

# 投資環境レポート

2008年11月

本資料は2008年11月11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.....	1
1. 日本経済.....	1
2. 米国経済.....	5
3. ユーロ圏経済.....	8
市場見通し.....	10
1. 債券.....	10
1-1. 国内債券.....	10
1-2. 米国債券.....	12
1-3. ユーロ圏債券.....	12
2. 株式.....	15
2-1. 国内株式.....	15
2-2. 外国株式.....	19
3. 為替.....	21
3-1. ドル円.....	21
3-2. ユーロドル.....	21
4. 市場見通し(まとめ).....	23
【参考データ】当面の主要な 政治・経済カレンダー.....	25

## 経済見通し

### 1. 日本経済

内需低迷に加え外需の急減速でマイナス成長が続く見通し。

#### 景気

- 個人消費は、企業が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、食品や電力料金等の値上げに伴う家計負担の増加による購買力低下や、足許の株安による消費者心理の一段の悪化から、低調な推移が予想される。
- 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。資材価格の上昇や雇用・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。
- 設備投資も、中小企業を中心に原材料高と低価格競争の板挟みで業況の悪化が著しいなか、金融機関の貸し渋りも加わり減少傾向が予想される。また、これまで機械受注などの下支えとなってきた新興国を中心とした海外需要も、中国、インドなどにおいて鈍化傾向を鮮明にしており、今後一段の下ぶれが懸念される。
- 外需については、欧米の一段の景気減速に加え、新興国においても、欧米の減速、インフレやこれまでの金融引締めの影響により景気減速が鮮明になりつつあることから、輸出の減少が予想される。これに伴い、企業の生産動向も、鉱工業生産の予測指数(10月 2.2%、11月 2.3%)などが示すとおり、ハイテク、自動車、鉄鋼など輸出産業中心に幅広い業種で減産傾向が強まるものと予想される。

#### 物価

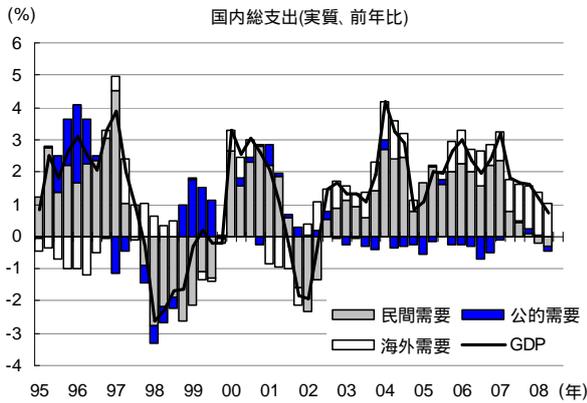
- 消費者物価(生鮮食料品を除く総合、前年比)は、足許2%を超えて推移しているが、価格転嫁の動きは非常に限定的で、実質的な物価の基調は落ち着いている。今後は、景気が急減速するなか、石油製品価格の大幅低下が見込まれるうえ、食料品の上昇率も安定してきた感があり、消費者物価は急速に伸び率が鈍化する見込みである。また、景気減速、公共料金値上げ打ち止め、高速料金値下げなどが低下要因となり、来夏には前年比マイナスに転じるものと予想される。

【経済予測表】日本経済は2年連続のマイナス成長へ(08年度 0.8%、09年度は 1.1%)

	2006年度		2007年度		2008年度 (TDAM予測)		2009年度 (TDAM予測)	
	前年比 (%)	寄与度 (%)	前年比 (%)	寄与度 (%)	前年比 (%)	寄与度 (%)	前年比 (%)	寄与度 (%)
実質国内総支出(GDP)	2.5	-	1.6	-	▲ 0.8	-	▲ 1.1	-
国内需要	1.8	1.7	0.4	0.3	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.6
民間需要	2.8	2.1	0.4	0.3	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.7
民間最終消費支出	1.8	1.0	1.4	0.8	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.0
民間住宅	0.2	0.0	▲ 13.3	▲ 0.4	▲ 7.1	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.0
民間企業設備	5.6	0.9	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 2.4	▲ 0.4	▲ 5.0	▲ 0.8
公的需要	▲ 1.8	▲ 0.4	0.3	0.1	▲ 0.7	▲ 0.1	0.3	0.1
財貨・サービスの純輸出	-	0.8	-	1.2	-	0.1	-	▲ 0.5
財貨・サービスの輸出	8.4	1.2	9.5	1.4	0.0	0.0	▲ 5.0	▲ 0.7
財貨・サービスの輸入	3.1	▲ 0.3	2.0	▲ 0.2	▲ 1.0	0.1	▲ 1.7	0.2
名目国内総支出(前年比)	1.7		0.6		▲ 1.0		▲ 0.8	
デフレーター(前年比)	▲ 0.8		▲ 1.0		▲ 0.2		0.3	
主要経済指標(前年比)								
鉱工業生産	4.6		2.6		▲ 4.5		▲ 6.6	
消費者物価(除く生鮮食品)	0.1		0.3		1.6		0.1	

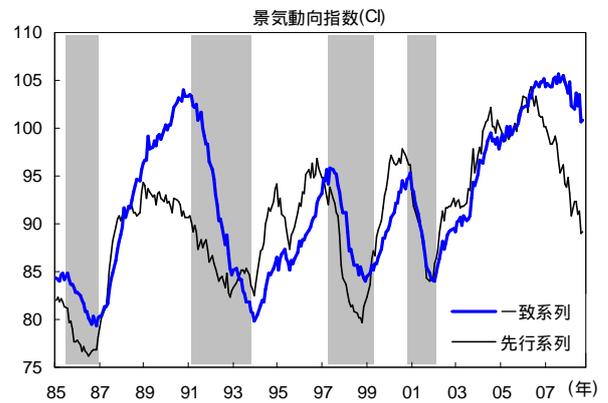
出所: 内閣府、経済産業省、総務省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 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

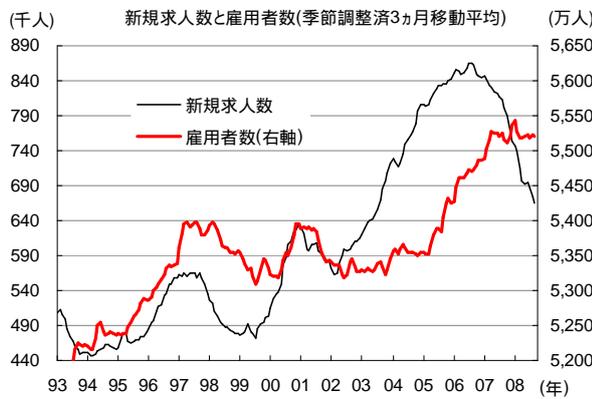
## 景気動向指数は低下、内閣府は「景気悪化」局面と判断



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

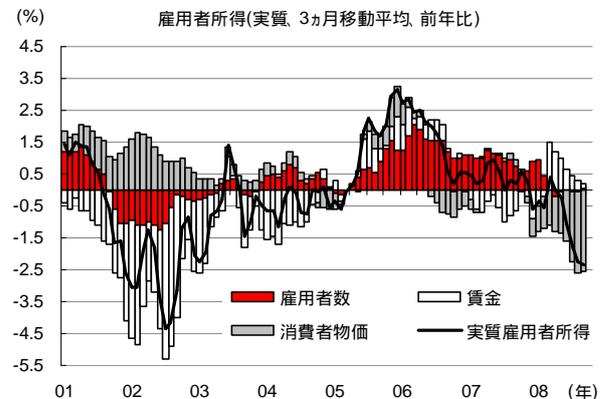
出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 企業収益鈍化から、増加を続けてきた雇用者数も頭打ち



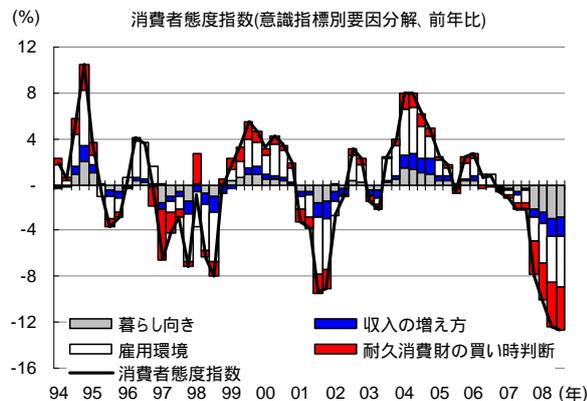
出所: 総務省、厚生労働省、トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 雇用者数、賃金は伸びず、物価上昇から実質所得は急減



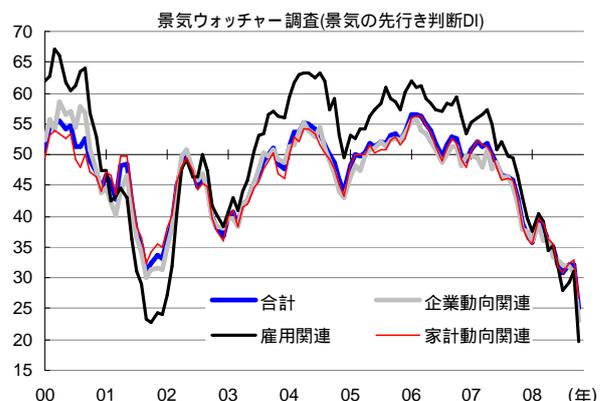
出所: 厚生労働省、総務省、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 消費者心理は過去最低水準まで急速に悪化



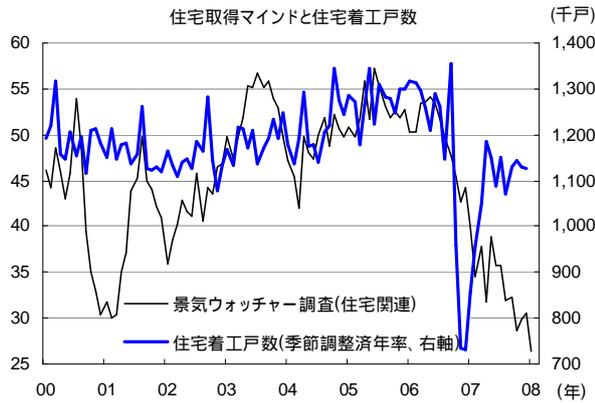
出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 家計、企業ともにマインドは一段と悪化



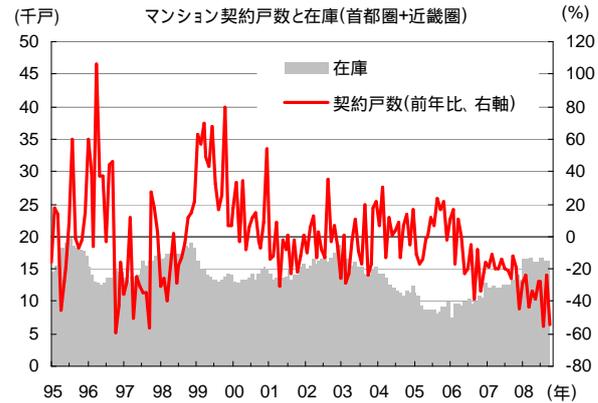
出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 住宅取得マインドの低迷から住宅着工戸数も低迷



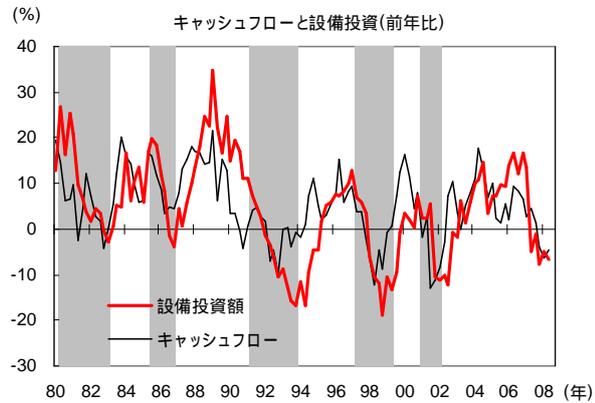
出所: 内閣府、国土交通省、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 価格上昇によりマンション販売は不振、在庫は増加



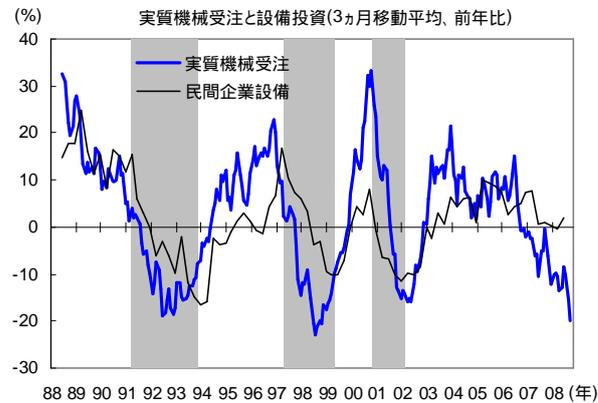
出所: 不動産経済研究所、トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 企業は収益鈍化から設備投資を抑制



