

# 投資環境レポート

2008年9月

本資料は2008年9月16日時点での利用可能な情報をもとに作成しています。



## 【目次】

経済見通し.....	2
1. 日本経済.....	2
2. 米国経済.....	5
3. ユーロ圏経済.....	9
市場見通し.....	11
1. 債券.....	11
1-1. 国内債券.....	11
1-2. 米国債券.....	12
1-3. ユーロ圏債券.....	13
2. 株式.....	16
2-1. 国内株式.....	16
2-2. 外国株式.....	20
3. 為替.....	22
3-1. 円/ドル.....	22
3-2. ユーロ/ドル.....	22
【参考データ】当面の金利・株式・為替市場の見通し.....	24

## 経済見通し

### 1. 日本経済

内需低迷に加え外需の牽引力低下により減速傾向を強める見通し。

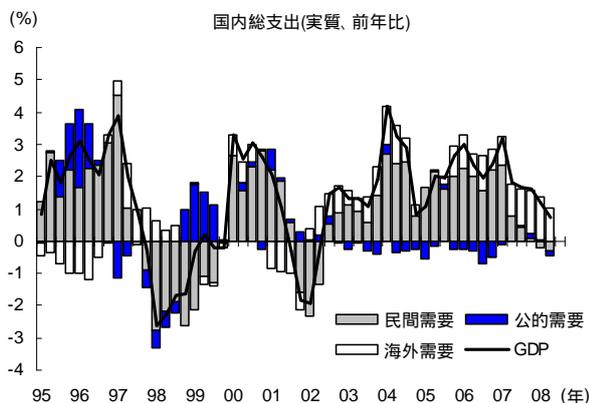
#### 景気

- 個人消費は、企業が足許の採算悪化により採用意欲を低下させており、雇用の先行指標である新規求人数等は大幅に低下するなど、所得環境の本格回復が難しいなかで、ガソリンや食品の値上げによる家計負担の増加による購買力低下や消費者心理の悪化から、活発化する状況は見込みにくい。
- 住宅投資は、改正建築基準法の影響一巡で持ち直しの動きが見られるものの、改正前の水準にはいまだ達していない。建築資材の上昇や雇用・所得環境の悪化により、住宅取得マインドも落ち込んでおり、マンション在庫の積み上がりなどから、弱めの推移が続く可能性が高い。
- 外需については、欧米の一段の景気減速に加え、アジアを中心とした新興国においてもインフレとそれに対応した金融引き締めにより景気減速が鮮明になりつつあることから、輸出の鈍化が予想される。輸出鈍化を受けて、生産も当面、電子デバイス関連等を中心に減産傾向の継続が予想される。
- 設備投資も、国内においては原油など原材料高と低価格競争の板挟みで業況の悪化が著しい中小企業を中心に抑制が予想される。また、これまで下支えとなってきた新興国を中心とした需要も、中国、インドなどにおいて鈍化の兆しを見せ始めており、今後一段の下ぶれが懸念される。

#### 物価

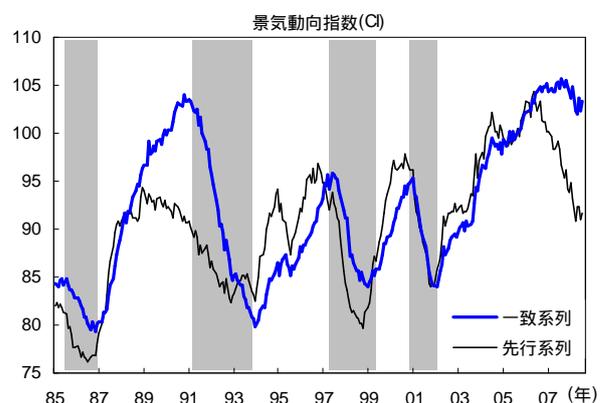
- コアCPI(生鮮食料品を除く総合、前年比)は、商品価格高騰などを背景に上昇幅を拡大させているものの、調整色の強い景気により、賃金の上昇を通じた二次の効果やサービス業における価格転嫁の動きは非常に限定的で、実質的な物価の基調は落ち着いている。年度後半に向けて、原油・食料価格の下落に伴うベース効果の剥落により緩やかに伸びが低下するものと予想される。

内需は大きく減速、外需の牽引力にも翳り



出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

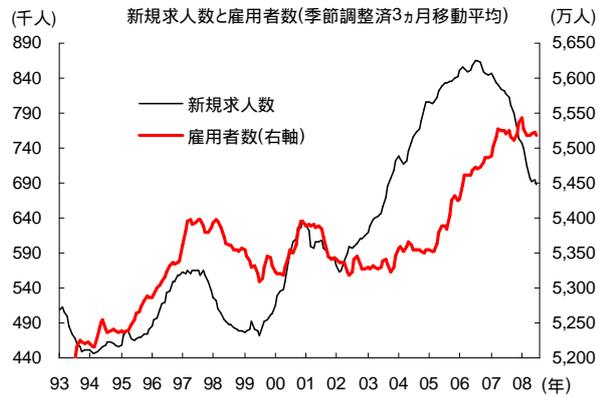
景気動向指数は低下、内閣府は「景気悪化」局面と判断



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

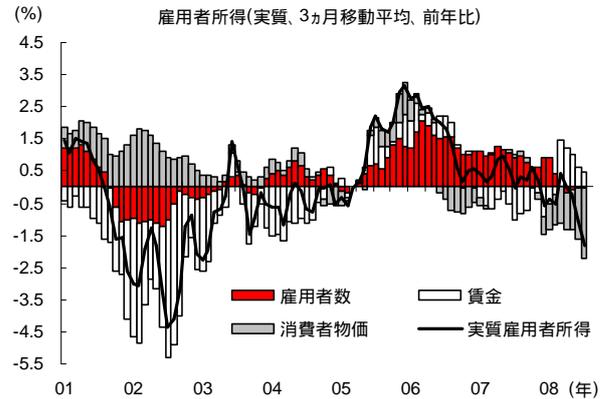
出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 企業収益鈍化から、増加を続けてきた雇用者数も頭打ち



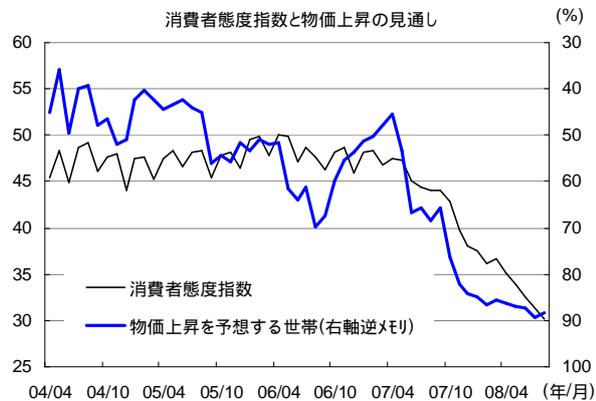
出所: 総務省、厚生労働省、トムソン・ロイターよりTDAM作成

## 雇用者数、賃金は伸びず、物価上昇から実質所得は急減



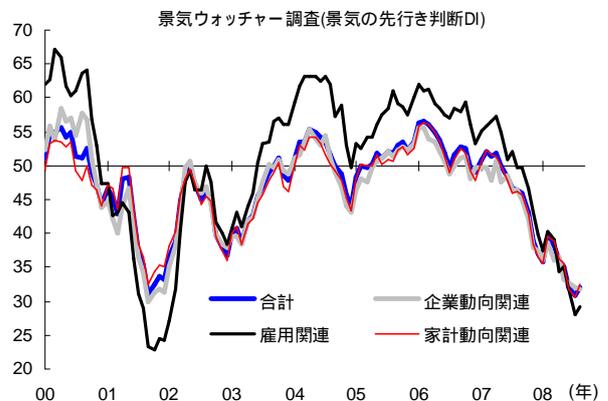
出所: 厚生労働省、総務省、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUSよりTDAM作成

## 生活必需品の値上げが相次ぎ消費者心理は悪化



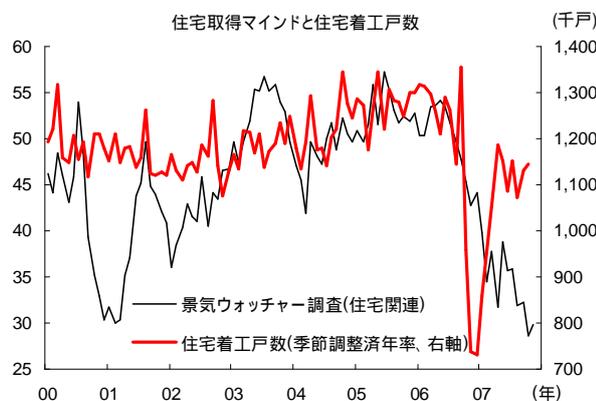
出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUSよりTDAM作成

## 家計、企業ともにマインド悪化傾向



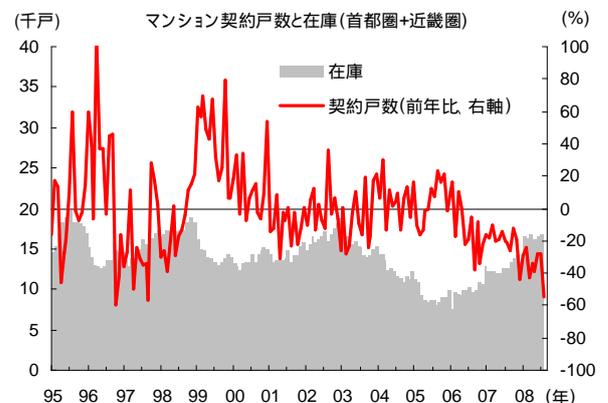
出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUSよりTDAM作成

## 住宅取得マインドの低迷から着工戸数も減少傾向



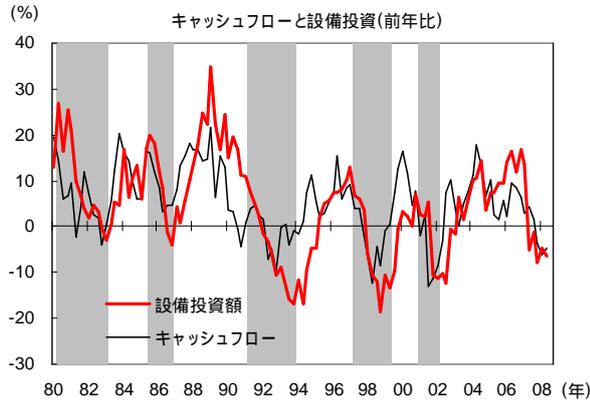
出所: 内閣府、国土交通省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS、トムソン・ロイターよりTDAM作成

## 価格上昇によりマンション販売は不振、在庫は増加



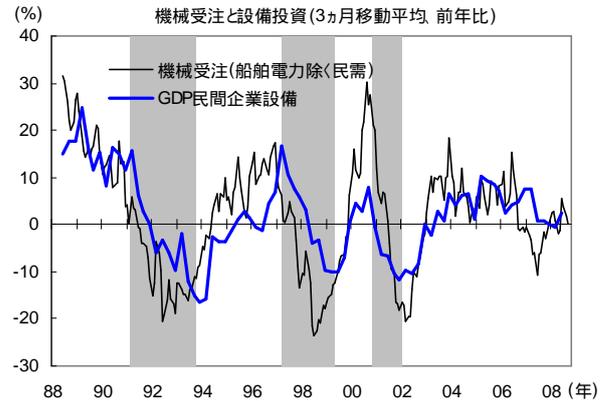
出所: 不動産経済研究所、トムソン・ロイターよりTDAM作成

## 企業は収益鈍化から設備投資を抑制



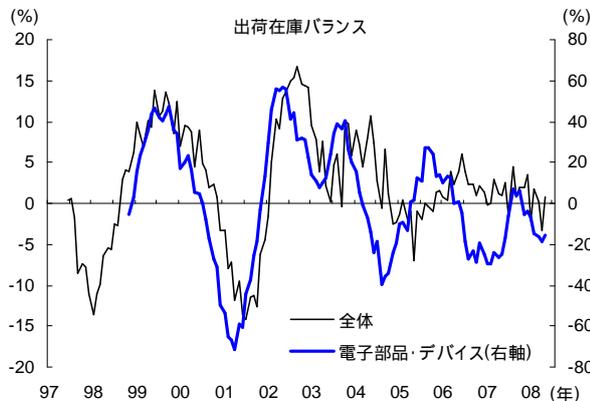
注: キャッシュフロー = 経常利益(税金相当 50%控除) + 減価償却費。グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 財務省、トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 機械受注も設備投資の伸び率鈍化を示唆



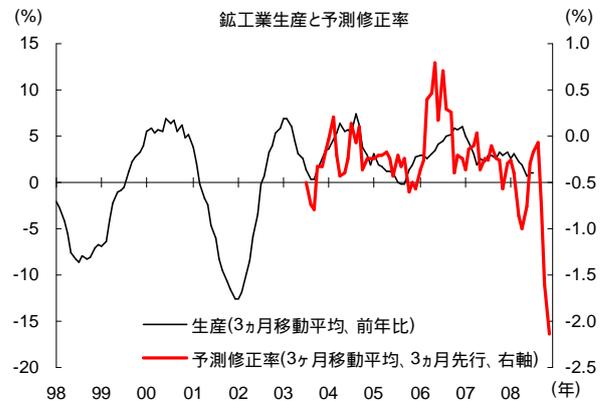
注: 機械受注の直近 2 ヶ月は企業側見通し。グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 内閣府、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## ハイテク部門は軽度の在庫調整局面入り



