因になると見ており、上昇基調は揺るがないだろう。

以上のような環境のもと、今後も、AI市場拡大の恩恵を受けるメガテックなどの銘柄が物色される状況が続いていく見通しだ。業績面では減速の陰りが殆ど見受けられない。

債券

ブルスティープ化を予想

10年国債利回りは小幅低下を予想する。

市場が織り込むターミナルレートは3～4%の範囲で推移している。今後もそれは変わらず、その時々 of 景況感に応じて方向感のない動きとなろう。当面、景気は減速傾向にあることから、利下げ期待が強まりやすい。

ただ、FRB内では関税政策がスタグフレーションに繋がるリスクも意識されており、利下げへの意見が二分している。関税が与える景気・物価への影響を見極めるため、7月のFOMCでは政策金利は据え置かれると見ており、利下げの実現は9月以降と予想する。

一方、財政拡大への警戒感が残ることから、長期金利の低下余地は限られる。しばらくボラティリティは高くなるだろうが、イールドカーブはブルスティープ化を予想する。

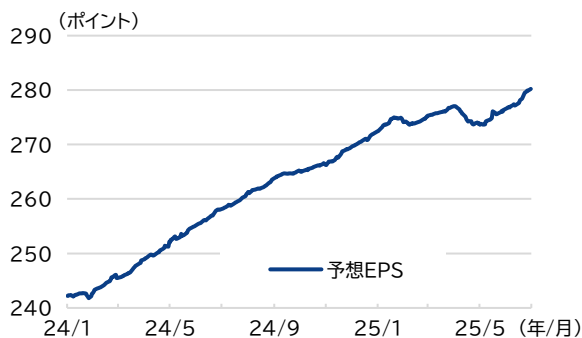
S&P500種指数の推移

(期間 2022年1月3日～2025年6月30日、日次)



S&P500種指数の予想EPSの推移

(期間 2024年1月1日～2025年6月30日、日次)



10年国債利回りの推移

(期間 2022年1月3日～2025年6月30日、日次)



*ターミナルレート:政策金利の最終到達点となる金利水準のこと

(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、メインシナリオは景気減速と主張した。また、①「解放の日」の相互関税で一段落にはならない、②財政健全化に向かっていく、③政策金利は据え置かれる、などと予想した。

実際に、解放の日で関税議論は一段落とはならず、多くの国が米国と交渉を続けた。しかし、発表された相互関税の水準や、それが短期間で導入先送りになるという展開は想像の埒外のものであった。結果として、景気後退なのか景気減速なのかはまだ答えが出ていないが、政策金利据え置きは予想通りの展開である。財政健全化の動きは、イーロン・マスク氏が政権から離脱したこともあり、期待に沿った展開とはならなかった。

マーケット

株式は、S&P500種指数の予想レンジを5,300～6,300ポイントとした。当面は政策不透明感の高さから一進一退の展開になると予想し、その中で長期金利の低下からメガテック株、成長株などが選好されると考えた。

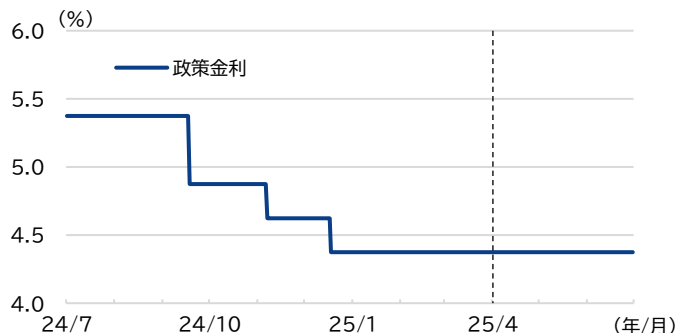
実際には、相互関税の発表を受けて、S&P500種指数は5,000ポイントを割り込んだ。しかし、関税の導入が先送りされたことで株価は反発。しばらく揉み合った後に一段高となり、6月末には史上最高値を更新した。市場全体のリバウンドにも助けられ、メガテック株などは若干のアウトパフォームとなった。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを3.80～4.60%とし、利回り低下を予想した。バイデン政権下の拡張的な財政政策が大幅に見直されることが財政プレミアムの縮小につながると考えた。

実際には、利回りは大きく上下に振れたが、5月後半以降は低下が続き、3月末比ではほぼ横ばいとなった。相互関税発表によるリスクオフで利回りは低下して始まったが、「ドル資産離れ」への注目で債券も売られた。予算決議案が審議される過程で、トランプ政権の財政政策が拡張的との見方が広まったことや、大手格付け機関による米国の信用格付け引下げが利回り上昇の一因となったが、その後は利下げ期待の強まりが影響した。

政策金利の推移

(期間 2024年7月1日～2025年6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2025年3月末時点

S&P500種指数の推移

(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※点線は2025年3月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※点線は2025年3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