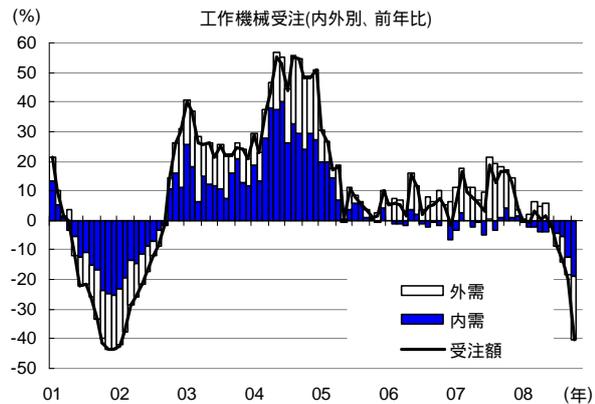
注: キャッシュフロー = 経常利益(税金相当 50%控除) + 減価償却費。グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 財務省、トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 機械受注も設備投資の減少を示唆



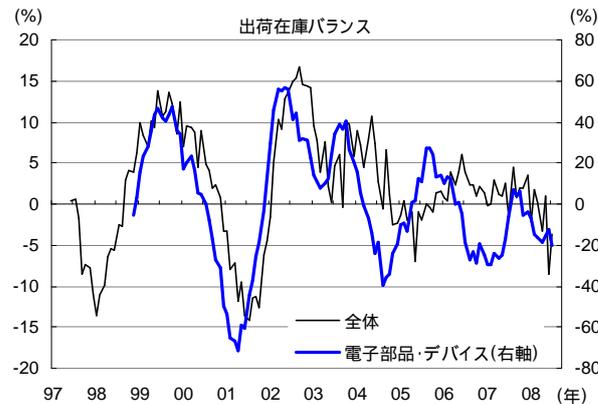
注: 実質機械受注 = 機械受注(船電除く民需)/国内企業物価(資本財)。グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 内閣府、日本銀行、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 好調だった外需も大幅マイナスに転じ、工作機械受注額は急減



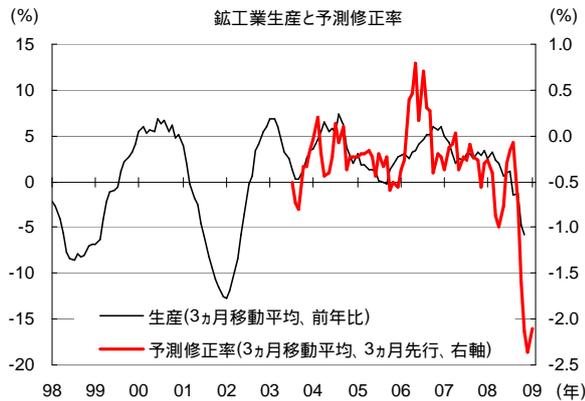
出所: 日本工作機械工業会、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## ハイテク部門に続き、鉱工業全体でも在庫調整局面入り



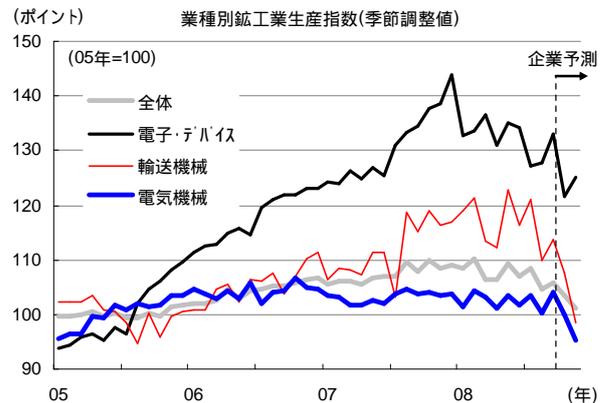
注: 出荷在庫バランス = 出荷(前年比) - 在庫(前年比)。  
出所: 経済産業省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 予測修正率の大幅低下は、先行き生産の下ぶれを示唆



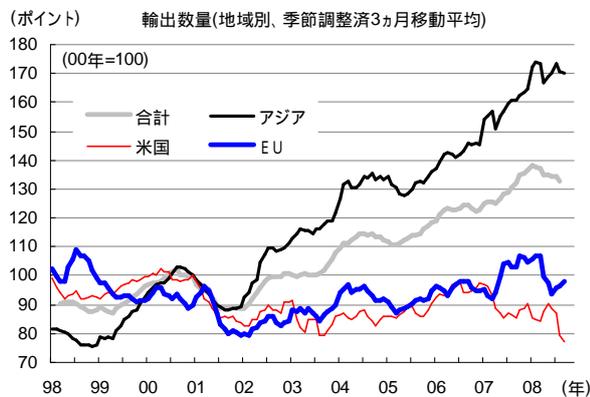
注: 生産の直近2ヵ月は企業予測指数を使用  
出所: 経済産業省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 生産は、輸送機械・電気機械を中心に大幅減産見通し



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

## 欧米向け輸出は減少、好調だったアジア向けも頭打ち



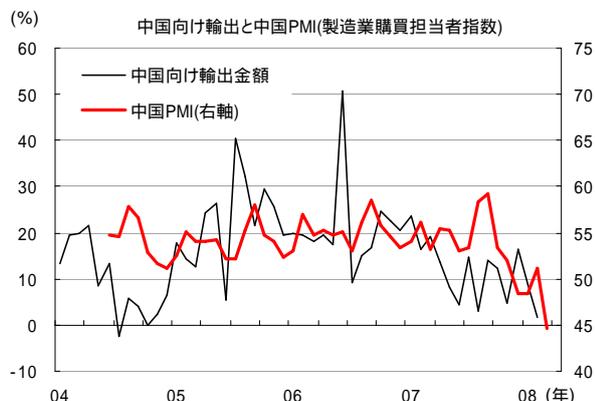
出所: 財務省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 海外からの受注低迷を受け、輸出も減少へ



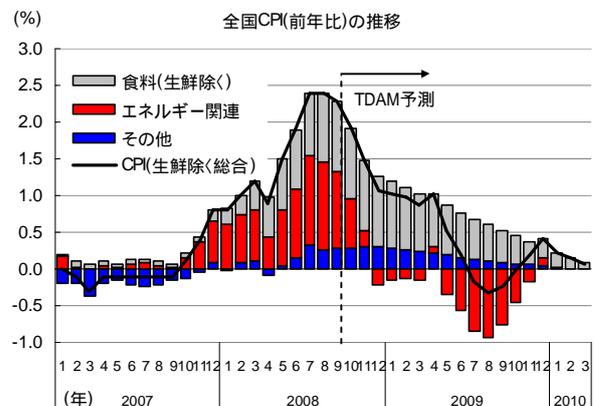
出所: 内閣府、財務省、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 中国の製造業景況感悪化で、中国向け輸出も伸び率鈍化



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

## 資源価格急落から、CPI(前年比)は急速に鈍化する見込み



出所: 総務省より TDAM 作成

## 2. 米国経済

住宅価格や株価の下落、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大きく下ぶれる可能性も。

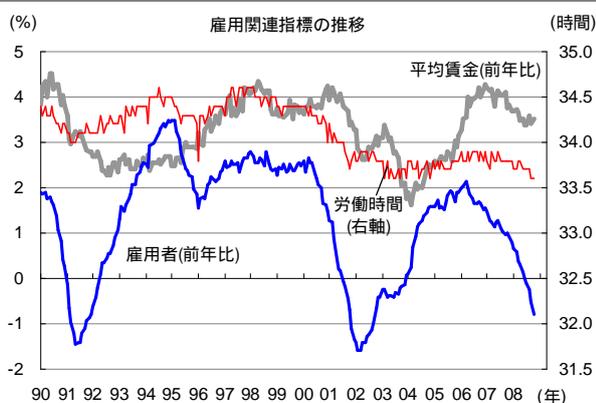
### 景気

- 個人消費は、消費マインド面において、ガソリン価格等の低下が好材料であるものの、急激な株安や住宅価格調整、ファイナンス条件の悪化などの要因から悪化傾向をたどると予想される。一方、雇用環境は、実体経済の悪化に伴い、これまでの住宅、金融部門を中心とした雇用の抑制が幅広い業種に広がることから雇用者数の減少傾向は当面加速する見込みである。このため、個人消費は、消費マインドの悪化と実質賃金の落ち込みから、大きく減速することが予想される。
- 住宅部門は、着工戸数が年率100万戸以下に抑制され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。特に、足許、住宅公社への信用不安などから住宅ローン金利も高止まりしていることが住宅ローン申請の下ぶれに寄与している模様である。
- 設備投資も、内外需要の急減速、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、ISM輸出受注の急減速などが示すとおり、輸出も大幅な鈍化が見込まれ、今後の景気下支えは期待しにくい。

### 物価

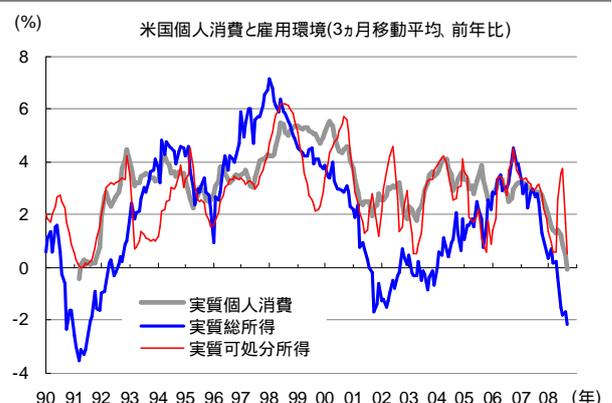
- 年初までの継続的なドル安や資源価格の上昇が波及し、消費者物価(食品とエネルギーを除く、前年比)もいわゆる物価安定圏をやや上回った推移が続いているが、足許の原油を始めとした資源価格の下落やドル高に伴う輸入インフレ圧力の低下から、インフレ期待には落ち着きが見られる。今後は最終需要の弱含むなか、賃金の上昇ペースも一段の鈍化が見込まれ、価格転嫁率も低く抑えられることから、消費者物価(食品とエネルギーを除く、前年比)は比較的落ち着いて推移することが見込まれる。

急速に悪化する雇用所得環境



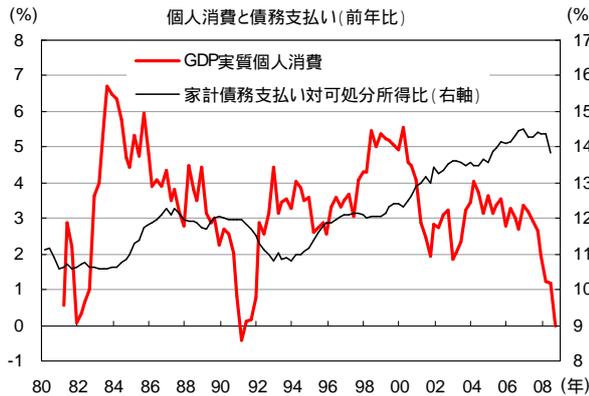
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

実質所得の減少と減税効果剥落で個人消費が減少



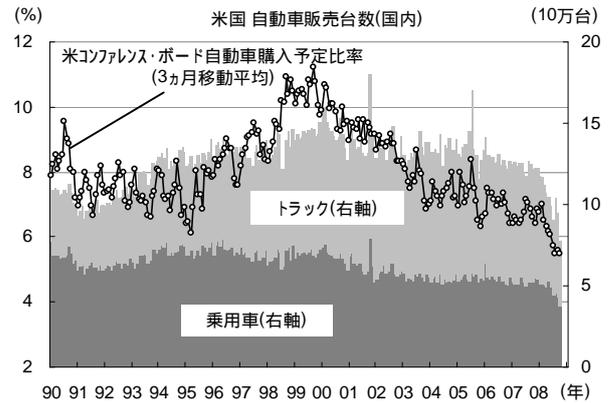
注: 実質総所得 = 民間部門雇用者数 × 平均賃金 × 平均労働時間、個人消費デフレーターにより実質化。  
 出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 過大な家計債務が今後も個人消費の重石に



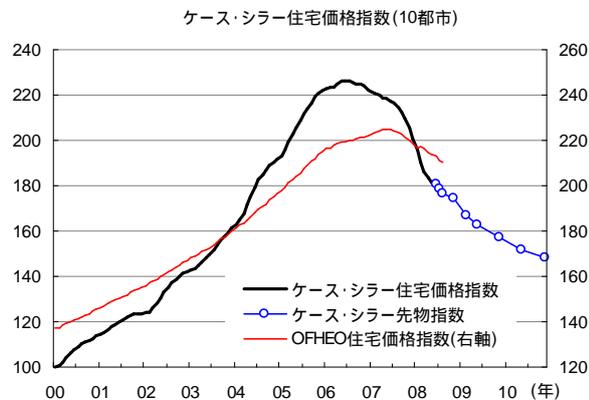
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 裁量的な支出が不振となる中、自動車販売は急減