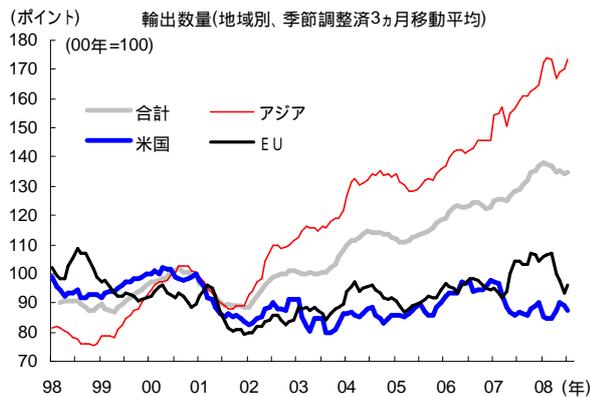
注: 出荷在庫バランス = 出荷(前年比) - 在庫(前年比)。  
出所: 経済産業省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 予測修正率の大幅低下は、先行き生産の下ぶれを示唆



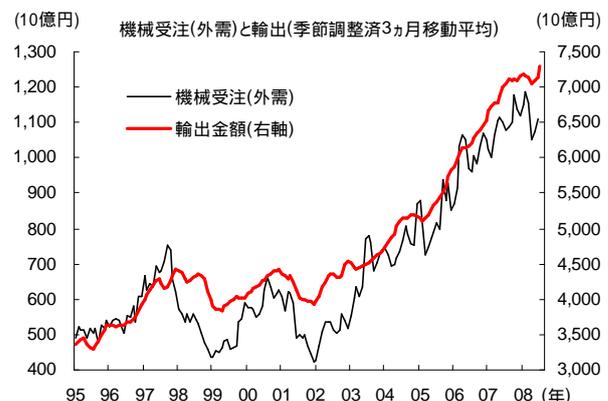
出所: 経済産業省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## EU 向けは急減し、全体でも輸出数量は頭打ち



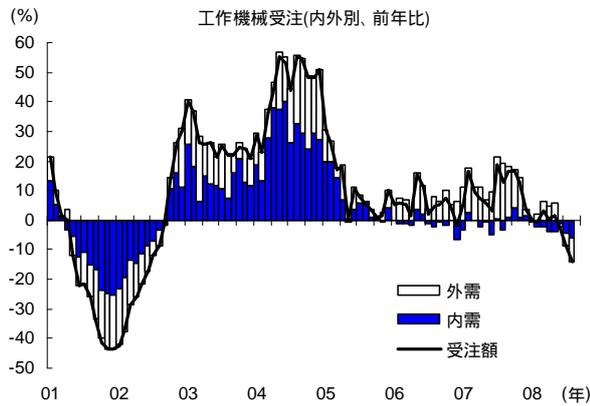
出所: 財務省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 海外からの受注減少を受けて輸出金額の伸びも鈍化へ



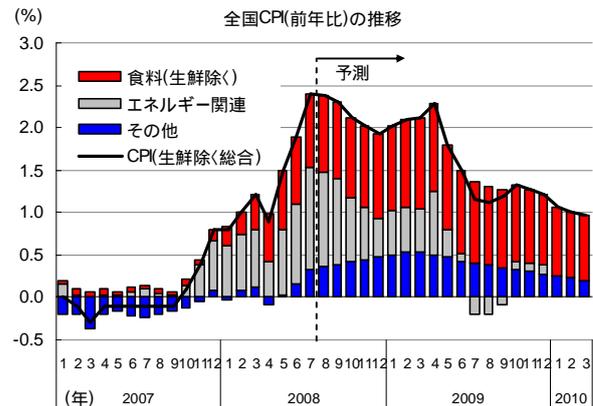
出所: 内閣府、財務省、トムソン・ロイターより TDAM 作成

好調だった外需も減少に転じ、工作機械受注額は前年割れ



出所: 日本工作機械工業会、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

石油製品・食料品の値上げから CPI は前年比+2%台へ上昇



出所: 総務省より TDAM 作成

## 2. 米国経済

減税効果の剥落、住宅価格の下落、雇用悪化等により消費中心に減速傾向を強める見通し。  
新興国経済の変調や金融不安で下ぶれの可能性。

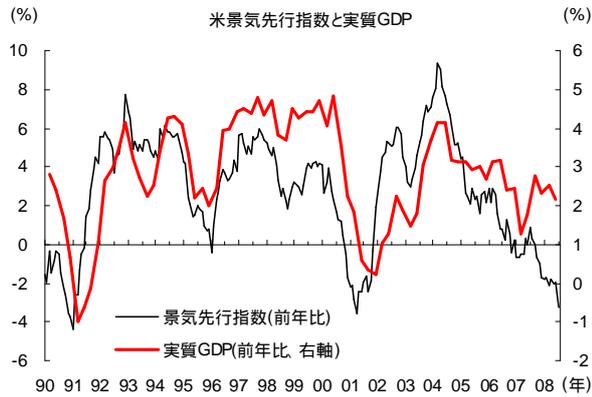
### 景気

- 住宅部門は、着工を年率100万戸程度に抑制しているにもかかわらず、サブプライムを中心とした差押さえ物件の予想を超える急増や金融機関の融資基準の厳格化による販売低迷により、在庫調整にはまだしばらく時間を要する見込みである。9月7日に発表された米住宅公社2社(ファニーメイ、フレディマック)の救済策により、住宅公社債券の対国債スプレッドは低下し、高止まりしていた住宅ローン金利も大幅に低下したことなどから、今後の住宅部門への影響が注目される。
- 消費については、ガソリン高や住宅価格調整、住宅以外のファイナンス条件の悪化などの要因が下押し圧力となることなどから、消費者マインドは過去最低水準へ低下している。雇用も各種の先行指標が一段の悪化を示唆しており、雇用者数は減少傾向が継続する見込み。戻し減税の効果も、実質賃金の伸びが鈍化する中、家計債務の可処分所得比は過去最高水準にあることから、限定的なものにとどまっている。秋口以降は減税効果が剥落するにつれ、消費が大きく減速することが予想される。
- 設備投資も、内外需の鈍化、金融機関の貸出姿勢の厳格化や資金調達コストの増加から、調整局面入りが見込まれる。
- 外需については、日本、欧州等の先進国景気の減速に加え、これまで米国の輸出増加に大きく寄与してきた新興国においても、インフレとそれに対応した大幅な利上げの影響から非資源国中心に景気減速傾向が顕著となりつつある。また、実効為替もここ半年間はドル高基調で推移しており、為替面でのサポート要因も剥落しつつあることから、輸出も鈍化が見込まれ、今後の一段の景気下支えも期待しにくい。

### 物価

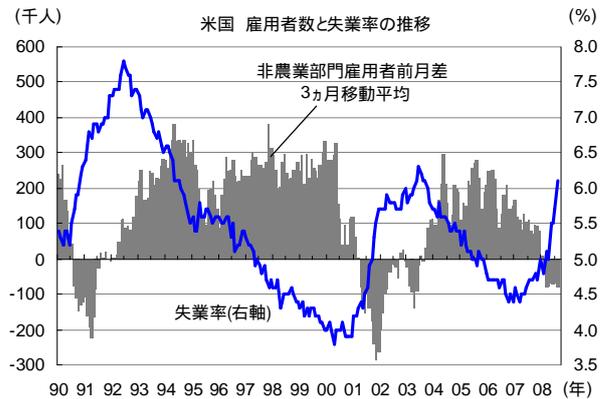
- 年初までの継続的なドル安や資源価格の上昇が波及し、コアCPI(食品とエネルギーを除く、前年比)もいわゆる物価安定圏をやや上回った推移が続いているが、足許の原油を始めとした資源価格の下落に伴い、インフレ期待には落ち着きが見られる。今後は最終需要の弱含むなか、賃金の上昇ペースも一段の鈍化が見込まれ、価格転嫁率も低く抑えられることから、コアCPIは比較的落ち着いた推移が見込まれる。

## 当面は減速傾向継続



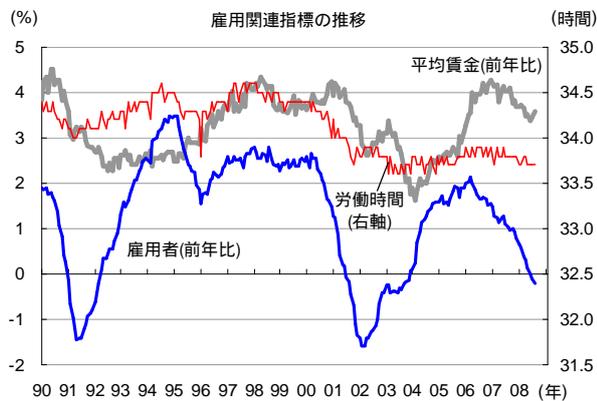
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 雇用の減少傾向継続



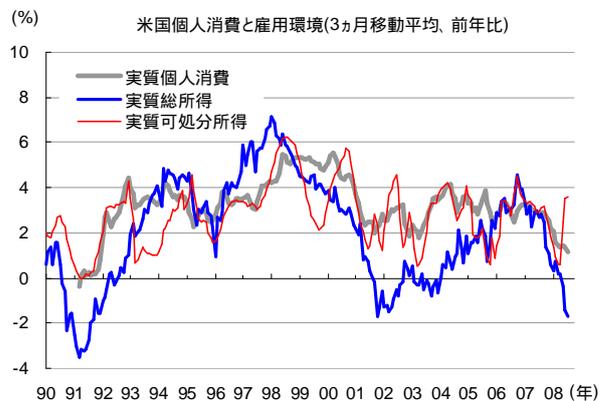
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 賃金指数も物価とは運動せず、伸び鈍化



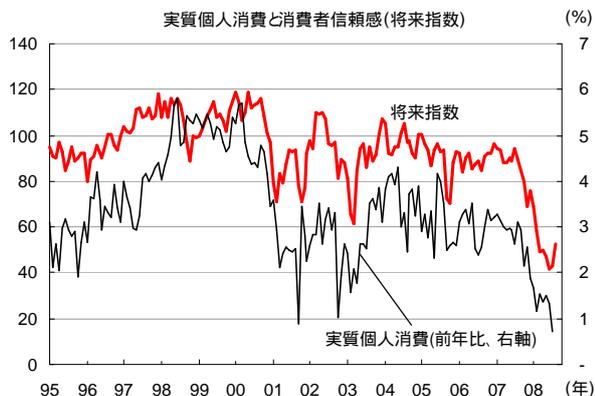
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 減税効果も限定的で消費低調



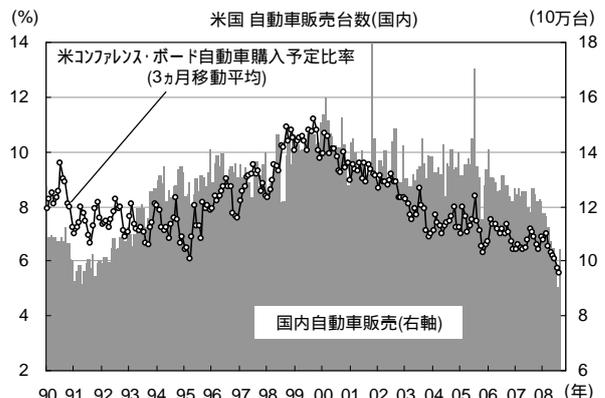
注: 実質総所得 = 民間部門雇用者数 × 平均賃金 × 平均労働時間、個人消費デフレーターにより実質化。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 消費者信頼感(将来指数)は原油価格の下落もあり足許小幅反発



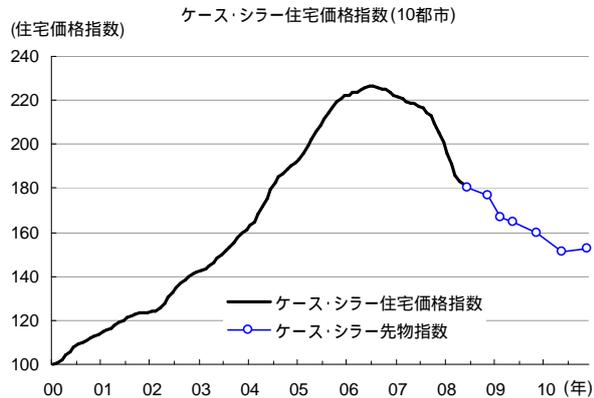
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 自動車販売はガソリン高もあって急減



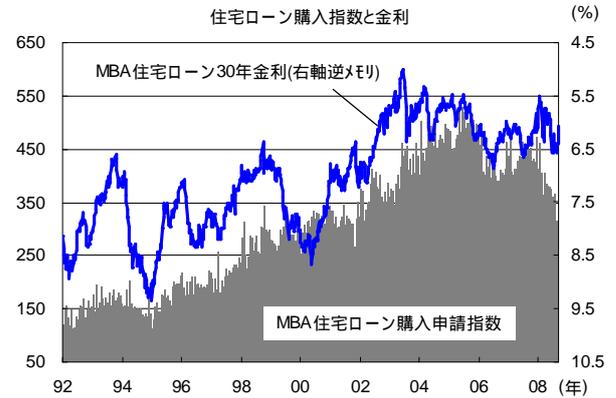
注: ミコファレンス・ボード(全米産業審議会、米国の経済団体、労働組合などで構成する非営利の民間調査機関)。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