低調継続も、経済対策で底割れは回避

日本の景気は低調継続と予想する。消費は弱く、輸出は米関税引上げの影響を受けている。関税政策の不透明感は投資活動にも及ぶ。ただ、参院選後には経済対策が発動されると見ており、景気底割れは回避されよう。

政府の判断は「雇用・所得環境の改善の動きが消費を下支えている」というものだが、実態はそれより弱めであり、物価上昇にセンチメントが負けた状態が続いてきた。景気ウォッチャー指数の推移が象徴的である。

ただ、昨年と同様に、好調な春闘の結果が賃金に反映されつつある。5月までのインフレ率は高かったが、政府の価格抑制策や円高の影響などから、インフレ率はピークアウトに向かうだろう。生鮮食品やコメ価格もピークアウトしている。循環的ではあるが、実質賃金が改善しやすい局面に入る。

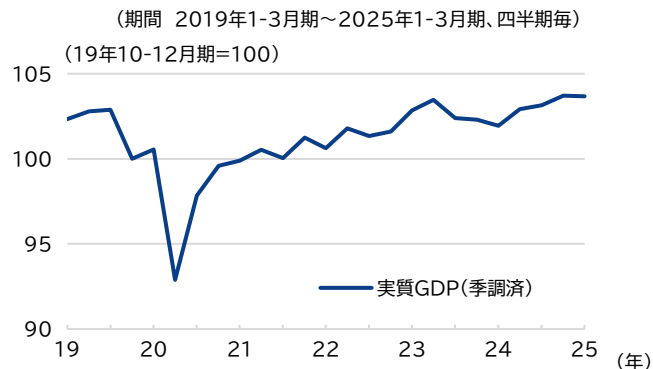
5月の景気ウォッチャー調査も、賃上げや夏季賞与への期待感を背景に、前月から景況感が反発した。改善幅は限定的であるものの、既にボトムは過ぎた可能性が高い。物価上昇が落ち着き、参院選後に組成される景気対策を受けて、持ち直しに向かうだろう。ただ、それほど大きな動きとはならなさそうだ。

この四半期の第二の注目点が参院選である。「参院選後の体制」という方が適切かもしれない。「参院選後も石破政権存続」がメインシナリオである。秋の経済対策、補正予算では、既に公表された「骨太の方針」「新しい資本主義実行計画」に加えて、与党の参院選公約を実現するための取り組みがなされよう。日本経済のKPIは「2040年に名目GDP1000兆円、所得5割以上増加」であり、「5年間で実質賃金を年1%程度上昇させる」という目標も打ち出された。「国内投資と賃上げのフォワードガイダンス」を活用するとの方針も示されている。

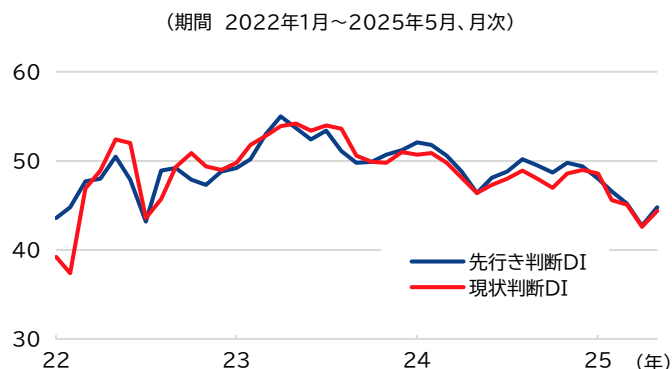
他方、「衆院：与党過半数割れ、参院：与党過半数維持」という政治情勢は極めて不安定で、参院選後の政治情勢には不透明感が強い。野党の協力を得るために当面の財政政策は拡張的な方向となりやすいが、どこまでその手法で乗り切っていけるのかは疑問符が付く。次の国政選挙、自民党総裁選は3年以上先であるが、そこまで現状の枠組みを続けるのはおそらく不可能だろう。

※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。

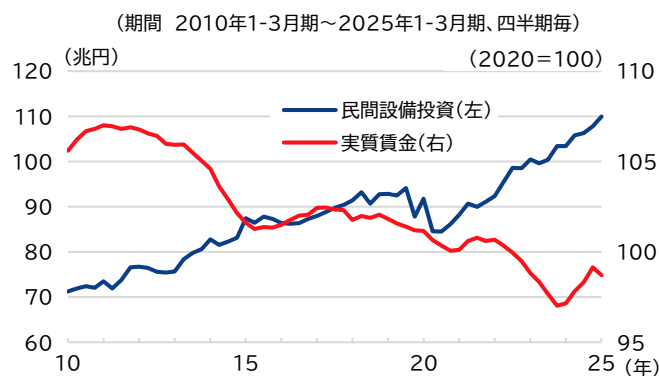
実質GDPの推移



景気ウォッチャー指数の推移



民間設備投資と実質賃金の推移



※実質賃金は12ヵ月移動平均

(出所) Bloombergデータを基にSBI岡三アセットマネジメント作成

日本

マーケット

株式

当面は一進一退も、中期的には堅調に推移

日本株には調整圧力がかかり、当面は一進一退の値動きとなろう。ただ、20兆円を超える自社株買いの存在から下落は一時的なものにとどまると予想する。

日本固有のテーマが見当たらないという状況に変わりはない。その中で、トランプ政策に左右されつつも、需給的に割高と考えて売る力と、自社株買いの力との勝負になると見ている。

