

# 投資環境レポート

2020 年 1 月

本資料は 2020 年 1 月 9 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

## 経済見通し

### 【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	18年	19年	20年	19年 1-3月	19年 4-6月	19年 7-9月
<b>世界全体</b>	3.6	3.0	3.4			
<b>先進国</b>	2.3	1.7	1.7			
アメリカ	2.9	2.4	2.1	2.7	2.3	2.1
日本	0.8	0.9	0.5	0.8	0.9	1.7
英国	1.4	1.2	1.4	2.0	1.2	1.1
ユーロ圏	1.9	1.2	1.4	1.4	1.2	1.2
ドイツ	1.5	0.5	1.2	0.9	▲ 0.1	1.0
フランス	1.7	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
イタリア	0.9	0.0	0.5	▲ 0.0	0.1	0.3
スペイン	2.6	2.2	1.8	2.2	2.0	1.9
カナダ	1.9	1.5	1.8	1.5	1.9	1.7
<b>新興国</b>	4.5	3.9	4.6			
ブラジル	1.1	0.9	2.0	0.6	1.1	1.2
ロシア	2.3	1.1	1.9	0.5	0.9	1.7
インド	6.8	6.1	7.0	5.8	5.0	4.5
中国	6.6	6.1	5.8	6.4	6.2	6.0
ASEAN5	5.2	4.8	4.9	4.8	4.8	4.8

注: (1) IMF 見通しは、2019 年 10 月時点。2019 年、2020 年いずれも予測。(2) ASEAN5 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

出所: IMF World Economic Outlook、Bloomberg より TDAM 作成

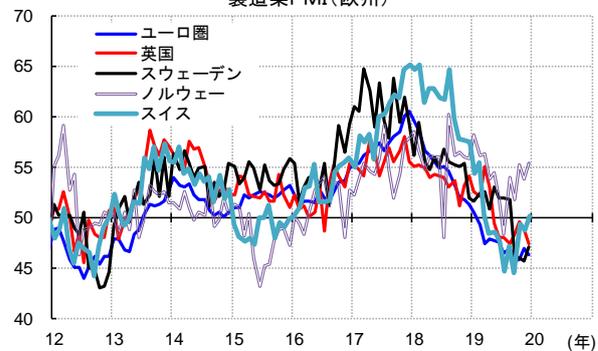
### 【世界製造業景況感の推移】

製造業PMI(主要地域比較)



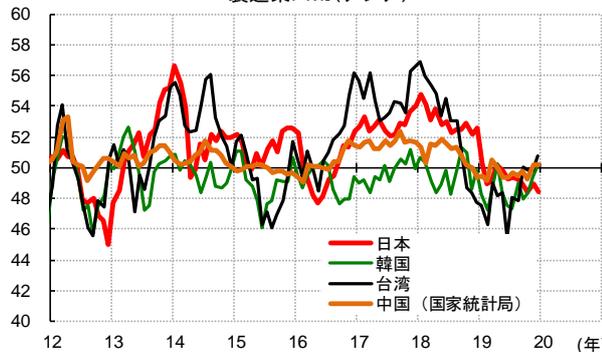
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(欧州)



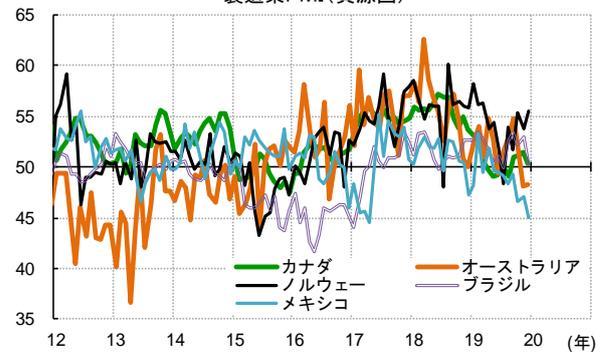
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(アジア)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(資源国)



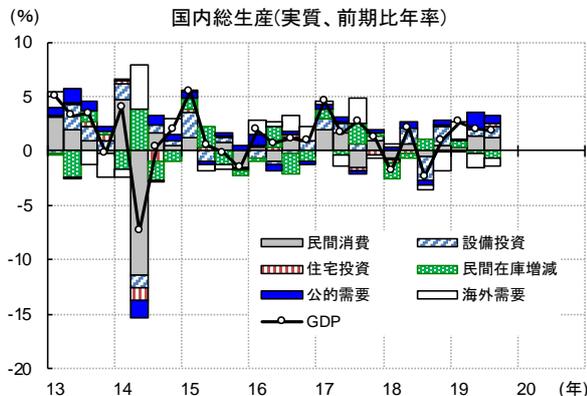
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P33 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. 日本経済

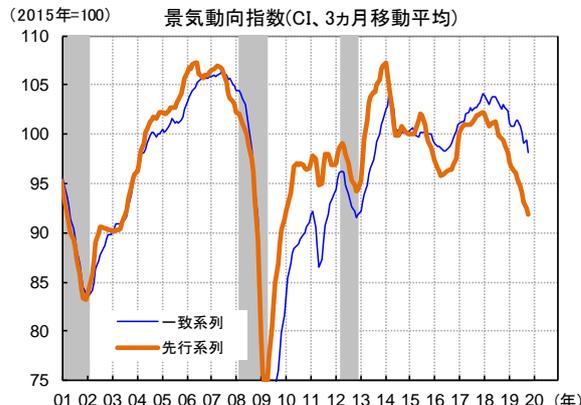
家計消費や外需が重しとなる形で景気はやや弱含む可能性。

### 設備投資の改定を主因として速報値から上方修正



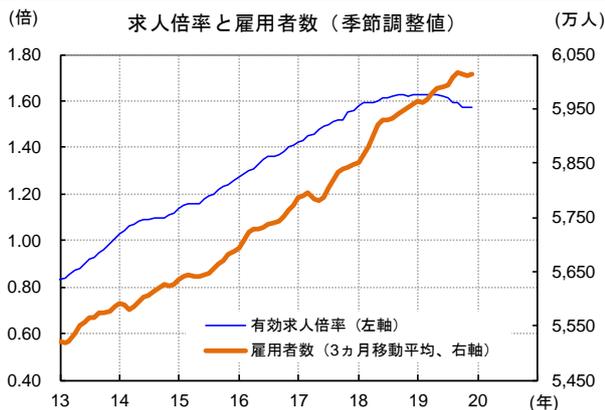
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

### 先行指数は軟調推移が継続



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

### 有効求人倍率は高水準も、足許でやや低下



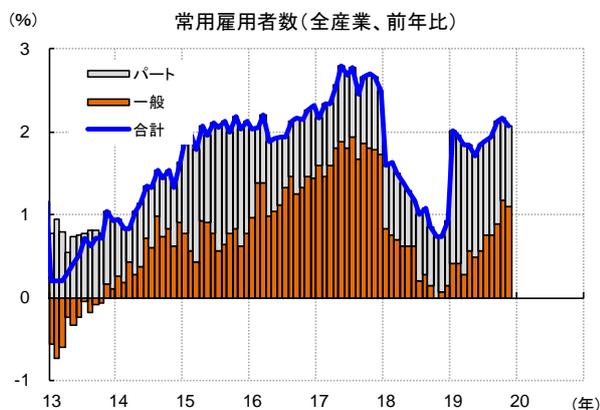
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

### 名目総賃金は振れを伴いつつも伸び率拡大基調で推移



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

### 常用雇用者数は前年比プラス圏



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

### 消費活動指数は反動で大きく悪化も、消費者態度指数は堅調に推移



出所: 日本銀行、内閣府、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、P33 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。

## 街角景気見通しは、各指標が改善しつつも低水準



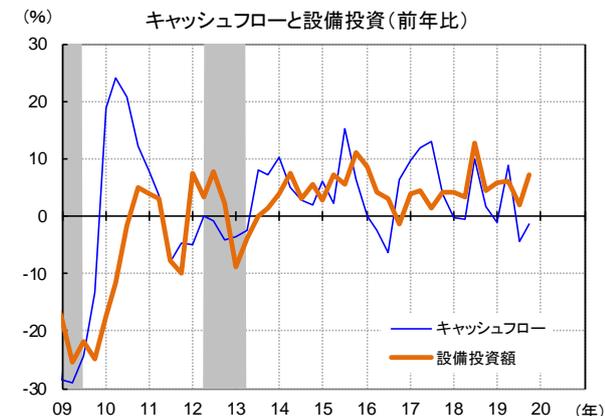
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

## GDP住宅投資は堅調に推移



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

## 設備投資額(前年比)は足許で伸び率加速



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

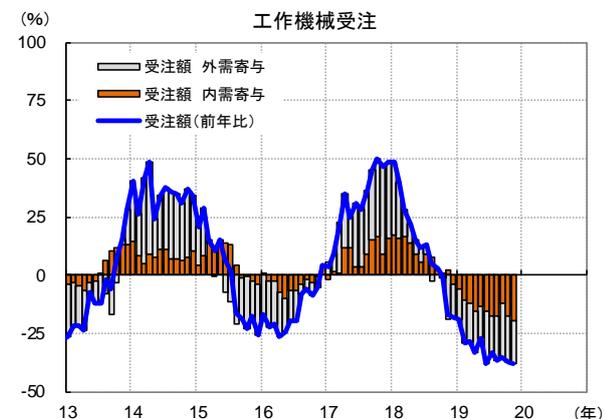
## 資本財出荷は減少



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

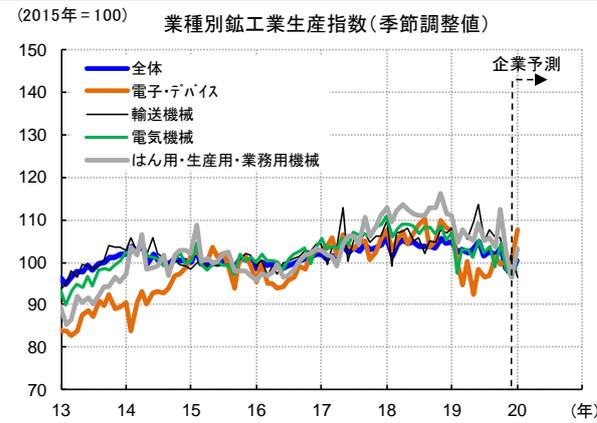
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

## 工作機械受注は内外需ともマイナス寄与



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

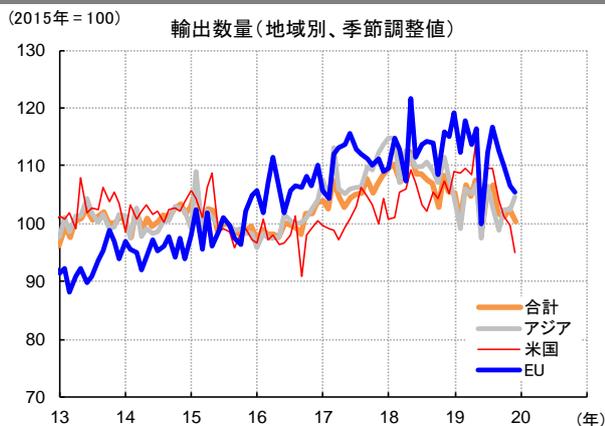
## 主要業種の多くが先行き楽観な見通し



出所: 経済産業省、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、P33 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。