市場の予想では、住宅価格の低下は来年いっぱい継続する見通し



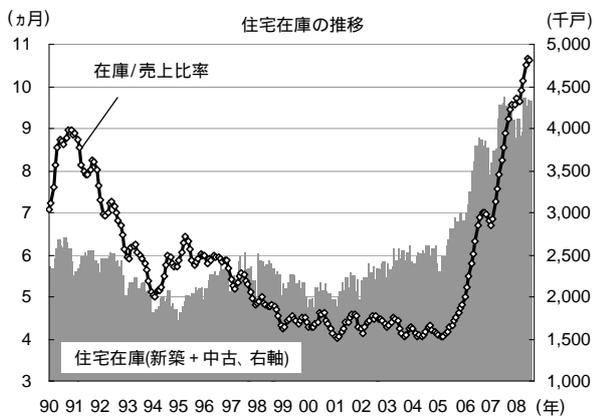
出所: トムソン・ロイター、Bloomberg より TDAM 作成

住宅ローンの購入申請は減少傾向



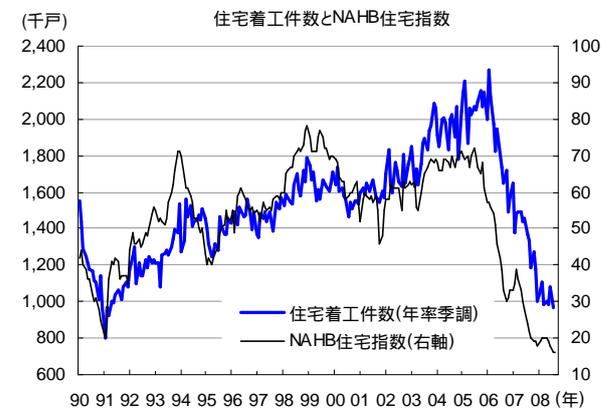
注: 米 MBA(全米抵当貸付銀行協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅の在庫/売上比率の上昇傾向は継続



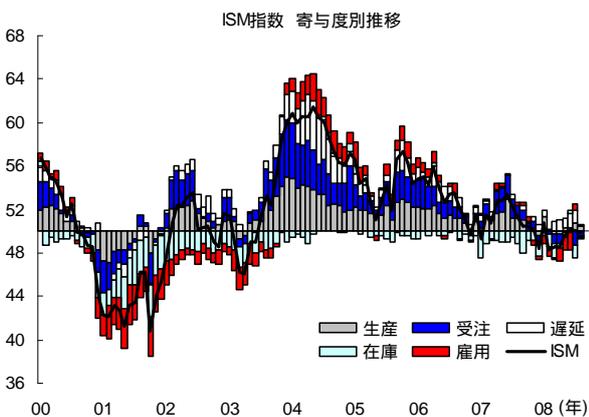
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

住宅業界の見通しに底入れの兆しなし



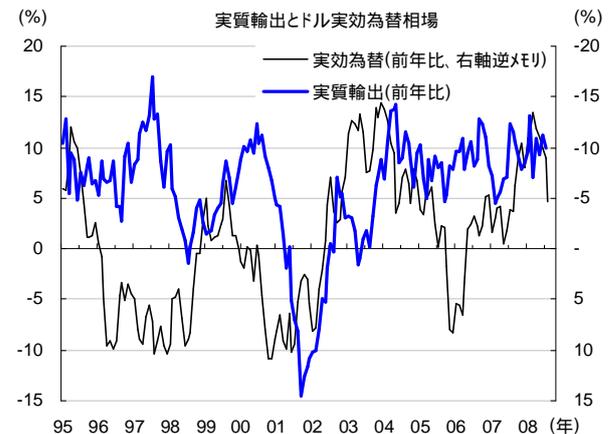
注: NAHB(全米住宅建設業者協会)  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

好調な外需により製造業景況感は比較的安定的



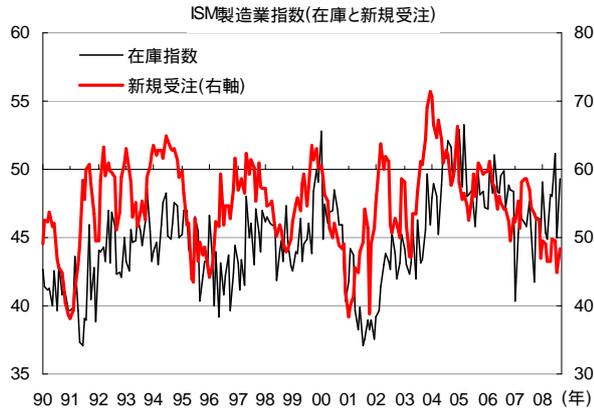
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

ドル相場の反発は今後の輸出の伸びの頭打ちを示唆



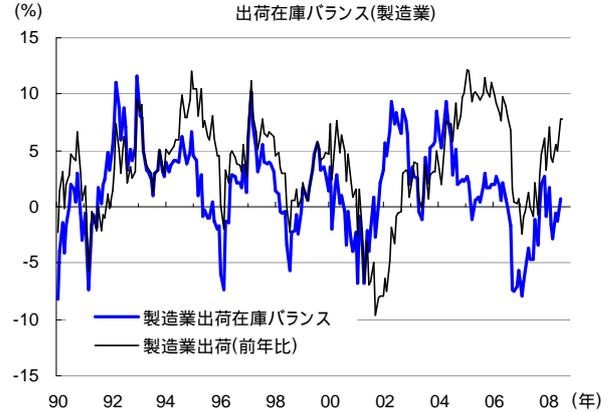
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 新規受注は減速基調



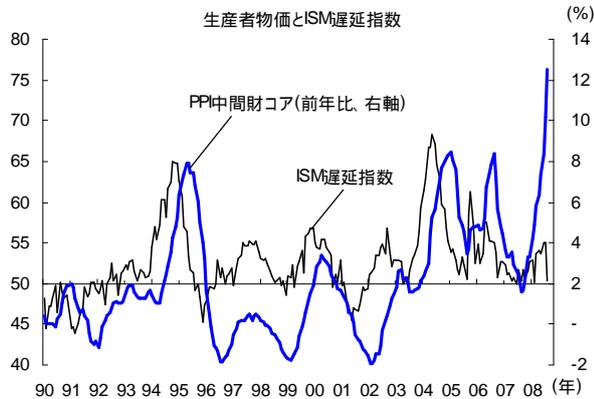
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 出荷在庫バランスは足許でやや改善



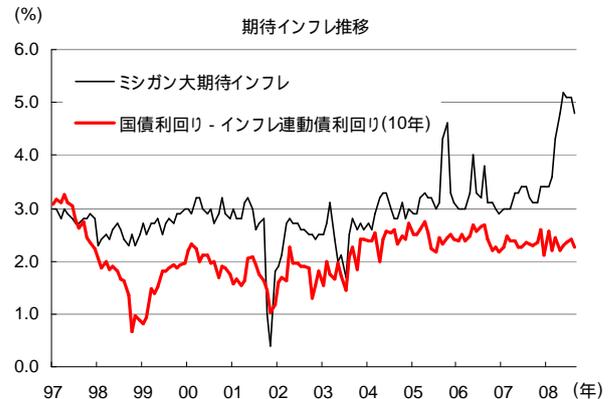
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 需給は落ち着いており、コストプッシュインフレの様相



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 消費者レベルのインフレ期待は頭打ち



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

### 3. ユーロ圏経済

外需鈍化とインフレ上ぶれによる消費低迷で減速傾向を一段と強める見通し。

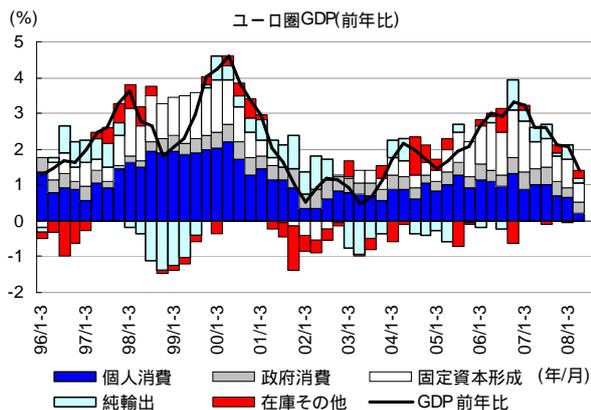
#### 景気

- ・ 雇用環境はドイツを中心に景気遅行的に緩やかな改善を続けてきたが、ここに来て足踏み状態となっている一方、食品や原油価格の高騰による購買力の低下により、消費マインドが急速に悪化しており、消費の鈍化が予想される。
- ・ 外需は、これまでは、ユーロ高が進展し米国経済が減速するなかでも、中東欧や産油国の旺盛な需要により輸出の大幅な減速を回避していた。しかし、足許これらの国においてもインフレや投資マネーの減少などにより景気が減速傾向となっていることから、輸出も一段の鈍化が見込まれる。
- ・ 企業部門においては、輸出の鈍化に加え、原材料コストやインフレに伴う雇用コスト、資金調達コストの増加により、収益環境や企業マインドが大幅に悪化しつつあり、設備投資にも当面慎重な姿勢で臨むことが予想される。
- ・ 米サブプライム問題を発端としてユーロ圏においても銀行の貸出態度が厳格化しており、これまでの緩和的な金融政策により住宅ブームにあったスペインやフランスにおいて住宅価格が急速に下落していることも、景気の下押し要因となることが予想される。

#### 物価

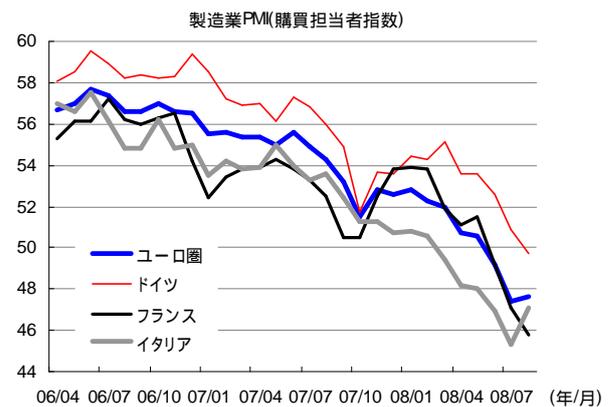
- ・ 総合インフレ率は、エネルギー価格や食品価格の上昇を受け、当面3%台後半から4%台前半で推移する見通し。もっとも、景気減速下においてコアベースでは落ち着いた推移が続いており、エネルギー価格等の寄与が徐々に縮小するにつれ年末にかけて3%台前半まで低下すると予想する。

景気は緩やかに減速



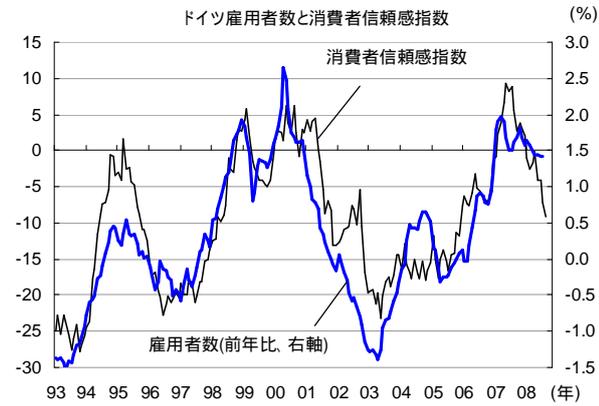
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

製造業景況感は低下トレンドが続く



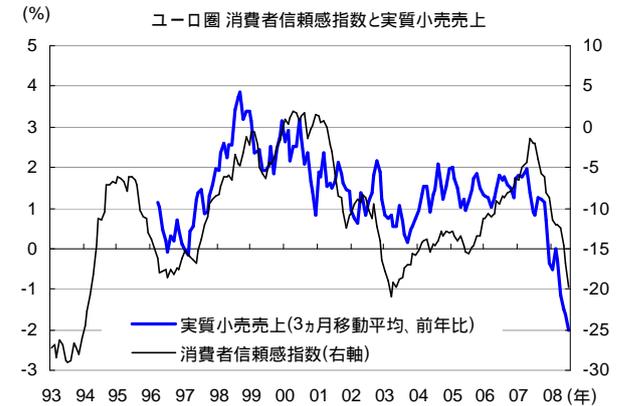
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## ドイツの雇用者数の伸びも鈍化傾向へ



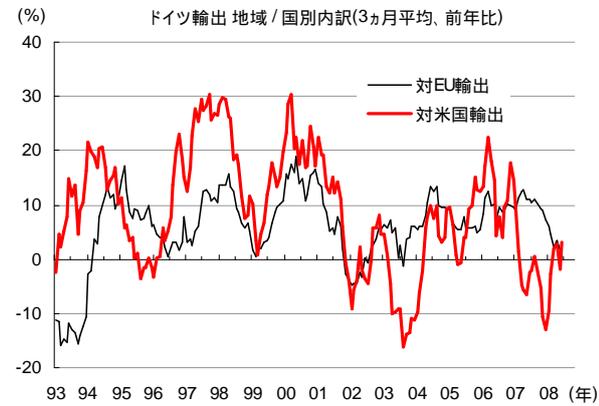
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 商品価格高騰で消費は急減速



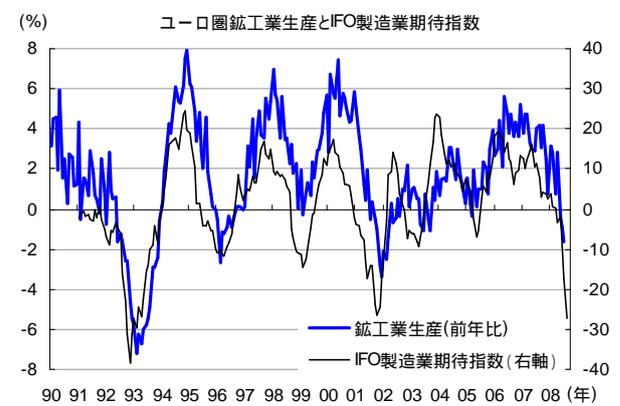
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## EU 域内での需要も減速が鮮明に



