

# 投資環境レポート

2008 年 12 月

本資料は 2008 年 12 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.....	1
1. 日本経済.....	1
2. 米国経済.....	5
3. ユーロ圏経済.....	9
市場見通し.....	12
1. 債券.....	12
1-1. 国内債券.....	12
1-2. 米国債券.....	14
1-3. ユーロ圏債券.....	14
2. 株式.....	17
2-1. 国内株式.....	17
2-2. 外国株式.....	21
3. 為替.....	23
3-1. ドル円.....	23
3-2. ユーロドル.....	23
4. 市場見通し(まとめ).....	25
【参考データ】当面の主要な政治・経済カレンダー.....	27

## 経済見通し

### 1. 日本経済

外需急減速で企業部門は加速度的に悪化。マイナス成長が続く見通し。

#### 景気

- 個人消費は、企業が採用意欲を大幅に低下させており、新規求人数が減少する一方、所定外労働時間が急減するなど所得環境が大幅に悪化するなかで、名目可処分所得も減少する見通し。物価の下落による購買力向上や2兆円の定額給付金の下支え要因はあるものの、足許の株安による消費者心理の一段の悪化から、実質ゼロ成長程度の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、弱めの推移が予想される。
- 設備投資も、業況の悪化が著しいなか、資本ストックの過剰感に金融機関の貸し渋りも加わり減少傾向が予想される。特に、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、足許の円高の影響の顕在化、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、輸出の大幅な減少が予想される。企業の生産動向も、海外需要の急減に伴い在庫率が急上昇しており、鉱工業生産も予測指数(11月 6.4%、12月 2.9%)などが示すとおり、自動車、ハイテク、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、夏場にピークアウトして1.9%(10月)の水準にあるが、今後も、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ており、消費者物価は急速に伸び率が鈍化する見込みである。来春には前年比マイナスに転じるものと予想される。

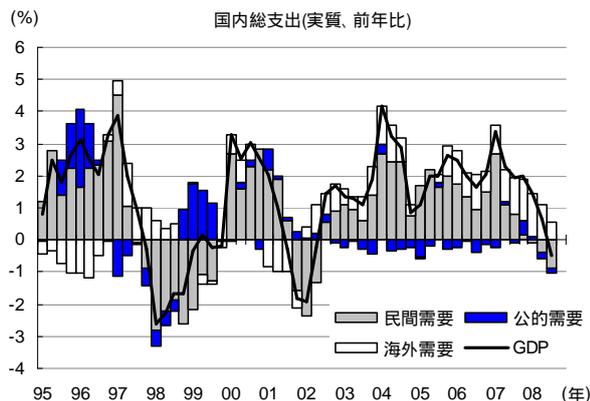
【経済予測表】 09 年度 GDP 成長率は一段とマイナス幅が拡大する見通し

	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)	2.3	-	1.9	-	▲ 1.2	-	▲ 2.2	-
国内需要	1.5	1.5	0.7	0.7	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.0
民間需要	2.2	1.7	0.7	0.5	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 1.5	▲ 1.2
民間最終消費支出	1.1	0.6	0.9	0.5	0.0	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1
民間住宅	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 13.0	▲ 0.4	▲ 4.1	▲ 0.1	▲ 1.8	▲ 0.0
民間企業設備	5.6	0.9	2.3	0.4	▲ 4.5	▲ 0.7	▲ 8.0	▲ 1.2
公的需要	▲ 0.9	▲ 0.2	0.8	0.2	▲ 1.0	▲ 0.2	1.0	0.2
財貨・サービスの純輸出	-	0.8	-	1.2	-	▲ 0.2	-	▲ 1.2
財貨・サービスの輸出	8.3	1.2	9.3	1.4	▲ 2.4	▲ 0.4	▲ 11.7	▲ 1.7
財貨・サービスの輸入	3.1	▲ 0.3	1.8	▲ 0.2	▲ 1.5	0.2	▲ 4.6	0.5
名目国内総支出 (前年比)	1.5		1.0		▲ 2.1		▲ 2.3	
デフレーター (前年比)	▲ 0.7		▲ 0.9		▲ 0.9		▲ 0.1	
主要経済指標 (前年比)								
鉱工業生産	4.6		2.6		▲ 6.9		▲ 9.7	
消費者物価 (除く生鮮食品)	0.1		0.3		1.3		▲ 0.5	

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

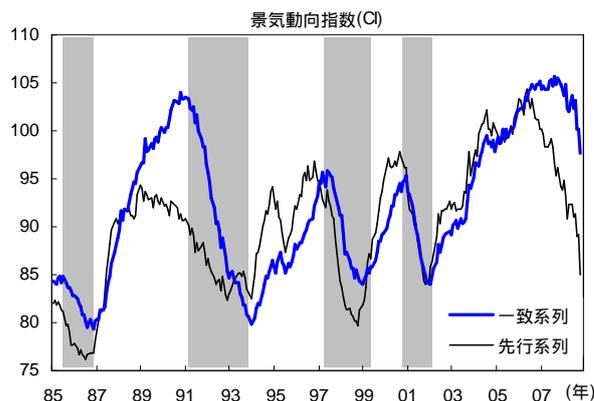
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

## 内需は減少に転じ、外需の牽引力にも弱り



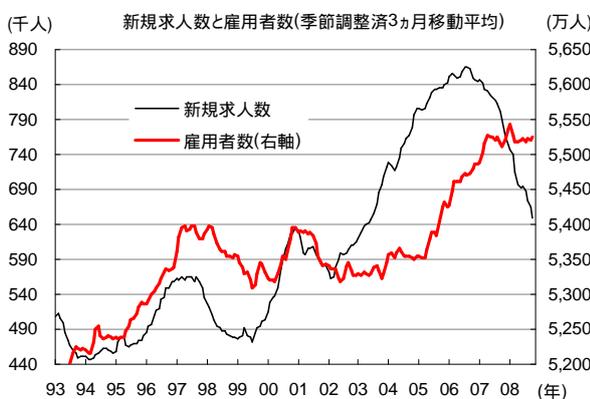
出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 景気動向指数は、先行、一致系列ともに大幅低下



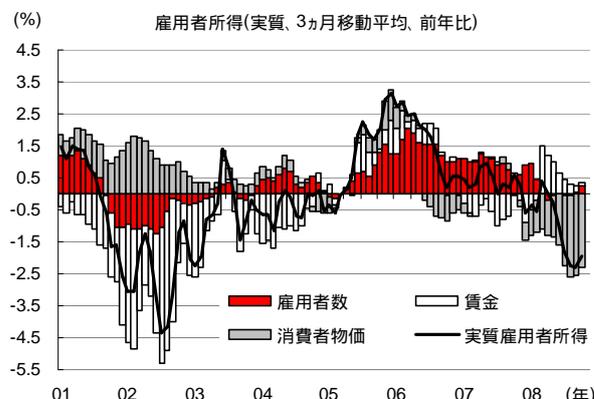
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 内閣府、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 企業収益鈍化から、増加を続けてきた雇用者数も頭打ち



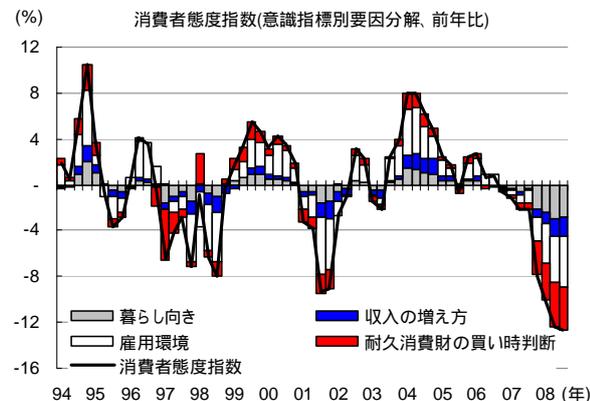
出所: 総務省、厚生労働省、トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 雇用者数、賃金は伸びず、物価上昇から実質所得は大幅減少



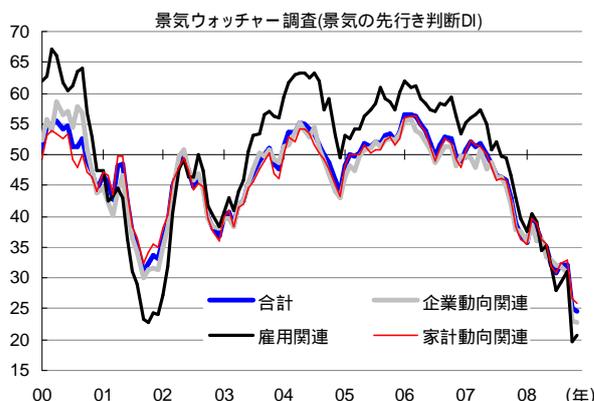
出所: 厚生労働省、総務省、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 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

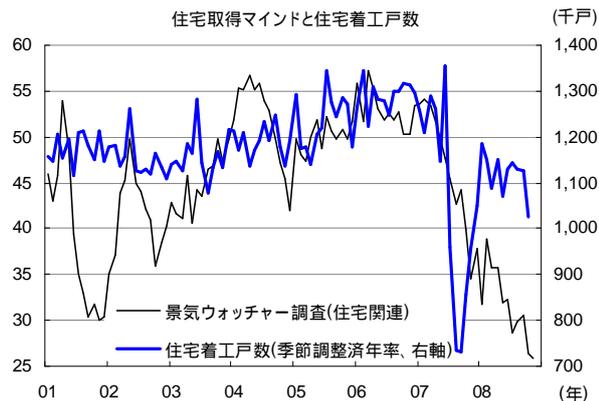
## 家計、企業ともにマインドは一段と悪化



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

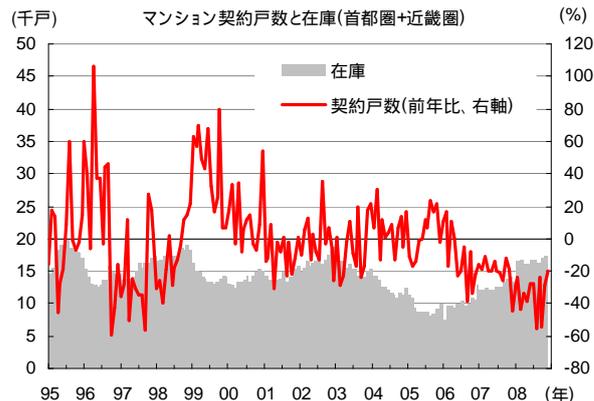
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 住宅取得マインドの低迷から住宅着工戸数も低迷



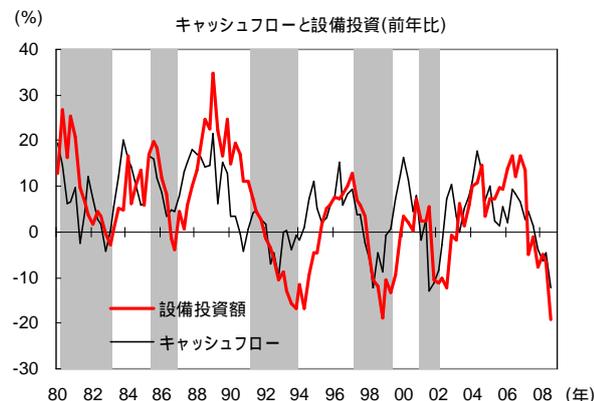
出所: 内閣府、国土交通省、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 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

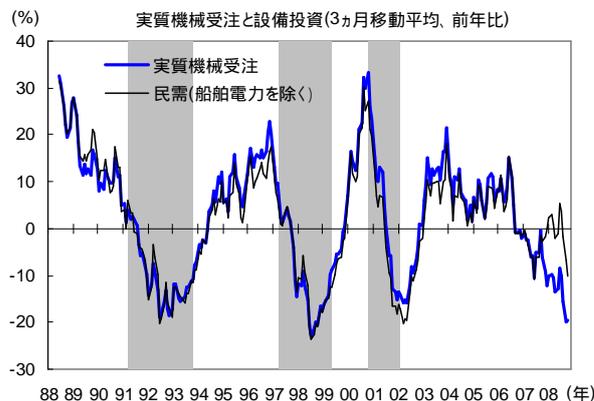
## 企業は収益悪化から設備投資を抑制



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

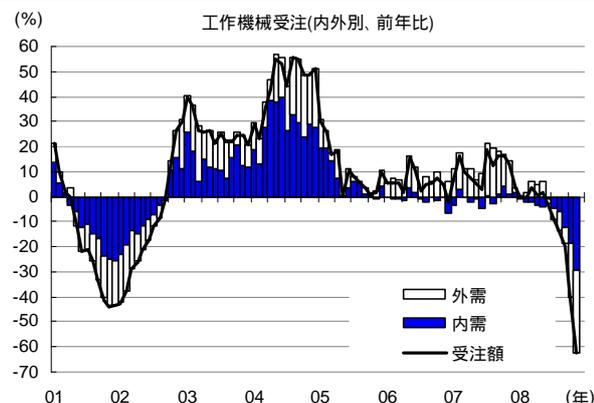
## 機械受注も設備投資の大幅減少を示唆



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。

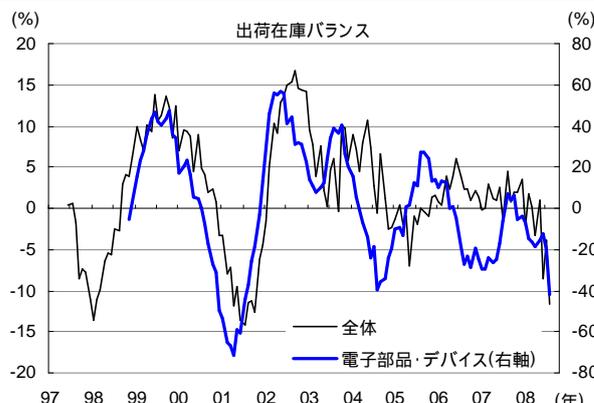
出所: 内閣府、日本銀行、トムソン・ロイター、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