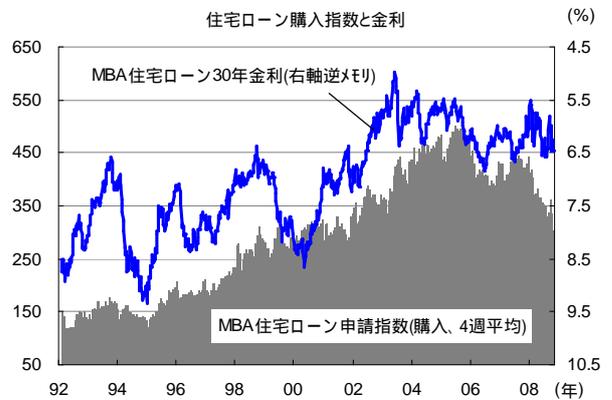
注: 米コソアリス・ボード(全米産業審議会。米国の経済団体、労働組合などで構成する非営利の民間調査機関)。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 市場の予想では、住宅価格の低下は 2010 年まで継続する見通し



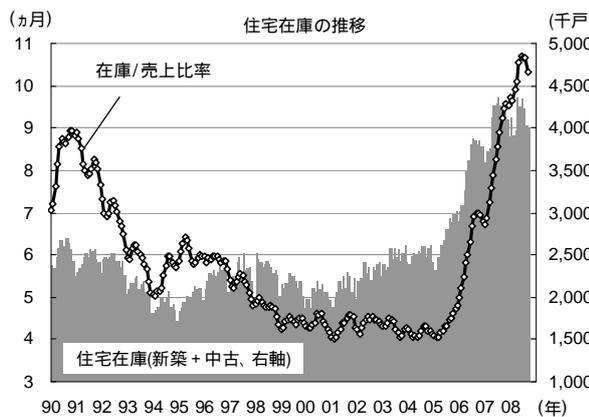
出所: トムソン・ロイター、Bloomberg より TDAM 作成

## 金利高止まりで住宅ローン申請(購入)の減少傾向変わらず



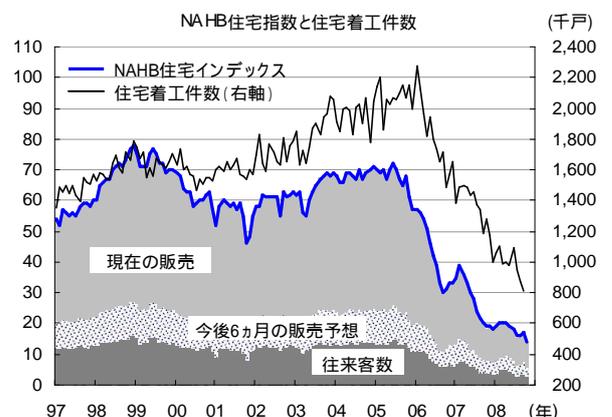
注: 米 MBA(全米抵当貸付銀行協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 住宅の在庫/売上比率は高止まり



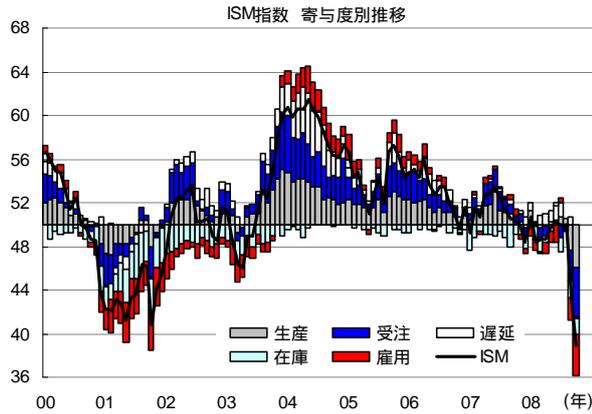
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 住宅業界の見通しに底入れの兆しなし



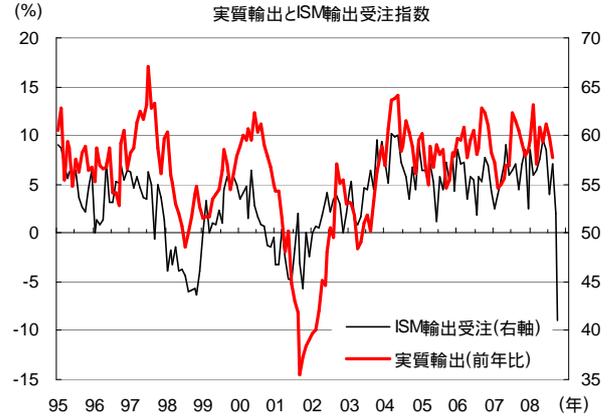
注: NAHB(全米住宅建設業者協会)  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 比較的安定していた製造業景況感も足許で大幅に低下



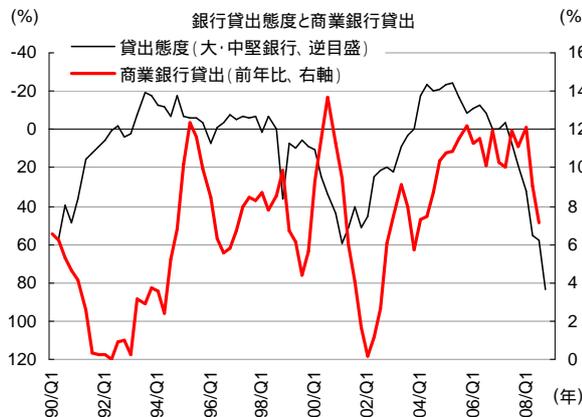
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 輸出の先行指標は今後の輸出急減を示唆



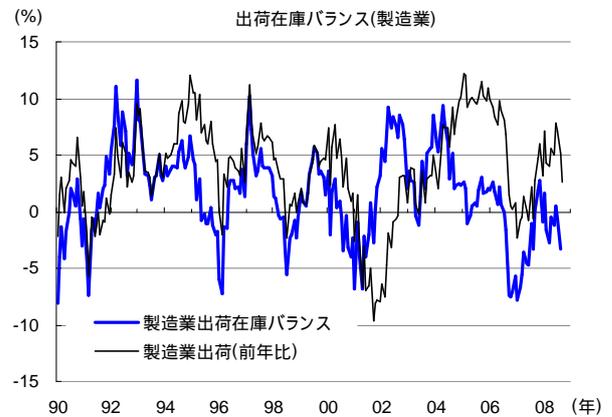
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 融資環境の悪化から設備投資も調整局面に



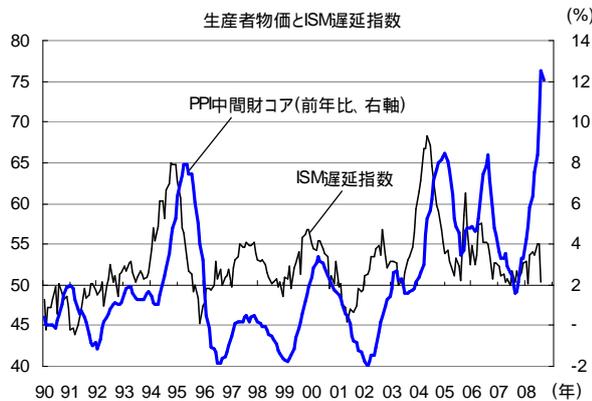
注: 貸出態度は融資基準を厳しくしたと回答した銀行の比率。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 出荷在庫バランスは足許で悪化



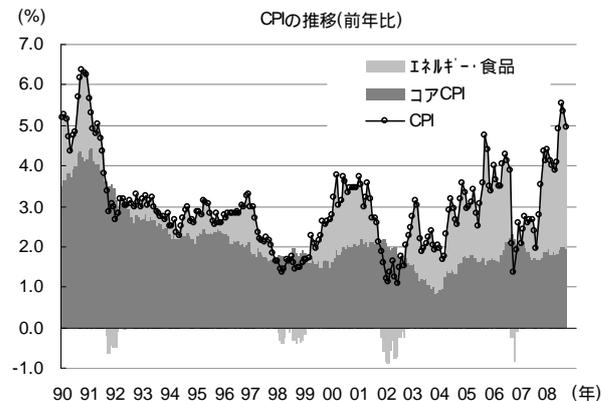
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 川上段階ではインフレ率は高いが、需給は弱い



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## コアレベルでは落ち着いた推移のCPI



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。

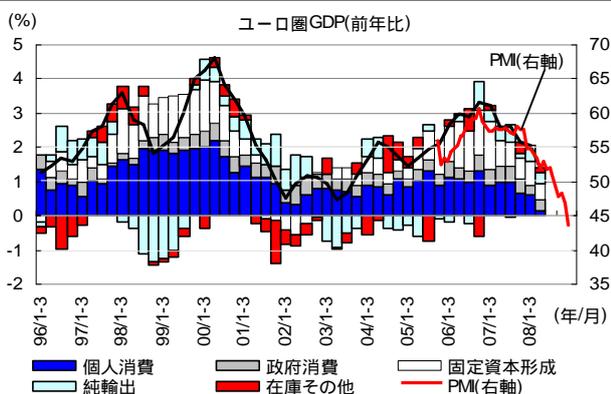
#### 景気

- ・ 雇用環境は、ユーロ圏全体では、失業者数が6ヵ月連続で増加するなど、スペインなどを始めとして徐々に悪化しつつある。依然ドイツにおいては景気遅行的に緩やかな改善を続けているものの、足許の景気急減速から今後は徐々に悪化に転じることが見込まれる。一方、食品や原油価格は落ち着き始めたものの先行きの景気悪化懸念により消費マインドは悪化を続けており、消費の一段の鈍化が予想される。
- ・ 外需は、前半までは、ユーロ高が進展し米国経済が減速するなかでも、ユーロ域内や中東欧の旺盛な需要により輸出の大幅な減速を回避してきた。しかし、足許においては、域内はもとより、世界的な信用収縮を背景に、ハンガリー、ポーランドを始めとした中東欧において、恒常的な高インフレや経常赤字、財政赤字といった問題から投資マネーが逃避したことにより景気が急減速しており、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。また、米サブプライム問題を発端とする金融機関の経営危機はユーロ圏においても深刻化しており、銀行の貸出余力は低下、貸出態度も急速に厳格化している。
- ・ 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、景気の継続的な下押し要因として作用することが予想される。

#### 物価

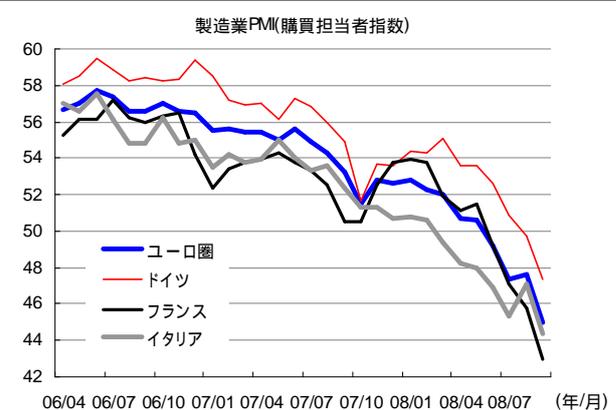
- ・ 総合インフレ率は、エネルギー価格や食品価格の上昇を受け7月に前年比4.0%とピークをつけた後は、商品価格の下落などにより10月は3.2%と低下傾向で推移している。今後も、景気が急減速し雇用コストの上昇圧力や価格転嫁圧力が低下する方向にあるなかで、エネルギー価格等の寄与の大幅な縮小により、年末にかけては2%程度まで急低下するものと予想する。

ユーロ圏景気はリセッション(景気後退)局面へ



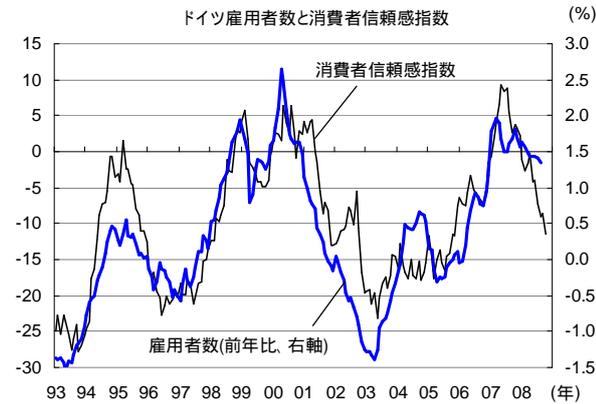
出所: トムソン・ロイター、Bloomberg より TDAM 作成

製造業景況感は低下トレンドが継続



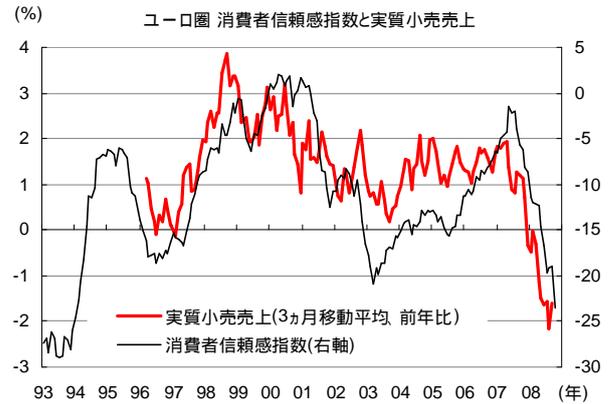
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## ドイツの雇用者数の伸びも鈍化傾向へ