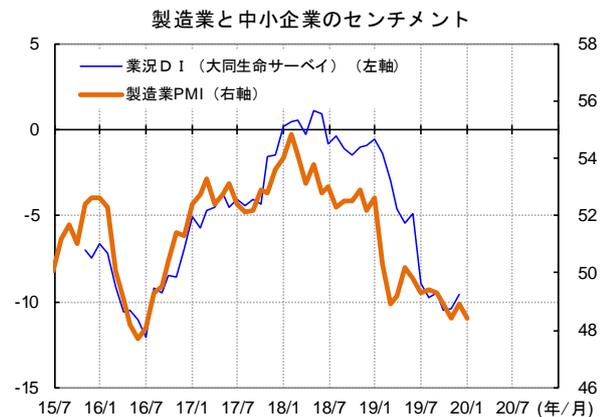
## 主要エリア向けの輸出は米国・EU 向けが顕著に減少



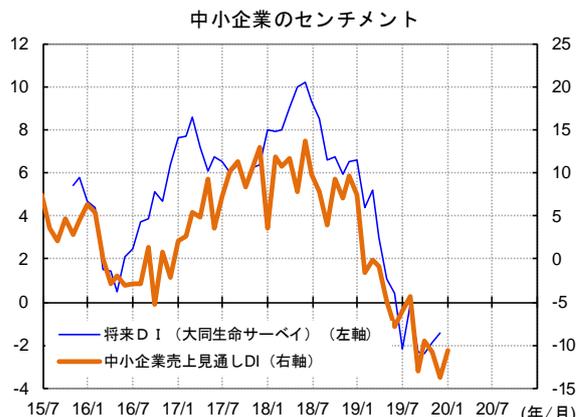
## 輸出金額は減少傾向継続



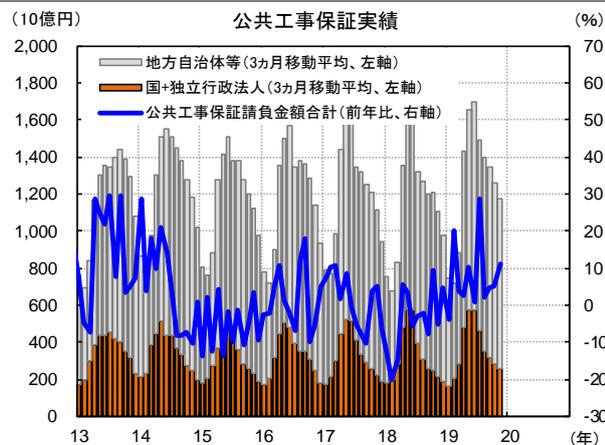
## 製造業 PMI は 50 割れの水準で推移



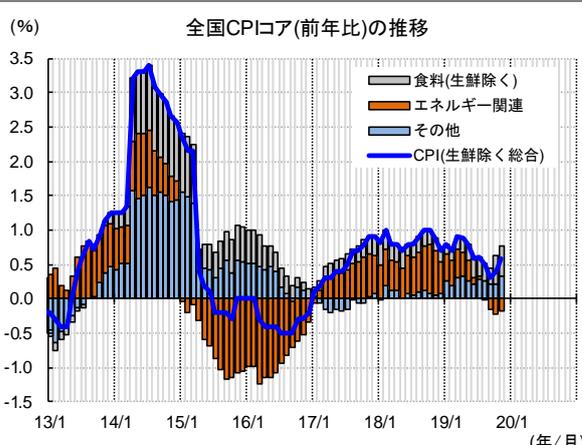
## 中小企業のセンチメントはマイナス圏で推移



## 例年と比して堅調な公共投資



## CPI(生鮮除く総合)は 1%未滿で推移

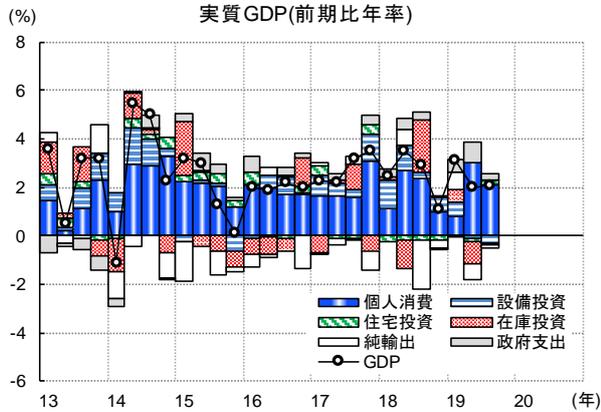


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 2. 米国経済

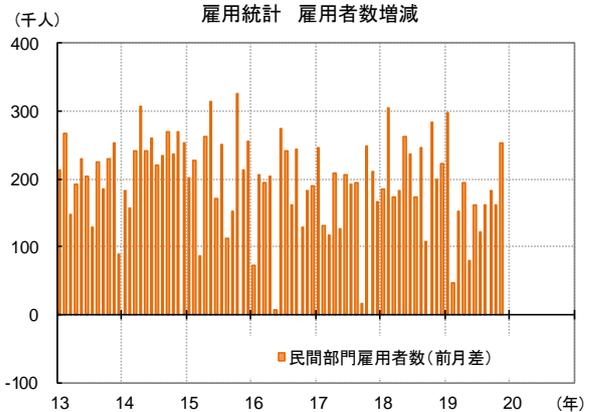
米中貿易問題の解消を受けて、企業の景況感は改善に向う可能性。

経済成長率: 3Q のGDP成長率は、個人消費や設備投資が改定値から上方修正



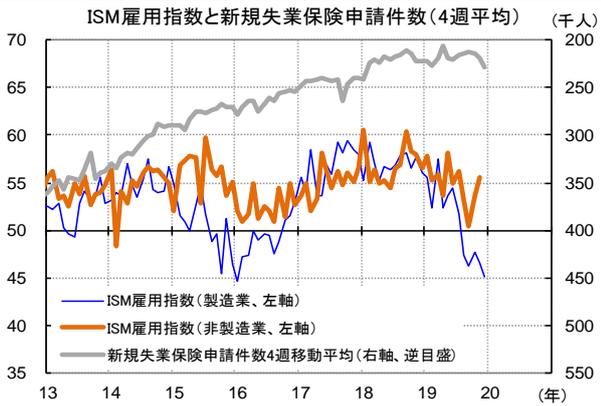
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 11 月雇用者数増減は市場予想を上回る増加



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 新規失業保険申請件数は低水準を維持



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 消費者の雇用市場に対する見方は伸び悩み



注: NFI (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: 失業率は低水準で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用所得環境の改善基調は継続

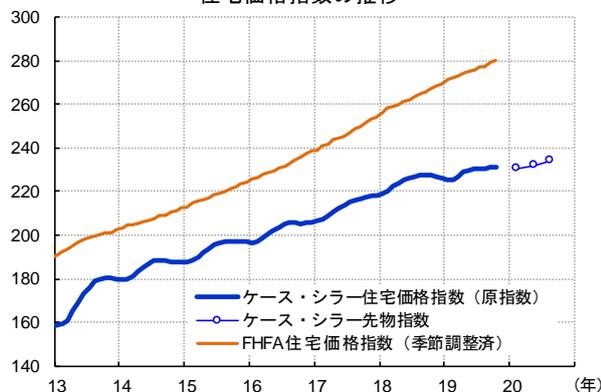


注: 民間雇用者の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

**【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、P33 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。

## 住宅市場: 主要指数は緩やかに上昇

住宅価格指数の推移



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

## 住宅市場: 住宅ローン金利が低位で推移する一方、申請指数は足許で低下

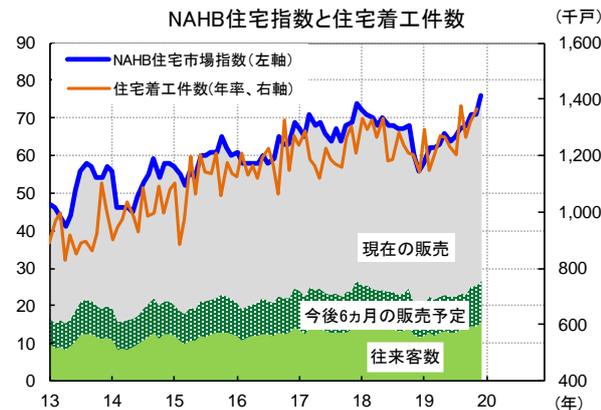
住宅ローン申請指数と金利



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

## 住宅市場: NAHB 住宅指数は回復基調

NAHB住宅指数と住宅着工件数



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

## 住宅市場: 住宅販売件数は振れを伴いつつも回復基調

住宅販売件数(年率)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 個人消費: ガソリン小売価格は足許で軟調な動き

(ドル/ガロン) 米国 ガソリン先物価格とガソリン価格



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 個人消費: 自動車販売は概ね横ばい圏で推移

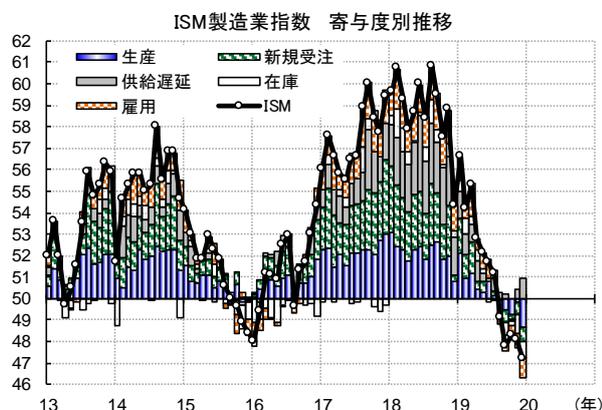
消費者信頼感と自動車販売(国内)



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、P33 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: ISM製造業の景況感指数は50を下回る水準で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 輸出: ISM輸出受注は50を下回る水準で一段の悪化



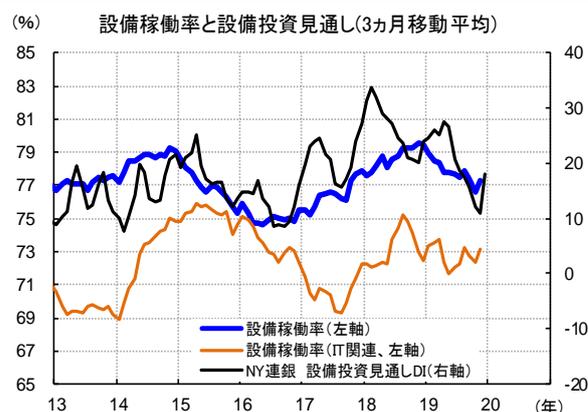
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 設備投資: 設備投資は足許で伸び悩み



