加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

http://www.tdasset.co.jp/

投資環境レポート

2012年2月

本資料は2012年2月3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	5 9
市場見通し	17
1. 債券	
1-1. 国内債券	
1-2. 米国債券	19
1-3. ユーロ圏債券	19
2. 株式	22
3. 為替	28
3-1. ドル円	
3-2. ユーロドル	
4. 市場見通し(まとめ)	30
【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー	

T&Dアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 357 号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

投資環境レポート: 2012年2月

http://www.tdasset.co.ip/

経済見通し

1. 日本経済

海外経済の持ち直しと復興需要で、生産中心に当面は緩やかな回復を維持。

景気

- ・ 企業の生産動向は、鉱工業生産でみると12月は、タイ洪水による部品調達難で減産を強いられた11月からの反動もあり前月比+4.0%と大幅増産となったが、予測指数も、1月が前月比+2.5%、2月が同+1.2%と、輸送用機械などの持ち直しから、回復が見込まれている。輸出の下振れに伴い生産計画が下方修正されるリスクはあるものの、懸念された電子部品・デバイス工業の在庫率は2ヵ月連続で前月比マイナス(11月 同9.9%低下、12月同17.4%低下)と、在庫調整の進展がうかがえる。鉱工業全体での在庫指数も同 2.9%と低下したことで、在庫率指数は同 3.6%と3ヵ月連続の低下となっており、生産の下振れリスクもやや限定的となりつつある。
- ・輸出は、先行指標となる海外の製造業景況感において、米国が明確な改善基調を示しているほか、中国はじめ新興国や欧州でも下げ止まりから持ち直しの動きが見られ、国内製造業PMIの輸出受注見通しも 改善していることから、当面は緩やかな回復が予想される。
- ・ 個人消費は、雇用については短観における先行きの雇用判断DIや新規求人数が改善基調を維持しているものの、実際には景気の先行き不透明感から足許の企業の採用意欲は総じて弱く、求人と休職のミスマッチも大きいことから雇用の増加ペースもかなり鈍いものとなっており、所得の伸びも限定的であることから、回復も緩やかなものにとどまろう。
- ・ 今後、第3次、4次の補正予算に伴う復興関連需要により政府固定資本形成、住宅投資については景気押し上げ要因として見込まれる。ただし、公共工事の先行指標となる請負金額については足許緩やかな増加傾向であるため一定程度の押し上げ効果が期待できるものの、瓦礫の処分や被災地の都市計画策定には、なお時間を要することなどから、本格的な押し上げ時期や具体的な効果はやや不透明である。

物価

・ 12月の消費者物価(生鮮食料品を除く総合)は、前年比 0.1%(前月:同 0.2%)と前月からマイナス幅を 0.1%縮小する一方、食料・エネルギーを除く基調的な消費者物価は前年比 1.1%(前月:同 1.1%)とマイナス幅は前月から変化なかった。今後の消費者物価(生鮮食料品を除く総合)は、マクロの需給ギャップが大きい中で、エネルギーや食品価格等の寄与による押上げが限定的となる一方、企業のコスト削減傾 向が続くことから賃金の伸びも期待しにくく、当面マイナス幅が拡大する可能性が高く、基調としてプラスとなる時期は12年度内においても展望しにくい。

【経済予測表】

17年7	归了'则'农									
		2009	年度	2010	年度	2011 (TDAN		2012 (TDAN		
		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	国内総生産(GDP)	▲ 2.1		3.1	-	▲ 0.0	-	2.3	-	
匤	内需要	▲ 2.2	(▲ 2.2)	2.4	(2.4)	0.8	(0.8)	2.0	(2.0)	
	民間需要	▲ 4.2	(▲ 3.2)	3.0	(2.3)	0.1	(0.1)	1.9	(1.4)	
	民間最終消費支出	1.2	(0.7)	1.6	(0.9)	0.3	(0.2)	1.1	(0.6)	
	民間住宅	▲ 21.0	(▲ 0.7)	2.3	(0.1)	3.8	(0.1)	3.4	(0.1)	
	民間企業設備	▲ 12.0	(▲ 1.7)	3.5	(0.4)	▲ 1.4	(▲ 0.2)	5.7	(0.7)	
	公的需要	4.2	(1.0)	0.5	(0.1)	2.7	(0.7)	2.2	(0.5)	
貶	†貨・サービスの純輸出	-	(0.2)	-	(0.8)	-	(▲ 0.8)	-	(0.3)	
	財貨・サービスの輸出	▲ 9.8	(▲ 1.6)	17.2	(2.3)	0.1	(0.0)	4.8	(0.8)	
	財貨・サービスの輸入	▲ 10.7	(1.7)	12.0	(▲ 1.5)	5.8	(▲ 0.8)	3.5	(▲ 0.5)	
名目	国内総生産(前年比)		▲ 3.2		1.1		▲ 1.8		1.8	
デフレ	·ーター(前年比)		▲ 1.2		2.0		▲ 1.8		▲ 0.5	
主要網	経済指標(前年比)									
釖	江業生産		▲ 9.2	9.0			▲ 1.6	9.7		
消	· · · · · · · · · · · · · ·		▲ 1.6		▲ 0.9		▲ 0.1	▲ 0.2		

出所: 内閣府、経済産業省、総務省、Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

11 年度 3Q 以降は、緩やかな回復が持続する見通し

出所:内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

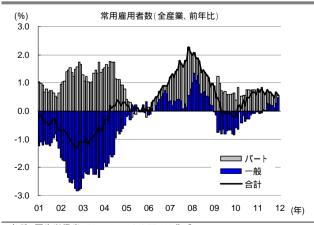
新規求人数は回復基調を維持するものの、雇用の伸びは限 定的



注: 雇用者数のうち、2011 年 3 月~8 月は、岩手、宮城および福島の 3 県を一定とした。

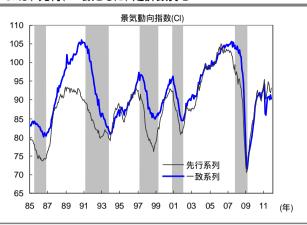
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

雇用は緩やかな回復が継続



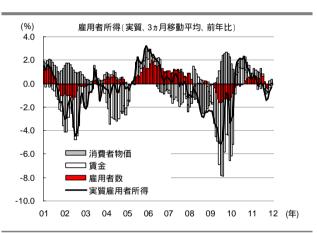
出所: 厚生労働省、Bloombergより TDAM 作成

CIは、先行、一致ともに、足許頭打ち



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

雇用者数の伸び鈍化で、実質雇用者所得は減少



注: 実質雇用者所得、雇用者数のうち、2011年3月~8月は、岩手、宮城および福島の3県を一定とした。

出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

自動車販売は、エコカー補助金再開で1月大幅に増加



出所: 日本自動車販売協会連合会、内閣府、Bloombergより TDAM 作成

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

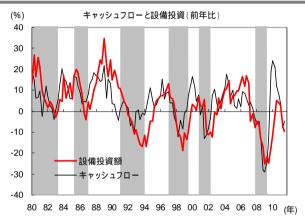
加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

マインドは震災前を上回る水準まで回復後、足許再悪化

景気ウォッチャー調査(景気の先行き判断DI) 70 60 50 40 30 20 合計 企業動向関連 10 雇用関連 家計動向関連 0 00 01 03 05 07 11 12 (年) 02 04 06 08 09 10

出所:内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

震災による企業収益の悪化や、復興計画の遅れから 7-9 月 期の設備投資も減少継続



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、FACTSET より TDAM 作成

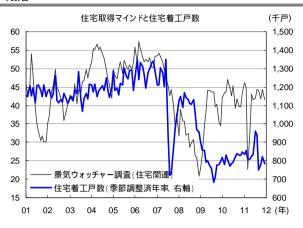
工作機械受注は底堅い海外需要が牽引



注: 季節調整は TDAM による。

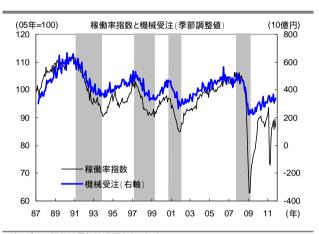
出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