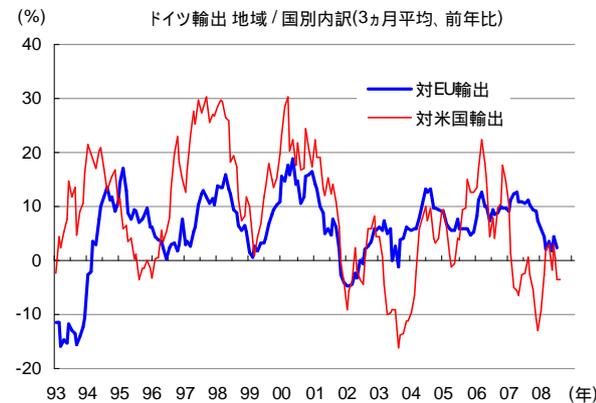
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## これまでの商品価格高騰と景気悪化懸念で消費も急減速



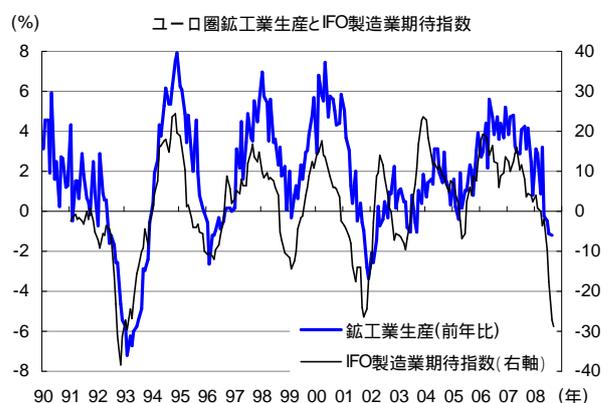
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## EU 域内での需要も減速が鮮明に



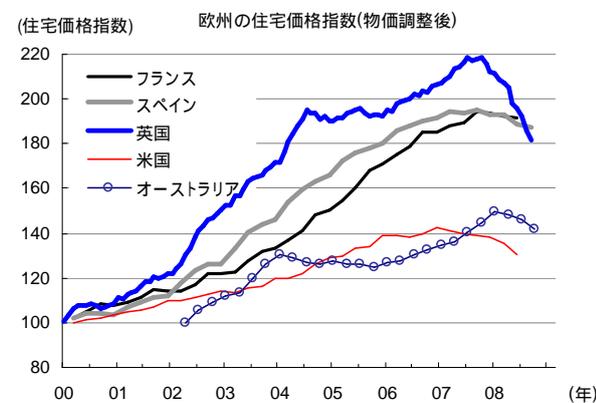
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 内外需要減退で生産は大きく減速



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

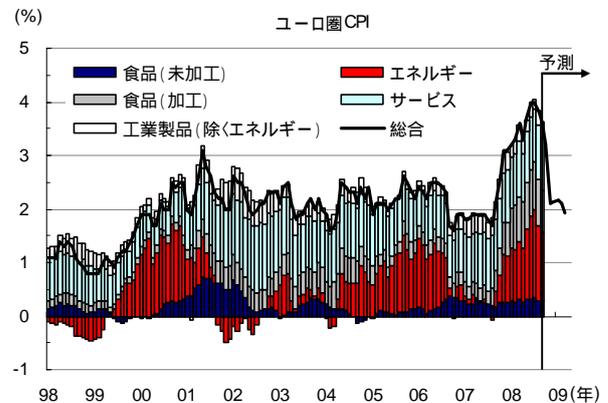
## 過去大きく上昇したフランス、スペインの住宅価格も調整へ



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

10月31日の日銀決定会合では、賛成反対同数の上、議長裁定で利下げが決定された。政府やマスコミに追い込まれる形での利下げを嫌ったのか、利下げ幅は0.2%となり、反対が4票もあった。(会議後に、反対票のうち3票は0.25%利下げを主張と判明。)同時に、0.1%の超過準備への付利も発表された。これはプラス金利下での量的緩和を可能にするためと見られる。また、今後ゼロ金利へ追い込まれることを拒否しているとも捉えられる。

一方で、展望レポートの景気見通しは大幅下方修正され、回復は10年度以降となった。物価については、09年度以降ほぼゼロ近傍としており、意外にもかなりハト派的であった。このシナリオから考えると、利上げに転じるのは10年度以降となろう。

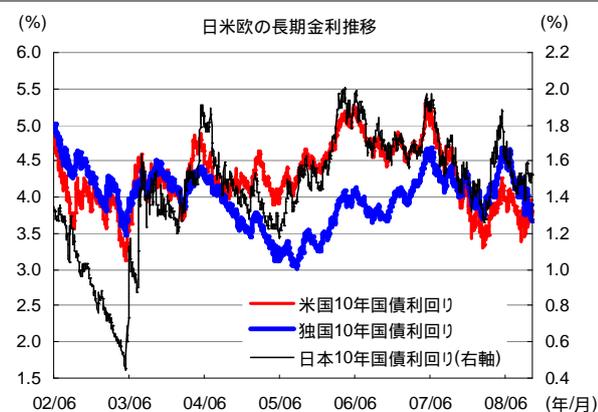
追加利下げについては、日銀の拒否感が強いものの、実体経済や金融環境が更に深刻化するなかで、さらに0.2%の追加利下げに追い込まれる可能性は十分に高いと思われる。

##### 長期金利

長期金利は、金融不安の高まりや景気の一段の減速により利下げ期待が次第に高まることから、緩やかな低下傾向での推移を予想する。

国債の増発リスクや、金融不安の高まりを受けた海外投資家のレバレッジ解消や換金売りなどから、利下げの効果は中期ゾーンまでにとどまり、長期金利は当面低下しにくいものの、中短期の運用利回りが低下したうえ、利上げはさらに遠のいたことから、いずれイールドの高い長期ゾーンまで買いが及んでくると予想する。需給的にも、国内機関投資家は、リスク許容度の低下や(為替ヘッジを付した外国債券投資における)為替ヘッジコストの上昇により、外国債券から国内債券へ資金を振り向ける可能性が高いと思われる。

日米欧の長期金利は6月以降は概ね低下傾向で推移



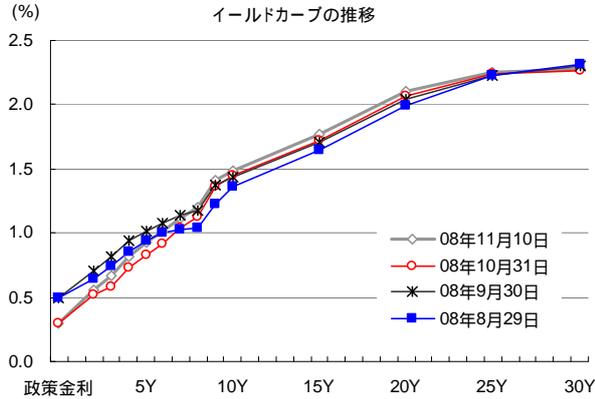
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

利下げに伴い中短期金利は低下したが、長期金利は横ばい



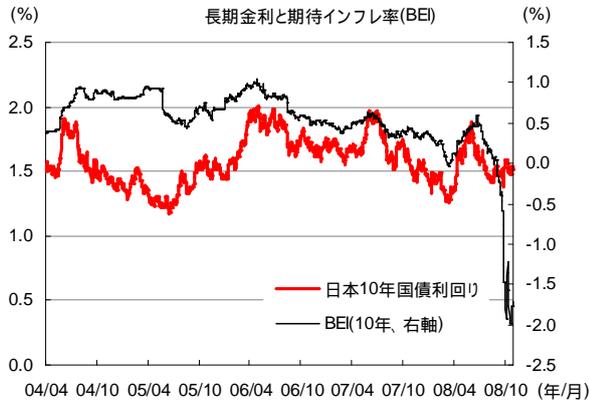
出所: Bloomberg より TDAM 作成

日銀は利下げを行ったが、市場では今後は据え置きを見込む



注: OIS(オーバーナイトインデックススワップ)の略。市場参加者の政策金利予想を反映している。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融市場の混乱に伴い物価連動国債が示す期待インフレ率は大幅なマイナスに



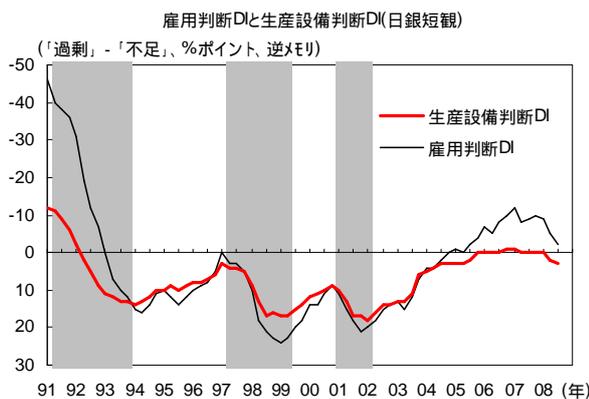
出所: Bloomberg より TDAM 作成

日銀は GDP 見通しを大幅に下方修正。当社は更なる下ぶれを予測

		日銀「展望レポート」		TDAM予測
		7月(中間評価)	10月(今回)	
実質GDP	08年度	+1.2 ~ +1.4 <+1.2>	+0.1 ~ +0.2 <+0.1>	-0.8
	09年度	+1.4 ~ +1.6 <+1.5>	+0.3 ~ +0.7 <+0.6>	-1.1
CPI (生鮮除(総合))	08年度	+1.7 ~ +1.9 <+1.8>	+1.5 ~ +1.6 <+1.6>	+1.6
	09年度	+1.0 ~ +1.2 <+1.1>	-0.2 ~ +0.2 <0.0>	+0.1

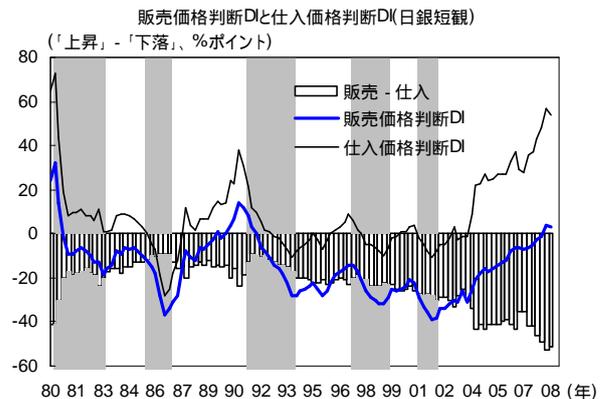
出所: 日本銀行、総務省、内閣府より TDAM 作成。

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、仕入と販売の価格差は過去最大規模



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。

### 金融政策について

FRB(米連邦準備制度理事会)は、金融市場の緊張が続くなか、10月8日にECB(ヨーロッパ中央銀行)など6カ国と協調利下げを発表し、FFレート目標を1.50%まで引き下げた後、10月28、29日に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)においても、FFレート目標を1.50%から1.00%に0.50%引き下げること全会一致で決定した。

しかし、それでも金融市場の緊張は収まりきらず、景況感も急速に悪化するなか、マーケットはすでに追加利下げを催促している。12月のFOMCにおいても、追加の利下げに踏み切る可能性が高いと思われる。

### 長期金利

金融安定化のための国債増発が金利上昇要因として懸念されるものの、足許では原油価格がピークから大きく調整したことによりインフレへの懸念は薄れつつあり、金融不安や景気下ぶれリスクが強く意識されることから、長期金利は、緩やかな低下傾向での推移を予想する。

長期金利が国債需給悪化懸念により高止まりもしくは上昇する場合には、FRBは景気への配慮から更なる追加利下げや金融緩和の長期化を示唆して時間軸効果を働かせて徐々にイールドを寝かせることに注力せざるをえないものと思われる。

## 1-3. ユーロ圏債券

長期金利は緩やかに低下。

### 金融政策について

ECB(ヨーロッパ中央銀行)は、世界同時株安が進行する最中、10月8日にはFRBなどとの0.5%の緊急協調利下げに踏み切り、政策金利を3.75%とした後、11月6日の理事会でも、全会一致で0.5%の利下げを行い、政策金利を3.25%とした。トリシェ総裁は、声明文並びに質疑応答で、「需要の抑制はしばらく続く」、「物価の上ぶれリスクは軽減している」という判断を示した。