## 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

## 出荷急減による在庫増から、鉦工業全体でも調整局面入り



注: 出荷在庫バランス = 出荷(前年比) - 在庫(前年比)。

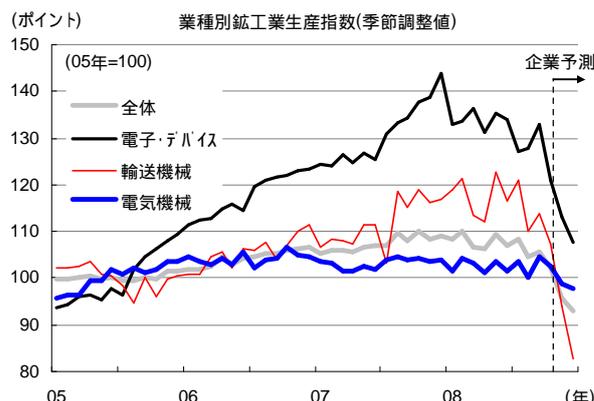
出所: 経済産業省、NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

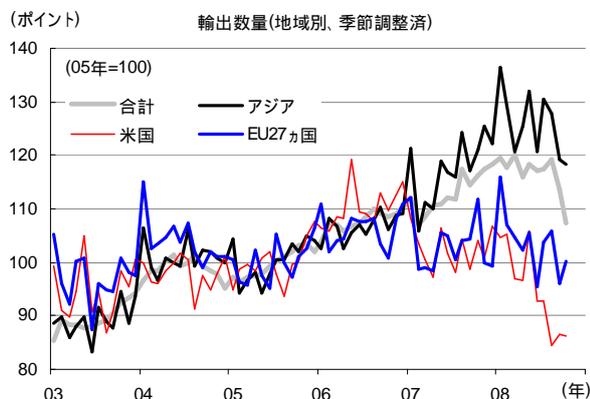
## 予測修正率の大幅低下は、先行き生産の下ぶれを示唆



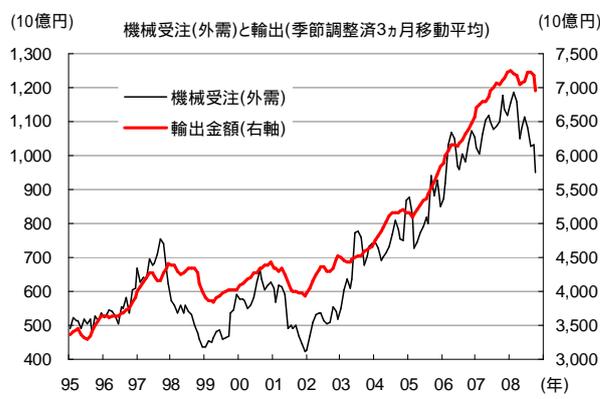
## 生産は、輸送機械・電子・デバイスを中心に大幅減産見通し



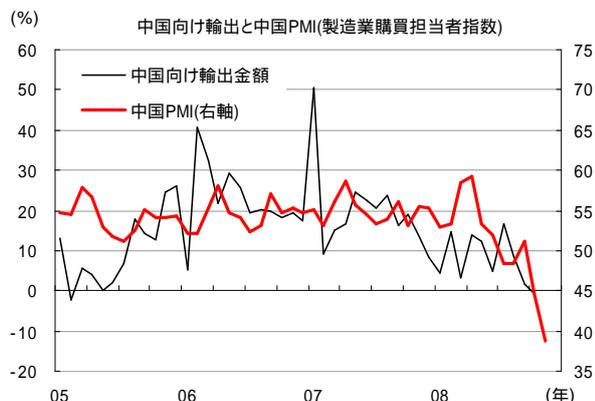
## 欧米向け輸出は減少が続き、好調だったアジア向けもピークアウト



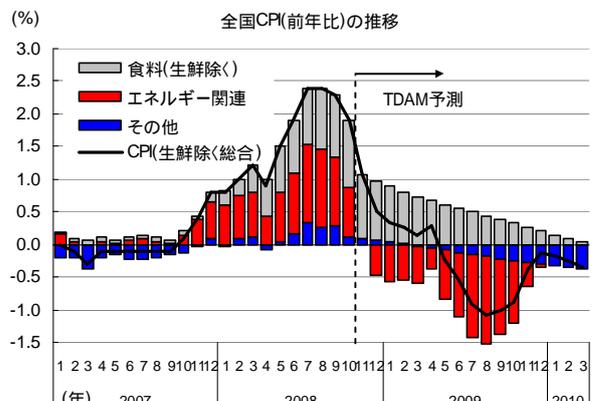
## 海外からの受注急減を受け、輸出も大幅減少へ



## 中国 PMI(製造業景況感)悪化で中国向け輸出も減少



## 資源価格急落から、CPI(前年比)は急速に鈍化する見込み



【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 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、高水準の債務を抱える中で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、雇業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、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。住宅価格もマーケットで取引されている指数先物では下落がまだしばらく続く見通しであり、住宅業者の先行きの見通しも悪化傾向を継続している。
- 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、今後は景気の下押し要因となることが予想される。

### 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、10月には衣料品、航空運賃や自動車などの低下から、前月比で 0.1%とマイナスを記録するなど、下落基調に転換しつつある。今後も景気の悪化と原油価格の下落を反映し、消費者物価(食品とエネルギーを除く、前年比)も低下傾向で推移することが見込まれる。

【経済予測表】 米国国内総生産(GDP)予測

(%)

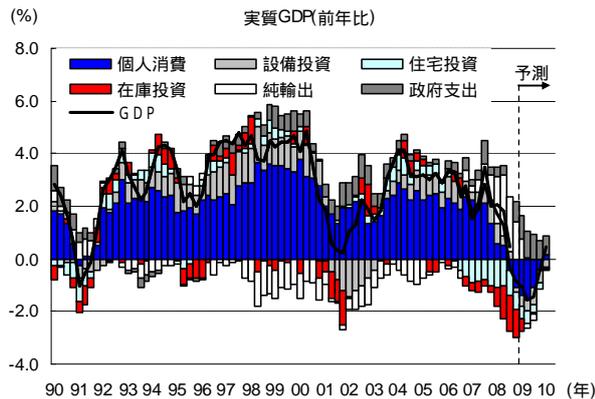
	前期比年率								前年比				
	08/Q1	08/Q2	08/Q3	08/Q4予	09/Q1予	09/Q2予	09/Q3予	09/Q4予	2005	2006	2007	2008予	2009予
実質国内総生産(GDP)	0.9	2.8	▲ 0.5	▲ 4.5	▲ 2.1	0.1	0.7	▲ 0.5	3.1	2.9	2.1	1.0	▲ 1.2
個人消費	0.9	1.2	▲ 3.7	▲ 4.2	▲ 2.5	0.2	0.3	▲ 0.5	3.2	3.1	2.7	▲ 0.2	▲ 1.6
設備投資	2.4	2.5	▲ 1.5	▲ 8.1	▲ 6.9	▲ 4.6	▲ 2.3	▲ 2.8	7.1	6.6	4.8	2.7	▲ 4.0
住宅投資	▲ 25.0	▲ 13.3	▲ 17.6	▲ 19.2	▲ 13.0	▲ 10.6	▲ 4.4	▲ 3.7	6.6	▲ 4.6	▲ 17.8	▲ 23.1	▲ 12.4
在庫投資	▲ 2.1	▲ 40.4	21.5	▲ 0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 21.1	7.0	▲ 33.2	▲ 125.3	▲ 11.8
純輸出	▲ 462.0	▲ 381.3	▲ 352.3	▲ 323.0	▲ 321.7	▲ 333.3	▲ 324.3	▲ 322.8	▲ 642.6	▲ 597.3	▲ 484.5	▲ 323.0	▲ 322.8
政府支出	1.9	3.9	5.3	6.3	4.4	6.6	2.7	1.4	0.7	1.8	2.5	2.2	4.9
実質国内総生産(GDP、前年比)	2.0	1.8	0.5	▲ 0.3	▲ 1.1	▲ 1.7	▲ 1.4	▲ 0.4	-	-	-	-	-
設備投資(前年比)	7.7	5.5	2.8	▲ 1.5	▲ 3.1	▲ 3.5	▲ 5.4	▲ 4.1	-	-	-	-	-
PCEデフレーターコア(前年比)	2.2	2.3	2.3	2.1	1.8	1.5	1.7	1.7	1.9	2.4	2.2	2.1	1.7

注: 在庫投資は前期(年)差、純輸出は実額。

出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

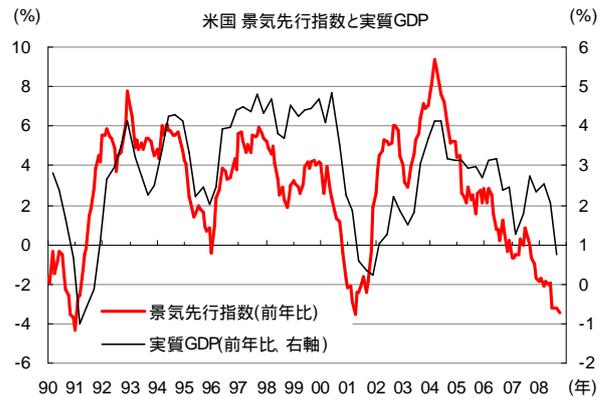
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

数四半期は民需のマイナス成長が続く見込み



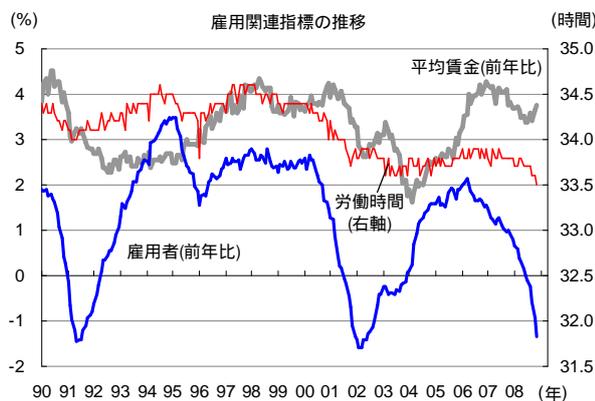
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

景気先行指数は一段の景気悪化を示唆



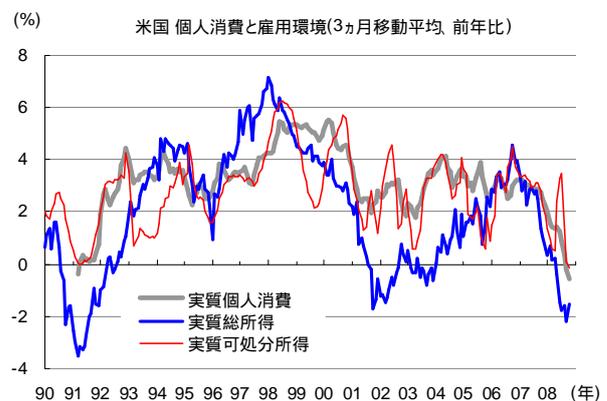
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

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



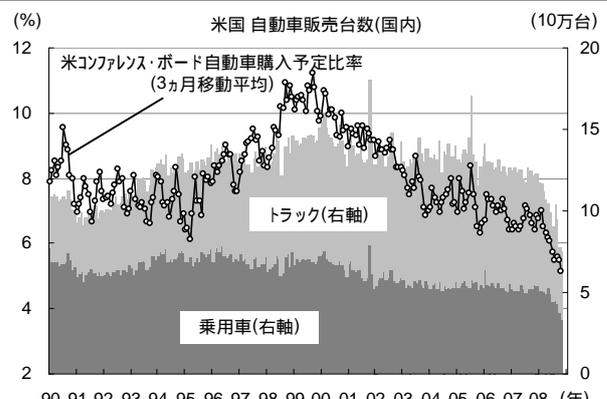
注: 実質総所得 = 民間部門雇用者数 × 平均賃金 × 平均労働時間、個人消費デフレーターにより実質化。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