着工戸数は住宅エコポイント終了に伴う駆け込み需要が一 段落



出所:内閣府、国土交通省、Bloombergより TDAM 作成

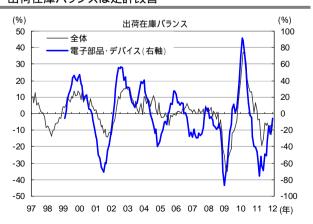
稼働率の改善進まず、設備投資の回復も緩慢



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

出荷在庫バランスは足許改善



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、Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

輸出は EU,アジア向中心に鈍化



注:季節調整はTDAMによる。

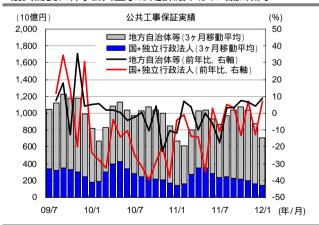
出所: 財務省、Bloomberg より TDAM 作成

中国経済の減速で、中国向け輸出も足許伸び鈍化



出所: Bloomberg より TDAM 作成

復興需要に伴う公共工事は足許緩やかに増加傾向



出所: 保証会社各社より TDAM 作成

生産は、外需減速による増勢鈍化から、再度回復に



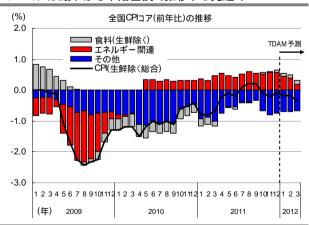
出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

海外からの機械需要も足許頭打ち



注: 2004 年度以前は携帯電話受注を含むため、連続性が途切れている。 出所:内閣府、財務省、Bloomberg より TDAM 作成

CPIコアは緩やかな下落基調で推移する見込み



注: 2011年1月以降は2010年基準による2010年と2011年の結果を用い

出所: 総務省より TDAM 作成

T&Dアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 357 号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

http://www.tdasset.co.ip/

投資環境レポート: 2012年2月

2. 米国経済

製造業主導で回復基調を維持。

景気

- ・雇用については、足許改善基調を維持しているが、財政の悪化による地方政府の人件費抑制が継続することに加え、企業の雇用意欲についても慎重なスタンスに変化はなく、増勢が加速することは困難と見られる。個人消費も、昨年夏場の欧米の債務問題による下振れが一巡し、消費者マインドの改善や在庫不足だった自動車販売の持ち直しなどもあって底堅い動きが続いているが、時間当たりの賃金の低下により雇用者所得の伸びがさえないなか貯蓄率の低下による消費の堅調な持続にも限界があると思われるため、今後も緩慢な回復にとどまると予想される。オバマ大統領の提案した雇用対策や暫定的に2ヵ月延長となった給与税減税の動向が注目される。
- ・ 住宅部門は、緩やかな雇用の改善や住宅価格の割安感から、先行指標となる住宅業者のマインドは大幅に改善しており、販売件数も中古物件中心に増加基調を示している。融資条件の緩和で一時的に差し押さえを免れている物件が相当数あることから住宅価格の下押し圧力は依然高く明確な反転までは期待しにくいものの、景気の回復とともに住宅の需給バランス調整が進展する可能性が高まっている。
- ・ 企業部門は、新興国向けの輸出や、企業業績の底堅さもあり、製造業の受注見通しが明確に改善していることから、今後も緩やかな生産の増加が予想される。輸出についても、足許減速気味だったアジアを中心とした新興国での需要に持ち直しの動きが見られることから、今後も緩やかながら増加が見込まれる。

物価

・ 消費者物価(食品とエネルギ - を除く)は、10年10月以降プラス幅を拡大させてきたが、12月では前年比で前月と変わらず + 2.2%となった。上昇の主な要因は、エネルギー関連、持ち家から貸家へのシフトに伴う家賃、ドル安に伴う輸出物価等の上昇によるものである。ただし今後は、一次産品価格上昇による物価押し上げ効果は一巡しつつあることなどから前年比伸び率も緩やかに鈍化する見通し。

【経済予測表】米国国内総生産(GDP)予測

(%)

	(M)													
					前期比	比年率				前年比				
		11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1予	12Q2予	12Q3予	12Q4予	2008	2009	2010	2011	2012予
実質	質国内総生産	0.4	1.3	1.8	2.8	1.7	2.0	2.3	2.2	▲0.3	▲3.5	3.0	1.7	2.1
	個人消費	2.1	0.4	2.0	2.0	2.0	1.8	2.3	2.2	▲0.6	▲1.9	2.0	2.2	1.9
	設備投資	2.1	10.3	15.7	1.7	11.2	10.1	9.7	11.8	▲0.8	▲17.9	4.4	8.6	9.5
	住宅投資	▲2.5	4.2	1.2	10.9	1.0	1.9	9.3	12.2	▲23.9	▲22.2	▲ 4.3	▲1.4	4.9
	在庫投資	10.8	▲10.0	▲41.1	58.0	▲39.7	▲8.2	39.7	▲8.8	▲230.8	299.6	▲ 140.5	▲39.5	▲21.8
	純輸出	▲ 424.3	▲ 416.4	▲ 402.7	▲405.9	▲404.9	▲405.2	▲460.2	▲ 474.9	▲23.7	▲27.5	17.5	▲2.2	5.8
	政府支出	▲ 5.9	▲0.9	▲0.1	▲ 4.6	2.6	▲ 0.8	▲0.8	▲1.7	2.6	1.7	0.7	▲2.1	▲ 0.7
名	- 国内総生産	3.1	4.0	4.4	3.2	3.0	4.2	4.8	5.0	1.9	▲2.5	4.2	3.9	3.8

注: 在庫投資は前期(年)差、純輸出は実額。

				前年同期	胡比年率		前年比						
	11Q1	11Q2	11Q3予	11Q4	12Q1予	12Q2予	12Q3予	12Q4予	2008	2009	2010	2011	2012予
実質国内総生産	2.2	1.6	1.5	1.6	1.9	2.1	2.2	2.1	-	-	-	-	-
CPIコア	1.1	1.5	1.9	2.2	2.2	2.0	1.8	1.8	-	-	-	-	-
PCEデフレーターコア	1.0	1.3	1.6	1.7	1.8	1.7	1.9	1.8	2.3	1.6	1.4	1.4	1.8

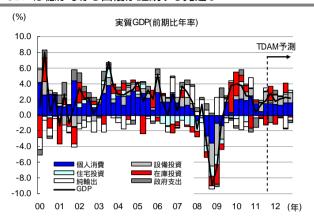
出所: Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

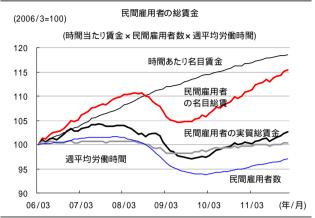
http://www.tdasset.co.ip/

GDP は穏かながら回復が継続する見通し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用所得環境は穏かに改善



注:民間雇用者の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。 出所: Bloomberg より TDAM 作成

大企業の雇用見通しは非製造業で大幅改善



出所: Bloomberg より TDAM 作成

中小企業の雇用予定は改善傾向継続



注: NFIB(全米独立企業連盟) 消費者信頼感雇用判断 DI = 職が豊富 - 職を見つけるのが困難 出所: Bloombergより TDAM 作成

実質可処分所得は前年比で下げ止まりの兆し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

債務支払い比率は引き続き低下傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号 人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

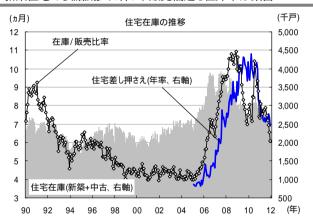
加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

