

# 投資環境レポート

2015 年 3 月

本資料は 2015 年 3 月 6 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】

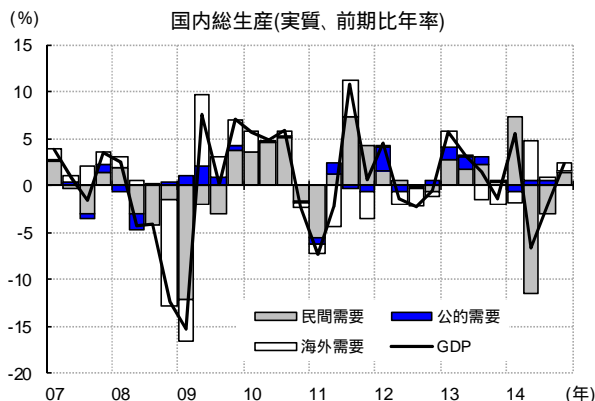
経済見通し.....	1
1. 日本経済.....	2
2. 米国経済.....	5
3. 欧州経済.....	8
(1) ユーロ圏経済.....	8
(2) 英国経済.....	10
4. (参考) B R I C s およびオーストラリア、カナダ経済.....	11
市場見通し.....	17
1. 債券.....	17
1-1. 国内債券.....	17
1-2. 米国債券.....	19
1-3. ユーロ圏債券.....	19
2. 株式.....	22
2-1. 国内株式.....	22
2-2. 外国株式.....	25
3. 為替.....	27
3-1. ドル円.....	27
3-2. ユーロドル.....	27
4. 市場見通し(まとめ).....	29
【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー.....	31



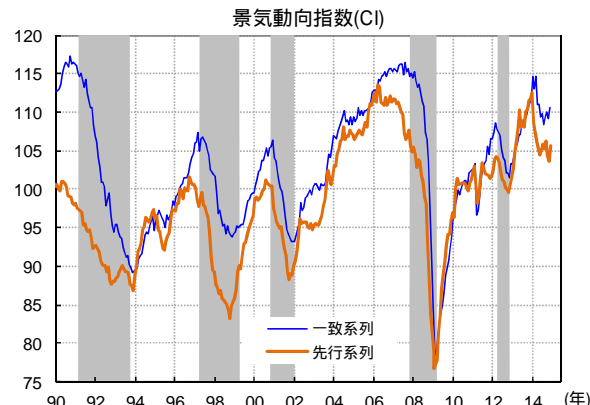
## 1. 日本経済

企業部門に明るさ。停滞する個人消費の動向が最大の焦点。

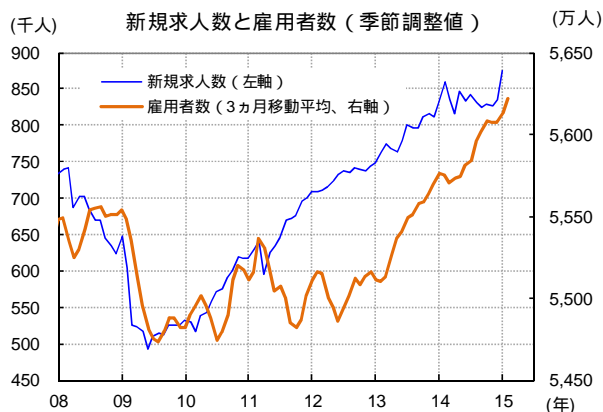
### 日本経済は3 四半期ぶりにプラス成長



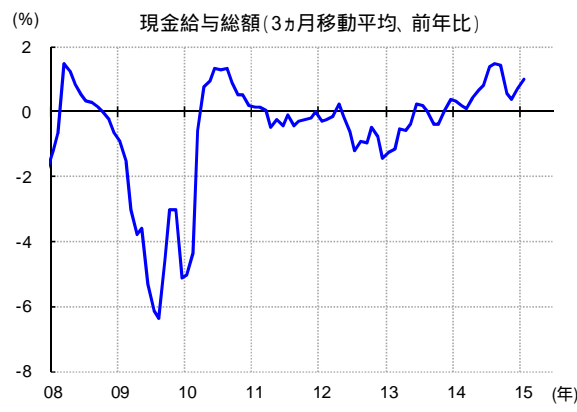
### 戻り弱い先行指数



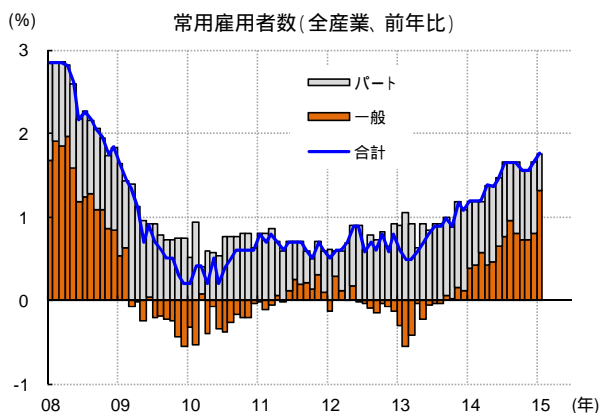
### 雇用情勢の改善が加速



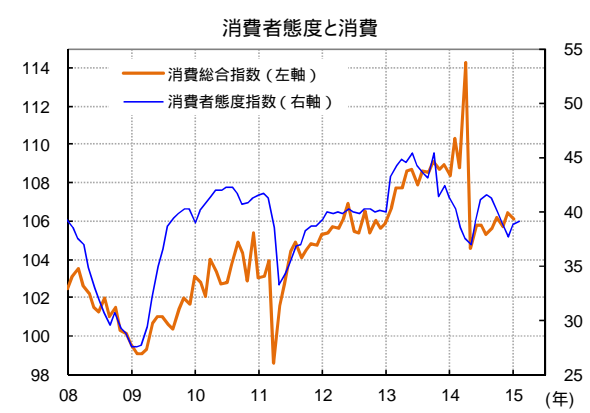
### 現金給与総額は依然前年比プラスの伸び率を維持



### 雇用回復のけん引役はパートから一般労働者へ

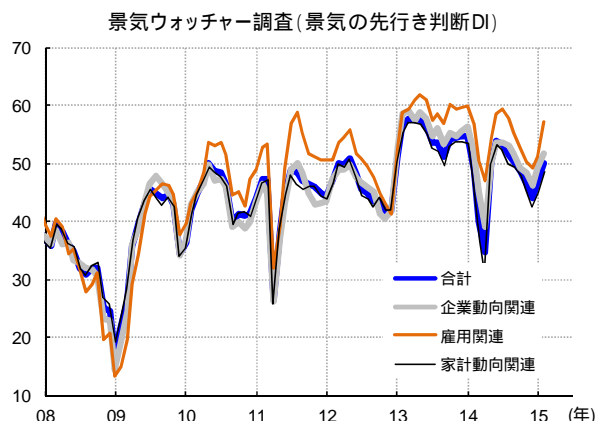


### 戻り鈍い個人消費



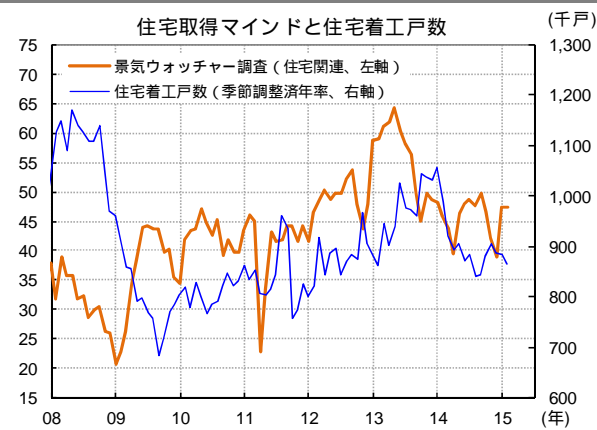
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 企業、家計のマインドは改善継続



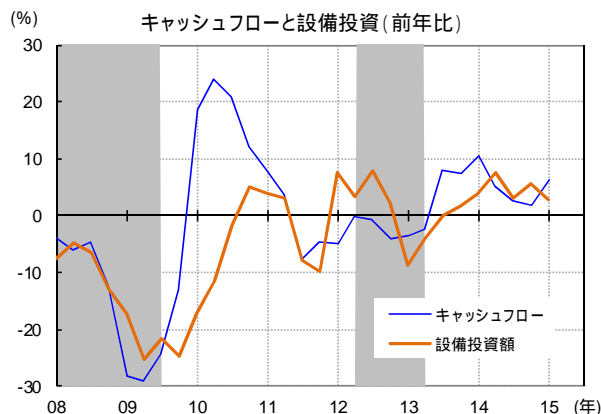
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

## 戻り見られない住宅着工戸数



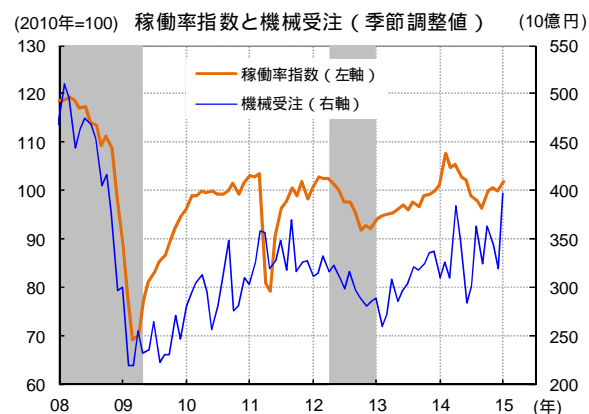
出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

## 設備投資は潤沢なCFが下支え



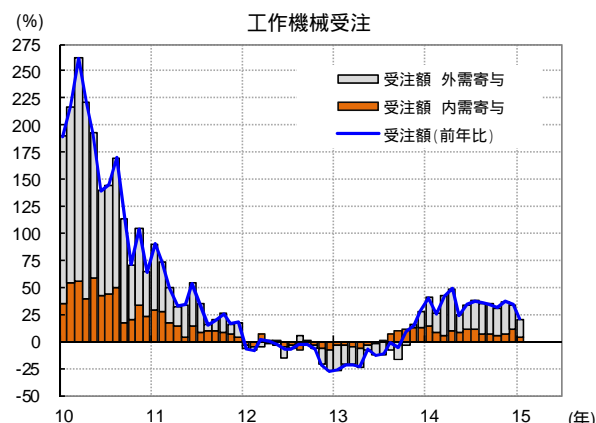
注: キャッシュフロー = 経常利益(税金相当 50%控除) + 減価償却費。  
グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 財務省、FACTSET より TDAM 作成

## 機械受注は足許大きく改善



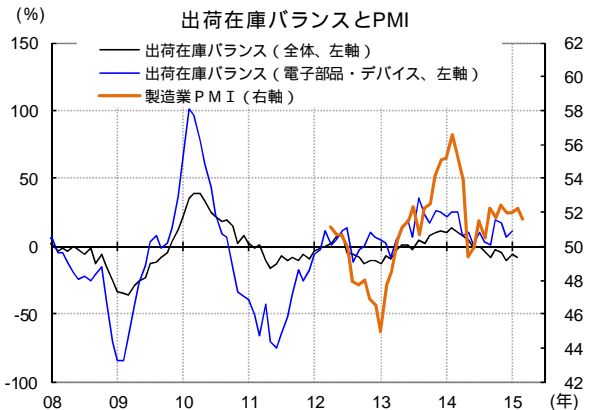
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

## 工作機械受注は伸び率減速



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

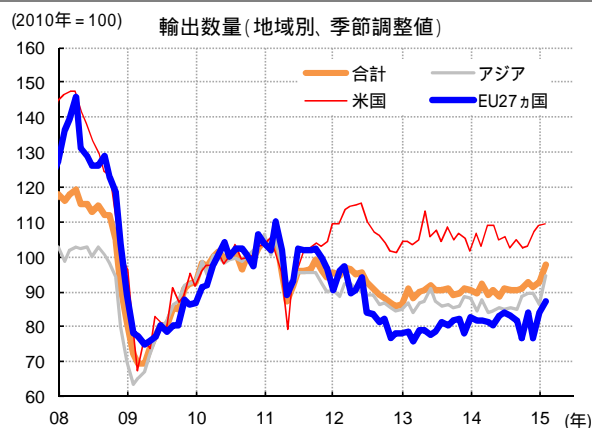
## 製造業 PMI は 50 を上回って底堅く推移



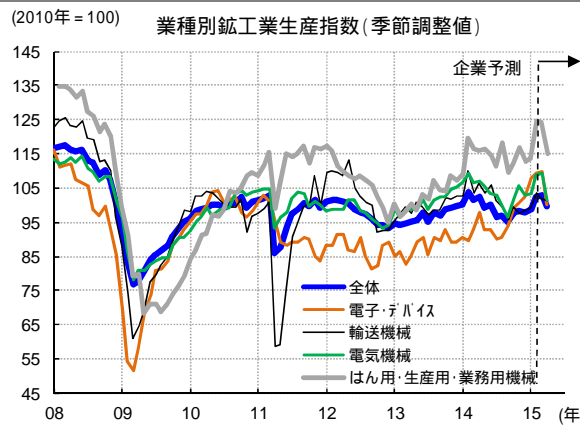
注: 出荷在庫バランス = 出荷(前年比) - 在庫(前年比)。  
出所: 経済産業省、マークイット、野村証券、Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

【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、P32 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。

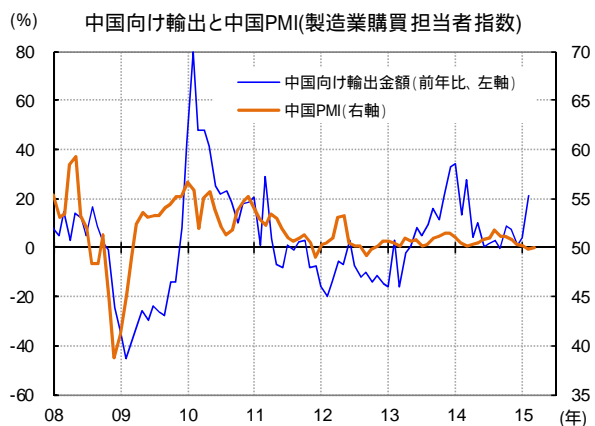
## 欧州・アジア向け輸出に明るさ



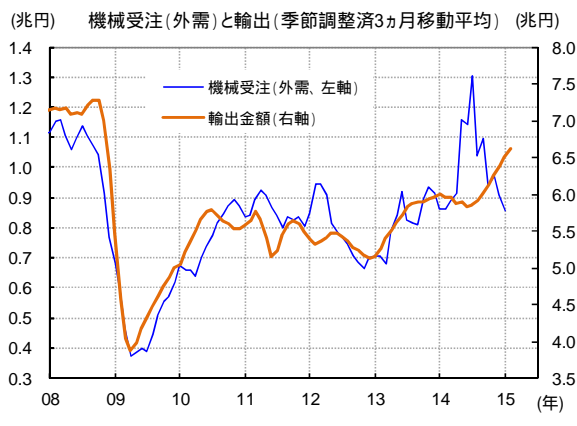
## 足許の生産は好調だが、目先は揺り戻しの可能性も



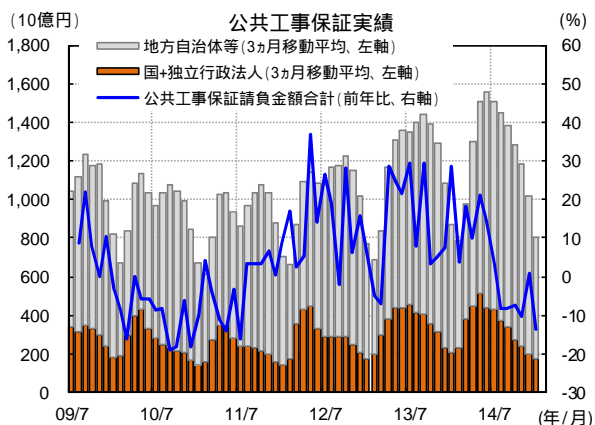
## 盛り上がりを欠く中国景気



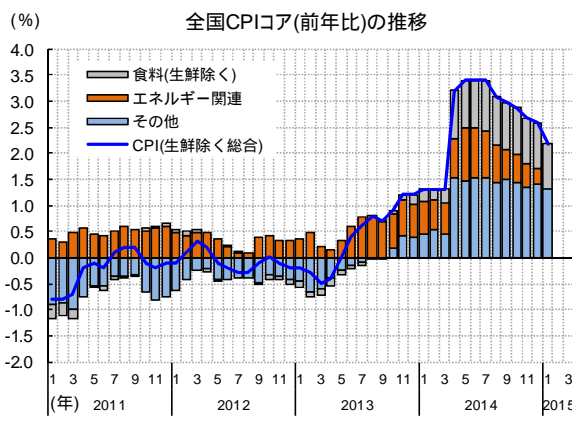
## 海外からの機械需要はほぼ一年前の水準まで低下



## 公共工事の減少が継続



## エネルギー価格低下によりインフレは減速

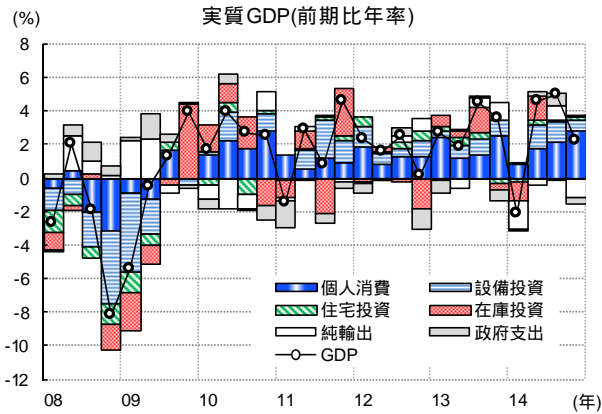


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

## 2. 米国経済

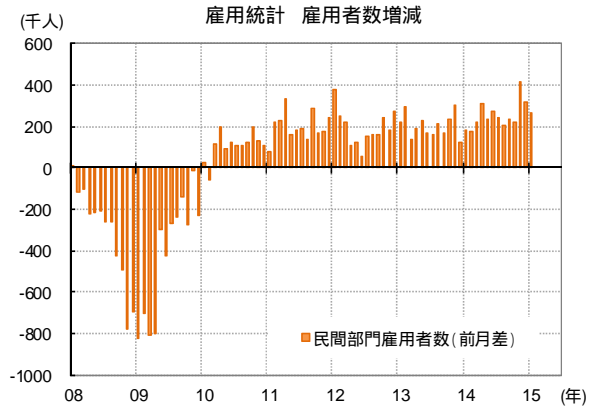
労働市場の質改善が続く中、コアインフレの動向が焦点となる。

経済成長率: 旺盛な個人消費が成長を牽引



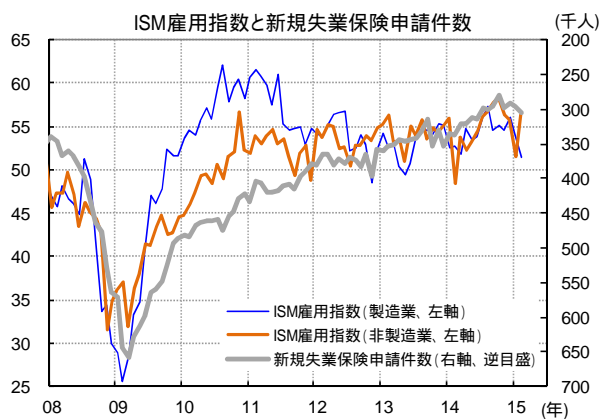
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用は堅調な増加基調を継続