今後についても、原油価格の下落でインフレ懸念が大きく後退していることに加えて、金融危機の深刻化により景気が後退局面入りすることは避けられそうにないこと、政策金利に比べると銀行間金利は依然として著しく高止まりしていることから、12月の理事会においても追加利下げを行う可能性が高いと予想する。

### 長期金利

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、今後も基調的な物価の安定から落ち着いた推移が予想される。一方で、金融不安の高まりや世界的な景気減速から追加利下げ観測が高まるにつれ、長期金利も低下傾向での推移を予想する。

(米国) FRB の積極的な利下げにより短期金利は低下基調



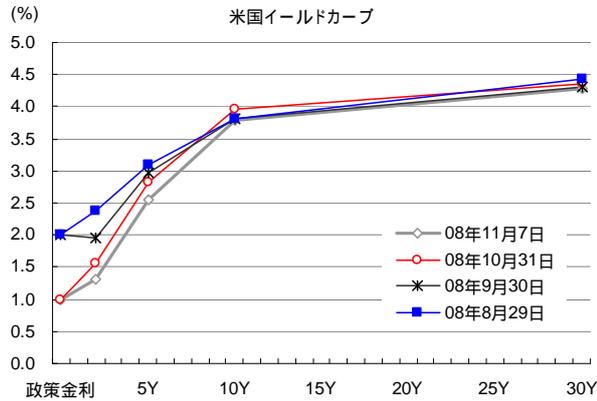
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 年央以降、金利は大幅低下



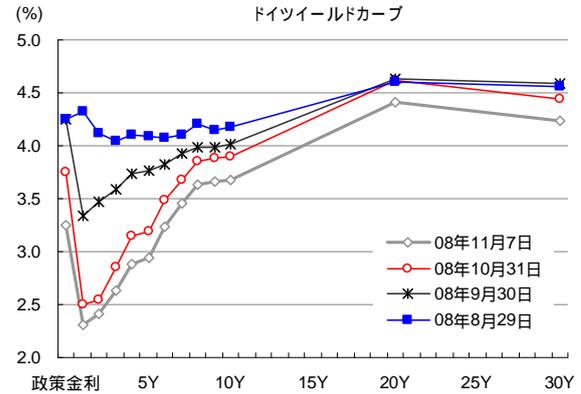
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 長期金利は財政悪化懸念により下げ渋る



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ドイツ) 追加利下げ期待を反映して短期金利は政策金利を大きく下回る水準



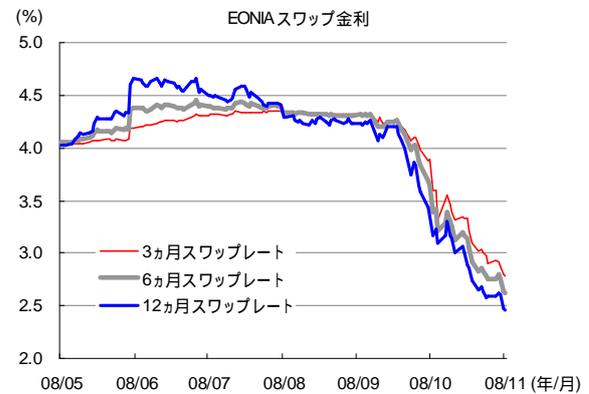
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) FF金利先物は12月の追加利下げを織り込む



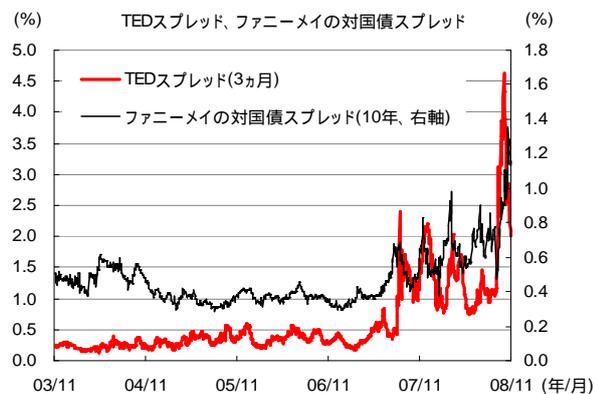
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ユーロ圏) 今後1年で1%程度の利下げを織り込む



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) 金融安定化策を受けてTEDスプレッドはピークアウト



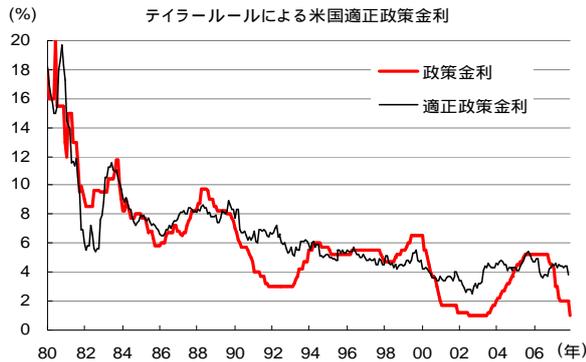
注: TED スプレッド(米国3ヵ月物TBと3ヵ月物LIBORとの金利差。)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 社債スプレッドは拡大基調が継続



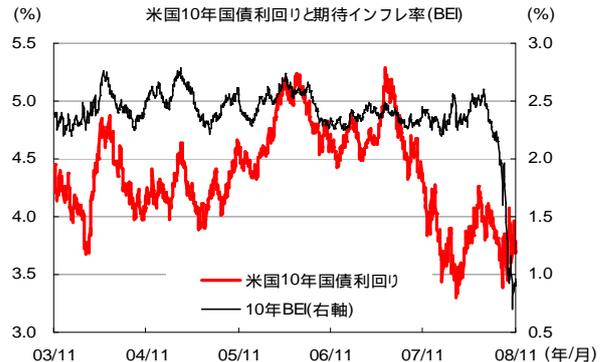
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 現状の政策金利はテイラールールと比べて緩和的



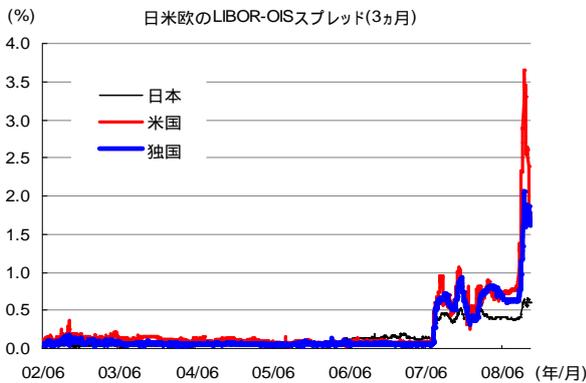
注: テイラールールとは、政策金利の適性水準を算出する代表的モデルで下記の計算式で求められる。  
 テイラールール = 実質均衡短期金利 + インフレ率 + 0.5 × (GDP 成長率 - 潜在成長率) + 0.5 × (インフレ率 - インフレ目標)。  
 (実質均衡短期金利は2%を想定、インフレ率はコアPCE、潜在成長率は米議会予算局算出データを使用、インフレ目標は2%を想定。)  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 期待インフレ率(BEI)は大幅低下



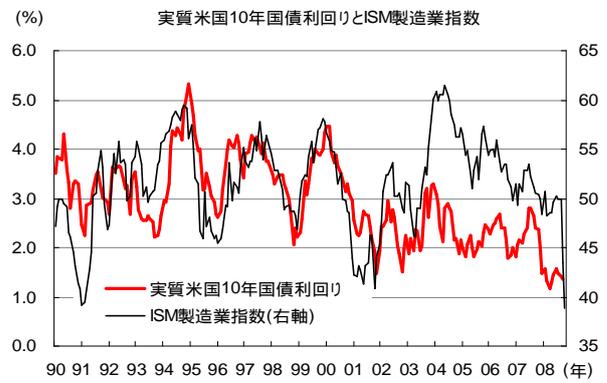
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## LIBOR - OIS スプレッドはピークアウトしたもの依然高水準



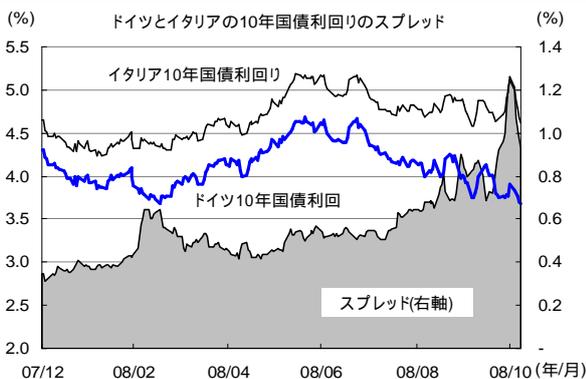
注: LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)。OIS(オーバーナイトインデックススワップの略。市場参加者の政策金利予想を反映している。)  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 景況感の急速な悪化が実質金利の低下を示唆



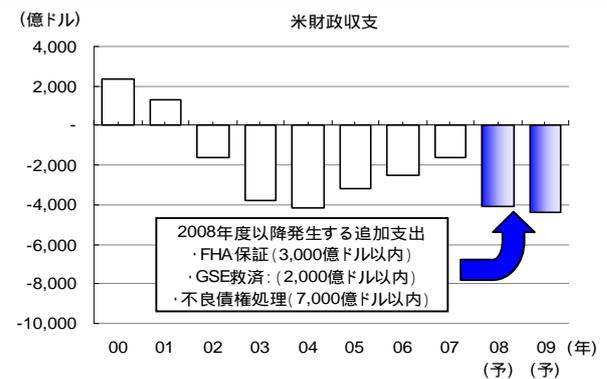
注: 実質米国10年国債利回りは、コアCPIで実質化。  
 出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## (ユーロ圏) ユーロ圏周辺国金利の対ドイツスプレッドが拡大傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 米国の財政赤字は今後大幅に膨らむ公算大



注: 2008年度以降はCBO(米議会予算局)の予想  
 出所: CBO(米議会予算局)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。

#### 〔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は、世界経済の急速な悪化やリスク許容度の著しい低下から、リスク資産を圧縮するなかで日本株の組み入れも大きく落としてきている。特に米大手証券リーマン・ブラザーズが破綻した9月中旬以降は、米国金融不安の再燃によりボラティリティが歴史的な高水準まで急上昇するなか、資金繰りに窮した海外投資家のヘッジファンドや株式投信の解約が急増し、日本株からも資金を引き上げる動きが加速した。

今後は、内外金融機関の再編等に伴うリスク資産保有の見直しの動きも需給的な悪材料になりやすいと思われる。

#### 〔バリュエーション〕

東証一部市場全体のPBRはほぼ1倍で過去最低水準にあるほか、配当利回りと10年国債利回り差も1%程度で過去最高水準にあるなど、一般的なバリュエーション指標は、株価が割安圏にあることを示唆している。

#### 〔業績動向〕

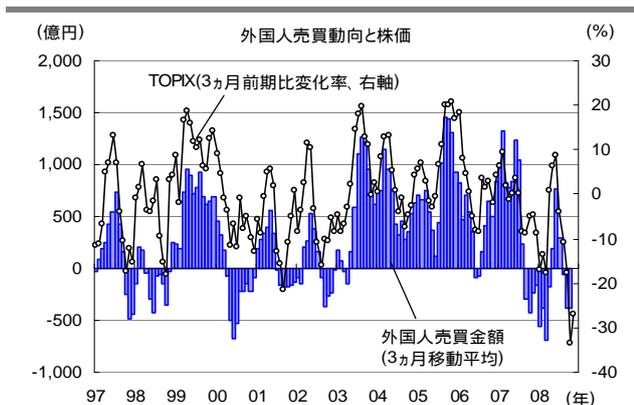
東証1部の企業業績は、08年度のアナリスト予想において、売上高+2.5%、経常利益15.7%と、会社側予想の下方修正に呼応して今期の下方修正傾向が鮮明となってきた。しかし、いまだ会社予想(売上高+1.8%、経常利益21.6%)に比べ、依然としてやや高い利益水準を見込んでおり、トップダウンからの推計値とも乖離が大きい。また、09年度の予想増益率も依然10%を越える高水準にあり、今後も下方修正は続く見通し。(上記の数値は、11月6日時点。)なお、弊社においては、マクロの前提条件による大まかな試算により、経常利益は、08年度25%程度の減益、09年度についても5~10%の減益を見込んでいる。

#### 〔株価見通し〕

米欧を中心とした金融不安に収束が見られないなかで、景気減速ペースの加速が予想されることから株価は下値を模索する動きが続くと予想する。歴史的な割安感を示すバリュエーション指標も金融システムの混乱が続くなかで、投資家のリスク許容度が著しく低下しており、十分機能しない可能性が高く、株価の下支え要因として働くことを期待しがたい状況にある。