住宅価格は足許安定も回復感乏しい

不動産価格指数の推移 280 ース・シラー住宅価格指数 260 シラー先物指数 FHFA住宅価格指数 240 Moody's商業用不動産価格指数(01年~) 220 200 180 160 00000 140 120 100 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 (年)

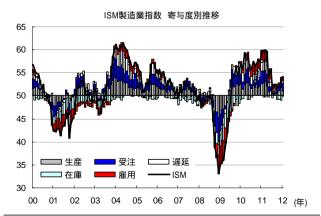
注: FHFA(米連邦住宅金融局) 出所: Bloomberg より TDAM 作成

新築住宅の供給減少に伴い、販売低迷も在庫率は改善



出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業景況感は改善



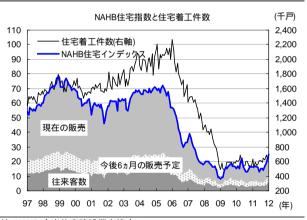
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ローン審査の厳格化に伴い、住宅ローン申請(購入)は依然 低迷



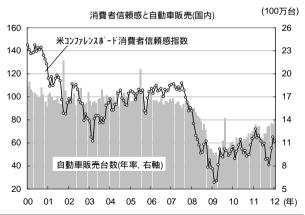
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会) 出所: Bloombergより TDAM 作成

住宅業界の見通しは低水準ながら改善



注; NAHB(全米住宅建設業者協会) 出所: Bloomberg より TDAM 作成

自動車販売は年率 14 百万台を回復



注: 米コンファレンス・ホート(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: Bloomberg より TDAM 作成

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 357 号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

輸出の先行指標は足許で反転上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

貸出態度はやや厳格化



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: FRB より TDAM 作成

遅延指数は川上のインフレ圧力緩和を示唆



出所: Bloomberg より TDAM 作成

出荷在庫バランスのモメンタムは足許鈍化



出所: Bloomberg より TDAM 作成

稼働率、設備投資見通しは改善傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

コアインフレ率は2%前後で安定推移する見通し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

T&Dアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

投資環境レポート: 2012年2月

http://www.tdasset.co.ip/

3. ユーロ圏経済

債務問題の影響で低成長が続くものの、企業景況感はドイツ中心に回復を維持。

景気

- ・企業景況感は、これまで鈍化傾向が鮮明であったが、ドイツ中心に下げ止まりの兆しが見られる。ユーロ圏のPMI総合指数は5ヵ月振りに業況判断の分岐点である50を上回った。製造業がドイツの3ヵ月連続の回復に牽引され、ユーロ圏全体でも落ち込みに歯止めがかかったうえ、サービス業がユーロ圏全体で5ヵ月振りに50超を回復した。特にドイツでは失業者数が20年ぶりの低水準と雇用環境が依然改善基調を維持するほか、ユーロ安や金利低下の恩恵もあって製造業主導での景気回復へ期待が高まっている。ただし、域内全体では、ユーロ圏債務問題に伴う銀行システム不安や金融環境の悪化による域内需要の低迷もあり、持続的な持ち直しへの期待は乏しい。
- ・ 雇用環境も、12月のユーロ圏失業率は10.4%(前月10.4%)と、改善を見せるドイツとは対照的に財政緊縮 を強化した国で総じて雇用情勢の悪化が顕著でユーロ圏全体での失業者数も過去最高となっている。個 人消費も、消費マインドがユーロ圏債務問題への懸念や緊縮的な財政政策の影響もあって依然として悪 化傾向にあり、低迷が予想される。
- ・ 依然、周辺国の債務問題は不透明感が強く、ユーロ圏経済における最大のリスク要因となっている。今後も、イタリア・スペイン国債の大型償還、ギリシャの自発的な債務交換交渉と二次支援の行方、トリプルA国を含む国債格下げ、イタリア・スペインなど財政不安国の財政再建・構造改革の進捗等、財政危機に関連したリスクが多い。難航するギリシャの自発的な債務交換案を巡る協議については、2020年までに公的債務残高の対GDP比率を120%に削減するとの計画策定後にギリシャの財政状況は一段と悪化しており、当初計画に軌道修正させるには、民間金融機関の負担増加、EUとIMFによる支援額の引き上げ、ギリシャ政府による追加の財政緊縮のいずれかが必要となる。

物価

・ 消費者物価は、足許(12年1月)前年比+2.7%(前月+2.7%)で、ECBの中期的な物価運営目標である「2%をやや下回る水準」を14ヵ月連続で上回ったものの、昨年末からエネルギーや食料品価格の影響一巡により低下基調での推移となっている。今後は、商品価格中心に前年比効果が剥落し、2%程度までの低下が見込まれるが、これまで1%程度で推移してきたコア物価指数においても、足許の域内需要の低迷もあり安定的な推移が見込まれる。

【経済予測表】ユーロ圏国内総生産(GDP)予測

(%)

T W.7													(70)			
					前年	∓比/前期	月比	•				寄与度	前年比 /	前期比		
			2010年		2011年予			2012年予		2010年		2011年予			2012年予	
			20104		上期	下期予		上期予	下期予	20104		上期	下期予		上期予	下期予
実質	実質国内総生産(GDP)		1.9	1.6	1.0	0.1	▲0.1	▲0.2	0.1	1.9	1.6	1.0	0.1	▲0.1	▲0.2	0.1
	内需		1.1	0.6	0.4	▲0.4	▲0.7	▲0.4	▲0.1	1.1	0.6	0.4	▲0.4	▲0.6	▲0.4	▲ 0.1
		消費	0.9	0.6	▲0.1	▲0.2	▲0.4	▲0.3	▲0.0	0.5	0.4	▲0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲ 0.0
		政府支出	0.6	0.1	0.1	▲0.3	▲0.6	▲0.3	▲0.2	0.1	0.0	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲ 0.1
		民間投資	▲0.6	1.7	1.6	▲0.3	▲0.3	▲0.3	0.2	▲0.1	0.3	0.3	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.0
		在庫投資	38.4	▲13.3	3.9	▲ 5.2	▲16.2	▲ 4.5	▲2.0	0.5	▲0.2	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.1	▲ 0.1
	純輔	俞 出	-	-	-	-	-		-	0.8	1.0	0.6	0.5	0.5	0.2	0.2
		輸出	11.5	6.7	3.2	2.2	3.5	1.3	2.2	4.8	3.1	1.5	1.0	1.7	0.6	1.1
		輸入	9.7	4.7	2.0	1.3	2.5	0.9	2.0	3.9	2.0	0.9	0.6	1.1	0.4	0.9
消費者物価(前年比) 1.6 2.7 2.6 2.8 1.9 2.1 1.7						-	-	-	-							

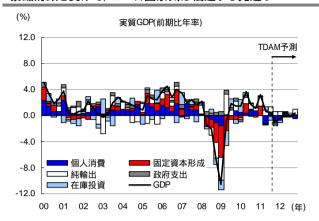
注:在庫投資は前期(年)差

出所: Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

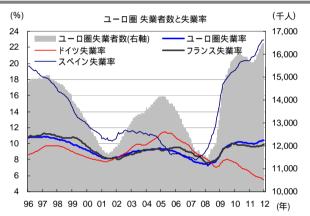
http://www.tdasset.co.ip/

緊縮財政を受けて、ユーロ圏景気は低迷する見通し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ユーロ圏失業率は重債務国中心に悪化傾向



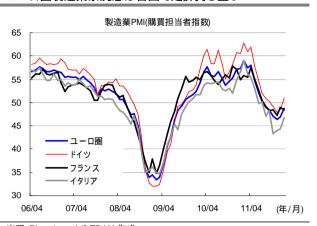
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価上昇や増税を受けて、個人消費は低迷