ファンダメンタルズやバリュエーションの観点からは、調整圧力がかかりやすい。米関税政策と円高ドル安の影響から、本決算の発表が一巡しても、業績予想の下方修正が続いている。バリュエーションもやや割高感のある水準である。一方、4-6月の自社株買い決議額は9兆円強となった。昨年を上回る規模である。25年度通期の決議額は22兆円と前年度の19兆円を上回ると予想する。

年後半になれば来年度の業績回復が視野に入ってくる。そのため、中期的には株価は堅調に推移しよう。

債券

ベアスティーブ継続を予想

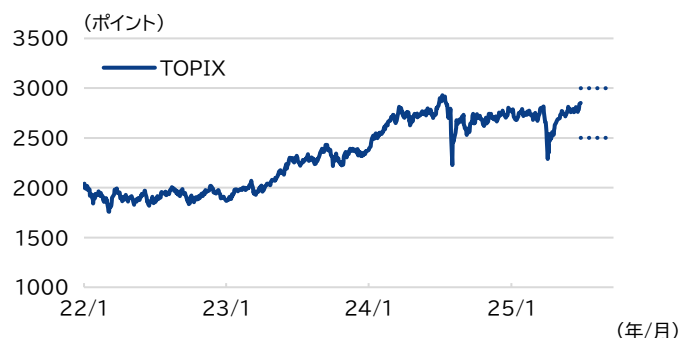
10年国債利回りは不安定ながらも、上昇を予想する。

日銀は利上げ路線を堅持しているが、①足元の物価上昇は一時的、②経済・物価は下振れリスクの方が大きい、という判断を示しており、年内の政策金利は据え置かれると予想する。7月の展望レポートで物価見通しは上方修正されようが、「基調的な物価上昇率への影響は限定的」という説明がなされる可能性が高い。

イールドカーブはベアスティーブ継続を予想する。日銀は国債買入れの減額ペースを緩和し、財務省は発行額の抑制と超長期ゾーンの金利抑制に動いた。しかし、需給環境の改善には不十分と見ており、超長期ゾーンを中心としてボラティリティの高い展開が続くと予想する。その影響は10年国債利回りにも及ぶだろう。

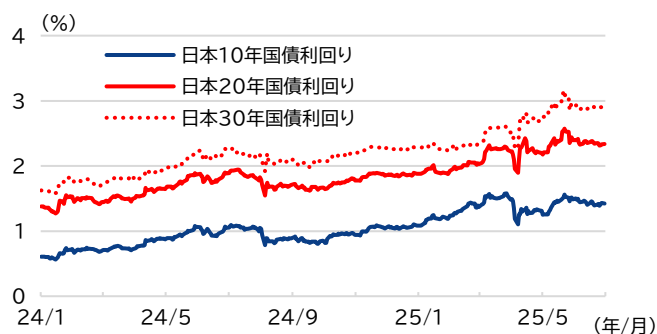
TOPIXの推移

(期間 2022年1月4日～2025年6月30日、日次)



長期金利、超長期金利の推移

(期間 2024年1月1日～2025年6月30日、日次)



10年国債利回りの推移

(期間 2022年1月3日～2025年6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。

日本

レビュー

経済

前回の当レポートでは、24年1-3月期のGDP成長率はほぼゼロ成長にとどまり、その後も食品インフレの影響から景況感が弱い状況が続くと予想した。ガソリン補助金の再延長、夏場の電力補助金再復活は実現するものの、通常国会で新たな経済政策が決まる可能性は低いと考えた。石破政権のまま都議会選挙に向かっていく一方、政治情勢は中期的に不安定な状況が続くと考えた。

実際には、1-3月期のGDP成長率は前期比年率-0.2%とほぼ予想線であった。景気ウォッチャー指数も低下基調にあり、景況感は弱い状況が続いた。この四半期に決まった経済対策はほぼ予想通りであったし、政治情勢も都議選までの展開は想定通りである。

マーケット

株式は、TOPIXの予想レンジを2,400～2,800ポイントとし、やや不安定な値動きを予想した。目先は関税合戦による景気減速懸念が重石となるものの、通期決算発表が一巡すればいったんは不透明感を織り込んだ状況になると予想した。