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

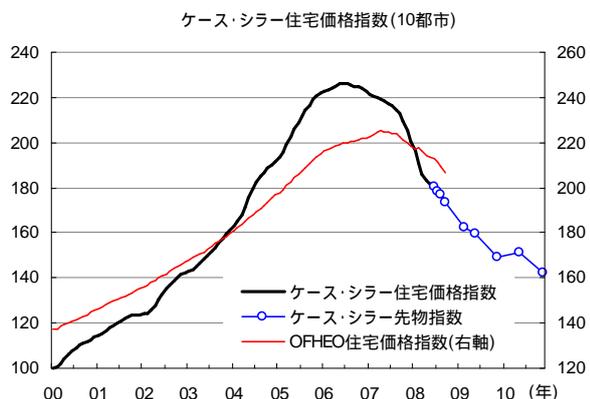
裁量的な支出が不振となる中、自動車販売は急減



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

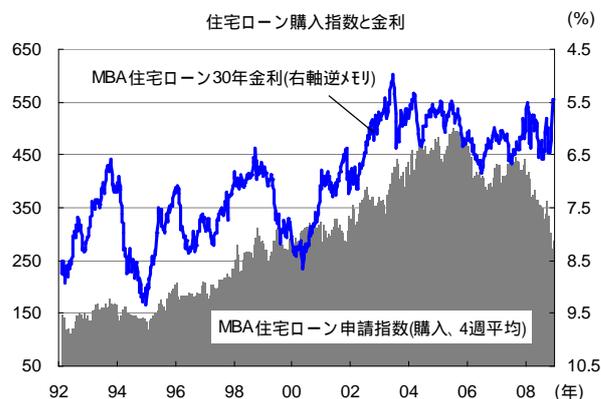
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 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



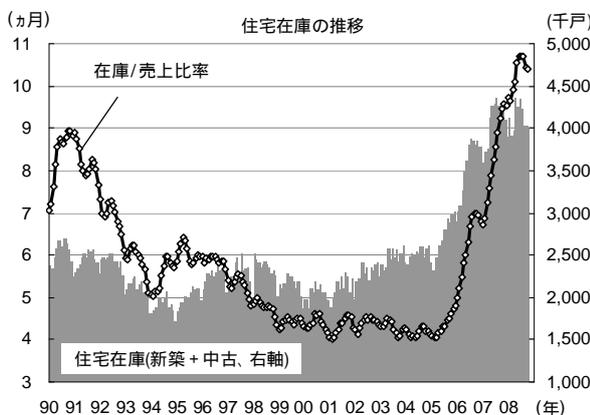
出所: トムソン・ロイター、Bloomberg より TDAM 作成

## 金利は低下したものの住宅ローン申請(購入)は減少基調



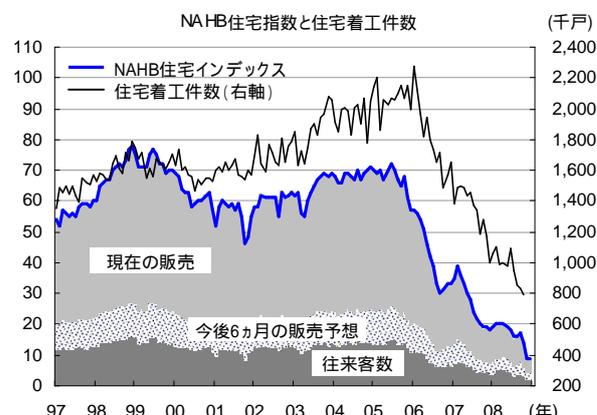
注: 米 MBA(全米抵当貸付銀行協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 住宅の在庫/売上比率は高止まり



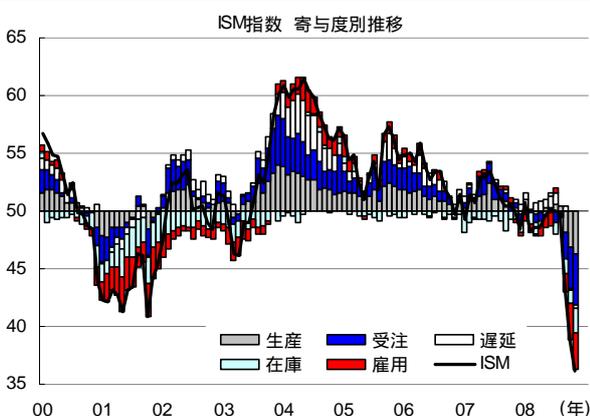
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 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

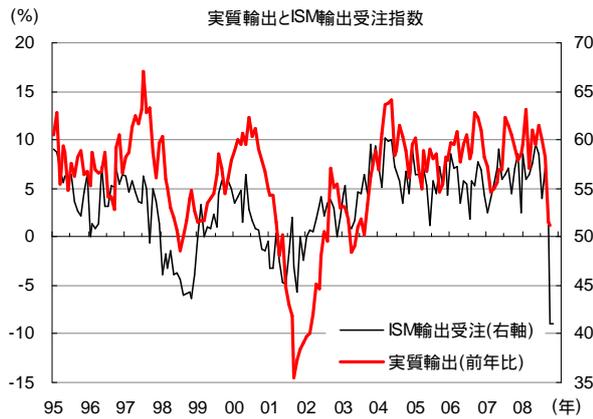
## 設備稼働率は足許で急低下



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

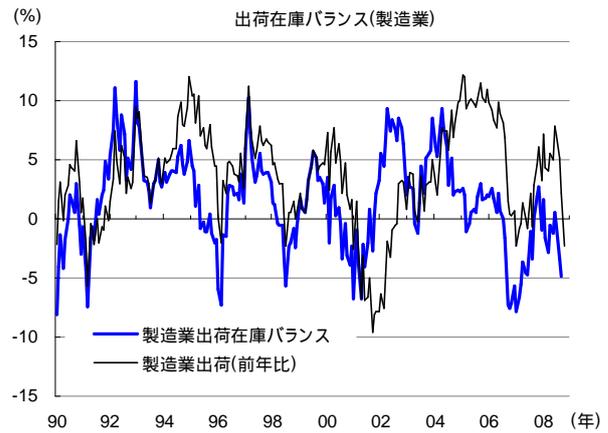
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 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

## 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

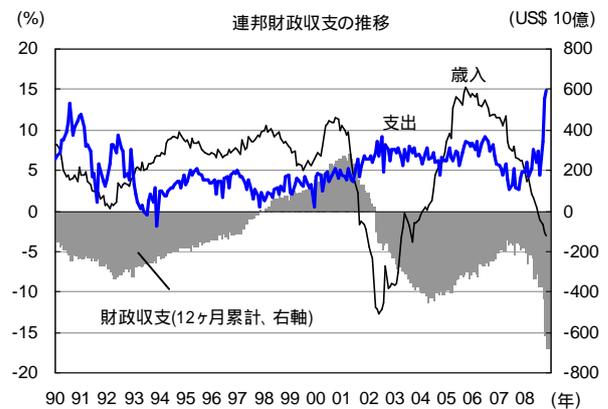
## 融資環境の悪化から設備投資も調整局面に



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。

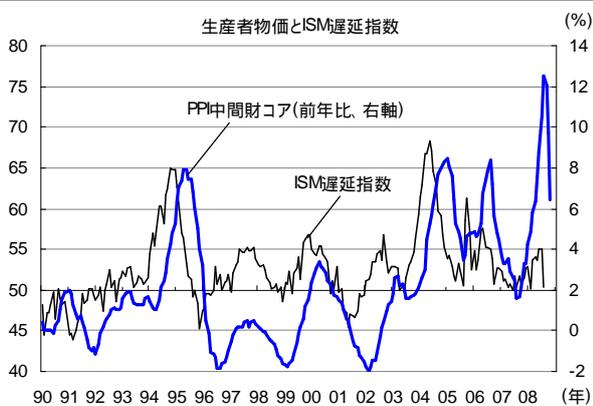
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 歳入減と支出増により財政収支は急速に悪化



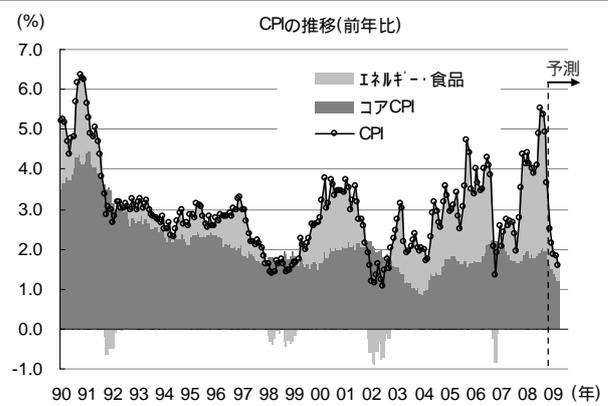
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 需要が弱い中、川上段階でのインフレ率がピークアウト



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## 今後は、原油下落等によりインフレ率は急低下する見込み



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 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、10月の失業率が7.7%とここ2年間で最高となるなど、悪化を続けている。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。
- 輸出は、米国、ユーロ域内はもとより、新興国向けにおいても顕著な減少が見込まれる。特に、ユーロ圏からの輸出比率の比較的高い、中東欧(ハンガリー、ポーランドなど)においては、恒常的なインフレや経常赤字、財政赤字等の問題から投資マネーが逃避したこともあって景気が急減速しており、当該地域向け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等において、住宅価格が急速に下落していることや、これらの国で住宅着工が急減していることも、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11月は2.1%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、来春にかけて1%程度まで急低下するものと予想する。

【経済予測表】 ユーロ圏国内総生産(GDP)予測

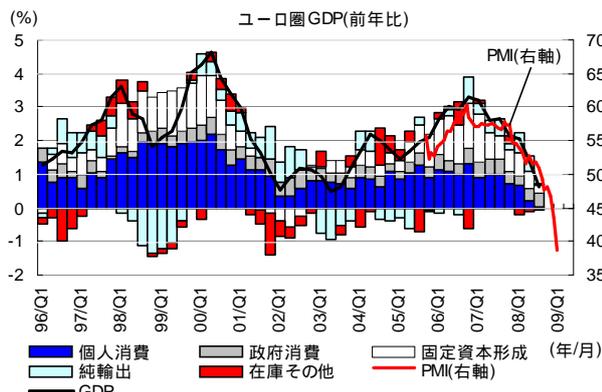
(%)

	前年比								寄与度 前年比					
	2006年	2007年	2008年		2009年予想		2008年		2009年予想					
			上期	下期予	上期	下期	上期	下期予	上期	下期				
実質国内総生産(GDP)	3.0	2.6	0.9	0.8	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.6	0.2	0.9	0.8	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.6	0.2
内需	2.9	2.3	0.8	0.4	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	0.5	0.8	0.4	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0
消費	2.0	1.6	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.1	0.4	0.2	▲ 0.0	▲ 0.0	0.2	0.1	0.2
政府支出	1.9	2.3	2.1	0.9	1.6	4.4	2.4	2.3	0.4	0.2	0.3	0.9	0.5	0.5
機械設備投資	5.8	4.2	1.2	1.4	▲ 2.0	▲ 3.5	▲ 2.2	▲ 0.7	0.3	0.3	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.5	▲ 0.2
在庫その他	5.4	3.7	▲ 3.0	▲ 1.8	4.8	▲ 11.1	▲ 6.4	▲ 3.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1
純輸出	-	-	-	-	-	-	-	-	0.1	0.3	▲ 0.7	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.3
輸出	8.5	5.9	2.9	1.9	▲ 0.7	▲ 3.3	▲ 2.9	▲ 0.2	1.3	0.8	▲ 0.3	▲ 1.5	▲ 1.3	▲ 0.1
輸入	8.3	5.3	2.8	1.2	0.8	▲ 1.1	▲ 1.7	0.5	▲ 1.2	▲ 0.5	▲ 0.4	0.5	0.8	▲ 0.2
消費者物価	2.2	2.1	3.3	3.5	3.1	1.3	1.4	1.2	-	-	-	-	-	-

出所: トムソン・ロイターよりTDAM作成

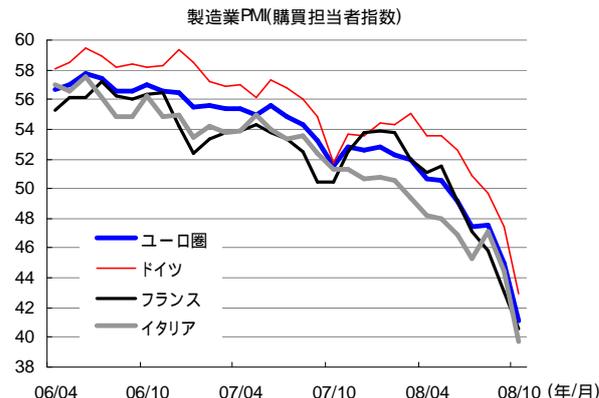
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

ユーロ圏景気はリセッション(景気後退)局面へ



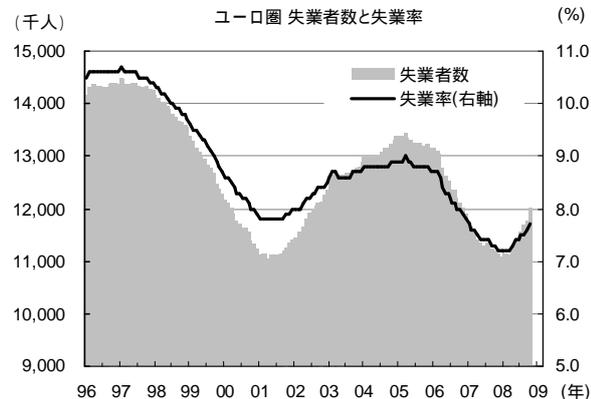
出所: トムソン・ロイター、Bloomberg より TDAM 作成

製造業景況感は低下トレンドが継続



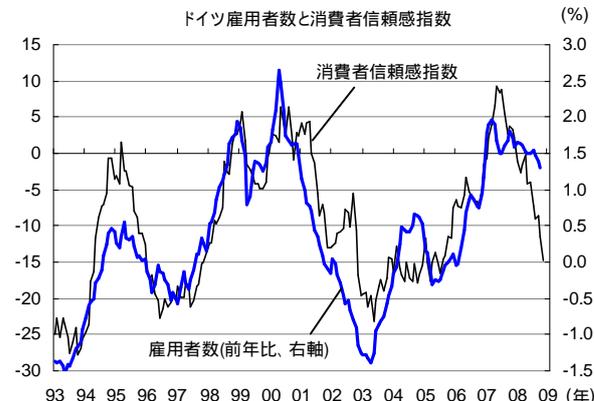
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ユーロ圏の雇用環境は悪化傾向