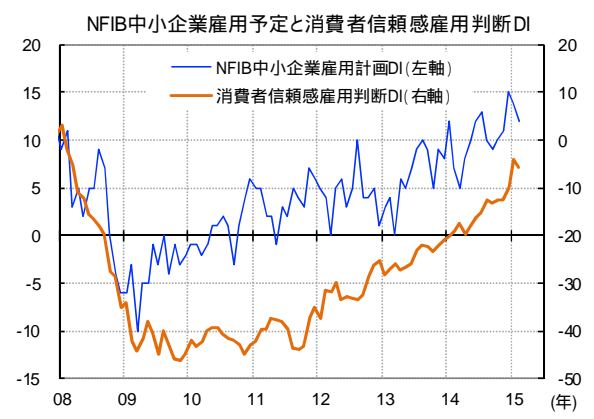
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 非製造業の雇用環境は製造業に比べて良好



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 中小企業の雇用見通しは振れを伴いながら改善

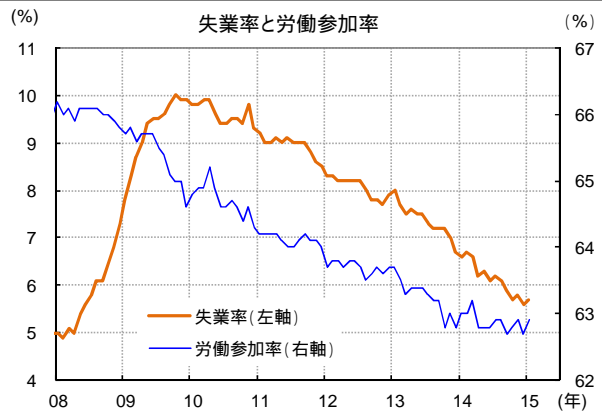


注: NFIB(全米独立企業連盟)

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

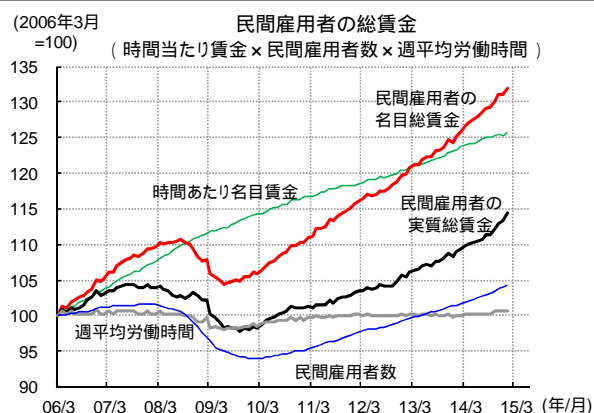
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 下げ止まり後も改善見られない労働参加率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用所得環境は改善継続

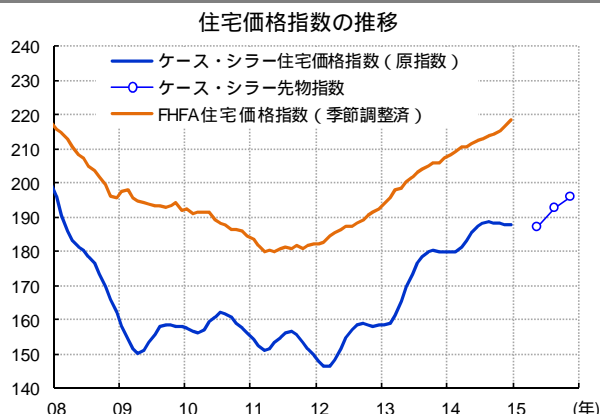


注: 民間雇用の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

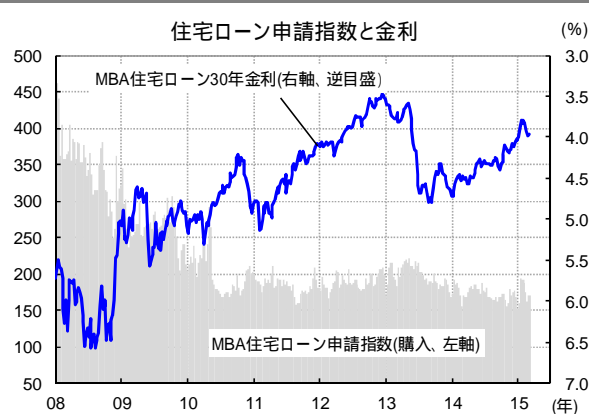
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 住宅市場: ケースシラー先物指数は年後半からの住宅価格上昇を示唆



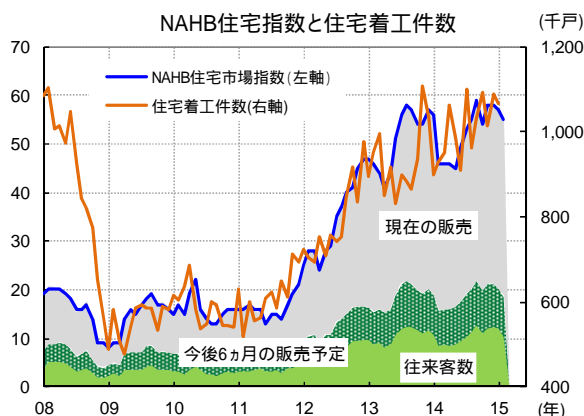
注: FHFA(米連邦住宅金融局)  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 住宅市場: 低金利環境が住宅市場を下支え



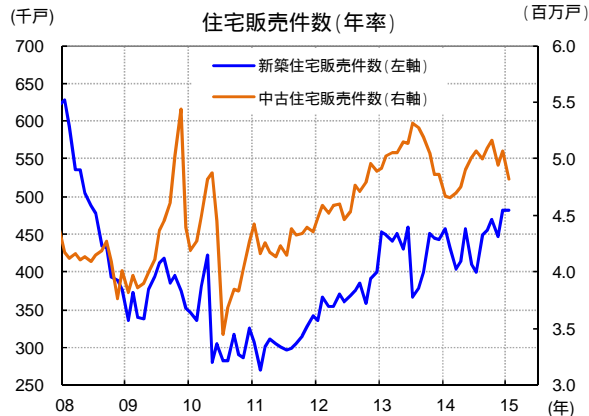
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 住宅市場: 景況感改善に合わせて住宅着工件数も増加



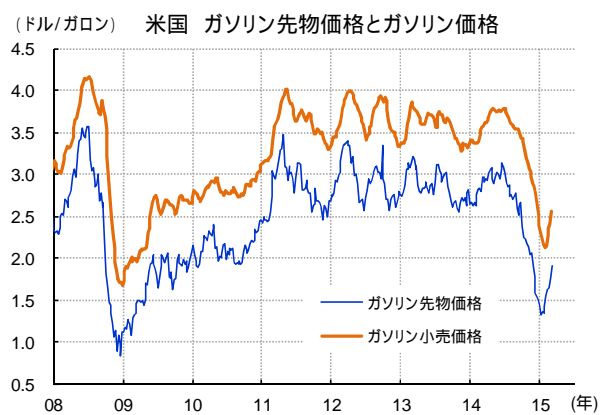
注: NAHB(全米住宅建設業者協会)  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 住宅市場: 明るさが見え始めた新築住宅販売



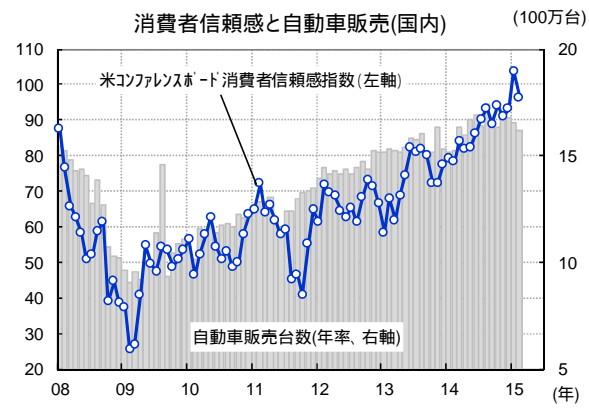
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 個人消費: ガソリン価格は一旦反発



出所: Bloomberg より TDAM 作成

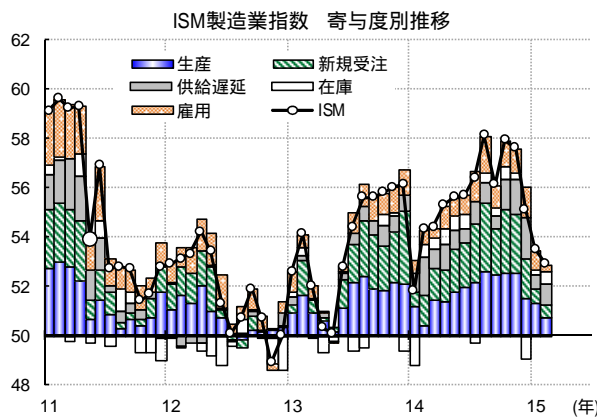
## 個人消費: 消費者信頼感は足許低下するも依然高水準



注: 米コンファレンス・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: Bloomberg より TDAM 作成

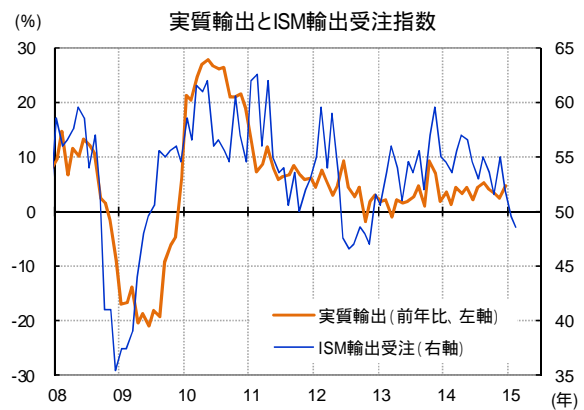
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 企業活動: 製造業の減速が鮮明



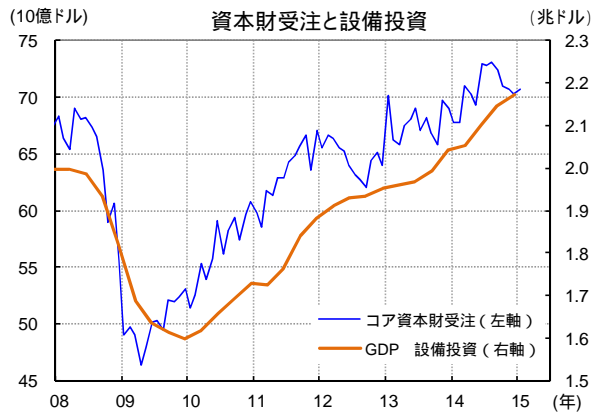
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 輸出: ドル高や新興国の弱い需要が輸出を抑制



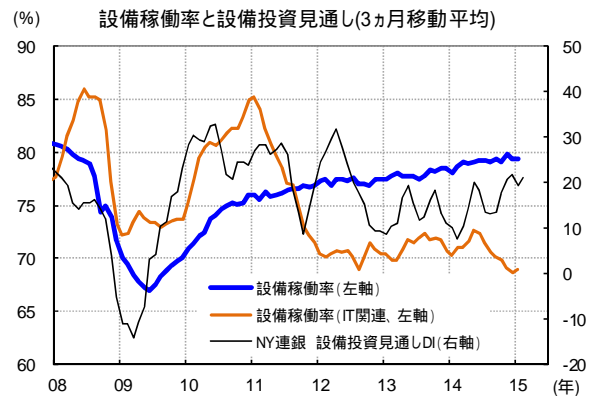
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 設備投資: 先行指標の改善は停滞



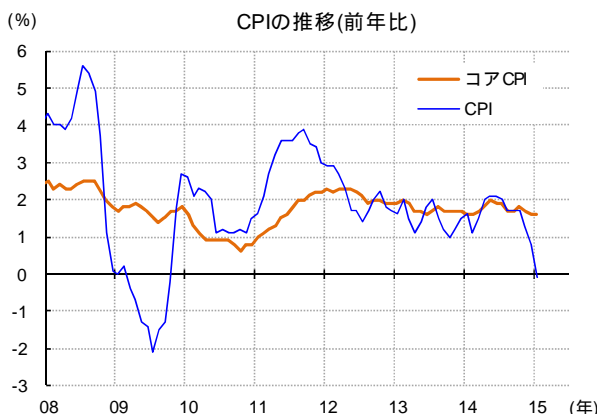
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 設備投資: 設備稼働率改善は足踏み



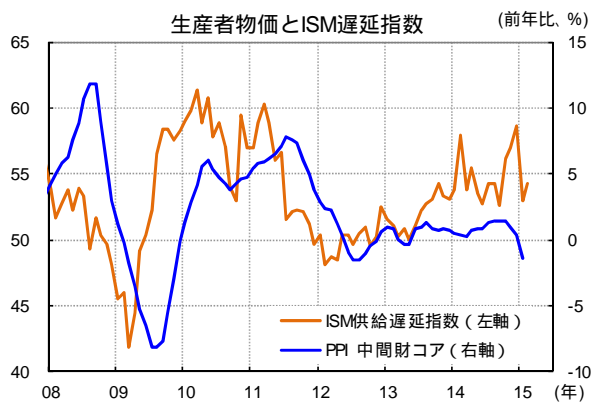
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 物価: 燃料価格の低下により総合CPIは前年比マイナスに



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 物価: 川上のインフレ圧力は限定的



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、P32 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。

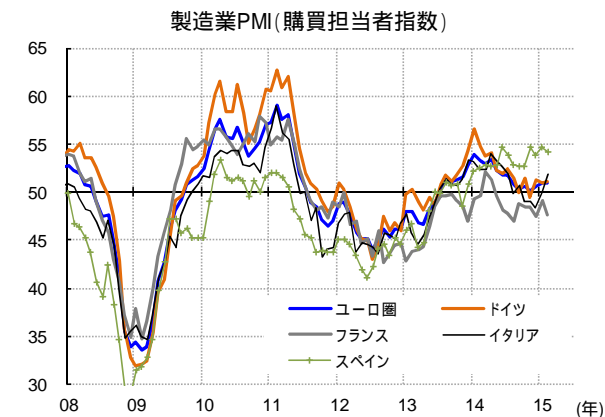


### 3. 欧州経済

#### (1) ユーロ圏経済

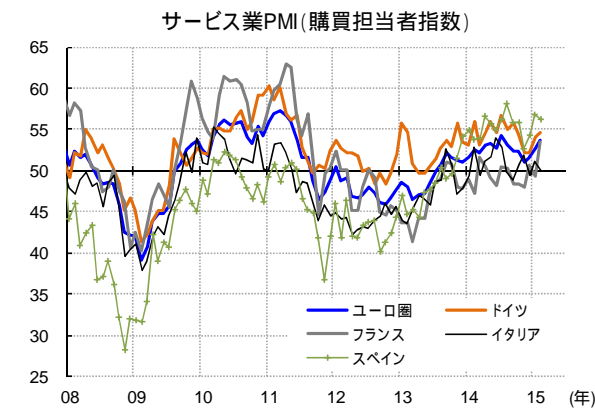
景気回復が続く。金融緩和策の影響が注視される。

企業景況感: 製造業景況感は緩やかな景気回復を示唆



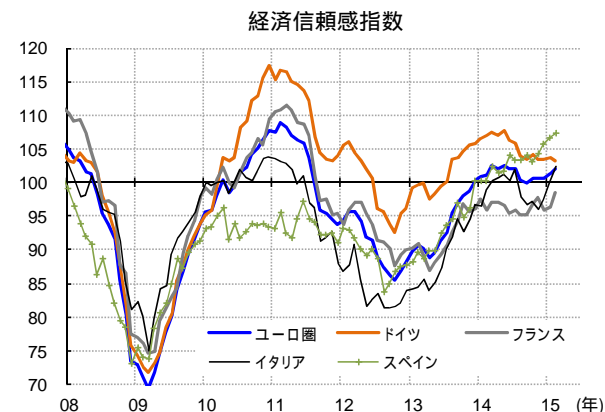
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: サービス業の景況感は良好