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ユーロ圏製造業景況感は各国で足許持ち直し



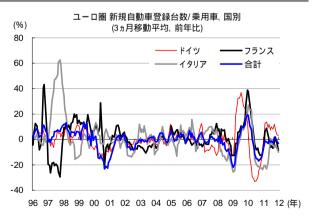
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ドイツ企業雇用見通しはサービス業で堅調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

自動車販売も、ドイツでは底堅いものの、ユーロ圏全体では低迷



出所: Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.jp/

ドイツ輸出期待は足許でやや持ち直し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ハンガリーを除き、東欧諸国の景況感は下げ止まり



出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業の景況感は足許で持ち直し



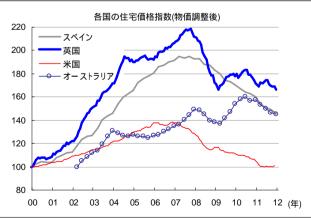
出所: Bloomberg より TDAM 作成

新規受注は前年比で減速傾向



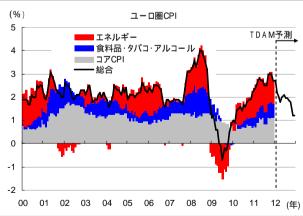
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格はスペインで下落継続



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: Bloomberg より TDAM 作成

エネルギー価格安定や景気減速を受けて CPI は低下を見 込む

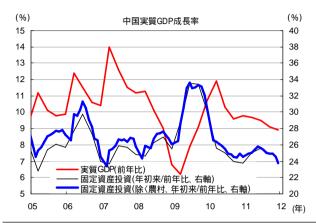


出所: Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

4. (参考) BRICsおよびオーストラリア経済

(1) 中国経済および市況関連



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

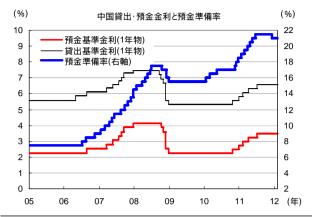


出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/



出所: Bloomberg より TDAM 作成



注: NDF(ノン・デリバラブルフォワード)とは差金決済の金融派生商品のひとつ。 出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して 指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。) 出所: Bloomberg より TDAM 作成



注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して 指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

http://www.tdasset.co.jp/

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

(2) ブラジル経済



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



注: 実質金利 = 政策金利-インフレ率 出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

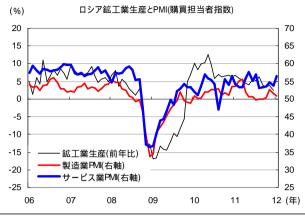
加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.jp/

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

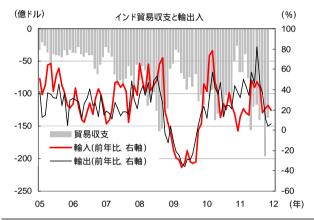
(3) インド経済・ロシア経済



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



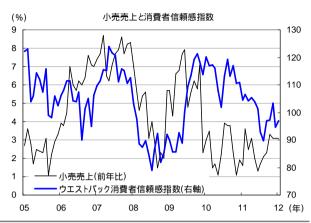
出所: Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.jp/

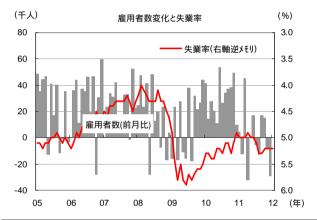
(4) オーストラリア経済



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資環境レポート: 2012年2月

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号 加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

市場見通し

1. 債券

1-1. 国内債券

長期金利は、低下余地を探る展開。

金融政策について

日銀は、1月23~24日に金融政策決定会合を開催し、無担保コールレートの誘導目標を0~0.1%に据え置き、 量的面での金融緩和措置も現状維持を決定した。また、今回の会合では、昨年10月末に発表された展望レポ ートの中間評価が行われ、足許の景気が足踏み状態に陥っていることを受けて、11 年度の実質成長率を0.3% から 0.4%に、12年度を2.2%から2.0%に下方修正した。また、欧州ソブリン問題については、欧州経済のみなら ず金融市場への影響などを通じて、世界経済の下ぶれをもたらす可能性があるとして強い警戒感を表明してい る。こうしたことから、当面は、景気下ぶれリスクを意識した政策運営を継続し、金融緩和拡充を検討する方向と 思われる。

長期金利

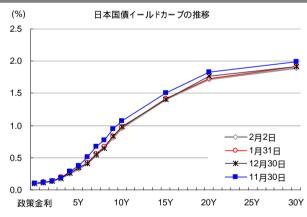
足許、米国経済に対する過度な悲観論は後退する中、国内では復興に向けた取組みが次第に本格化するも とで国債発行の増加が金利上昇圧力となるものの、国内景気は円高圧力もあり自律的な回復による預貸ギャッ プの縮小が見通しにくく、超金融緩和政策の長期化観測と世界的な資金余剰を背景に、金利への低下圧力が かかりやすい。国内長期金利は、現行1%を中心としたせまいレンジ内で低下余地を探る展開が予想する。

主要国金利は11年5月以降、低下基調へ転換



出所: Bloomberg より TDAM 作成

イールドカーブはブル・フラット化



出所: Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

東京電力の格下げに伴い BBB 格スプレッドが足許急拡大



出所: Bloomberg より TDAM 作成

市場は政策金利(0~0.1%)の長期据え置きを予想



注: OIS(オーパ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。)

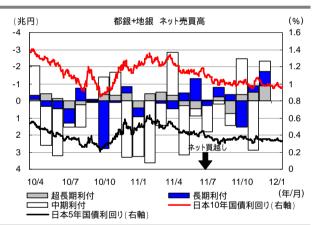
出所: Bloomberg より TDAM 作成

預貸ギャップの拡大にともない都銀の国債保有残高は増加 傾向



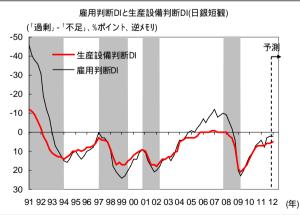
出所: 日本銀行より TDAM 作成

銀行が、各年限買い越しで金利低下を主導



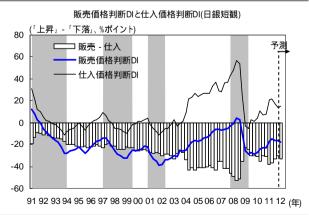
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

雇用や設備の過剰感は改善継続



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。 出所: 日本銀行、Bloomberg より TDAM 作成

仕入価格の低下で交易条件は一時改善も先行きは再び悪 化見通し



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。 出所: 日本銀行、Bloomberg より TDAM 作成

T&Dアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

投資環境レポート: 2012年2月

http://www.tdasset.co.ip/

1-2. 米国債券

長期金利はレンジでの推移。

金融政策について

FEDは1月24~25日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、現行の金融政策(0.00~0.25%の政策金利、保有 証券の平均残存期間の延長)の維持を決定した。一方、金融政策の先行きについては、「異例に低い水準のF Fレートは少なくとも2014年終盤まで正当化されるだろう」と指摘し、超低金利を維持するとみられる期間を前回 会合までの「少なくとも2013年半ば」から一段と延長した。

会合終了後の記者会見で、バーナンキFRB議長は、雇用や物価の動向次第では、追加金融緩和に踏み切 る可能性を示唆した。注目度の高い追加資産買い入れ(QE3)は、欧州債務問題が米国の金融市場に波及する などで、深刻な景気悪化の懸念が高まった時のために温存すると思われる。

長期金利

米国経済は、製造業の景況感や消費マインドの持ち直しなどから景気の自律的な回復への期待が高まりつ つあるものの、依然として雇用の加速も見込みにくく、インフレ期待も今後は落ち着きを見せると思われることから、 当面2%を中心としたレンジ内での推移を予想する。

また、足許、欧州債務問題による資本の逃避で米国金利の上昇がやや抑えられている感があるが、依然、欧 州債務問題の動向は不透明で今後も米国金利の上昇を抑制する可能性が高いものと思われる。