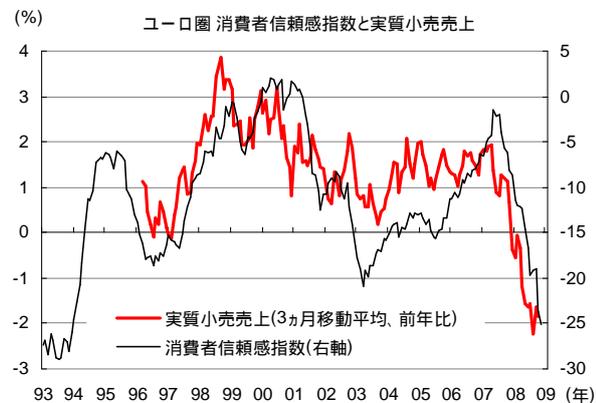
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

ドイツの雇用者数の伸びも鈍化傾向へ



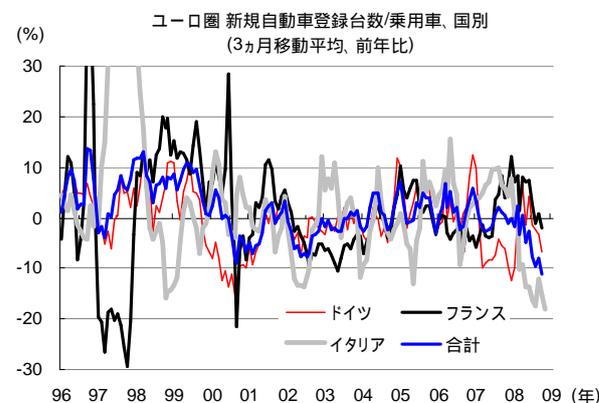
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

これまでの商品価格高騰と景気先行き不安で消費も急減速



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

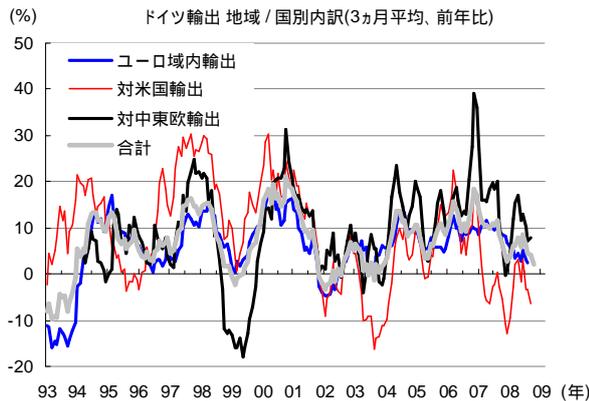
自動車需要も急減



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

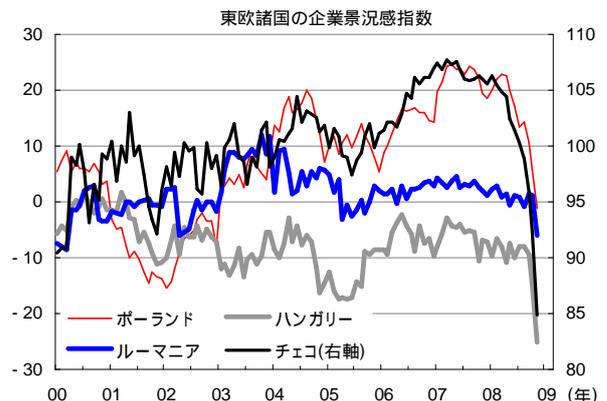
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

EU 域内外で需要の減速が鮮明に



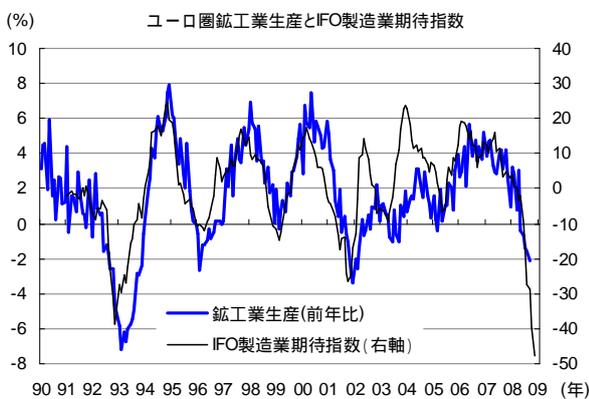
注: 各地域の輸出ウェイトは、ユーロ域内 52%、米国 7%、中東欧 11%。(2008 年 8 月末時点、12 ヶ月平均)  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

東欧諸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

内外需要減退で生産は大きく減速



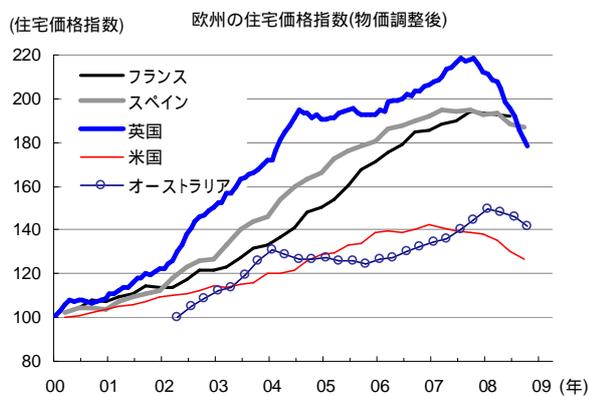
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

生産活動の収縮により企業の設備投資は減速



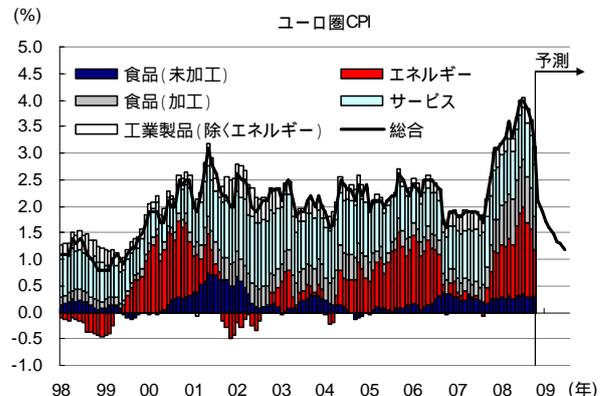
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

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

エネルギー価格の下落を受けて物価は急激に低下



出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 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

日銀は、10月31日の決定会合で、0.2%の利下げを行い政策金利を0.3%とし、同時に、0.1%の超過準備への付利を発表した。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。

続く11月の20・21日の決定会合では政策金利(0.3%)の現状維持を決定した。白川総裁は21日の決定会合後の会見で、「わが国の景気は停滞色が強まっており、当面、こうした状態が続く可能性が高い」と指摘したものの、追加利下げについては、「極めて低い金利水準のもとでは、様々な問題が生じる可能性がある」とし、低金利下でのマーケット機能の喪失などに強い懸念を示した。

このように追加利下げについては、日銀の拒否感が強いものの、实体经济や金融環境の悪化が更に深刻化し、為替も円高が進行するなかで、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。さらには、将来的に量的緩和政策や時間軸政策の復活といった「非伝統的金融政策」を実施する可能性も否定し得ない。

##### 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、海外金利とも連動しながら、緩やかな低下傾向での推移を予想する。

足許は、海外金利が低下する中においても、国債増発による需給懸念や、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ボラティリティの上昇などから、利下げの効果は中期ゾーンまでにとどまり、長期金利の低下は非常に限定的なものにとどまっている。しかし、今後徐々に、追加利下げや金融緩和長期化の期待などから中短期の運用利回りが低下するにつれ、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。

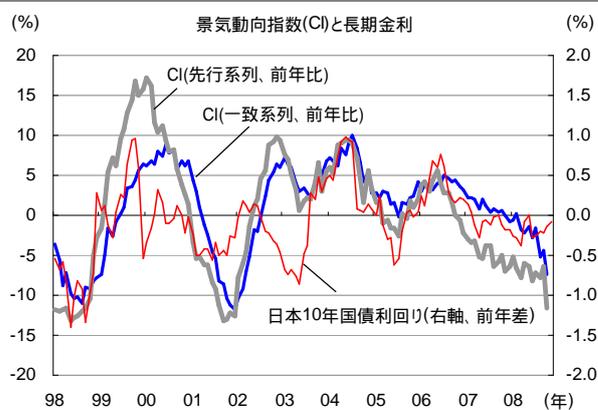
需給的にも、金融機関をはじめとした国内機関投資家は、リスク許容度の低下から外国債券やその他リスク資産から、消去法的に国内債券へ資金を振り向けてくる可能性が高いと思われる。

日米欧の長期金利は足許で低下傾向を強める



出所: Bloomberg より TDAM 作成

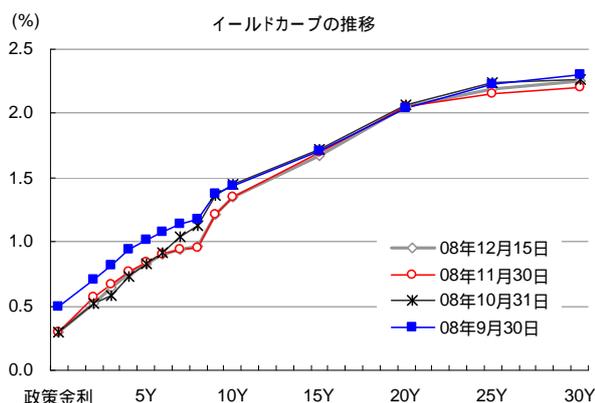
景気動向からは金利へ低下圧力



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

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

中短期金利の低下に連れ、長期金利も徐々に低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

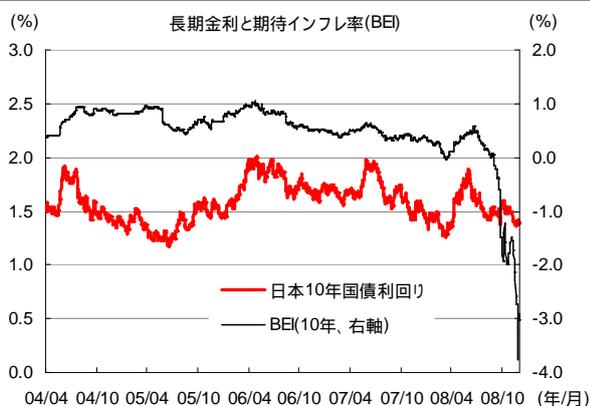
日銀は利下げを行ったが、市場では徐々に再利下げを織込む



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。)

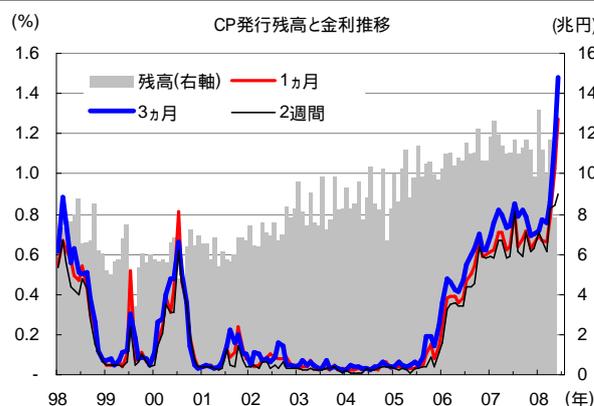
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



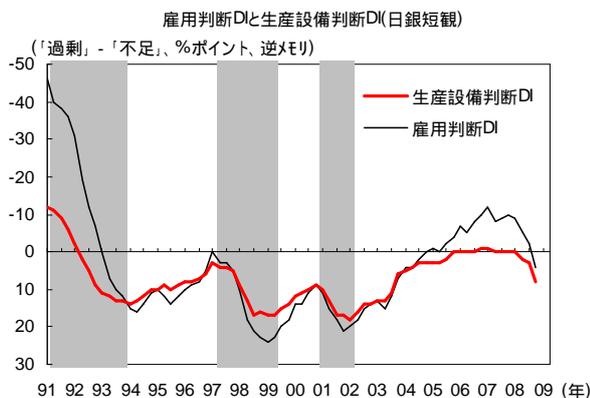
出所: Bloomberg より TDAM 作成

利下げにもかかわらず、CP発行金利は急上昇



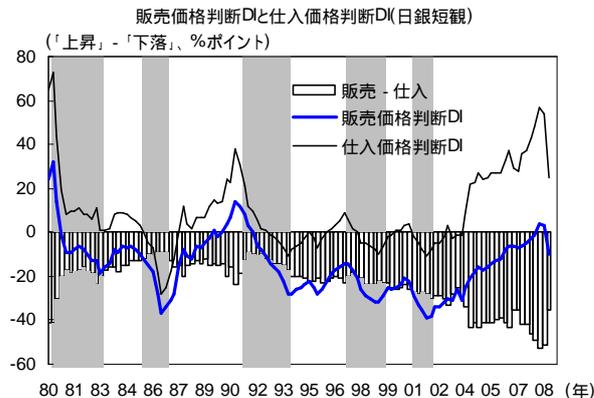
出所: 日本銀行、日本証券業協会より TDAM 作成。

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

仕入れ価格鈍化も、販売価格は下落に転じ、価格差はなお高水準



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

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 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