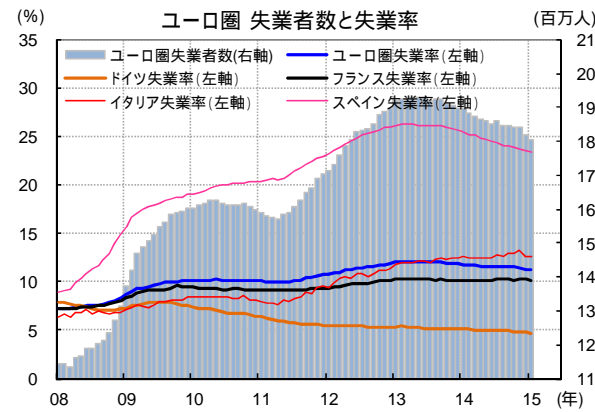
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済信頼感: 消費信頼感主導で改善継続



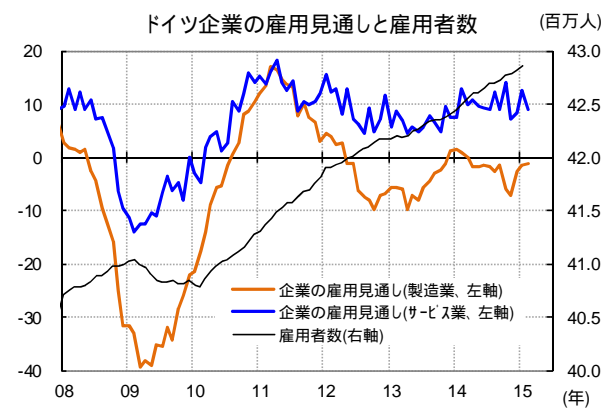
注: 1990 - 直近までの平均 = 100  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 依然高水準も緩やかに低下を続ける失業率



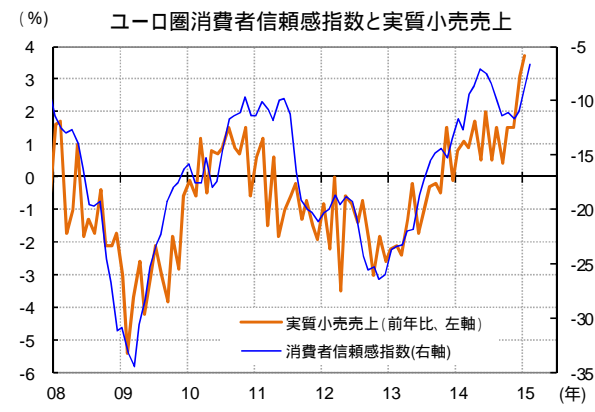
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 改善乏しいドイツ製造業の雇用見通し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

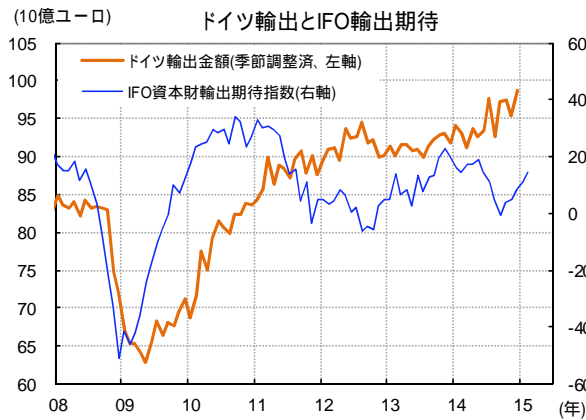
消費: 個人消費は極めて好調



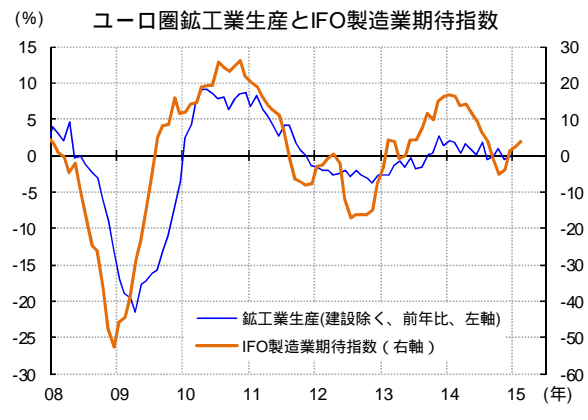
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P32 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。

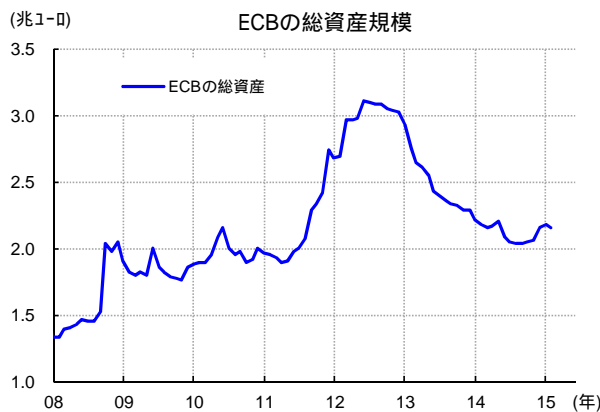
## 輸出: ドイツ輸出は過去最高を更新



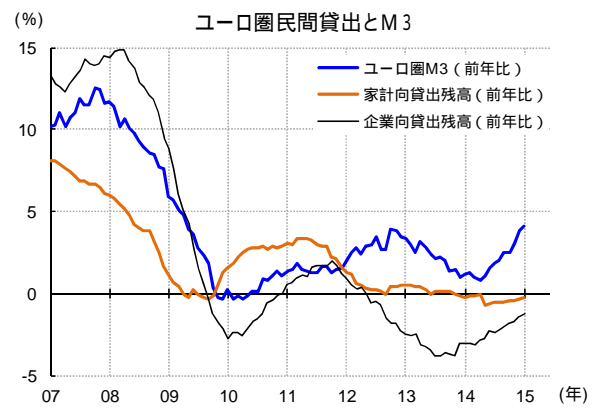
## 企業活動: ドイツ企業の景況感は緩やかに改善継続



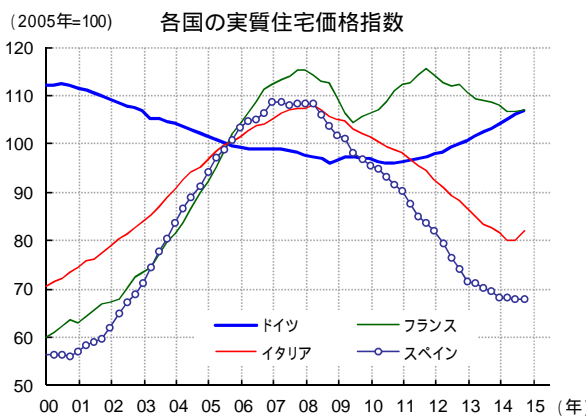
## 金融: 金融緩和策の鍵となる ECB の総資産規模



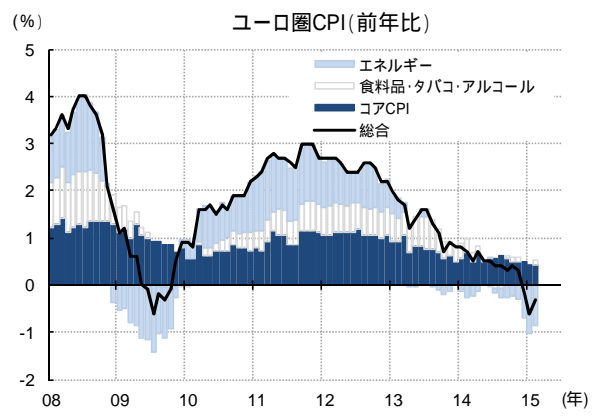
## 信用: ストレストテストと資産査定を終了により信用環境は改善を継続



## 住宅価格: ドイツは堅調、ドイツ以外も下げ止まりの兆し



## 物価: エネルギー価格下落の影響で、CPIはマイナス圏推移

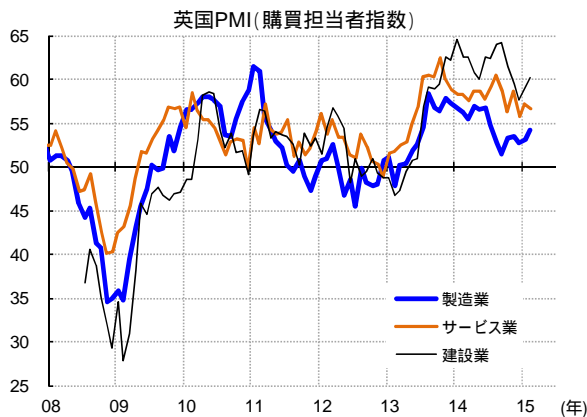


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## (2) 英国経済

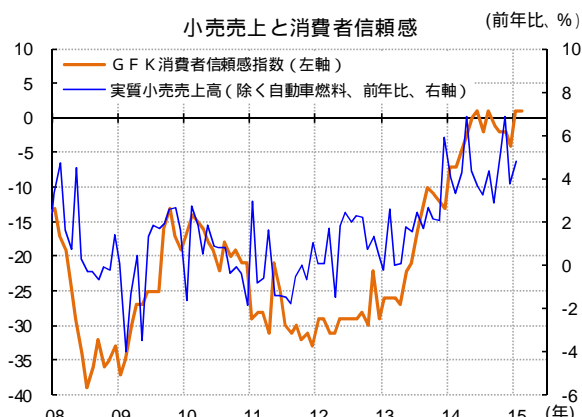
依然として景気は底堅い。賃金上昇率の動向が焦点となる。

### 企業景況感: 堅調な景気動向を示唆



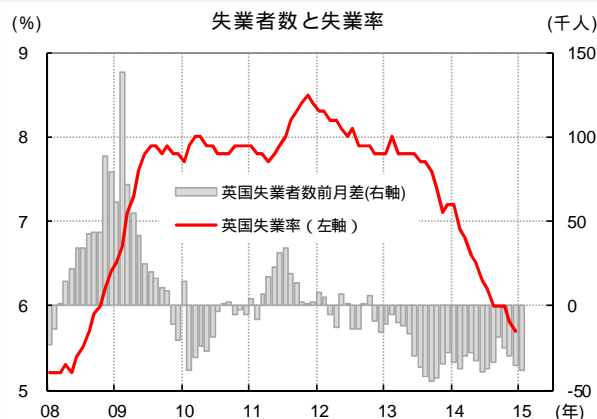
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 消費: 小売売上、消費者センチメントともに堅調な推移



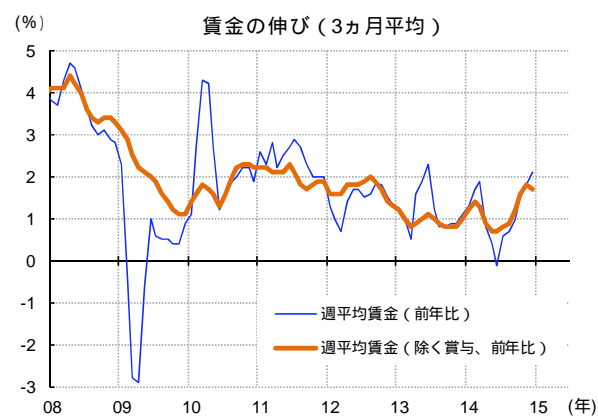
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 雇用: 順調に改善を続ける労働市場



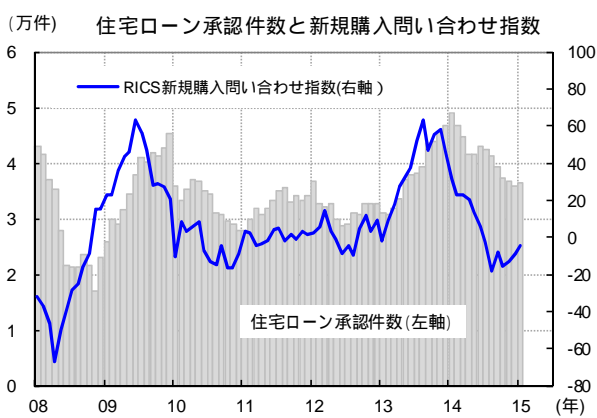
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 労働市場: 賃金上昇圧力の高まりが持続するか注目



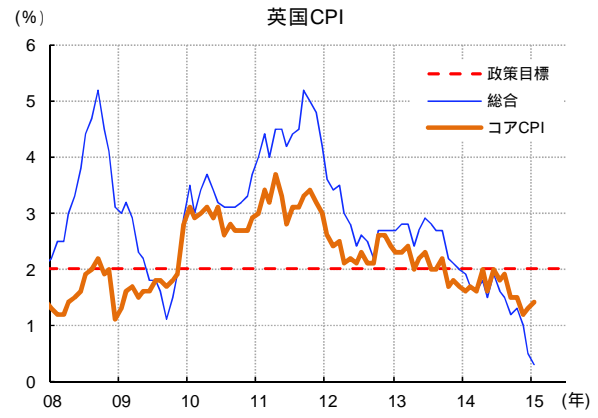
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 住宅市場: 先行指標は住宅市場減速の一服を示唆



出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 物価: エネルギー価格の下落が総合インフレを押し下げ

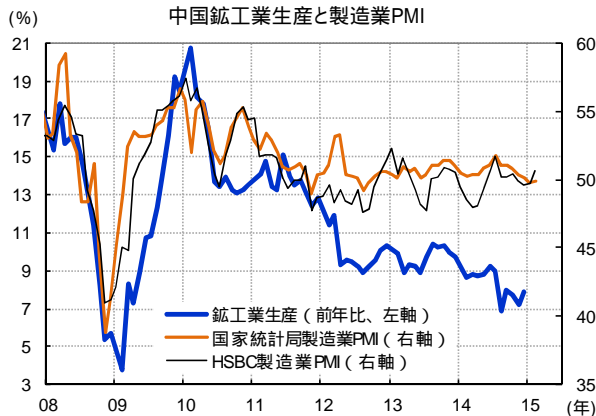


出所: Bloomberg より TDAM 作成

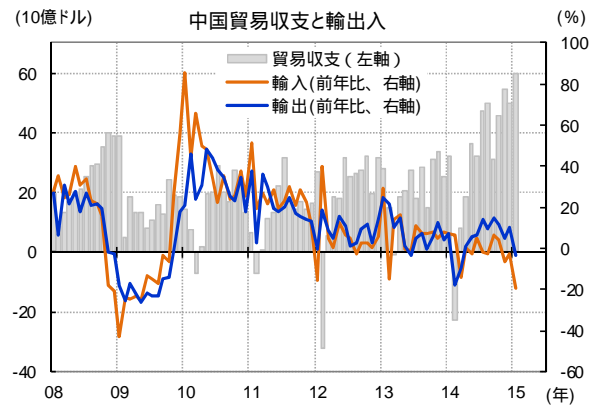
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 4. (参考) B R I C s およびオーストラリア、カナダ経済