1-3. ユーロ圏債券

ドイツの長期金利は低下余地を探る展開。

金融政策について

欧州中央銀行(ECB)は、1月12日の理事会で、政策金利を1.00%に据え置くことを決定した。ドラギ総裁は、 金利据置きの決定は「全会一致だった」としながらも、「このように不透明性の強い状況では、全ての要因を検討 する。」として、追加利下げに含みを残した。また、12月に導入した3年物オペに関しては、ECBによる4,892億ユ 一口の大規模な長期資金の供給が市場の安定と機能回復に大きく貢献している、と指摘した。実際、イタリアや スペインの国債入札が順調に消化されている背景には、金融機関が3年物流動性供給オペの資金を利用して 国債を買い入れていることがあるとみられ、長期金利の低下に少なからず貢献している可能性が高い。12月に 続き2月下旬に、2回目の3年物無制限資金供給を予定していることから、2月の理事会でも政策金利は据え置き が予想される。また、ECBの国債購入は、2012年に入り国債市場が安定し始めたため、購入額が減少しているが、 今後格下げを契機に利回りが上昇し始めたポルトガル国債の購入を増やすのかどうかが注目される。

長期金利

ドイツの長期金利は、景気動向のみならず債務問題の動向にも大きく左右される可能性が高く、変動の激し い展開が予想される。ドイツの長期金利の水準は、経済成長率や物価から見てすでに低下余地は限られると思 われるものの、今後も財政緊縮による景気下押し圧力が継続する中、ギリシャ債務再編問題などの問題がくすぶ り続ける可能性が高いと思われることから、当面は現行の2%を中心とするレンジ内で低下余地を探る展開を予想 する。

(米国) 過去最低水準で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 過去最低水準で推移

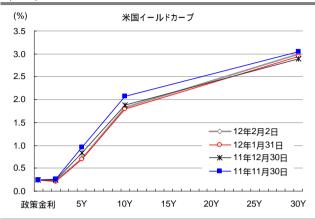


出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

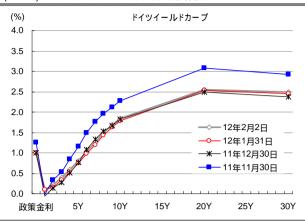
加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.jp/

(米国) イールドカーブには大きな変化なし



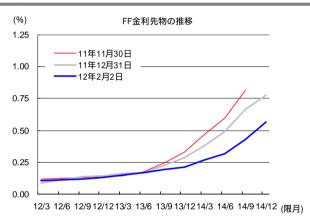
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) イールドカーブには大きな変化なし



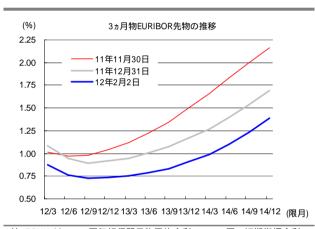
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 少なくとも 2014 年終盤まで超低金利政策は継続され る見込み



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) 市場は 25bp の追加利下げを織り込む



注: EONIA はユーロ圏無担保翌日物平均金利でユーロ圏の短期指標金利。 出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 期待インフレ率(BEI)は足許横ばいで推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 社債スプレッドは足許横ばいで推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 失業率は改善も依然高水準

米国政策金利と物価、失業率 (%) (%) 10 政策全利 9 2 8 3 失業率(右軸逆メモリ) 7 4 6 5 5 6 3 8 2 9 10 0 92 94 96 04 08 10 12 (年) 90 98 00 02 06

出所: Bloomberg より TDAM 作成

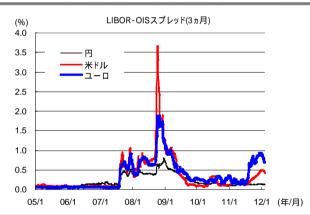
(ユーロ圏)CPI の低下を受けてテイラールールは利下げを 示唆



注:推計値=均衡実質短期金利+インフレ率+ (インフレ率-目標インフレ率)+ (NAIRU-失業率)

均衡実質短期金利=2%、インフレ率=ユーロ圏 HICP、目標インフレ率=2%、 NAIRU=7%、失業率=ユーロ圏失業率を用いて推計 出所: Bloombergより TDAM 作成

ECB による流動性供給により、金融機関の調達コストは低下



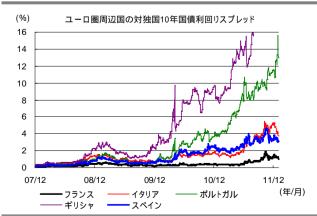
注: LIBOR(ロントン銀行間取引金利)OIS(オーバーナイトインデックススワップの略。市場参加者の政策金利予想を反映している。) 出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 実質金利は足許でマイナス



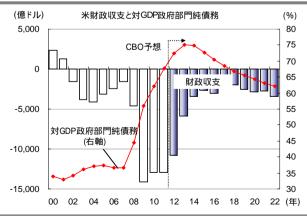
注: 実質米国 10 年国債利回りは、コア CPI で実質化。 出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) イタリア、スペインの対独スプレッドは縮小



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 2012 年の財政赤字見通し上方修正で、4 年連続 1 兆ドル越え



注: 2011 年度以降は CBO (議会予算局) の予想 出所: Bloomberg, CBO 資料より TDAM 作成

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

投資環境レポート: 2012 年 2 月

http://www.tdasset.co.ip/

2. 株式

2-1. 国内株式

世界景気回復期待が高まるものの、欧州債務問題や円高への懸念で、上値重い展開。

[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、欧米の債務問題への懸念が高まった8月以降売り越しに転じ、8~12月の累計で2兆円超を売り越した。しかし、世界的に景気の持ち直し期待が高まるなかで、1月は4,598億円の買い越しと久々に大きく買い越した。

一方、金融法人は、信託銀行を中心とする時価変動に伴うリバランスニーズなどから8月~12月の累計で約1.8兆円超を買い越し、外国人の売りを吸収する格好となったが、1月は1.192億円の売り越しに転じた。

[バリュエ - ション]

東証一部市場全体のPBRは、0.96倍、配当利回りと10年国債利回り差も1.4%程度と、過去比較では依然として割安水準にある。また、予想PERは、11年度予想ベース(アナリストコンセンサス)では15.6倍、12ヵ月先予想ベースでは12.1倍程度と、過去比較では依然として低水準が続いている。(数値は2月1日現在)

(業績動向)

11年度の経常利益は、3Q決算を受けて会社予想ベース今年度の経常利益は15%程度の減益、税引き利益でも10%程度の減益まで下方修正されてきた。コンセンサス予想ベースについても今後さらに下方修正が進むと予想される。一方、12年度の経常利益については、コンセンサスベースで20%強の増益が見込まれている。生産前年比+5%程度の前提を置いても2桁増益の達成は十分可能とみられる。

11年度の予想EPSについては、アナリストコンセンサスは48.5円まで下方修正されているが、3Q決算を受けて今後さらなる下方修正が見込まれる。ただ、12年度のアナリストコンセンサス予想EPSは、61.4円と大幅な改善が見込まれている。

〔株価見通し〕

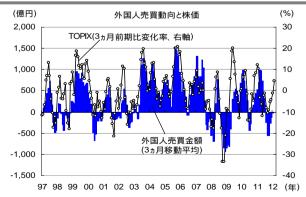
米国経済においては、製造業、住宅における先行指標(ISMやNAHB指数)が昨年秋以降に底を打ち回復を示すなかで、雇用や消費マインドも改善、自律的な景気回復の兆しが見られる。これを受けて世界景気の先行指標となる主要国の製造業景況感も、中国をはじめとする新興国や欧州においても減速傾向がやや一服、全体でもやや持ち直しの動きとなってきており、世界経済も当面緩やかながら拡大が予想される。