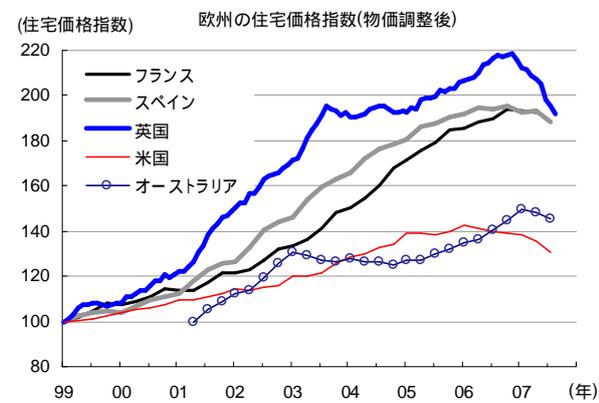
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 生産は内外需要減退で減速傾向



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 過去大きく上昇したフランス、スペインの住宅価格も調整へ



注: 各国の消費者物価指数により実質化、1999年12月(オーストラリアは2002年3月)を100として指数化。

出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 物価上昇圧力は緩和方向へ



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 市場見通し

### 1. 債券

#### 1-1. 国内債券

長期金利は低下余地探る展開。

##### 金融政策について

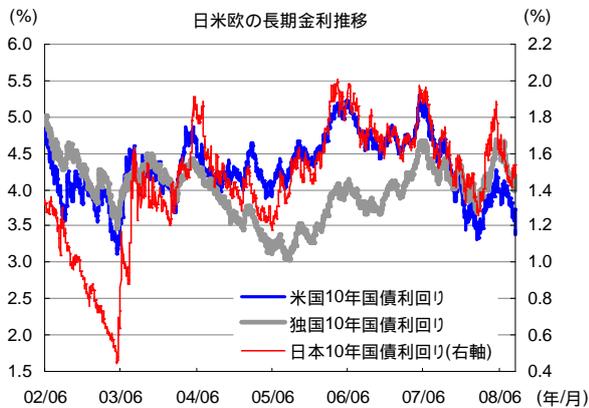
コアCPI(生鮮食料品を除く総合、前年比)は日銀の示す「物価安定の理解」のレンジである2%を超えて上昇したが、今後は緩やかに伸びが鈍化するものと予想される。また、白川総裁は、足許のエネルギーや食品価格の上昇はインフレというよりもむしろ景気下押し圧力としての性格が強く、また二次的効果も現在のところ起きていないとの認識である。

日銀は、景気下ぶれが強く意識される一方で、中長期的には政策金利を極めて低い水準から引き上げる正常化路線をにらみつつ、長期間にわたり利上げにも利下げにも踏み出せず、現状の政策金利を据え置く公算が大きい。

##### 長期金利

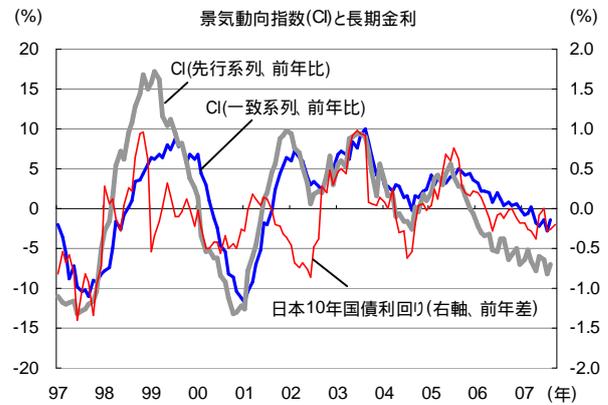
足許のインフレ率は高いが、景気の一段の減速から緩やかながら低下傾向での推移を予想する。ただし、足許の債券市場における長期的な期待インフレ率も0%程度まで低下しており、今後の低下余地は限定的と思われる。

日米欧の長期金利は急上昇したが、6月以降再度低下



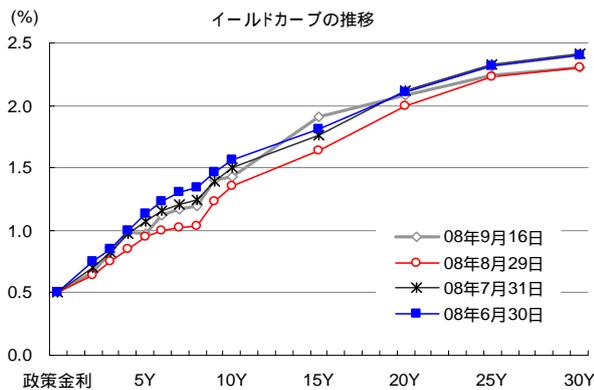
出所: Bloomberg より TDAM 作成

景気動向からは金利へ低下圧力



出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUS、Bloomberg より TDAM 作成

金利は6月以降低下が続いたが、9月に入り小幅上昇



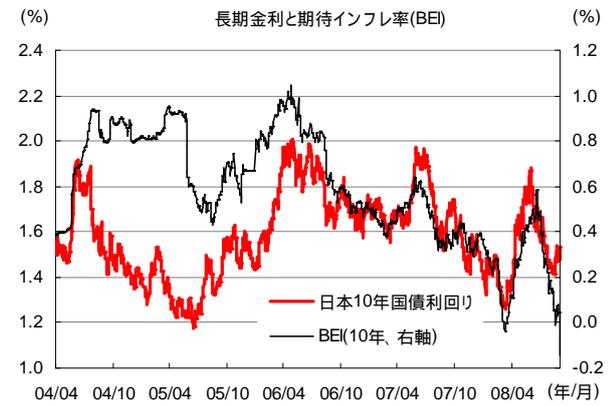
出所: Bloomberg より TDAM 作成

市場は今後1年間、政策金利の据え置きを予想



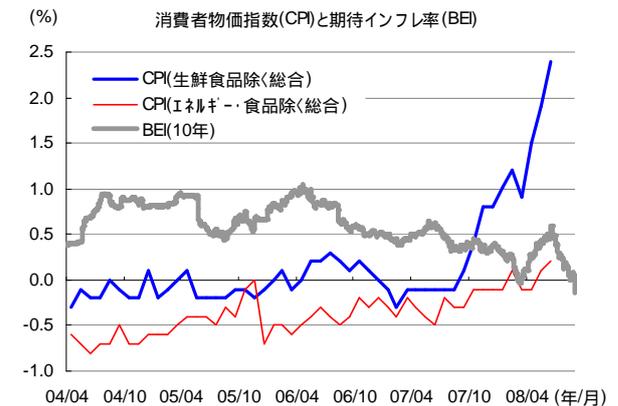
出所: Bloomberg より TDAM 作成

期待インフレ率は 0%まで低下し、名目金利の低下余地も限定的



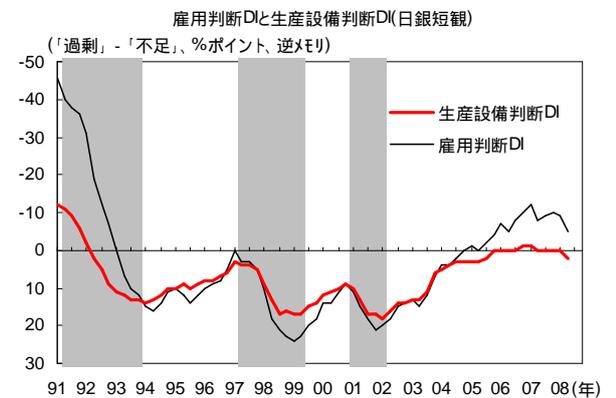
出所: Bloomberg より TDAM 作成

消費者物価は急上昇するも、期待インフレ率は低下



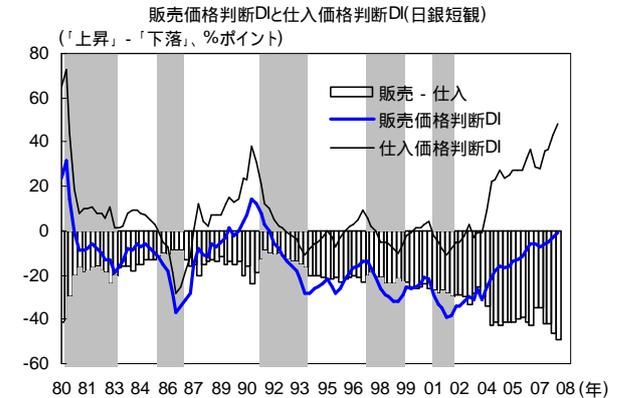
出所: 総務省, Bloomberg より TDAM 作成

雇用や設備の需給ギャップは緩和方向へ



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 日本銀行, NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

価格は上昇傾向も、仕入と販売の格差は過去最大



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 日本銀行, NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 1-2. 米国債券

長期金利は緩やかに低下する見通し。

### 金融政策について

FRB(連邦準備制度理事会)は、資源価格高騰がインフレ期待に刺激を与える可能性が高いという強い警戒感と、緩和的な金融政策によるドル安とそれに呼応するような原油価格高騰を危惧し、6月上旬以降、よりインフレ警戒的なスタンスに変更した。8月5日のFOMCの声明文においても、景気判断を下方修正する一方で、物価安定に強い決意で望む姿勢は堅持していた。ただし、原油価格が7月中旬以降大きく調整していることや、景気の先行き懸念が強まったこと、さらには大手証券が破綻するにいたって、市場は年内利下げを織り込みつつある。今後も、景気減速傾向が一段と明確化するにつれ、市場の利下げ予想は一段と高まるものと予想する。

### 長期金利

足許では原油価格がピークから20%以上調整したことからインフレへの懸念は薄れつつある。その一方、住宅市況の回復の遅れや内需の低迷の継続に加え、外需の頭打ちや減税効果の一巡により景気下ぶれリスクが意識されることから、長期金利は、基調としては緩やかな低下傾向をたどる展開を予想する。

1-3. ユーロ圏債券

長期金利は緩やかに低下する見通し。

金融政策について

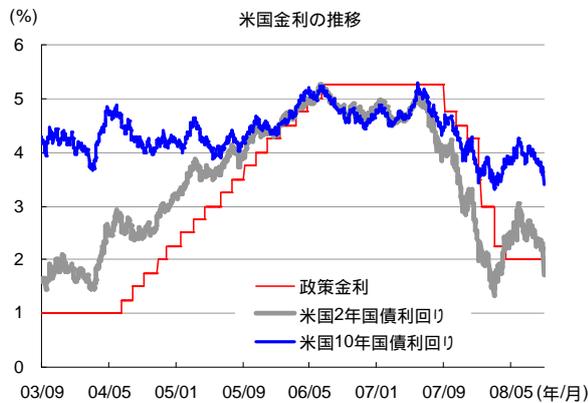
ECB(ヨーロッパ中央銀行)においては、目標を大きく上回って推移するインフレと、域内景気の弱含みとの板ばさみの状況が続いている。9月4日のECB政策理事会では金利据え置きとし、金融政策の方向性に関しては、「バイアスなし」が継続していることを認めた。会見でトリシェ総裁は「物価安定を見るのは2010年」とコメントし、景気下ぶれリスクの高まりも相応に言及したが、商品価格の上昇が賃金と価格決定へ波及する「二次的影響」への警戒も緩めていない。

当面は景況感の悪化が続くものの、賃上げ動向が注目される中、インフレ期待を安定化させるため、インフレ率の頭打ちを確認するまで様子見スタンスを継続する可能性が高いと思われる。

長期金利

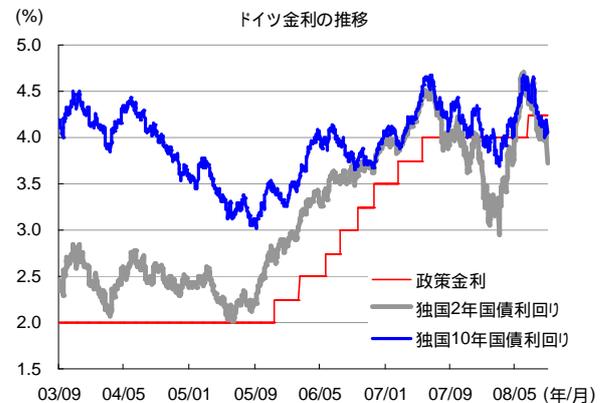
長期金利は、原油価格調整等で足許ピークアウトしているインフレ期待については今後もコア物価の安定から落ち着いた推移が予想される一方で、米景気失速懸念、域内景気の弱含みから、緩やかながら低下する見通し。特に、足許、景気先行的な企業景況感や消費者信頼感等のマインド指標が著しい悪化を示しており、今後各種統計で景気減速が実際に確認されるに従い、長期金利は緩やかに低下基調で推移するものと予想する。

(米国) 米金融不安の再燃により金利は大幅に低下



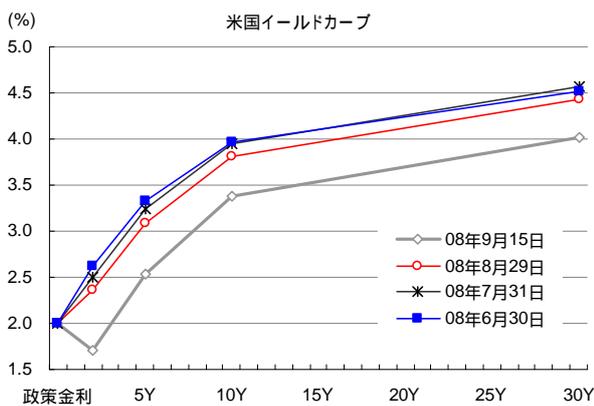
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 7月以降は利上げ期待の後退から金利低下



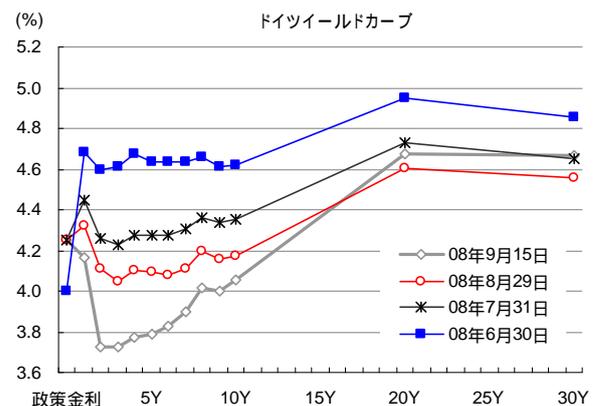
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 短期金利は利下げを織り込み大幅低下