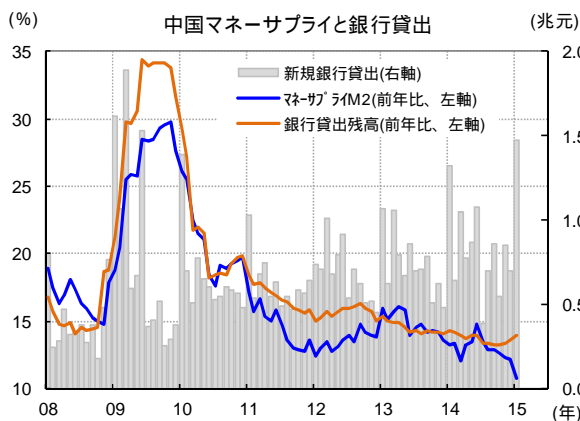
### (1) 中国経済および市況関連



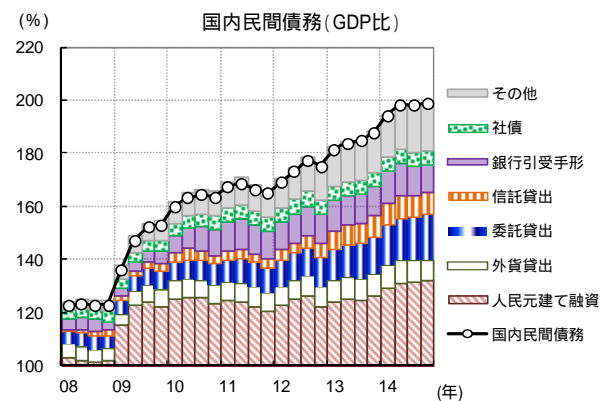
出所: Bloomberg より TDAM 作成



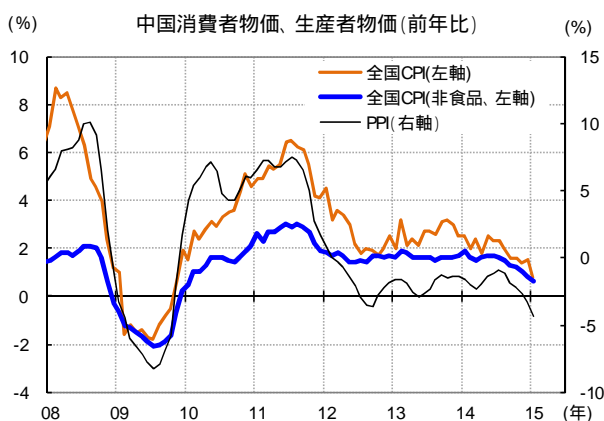
出所: Bloomberg より TDAM 作成



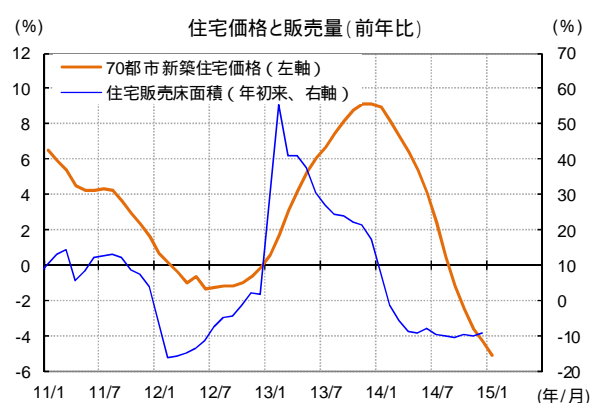
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

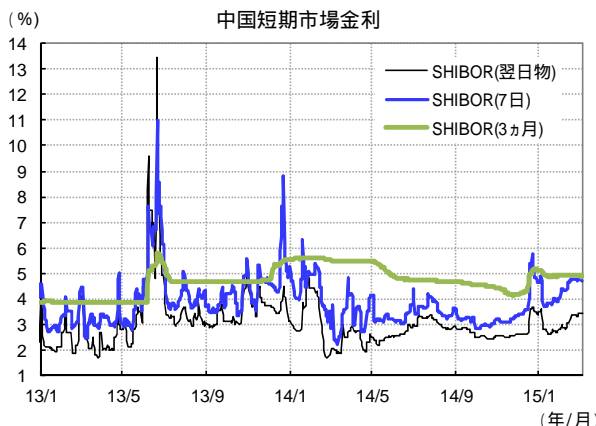


出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

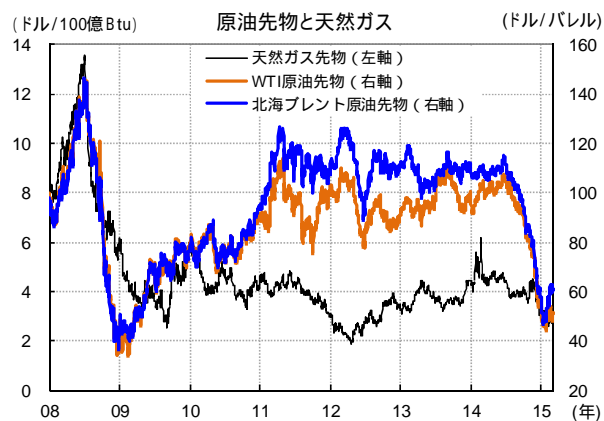
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。



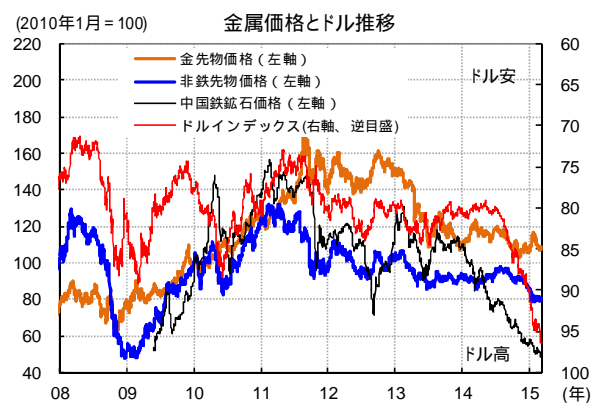
出所: Bloomberg より TDAM 作成



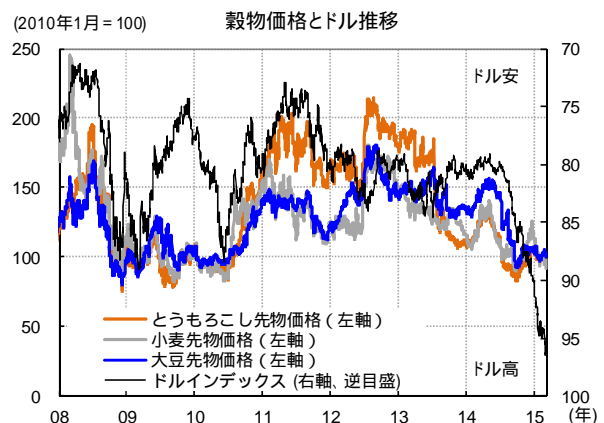
注: NDF(ノン・デリバブルフォワード)とは差金決済の金融派生商品のひとつ。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成



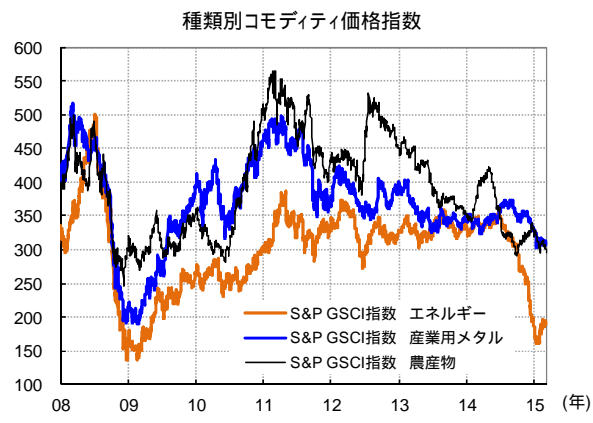
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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%。)  
中国鉄鉱石先物価格は、2009 年 1 月を 100 とした。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成



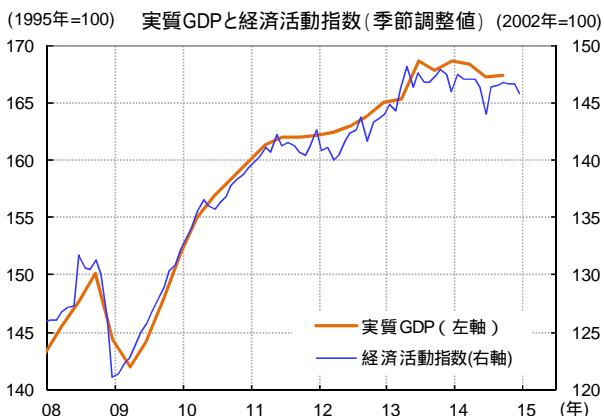
注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成



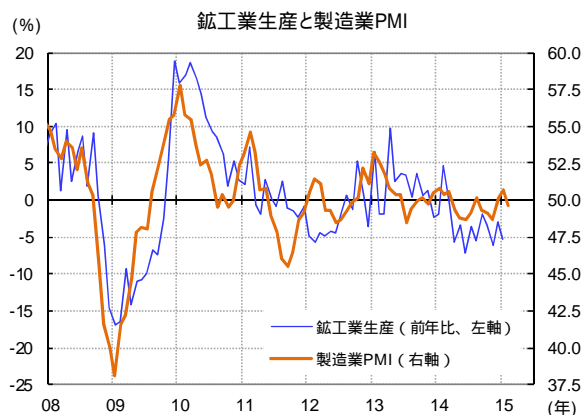
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P32 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。

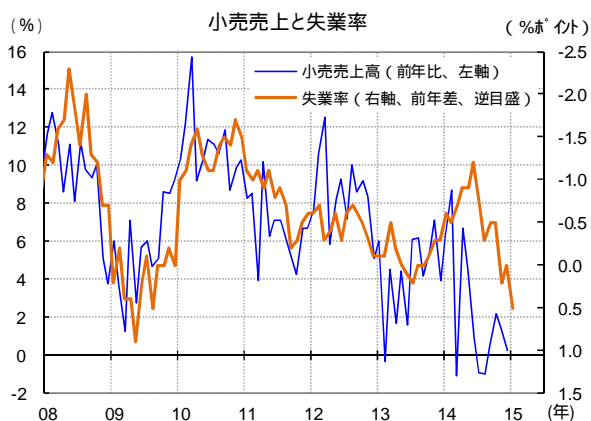
## (2) ブラジル経済



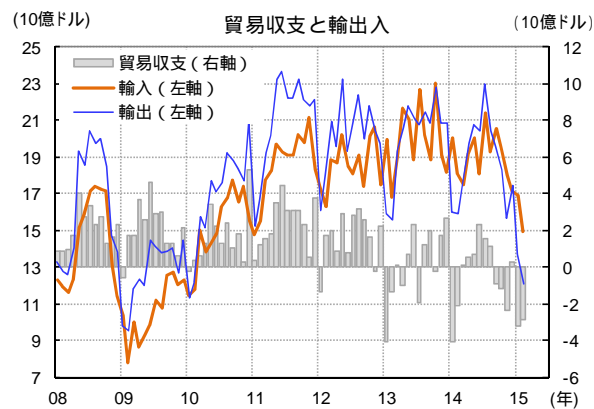
出所: Bloomberg より TDAM 作成



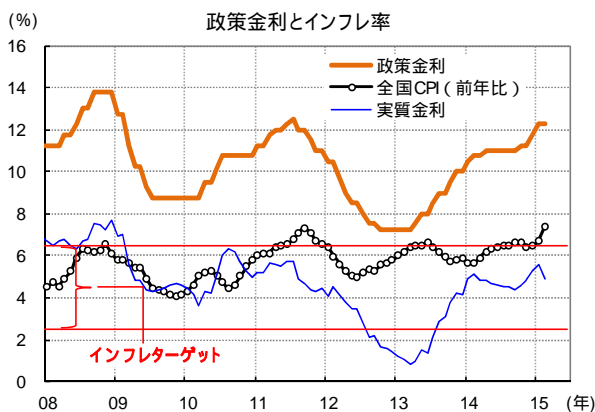
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

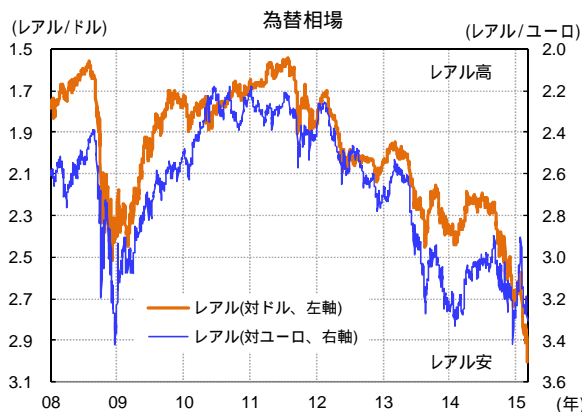


出所: Bloomberg より TDAM 作成



注: 実質金利 = 政策金利 - インフレ率

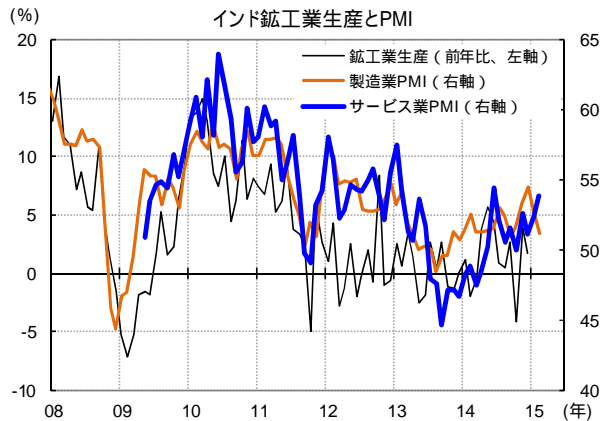
出所: Bloomberg より TDAM 作成



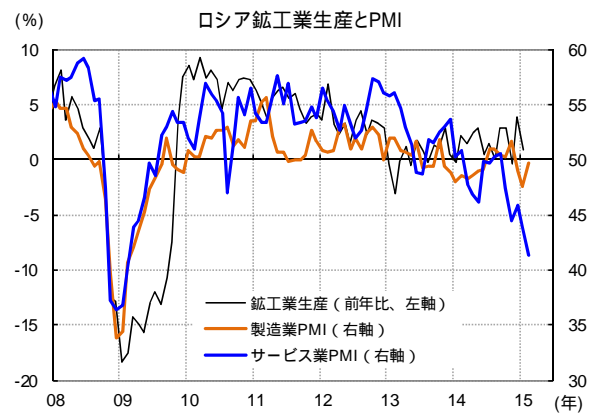
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P32 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。

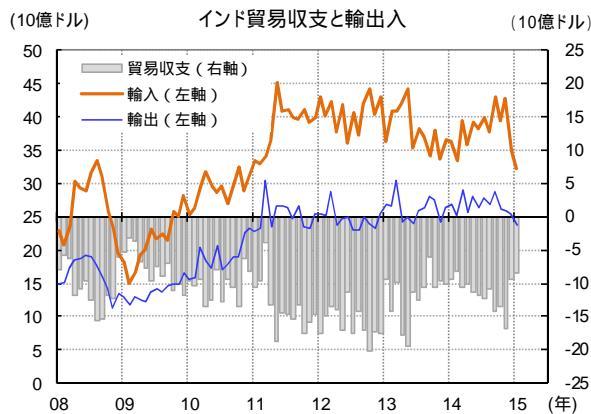
(3) インド経済・ロシア経済



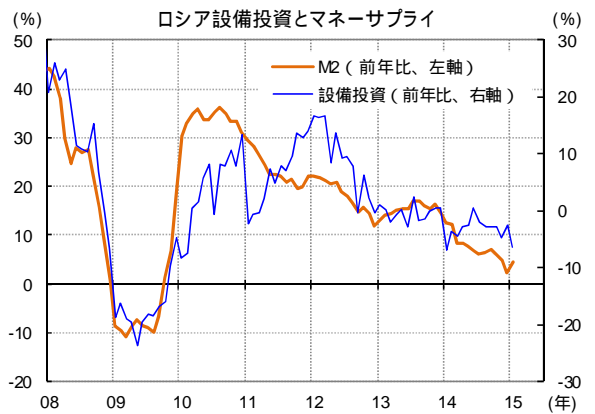
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



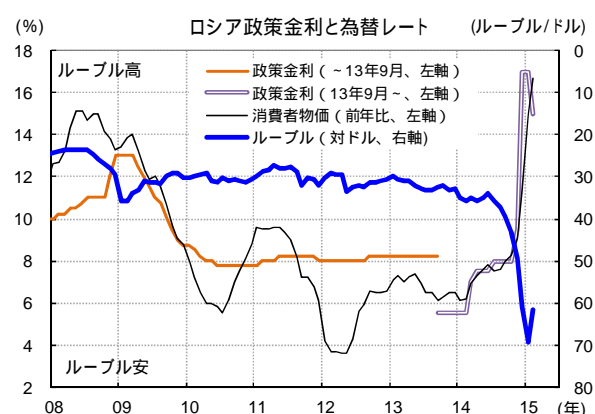
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



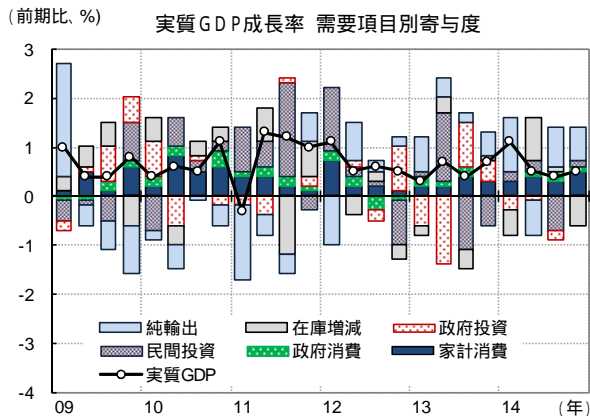
出所: Bloomberg より TDAM 作成



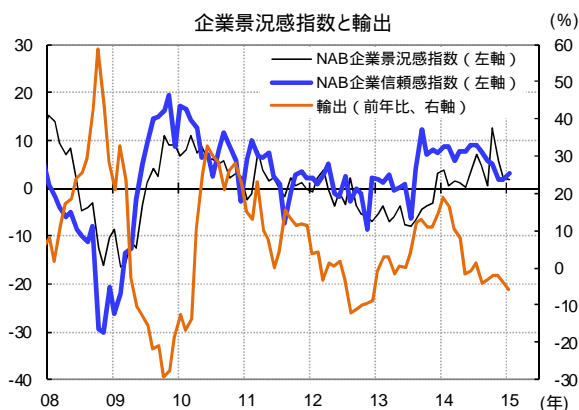
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P32 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。