また、新興国中心に、資源価格の上昇一服に伴う期待インフレの緩やかな低下などもあり、利下げなど金融政策緩和へのシフトも出始めており、景気下支え効果も期待される。

一方で、依然マーケットの最大のリスク要因はユーロ圏における債務問題である。1月中旬にS&Pがユーロ各国の格下げを行ったものの、マーケットはフランス国債やEFSF債格下げの可能性をすでに織り込んでいたとみられ、格下げ後も利回りは低位で安定しており、その他リスク関連指標にも落ち着きが見られるなど、格下げ単独の要因で、EFSFの資金調達環境に一段の悪化圧力が及ぶ事態は避けられた。ユーロ債務問題の根本的な解決は長期の課題であり、今後も折に触れ、南欧諸国の国債の大量償還やギリシャの自発的な債務交換を巡る協議の難航などをきっかけに金融市場で不安心理が再燃するなど、今後も株価の上値を抑え続ける可能性は高いものの、米景気中心に景況感の改善が続くうちは、マーケット全体に与える影響は限定的となる可能性も高まりつつあると思われる。

ただし、国内株式に関しては、海外経済において需給ギャップの縮小は容易に進まず海外金利の上昇は見込みにくいことから円高懸念が今後もくすぶり、欧米株式に比べて上値は重いものと予想する。

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、Quick より TDAM 作成

景況感が持ち直すなか、外国人投資家の売り越し幅は縮小



出所: 東京証券取引所、Quick より TDAM 作成

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号 加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

拡大していた CDS スプレッドは足許低下基調



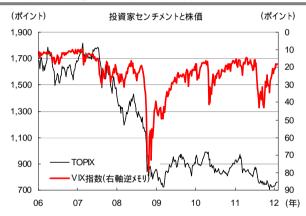
注: CDX 指数とは、企業の信用リスクを取引するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS) 市場において、北米の投資適格企業 125 社によって構成されている指数。 出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

株価と相関の高い米国 ISM(新規受注)は足許改善



出所: Quick より TDAM 作成

欧州の債務問題などで悪化した投資家心理は改善傾向



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

機関投資家の国内株式組入れ比率は、ほぼ中立水準で推移



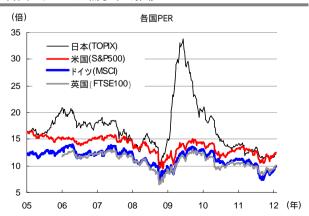
注: 組入れ比率指数は、Quick が機関投資家に対して行ったアンケートをも とに現在の国内株式組入れ比率を指数化したもの。50 が中立を示す。 出所: Quick(QSS レポート)より TDAM 作成

日本の相対株価は 2008 年以降の最安値水準で推移



注:2007年12月末を100として指数化した。 出所: Quick より TDAM 作成

各国とも PER は低水準で推移



注: 各国 PER は、12 ヵ月先予想ベース。 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、 FACTSET より TDAM 作成

ドル、ウォンレートと株価の間には高い相関



注:為替レートは 2006 年末を 100 として指数化。

出所: Quick より TDAM 作成

電子デバイスの生産(前年比)はマイナス圏



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

2011 年度は小幅減益も、2012 年度は増益を予想

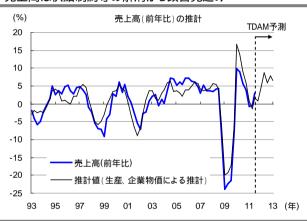
[2011年度経常増益率(TDAM試算)]													
鉱工業生産	売上高伸び率	固定費 +1.0%	固定費 +1.0%										
(前年比)	(推計)	限界利益率 0.5%	限界利益率 ±0%										
+5.0%	+5.3%	+5.7%	+16.5%										
+0.0%	+2.3%	▲ 5.0%	+5.4%										
▲2.5%	+0.7%	▲10.4%	▲ 0.1%										
▲ 5.0%	▲0.8%	▲15.8%	▲ 5.6%										
▲10.0%	▲3.8%	▲26.5%	▲ 16.6%										

【2012年度経常増益率(TDAM試算)】

12012十度駐市省	三年(IPMW井))		
鉱工業生産	売上高伸び率	固定費+1.0%	固定費 +1.0%
(前年比)	(推計)	限界利益率+0.5%	限界利益率 ±0%
+15.0%	+10.5%	+48.9%	+36.8%
+10.0%	+7.5%	+37.0%	+25.3%
+5.0%	+4.4%	+25.1%	+13.7%
+0.0%	+1.3%	+13.2%	+2.2%
▲ 5.0%	▲1.7%	+1.4%	▲9.4%

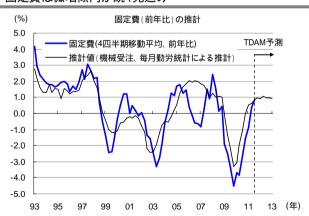
出所: TDAM 予測

売上高は供給制約等の解消から改善見込み



出所: 財務省、経済産業省、日本銀行、TDAM 予測

固定費は微増傾向が続く見込み



出所: 内閣府、厚生労働省、TDAM 予測

限界利益率は交易条件や稼働率の悪化から当面低下



出所: 日本銀行、経済産業省、TDAM 予測

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号 加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

会社、アナリストともに 2011 年度の企業収益は 2 桁減益を 予想

単位: 10億円 2011年度(予想) 2012年度(予想) アナリストコンセンサス アナリストコンセンサス 会計 予想 前年比 前年比 前年比 売上高 563 025 +1.5% 563 425 +1.6% 584 069 +3.79 営業利益 25,944 ▲ 10.3% 32,245 +19.5% **▲**13.7% 26.97 経常利益 24,531 ▲15.6% 25.596 **▲** 11.9% 31,744 +24.0% 税引利益 11,275 ▲13.9% 18,228 12.548 **▲**4.2% +45.3%

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

業績リビジョンは悪化も、生産予測修正率は足許でやや改善



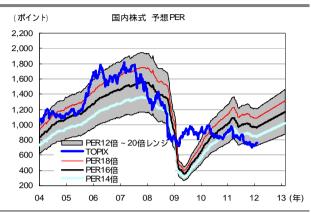
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

ユーロ圏債務問題などを背景にリスクプレミアムは高水準



出所: Quick、FACTSET より TDAM 作成

予想 PER は過去レンジの下限水準



注: 12 ヵ月先予想ベース。 出所: FACTSET より TDAM 作成

PBR は1倍割れで推移



出所: Quick、FACTSET より TDAM 作成

足許のTO PIX はリスクプレミアム 7%、予想 ROE7~8%程度の 水準

予想ROEとリスクプレミアムによるPBR、株価マトリクス

1 予想	[予想ROE、リスクフレミアムの水準から推計されるPBR水準]												
		予想ROE											
		5%	6%	7%	8%	9%	10%						
		(40.0)	(48.0)	(56.0)	(64.0)	(72.0)	(80.0)						
IJ	3%	1.26	1.51	1.76	2.02	2.27	2.52						
スク	4%	1.01	1.21	1.41	1.61	1.81	2.01						
プ	5%	0.84	1.01	1.17	1.34	1.51	1.68						
V	6%	0.72	0.86	1.00	1.15	1.29	1.44						
ミア	7%	0.63	0.75	0.88	1.00	1.13	1.26						
Ĺ	8%	0.56	0.67	0.78	0.89	1.00	1.12						

【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるTOPIX】

		5%	6%	7%	8%	9%	10%
		(40.0)	(48.0)	(56.0)	(64.0)	(72.0)	(80.0)
Ŋ	3%	1,008	1,210	1,411	1,613	1,815	2,016
スク	4%	805	966	1,127	1,288	1,449	1,610
プ	5%	670	804	938	1,072	1,206	1,340
V	6% 574		689	804	918	1,033	1,148
ミア	7%	502	602	703	803	904	1,004
٨	8%	446	535	624	714	803	892