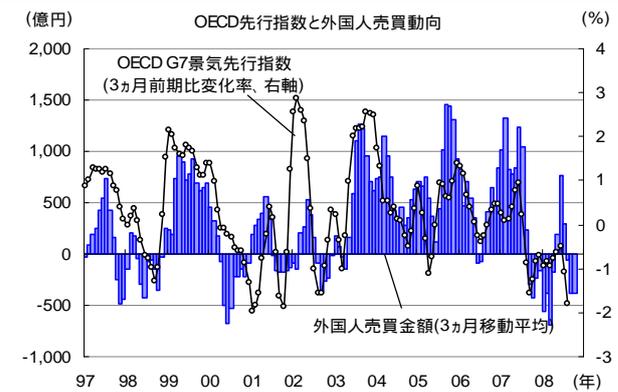
今後、株式市場では、米欧を中心に金融システム安定化と景気下支えに向けた政策対応を催促する展開が続くと予想される。しかし、こうした政策対応も世界的な景気後退が加速するなかにおいては、すぐに貸し渋りの解消や住宅価格下落の歯止めにつながるような効果は期待しにくいものと思われる。株価は一時的に政策期待で反発する局面はあるものの、実体経済の急速な悪化による業績下ぶれ懸念から、上値は重く下値を模索する展開を予想する。

株価は外国人投資家の売買動向と密接な関連性



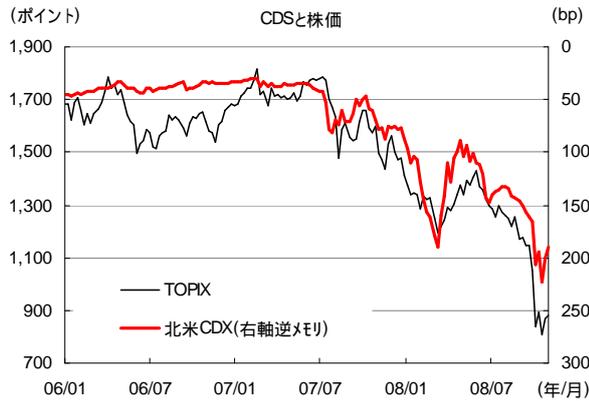
出所: 東京証券取引所、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

外国人売買動向はグローバル景気動向との相関が高く、当面は期待薄



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

## 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: CDS 指数とは、企業の信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) 市場において、北米の投資適格企業 125 社によって構成されている指数。  
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

## 各国ともに PER は急低下。依然、日本の PER は欧米よりもやや高い水準



注: 各国 PER は、12 カ月先予想ベース。  
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、低下に転じるも、なお高水準



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



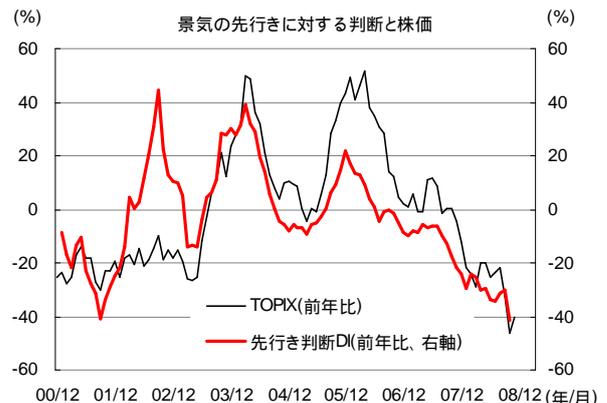
注: 組入れ比率指数は、Quick が機関投資家に対して行ったアンケートをもとに現在の国内株式組入れ比率を指数化したもの。50 が中立を示す。  
出所: Quick(QSS レポート)より TDAM 作成

## 新興市場の株価も下落傾向継続



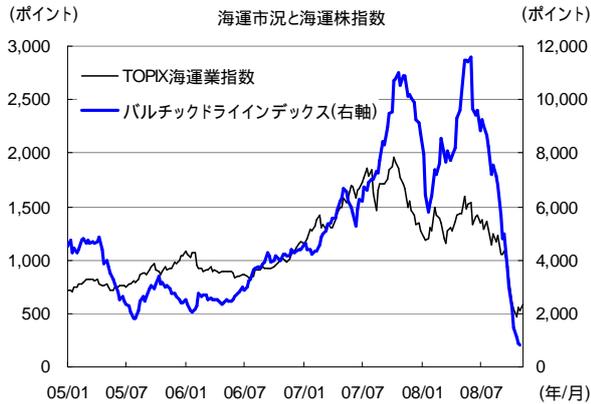
注: 2004 年末を 100 とし指数化。  
出所: 東京証券取引所、Quick より TDAM 作成

## 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



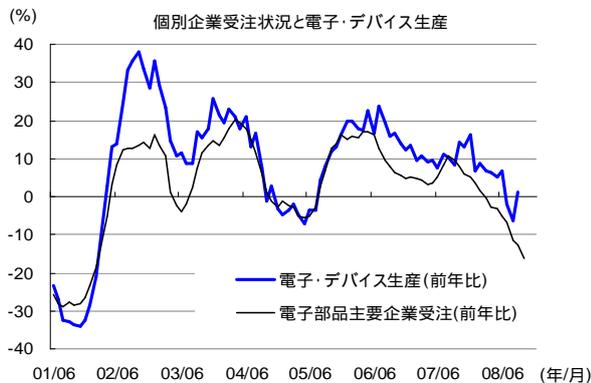
注: バルチックドライインデックス(バルチック海運指数)とは、ロンドン海運取引所に上場している鉄鉱石や穀物を運ぶ不定期船の運賃指標。  
出所: Quick より TDAM 作成

## 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

## 電子部品各社の受注・売上は低下基調



注: 12ヵ月先予想ベース。  
出所: 経済産業省、三菱UFJ証券レポートからの抜粋により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	アナリストコンセンサス予想		
	前年比	前年比	前年比	前年比		
売上高	665,904	+1.8%	670,574	+2.5%	685,451	+2.2%
営業利益	31,670	-20.4%	33,699	-15.3%	37,361	+10.9%
経常利益	30,651	-21.6%	32,967	-15.7%	36,649	+11.2%
税引利益	16,791	-23.0%	18,534	-15.0%	21,115	+13.9%

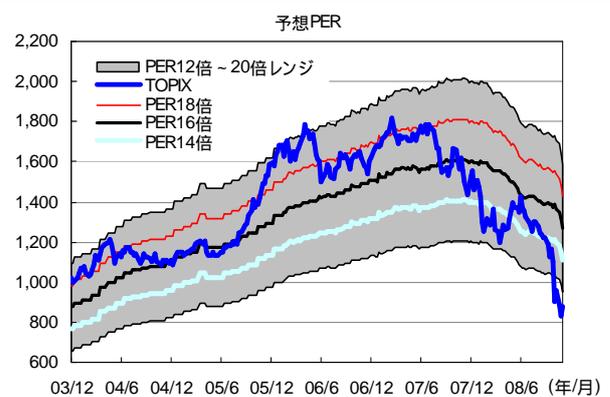
注: 08年11月6日時点、東証一部に上場する12月、1月、2月、3月決算の企業(金融除く)を集計した。  
出所: Quick より TDAM 作成

## 12ヵ月 EPS のアナリストコンセンサス予想は約5%の増益を予想



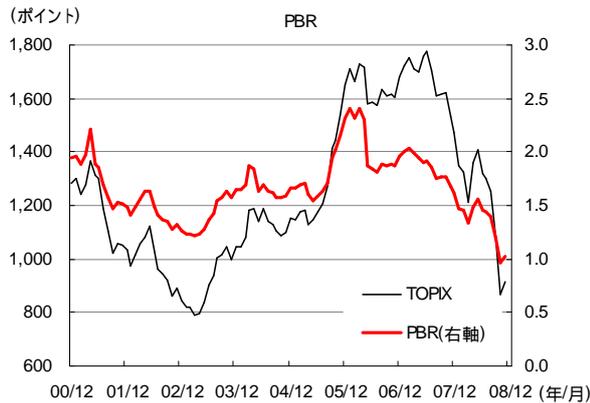
注: 12ヵ月先予想ベース。  
出所: トムソン・ロイターよりTDAM作成

## アナリスト予想を基準にしたPERは歴史的な低水準



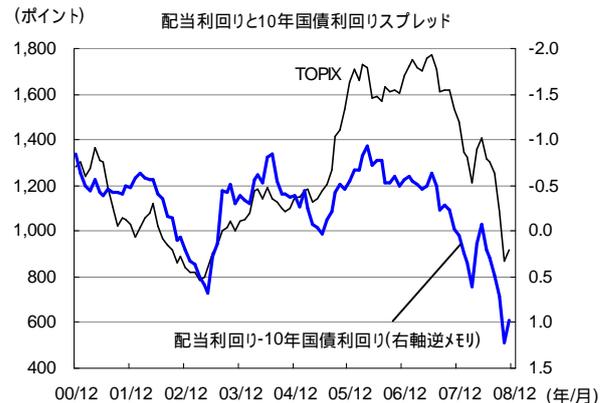
注: 12ヵ月先予想ベース。  
出所: トムソン・ロイターよりTDAM作成

## PBR はほぼ 1 倍と過去最低水準



出所: NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

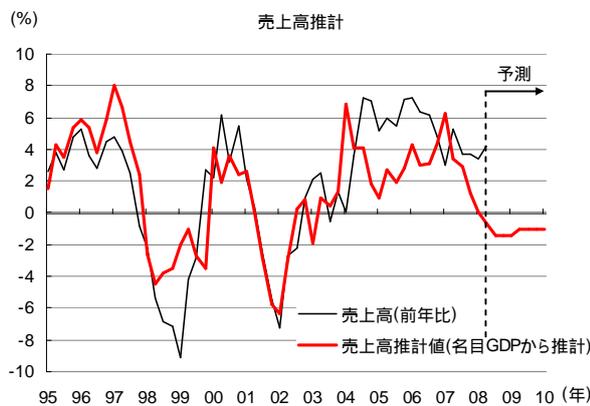
## 配当利回り-10年国債利回りは 1%程度と過去最高水準



出所: NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

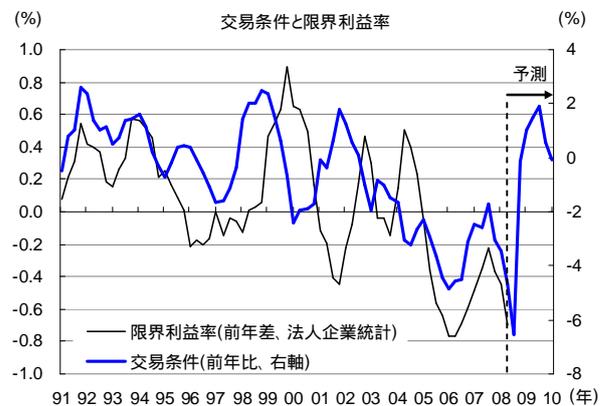
### 〔当社の企業収益予想概算〕

名目 GDP から推計される 08 年度売上高変化率は -1%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

原油価格 70 ドル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 70 ドル/バレルとして推計。  
出所: 日本銀行、財務省より TDAM 作成

今期は 25%程度の減益、来期は 5~10%程度の減益がメインシナリオ

増益率と PER による株価マトリクス  
(黄色ハイライトはメインシナリオ: 今期 25%減益、来期 5~10%減益)

#### (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 -0.75%	限界利益率 -0.5%
+0.00%	0.7%	-18.0%	-13.2%
▲0.50%	-0.4%	-21.3%	-16.5%
▲1.00%	-1.4%	-24.5%	-19.9%
▲1.50%	-2.5%	-27.8%	-23.2%
▲2.00%	-3.6%	-31.1%	-26.5%

#### (2009年度増益率試算)

名目GDP	売上高伸び率 (推計)	固定費 +2%		固定費 +1%	
		限界利益率 前期並	限界利益率 前期並	限界利益率 前期並	限界利益率 前期並
+0.00%	0.7%	-3.7%	-1.1%	-3.7%	-1.1%
▲0.50%	-0.4%	-7.4%	-4.8%	-7.4%	-4.8%
▲0.80%	-1.0%	-9.6%	-7.0%	-9.6%	-7.0%
▲1.00%	-1.4%	-11.1%	-8.5%	-11.1%	-8.5%
▲1.50%	-2.5%	-14.7%	-12.2%	-14.7%	-12.2%

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。

#### 2008年度増益率-25%

		2009年度増益率					
		5.0%	0.0%	-5.0%	-10.0%	-15.0%	-20.0%
PER	18倍	1,127	1,091	1,054	1,018	982	945
	16倍	1,002	970	937	905	873	840
	14倍	877	848	820	792	764	735
	12倍	751	727	703	679	654	630

#### 2008年度増益率-30%

PER	18倍	1,052	1,018	984	950	916	882
	16倍	935	905	875	845	814	784
	14倍	818	792	765	739	713	686
	12倍	701	679	656	633	611	588

#### 2008年度増益率-20%

PER	18倍	1,202	1,164	1,125	1,086	1,047	1,008
	16倍	1,069	1,034	1,000	965	931	896
	14倍	935	905	875	845	814	784
	12倍	814	776	737	698	659	621