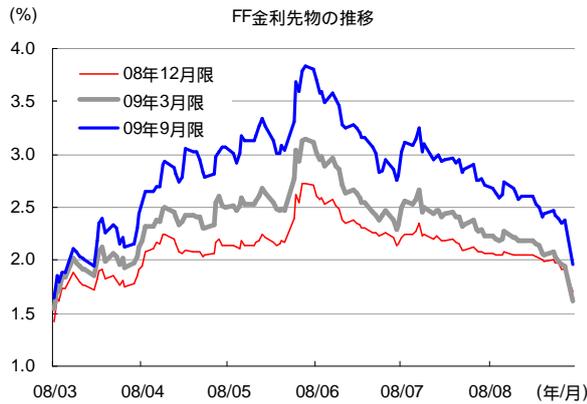
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 7月以降、利下げ期待の高まりに伴って長短金利差が拡大



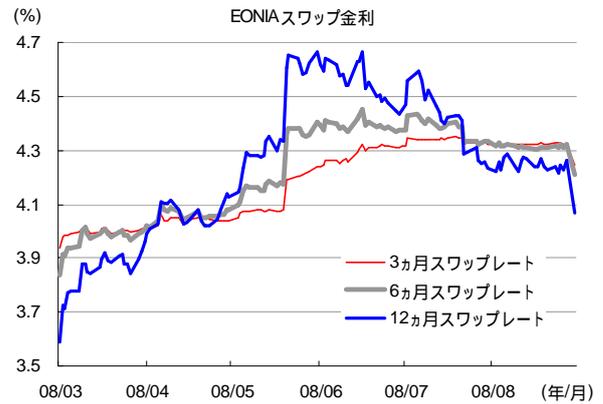
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 信用懸念が高まり、利下げ期待が再び台頭



出所: Bloomberg より TDAM 作成

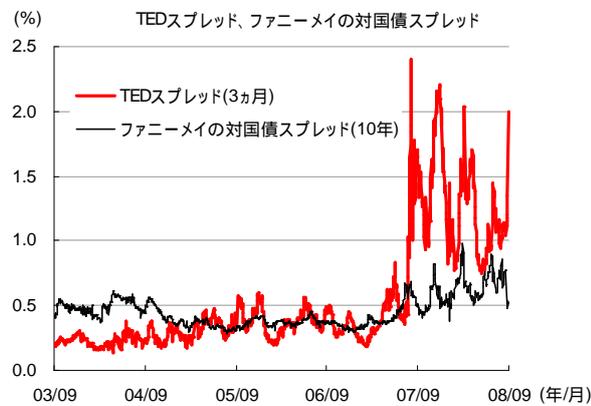
## (ユーロ圏) 8月以降、ECBの利下げ期待を織り込む



注: EONIA(ユーロ圏の翌日物金利)は ECBの政策金利に近い水準で取引されています。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

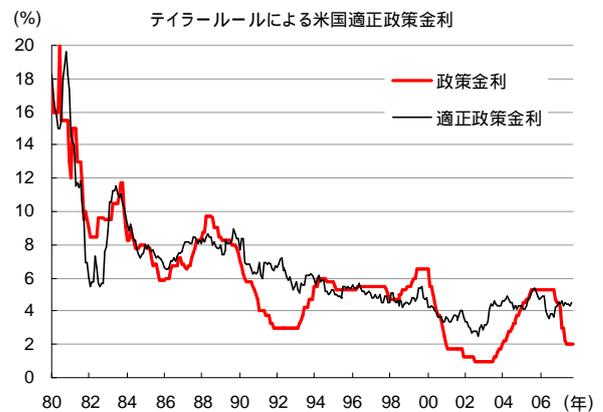
## (米国) TED スプレッドは高止まり、ファニーメイスプレッドは住宅公社救済で急低下



注: TED スプレッド(米国 3ヵ月物 TB と 3ヵ月物 LIBOR との金利差)。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 現状の米国金融政策はテイラールールと比べて緩和的



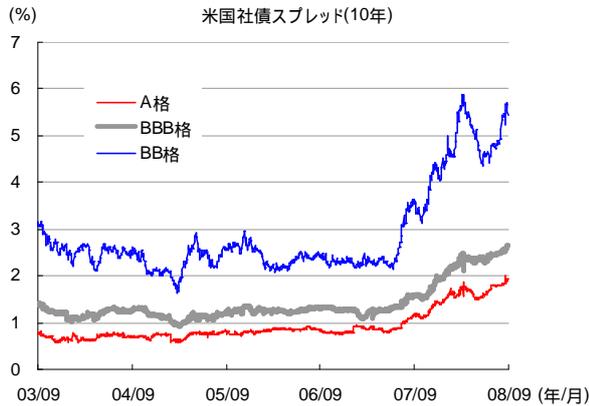
注: テイラールールとは、政策金利の適性水準を算出する代表的モデルで下記の計算式で求められる。

テイラールール = 実質均衡短期金利 + インフレ率 + 0.5 × (GDP 成長率 - 潜在成長率) + 0.5 × (インフレ率 - インフレ目標)。

(実質均衡短期金利は 2% を想定、インフレ率はコア PCE、潜在成長率は米議会予算局算出データを使用、インフレ目標は 2% を想定。)

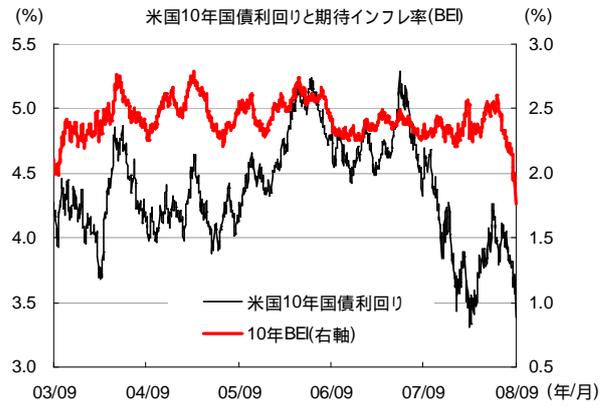
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 社債スプレッドは再度拡大傾向



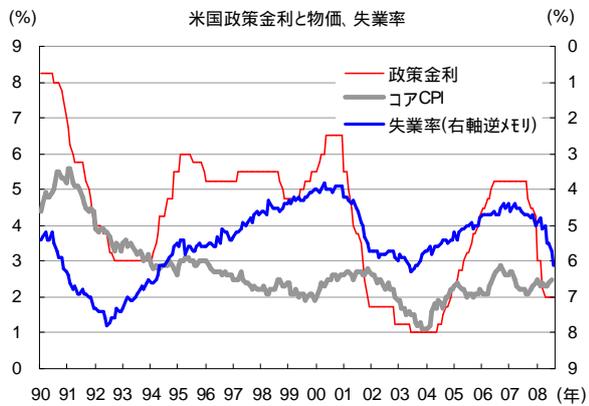
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 期待インフレ率(BEI)の低下が名目金利を押し下げ



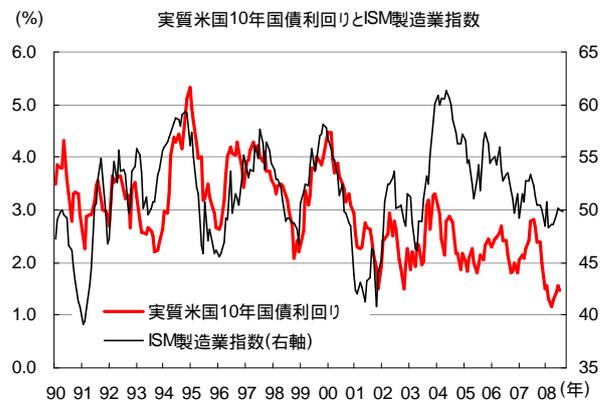
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 過去においては現状のような失業率が悪化している中での利上げはなし



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 実質金利は景況感の方向性と連動



注: 実質米国10年国債利回りは、コアCPIで実質化。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 2. 株式

### 2-1. 国内株式

上値重く下ぶれしやすい展開。

#### 〔業績動向〕

東証1部の経常利益は、4 - 6月期、前年同期比 15.6%の大幅減益となった。また、年度の会社予想は、売上高+3.9%、経常利益 7.7%となり、期初予想から売上高で+0.5%、経常利益で 2.9%それぞれ修正されている。アナリストコンセンサス予想においては、売上高+4.5%、経常利益 5.0%であり、会社予想に比べ、依然としてやや高い利益水準を見込んでいる。(なお、弊社においては、マクロの前提条件による大まかな試算から、08年度10%程度の減益を見込んでいる。また、09年度については、現時点で5%程度の増益と試算している。)

会社側では、もともと下期の業績回復を予想していたが、足許の景況感からは、下期の予想を引き下げざるを得ない企業が多くあるとみられる。

#### 〔バリュエーション〕

東証1部市場全体のPBRが金融不安の高まっていた03年6月の水準並みに低下しており、ほぼ過去最低水準であるほか、アナリストコンセンサスベースのPERや配当利回りと国債利回り差など、一般的なバリュエーション指標から見ると、割安感は強まっている。

#### 〔需給動向〕

国内株価の方向性に強い影響力を持つ外国人投資家の動向は、足許、世界経済の景況感の悪化やリスク許容度の低下から、日本株の組み入れを落としてきている。特に、6月以降8月までの下落局面では、ボラティリティインデックスが落ち着くなかにおいて、金融パニック的な売りではなく、国内外の景況感の悪化をじっくりと織り込む形で日本株を売却してきた。8月後半以降は、米国金融不安が再燃する中でボラティリティも高まっておりパニック的な売りも増加している。

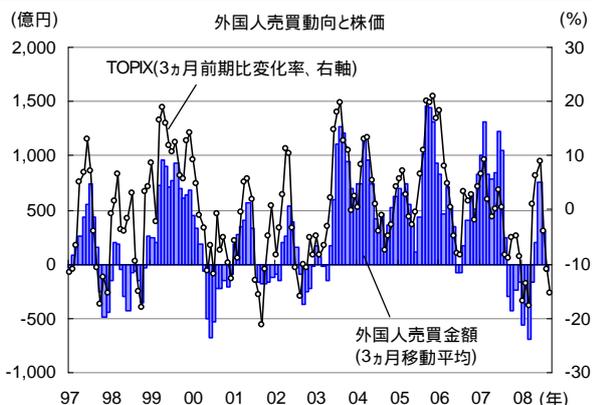
#### 〔株価見通し〕

米国経済は、足許の原油価格の調整による米国消費マインドの改善と米住宅公社救済による住宅価格の底入れ期待がプラス要因となるものの、いまだ住宅価格の調整が終了しておらず、金融不安も容易に払拭される状況にはない。今後は減税効果の剥落や新興国需要の低迷による更なる景況感の悪化が、金融不安を増幅する可能性も否定できない。

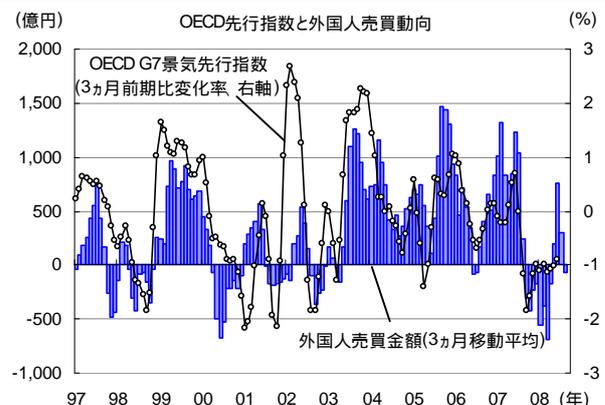
国内経済においても、国内消費の伸び悩むなか外需頼みの状況において、今後の新興国需要の鈍化は大きな下押し要因となってくることから、バリュエーション面での割安感は強まりつつあるものの、国内株価の上値は重く軟調な推移を予想する。

株価は外国人投資家の売買動向と密接な関連性

外国人売買動向はグローバル景気動向との相関が高く、今後過度の期待は禁物

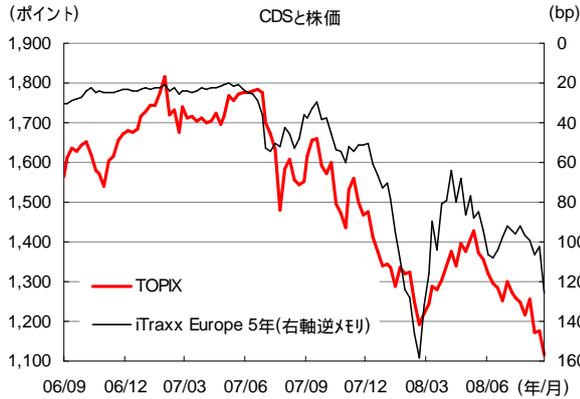


出所: 東京証券取引所, NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成



出所: 東京証券取引所, NRI e-AURORA SUPERFOCUS, トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 金融関連 CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)スプレッドは足許急上昇



注: iTraxx Europe 欧州の CDS 指標。信用リスクのデリバティブ市場の動向を示す。  
出所: 東京証券取引所、Quick より TDAM 作成

## 足許の日本の PER 水準は諸外国と比べやや高い水準



注: 各国 PER は、12 ヶ月先予想ベース。  
出所: 東京証券取引所、ドイツ証券取引所、スタンダード & プアーズ、トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 投資家心理を示す VIX 指数は、足許再び上昇傾向