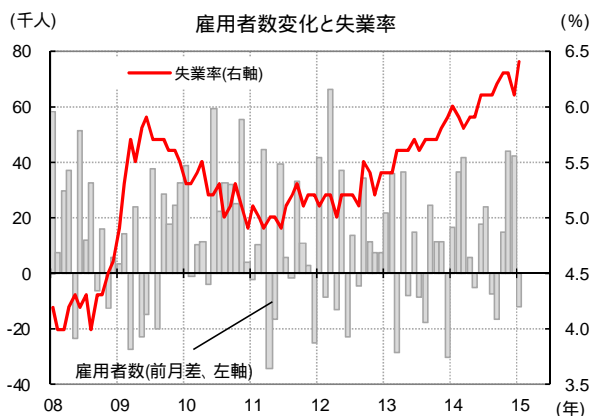
(4) オーストラリア経済



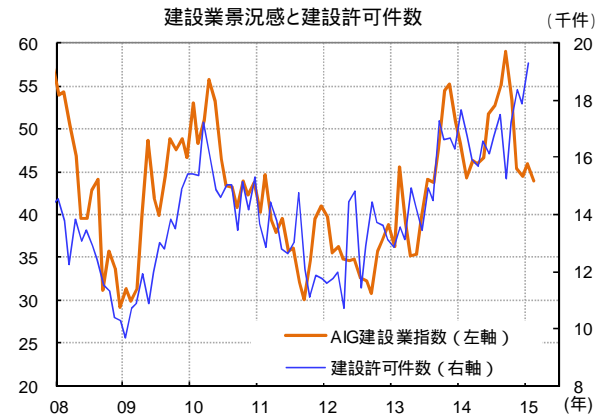
出所: Bloomberg より TDAM 作成



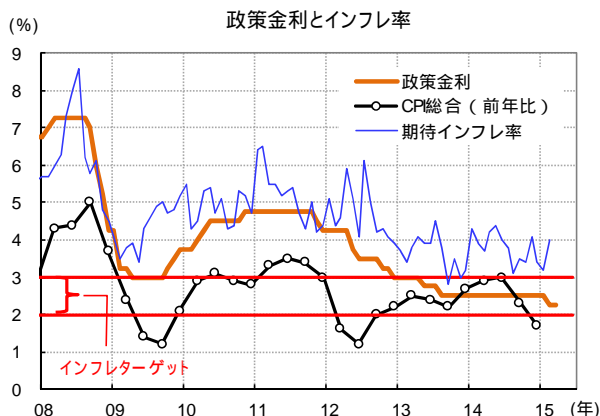
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

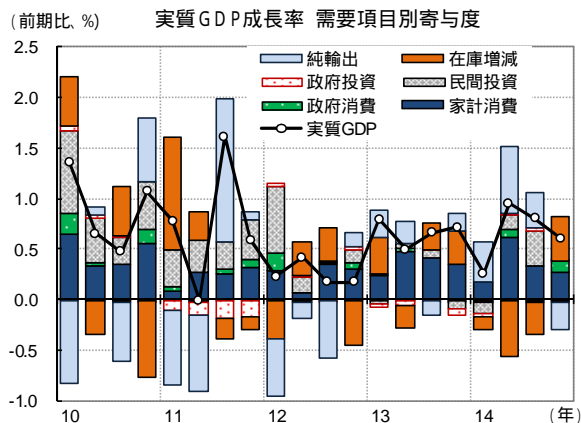


出所: Bloomberg より TDAM 作成

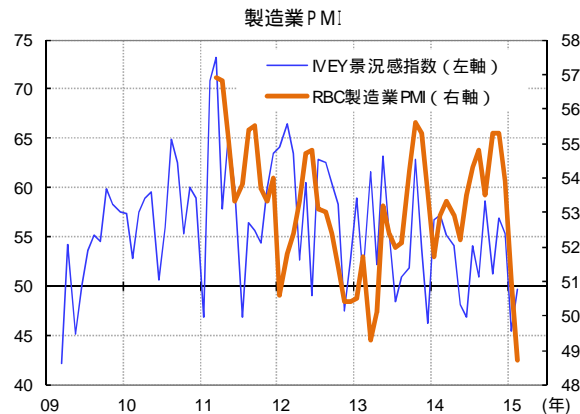
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。



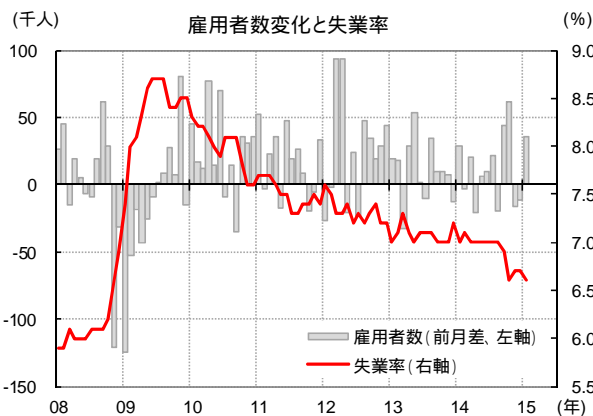
(5) カナダ経済



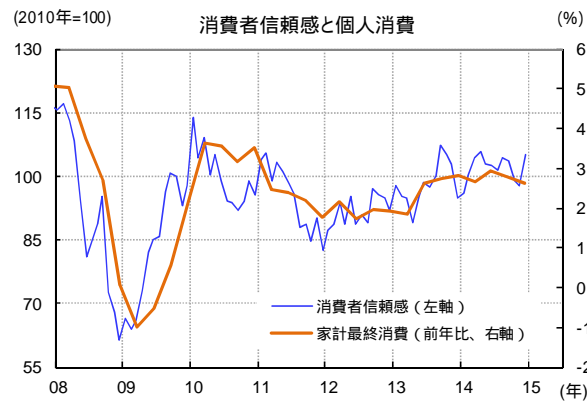
出所: Bloomberg より TDAM 作成



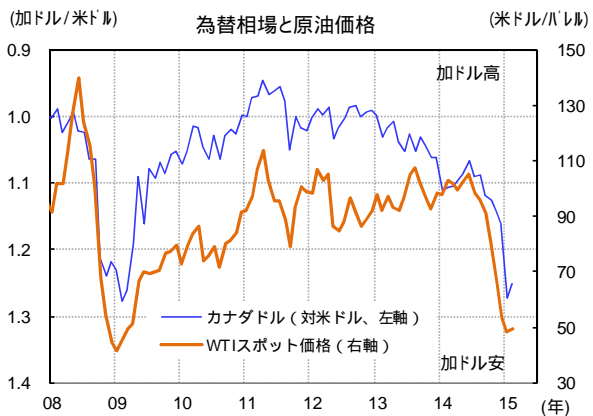
出所: Bloomberg より TDAM 作成



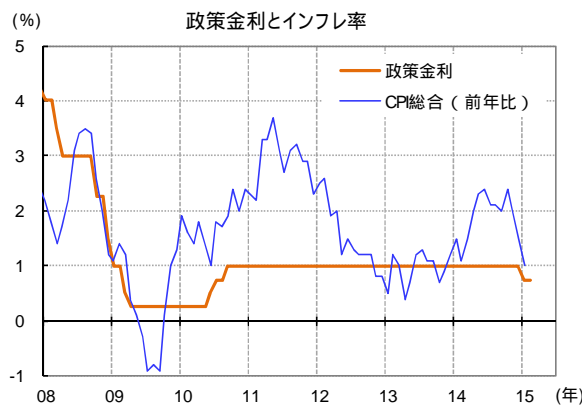
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P32 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。

## 市場見通し

### 1. 債券

#### 1-1. 国内債券

長期金利は、現行の低水準での推移が継続。

##### 金融政策について

日銀は、2月18日の金融政策決定会合において主要金融政策の現状維持を決定し、インフレ目標の安定的な達成が可能となるまで、「量的・質的金融緩和」を継続する方針を示した。

黒田総裁は会見で、エネルギー価格の下落を受けてインフレ率は当面は低下するとの見通しを示す一方で、需給ギャップや期待インフレ率によって決まる基調的なインフレ率の見通しに変化は無いとし、2015年度を中心とする期間に目標である2%のインフレ率に達するとの見通しは維持した。

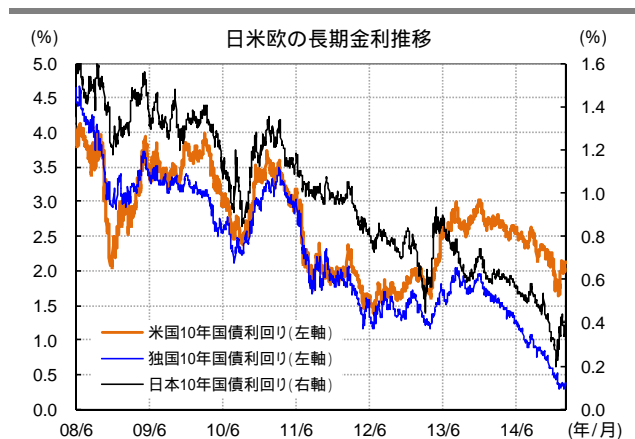
日銀の物価目標が達成されるためには需給ギャップのプラス幅拡大が不可欠であり、そのためには日本経済が今後も潜在成長率を上回る成長を続けられるかどうか焦点となる。日本経済は14年10-12月期にプラス成長を回復し、足許の経済指標にも企業部門を中心に明るさが見え始めているものの、肝心の個人消費の戻りは鈍く、今後堅調な成長を続けることができるかどうかについては楽観視できない。当面は現在と同等かそれ以上に緩和的な金融環境が継続される見通しである。

##### 長期金利

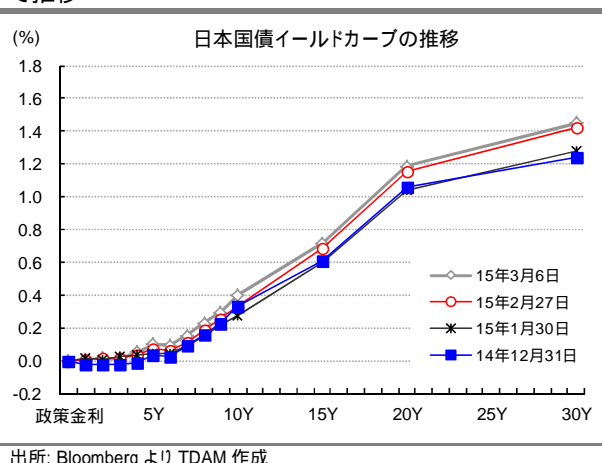
国内景気は、生産・輸出などに明るさが見え始めているものの、個人消費の戻りの鈍さなどに見られるように回復の足取りは決して強くなく、回復基調の定着が見られるためにはまだしばらく時間を要するものと思われる。さらに、世界的な物価上昇圧力の低さも考慮すると、インフレ期待が急速に盛り上がる可能性は低いと考えられる。

こうした中、国内債券市場については、今後も日銀の国債買入れが金利抑制要因として作用すると見られる。一方で、主な債券投資家は高値警戒感から現水準での債券積み増しには慎重な姿勢で臨むと見られることや、米国で景気回復と出口戦略の議論進展により長期金利が上昇すると見込まれることなどが金利上昇要因として作用すると見られる。こうした金利上昇要因と抑制要因が併存する中で、10年国債利回りは現行水準0%台前半でレンジ推移する見通しである。

米・日の長期金利は上昇するも、独は低水準で安定

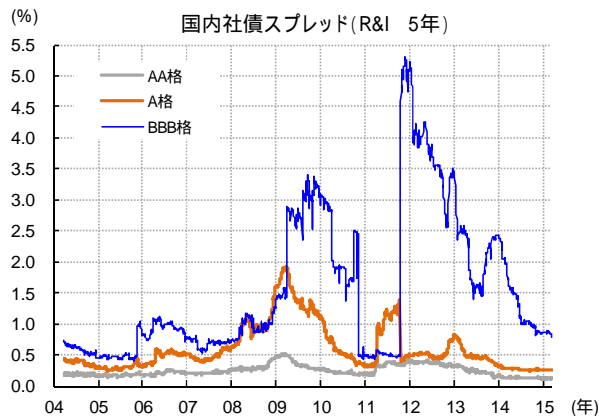


国内長期金利は日銀の強力な国債買入れを背景に低位で推移



【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、P32 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。

## 社債スプレッドは低水準で推移



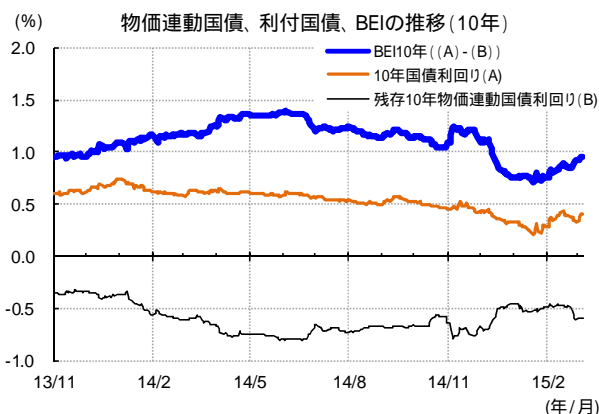
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 市場は政策金利(0~0.1%)の長期据え置きを予想



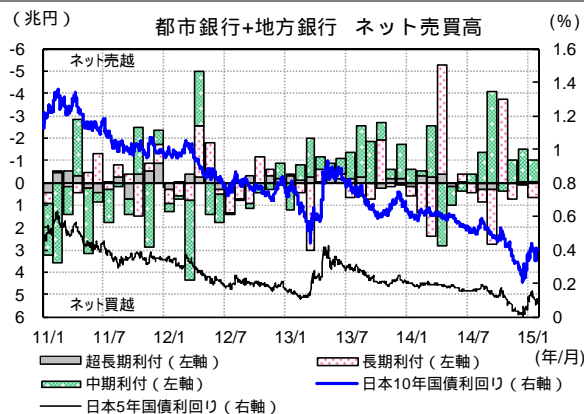
注: OIS(オーバーナイトインデックススワップの略。市場参加者の政策金利予想を反映している。)  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 期待インフレ率(BEI)は原油安により低水準推移



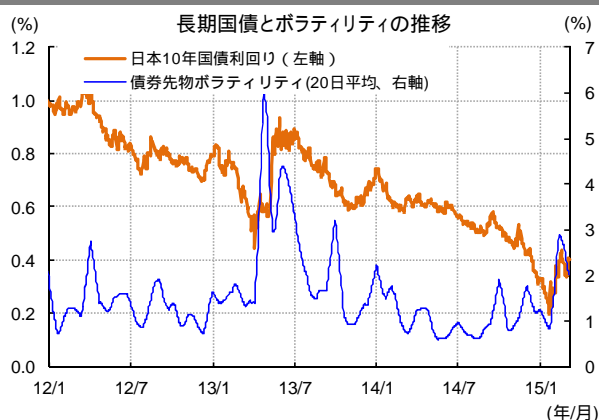
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 銀行は1月も中期を売り越し



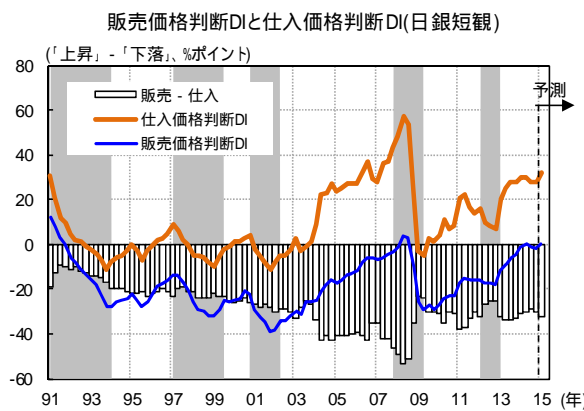
注: 割引国債及び国庫短期除く  
 出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

## 低金利による需要減と薄い流動性の中、ボラティリティは上昇



出所: 日本銀行、Bloomberg より TDAM 作成

## 仕入価格判断 DI は上昇基調継続するも販売価格判断 DI は停滞



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

【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、P32 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

長期金利は緩やかな上昇が見込まれる。

### 金融政策について

FRB(米国連邦準備制度理事会)は、1月28日のFOMC(米国連邦公開市場委員会)で、米国景気の回復継続を確認し、事実上のゼロ金利を維持した。

FRBのイエレン議長は、2月24-25日に米国上下院で半期に一度の議会証言を行ったが、景気判断は概ね中立的であり、利上げについてもあくまで経済指標次第というこれまでの姿勢を維持した。金融政策の見通しに言及したフォワードガイダンスが変更されたとしても、それが自動的に近い将来の利上げを意味するわけではないとし、市場参加者の思惑に金融政策が束縛されないよう腐心している様子が窺えた。

現在の米国景気動向とFOMCの政策姿勢を考えれば、政策金利は2015年のどこかで引き上げられることが見込まれ、さらに具体的な利上げタイミング、そして利上げの幅や2回目以降の引き上げペースについては経済指標次第となる。今後は引き続き、労働市場の質の改善と物価動向が焦点となるだろう。

### 長期金利

米国経済は、バランスシート調整の進展や雇用環境の改善を背景とした個人消費の回復に牽引され、底堅い成長を続けている。一方で物価動向については、原油価格の低下やドル高などから、目先はFRBが金融政策の正常化を急ぐほどにインフレ率が大きく上昇する可能性は低いと思われるが、米国労働市場の質が確実に改善していることを考えれば、特にコアインフレの下振れリスクは限定的と言える。今後は、景気回復の継続とFRBによる出口戦略の議論進展を背景に基調的には長期金利は上昇すると見込まれるが、その上昇ペースはあくまで緩やかなものに留まると思われる。