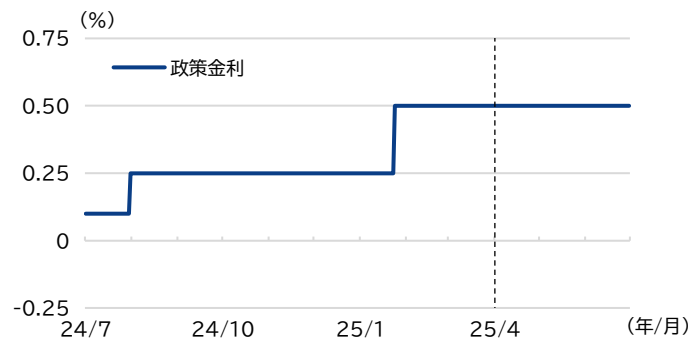
実際には、相互関税の発表を受けて、昨年8月安値に迫る急落となった。その後、株価は米国株に連れる形で上昇した後、しばらく2,700ポイント台後半で膠着したが、6月末に予想レンジを上抜けた。関税の水準は定まっていないが、25年度の会社予想は減益計画となり、不透明感はひとまず織り込まれた。

債券は、10年国債利回りの予想レンジを1.30～1.75%とし、現状水準での揉み合いが続くと予想した。

実際には、相互関税公表後に利回りは大きく低下し、レンジ下限を下回った。その後、利回りは上昇、低下となり、3月末比では小幅の低下となった。他方、この四半期には超長期債の利回り水準が大きく上昇した。海外の利回り上昇に加えて、超長期債市場での需給不安が大きかった。野党各党が参院選に向けて消費減税案を打ち出したこともあり、「日本版トラスショック」とも囁かれた。しかし、5月以降に財務省、日銀が需給懸念の緩和に向けて動いたため、6月は落ち着いた推移となった。

政策金利の推移

(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※点線は2025年3月末時点

TOPIXの推移

(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※点線は2025年3月末時点

10年国債利回りの推移

(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※点線は2025年3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

中国は経済対策期待、インドは利下げが支援材料

中国経済には構造問題が残存しているものの、政策余地の大きさはやはり強みである。景気面での懸念材料が散見されることから、4-6月期の経済実績を確認した上で、「+5%成長」という政府目標の達成に向けて政策支援が強化されていくという展開を予想する。現状の景気見通しには改善余地があると見ている。

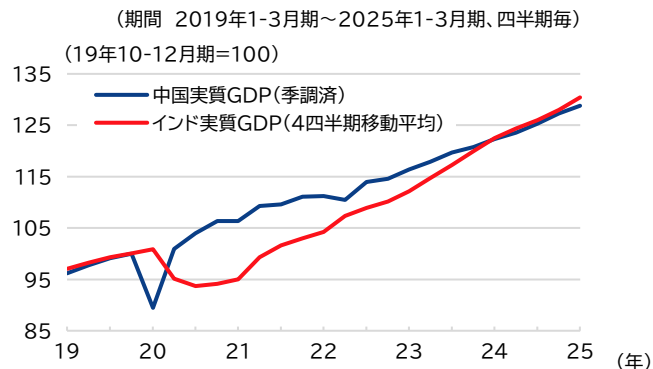
9月の関税引上げを控えて、駆け込み輸出は続くだろう。米国以外への輸出も好調である。ただ、関税再引上げ後の輸出は下押し圧力を受ける。二転三転した米中の関税率はジュネーブ合意、ロンドン合意が当面の着地点となろうが、米中対立自体が消えるわけでもない。一方、消費は総じて堅調である。価格競争が激化している自動車販売は低調だが、政府の買い替え支援策や大手ECサイトのセール前倒しによる追い風などを受けて、家電販売は堅調だ。ただ、セール前倒しの反動は出るだろうし、公務員に対する俸給令の影響も気かりである。当面は追加的な補助金政策で消費は支えられると予想する。

構造問題は小康状態。昨年後半の包括的な金融緩和策を受けて、不動産市況の下落には歯止めがかかっていたが、足元ではその動きに息切れ感が見られ、特に三級都市が弱い。当面の不動産景気は低位安定が続こう。デフレ状況にも変わりはない。

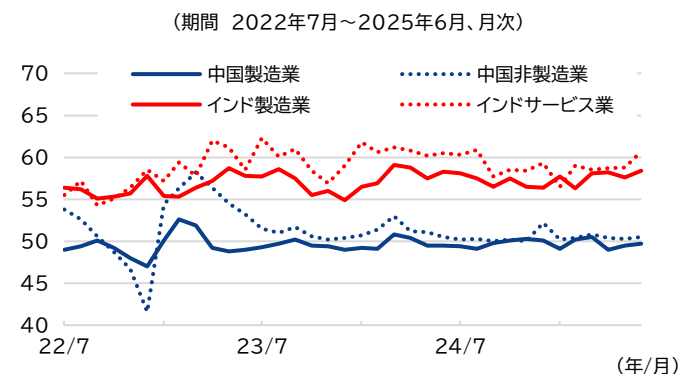
今年の中国の注目点は「中国製造2025」の後継政策である。大々的に喧伝された「中国製造2025」は米国の反発を招いたため、前回ほど大々的に政策が喧伝されることはないだろう。それでも「中国製造2025」は多くの分野で成功を収めており、中国はデカップリング時代に備えて余念がない。政策の姿は伺い知れないものの、「新質生産力」の強化が中心となろう。