注: VIX 指数とは、CBOE(シカゴ・オプション取引所)が公表する指標で、ボラティリティインデックスの略称。投資家心理を示す指標として利用され、上昇すれば投資家心理が悪化したことを示す。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 機関投資家の日本株式への投資スタンスにも慎重さ



注: 組入れ比率指数は、Quick が機関投資家に対して行ったアンケートをもとに現在の国内株式組入れ比率を指数化したもの。50 が中立を示す。  
出所: Quick(QSS レポート)より TDAM 作成

## 新興市場の株価も下落傾向継続



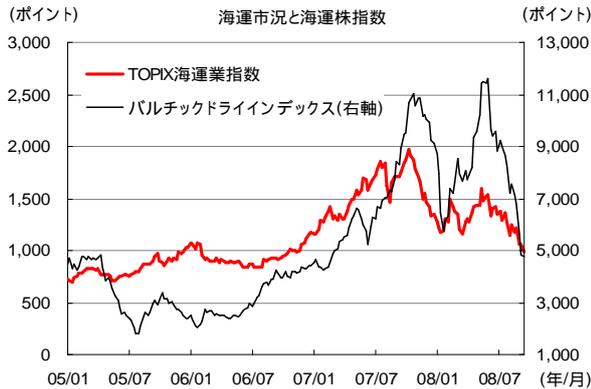
注: 2004 年末を 100 として指数化。  
出所: 東京証券取引所、Quick より TDAM 作成

## 株価と連動する景気ウォッチャー調査は低下基調



出所: 内閣府、Quick より TDAM 作成

## 海運市況と海運株は世界経済減速を反映した動き



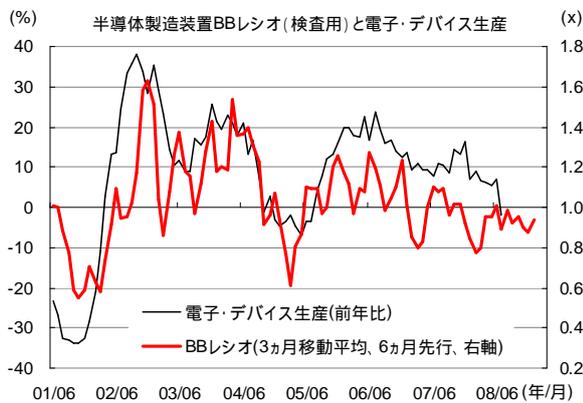
注: バルチックドラインデックス(バルチック海運指数)とは、ロンドン海運取引所に上場している鉄鉱石や穀物を運ぶ不定期船の運賃指標。  
出所: Quick より TDAM 作成

## 海外建設需要の下ぶれを反映した建設機械株



注: 2004年末を100として指数化。  
出所: Quick より TDAM 作成

## 電子デバイス生産に先行するBBレシオは1倍割れで推移



注: BBレシオ 出荷額(販売額)に対する受注額の割合で、需給環境を示す。上昇すると環境改善、低下は環境悪化。  
出所: (社)日本半導体製造装置協会、経済産業省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## アナリスト予想は、やや楽観的。来年度は2桁増益の予想

単位: 10億円

	2008年度(予想)				2009年度(予想)	
	会社予想		アナリストコンセンサス予想		アナリストコンセンサス予想	
	前年比		前年比		前年比	
売上高	680,530	+3.9%	684,345	+4.5%	710,857	+3.9%
営業利益	36,778	-7.6%	37,604	-5.5%	42,696	+13.5%
経常利益	36,122	-7.7%	37,182	-5.0%	42,343	+13.9%
税引利益	20,706	-5.1%	21,404	-1.9%	24,710	+15.4%

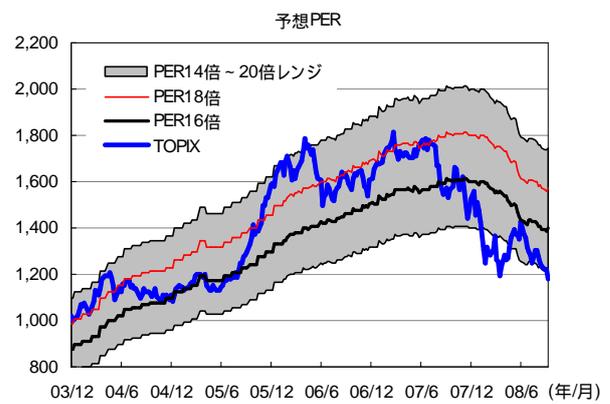
注: 東証一部に上場する12月、1月、2月、3月決算の企業を集計した。  
出所: QUICK より TDAM 作成

## 12ヵ月EPSのアナリストコンセンサス予想は約7%の増益を予想



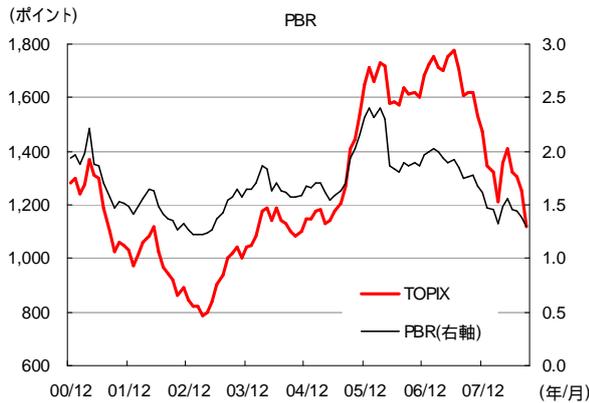
注: 12ヵ月先予想ベース  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## アナリスト予想を基準にしたPERは低位



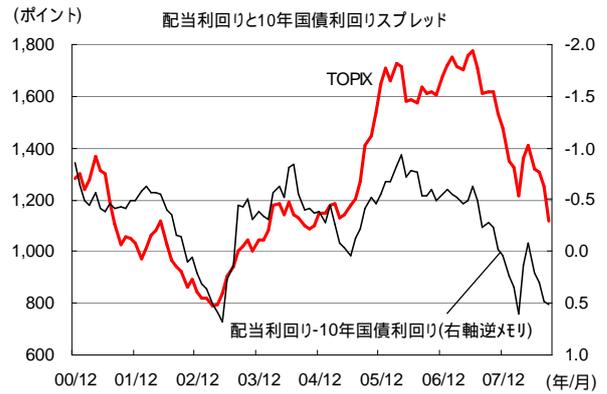
注: 12ヵ月先予想ベース  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

PBR はほぼ過去最低水準



出所: NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

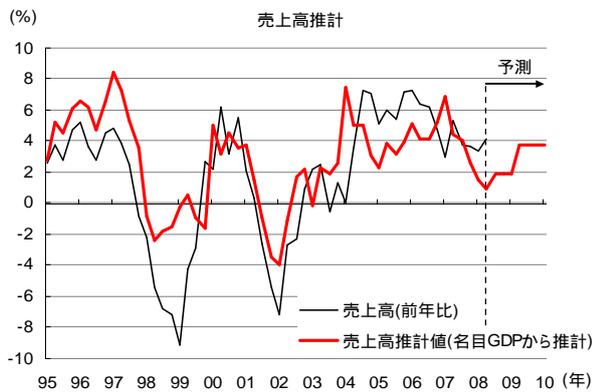
配当利回り-10年国債利回りもほぼ過去最高水準



出所: NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## (当社の企業収益予想概算)

名目 GDP から推計される 08 年度売上高変化率は+2%程度



注: 予測は、名目 GDP 前年比から売上高前年比を推計。  
出所: 財務省より TDAM 作成

今期は 10%程度の減益、来期は 5%程度の増益がメインシナリオ

### (2008年度増益率試算)

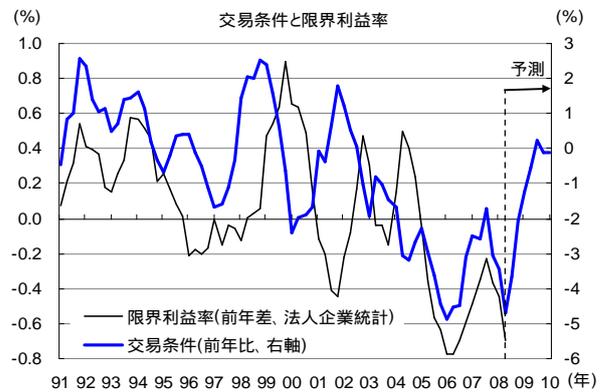
名目GDP	売上高伸び率(推計)	固定費 +2.5% 限界利益率 -0.5%	固定費 +2.5% 限界利益率 -0.75%
+0.50%	3.0%	-6.0%	-10.9%
+0.25%	2.5%	-7.4%	-12.3%
+0.00%	2.1%	-8.8%	-13.7%
-0.50%	1.1%	-11.7%	-16.5%
-1.00%	0.2%	-14.6%	-19.4%

### (2009年度増益率試算)

名目GDP	売上高伸び率(推計)	固定費 +1% 限界利益率 前期並	固定費 +2% 限界利益率 前期並
+1.50%	4.8%	13.2%	10.7%
+1.00%	3.9%	10.1%	7.5%
+0.50%	3.0%	6.9%	4.3%
+0.00%	2.1%	3.7%	1.1%
-0.50%	1.1%	0.5%	-2.1%

出所: TDAM 予想

原油価格横ばいを前提とすると交易条件、限界利益率は改善



注: 予測は、原油価格を 120 ドル/バレルとして推計。  
出所: 日本銀行、財務省より TDAM 作成

増益率と PER による株価マトリクス  
(網掛けはメインシナリオ: 今期 10%減益、来期 5%増益)

### 2008年度増益率-10%

		2009年度増益率					
		20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	0.0%	-5.0%
PER	20倍	1,670	1,616	1,561	1,507	1,452	1,398
	18倍	1,503	1,454	1,405	1,356	1,307	1,258
	16倍	1,336	1,293	1,249	1,205	1,162	1,118
	14倍	1,169	1,131	1,093	1,055	1,017	979

### 2008年度増益率-5%

PER	20倍	1,763	1,706	1,648	1,591	1,533	1,476
	18倍	1,587	1,535	1,483	1,432	1,380	1,328
	16倍	1,410	1,364	1,318	1,272	1,226	1,180
	14倍	1,288	1,234	1,180	1,127	1,073	1,019

### 2008年度増益率-15%

PER	20倍	1,577	1,526	1,475	1,423	1,372	1,320
	18倍	1,420	1,373	1,327	1,281	1,235	1,188
	16倍	1,262	1,221	1,180	1,139	1,097	1,056
	14倍	1,104	1,068	1,032	996	960	924

出所: TDAM 予想

\*「当社の企業収益予想概算」は、本資料作成時における見解であり、将来を示唆、保証するものではありません。

2-2. 外国株式

上値重く下ぶれしやすい展開。

〔米国株式〕

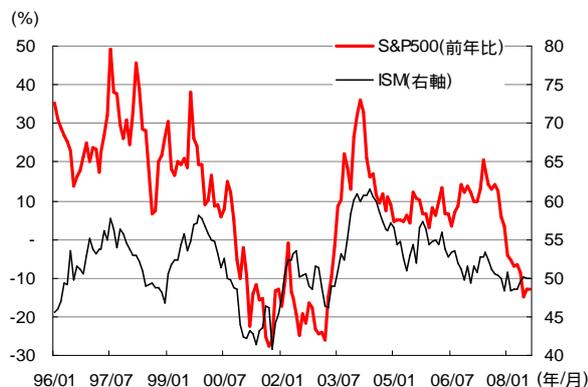
足許、原油価格の調整は株式市場にとって朗報であるものの、一方で減税効果が剥落してくるほか、雇用賃金情勢の悪化や米銀の消費者向け信用供与への慎重姿勢などから国内需要が持ち直す見通しは持ちにくい。

9月7日に、米当局は米住宅公社2社(ファニーメイ、フレディマック)の救済策を発表し、2社を政府管理下に置き経営状況に応じ公的資金を注入することを決定した。これを受けて一時的に株価は好感したが、あくまでも想定以上に悪化する住宅ローン市場や金融不安に対して、当初計画を前倒し実行せざるをえなかった感が強い。

また、9月15日には、全米第4位の大手証券リーマン・ブラザーズの経営破綻、第3位のメリルリンチのバンク・オブ・アメリカ(BOA)による救済買収、保険最大手のAIG(アメリカン・インターナショナル・グループ)や貯蓄金融機関最大手ワシントン・ミューチュアルの経営難などの話が相次ぎ、金融不安も簡単には払拭される状況にはない。

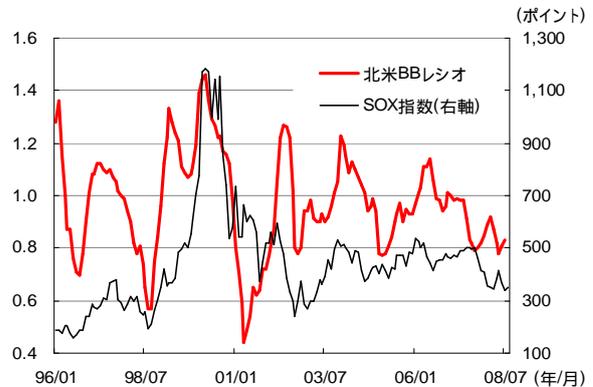
一方、これまで住宅、金融以外のセクターにおいては、新興国需要やドル安に下支えされて急激な悪化は免れていたが、今後は、減税効果の剥落に加え、為替市場におけるドル安修正の動き、好調を維持してきた新興国、特に非資源国の経済の変調による海外需要の鈍化から、一段の業績悪化が予想される。また、サブプライムローン問題を発端にM&A資金の調達はやや困難となっていることや社債スプレッドの拡大による資金調達コストの増加も、引き続き業績の下押し要因として懸念される。