## 1-3. ユーロ圏債券

ドイツの長期金利は、米国に連動し上振れする場面はあるものの、上昇余地は限定的。

### 金融政策について

ECB(欧州中央銀行)は、3月5日の定例理事会で金利据え置きを決定、3月9日からユーロ圏の国債、政府機関債、EU機関債の買い入れを行うことを発表した。資産買い入れの合計金額は月間600億ユーロで、2016年9月まで続けられる予定だが、本政策はインフレが安定的に目標を達成できると見込まれるまで続けられるオープンエンド型の政策でもあり、延長もあり得ることがドラギ総裁により明言された。

ECBの資産買い入れ策は2016年9月までの合計で1.14兆ユーロ規模に達すると見られ、ECBが目標とする1兆ユーロのバランスシート拡大が現実的なものとなったが、それでもECBのインフレ目標が達成されるかどうかは不透明である。当面、ユーロ圏の金融政策は超緩和的な状態が続くと予想される。

### 長期金利

米国経済は足許では自律的な回復傾向を強めており、米国長期金利も景気回復やFRBの出口戦略の進展を受けて緩やかな上昇が見込まれる。

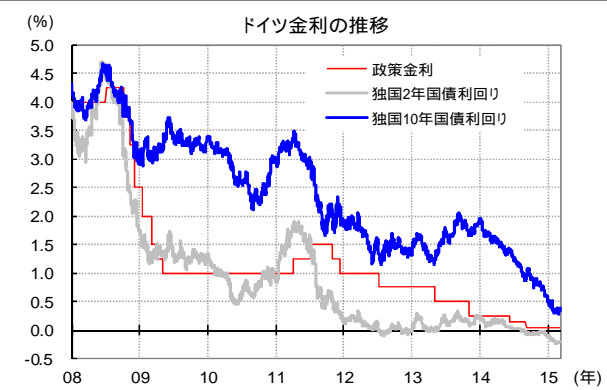
一方でドイツの長期金利については、脆弱なユーロ圏のファンダメンタルズ、長期化するデフインフレ、ロシア・ウクライナ情勢の不透明感、そしてこれらを背景としたECBの緩和的な金融政策姿勢が金利低下要因となると思われる。欧米の金融政策や景気 directional に大きな違いが生じているため、ドイツの長期金利は米国金利に連動して上振れする場面があっても上昇幅は限定的と思われ、当面は0%台前半での低水準推移が続く見通しである。

(米国) 利上げ観測が台頭し金利は上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

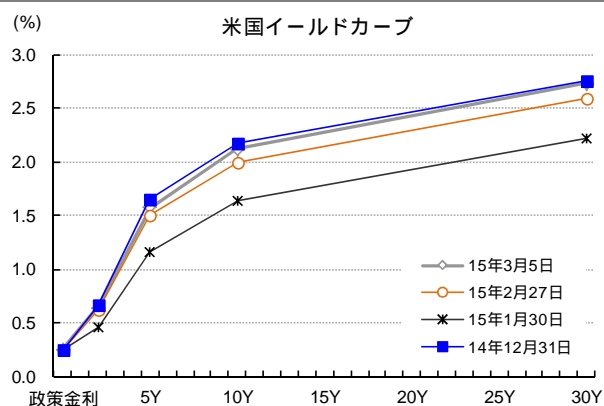
(ドイツ) 2年、10年債利回り共に過去最低を更新中



出所: Bloomberg より TDAM 作成

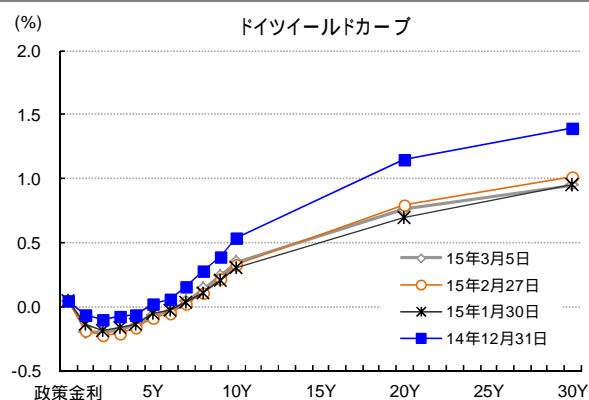
**【ご留意事項】** 本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## (米国) 過度な景気悲観が後退しカーブはスティープ化



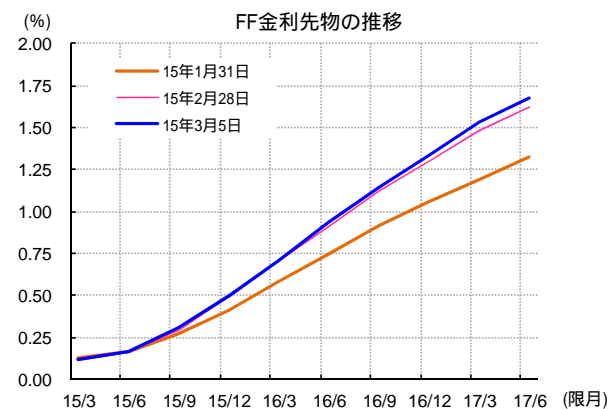
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ドイツ) ECB の強力な金融緩和方針を背景に金利は全体的に抑制



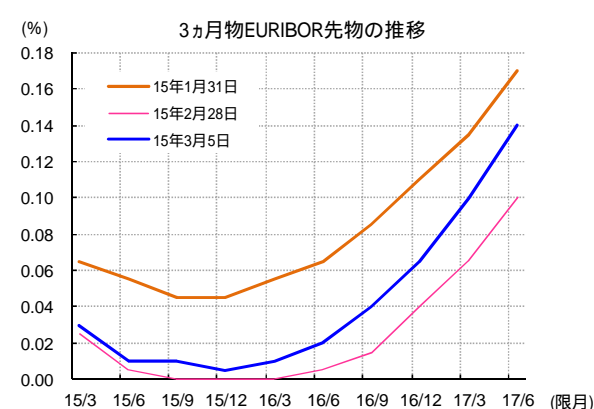
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 利上げ開始時期の見通しは 2015 年末



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ユーロ圏) 利上げ開始時期の見通しは 2016 年以降



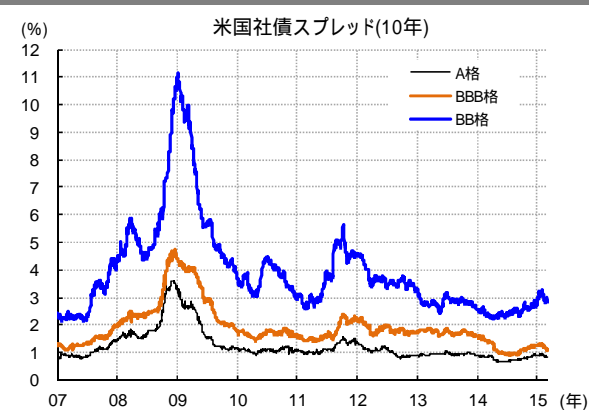
注: EURIBOR は欧州銀行間貸出金利でユーロ圏の短期指標金利。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 原油価格の下げが一服し、期待インフレ率も上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

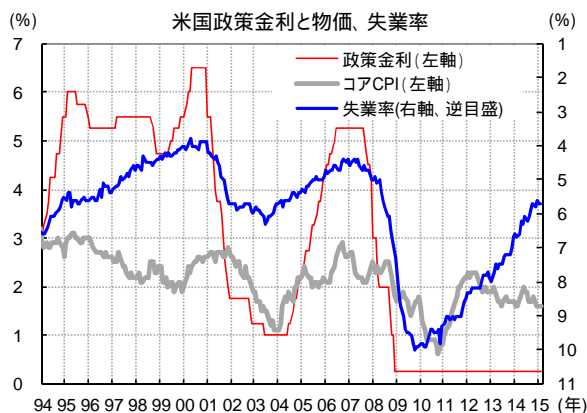
## (米国) 原油価格急落でエネルギー企業の社債スプレッドが拡大



出所: Bloomberg より TDAM 作成

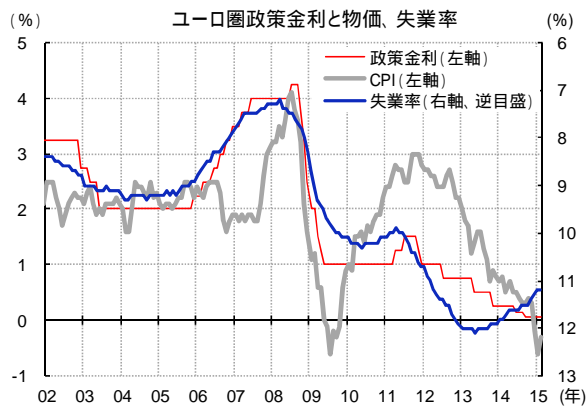
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

## (米国) 失業率は改善継続するもインフレ圧力は限定的



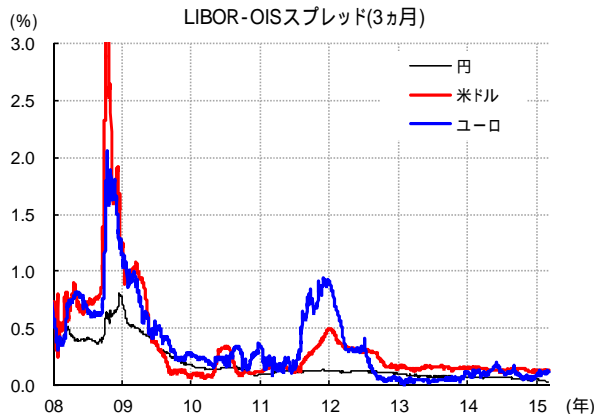
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ユーロ圏) CPI 低下と高失業率で、政策金利は過去最低水準で推移



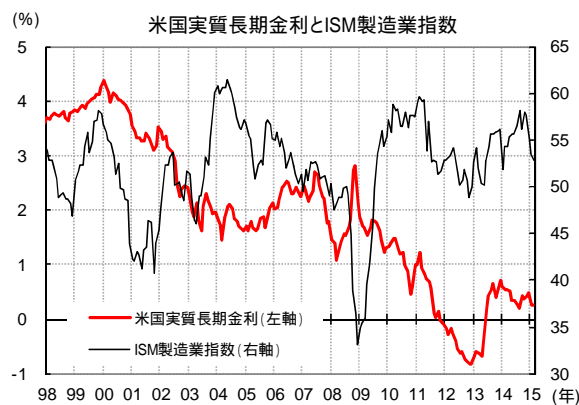
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 金融機関の調達コストは低位で安定推移



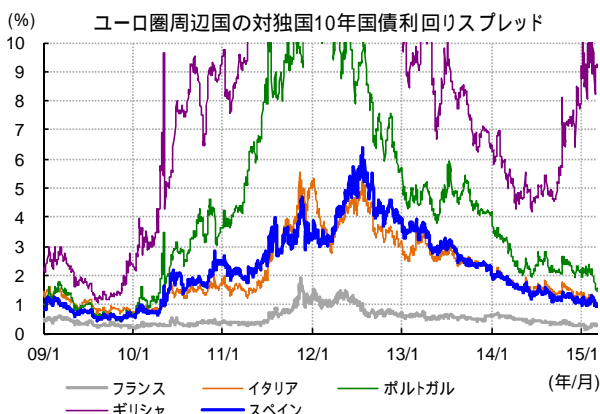
注: LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)OIS(オーバーナイトインデックススワップ)の略。市場参加者の政策金利予想を反映している。  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 製造業セクターの減速感が強まる



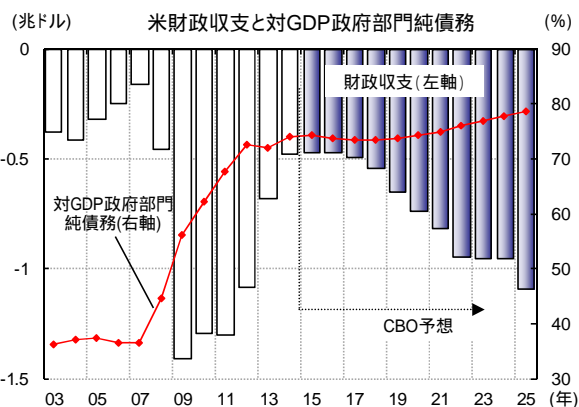
注: 米国実質長期金利は、10年物米国物価連動国債利回り。  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ユーロ圏) ギリシャ懸念の他国への波及は限定的



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 2016(財政)年度まで財政赤字は縮小する見込み



注: 2015年以降はCBO(議会予算局)の予想  
 出所: CBO資料より 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、P32 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

海外景気の持ち直して緩やかな上昇基調継続、需給要因で下値も限定的。

#### (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、2014年1～3月期は、新興国の混乱やウクライナ情勢の緊迫等もありリスク回避的な動きから、1.8兆円程度の売り越しとなった。4月以降は各月まちまちながら、4～12月累計で2.7兆円程度の買い越しとなった。2015年に入り、1月は0.9兆円の売り越し、2月は0.2兆円の買い越しであった。

#### (バリュエーション)

東証一部市場全体のPBRは1.49倍、PERも、12ヵ月先予想ベースで15.1倍程度、配当利回りと10年国債利回り差は1.29%程度である。予想PERは、過去の平均的な水準(過去5年平均:13.6、過去10年平均:16.0)に対しては、平均からやや割高な水準となりつつある。(数値は2月27日現在)

#### (業績動向)

東証一部企業(全産業、除く金融)の経常利益は、市場予想においては、14年度7.4%、15年度16.3%程度の増加が見込まれている。今後については、為替の円安推移や輸出・生産の持ち直しなどから今後製造業中心に上方修正される可能性は高いと思われる。

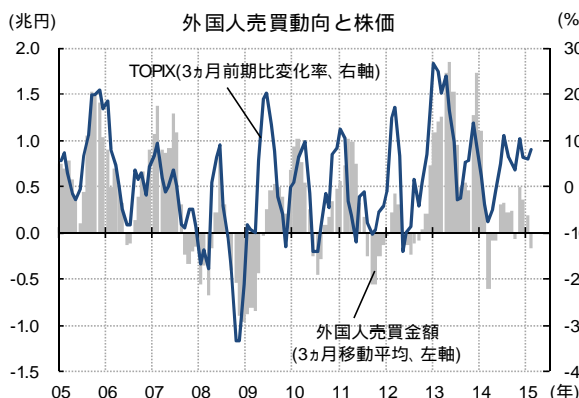
#### (株価見通し)

海外経済においては、米国は、緩和的な金融政策のもとで、家計のバランスシート調整の進展、ガソリン価格の低下やドル高にも支えられ消費マインドが底堅く推移する一方、企業景況感や新興国の景気減速や資源価格低下を受けてやや改善傾向に鈍化が見られる。ユーロ圏経済は、消費、企業マインドで改善が見られるなど脆弱ながらも回復基調にあり、国内経済も、個人消費は想定以上にもたついているものの、企業部門では輸出や生産などの指標に持ち直しの動きが明確となってきている。依然、新興国の景気には不安が残るものの、先進国は総じて、持ち直しの方向が明確となりつつある。

こうしたもと、国内株式市場は、PERなどのバリュエーション指標において欧米比で依然割安であることや足許の日銀の追加緩和による金融政策への安心感、GPIFによる国内株式の買い増し方針と日銀のETF買い入れ拡大という株式需給面でのサポートもあって下値は限定的と思われる一方、一部新興国経済の減速、ウクライナ・ロシアや中東情勢などの地政学リスク、ギリシャの債務問題などの不透明要因の動向を見極める局面がしばらく続く可能性があり、上値もやや重い展開が予想される。

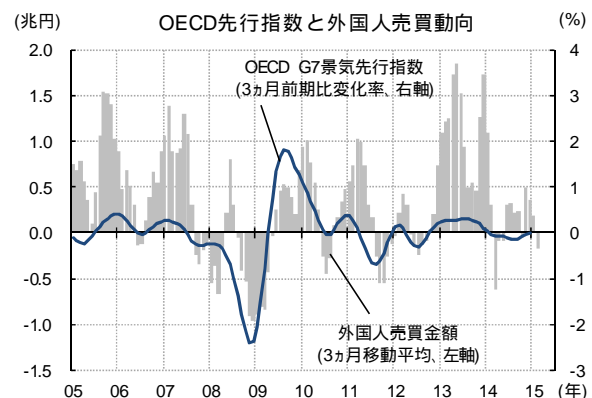
しかし、基本的には、国内企業収益は米国を中心とした世界経済の回復や為替円安基調と相まって増益基調を維持、国内株価も世界的に潤沢な流動性にも支えられ、年間では来期増益率込程度ペースでの上昇基調での推移を予想する。