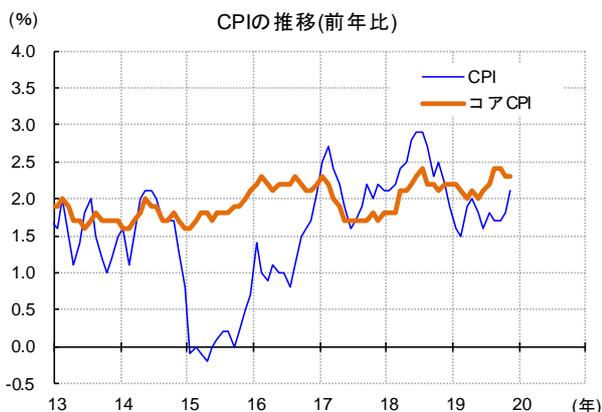
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 設備投資: 設備投資見通しが改善し、稼働率も上昇



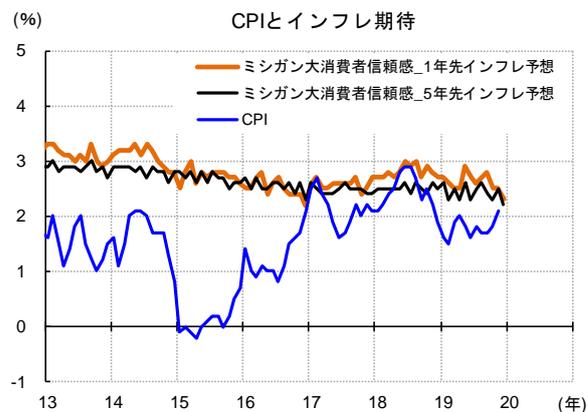
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 物価: コアCPI(前年比)は2%を上回る水準で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 物価: 1年先のインフレ予想は2.3%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

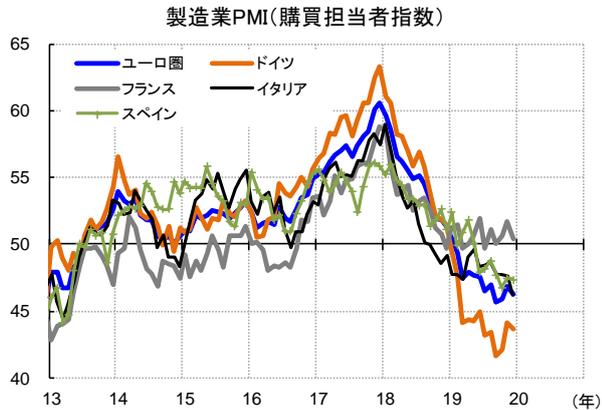
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33のリスクや費用項目を必ずご確認ください、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

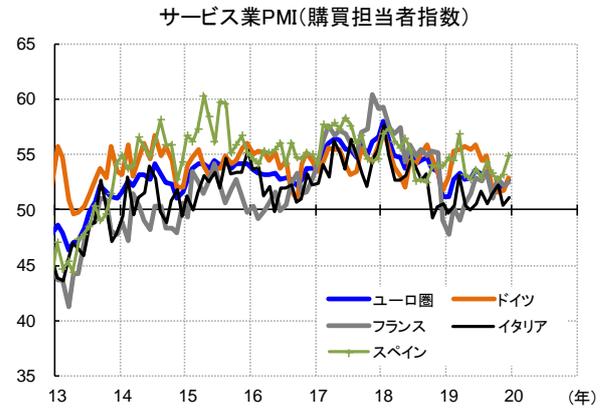
一部の経済指標は持ち直しを示唆するものの、雇用見通しは依然として不芳（ふほう）で、先行きも緩慢な持ち直しにとどまる公算。

企業景況感:ドイツ製造業 PMI は依然として低水準



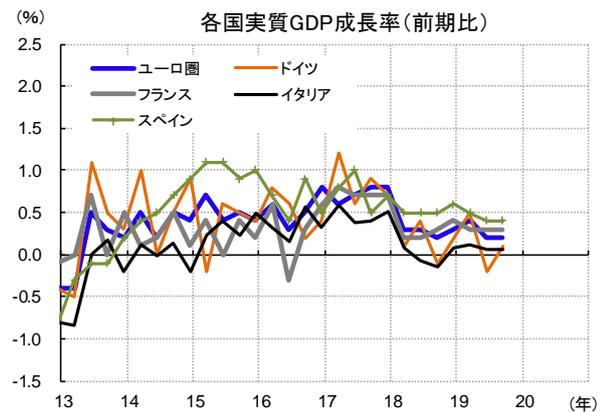
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: サービス業は製造業と比較して堅調



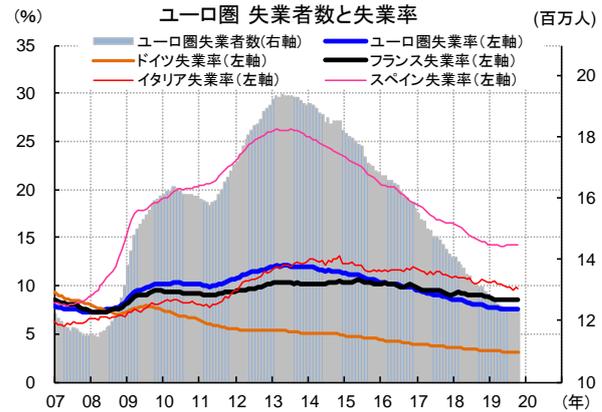
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: ドイツは 2 四半期連続のマイナス成長を回避



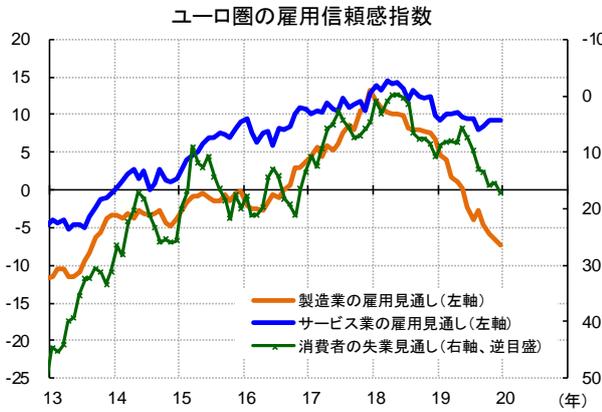
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 失業率は緩やかながらも低下基調で推移



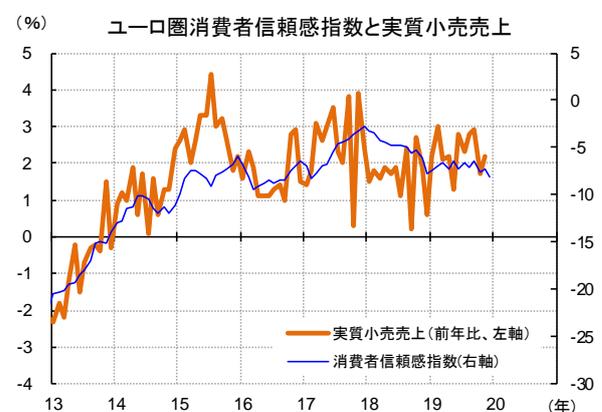
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 消費者の雇用に対するセンチメントは軟調に推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

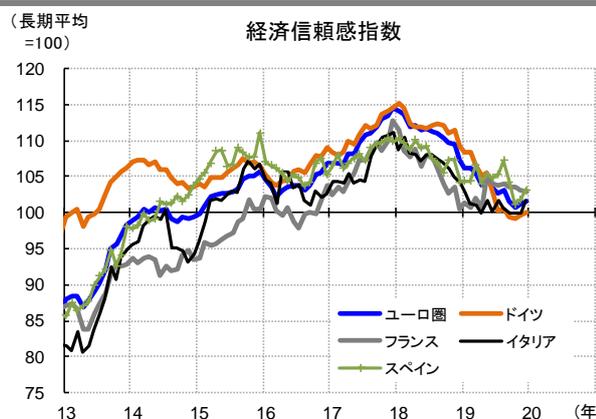
消費: 小売売上高はプラスの伸びが継続



出所: Bloomberg より TDAM 作成

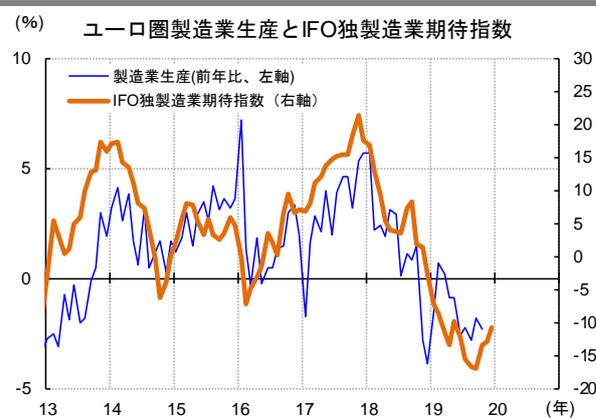
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 景況感指数: ユーロ圏の景況感は底打ちの兆し



注: 長期平均=1990年~2016年  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 企業活動: 期待指数はマイナス圏ながら足許で反発



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 金融: ECBが月間 200 億ユーロの資産購入を再開



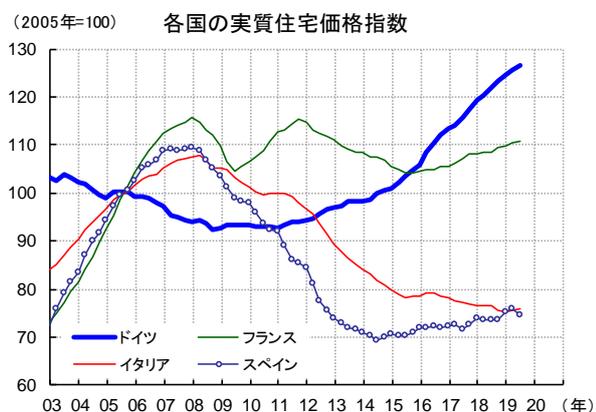
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 信用: 全般的に相応の伸び率を維持



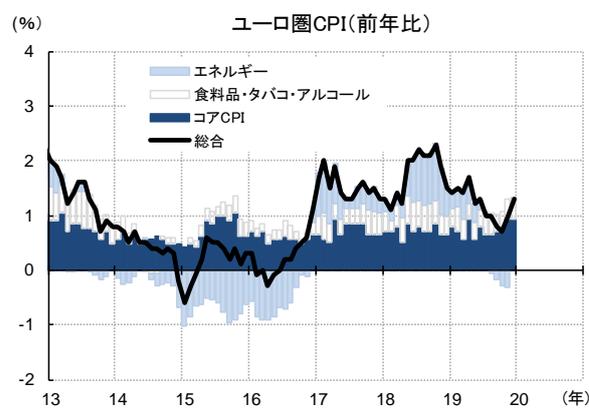
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 住宅価格: ドイツの住宅価格は依然として上昇傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 物価: 総合 CPI(前年比)は 1.3%



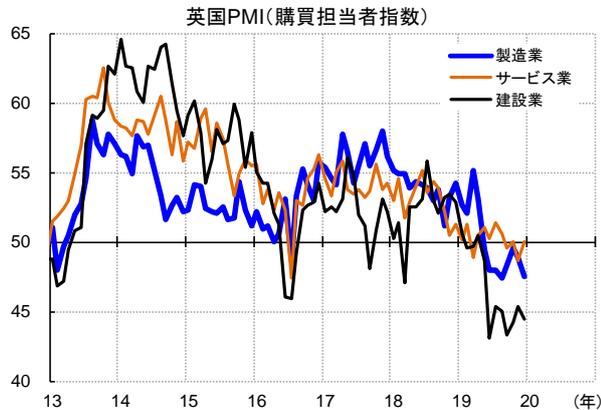
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P33 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