インドは、堅調な景気が継続すると予想する。PMIは高水準を維持している。6月にインド準備銀行は50bpの大幅利下げを実施した。積極的な利下げは、インフレ率の低下基調が鮮明なことが主因だが、24年12月の中銀総裁の交代も影響した可能性があると考えており、この四半期も利下げ継続を予想する。米国による医薬品関税率引上げが懸念要因だが、景気面では好材料が勝ると見る。

実質GDPの推移

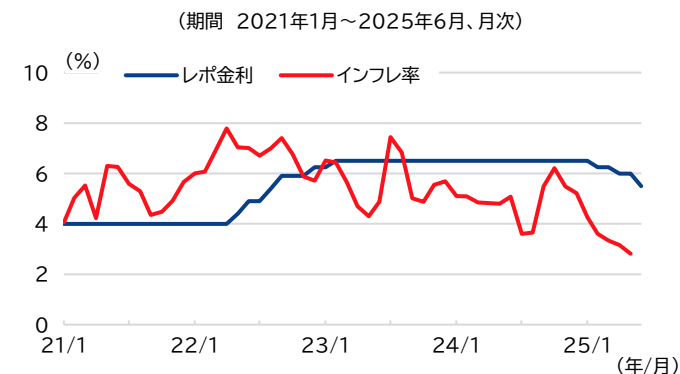


中国、インドのPMIの推移



※中国のPMIは国家统计局発表

インドのインフレ率と政策金利



※インフレ率は2025年5月まで

*新質生産力: 2023年9月に習近平総書記が黒龍江省を視察した際に初めて言及した言葉。高度な技術、高い効率、高い品質が特徴

(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

中国株は短期的に下落、インド株は堅調

中国株は、短期的に下落すると予想する。4月安値からは相応に株価が上昇しており、高値警戒感は否めない。ただ、他市場との比較感からは、それほど上昇率が大きいわけではない。バリュエーションは妥当圏と見ており、株価下落はさほど大きくはならないだろう。

中期的には、政策余地の大きさが支援材料となる。当局による追加の金融緩和や消費刺激策などの景気対策、またAI産業強化への期待などから、株価上昇を予想する。テクノロジー企業の上場が続いていることもあり、本土株に比べると香港株が優勢な展開となろう。

インド株は総じて堅調な値動きを予想する。4月安値からは株価が大きく上昇したが、ファンダメンタルズは堅調であり、相対的に優位なポジションにあると考える。米国株、中国株がともにもたつく展開は、インド株にとって有利な状況につながる。インフレ率が安定しているため、金融緩和の継続も期待できる。昨年後半以降の海外投資家による売越幅に比べると4月以降の流入はまだ限定的であることから、さらなる流入余地は大きいと見る。

債券

新興国国債利回りは高金利国の低下を予想

新興国国債利回りは、高金利国を中心とした利回り低下を予想する。ドルや米金利の先高観が後退していることから、多くの新興国は金融緩和姿勢を継続しよう。例えば、南アフリカはインフレ率の低下と景気減速懸念から利下げ局面にある。ブラジルは昨年9月から利上げが続いてきたが、今年6月の利上げが最後となろう。いずれも実質金利の水準が高いことが海外からの資金流入を促し、利回りが低下すると予想する。ブラジルについては、来年の利下げ転換も支援材料になるだろう。

中国は緩やかなブルスティープ化を予想する。利下げ観測を背景に、中短期の利回りは低下しやすい。一方、景気支援策の強化が長期の利回りを下支えしよう。

中国CSI300指数の推移

(期間 2022年1月4日～2025年6月30日、日次)



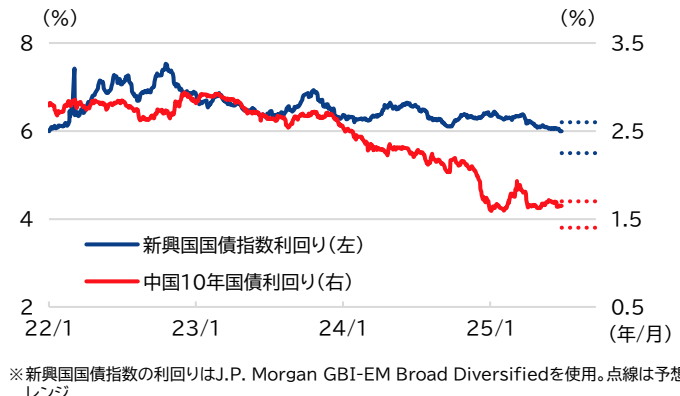
海外投資家によるインド株式・債券買越額の推移

(期間 2024年1月1日～2025年6月27日、日次)