出所: TDAM 予想

2-2. 外国株式

上値重く下ぶれしやすい展開。

〔米国株式〕

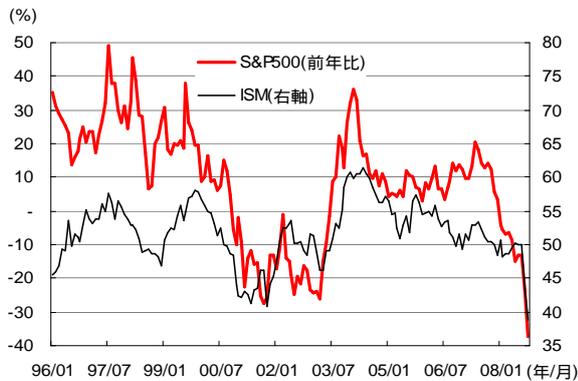
9月中旬の米大手証券リーマン・ブラザーズ経営破綻以降、世界的な金融不安の高まりを受けて、米国においては金融機関からの不良債権の買取りを主目的とした金融安定化法を成立させたほか、その他さまざまな流動性の対策や協調追加利下げを行うなど、政策を総動員している。10月のG7においては、公的資金による資本注入を含む行動計画が採択され、金融機関の資本増強も実行に移された。11月4日には大統領選も終了し、大統領、上院、下院を民主党が独占したことから、新政権発足を待たずに景気刺激策がまとまる公算も大きい。こうしたなか、米国株は政策面でのサポートが好材料となるものの、悪化する経済指標や業績懸念などが嫌気され、振れの大きい展開が続いている。

今後の株価は、政策対応への期待により株価が一時的に反発する可能性はあるものの、实体经济の悪化が加速する見込みであることや、世界的なリスク許容度の著しい低下により需給環境が悪化していることから、上値の重い軟調な展開が続くと予想する。

特に、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業績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、米ドルLIBOR金利は急低下しており、銀行間のクレジット・クランチは最悪期を脱したようにも見えるが、一方では依然、一般企業の社債スプレッドは拡大傾向にあり、資金調達コストの増加も業績の下押し要因として懸念される。

米国の景況感は急速に悪化



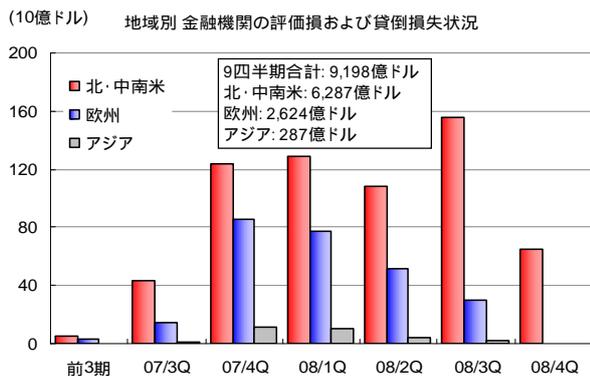
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

信用不安が払拭されない環境は続く



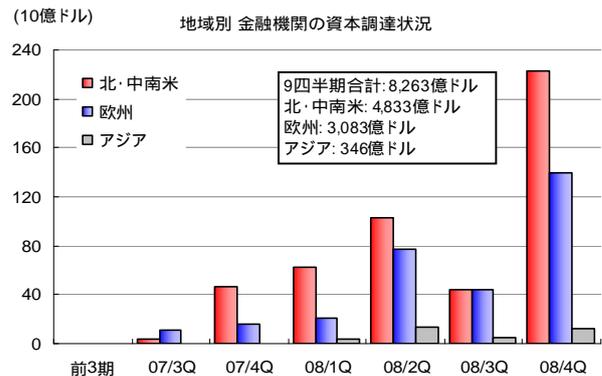
注: CDX 指数とは、企業の信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)市場において、北米の投資適格企業125社によって構成されている指数。出所: Bloombergより TDAM 作成

減らない金融機関の評価損と貸倒損失



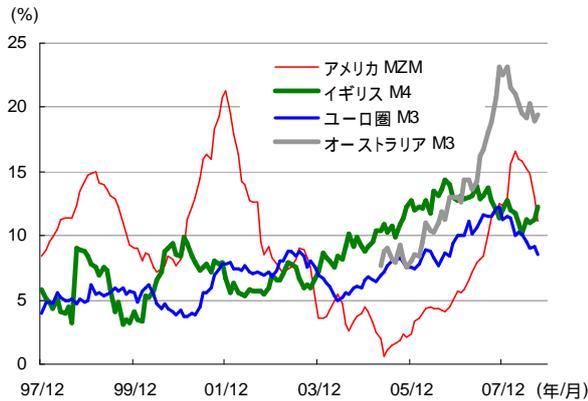
注: 08年11月11日時点。対象は、各地域の主要金融機関。  
出所: Bloombergより TDAM 作成

金融機関の資本調達は公的資本注入で急速に拡大



注: 08年11月11日時点。対象は、各地域の主要金融機関。  
出所: Bloombergより TDAM 作成

## 各国マネーサプライ(前年比)の伸び率は低下基調



注: M2M(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を発表していないので、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景気後退局面へ



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 米ドル高が企業収益を圧迫



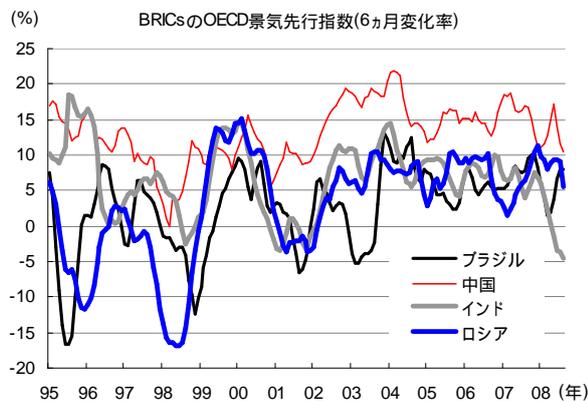
注: 12ヵ月先予想EPSは、MSCI米国指数のデータを使用。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 米国は生産失速により企業収益は急速に減少



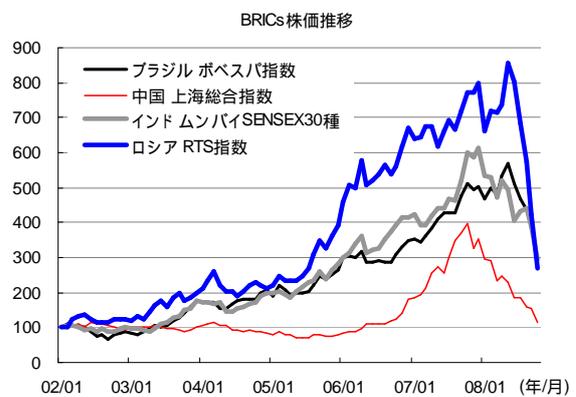
注: 12ヵ月先予想EPSは、MSCI米国指数のデータを使用。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 新興国の景気も減速基調に



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 新興国の株価は大幅に下落



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. ドル円

##### 緩やかな円高ドル安傾向。

米国経済の失速懸念や金融不安が再燃するなか、ドルを積極的に買う材料も乏しく、米追加利下げ期待の高まりや投資家の一段のリスク回避的な姿勢により、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、日本の個人投資家からの高金利通貨を対象とした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、足許すでに円キャリートレードのポジションは大きく縮小してしまっていることや、米国の現行政策金利水準(1.0%)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。

ただし、リスクシナリオとして、金融安定化に向けた対策による米国財政赤字の急拡大への懸念にマーケットの焦点が当たる場合には、全通貨に対して大幅なドル安に振れる可能性も否定できない。

#### 3-2. ユーロドル

##### 緩やかなドル高ユーロ安傾向。

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る。

今後も原油等の商品価格の動向に大きく左右され、振れやすい展開が予想される。世界経済が米国中心に大きく減速を続けるなかで、商品価格の下落傾向が継続する可能性が高いこと、米国よりもユーロにおいて利下げ余地が大きいこと、リスク資産の圧縮に伴う資金の(円または)ドルへの回帰から、緩やかなドル高ユーロ安での推移を予想する。

足許、ユーロにおける利下げ観測の高まりが顕著



注: OIS(オーバーナイトインデックススワップ)の略。市場参加者の政策金利予想を反映している。) 出所: Bloomberg より TDAM 作成

米利下げ観測の高まり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。市場参加者の政策金利予想を反映している。) 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## ユーロ圏の景況感悪化、金融危機の本格化からユーロ大幅下落



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## ドル買い、原油・ユーロ売りの流れが継続



出所: Bloomberg より TDAM 作成

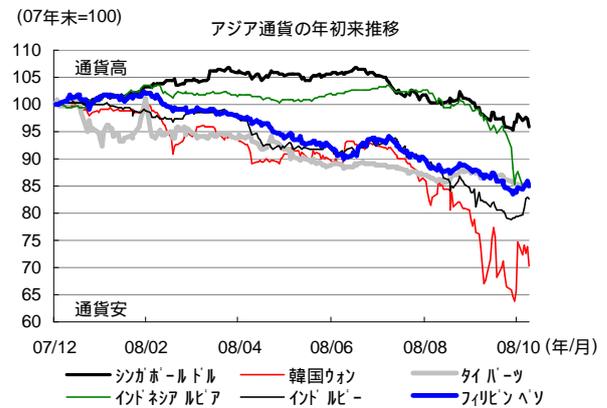
## 平時と比較して投資家のリスク回避姿勢は高止まり



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。

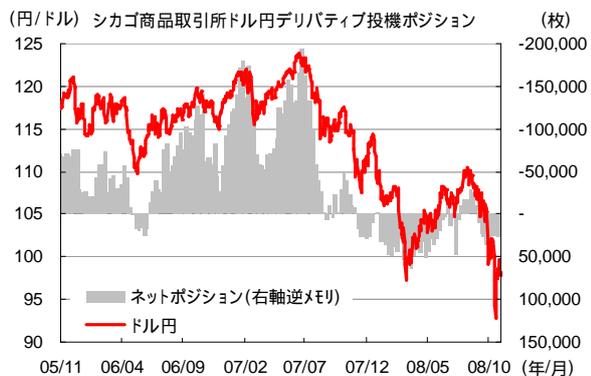
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## アジア通貨から資本が逃避し、ドルへ回帰する傾向



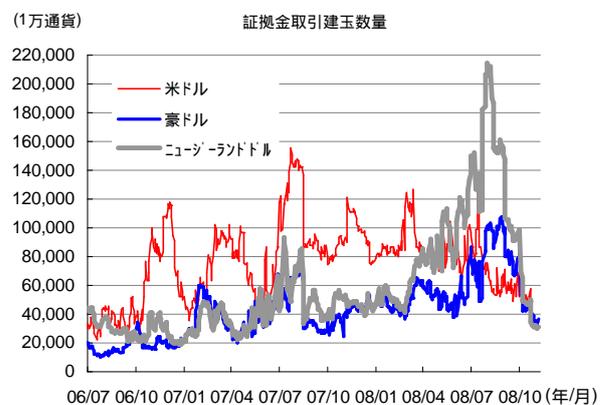
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 投機筋の円ポジションは買い越しに転じる



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 外為証拠金取引では、高金利通貨中心に建玉が急減



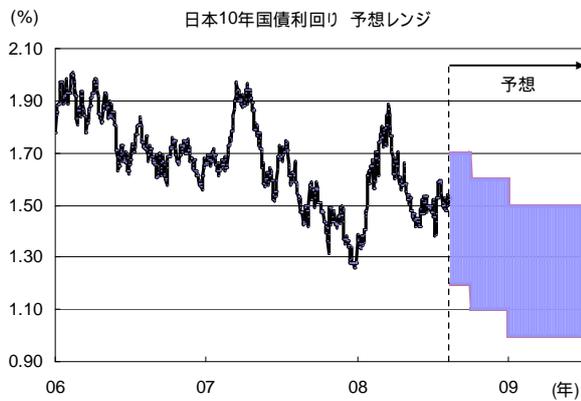
出所: 東京金融取引所より TDAM 作成

4. 市場見通し(まとめ)

			実績	予想								
			2008年 11月11日	~ 2008年12月末		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	%	0.30	0.10	~	0.30	0.00	~	0.30	0.00	~	0.30
	10年国債利回り	%	1.495	1.20	~	1.70	1.10	~	1.60	1.00	~	1.50
	TOPIX	ポイント	889	700	~	1,000	650	~	950	600	~	900
	日経平均	円	8,809	7,000	~	10,000	6,500	~	9,500	6,000	~	9,000
米国	FFレート	%	1.00	0.25	~	1.00	0.25	~	0.75	0.00	~	0.50
	10年国債利回り	%	3.745	3.30	~	4.10	3.10	~	3.80	2.90	~	3.60
	S&P500	ポイント	899	700	~	1,100	650	~	1,050	600	~	1,000
	NY ダウ	ドル	8,694	6,600	~	10,000	6,000	~	9,000	5,500	~	8,600
ドイツ	レポレート	%	3.25	2.50	~	3.25	2.25	~	3.00	2.00	~	2.75
	10年国債利回り	%	3.671	3.30	~	4.20	3.10	~	4.00	2.90	~	3.80
	DAX	ポイント	4,762	3,700	~	5,300	3,300	~	5,000	3,000	~	4,800
為替	ドル円	円/ドル	97.65	92	~	104	90	~	102	88	~	100
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.252	1.17	~	1.37	1.15	~	1.35	1.13	~	1.33
	ユーロ円	円/ユーロ	122.27	108	~	142	104	~	138	100	~	133