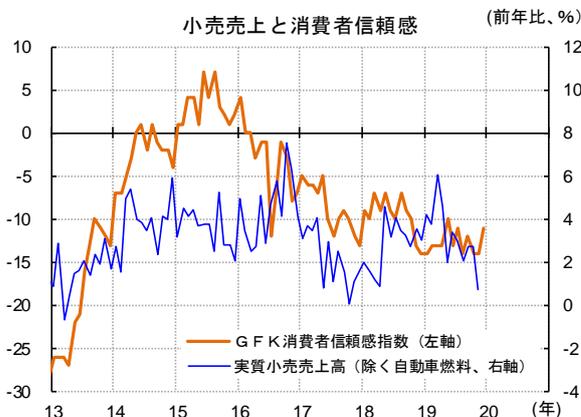
各種経済指標を見る限り、需給の引き緩みがうかがわれ、先行きについても減速傾向を辿る可能性。

企業景況感: サービス業は反発も、製造業と建設業は 50 割れの水準



出所: Bloomberg より TDAM 作成

消費: 信頼感はマイナス圏で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 足許の失業率は 3.8%



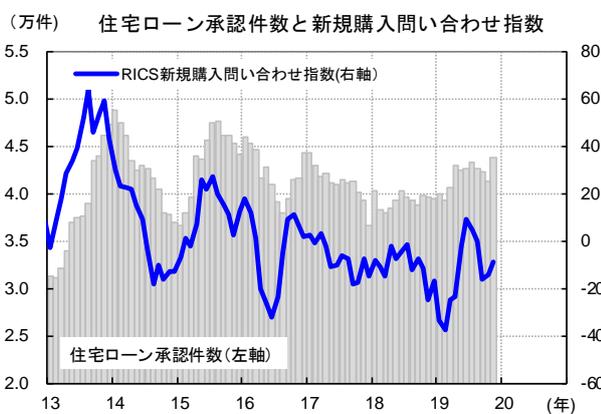
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 賃金伸び率(除く賞与)は 3.5%



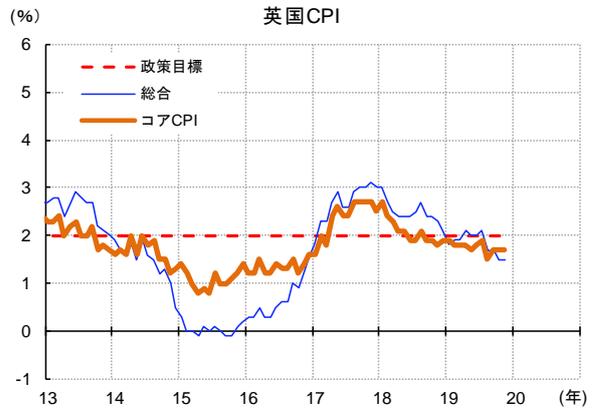
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 先行性のある問い合わせ指数が足許で小反発



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 足許のコアインフレ率は 1.7%

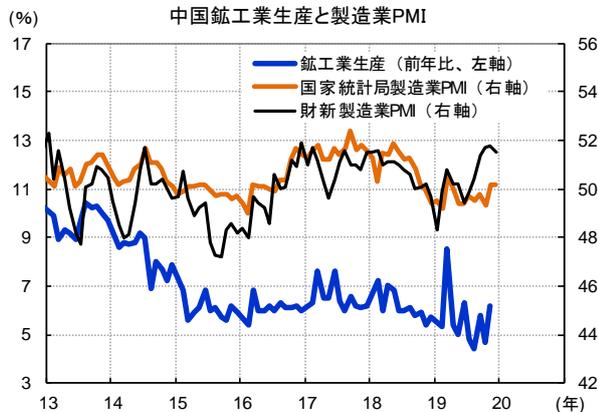


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P33 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) BRICs およびオーストラリア、カナダ経済

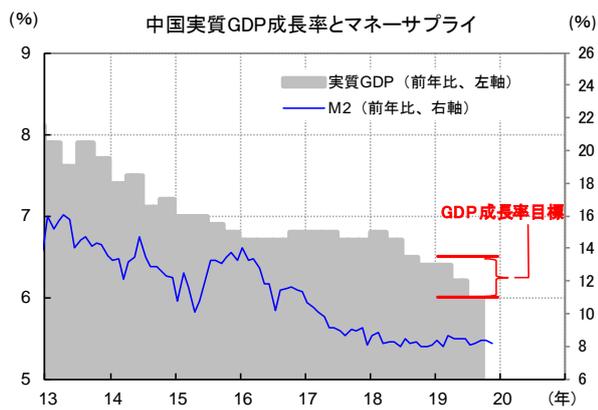
### (1) 中国経済および市況関連



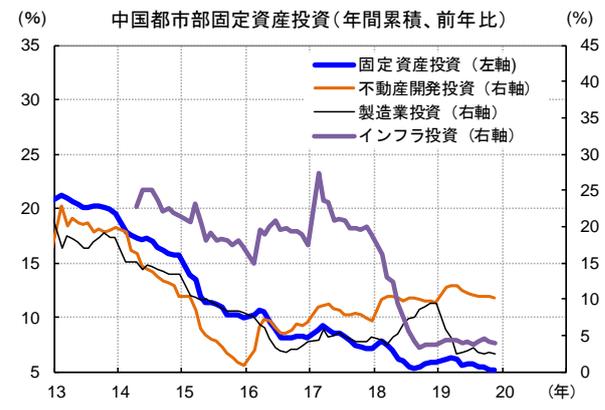
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

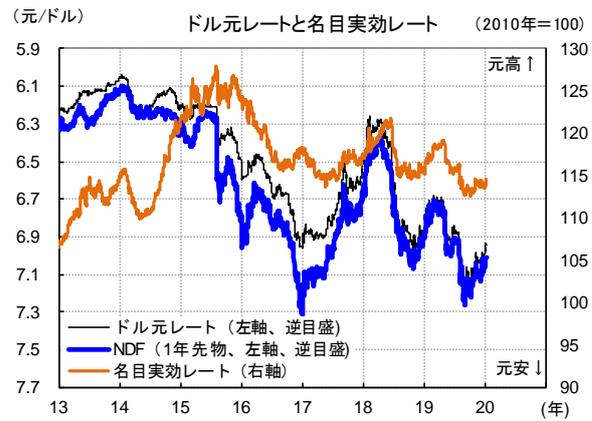


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P33 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。



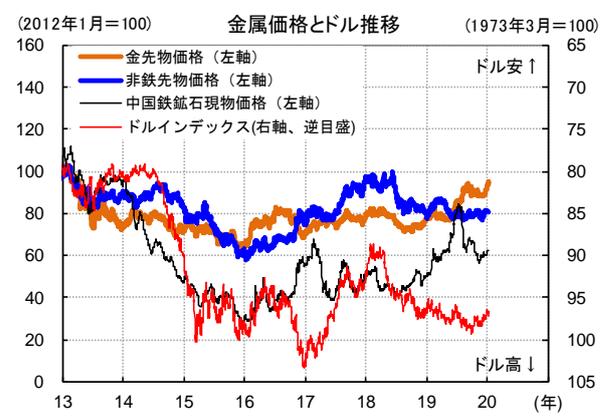
出所: Bloomberg より TDAM 作成



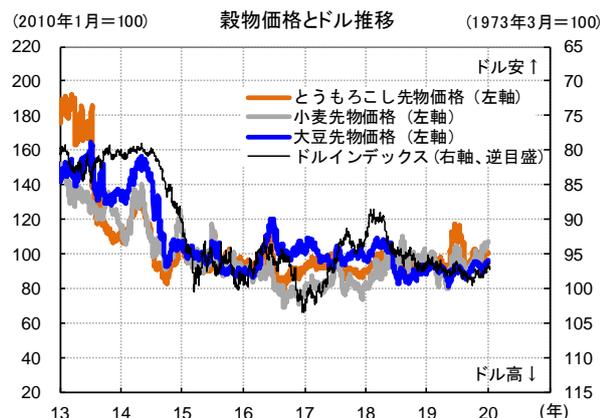
注: NDF(ノンデリバブル・フォワード)とは差金決済の金融派生商品のひとつ。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成



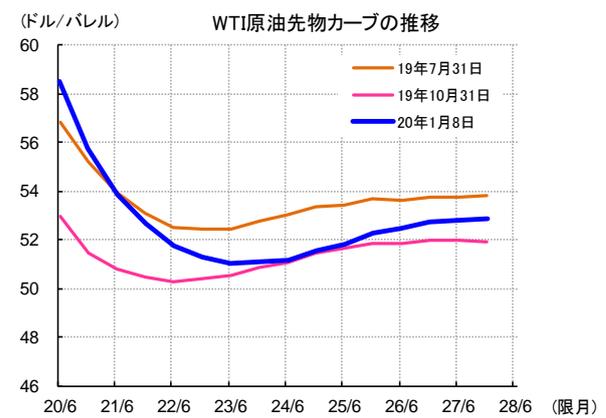
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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%。)  
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



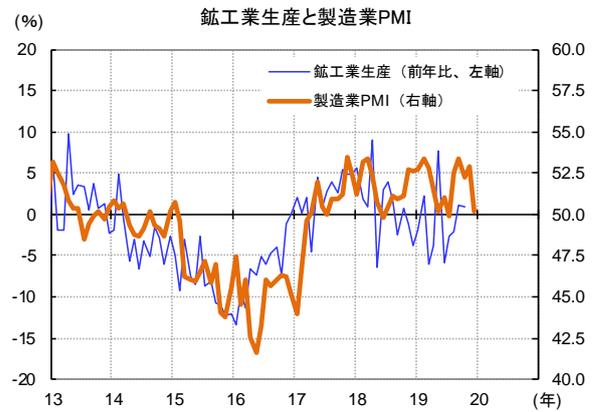
出所: Bloomberg より TDAM 作成

**【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、P33 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。

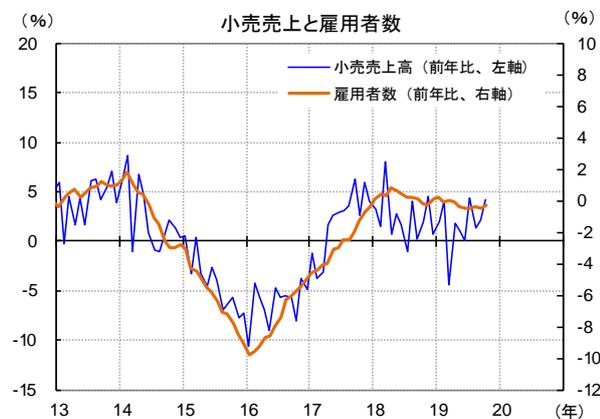
## (2) ブラジル経済



出所: Bloomberg より TDAM 作成



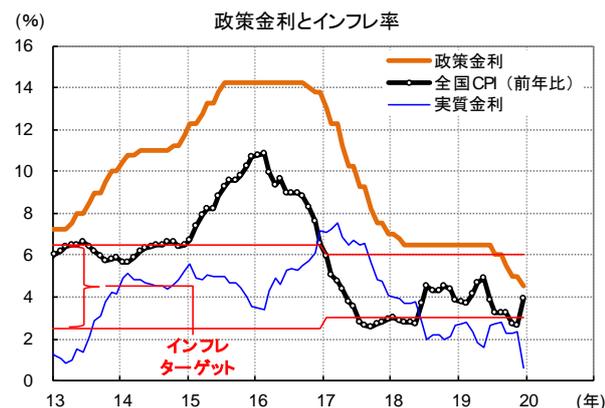
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