注: 括弧は、BPS800 円の場合の EPS 水準 出所: TDAM 予測

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 投資環境レポート: 2012年2月

http://www.tdasset.co.ip/

2-2. 外国株式

欧州債務問題への懸念の残るものの、景気回復期待で緩やかに上昇。

〔米国株式〕

(木岡休氏) 決算発表が進んでいる2011年4Qの企業業績は、S&P500ベースで前年比 + 4.6%と小幅の増益が予想されている。増益率は期初時点との比較で約10%ポイント下方修正されている。同様に2012年1Q以降の四半期業績の増益率も緩やかな下方修正傾向が続いており、2012年1Qの増益率はわずか + 1.5%にとどまっている。ただ、増益率に先行する傾向がある企業収益の修正状況を示す企業収益楽観指数については底打ちの兆しがみえており、企業収益の下方修正傾向も今後一巡する可能性がある。バリュエーションは、12ヵ月先予想EPS(106.5ドル)ベースのPERは12.4倍と一時の過度の割安感は薄れたものの、過去との比較で依然として低水準にある。 にある

米国経済においては、製造業、住宅における先行指標(ISMやNAHB指数)が昨年秋以降に底を打ち回復を示すなかで、雇用や消費マインドも改善、自律的な景気回復の兆しが見られる。これを受けて世界景気の先行指標となる主要国の製造業景況感も、中国をはじめとする新興国や欧州においても減速傾向がやや一服、

全体でもやや持ち直しの動きとなってきており、世界経済も当面緩やかながら拡大が予想される。 また、新興国中心に、資源価格の上昇一服に伴う期待インフレの緩やかな低下などもあり、利下げなど金融 政策緩和へのシフトも出始めており、景気下支え効果も期待される。

·方で、依然マーケットの最大のリスク要因はユーロ圏における債務問題である。 1月中旬に S & P がユーロ 各国の格下げを行ったものの、マーケットはフランス国債やEFSF債格下げの可能性をすでに織り込んでいたとみられ、格下げ後も利回りは低位で安定しており、その他リスク関連指標にも落ち着きが見られるなど、格下げ ずなれ、格下が後も利回りは低位で安定してあり、その他り入り関連指標にも落ち着さか見られるなど、格下が 単独の要因で、EFSFの資金調達環境に一段の悪化圧力が及ぶ事態は避けられた。ユーロ債務問題の根本 的な解決は長期の課題であり、今後も折に触れ、南欧諸国の国債の大量償還やギリシャの自発的な債務交換 を巡る協議の難航などをきっかけに金融市場で不安心理が再燃するなど、今後も株価の上値を抑え続ける可 能性は高いものの、米景気中心に景況感の改善が続くうちは、マーケット全体に与える影響は限定的となる可 能性も高まりつつある。このため、米国株式については、当面緩やかな上昇基調での推移が期待できるものと予 想する。

株価との連動性の高い製造業景況感は持ち直し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通しに先行する楽観指数は底打ちの兆し



注:企業収益楽観指数は、上方修正企業÷全体の企業数で算出。12ヵ月先予 想 EPS は S&P500 のデータを使用。 出所:FACTSET より TDAM 作成

バリュエーションは過去比較で依然低水準での推移



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

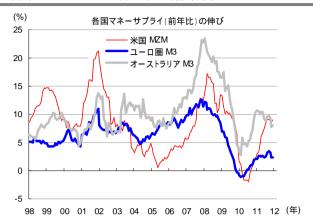
株価と連動性のあるM&Aは減速



注:直近のデータは、実績値を四半期換算して算出 出所: Bloomberg より TDAM 作成

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 http://www.tdasset.co.ip/

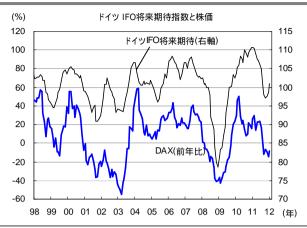
米国のマネーサプライ伸び率は増加傾向



注: MZM(Money of zero maturity)とは、米国の通貨供給量の指標。米国は通 常指標として使用しているM3 を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: Bloomberg より TDAM 作成

株価との連動性が高いドイツの景況感は底打ちの兆し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ドル安傾向の一服もあり、企業収益の伸びは鈍化



注: 12 ヵ月予想 EPS は、S&P500 のデータを使用。 出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

企業収益との連動性高い生産モメンタムは低下トレンド



注: 12 ヵ月予想 EPS は、S&P500 のデータを使用。 出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

新興国の製造業景況感は概ね改善傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

新興国株式市場は、足許堅調



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

T&Dアセットマネジメント株式会

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会 投資環境レポート: 2012年2月

http://www.tdasset.co.ip/

3. 為替

3-1. ドル円

方向感の出に〈い展開。

折に触れ欧州債務問題が取りざたされリスク回避的な円高圧力がかかりやすい環境下で、米国の低金利政 策の長期化や、追加金融緩和の可能性が意識されやすく、ドルの上値を抑制する一方、米国経済が自律的な 回復の動きを続けることや介入警戒感が円の上値を抑制することから、ドル・円は狭いレンジでのもみ合いが続 く見诵し。

3-2. ユーロドル

欧州債務問題への懸念と米欧の景況感格差、金利差の拡大でユーロ安基調での推移。

米国では、景気が自律的な回復の兆しを見せている一方で、ユーロ圏においては、依然債務問題の影響か ら景気の低迷が懸念されている。またユーロ域内各国とも財政政策の機動性が米国以上に失われており、金融 政策への負荷がかかりやすく、今後も利下げへの期待が継続的に高まるものと思われる。

欧州債務問題も、12月EU財務相会合を受けて財政協定等の具体化が進められているものの不透明要因が 多く、ギリシャの債務再編問題や南欧諸国の大量入札、大手格付け機関によるユーロ主要国の格下げなどのイ ベントリスクが今後も市場でくすぶり続ける可能性が高いと思われる。

米国景気の回復期待から世界経済の下ぶれリスクが軽減されることに伴い、マーケットにおけるリスク回避的 な動きが抑制されユーロは対ドルで下支えされる局面も想定されるものの、ユーロ圏債務問題懸念の継続と米 欧の景況感格差や金利差の拡大により、基本的にはユーロ安基調での推移が予想される。

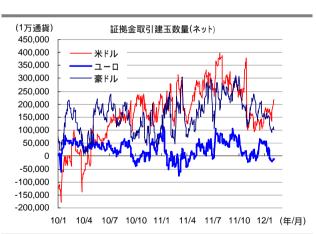
日米双方の超低金利政策長期化見通しを受けて、ドル円は レンジ推移



注: OIS(オーパ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

出所: Bloomberg より TDAM 作成

介入警戒感から足許は米ドルロングが増加



出所:東京金融取引所より TDAM 作成

アジア通貨は、対ドルで上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

足許で原油とユーロの相関は低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

トレンドは金利差(独-米)縮小によるユーロ安



出所: Bloomberg より TDAM 作成

トレンドは金利差(独-日)縮小によるユーロ安



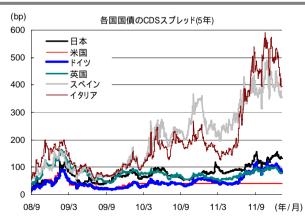
出所: Bloomberg より TDAM 作成

東欧通貨は、対ドルで足許上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

イタリア・スペインのCDSスプレッドは足許大幅縮小



出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第357号 加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

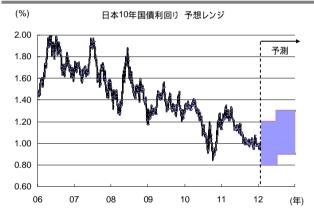
http://www.tdasset.co.jp/

4. 市場見通し(まとめ)