F R B (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 E C B (ヨーロッパ中央銀行)など6カ国と協調して0.5%の利下げ後、10月29日にも0.5%の利下げで F F レートを1%に引き下げ、12月16日の F O M C (連邦公開市場委員会)においては、ついに F F レートを0.00%~0.25%のバンドターゲットとした。

12月16日の声明においては、時間軸効果を意図して、「F F レートの異例の低水準をしばらくの間保証する」と同時に、12月1日のバーナンキ議長の講演でも言及していたとおり、量的緩和策として住宅公社債や M B S (モーゲージ証券)の購入を進めるとともに長期国債についても購入を検討するとしている。次いで家計や中小企業への資金供給にも触れた上で、これから先においてもクレジット市場、そして景気動向をサポートする策を検討し続けていくことを表明した。

#### 長期金利

原油価格の急落などによりインフレへの懸念は急速に薄れつつあり、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。

金融安定化や新政権による大規模な景気対策による国債増発が金利上昇要因として懸念されるものの、F R Bにおいては、F O M C 声明からも読み取れるように、これまでの政策効果を台無しにするような長期金利の急騰には、必死でこれを阻止する構えと思われる。

## 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

E C B (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 F R B (米連邦準備制度理事会)などとの0.5%の緊急協調利下げの後、11月6日に0.5%、12月4日には0.75%の利下げを決定し、政策金利を2.50%とした。12月4日会合後の声明発表では、金融市場の混乱を背景とした景気悪化懸念や商品市況の調整を背景に、ユーロ圏のインフレ圧力は大きく後退しており、0.75%の利下げが適当であると判断したとしている。

今後については、理事会内で一部緩和が行き過ぎとの見方があるものの、原油価格の下落もあり今後も物価は急低下が見込まれること、金融危機の深刻化や景気の悪化が加速していること、政策金利に比べると銀行間金利は依然として高止まりしていることから、さらに追加利下げを行う可能性が高いと予想する。

#### 長期金利

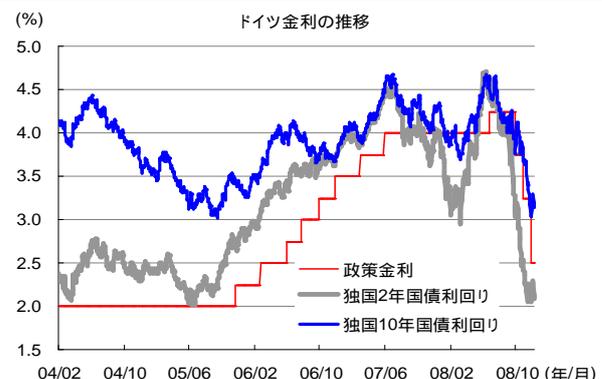
金融不安の高まりや世界的な景気減速から追加利下げ観測が高まる一方、長期金利も低下傾向での推移を予想する。

(米国) FRB の機関債、MBS 買入れなどにより長期金利が急低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

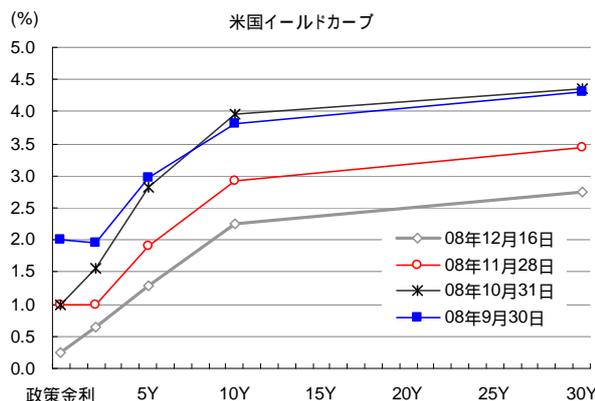
(ドイツ) 金利は急速に低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

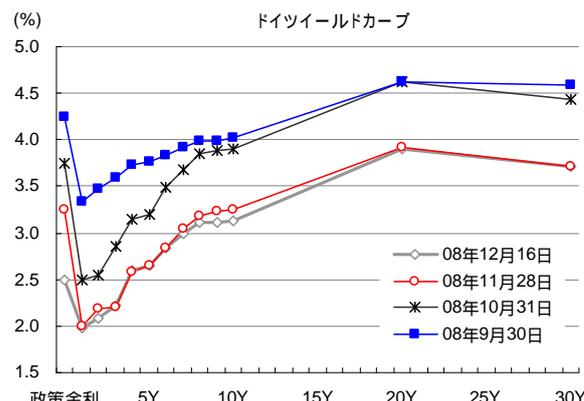
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

(米国) 長短金利ともに大幅に低下



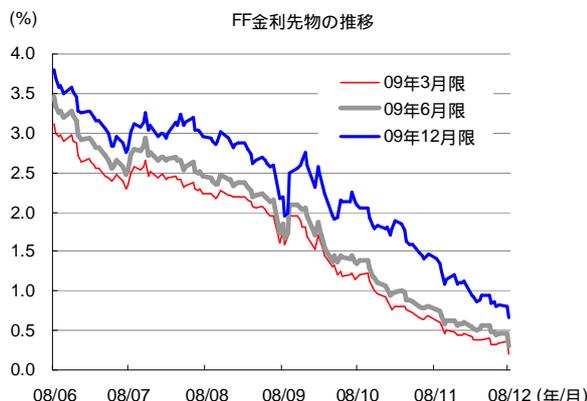
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 長短金利は低下傾向



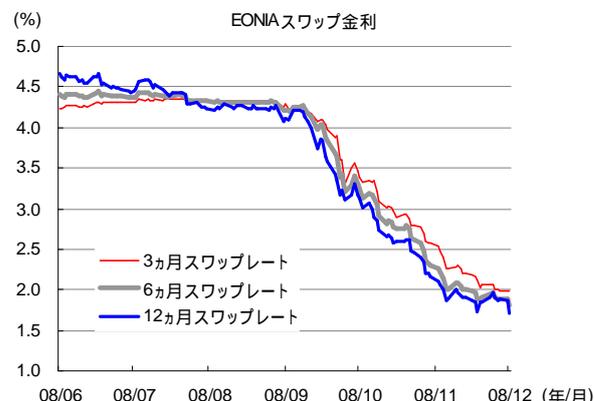
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 来年後半より利上げに転じる見通し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

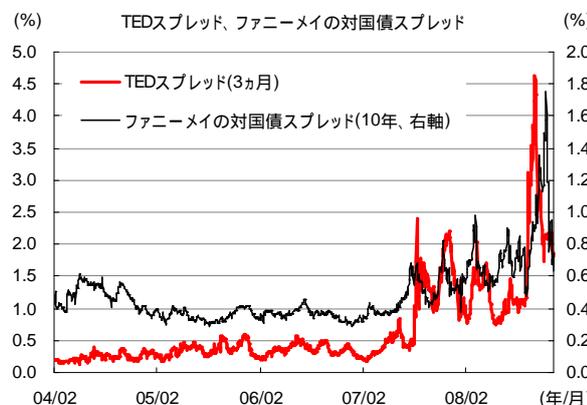
(ユーロ圏) 来年央までに 1.75%程度までの利下げを織込む



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) FRB の機関債買入れ策で、スプレッドが急速に縮小



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

出所: Bloomberg より TDAM 作成

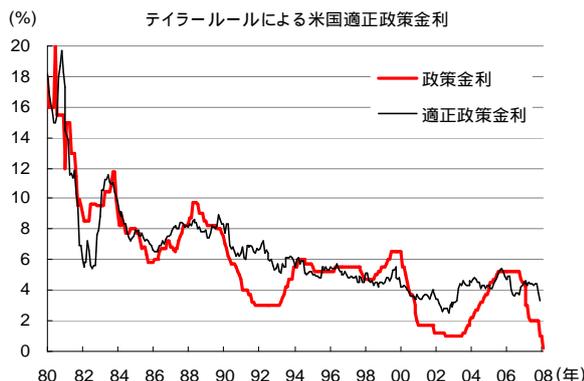
(米国) 社債スプレッドは拡大基調が継続



出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## (米国) 現状の政策金利はテイラールールと比べて緩和的



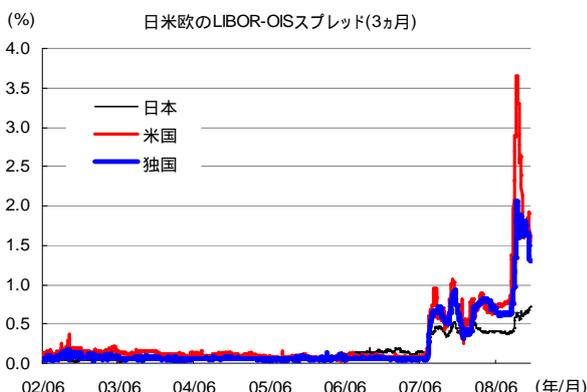
注: テイラールールとは、政策金利の適性水準を算出する代表的モデルで下記の計算式で求められる。  
 テイラールール = 実質均衡短期金利 + インフレ率 + 0.5 × (GDP 成長率 - 潜在成長率) + 0.5 × (インフレ率 - インフレ目標)。  
 (実質均衡短期金利は 2% を想定。インフレ率はコア PCE。潜在成長率は米議会予算局算出データを使用。インフレ目標は 2% を想定。)  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 10 年期待インフレ率(BEI)はゼロ近辺で推移



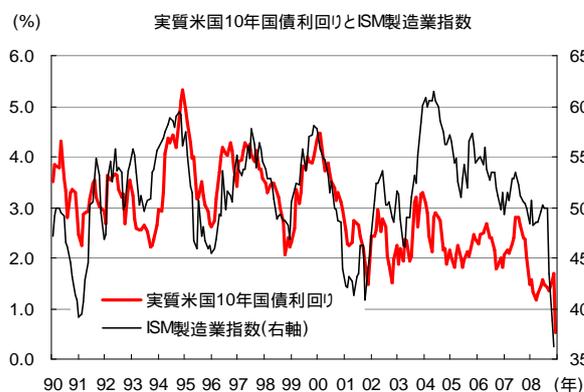
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## LIBOR - OIS スプレッドはピークアウトしたものの依然高水準



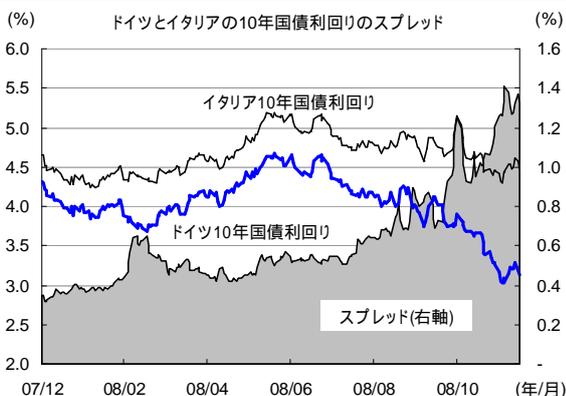
注: LIBOR(ロンドン銀行間取引金利。)OIS(オーバーナイトインデックススワップ)の略。市場参加者の政策金利予想を反映している。  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 景況感の急速な悪化が実質金利の低下を示唆



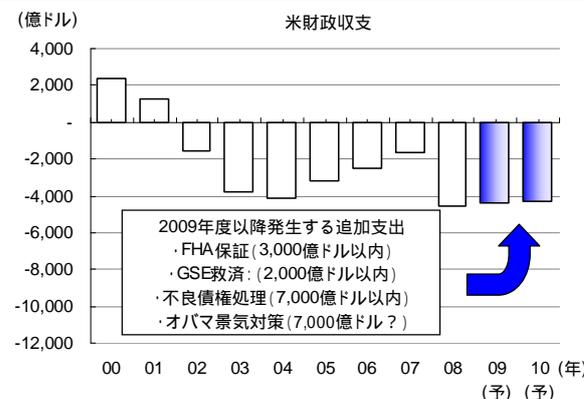
注: 実質米国 10 年国債利回りは、コア CPI で実質化。  
 出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

## (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) 米財政赤字はCBOの予想以上に大幅に膨らむ公算大



注: 2009 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

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 2. 株式

### 2-1. 国内株式

軟調な展開が継続。

#### 〔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1.4%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している。