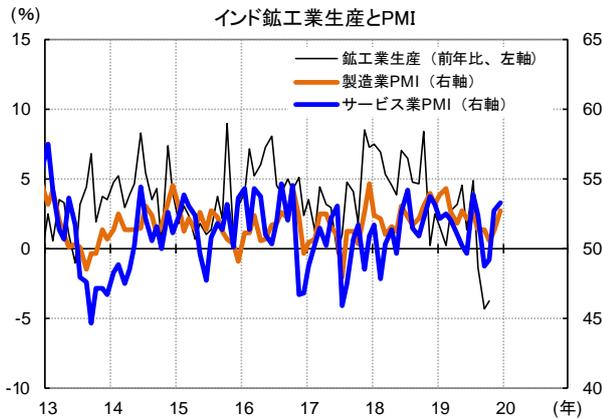
出所: Bloomberg より TDAM 作成



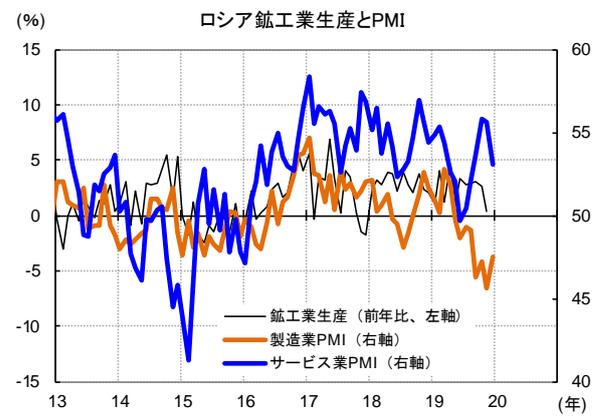
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P33 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。

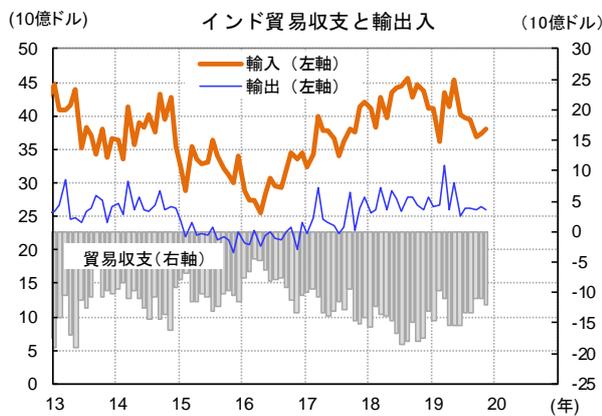
(3) インド経済・ロシア経済



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



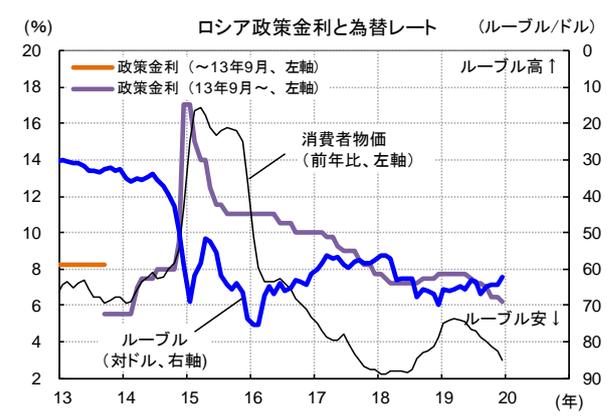
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



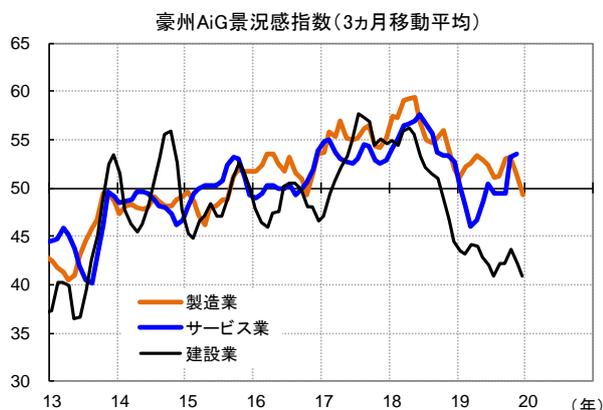
出所: Bloomberg より TDAM 作成



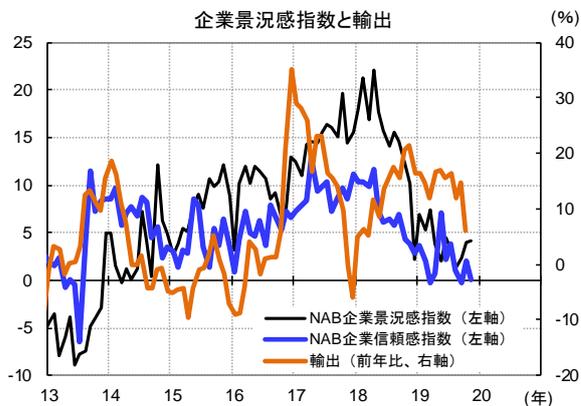
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P33 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



注: AiG(豪州産業グループ)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成



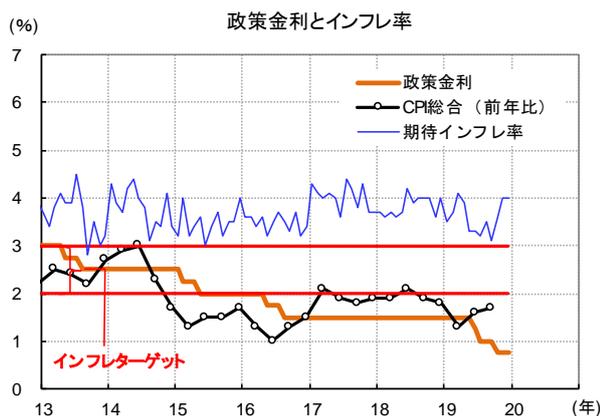
出所: Bloomberg より TDAM 作成



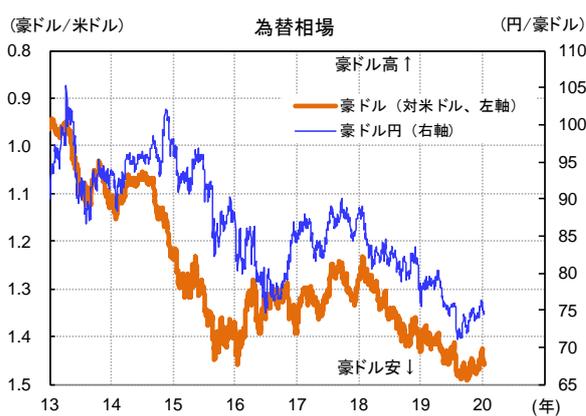
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



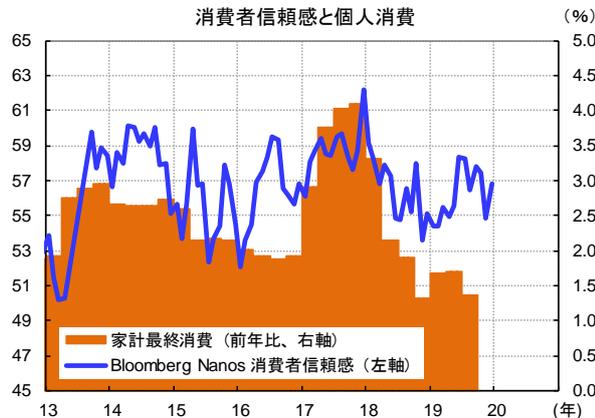
出所: Bloomberg より TDAM 作成



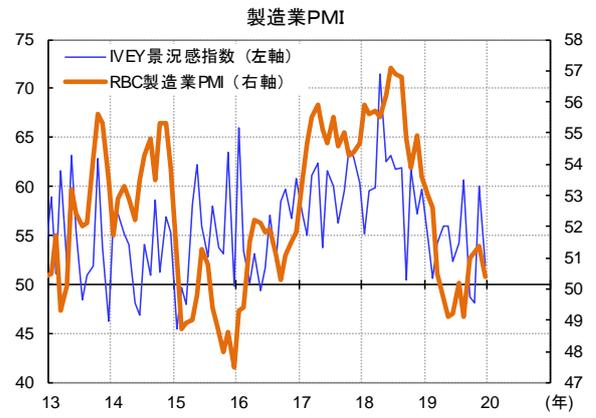
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P33 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。

(5) カナダ経済



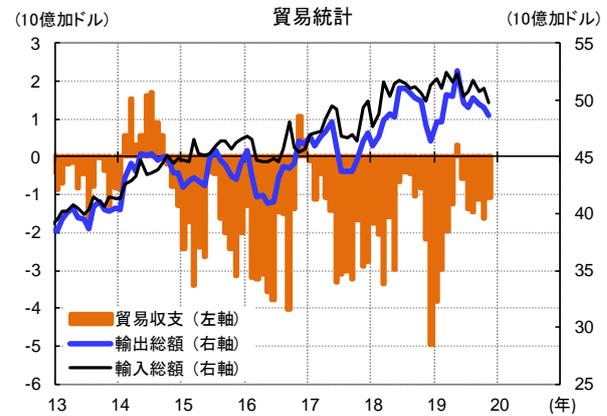
出所: Bloomberg より TDAM 作成



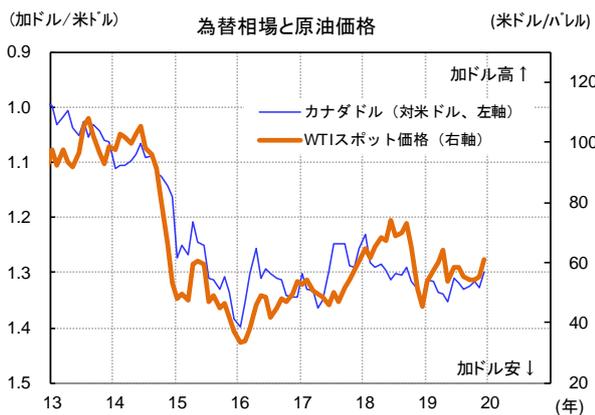
出所: Bloomberg より TDAM 作成



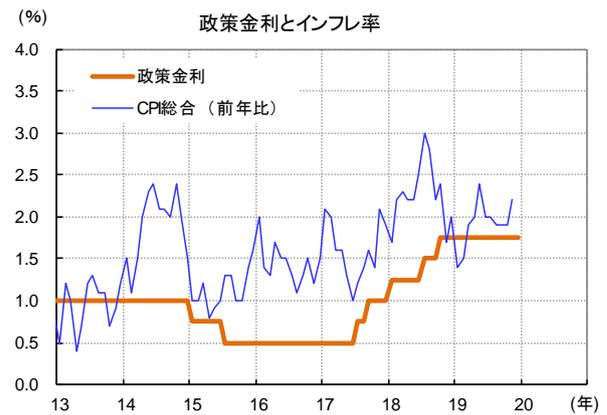
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 市場見通し