米国の景況感悪化は株価の重し



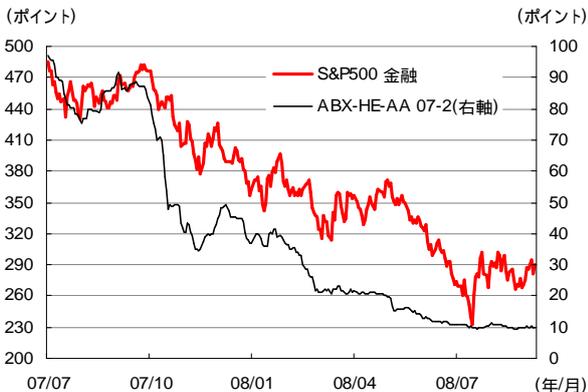
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

ハイテク関連の受注動向は低水準で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

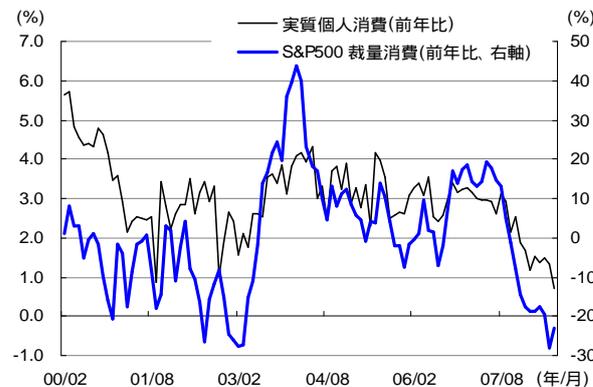
サブプライム関連資産の価格は低位で推移



注: ABX 指数とは、主要なサブプライム住宅担保証券を対象(参照債務)としたクレジット・デフォルト・スワップから算出される指数。100 が基準となり、証券価値が低下すれば指数も低下する。

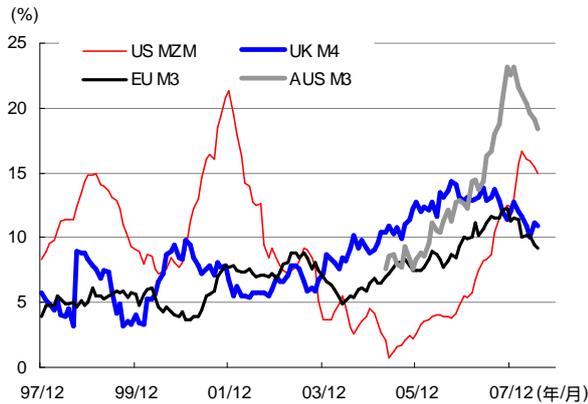
出所: markit, Bloomberg より TDAM 作成

個人消費の低迷は続く



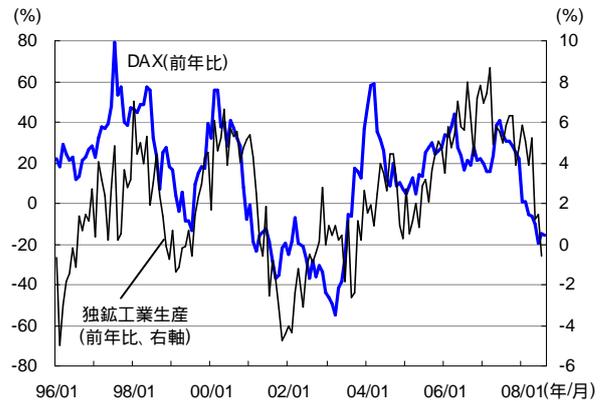
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 各国マネーサプライ(前年比)の伸び率は足許鈍化



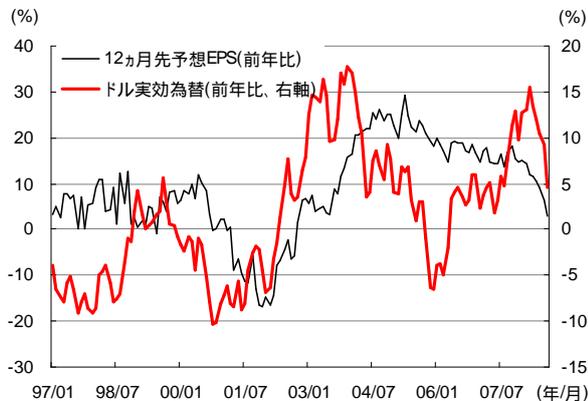
注: MZM(Money of zero maturity)とは、米国の通貨供給量の指標。米国は通常指標として使用しているM3を公表していないので、セントルイス連銀が発表しているこの指標を使用する。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 欧州も製造業中心に減速気味



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 米ドル安の企業業績へのプラス寄与は今後は低下



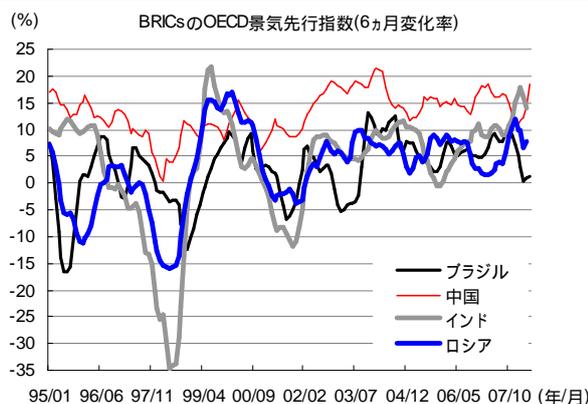
注: 12ヵ月先予想EPSは、MSCI米国指数のデータを使用。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 海外需要の鈍化で当面低迷が予想される米国生産



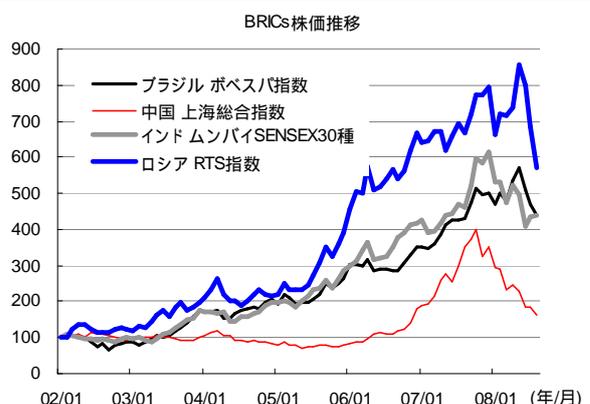
注: 12ヵ月先予想EPSは、MSCI米国指数のデータを使用。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 新興国の景気にも変調の兆し



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 新興国の株価は下落局面入り



注: 2002年1月31日の株価を100(基準値)として指数化。  
出所: Bloombergより TDAM 作成

### 3. 為替

#### 3-1. 円/ドル

##### 緩やかなドル安傾向。

米国経済の失速懸念や金融不安が再燃する中、ドルを積極的に買う材料も乏しく、米追加利下げの期待の高まりや投資家のリスク回避の姿勢の高まりなどにより、緩やかな円高ドル安での推移を予想する。また、需給面においても、世界的に利下げ期待が高まる方向にあるなかで、高金利通貨を対象とした日本の個人投資家からの円キャリートレードも出にくい環境となりつつある。

もっとも、米国の現行政策金利水準(2.0%)からの利下げ余地が限定的であること、日本の景気下ぶれリスクも相応に高まっており日米の景況感の格差は大きくは縮小しないこと、日本の貿易黒字が縮小トレンドにあることから、ドル安進行ペースは緩やかなものとなる見通し。

また、米金融不安が一層高まり、対円のみならず対ユーロなど他通貨にもドル安となるようなドル一極安の場合には、主要国間の協調によりドルをサポートすることも考えられる。

#### 3-2. ユーロ/ドル

##### 振れやすく方向感の乏しい展開。

ユーロドルレートは、7月中旬以降、原油価格の急反落、ユーロ圏景気の失速を示唆するような低調な経済指標を受けて、ユーロ調整色を強めている。特にECB(ヨーロッパ中央銀行)は原油価格を含めた物価指標を重視するとともにその波及効果などからインフレ動向を注視してきたこともあり、原油価格の調整は金融政策の見通しに大きな影響を与えた。また、需給的には、原油(もしくは資源国通貨)買い・ドル売りのポジションの巻き戻しによる影響が大きかったと思われ、これまで比較的安定的に連動する動きを見せていた米国とユーロの金利差以上に、ユーロ安が進んでいる。

今後も原油価格の動向に大きく左右される可能性も否めず、振れやすい展開が予想される。

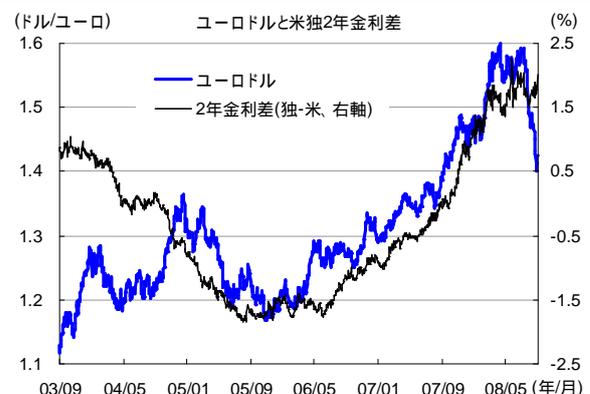
米国経済の失速懸念や金融不安が再燃する一方で、ユーロにおいても景気の急減速や、それに伴う利下げ期待の高まりも予想されることから、景況感や金利格差において大きな強弱感が出にくく、現行水準を中心とした方向感の乏しい動きを予想する。

8月下旬以降は円高基調で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

8月以降、米独金利差が横ばいの中でユーロは対ドルで大幅下落



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 金融不安再燃で米の利上げ観測は急速に後退



注: OIS(オーバーナイト・インデックス・スワップの略)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 米利上げ観測の後退が足許の円高をサポート



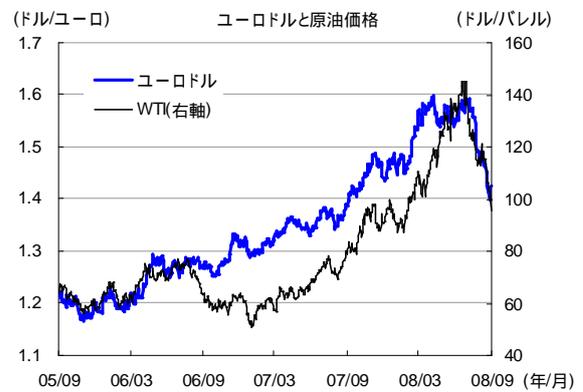
注: OIS(オーバーナイト・インデックス・スワップの略)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 投資家のリスク回避姿勢が高まる兆し



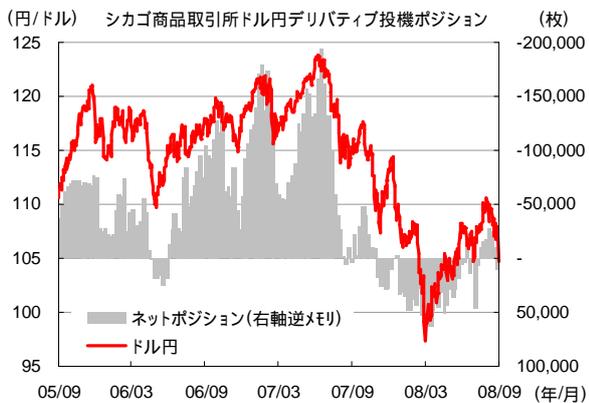
注: インプライドボラティリティは、ドル円の1ヵ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 原油価格の反落等がユーロドルの重石に



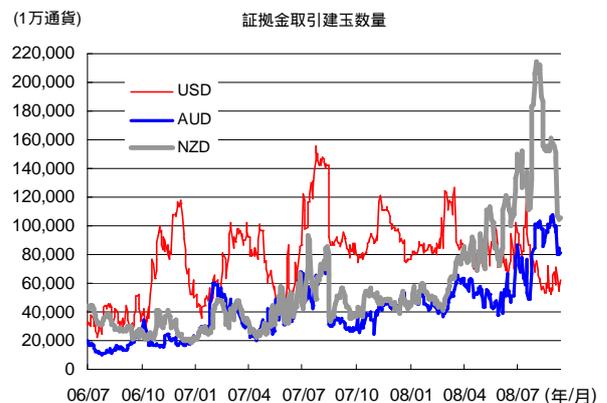
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 投機筋の円ポジションは小幅売り越し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 外為証拠金取引では、高金利通貨の建玉が足許急減