株価は外国人投資家の売買動向と密接な関連性



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

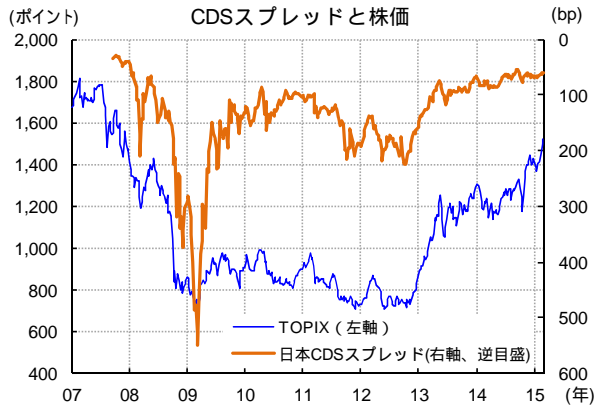
外国人投資家は、2月には再び買い越し



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

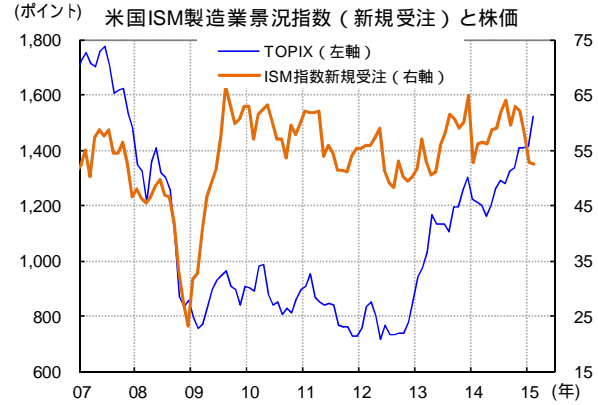
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## CDS スプレッドは低水準で安定推移



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

## 米国製造業の減速感強まるも、日本株の上昇は継続



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

## 足許、株のボラティリティはやや低下



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: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

## 景気・企業収益の不透明感を背景に、相対株価は方向感のない動き



注: 相対株価は、TOPIX を MSCI コクサイ(現地通貨建て)で割ったもの。

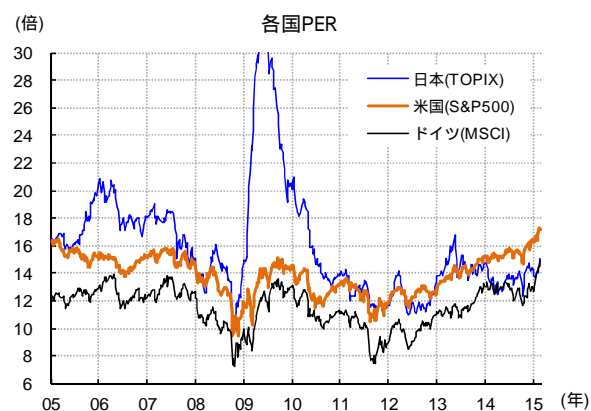
出所: 東京証券取引所、MSCI、Bloomberg より TDAM 作成

## ドル建て日経平均株価 150 ドル超えが定着するかに注目



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

## 欧州株のバリュエーションが上昇し、日本株に相対的な割安感



注: 各国 PER は、12 ヶ月先予想ベース。

出所: 東京証券取引所、ドイツ証券取引所、スタンダード&プアーズ、MSCI、FACTSET、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、P32 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。

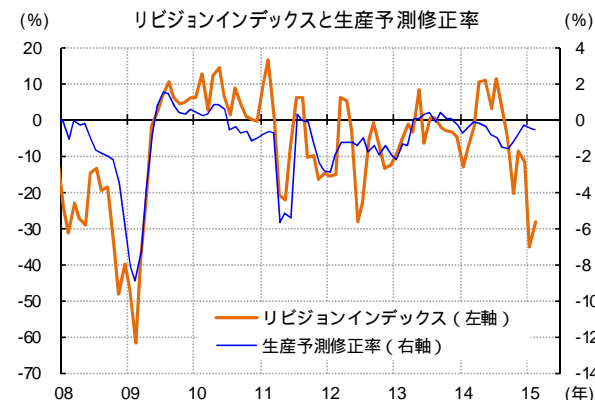


## 2014年度の市場予想は、7%程度の経常増益

	2013年度:前年比			2014年度(予想):前年比			2015年度(予想):前年比		
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業
売上高	+11.7%	+12.8%	+10.0%	+3.8%	+3.8%	+3.8%	+2.7%	+3.1%	+2.0%
(修正率)				▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.6%	▲0.9%	▲0.3%
経常利益	+43.8%	+53.7%	+30.1%	+7.4%	+10.8%	+2.2%	+16.3%	+19.2%	+11.5%
(修正率)				▲1.1%	▲1.9%	+0.1%	+1.3%	+1.8%	+0.5%
当期利益	+112.4%	+128.8%	+89.1%	+10.7%	+11.9%	+8.7%	+17.5%	+22.0%	+9.5%
(修正率)				▲2.2%	▲3.5%	+0.1%	+3.2%	+4.2%	+1.2%

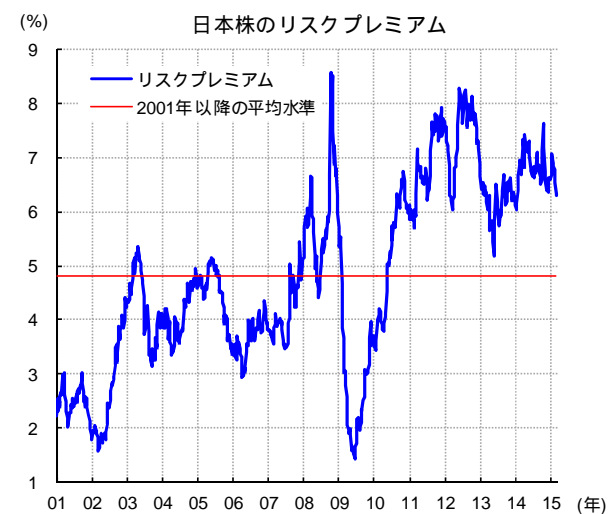
注: 東証一部に上場する企業(金融除く)のうち、3月決算企業を集計。データは2月27日現在。修正率は2月3日データとの差。  
 出所: Quick より TDAM 作成

## 企業収益見通しの下方修正が継続



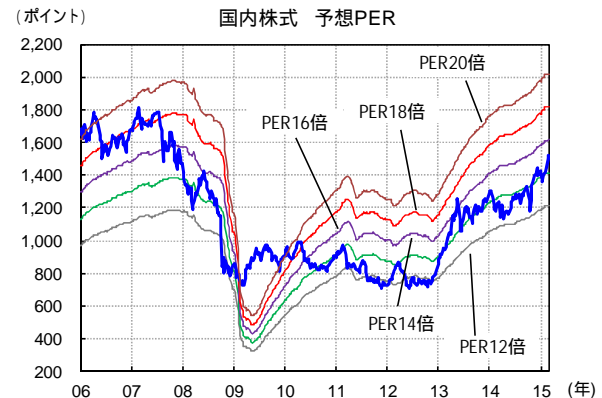
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

## グローバルに緩和的な金融環境がリスクプレミアムを抑制



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

## 予想 PER (12 ヶ月先) は足許 15 倍



注: 12 ヶ月先予想ベース。  
 出所: FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

## 足許、PBR は1.5 倍、予想 ROE は 10%



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

## 足許の TOPIX はリスクプレミアム 6-7%で、予想 ROE10% 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

【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるPBR水準】

		予想ROE					
		6%	7%	8%	9%	10%	11%
		(61.2)	(71.5)	(81.7)	(91.9)	(102.1)	(112.3)
リスク プレ ミアム	3%	1.75	2.05	2.34	2.63	2.92	3.21
	4%	1.36	1.58	1.81	2.04	2.26	2.49
	5%	1.11	1.29	1.48	1.66	1.84	2.03
	6%	0.93	1.09	1.25	1.40	1.56	1.71
	7%	0.81	0.94	1.08	1.21	1.35	1.48
	8%	0.71	0.83	0.95	1.07	1.19	1.31

【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるTOPIX】

		予想ROE					
		6%	7%	8%	9%	10%	11%
		(61.2)	(71.5)	(81.7)	(91.9)	(102.1)	(112.3)
リス ク プ レ ミアム	3%	1,790	2,088	2,386	2,685	2,983	3,281
	4%	1,385	1,616	1,847	2,078	2,308	2,539
	5%	1,130	1,318	1,506	1,694	1,883	2,071
	6%	954	1,113	1,272	1,431	1,590	1,748
	7%	825	963	1,100	1,238	1,375	1,513
	8%	727	848	970	1,091	1,212	1,333

注: 括弧は、BPS1021 円の場合の EPS 水準  
 出所: Bloomberg、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、P32 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

米国内需中心の自律的な回復から、緩やかな上昇基調は継続。

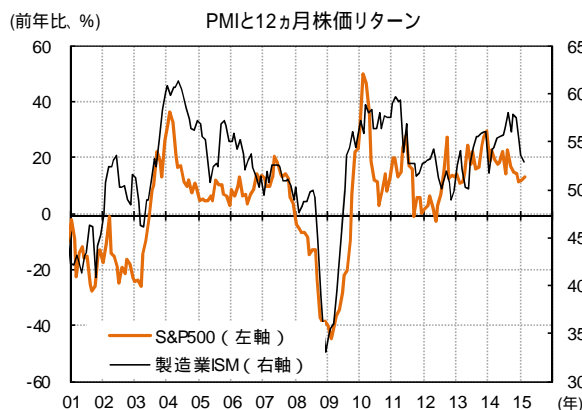
(米国株式)

S & P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPS (122ドル程度) ベースのPERが17.2倍程度と過去比較では10年ぶりの高め水準にある。一方、PER算出の基礎となるS & P500企業のアナリストによる業績予想は、7-9月期は+8%台となったものの、10-12月期以降はエネルギーセクター等の業績悪化を反映し前年比2%台へ、15年1-3、4-6月期においては前年比 3~4%台と下方修正されており、当面業績の低迷が見込まれている。2015年年間でも2%台と2014年の5%から減速が見込まれている。

しかし、米国経済は、依然、家計のバランスシート調整の進展やガソリン価格の低下やドル高にも支えられ消費マインドが底堅く推移している。一方、企業景況感も、資源価格の低下や新興国経済の減速もあり足許やや鈍化気味ではあるものの、依然高水準を維持しており、業績見通しは今後、旺盛な米国内の消費に支えられる形で上方修正傾向での推移が期待される。

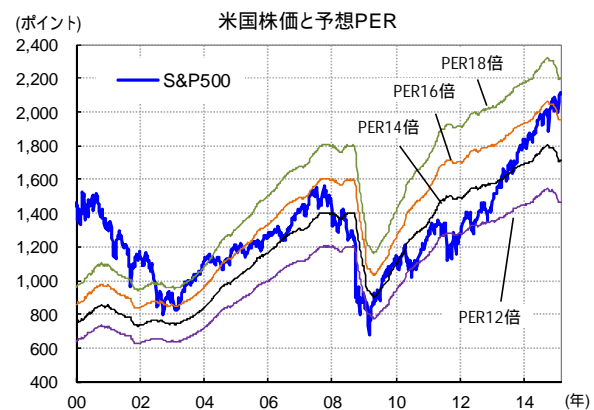
米国株式相場においては、依然、ウクライナ・ロシアや中東情勢などの地政学リスクや、ギリシャ債務問題などの不透明要因が上値を重くする局面も想定されるものの、米国景気の自律的な回復のもと、潤沢な流動性にも支えられ、上昇傾向を維持すると予想する。ただし、株価の上昇ペースは、バリュエーション面でやや割高感が強まってきたことから、年間で予想増益率程度(10%程度を予想)にとどまるものと予想される。

製造業の減速により株価モメンタムも低下



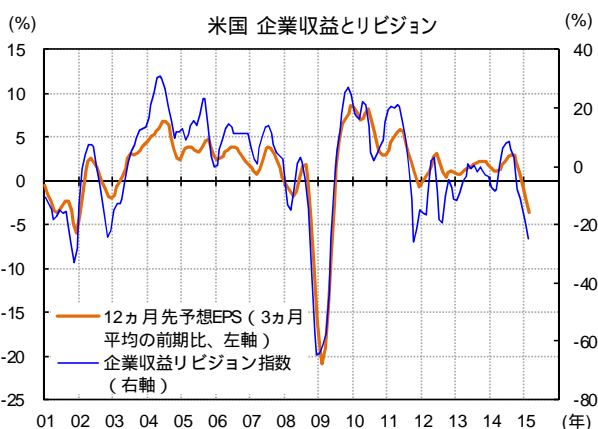
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は 17 倍に到達



出所: Bloomberg, FACTSET より TDAM 作成

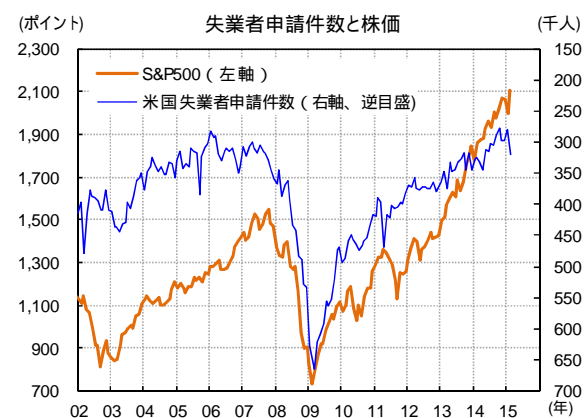
原油価格下落がエネルギー企業の収益を圧迫



注: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

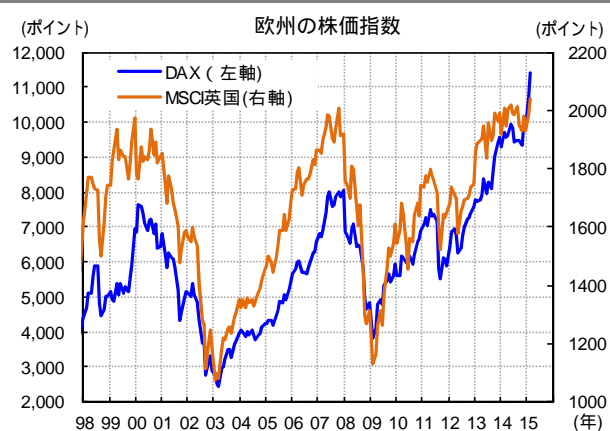
金融危機前の水準近くまで改善した労働市場を背景に株価は上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

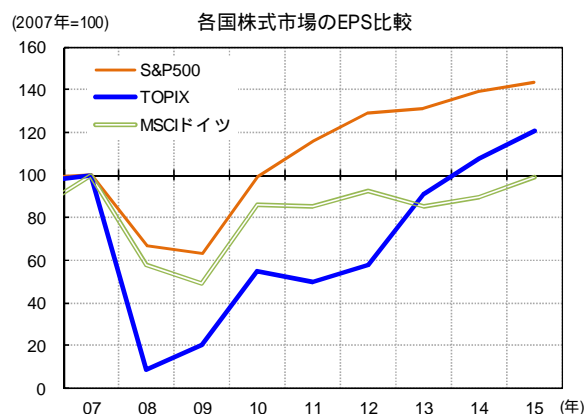
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 英国・ドイツの株価は高値更新



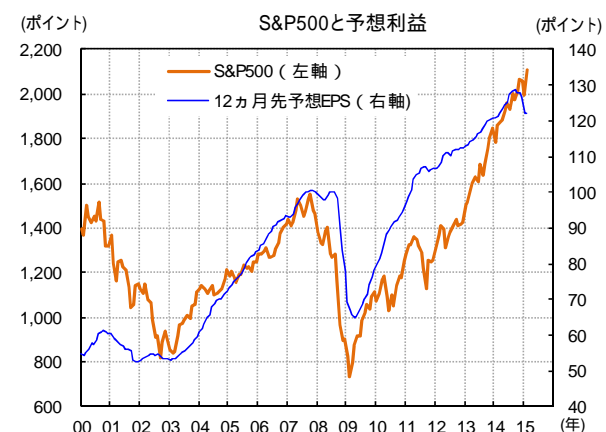
出所: Bloomberg, MSCI, FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(14 年、15 年)は、米国:6%、3%、日本:18%、12%、ドイツ:5%、10%



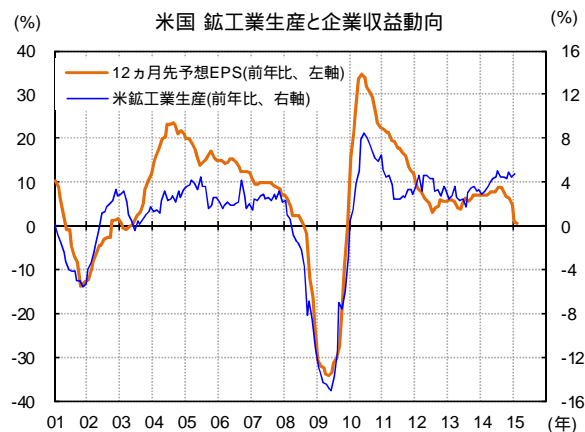
注: 13 年までは実績 EPS、14 年以降は予想 EPS  
 出所: 東京証券取引所, MSCI, FACTSET より TDAM 作成

## 利益予想は引き下げられるも、株価は上昇継続



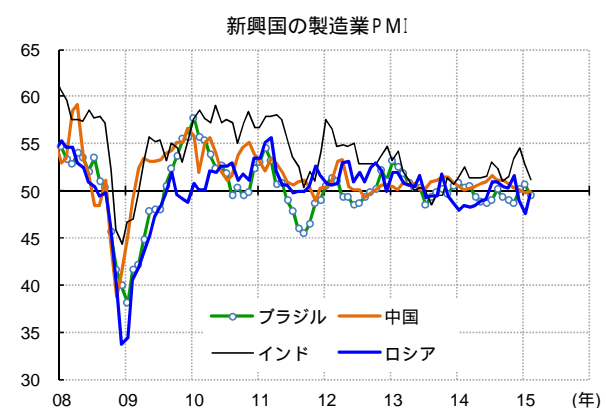
注: 12 カ月予想 EPS は、S&P500 のデータを使用。  
 出所: Bloomberg, FACTSET より TDAM 作成