### 1. 債券

#### 1-1. 国内債券

長期金利は、現行水準での横ばい推移が続く見通し。

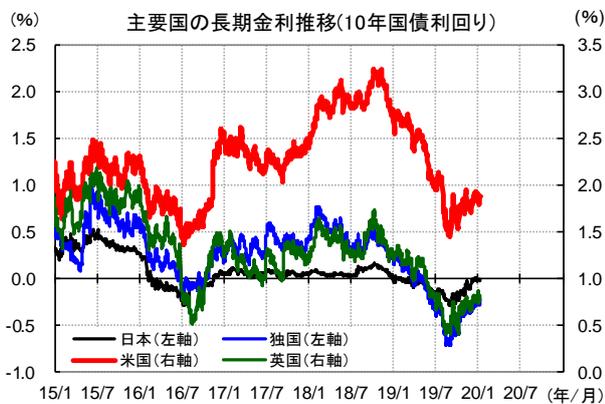
#### ○ 金融政策について

日銀は、12月の金融政策決定会合において、市場参加者の大方の予想通り、現行の金融政策（イールドカーブコントロールと資産買い入れ方針）を維持した。金融政策決定会合後の記者会見では、黒田総裁が超長期債の金利水準に関して「超長期はもう少しスティープになってもいいのではないかな。もう少し超長期のところが上がってもおかしくない」と、金利上昇が妥当と受け止められる発言をしたことが注目された。その後公表された「主な意見」では、参加者間で景気の見方が分かっていたことが明らかになった。最終的には、「基調として緩やかに拡大している」という判断を維持したものの、参加者からは消費増税の影響を懸念する声が散見された。また、「主な意見」での「政策枠組みは不断に検討すべきだが、IMF（国際通貨基金）が提言するような物価安定目標のレンジ化は、日本銀行の物価安定へのコミットメントを弱体化させる恐れがある」との指摘は注目に値する。実際、景気先行指数などは低下基調で推移しているほか、消費者物価指数についても0%台半ばでの推移にとどまっている。当面、欧米の金融政策が変更される可能性は乏しく、こうしたなかで日銀が政策変更をするだけの材料も乏しい。なお、スウェーデン中銀が政策金利を引き上げマイナスから脱したことで、日銀やECB（欧州中央銀行）のマイナス金利政策も終焉を迎えるのではないかと見方もあるが、スウェーデンと日本では経済環境等も大きく異なるため、こうした議論は当てはまらないとみている。黒田総裁は、講演において、政府が打ち出した大規模な経済対策に対し「日銀が金融緩和を推進するもとで大きな効果を持つ」と言及しており、今後も金融緩和策を維持するものとみられる。2020年前半についても現行の金融政策が据え置かれるであろう。

#### ○ 長期金利

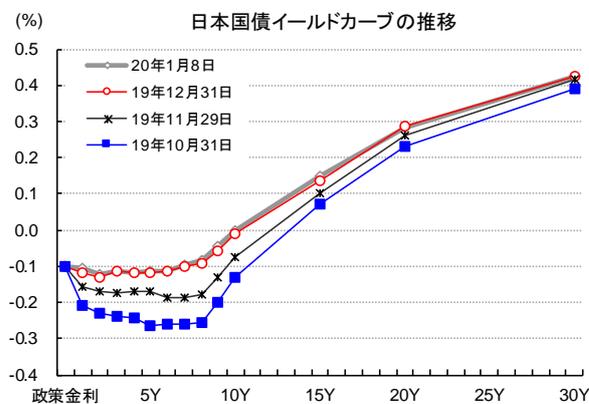
日本の長期金利は、世界的な長期金利上昇の流れを受けて上昇基調で推移した。もともと先行きにかけては、現行水準での横ばい推移を想定する。海外の金利の動向によっては、一時的にやや上振れやすい状況も想定されるが、家計消費や外需が重しとなる形で景気が下押しされ、需給ギャップは当面引き緩むであろう。結果、消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は低迷した状態が続き、金利も上昇し難い展開になるとみている。仮に、海外要因等で金利上昇圧力が加わったとしても、そうした状況下において大幅な金利上昇を日銀が許容するとは想定し難く、結果的には、長期金利は現行水準での横ばい推移になるであろう。

国内金利は0%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

イールドカーブは短～長期ゾーン中心に金利上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

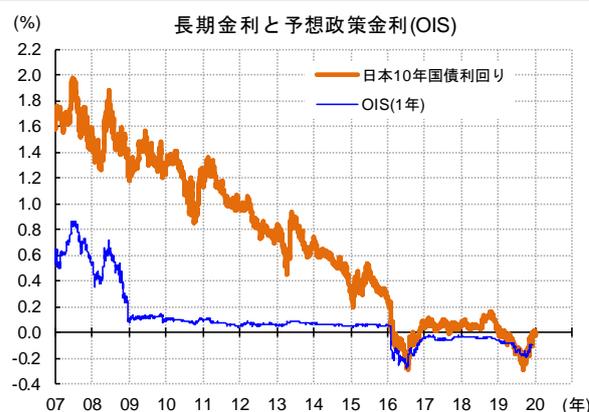
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 社債スプレッドは BBB 格などで小幅にスプレッド縮小



出所: Bloomberg より TDAM 作成

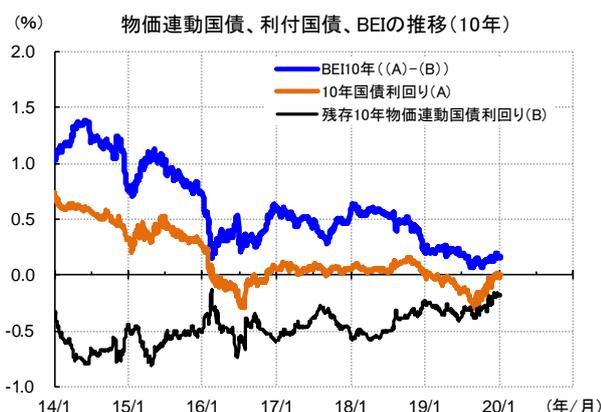
## OIS は足許でマイナス幅を縮小気味



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。)

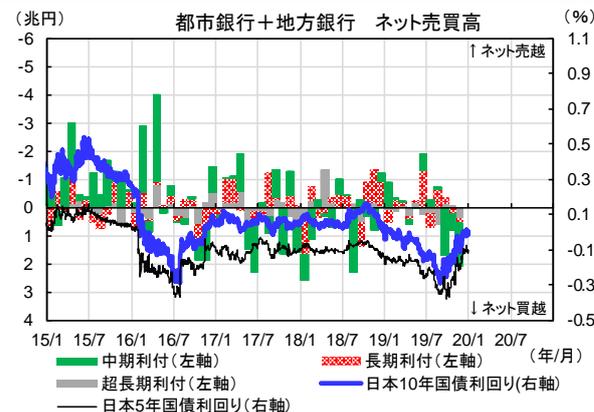
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 長期の期待インフレ率 (BEI) は、低水準で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

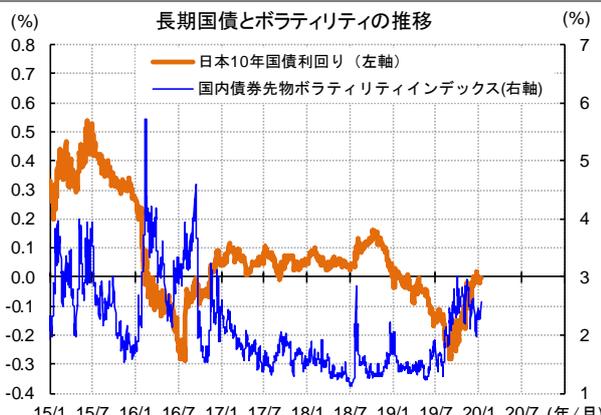
## 11 月は銀行が中期利付債中心に大きく買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

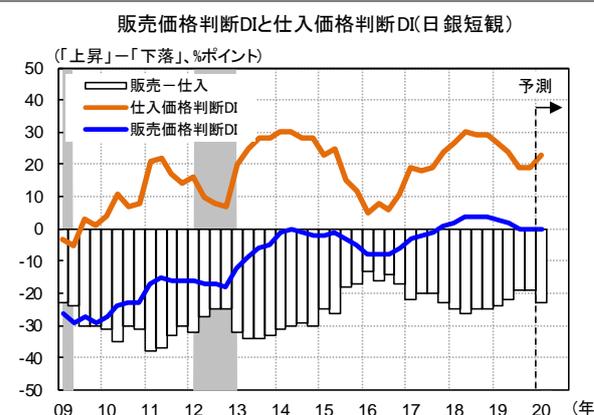
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

## ボラティリティは足許で小幅上昇



出所: 日本銀行、Bloomberg より TDAM 作成

## 仕入価格 DI の伸びが販売価格 DI の伸びを上回る状況



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、P33 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

米国経済の緩やかな持ち直しが意識されるなか、長期金利は小幅な上昇を見込む。

### ○ 金融政策について

12月10～11日に開催されたFOMC(連邦公開市場委員会)では、市場参加者の大方の予想通り政策金利が据え置かれた。一方で声明文においても、景気認識に関する大幅な変更はなされなかったが、見通しに関してこれまで「不確実性」という文言が付されていたが、今回の声明文では削除されていた点特徴的であった。FOMCメンバーの見通しでは、前回9月から明らかに変化が見られたのは失業率についての見通しである。2019年末見通しから長期見通しに至る全期間において、失業率は幾分下方に修正された。一方でGDP成長率や物価の見通しに関する変更は限定的であった。パウエル議長が記者会見で、失業率とインフレとの関係は「非常に薄い」と発言したことと符号する。ドットチャートでは、2020年末について現行水準が維持されるとの見通しを示したメンバーは13人で、現行水準より0.25%高い水準を予想するメンバーは4人とどまり、2020年は利上げを急がないであろうと市場は解釈している。実際、記者会見でもパウエル議長は、「インフレについてはあまり心配する必要はない」と発言しており、物価が継続的に速いペースで上昇しない限り、利上げは正当化されないとの見解を示した。なお、記者会見では、「経済と金融政策は現在、両方とも良好だ」と楽観的な認識を持ちながらも、「金融政策の現在のスタンスは今後も適切である公算が大きい」と発言しており、足許の経済環境が続く限りは現行の政策金利を維持することになるとみている。