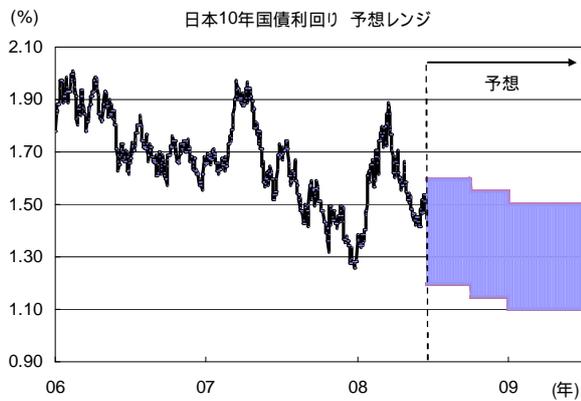
出所: 東京金融取引所より TDAM 作成

【参考データ】当面の金利・株式・為替市場の見通し

			実績	予想					
			2008年 9月16日	2008年10～12月期	2009年1～3月期	2009年4～6月期	2009年7～9月期		
日本	コール翌日物	%	0.50	0.50		0.50		0.50	
	10年国債利回り	%	1.473	1.20 ~ 1.60		1.15 ~ 1.55		1.10 ~ 1.50	
	TOPIX	ポイント	1,118	1,000 ~ 1,250		950 ~ 1,200		950 ~ 1,200	
	日経平均	円	11,610	10,500 ~ 13,000		10,000 ~ 12,500		10,000 ~ 12,500	
米国	FFレート	%	2.00	1.50 ~ 2.00		1.50 ~ 2.00		1.25 ~ 2.00	
	10年国債利回り	%	3.438	3.10 ~ 3.80		3.00 ~ 3.70		3.00 ~ 3.70	
	S&P500	ポイント	1,214	1,050 ~ 1,300		1,000 ~ 1,250		1,000 ~ 1,250	
	NY ダウ	ドル	11,059	9,800 ~ 12,300		9,500 ~ 12,000		9,500 ~ 12,000	
ドイツ	レポレート	%	4.25	4.00 ~ 4.25		3.75 ~ 4.25		3.50 ~ 4.25	
	10年国債利回り	%	3.996	3.60 ~ 4.20		3.50 ~ 4.10		3.40 ~ 4.00	
	DAX	ポイント	5,965	5,500 ~ 6,500		5,300 ~ 6,300		5,300 ~ 6,300	
為替	ドル円	円/ドル	105.65	100 ~ 110		98 ~ 108		96 ~ 106	
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.413	1.32 ~ 1.52		1.32 ~ 1.52		1.32 ~ 1.52	
	ユーロ円	円/ユーロ	149.33	140 ~ 160		137 ~ 157		135 ~ 155	

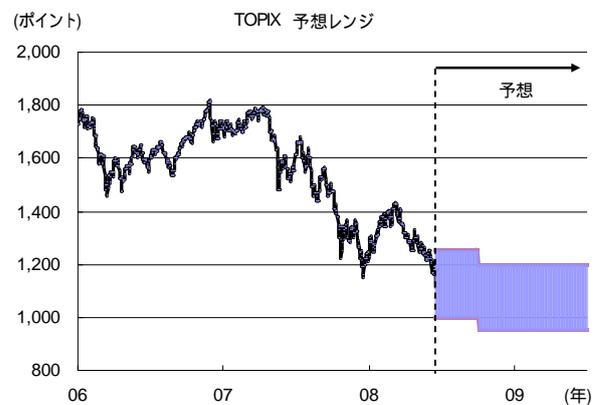
出所: 東京証券取引所、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズ、TDAM 予想

〔日本〕長期金利は低下余地を探る展開を予想



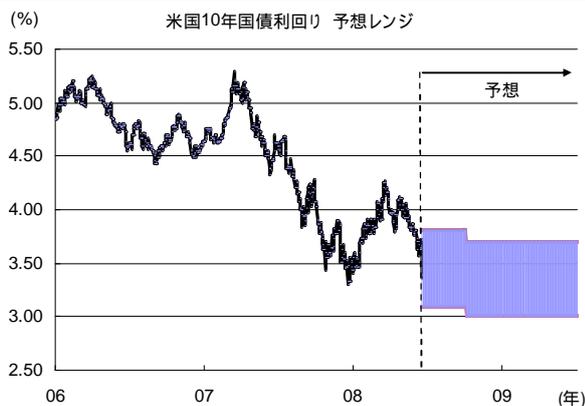
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔日本〕株価は上値が重く、下ぶれしやすい展開を予想



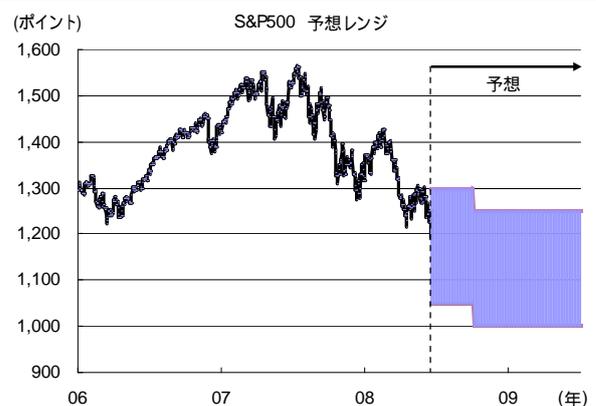
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔米国〕長期金利は緩やかに低下する見通し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔米国〕株価は上値が重く、下ぶれしやすい展開を予想

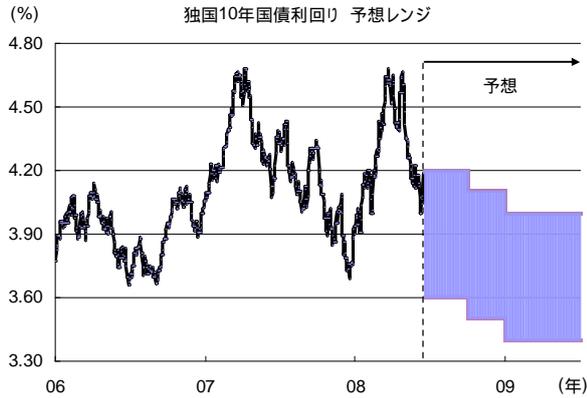


出所: Bloomberg より TDAM 作成

\*「参考データ」は、本資料作成時における見解であり、将来を示唆、保証するものではありません。

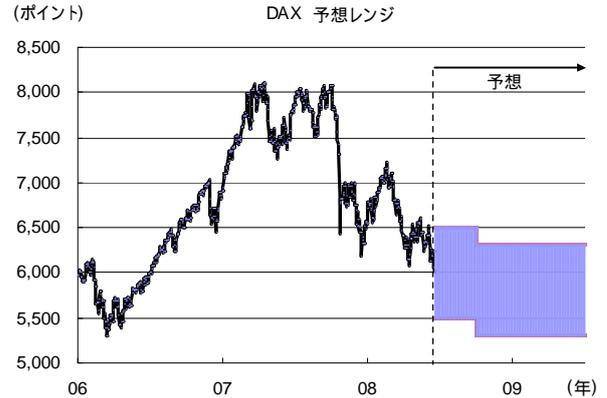
P26-P28 の「ご留意事項」を必ずご覧下さい。

## 〔ドイツ〕 長期金利は緩やかに低下する見通し



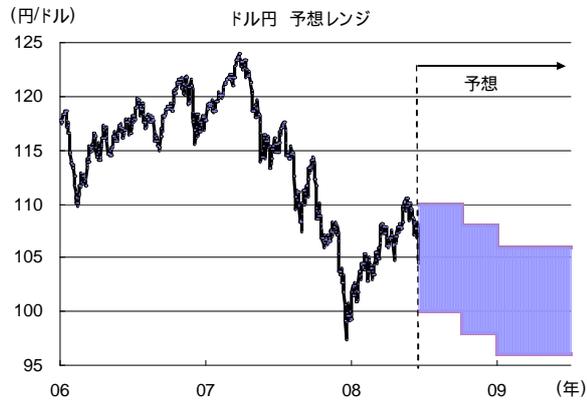
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔ドイツ〕 株価は上値が重く、下ぶれしやすい展開を予想



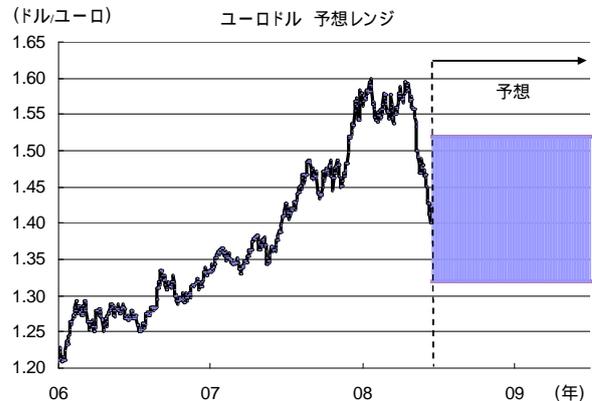
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔為替〕 ドル円は緩やかな円高を予想



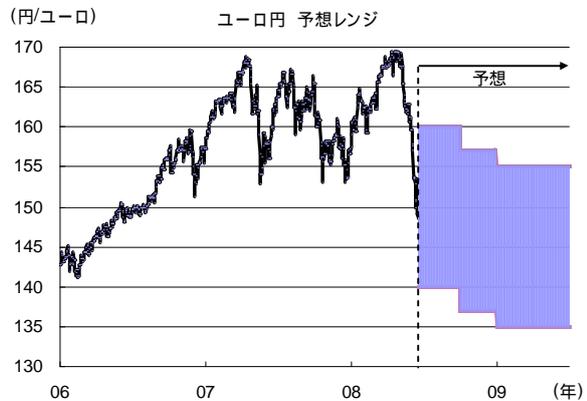
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔為替〕 ユーロドルは振れやすく方向感乏しい展開を予想



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔為替〕 ユーロ円は緩やかな円高を予想



出所: Bloomberg より TDAM 作成

\*「参考データ」は、本資料作成時における見解であり、将来を示唆、保証するものではありません。

本資料はご投資家の皆様に T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。本資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。またご投資にあたっては、下記のご留意事項を必ずご確認ください。ご自身でご判断ください。

### 【リスク情報】

#### (1) 国内株式

発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動して、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて株価の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行者が民事再生手続や破産等になった場合、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。

#### (2) 外国株式

前記の国内株式に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。発行者が主に外国で企業活動を行っており、外国の金融商品取引所(または店頭市場)に上場されていることから、各国における政治・経済・社会情勢の変動等により、企業業績の悪化、株式の売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また、通貨不安の発生により、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建株式の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

#### (3) 国内債券

債券の価格は金利の変動等により上下しますので、償還前に売却する場合には、投資元本を割込むことがあります。また発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割込むことがあります。

#### (4) 外貨建債券

前述した国内債券に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により投資元本を日本円で受取る場合、投資元本を割込むことがあります。外国の政府や企業が発行者となる場合、国内債券と同様に信用リスクがあります。外国における政治・経済・社会情勢の変動等により、売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建債券の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

#### (5) 国内新株予約権付社債

国内新株予約権付社債の価格は、転換の対象となる株式の価格変動や金利変動の影響、あるいは発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて価格の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。

発行者が民事再生手続や破産、あるいは債務不履行等になった場合、利払いが行われなくなる・全額が償還されないことがあります。また、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。株式への転換を請求できる期間が限定されています。

#### (6) 投資信託

組入れた有価証券の価格変動により基準価額が変化し、投資元本を割込むことがあります。また組入れた有価証券の発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により投資元本を割込むことがあります。外貨建の有価証券を組入れる場合には、これらのリスクに加え外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。なおクローズド期間中は換金ができないよう設定されています。

#### (7) 先物・オプション取引

対象とする原資産等の変動により価格が上下しますので、これにより差損が生じることがあります。またオプション取引の場合、オプションを行使できる期間が限定されています。

## 【お客様にご負担いただく手数料等について】

### 投資信託に係る費用について

<お客様には以下の費用をご負担いただきます>

ご購入時に直接ご負担いただく費用  
お申込手数料・・・上限 3.15%(税込)

保有期間中に間接的にご負担いただく費用  
信託報酬・・・上限 1.995%(税込)  
その他費用・・・上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。

ご換金時に直接ご負担いただく費用  
信託財産留保額・・・上限 0.5%

当該手数料等の合計額については、ご投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。  
詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

(ご注意)

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、T&D アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。  
投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

### 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬について

(1) 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬額は、下記 または と の組合せにより、お客様との協議に基づいて決定させていただきます。

#### 定額報酬型

お客様の契約資産額に、一定の料率を乗じて算出します。料率は2.1%(税抜2.0%)を上限とし、契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により報酬額を決定させていただきます。

#### 成功報酬型

成功報酬の割合については、予め取り決めたベンチマーク等を超過した収益部分の21%(税抜20%)を上限とし、お客様の契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により決定させていただきます。

(2) その他証券取引に伴う手数料、有価証券売買時に売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用、等。(その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。)

(3) 報酬額には消費税額を含むものとします。

(4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。

投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はおお客様のご負担となります。  
上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または拠出される場合にかかる費用については、投資対象が多岐にわたり、条件等も異なること、また随時投資対象が変更されることから、購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等については、予め明示できません。

## 本資料に関してのご留意事項について

本資料は、T&D アセットマネジメントが投資環境に関する情報の提供を目的として作成した参考資料であり、本資料による何らかの行動を勧誘するものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。

本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、当社で信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。

ここに示された意見・見通し等は、本資料作成時点の当社の見解であり、今後、事前の連絡なしに変更されることがあります。また、当社が設定、運用する各ファンドの投資判断がこれらの意見・見解に基づくものとは限りません。

本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。

投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断いただきますようお願いいたします。

## 本資料中で使用している指数について

文中に引用した各インデックス(指数)の商標、著作権、知的財産権およびその他一切の権利は各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

TOPIX(東証株価指数)とは、東証第一部上場全銘柄の時価総額を基準時の時価総額で除して算出したわが国の株式市場全体の値動きを表す代表的な株価指数です。TOPIX に関する一切の知的財産所有権その他一切の権利は東京証券取引所に帰属します。

「Standard & Poor s®」、「S&P®」、「S&P 500®」、「Standard & Poor s 500」、「S&P Japan 500」、「Standard & Poor s Japan 500」、「Japan 500」及び「500」は、The McGraw-Hill Companies, Inc.の商標であり、T&D アセットマネジメント株式会社の使用のためにライセンスが与えられています。本商品は、Standard & Poor s によって資金提供、保証、売買又は販売促進されるものではなく、また、Standard & Poor s は、本商品の投資の妥当性を表明するものではありません。

### 当社の概要

商 号 : T&Dアセットマネジメント株式会社

(英文名 T&D Asset Management Co.,Ltd.)

登録番号 : 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 357 号

加入協会 : (社)投資信託協会 (社)日本証券投資顧問業協会