#### 〔業績動向〕

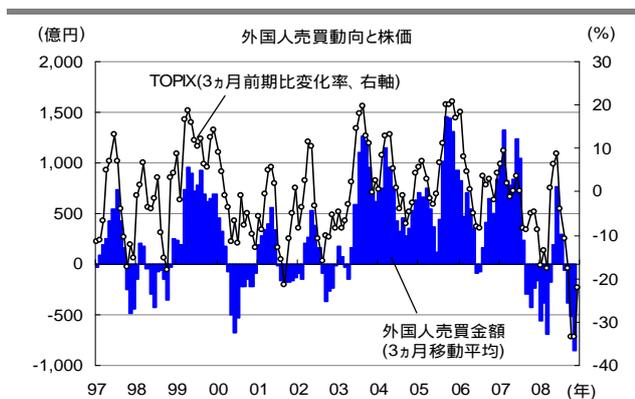
東証一部の企業業績は、アナリスト予想では、08年度経常利益 24.1%、09年度経常利益+2.8%と、会社側予想並みに修正が進んだ。しかし、足許の急速な実体経済の悪化からさらなる下方修正リスクは高まっており、来期の予想増益率も依然高水準にあることから、今後も下方修正は続く見通し。足許のアナリスト予想PERは12倍程度。(上記の数値は、12月12日時点。)なお、弊社においては、マクロの前提条件による大まかな試算により、経常利益は、08年度30%程度の減益、09年度についても20%程度の減益を見込んでいる。

#### 〔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PBRなどの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。

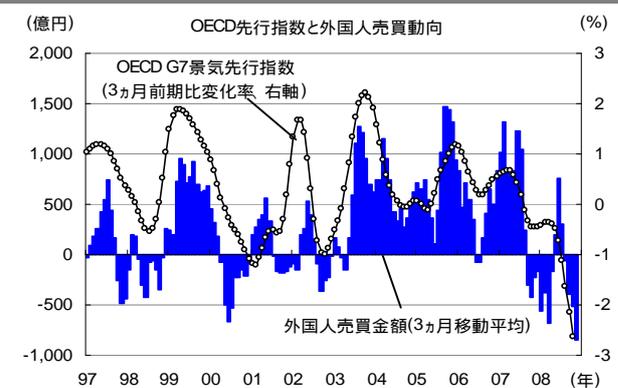
足許の株式市場では、直近の経済指標から実体経済の急速な悪化が確認される一方で、米大統領就任に伴う米国を中心とした金融経済対策への期待感が交錯し、波乱含みながらもやや強含む局面も想定される。しかし、足許の景気調整圧力が強く、政策への期待感を織り込んだ後は、再び実態経済の悪化に目が移ることが予想され、上値追いには限界があると思われる。弊社のメインシナリオと考える今年度30%減益、来年度20%減益を前提とすると、バリュエーションに割安感もなく、株価は軟調な展開が続く可能性が高いと考える。

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

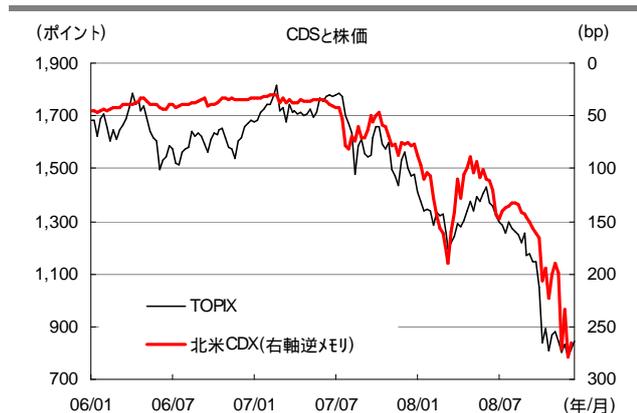
外国人売買動向はグローバル景気動向との相関が高く、当面は期待薄



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

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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み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。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。ご投資にあたっては、P28のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)スプレッドは上昇傾向が続く



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 は低位にある。依然、日本の PER は欧米よりもやや高い水準



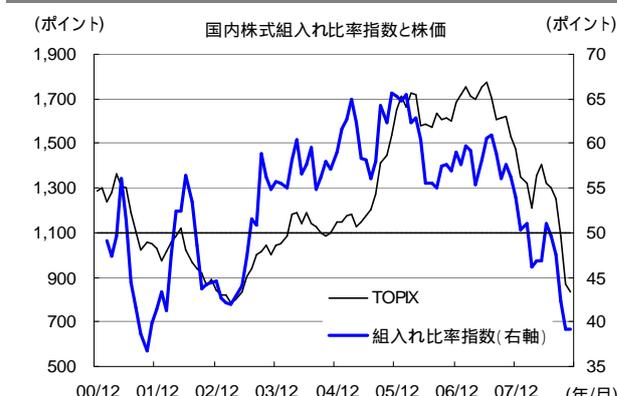
注: 各国 PER は、12 カ月先予想ベース。  
出所: 東京証券取引所、ドイツ証券取引所、スタンダード & プアーズ、トムソン・ロイターより TDAM 作成

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



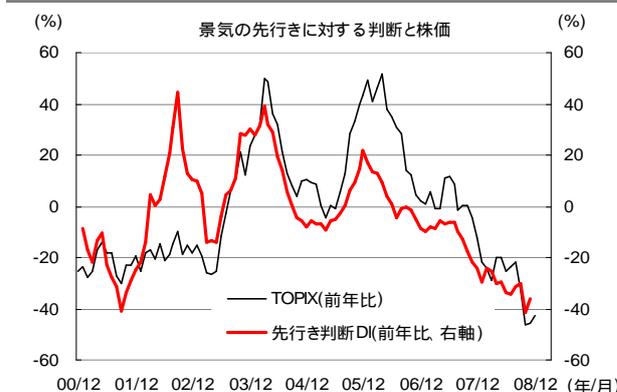
注: 組入れ比率指数は、Quick が機関投資家に対して行ったアンケートをもとに現在の国内株式組入れ比率を指数化したもの。50 が中立を示す。  
出所: Quick(QSS レポート)より TDAM 作成

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

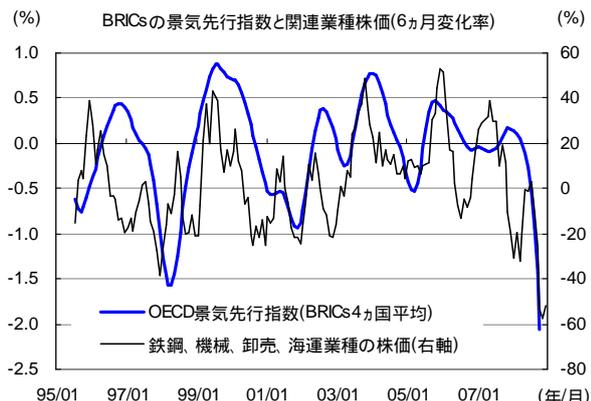
株価と連動する景気ウォッチャー調査は低下基調



出所: 内閣府、Quick より TDAM 作成

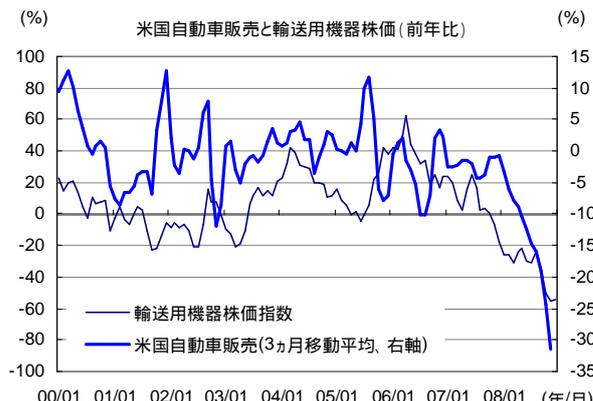
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

新興国経済の減速を受け、関連業種の株価は大きく下落



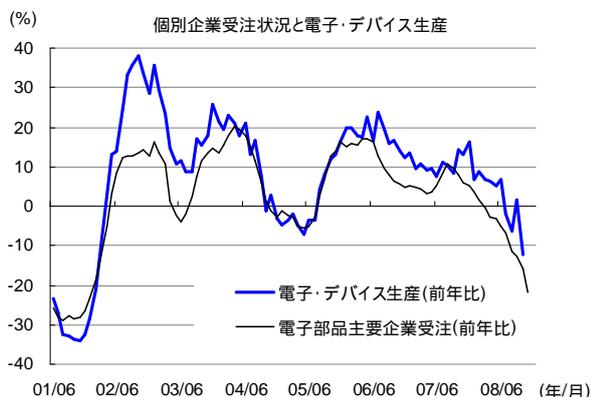
出所: Bloomberg, Quick より TDAM 作成

米国自動車販売の不振を反映し、自動車株は大きく下落



出所: Bloomberg, Quick より TDAM 作成

電子部品各社の受注・売上は低下基調



注: 12 カ月先予想ベース。  
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

2008 年度のアナリスト予想は、会社予想並みに下方修正。2009 年度は増益予想。

	2008年度(予想)		2009年度(予想)	
	会社	アナリストコンセンサス	アナリストコンセンサス	アナリストコンセンサス
	前年比	前年比	前年比	前年比
売上高	663,642 +1.5%	658,034 +0.6%	642,086 ▲2.4%	
営業利益	30,872 ▲22.4%	30,903 ▲22.3%	31,237 +1.1%	
経常利益	29,591 ▲24.3%	29,665 ▲24.1%	30,494 +2.8%	
税引利益	16,034 ▲26.4%	16,011 ▲26.5%	17,295 +8.0%	

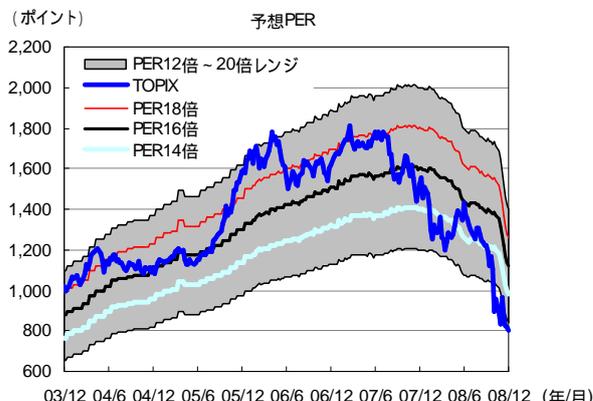
注: 東証一部に上場する 12 月、1 月、2 月、3 月決算の企業(金融除く)を集計した。  
出所: Quick より TDAM 作成

12 カ月 EPS のアナリストコンセンサス予想は約 3%の増益を予想



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

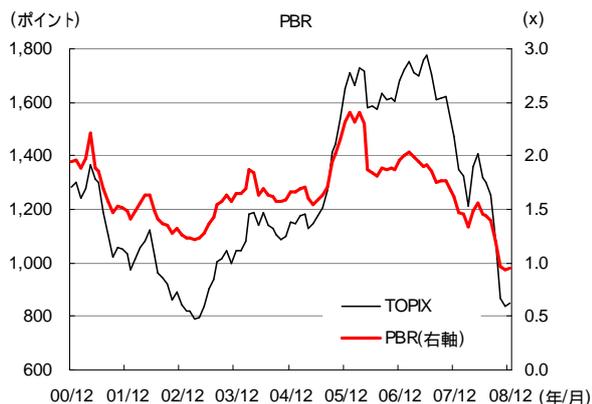
アナリスト予想を基準にした PER は歴史的な低水準



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

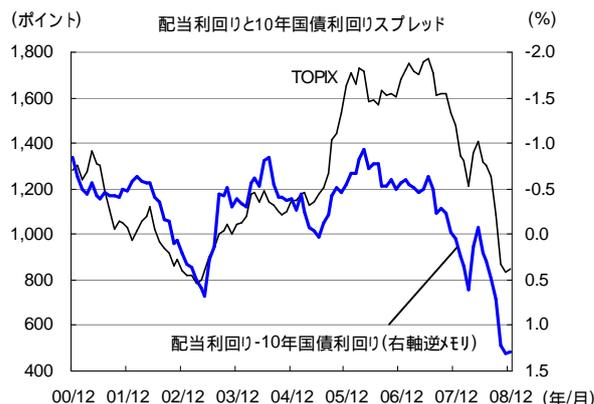
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

PBR は 1 倍を割り込み過去最低水準



出所: NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

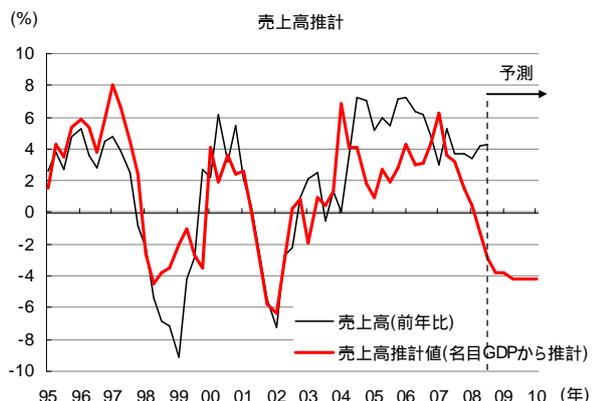
配当利回り-10 年国債利回りは 1.4%程度と過去最高水準



出所: NRI e-AURORA SUPERFOCUS より TDAM 作成

〔当社の企業収益予想概算〕

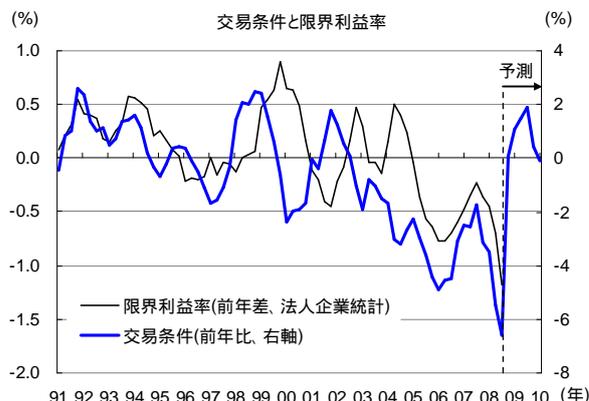
名目 GDP から推計される 2008 年度下半期の売上高変化率は -4%程度



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 30%程度の減益、来期は 15~20%程度の減益がメインシナリオ