### ○ 長期金利

米国長期金利は、9月初旬をボトムに振れを伴いながらも上昇基調で推移してきた。既往の金利低下が行き過ぎであったことからの反動と、世界経済の持ち直しを織り込む形で上昇してきた。先行きに関しては、ブレイクイーブンインフレ率との連動性が見られる原油価格が中東情勢緊迫化と米国内の需給引き締まりの観点から上昇しているが、前者に関してはリスクオフに伴う金利低下圧力にも繋がるものの、後者に関しては金利上昇圧力となりえるだろう。こうした状況を踏まえれば、金利の低下余地は限られるであろう。さらに、米中間の対立がひとまずは収束していることから、企業景況感とは時間の経過とともに改善に向いやすく、経済指標が全般的に底堅く推移する状況になろう。結果、金利も時間をかけて緩やかに上昇するものとみている。

## 1-3. ユーロ圏債券

ユーロ圏経済が持ち直しに向かうなか、長期金利は横ばい推移を見込む。

### ○ 金融政策について

12月のECB理事会は、ラガルド新総裁を迎えて初めての理事会であったが、金融政策は市場想定どおり据え置かれ、ラガルド氏の言動以外は注目点に欠ける理事会となった。なお、今回公表されたECBの経済見通しでは、2022年の見通しも公表されたが、物価が目標に到達しないことが明らかになった点がやや注目された。一方2021年までのGDP成長率や失業率、物価に関して前回からの変更幅も限られた。理事会後の記者会見では、ラガルド氏が「私はハトでもタカでもない。私の夢は知恵の象徴であるフクロウになること。」とも言及し、なるべく総意に近い金融政策や政策手段の決定に向け努力するといったことを示唆した。ハト派色が強く、他のメンバーの意見を押し切っても自身の政策を進めようとした前任のドラギ総裁とは異なるスタンスで臨むとみられる。また、ECBの戦略的な見直しに関して、「あらゆる問題を検討する必要がある。時間はかかるが、かかり過ぎるということはない。」と言及し、2020年末までに完了することを目標とした。具体的には、インフレ目標に関してやマイナス金利政策の副作用、気候変動や格差などの問題へECBとしてどのように取り組むかも含まれる。このうちマイナス金利政策に関しては、ラガルド氏は「副作用には十分気づいている」とコメントしており、政策金利がさらに引き下げられる可能性は低下したとみている。昨年9月に包括的な緩和策を行ったこともあり、当面は、現行の金融政策が維持されるとみている。

### ○ 長期金利

ドイツの長期金利は昨年、一時はマイナス0.7%を下回るなど過去最低値を付けたが、その後は急回復し、足許はマイナス0.2%近傍で推移している。ラガルド総裁をはじめECBの高官がマイナス金利の副作用を警戒しているスタンスなどを見る限り、金利の低下圧力は限られるとみている。また、景況感も幾分は持ち直しつつあり、金利が底堅く推移する材料になるだろう。ただし、フランスのストライキの影響や、中東情勢の緊迫化などが金利の重しになるとみている。結果、景気の持ち直しは緩慢なものとなり、金利は横ばいで推移することになろう。

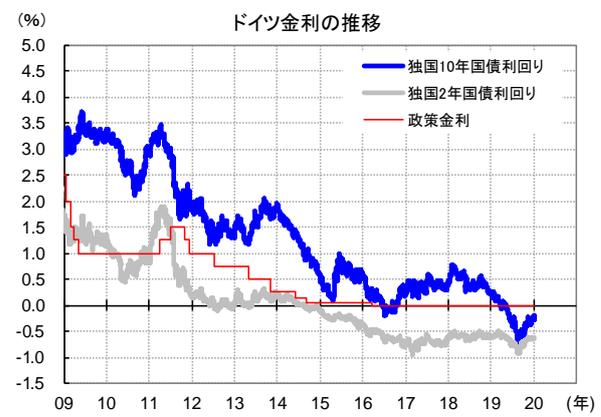
**【ご留意事項】**本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を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) 10 年金利は 1.9% 近傍で推移



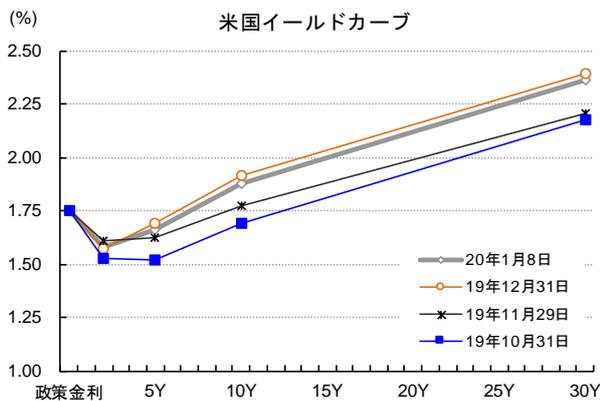
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ドイツ) 10 年金利はマイナス 0.2% 近傍で推移



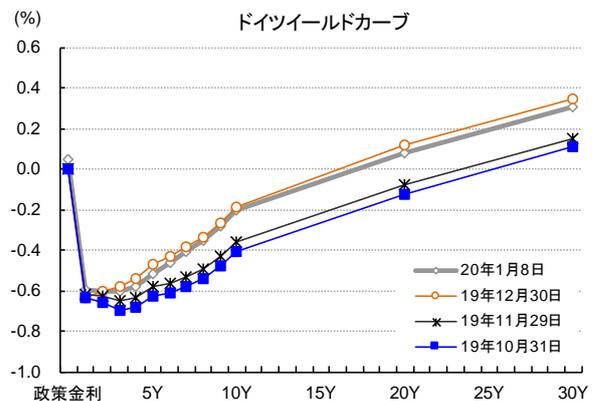
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 長～超長期ゾーン中心に金利上昇



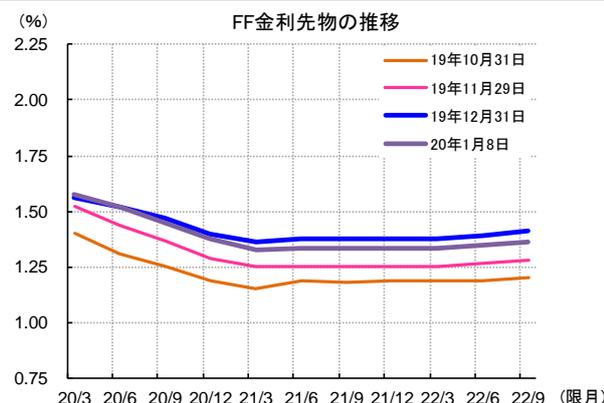
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ドイツ) ほぼ全ての年限において金利上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 市場は今後 1 年で 1 回程度の追加利下げを織り込み



出所: Bloomberg より TDAM 作成

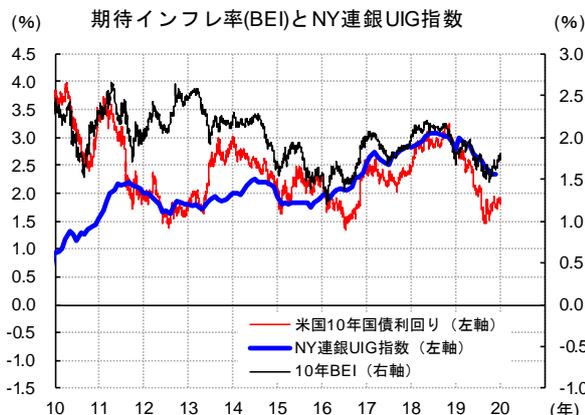
## (ユーロ圏) ECB に対する追加緩和期待は足許で後退



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

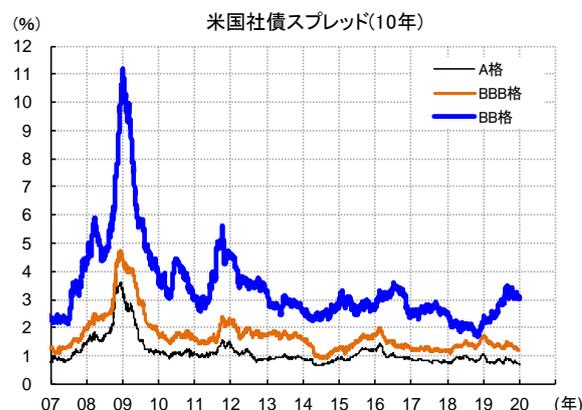
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

## (米国) UIG 指数は軟調に推移



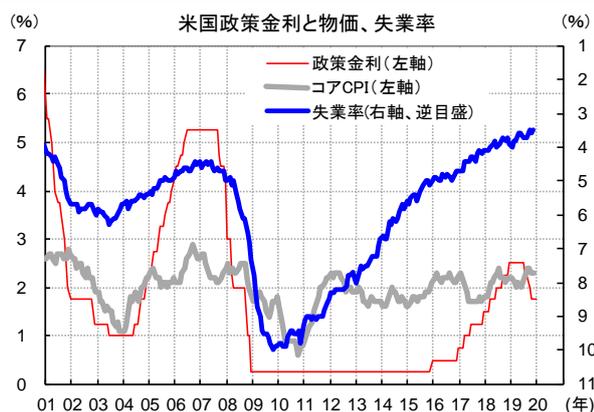
注: NY 連銀 UIG(=Underlying Inflation Gauge) 指数は、ニューヨーク連銀のスタッフが実体経済や金融指標を用いて算出した基調的な物価指標  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) BB 格の社債スプレッドは足許横ばい圏で推移



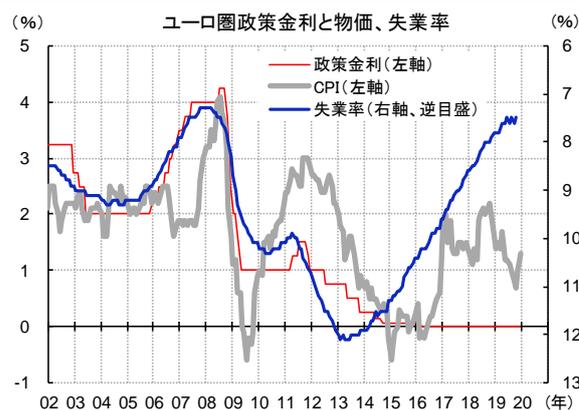
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) FRBは当面中立的スタンス



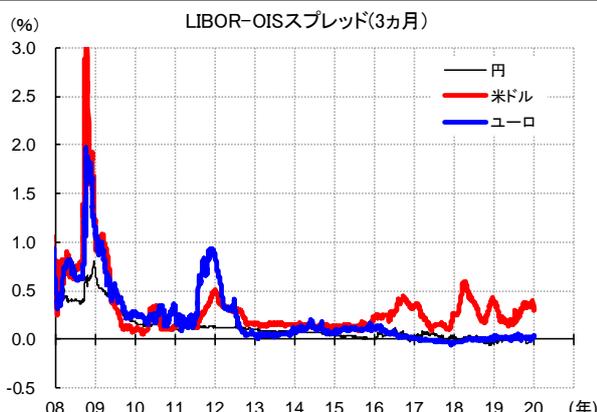
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ユーロ圏)既往の包括的な緩和策がインフレ持ち直しに寄与するか注目