			実	績						予	想					
			前月作成時	今月作成時												
			2012年	2012年	~ 20	12年3	3月期	2012年4~6月期		6月期	2012年7~9月期			2012年10~12月期		
			1月10日	2月3日												
	コール翌日物	%	0.10	0.10	0.00	~	0.10	0.00	~	0.10	0.00	~	0.10	0.00	~	0.10
日本	10年国債利回り	%	0.98	0.95	0.80	~	1.20	0.80	~	1.20	0.90	~	1.30	0.90	~	1.30
口华	TOPIX	ポイント	732	761	670	~	825	670	~	825	700	~	850	725	~	875
	日経平均	円	8,422	8,832	7,500	~	9,500	7,500	~	9,500	7,750	~	9,750	8,000	~	10,000
	FFV	%	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00	~	0.25	0.00	~	0.25	0.00	~	0.25	0.00	~	0.25
米国	10年国債利回り	%	1.97	1.92	1.60	~	2.40	1.60	~	2.40	1.70	~	2.50	1.80	~	2.60
小国	S&P500	ポイント	1,292	1,345	1,200	~	1,450	1,225	~	1,475	1,250	~	1,500	1,275	~	1,525
	NY ダウ	ドル	12,462	12,862	11,500	~	14,000	11,750	~	14,250	12,250	~	14,750	12,750	~	15,250
	レポレート	%	1.00	1.00	1.00	~	1.25	0.75	~	1.25	0.50	~	1.25	0.50	~	1.25
ドイツ	10年国債利回り	%	1.88	1.93	1.60	~	2.40	1.60	~	2.40	1.70	~	2.50	1.80	~	2.60
	DAX	ポイント	6,163	6,767	6,000	~	7,400	6,000	~	7,400	6,200	~	7,600	6,400	~	7,800
	ドル円	円/ドル	76.85	76.60	70	~	80	72	~	80	74	~	82	76	~	84
為替	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.278	1.316	1.20	~	1.37	1.20	~	1.37	1.20	~	1.37	1.20	~	1.37
	ユーロ円	円/ユーロ	98.19	100.79	88	~	106	91	~	106	92	~	109	95	~	112

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&ブアーズより TDAM 作成。TDAM 予想。

〔日本 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔日本 株価〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔米国 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔米国 株価〕



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。

T&Dアセットマネジメント株式会社

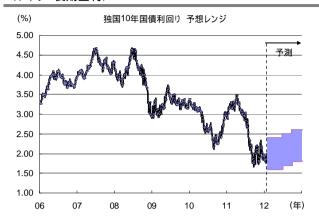
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 357 号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

投資環境レポート: 2012 年 2 月

http://www.tdasset.co.jp/

〔ドイツ 長期金利〕



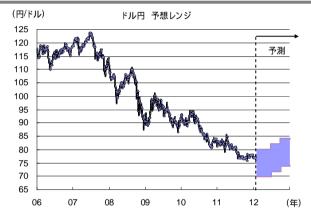
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔ドイツ 株価〕



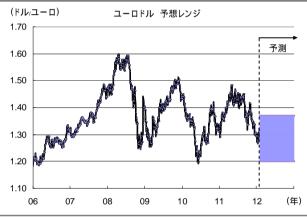
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ドル円〕



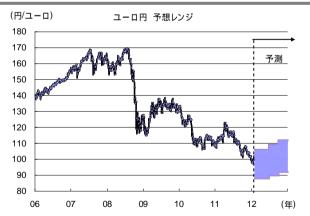
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ユーロドル〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ユーロ円〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

【当資料で使用するデータについて】

MSCI ドイツインデックスは MSCI が開発した株価指数で、ドイツの株式市場の動きを捉える指数です。当インデックスに関する全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、 その正確性及び完全性を MSCI は何ら保証するものではありません。その著作権は MSCI に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

^{*「}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。

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

http://www.tdasset.co.jp/

【参考】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
1/30 (EU) 1-0圏 1月景況感サーベイ	1/31 12月家計調査(8:30) 12月完全失業率(8:30) 12月鉱工業生産(速報、8:50) 12月住宅着工件数(14:00) (米) 11月S&Pケース・シラー米 住宅価格 (米) 1月消費者信頼感指数	2/1 1月新車販売台数(14:00) (中) 1月PMI製造業 (EU) 1-1圏 1月CPI(速報値) (米) 1月ISM製造業景況指数	2/2 1月マネタリーベース(8:50)	2/3 (米) 12月製造業受注指数 (米) 1月ISM非製造業景況指数 (米) 1月雇用統計
2/6	2/7	2/8 12月国際収支(速報値、8:50) 1月貸出・資金吸収動向(8:50) 1月景気ウォッチャー調査 (14:00)* (英) 中銀 金融政策委員会 (MPC、~9日)	2/9 12月機械受注(8:50) 1月マネーストック(8:50) 1月消費動向調査(14:00) (中) 1月消費者物価指数 (EU) ECB理事会 (米) 12月卸売在庫	2/10 1月企業物価指数(8:50) (中) 1月貿易収支 (米) 12月貿易収支 (米) 2月ミシガン大学消費者信頼感指数*(速報値)
2/13 12月第3次産業活動指数(8:50) 11/4Q GDP(一次速報、8:50) 日銀金融政策決定会合(~14日) (EU) ギリシア政府、第2次支援のうちの民間部門関与(PSI)における条件提示	2/14 12月鉱工業生産(確報値、13:30) (英) 12月CPI (独) 2月ZEW景況感調査 (米) 12月企業在庫 (米) 1月小売売上高 (米) 1月輸出入物価指数 (米) 1月中小企業楽観指数	2/15 (EU) 1-1圏 11/4Q GDP(速報値) (米) 1月鉱工業生産 (米) FOMC議事録(1/24-25) (米) 2月ニューヨーク連銀指数 (米) 2月NAHB住宅市場指数	2/16 (米) 1月PPI (米) 1月住宅着工・建設許可件 数 (米) 2月フィラデルフィア連銀指 数	2/17 日銀金融政策決定会合議事要 旨(1月23日-24日、8:50) 2月日銀金融経済月報(14:00) (米) 1月CPI (米) 1月景気先行指数 2/19 (EU) ギリシア総選挙
2/20 1月貿易統計(8:50) 12月景気動向指数(改訂値、14:00) (米) Presidents Day ユーロ圏財務相会合	2/21 12月全産業活動指数(13:30) (EU) 1-□圏2月PMI(速報値)* EU財務相理事会	2/22 (米) 1月中古住宅販売件数 (中) 2月HSBC製造業PMI(速 報値)*	2/23 (独) 2月IFO景況感指数	2/24 (米) 1月新築住宅販売件数 2/25~26 G20財務相·中央銀行総裁会議
2/27 (EU) ユーロ圏 1月マネーサプライ	2/28 (EU) 1-0圏 2月景況感サーベイ (米) 12月S&Pケース・シラー米 住宅価格 (米) 1月耐久財新規受注 (米) 2月消費者信頼感指数	2/29 1月鉱工業生産(速報、8:50) 1月住宅着工件数(14:00) (EU) 1-ロ圏 1月CPI(確報値) (EU) E C B 3 年物資金供給オペ (米) 11/4Q GDP(改訂値) (米) ページュブック(地区連銀経済報告)		

注: 2月3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

【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。

⑷ 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

投資者が直接的に負担する費用: 購入時手数料・・・上限 3.675%(税込)

信託財産留保額…上限 0.5%

投資者が信託財産で間接的に負担する費用: 運用管理費用(信託報酬)・・・上限 年 1.995%(税込)

その他費用・手数料: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。

投資信託証券を組み入れる場合には、間接的にご負担いただく費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの間接的な費用のご負担額に関しましては、その時々の各投資信託証券の組入比率や取引内容等により金額が変動しますので、予めその料率、上限額等を具体的に示すことができません。

当該手数料等の合計額については、投資者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。

T&Dアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 357 号

加入協会: 社団法人投資信託協会 社団法人日本証券投資顧問業協会

http://www.tdasset.co.jp/

投資環境レポート: 2012年2月