## 悪化した企業収益見通しとは対照的に生産は堅調



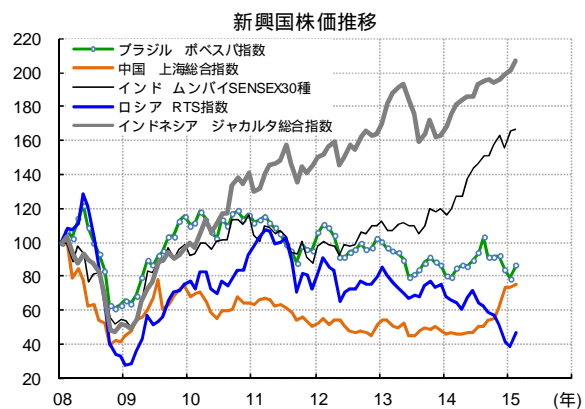
注: 12 カ月予想 EPS は、S&P500 のデータを使用。  
 出所: Bloomberg, FACTSET より TDAM 作成

## 新興国の景況感は停滞



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 原油価格下落が一服し、新興国株価も反発



注: 2008 年 1 月末の株価を 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、P32 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

景気と金融政策の方向性の違いから、円安ドル高基調。

足許の米国景気は企業セクターにやや減速感が見られるものの、全体では家計を中心に底堅い成長を続けている。対して、日本の景気は足許では明るさが見え始めているものの、回復基調の定着にはほど遠い。こうした日米の景気の方角性の違いは金融政策の方角性の違いにも繋がり、FRBは年内の利上げを見据えているのに対し、日銀は国債やリスク資産などを合計で年間80兆円規模買い入れる「量的・質的金融緩和」を今後も継続することが見込まれる。このような金融政策の方角性の違いから、中期的には円安ドル高基調は崩れにくいものと思われる。

#### 3-2. ユーロドル

ユーロの上値は重い。

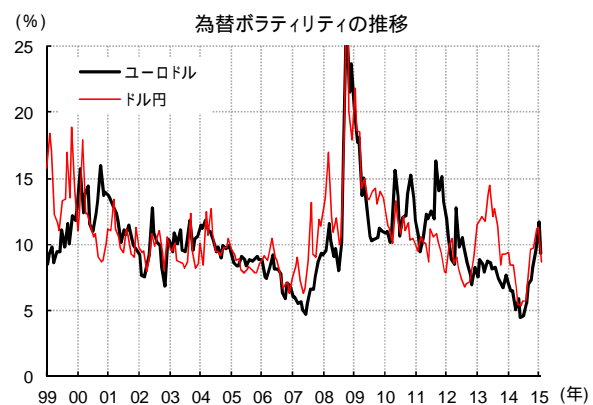
ECBはユーロ圏のデフインフレリスクに対処するために1月に追加金融緩和を決定し、ユーロの対ドル相場は十数年ぶりの水準にまで下落した。インフレ率低下の主要因は原油安であるが、ユーロ圏のファンダメンタルズの弱さも見逃すことはできない。ユーロ圏の景気は足許で回復過程にあるものの構造的には依然として脆弱なうえ、各国でポピュリスト政党が勢いづくなど域内の政治的不透明感も意識されるようになってきている。従って、仮に原油安の効果が剥落したとしても、ユーロ圏の景気回復を支援しインフレ率を上昇させるためには緩和的な金融政策と通貨安が不可欠であり、ECBは当面は現行の超緩和的な金融政策を継続するものと予想される。特に米国景気の底堅さと金融政策の方角性を考えれば、ユーロが対ドルで継続的に上昇していく展開は見込みづらいついと言える。

実質金利差の拡大が止まり、為替も方向感のない推移



注: 実質金利は、5年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を5年国債利回りから差し引いて計算  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

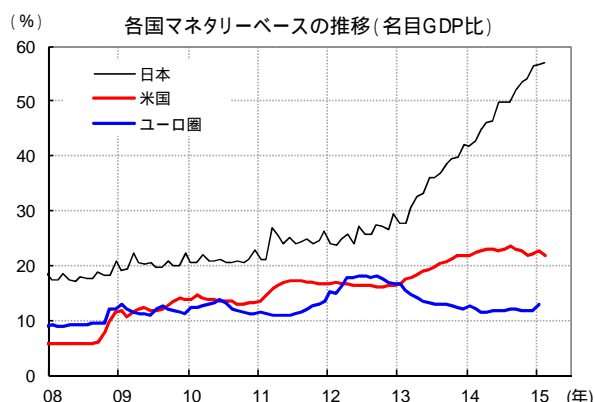
為替のボラティリティは足許でやや低下



注: ボラティリティは、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

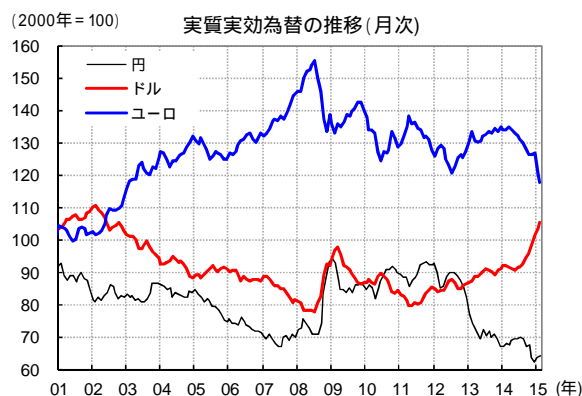
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P32 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 為替の先行きの面でも注目される各国金融政策の行方



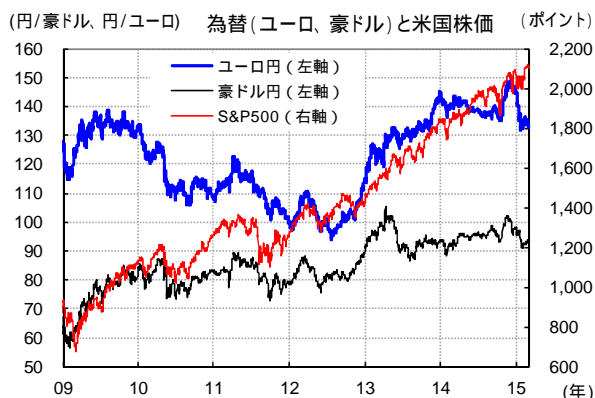
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 足許の円は過去対比で最も割安な水準



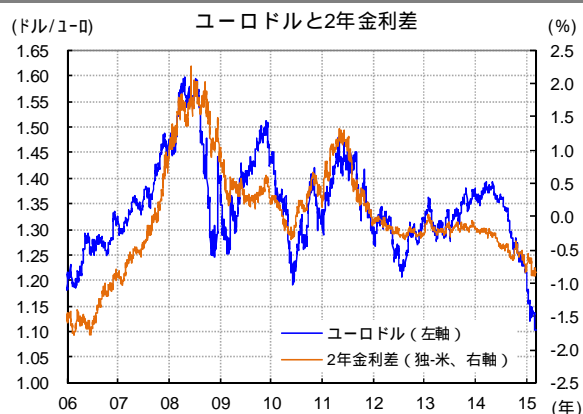
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 金融緩和観測を受け、ユーロや豪ドルには対円での上昇見られず



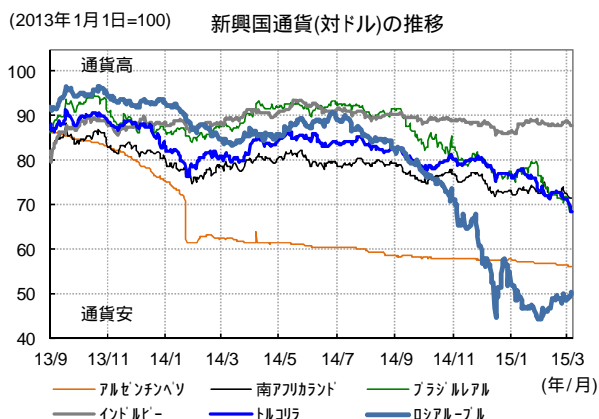
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## ECBの追加金融緩和を受けてユーロは弱含みで推移



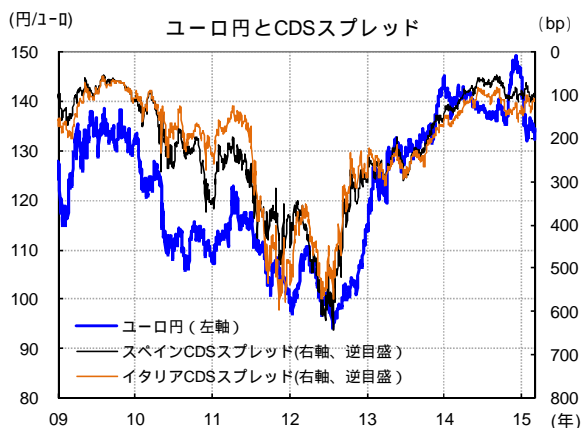
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 原油価格の下げ一服を背景に新興国通貨の下げも一服



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 周縁国のCDSスプレッドは安定した推移



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、P32 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					
			前月作成時 2015年 2月5日	今月作成時 2015年 3月6日	2015年1～3月期		2015年4～6月期		2015年7～9月期	
日本	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	0.00 ~ 0.10	0.00 ~ 0.10
	10年国債利回り	%	0.36	0.40	0.20 ~ 0.45	0.20 ~ 0.50	0.20 ~ 0.50	0.20 ~ 0.50	0.30 ~ 0.60	0.30 ~ 0.60
	TOPIX	ポイント	1,410	1,541	1,250 ~ 1,600	1,350 ~ 1,700	1,375 ~ 1,725	1,400 ~ 1,750	1,400 ~ 1,750	1,400 ~ 1,750
	日経平均	円	17,505	18,971	16,500 ~ 19,500	17,500 ~ 20,500	18,000 ~ 21,000	18,250 ~ 21,250	18,250 ~ 21,250	18,250 ~ 21,250
米国	FFレート	%	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.50	0.25 ~ 0.50	0.25 ~ 0.50	0.25 ~ 0.50	0.25 ~ 0.50
	10年国債利回り	%	1.82	2.24	1.70 ~ 2.40	1.90 ~ 2.60	2.00 ~ 2.70	2.10 ~ 2.80	2.10 ~ 2.80	2.10 ~ 2.80
	S&P500	ポイント	2,063	2,071	1,750 ~ 2,200	1,850 ~ 2,300	1,900 ~ 2,350	1,925 ~ 2,375	1,925 ~ 2,375	1,925 ~ 2,375
	NY ダウ	ドル	17,885	17,857	15,000 ~ 19,500	16,000 ~ 20,500	16,500 ~ 21,000	16,750 ~ 21,250	16,750 ~ 21,250	16,750 ~ 21,250
ドイツ	レボレート	%	0.05	0.05	0.00 ~ 0.05	0.00 ~ 0.05	0.00 ~ 0.05	0.00 ~ 0.05	0.00 ~ 0.05	0.00 ~ 0.05
	10年国債利回り	%	0.37	0.39	0.20 ~ 0.60	0.20 ~ 0.60	0.30 ~ 0.70	0.40 ~ 0.80	0.40 ~ 0.80	0.40 ~ 0.80
	DAX	ポイント	10,905	11,551	9,100 ~ 12,000	10,000 ~ 13,000	10,500 ~ 13,500	11,000 ~ 14,000	11,000 ~ 14,000	11,000 ~ 14,000
為替	ドル円	円/ドル	117.53	120.83	111 ~ 124	114 ~ 127	115 ~ 128	116 ~ 129	116 ~ 129	116 ~ 129
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.148	1.084	1.00 ~ 1.20	1.00 ~ 1.20	1.00 ~ 1.20	1.00 ~ 1.20	1.00 ~ 1.20	1.00 ~ 1.20
	ユーロ円	円/ユーロ	134.88	131.00	114 ~ 145	117 ~ 149	118 ~ 150	119 ~ 151	119 ~ 151	119 ~ 151

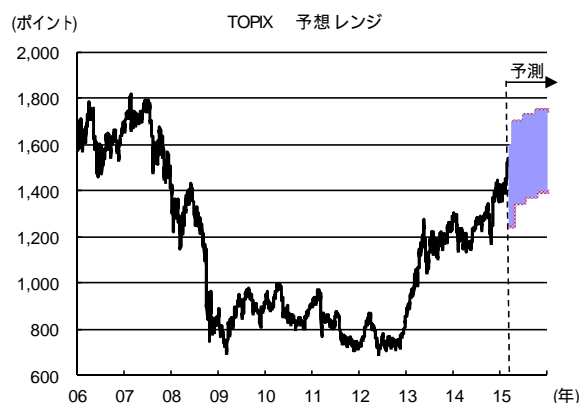
出所: 東京証券取引所、日本経済新聞社、スタンダード&プアーズより TDAM 作成。TDAM 予想。

〔日本 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔日本 株価〕



出所: 東京証券取引所、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。

【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、P32 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〕



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

\* 「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。

### 【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および MSCI 英国インデックスは、MSCI が開発したドイツおよび英国の株式市場全体の動きを捉える株価指数です。同指数に関する情報は、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。

・「日経平均株価」(日経平均)に関する著作権、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は日経平均株価を継続的に公表する義務を負うものではなく、その誤謬、遅延又は中断に関して責任を負いません。

【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、P32 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。

## 【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
<b>3/2</b> 2月新車販売台数(14:00) (EU) 1-10圏 2月CPI(速報値) (米) 2月ISM製造業景況指数  <b>3/1</b> (中) 2月PMI製造業	<b>3/3</b> 2月マネタリーベース(8:50) 1月毎月勤労統計(10:30)	<b>3/4</b> (英) 中銀 金融政策委員会 (MPC、~5日) (米) 2月ISM非製造業景況指数 (米) 地区連銀景況報告(ペー ジュブック)	<b>3/5</b> (中) 全人代開幕 (EU) ECB理事会 (米) 1月製造業受注指数	<b>3/6</b> 1月景気動向指数(速報値、 14:00)  (米) 1月貿易収支 (米) 2月雇用統計  <b>3/8</b> (中) 2月貿易収支
<b>3/9</b> 14/4Q GDP(2次速報値、8:50) 1月国際収支(速報値、8:50) 2月貸出・資金吸収動向(8:50) 2月景気ウォッチャー調査 (14:00)*	<b>3/10</b> 2月マネーストック(8:50)  (中) 1月消費者物価指数 (米) 1月卸売在庫	<b>3/11</b> 1月機械受注(8:50) 2月企業物価指数(8:50)  (中) 2月小売売上高 (中) 2月鉱工業生産 (中) 2月固定資産投資	<b>3/12</b> 1月第3次産業活動指数(8:50) 2月消費動向調査(14:00)  (米) 1月企業在庫 (米) 2月輸出入物価指数 (米) 2月小売売上高	<b>3/13</b> 1月鉱工業生産(確報、13:30)  (米) 2月PPI (米) 3月ミシガン大学消費者信 頼感指数
<b>3/16</b> 日銀金融政策決定会合(~17 日)  (米) 2月鉱工業生産	<b>3/17</b> 1月景気動向指数(改訂値、 14:00)  (EU) 1-10圏 2月CPI(確報値) (独) 3月ZEW景況感調査 (米) 2月住宅着工・建設許可件 数 (米) FOMC	<b>3/18</b> 2月貿易統計(8:50) 3月日銀金融経済月報(14:00)  (米) FOMC(結果発表)	<b>3/19</b> 1月全産業活動指数(13:30)  (米) 2月景気先行指数 (米) 3月フィラデルフィア連銀指 数  <b>EU首脳会議(~20日まで)</b>	<b>3/20</b> 日銀金融政策決定会合議事要 旨(2月17日-18日、8:50)
<b>3/23</b> (米) 2月中古住宅販売件数	<b>3/24</b> (英) 2月CPI (EU) 1-10圏 3月PMI(速報値) (米) 2月CPI (米) 2月新築住宅販売件数	<b>3/25</b> (独) 3月IFO景況感指数 (米) 2月耐久財新規受注	<b>3/26</b> (EU) 1-10圏 2月マネーサプライ	<b>3/27</b> 2月家計調査(8:30) 2月完全失業率(8:30) 2月全国CPI(8:30)  (米) 14/4Q GDP(確報値)
<b>3/30</b> 2月鉱工業生産(速報、8:50)  (EU) 1-10圏 3月景況感サー ベイ	<b>3/31</b> 2月毎月勤労統計(10:30) 2月住宅着工件数(14:00)  (EU) 1-10圏3月CPI(速報値) (米) 1月S&Pケース・シラー米住 宅価格 (米) 3月消費者信頼感指数			

注: 3月6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、P32 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

前述した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、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、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、発行会社等の株式の価格変動や金利変動の影響、あるいは発行会社等の経営・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。発行会社等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。新株予約権の行使期間には制限があります。

### (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 4.32%(税込)**  
信託財産留保額・・・**上限 3.0%**

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 2.052%(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 2.0% (年率、税抜き) 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 20% (年率、税抜き) 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) 報酬額には消費税相当額が上乗せされます。

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

投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はおお客様のご負担となります。

上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または拠出される場合にかかる費用については、投資対象が多岐にわたり、条件等も異なること、また随時投資対象が変更されることから、購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等については、予め明示できません。

【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、P32 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。