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

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 30%減益、来期 15~20%程度の減益)

(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%
▲1.00%	▲1.4%	▲24.5%	▲19.9%
▲1.50%	▲2.5%	▲27.8%	▲23.2%
▲2.10%	▲3.8%	▲31.8%	▲27.2%
▲2.50%	▲4.6%	▲34.4%	▲29.8%
▲3.00%	▲5.7%	▲37.7%	▲33.2%

(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
▲1.50%	▲2.5%	▲14.7%	▲12.2%	▲15.8%	▲12.2%
▲2.00%	▲3.6%	▲18.4%	▲15.8%	▲18.1%	▲15.8%
▲2.30%	▲4.2%	▲20.6%	▲18.1%	▲19.5%	▲18.1%
▲2.50%	▲4.6%	▲22.1%	▲19.5%	▲21.1%	▲19.5%
▲3.00%	▲5.7%	▲25.8%	▲23.2%	▲23.2%	▲23.2%

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 30%

		2009年度増益率					
		▲5.0%	▲10.0%	▲15.0%	▲20.0%	▲25.0%	▲30.0%
PER	18倍	970	919	868	817	766	715
	16倍	863	817	772	726	681	636
	14倍	755	715	675	636	596	556
	12倍	647	613	579	545	511	477

2008年度増益率 25%

		1,040	985	930	876	821	766
PER	18倍	1,040	985	930	876	821	766
	16倍	924	876	827	778	730	681
	14倍	809	766	724	681	638	596
	12倍	693	657	620	584	547	511

2008年度増益率 35%

		901	854	806	759	711	664
PER	18倍	901	854	806	759	711	664
	16倍	801	759	717	674	632	590
	14倍	701	664	627	590	553	516
	12倍	601	569	537	506	474	443

出所: TDAM 予想

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 2-2. 外国株式

### 軟調な展開が継続。

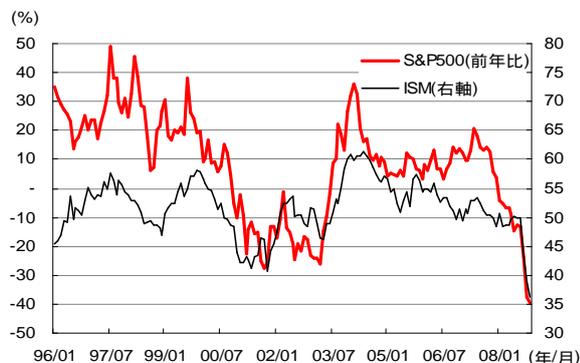
#### [米国株式]

9月中旬のリーマン・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、政策を総動員してこれに対応してきたが、オバマ新政権においても、経済閣僚に著名なスタッフを配し、雇用の創出を主目的とした総額6,000億ドルともいわれる大型の景気対策を準備しているとされる。

今後の株価は、こうした政策対応への期待により一時的に反発する可能性はあるものの、実体経済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、製造業などにおいては、これまで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、実効為替でのドル安修正の動き、海外需要の急減速から、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。

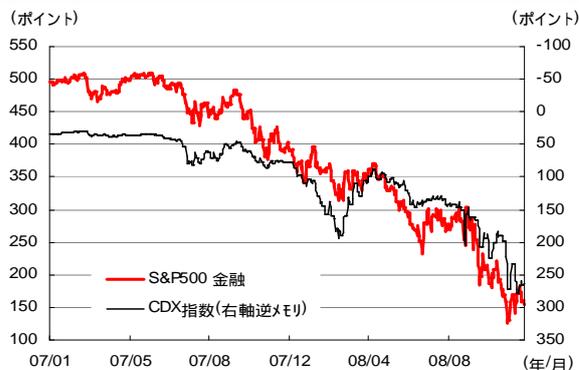
なお、金融安定化法に基づく不良債権買取りを目的とした7,000億ドルの枠については、そのうちの約半分が、当初の目的である不良債権の買取りではなく、金融機関の資本注入に使用されてしまった。しかし、IMFの金融安定化報告において(かなり楽観的な前提における試算と思われるが)1.4兆ドル程度の米金融機関の損失が見込まれている通り、金融機関の損失はさらに今後拡大する可能性が高く、それを穴埋めするためには現行の金融安定化法案の枠内の金額では収まらない可能性が高い。さらに、今後は銀行だけではなくノンバンクやその他さまざまな業態からの資金ニーズが起ってくるのが想定されることから、大型の景気対策と合わせて、資金面での対応において困難な状況に陥ることがリスクシナリオとして最も懸念される。

#### 米国の景況感は急速に悪化



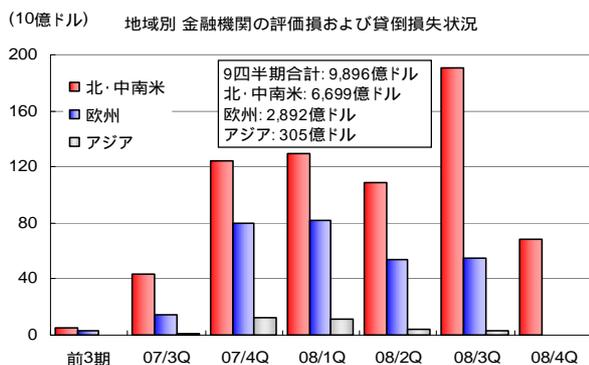
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

#### 信用不安が払拭されない環境は続く



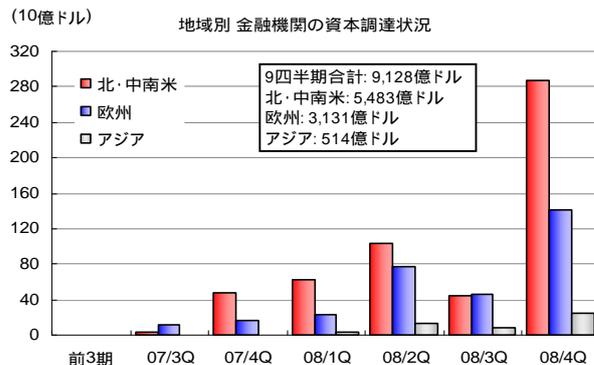
注: CDX 指数とは、企業の信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)市場において、北米の投資適格企業 125 社によって構成されている指数。出所: Bloomberg より TDAM 作成

#### 減らない金融機関の評価損と貸倒損失



注: 08 年 12 月 15 日時点。対象は、各地域の主要金融機関。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

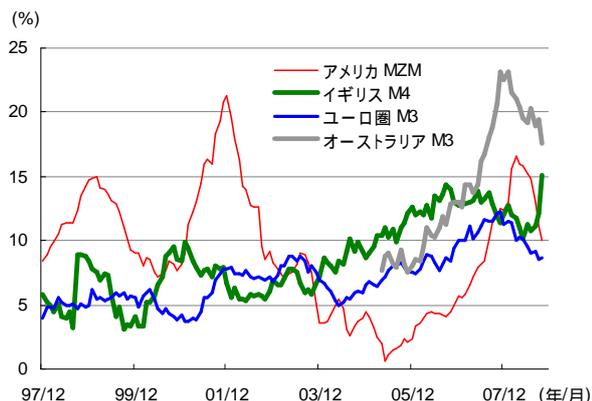
#### 金融機関の資本調達は公的資本注入で急速に増加



注: 08 年 12 月 15 日時点。対象は、各地域の主要金融機関。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

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



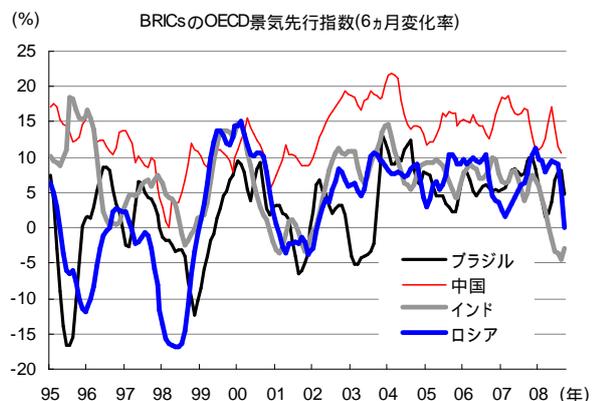
注: 12ヵ月予想EPSは、MSCI米国株指数のデータを使用。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

米国は生産失速により企業収益は急速に減少



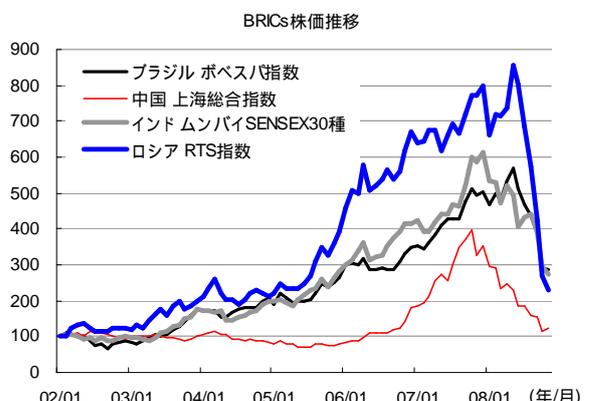
注: 12ヵ月予想EPSは、MSCI米国指数のデータを使用。  
出所: トムソン・ロイターより TDAM 作成

新興国の景気も急速に悪化



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

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

### 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継続するなか、ドルを積極的に買う材料も乏しく、投資家の一段のリスク回避的な姿勢から、緩やかな円高ドル安での推移を予想する。

需給的には、外人投資家のキャリートレードの巻き戻しによるレバレッジ解消の円買いが進む一方、日本の個人投資家においても、世界的に利下げ期待が高まる方向にあるなかで、高金利通貨などを対象とした海外投資も出にくく、逆に証拠金取引や投信などでの海外への投資残高を圧縮する方向にある。

もっとも、米国においても利下げ余地がほぼなくなってしまったこと、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、金融安定化や景気対策による米国財政赤字の急拡大やF R Bのバランスシートの急速な拡大と質の低下への懸念が重石となり、ドル高に反転するリスクも限定的と思われる。

#### 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た後、足許はユーロ圏の追加利下げに対するE C B理事等の牽制的な発言や米国の自動車会社救済案の協議の決裂もあって、ユーロは反発している。

今後も各国の政策対応や資源価格の動向にも影響され、振れやすい展開が予想されるが、世界経済が減速を続けるなかで、ユーロにおいてはなお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。

ただし、ドル円同様、金融安定化や景気対策による米国財政赤字の急拡大やF R Bのバランスシートの急速な拡大と質の低下への懸念が重石となり、ドル高へのスピードも緩やかなものにとどまるものと思われる。

市場は今後1年でユーロ圏での1%以上の利下げを予想



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

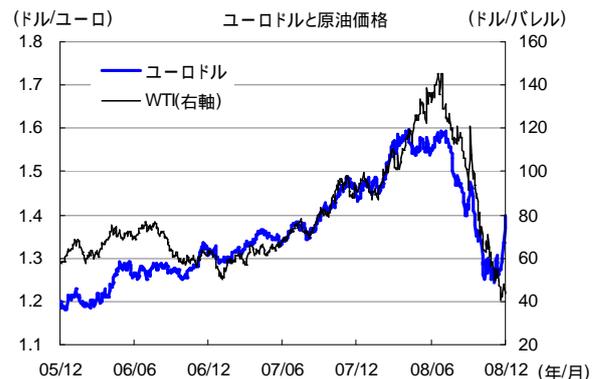
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

米独金利差縮小から、ユーロドルは反発



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ユーロドルと原油価格の相関は足許で低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

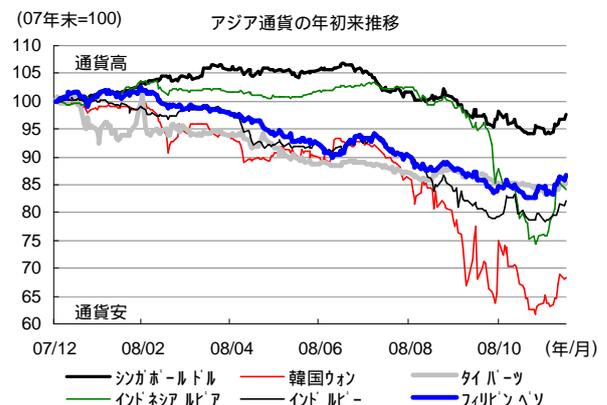
ボラティリティは足許依然高水準ながらやや落ち着き気味



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



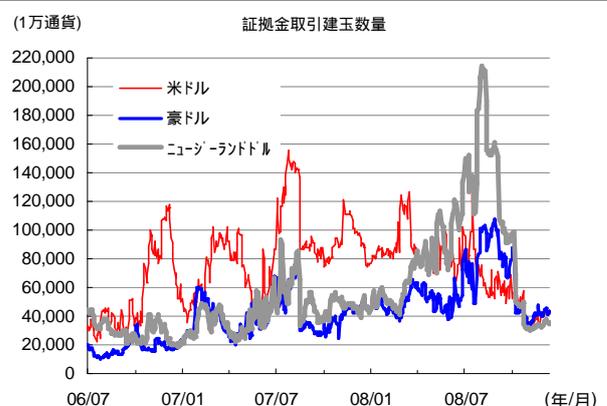
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投機筋の円ポジションの買い越し幅が徐々に拡大