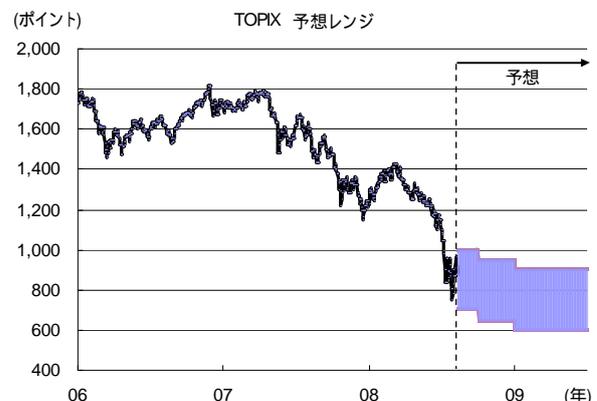
出所: 東京証券取引所、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズより TDAM 作成。TDAM 予想。

〔日本〕 長期金利は低下余地を探る展開を予想



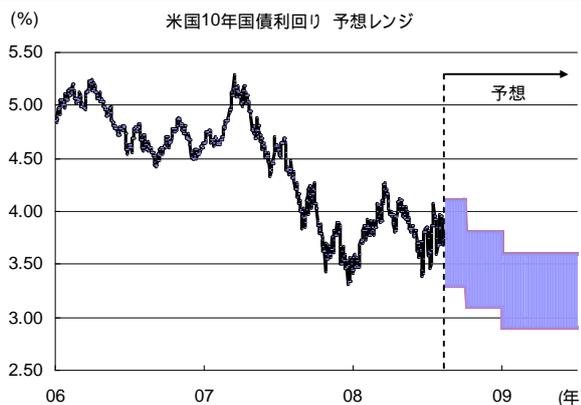
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔日本〕 株価は上値が重く、下ぶれしやすい展開を予想



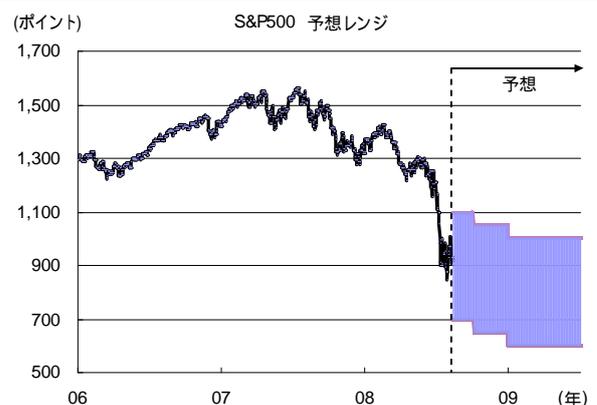
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔米国〕 長期金利は低下傾向で推移する見通し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

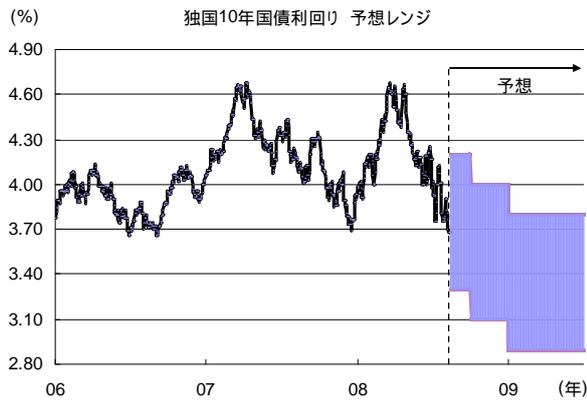
〔米国〕 株価は上値が重く、下ぶれしやすい展開を予想



出所: Bloomberg より TDAM 作成

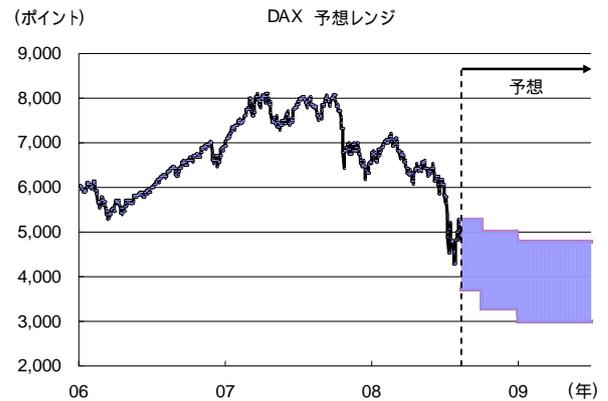
\*「市場見通し(まとめ)」は、本資料作成時における見解であり、将来を示唆、保証するものではありません。

## 〔ドイツ〕 長期金利は低下傾向で推移する見通し



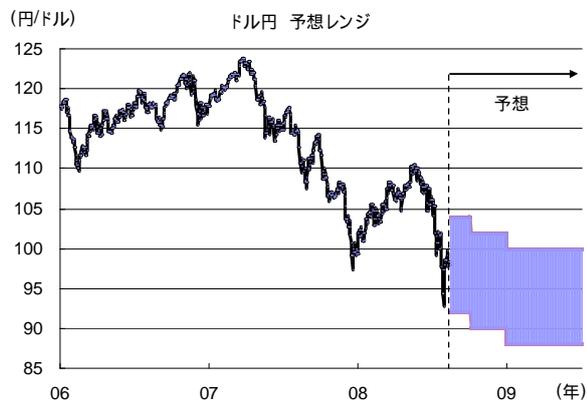
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔ドイツ〕 株価は上値が重く、下ぶれしやすい展開を予想



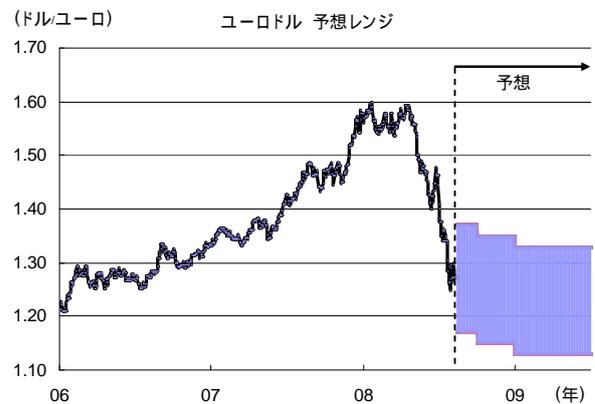
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔為替〕 ドル円は緩やかな円高を予想



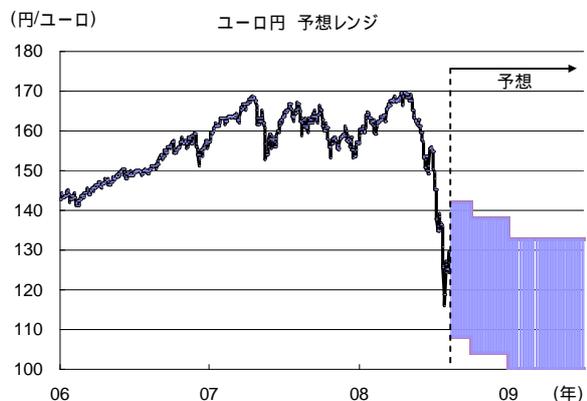
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔為替〕 ユーロドルは緩やかなドル高を予想



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔為替〕 ユーロ円は円高を予想



出所: Bloomberg より TDAM 作成

\* 「市場見通し(まとめ)」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。

## 【参考データ】当面の主要な 政治・経済カレンダー

月曜日	火曜日	水曜日	木曜日	金曜日
<b>11/10</b> 9月機械受注(8:50)	<b>11/11</b> 9月国際収支(速報、8:50) 10月マネーストック(8:50) 10月貸出・資金吸収動向(8:50) 10月景気ウォッチャー調査(14:00)  (米) Veterans' Day (独) 11月ZEW景況感調査	<b>11/12</b> 10月消費動向調査(14:00)	<b>11/13</b> 10月企業物価指数(8:50) 9月鉱工業生産(確報、13:30)  (米) 9月貿易収支 (米) 10月財政収支	<b>11/14</b> (米) 10月小売売上高 (米) 10月輸入物価指数 (米) 11月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値) (EU) 1-0圏 10月CPI(確報値) (EU) 1-0圏 3Q GDP(速報値)  11/14-15 G20金融サミット(ワシントン)
<b>11/17</b> 3Q GDP速報(1次速報、8:50) 9月第3次産業活動指数(8:50) 11月月例経済報告(中旬)*  (米) 10月鉱工業生産	<b>11/18</b> 9月景気動向指数(改定値、14:00)  (米) 10月PPI (英) 10月CPI	<b>11/19</b> 9月全産業活動指数(8:50)  (米) 10月CPI (米) 10月住宅着工・建設許可件数	<b>11/20</b> 10月貿易統計(8:50)* 日銀金融政策決定会合  (米) 10月景気先行指数 (米) 11月フィラデルフィア連銀	<b>11/21</b> 日銀金融政策決定会合    11/22-23 APEC首脳会議
<b>11/24 振替休日</b> (米) 10月中古住宅販売件数 (EU) 1-0圏 11月PMI景況感指数 (独) 11月IFO景況感指数*	<b>11/25</b> 10月企業向けサービス価格指数(8:50) 11月金融経済月報(14:00)  (米) 3Q GDP (米) 9月 S&Pケース・シラー米住宅価格 (米) 11月消費者信頼感指数	<b>11/26</b> (米) 10月新築住宅販売件数 (米) 10月耐久財新規受注 (英) 3Q GDP(速報値)	<b>11/27</b> 日銀金融政策決定会合議事要旨(8:50)  (米) Thanksgiving Day (EU) 1-0圏 10月マネーサプライ (EU) 1-0圏 11月業況判断指数	<b>11/28</b> 10月全国消費者物価指数(8:30) 10月家計調査(8:30) 10月完全失業率(8:30) 10月鉱工業生産(速報、8:50) 10月住宅着工件数(14:00)  (EU) 1-0圏 10月失業率 (EU) 1-0圏 11月CPI(速報値)
<b>12/1</b> 11月新車販売台数(14:00)  (米) 11月ISM製造業景況感指数	<b>12/2</b> 11月マネタリーベース(8:50)	<b>12/3</b> (米) 11月ISM非製造業景況感指数 (米) 地区連銀景況報告(ページブック) (EU) 1-0圏 10月小売売上高 (英) 中銀 金融政策委員会(MPC)	<b>12/4</b> 法人企業統計調査(3Q、8:50)  (EU) ECB理事会 (英) 中銀 金融政策委員会(MPC)	<b>12/5</b> 10月家計消費状況調査(速報値、14:00)  (米) 11月雇用統計 (米) 10月消費者信用残高 (米) 10月製造業受注指数*
<b>12/8</b> 10月国際収支(速報、8:50) 11月マネーストック(8:50) 11月貸出・資金吸収動向(8:50) 11月景気ウォッチャー調査(14:00)	<b>12/9</b> 3Q GDP速報(2次速報、8:50) 10月景気動向指数(速報、14:00)  (独) 12月ZEW景況感調査	<b>12/10</b> 10月機械受注(8:50) 11月企業物価指数(8:50)  (米) 10月卸売在庫	<b>12/11</b> (米) 10月貿易収支 (米) 11月輸入物価指数	<b>12/12</b> 10月鉱工業生産(確報、13:30) 11月消費動向調査(14:00)  (米) 11月PPI (米) 11月小売売上高 (米) 12月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
<b>12/15</b> 日銀短観(12月調査、8:50) 12月月例経済報告(中旬)*  (米) 11月鉱工業生産	<b>12/16</b> 3Q資金循環統計(8:50) 10月第3次産業活動指数(8:50)  (米) 11月住宅着工・建設許可件数 (米) 11月CPI (英) 11月CPI	<b>12/17</b> 10月景気動向指数(改定値、14:00)  (米) 3Q経常収支 (EU) 1-0圏 11月CPI(確報値)  OPEC臨時総会	<b>12/18</b> 日銀金融政策決定会合  (米) 11月景気先行指数 (米) 12月フィラデルフィア連銀	<b>12/19</b> 10月全産業活動指数(8:50) 日銀金融政策決定会合  WTO一般理事会

注: 08年11月11日時点。公表予定日、公表時刻は変更される場合があります。\*は日時未確定。  
出所: Bloomberg、各種HPよりTDAM作成

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のですが、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

インターネットホームページ <http://www.tdasset.co.jp/>