新興国国債指数利回り、中国10年国債利回りの推移

(期間 2022年1月4日～2025年6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。

新興国

レビュー

経済

前回の当レポートでは、中国は、通年では政府目標通りの+5%成長が達成されると予想した。ただ、4-6月期は政策面ではエアポケットになりやすく、追加利下げも年後半にずれ込むため、成長率は減速を余儀なくされると考えた。インドの景気は当面堅調と予想した。

実際には、中国では5月に追加利下げが実施された。米中協議を控えたタイミングの利下げには違和感を覚えたものの、為替が安定していたことで利下げに踏み切ったのだろう。インドの成長率は24年10-12月期の前年比+6.4%から25年1-3月期は+7.4%に加速した。

マーケット

株式は、CSI300指数の予想レンジを3,400～4,400ポイントとした。短期的には利益確定の動きが強まるだろうが、一進一退の後、上値を試す動きに転じていくと予想した。インド株は堅調な値動きを予想した。

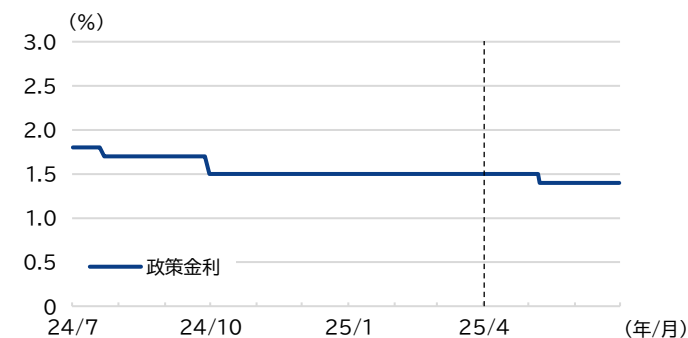
実際には、相互関税公表後に3,600ポイントを割り込んだが、その後は値を戻した。しかし、上値を試す動きとはならず、4,000ポイント手前での足踏みが続いた。年初の上昇が大きかったことや、政策面でややエアポケットに入ってしまった感が否めないことで、やや勢いを欠いたと見る。一方、インド株は、4月の急落から順調に値を戻し、大幅利下げの影響もあり、年初来高値を更新した。24年後半の高値にはまだ届かないものの、堅調な値動きが続いた。

債券は、新興国国債利回りの予想レンジを6.00～6.70%とし、利回りは横ばいから小幅低下を予想した。中国10年国債利回りの予想レンジは1.50～2.10%とし、利回りの低下余地は限定的と予想した。

実際には、新興国国債利回り、中国国債利回りともに3月末比では小幅の低下となった。概ね予想に沿った展開と言ってよいだろう。新興国の中にはデイスインフレ環境の中で利下げを進める国も多く、中国も5月に昨年後半以来となる金融緩和に踏み切った。また、ドル資産離れの流れは、新興国国債全般への資金流入を促すことにつながった。

中国の政策金利の推移

(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※政策金利は7日物リバースレポ金利。点線は2025年3月末時点

中国CSI300指数の推移

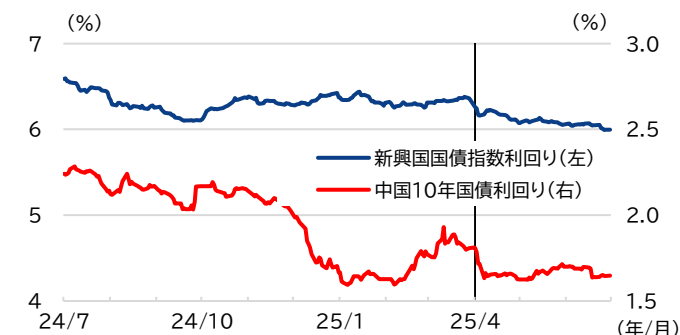
(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※点線は2025年3月末時点

新興国国債指数利回り、中国10年国債利回りの推移

(期間 2024年7月1日～2025年6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。縦線は2025年3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/円は小幅のドル安、ユーロ/ドルは高値波乱

ドル/円は金利差を反映して小幅のドル安を予想する。主にドルの先安観を反映し、上値の重い展開となろう。

前半は、関税を中心としたトランプ政権の各種政策への不透明感が広がる中で、ドル資産離れが注目を集めた。その結果、4月以降、ドル/円と日米金利差との連動性がなくなった。「長期的な米国株上昇」と「米国債資本主義」を反映して、多くの投資家のドル資産保有は、経済規模と比較しても偏重してしまった。トランプ政権の誕生をきっかけに米国例外主義に揺らぎが生じてしまったことから、ドル離れは長期的に重要な投資テーマである。