出所: Bloomberg より TDAM 作成

証拠金取引では、建玉急減後も持ち直しの兆しなし



出所: 東京金融取引所より TDAM 作成

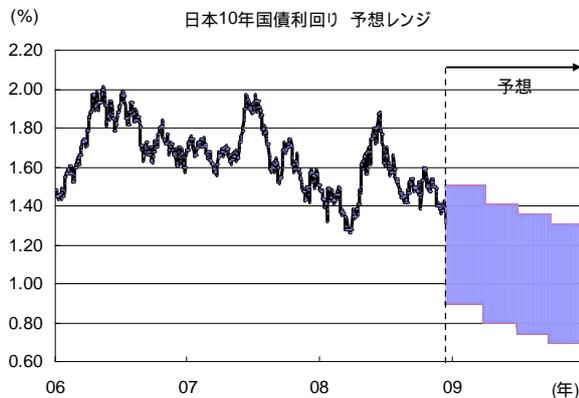
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

#### 4. 市場見通し(まとめ)

			実績	予想				
			2008年 12月16日	2009年1~3月末	2009年4~6月期	2009年7~9月期	2009年10~12月期	
日本	コール翌日物	%	0.30	0.00 ~ 0.30	0.00 ~ 0.30	0.00 ~ 0.30	0.00 ~ 0.30	0.00 ~ 0.30
	10年国債利回り	%	1.38	0.90 ~ 1.50	0.80 ~ 1.40	0.75 ~ 1.35	0.70 ~ 1.30	0.70 ~ 1.30
	TOPIX	ポイント	829	600 ~ 950	570 ~ 900	550 ~ 870	530 ~ 850	530 ~ 850
	日経平均	円	8,568	6,000 ~ 9,500	5,700 ~ 9,000	5,500 ~ 8,700	5,300 ~ 8,500	5,300 ~ 8,500
米国	FFレート	%	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25
	10年国債利回り	%	2.26	1.70 ~ 2.40	1.60 ~ 2.30	1.50 ~ 2.20	1.40 ~ 2.10	1.40 ~ 2.10
	S&P500	ポイント	913	600 ~ 950	570 ~ 900	550 ~ 870	530 ~ 850	530 ~ 850
	NY ダウ	ドル	8,924	5,800 ~ 9,300	5,600 ~ 8,800	5,400 ~ 8,600	5,200 ~ 8,400	5,200 ~ 8,400
ドイツ	レボレート	%	2.50	1.50 ~ 2.00	1.25 ~ 2.00	1.00 ~ 1.75	1.00 ~ 1.75	1.00 ~ 1.75
	10年国債利回り	%	3.14	2.60 ~ 3.20	2.40 ~ 3.00	2.30 ~ 2.90	2.20 ~ 2.80	2.20 ~ 2.80
	DAX	ポイント	4,730	3,300 ~ 5,000	3,000 ~ 4,800	2,800 ~ 4,600	2,700 ~ 4,500	2,700 ~ 4,500
為替	ドル円	円/ドル	89.05	82 ~ 93	80 ~ 91	78 ~ 90	77 ~ 89	77 ~ 89
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.40	1.25 ~ 1.43	1.23 ~ 1.41	1.21 ~ 1.39	1.20 ~ 1.38	1.20 ~ 1.38
	ユーロ円	円/ユーロ	124.71	106 ~ 132	102 ~ 128	98 ~ 125	96 ~ 122	96 ~ 122

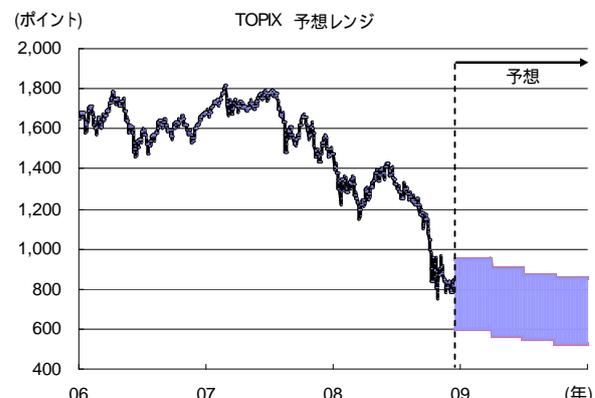
出所: 東京証券取引所、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズより TDAM 作成。TDAM 予想。

##### 〔日本〕 長期金利は低下余地を探る展開を予想



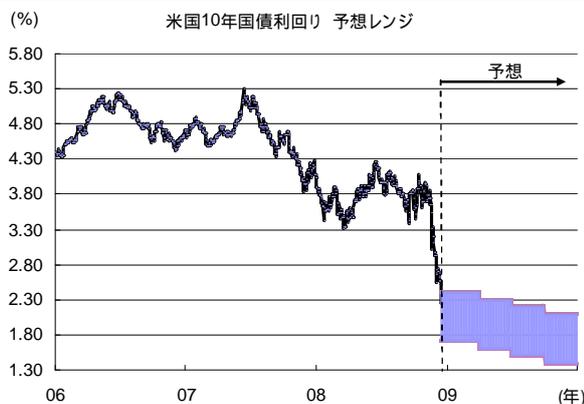
出所: Bloomberg より TDAM 作成

##### 〔日本〕 株価は軟調な展開を予想



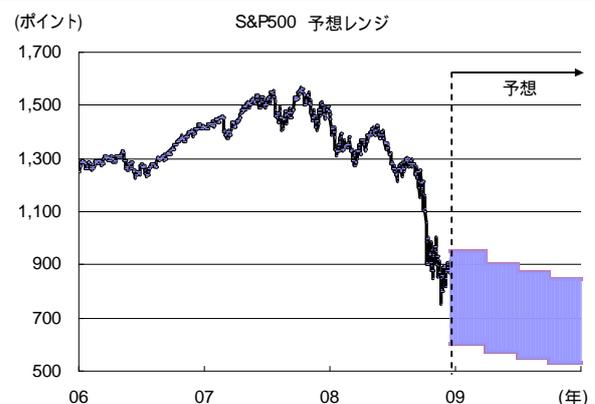
出所: Bloomberg より TDAM 作成

##### 〔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〕 株価は軟調な展開を予想

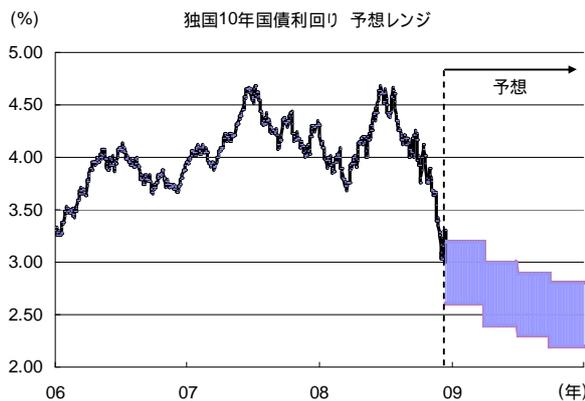


出所: Bloomberg より TDAM 作成

\* 「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。

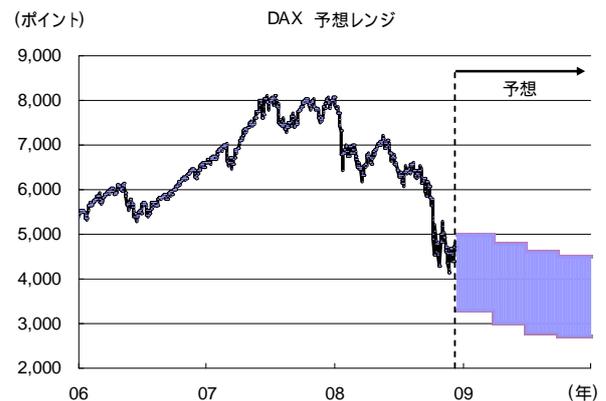
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

〔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〕 株価は軟調な展開を予想



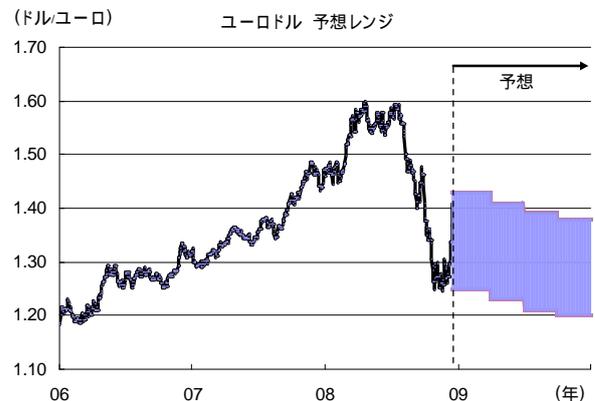
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替〕 ドル円は緩やかな円高を予想



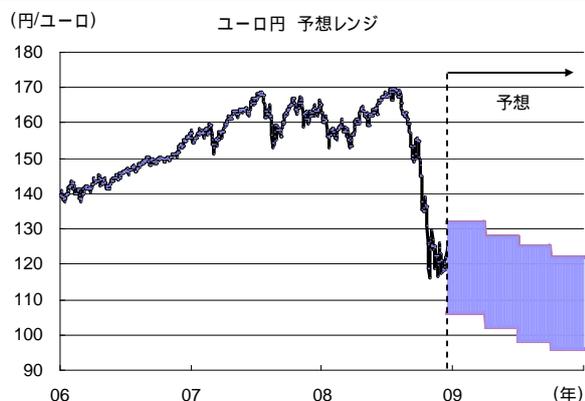
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔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。

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 【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>12/15</b> 日銀短観(12月調査、8:50)  (米) 11月鉱工業生産 (米) NAHB住宅市場指数 (米) 連邦公開市場委員会 (FOMC、~16日)	<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 (EU) 1-0圏 12月PMI	<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(~19日)  (米) 11月景気先行指数 (米) 12月フィラデルフィア連銀指数 (EU) 1-0圏 貿易収支 (独) 12月IFO景況感指数* WTO一般理事会	<b>12/19</b> 10月全産業活動指数(8:50) 12月月例経済報告(中旬)*     WTO一般理事会
<b>12/22</b> 12月金融経済月報(14:00)	<b>12/23 天皇誕生日</b> (米) 3Q GDP (米) 11月中古住宅販売件数 (米) 11月新築住宅販売件数	<b>12/24</b> 法人企業統計調査(4Q、8:50) 11月貿易統計(8:50)  (米) 11月耐久財新規受注 (米) 11月個人所得・個人支出	<b>12/25</b> 11月企業向けサービス価格指数(8:50) 11月住宅着工件数(14:00) 日銀金融政策決定会合議事要旨(11月20・21日分、8:50)  (米) Christmas Day	<b>12/26</b> 11月全国消費者物価指数(8:30) 11月完全失業率(8:30) 11月家計調査(8:30) 11月鉱工業生産(速報、8:50) 11月毎月勤労統計(10:30)
<b>12/29</b>	<b>12/30</b> 大納会  (米) 10月S&Pケース・シャーミ住宅価格 (米) 12月消費者信頼感指数 (EU) 1-0圏 11月マネーサプライ	<b>12/31</b>	<b>1/1 元旦</b>	<b>1/2</b> 1/3 (米) 12月ISM製造業景況指数
<b>1/5</b> 大発会	<b>1/6</b> 12月マネタリーベース(8:50)  (EU) 1-0圏 12月CPI(速報値)	<b>1/7</b> (米) 12月ISM非製造業景況指数  (英) 中銀 金融政策委員会 (MPC、~8日)	<b>1/8</b> (EU) 1-0圏 3Q GDP(確報値) (EU) 1-0圏 11月失業率	<b>1/9</b> 11月景気動向指数(速報値)  (米) 12月雇用統計 (EU) 1-0圏 11月小売売上高
<b>1/12 成人の日</b>	<b>1/13</b> 11月国際収支(速報、8:50) 12月マネーストック(8:50) 12月貸出・資金吸収動向(8:50) 12月景気ウォッチャー調査(14:00)  (米) 11月貿易収支	<b>1/14</b> (米) 12月輸入物価指数 (米) 12月小売売上高	<b>1/15</b> 11月機械受注(8:50) 12月企業物価指数(8:50)  (米) 12月PPI (米) 1月フィラデルフィア連銀指数 (EU) 1-0圏 12月CPI(確報値) (EU) ECB理事会	<b>1/16</b> (米) 12月CPI (EU) 1-0圏 貿易収支

注: 12月16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

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様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費用等について】

### 投資信託に係る費用等について

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、監査報酬、有価証券の保管費用、売買時の売買委託手数料等がかかります。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。

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。

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。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。

### 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

- (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%(税込)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%(税込)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、または拋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。

【ご留意事項】本資料は、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参考資料であり、投資勧誘を目的とした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。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。ご投資にあたっては、P28 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。