一方、4月に極度に高まった不透明感は大きく低下した。今後は、米景気の減速が確認されていく過程でFRBの利下げ観測が強まっていく。今度は、金利差とドル円相場の連動性が一定程度回復し、金利差の縮小を通じたドル安圧力が優勢になっていく展開を予想する。

円については、投機筋の円買いポジションは高水準である。日銀の政策金利は当面据え置かれる可能性が高いことから、当面の円高余地は限定的なものとなろう。

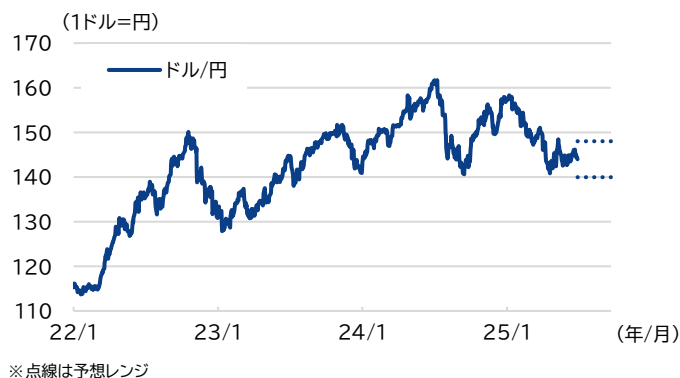
ユーロ/ドルは高値波乱の展開となり、短期的な反落を予想する。ドル資産離れへの警戒感は強いが、ユーロ自体に買い材料は乏しく、上値の重い展開となろう。

ユーロは年初来で大きく上昇したが、短期的には過熱感が意識されやすい。ドル資産離れの動きが進行する中、3月以降のユーロ/ドル相場は欧米金利差から大きく乖離し、一段高となった。そのため、金利面からはユーロの割高感が意識されやすいだろう。駆け込み輸出で急増した対米貿易黒字も、反動で急減すれば、需給面からユーロ/ドルの上値を抑制する要因となる。

なお、「FRB議長の後任人事」の行方は、為替市場への影響も大きい。後任人事に向けて事態が動けば、トランプ大統領の意思が反映されやすいとの見方から、ドルの下落を招こう。パウエル議長による利下げは、トランプ氏の圧力に屈したとの見方からドル安要因に。抵抗すればドル下落は避けられようが、リスクオフを招くと見る。

米ドルの対円相場

(期間 2022年1月3日～2025年6月30日、日次)



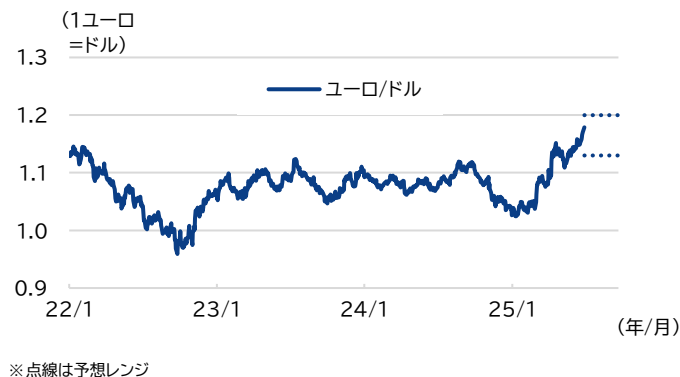
日米実質金利差とドル円相場

(期間 2022年1月3日～2025年6月30日、日次)



ユーロの対ドル相場

(期間 2022年1月3日～2025年6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。

為替

新興国

対ドル、対円ともに戻り余地を試そう

新興国通貨は上昇しよう。対ドル、対円ともに戻り余地を試しにいく展開を予想する。リスクセンチメントが回復する過程において、あるいは改善した状況のもとで、高金利通貨に対する投資需要が拡大することが背景である。

昨年来、海外から新興国市場への資金流入が継続していたが、今年3月に大幅な流出を記録した。トランプ政権が景気刺激的との見方が後退したことで、いわゆる「トランプラリー」が終焉。米国を中心とした株式市場が下落し、投資家のリスクセンチメントを委縮させたことが大きかった。4月上旬の相互関税発表はそのような動きに拍車をかけた。

しかし、直後に相互関税の導入が見送られたため、資金フローは逆回転することになった。トランプ政権に対する不透明感は依然として継続しているものの、極度に悪化した状況からは状況が改善した。リスク資産価格の上昇やVIX指数の低下に見られるように投資家のリスクセンチメントも改善し、新興国にも再び資金が向かうようになった。その過程では、これまでに下落していた新興国通貨ほど上昇しやすいというリバーサル傾向の強さが特徴的である。

緩やかなドル安が新興国の経済および金融市場を下支えするという期待感が、引き続き新興国への資金流入を促すだろう。リバーサルの動きはまだ続くと見ているが、それに加えて、改善したリスクセンチメントのもとでは金利水準の高さが通貨のパフォーマンスに直結すると予想する。

中国人民元は、現状水準で横ばい圏の推移を予想する。人民元は世界の主要通貨の一角を担う通貨である。ドル資産離れという基調においては、人民元も強含みやすい。他方、金融緩和は継続する可能性が高く、元高に歯止めをかけることになるだろう。他の新興国通貨とは異なり、金利水準の面からは投資魅力が高いわけでもない。

新興国通貨指数の推移

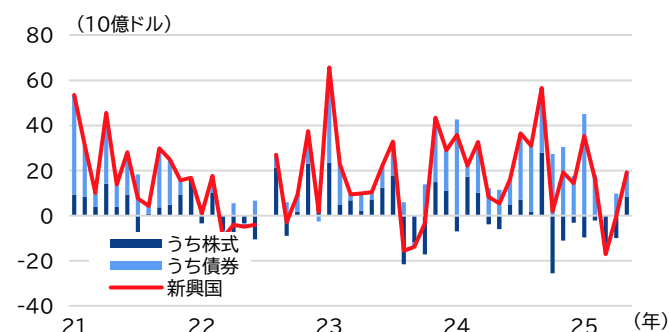
(期間 2020年1月3日～2025年6月30日、日次)



※新興国通貨指数はJ.P. Morgan GBI-EM Broad Diversifiedから算出

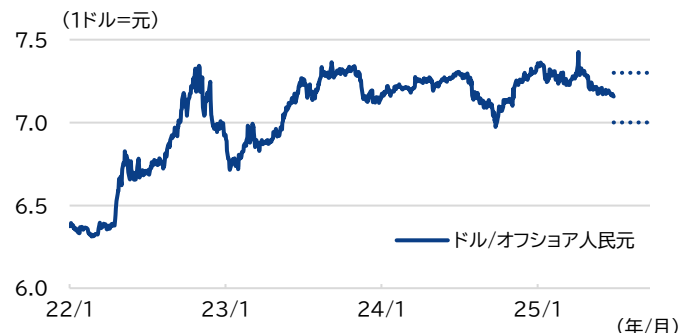
新興国への資金流入の推移

(期間 2021年1月～2025年5月、月次)



オフショア人民元の対ドル相場

(期間 2022年1月3日～2025年6月30日、日次)



※点線は予想レンジ

(出所) Bloombergデータ、IIF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144.0～156.0円とし、ドル円は横ばい圏の推移を予想した。他方、ユーロドル相場の予想レンジは1.02～1.15ドルとした。ユーロはEUの財政拡張路線への転換を受けて、対ドルでは堅調な展開を予想した。

実際には、相互関税の発表を受けて円高ドル安が進行し、ドル円相場はレンジ下限を下回った。その後は140～150円というレンジの中で、方向感に欠く展開となった。トランプ政権による政策不透明感の高まりが意識される環境下で、マーケット参加者の間でドル資産離れが予想以上の注目を集めた。その結果、これまで日米金利差に連動してきたドル円相場は、日米金利差とは乖離した値動きとなった。ドル資産離れの受け皿となったのがユーロである。欧州への資金流入によって、ユーロは上昇し、予想レンジの上限を上回った。ECBの継続的な金融緩和もユーロドル相場にはほとんど影響しなかった。

新興国

新興国通貨は、対ドルでは総じて底堅い値動きとなり、対円でも総じて堅調に推移すると予想した。

実際には、新興国通貨は対ドルで上昇した。ドル資産離れが新興国通貨の支援材料となった面が大きいだろう。トランプ政権の不透明感がピークアウトする過程で、リスクセンチメントが回復したことも新興国通貨には好材料となった。その中では、トランプラリーの過程で売られたブラジルレアル、メキシコペソなどが買われた。

中国人民元の予想レンジは7.00～7.60元とした。米中首脳会談を控えて相場の方向感を見極めづらい時間帯に入ることから、小動きの展開が続くと予想した。

実際には、相互関税の公表を受けて、人民元は元安に振れた。米中間の関税率は一時100%を上回り、事実上の禁輸と思われるような状況となった。しかし、その後はじりじりと人民元高が進行した。ジュネーブ合意で双方の関税率は引下げられ、1ドル7.2人民元を割り込んだ。4月上旬の一時期を除くと、年初から緩やかな人民元高が継続していたことになる。

米ドルの対円相場

(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※点線は2025年3月末時点

新興国通貨指数の推移

(期間 2024年7月1日～2025年6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2025年3月末時点

人民元の対ドル相場

(期間 2024年7月1日～2025年6月30日、日次)



※点線は2025年3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ある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6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)