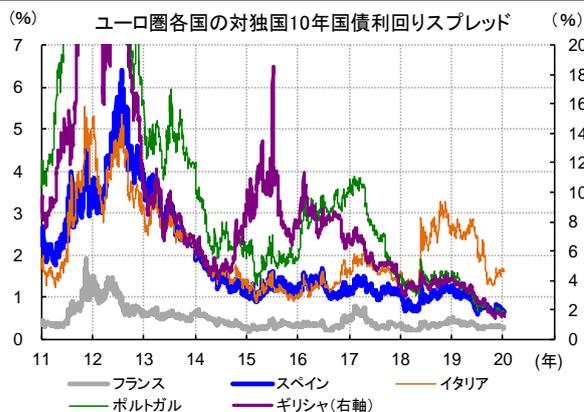
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 米ドルの LIBOR-OIS スプレッドは拡大した後、横ばい圏で推移



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

## (ユーロ圏) イタリアの対独スプレッドは縮小した後、小幅に再拡大



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、P33 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

国内経済の回復を待ちながら株価は横ばい推移すると見込む。

#### 〔需給動向〕

12月20日終了週までの週次でのデータを見る限りは、これまで国内株価の方向性に強い影響力を持ってきた外国人投資家が、引き続き日本株を買い越す動きが見られた。現物と先物を合わせてみると、昨年10月11日終了週以降、12月6日終了週を除いて買い越しが続いている。この期間、4兆3,063億円の買い越しとなっており、昨秋以降の堅調な日本株相場を支えた格好となっている。

#### 〔バリュエーション〕

東証一部市場全体のPBRは1.26倍、PERは12ヵ月先予想ベースで14.5倍程度(過去5年平均:13.7倍、過去10年平均:13.7倍)、配当利回りと10年国債利回り差は2.30%程度である。こここのところの株価上昇により、割高感が強まっている(数値は12月27日現在)。

#### 〔業績動向〕

東証一部企業の2019年度業績については、前月と比べて1.1%ptほど下方修正されて1.4%ほどの経常減益が予想されている。既往の株価上昇の要因は業績の改善に対する期待感があったが、リビジョンインデックスは持ち直し気味といえども依然としてマイナス圏にあり、業績の下方修正が優勢であることを踏まえると、株価の更なる上昇余地は限定的と想定される。

#### 〔株価見通し〕

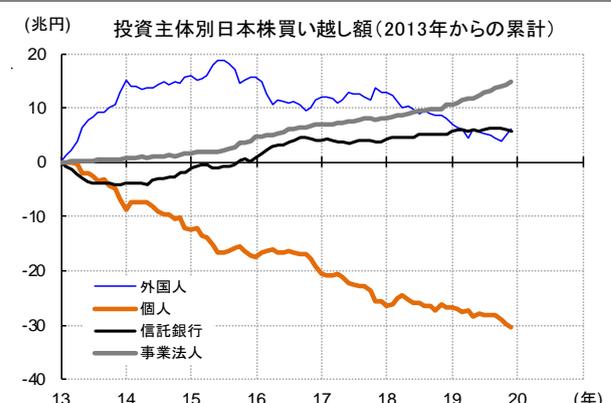
昨年12月に米中両政府はこれまで協議を重ねてきた貿易問題に関して、第一段階の合意に至ったことを発表した。米国側は中国からの輸入品に関して、12月15日に引き上げると警告していた追加関税第4弾(輸入金額1,600億ドル分へ15%の関税)について見送ったほか、1,200億ドル分の税率を今年2月にもこれまでの15%から半減させることとした。中国側も12月15日に行うと警告していた、米国からの輸入品750億ドル分に対する最大10%の関税引き上げなどを見送り、米国からの農産物の輸入を増やすと表明し、米中間の対立は一旦の収束に向かっている。もっとも株式市場はこうした状況を既に織り込んでいたこともあり、米中双方の発表があっても上昇は限定的であった。むしろ、第二段階の合意については、交渉が難航することが予想され、株式市場もこれについては織り込み難い状況にある。

株式市場は昨秋以降、米中貿易問題の解消とそれに伴う景気の持ち直しを材料に株価の下値を切り上げてきたが、日本の景気については依然として持ち直しに向いているとは評価し難い。昨年末に公表された事業規模約26兆円の経済対策については、内閣府はGDP押し上げ効果1.4%程度と試算しているが、財政支出の部分が限られ、また、建設業での人手不足等も踏まえると公共工事の進捗は緩慢なものにとどまることも想定され、実際の景気浮揚効果は比較的小さいものととどまるとみている。オリンピックに向けての建設投資や設備投資も間もなく終息に向かい、消費増税による消費の腰折れを防ぐために打たれたポイント還元策も6月に終了することなどを踏まえると、株価はひとまず横ばいで推移し、実体経済の持ち直しを待つ展開になるとみている。

外国人投資家は前月に続いて11月も買い越し

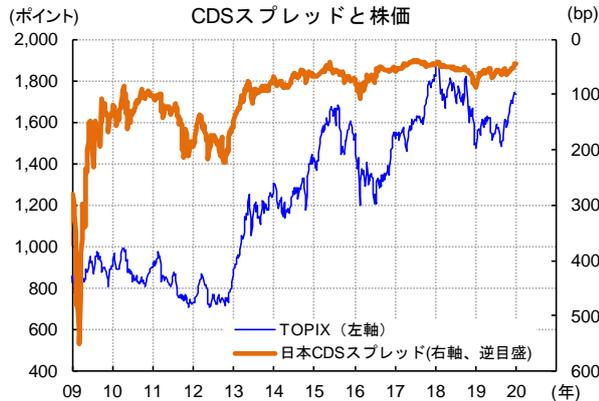


外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は足許で反発



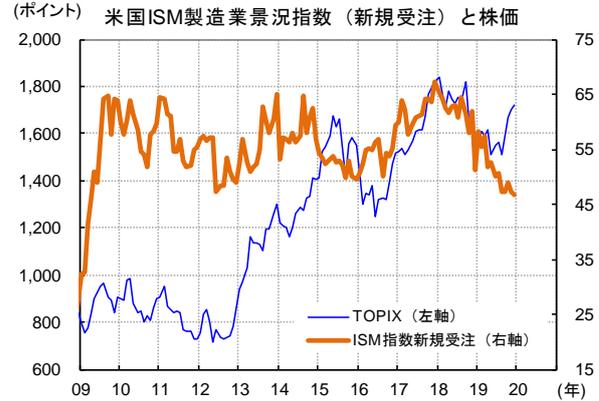
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、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推移



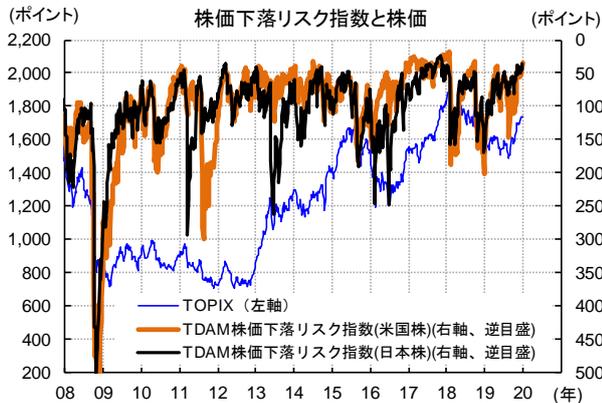
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

## 米国の景況感指数と株価の推移に乖離



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

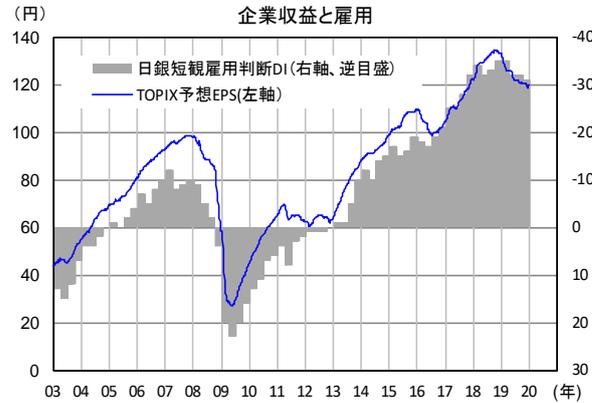
## 株価下落リスク指数は低位での推移



注: TDAM 株価下落リスク指数とは、T&D アセットマネジメントが、株価動向をもとに、下落方向に特化してリスクの度合いを指数化したもの。

出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

## 企業収益見通しは足許でやや軟調に推移、人手不足も依然懸念材料



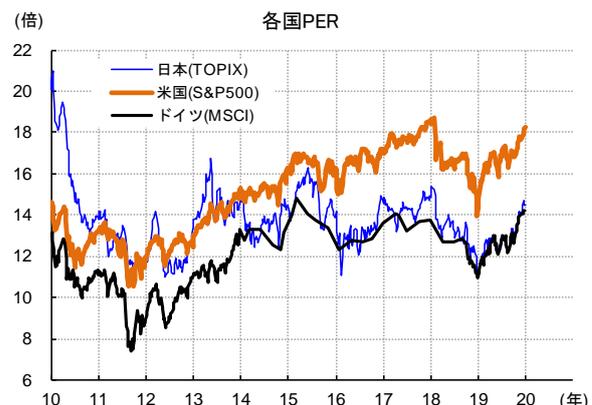
出所: 東京証券取引所、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

## ドルベースの日本株は上昇



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

## 日本株のバリュエーションは過去 5 年平均を上回る水準



注: 各国PER は、12 ヶ月先予想ベース。

出所: 東京証券取引所、ドイツ証券取引所、スタンダード&プアーズ、MSCI、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

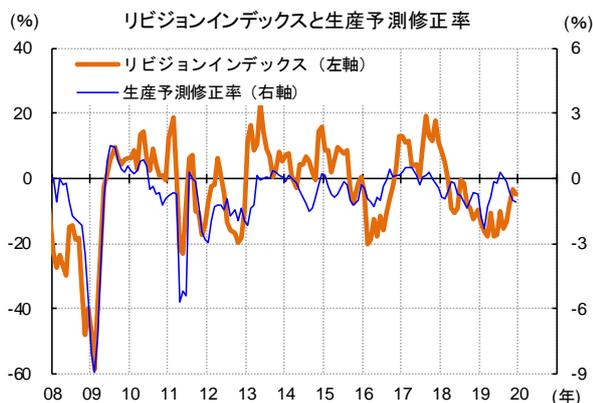
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 19年度の日本企業収益は前年度比 1.4%程度の経常減益を見込む

	2018年度:前年比			2019年度(予想):前年比			2020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	+5.9%	+3.3%	+8.4%	+0.3%	▲0.8%	+1.2%	+1.8%	+2.3%	+1.3%
(修正率)				▲0.2%	▲0.3%	▲0.0%	▲0.2%	▲0.0%	▲0.4%
経常利益	+0.4%	▲2.9%	+3.1%	▲1.4%	▲7.6%	+3.4%	+6.7%	+16.2%	▲0.0%
(修正率)				▲1.1%	▲2.6%	+0.0%	+0.9%	+2.3%	+0.1%
当期利益	▲6.0%	▲7.8%	▲4.4%	▲0.1%	▲8.9%	+7.2%	+7.5%	+18.9%	▲0.7%
(修正率)				▲1.4%	▲2.4%	▲0.4%	+1.0%	+2.4%	+0.1%

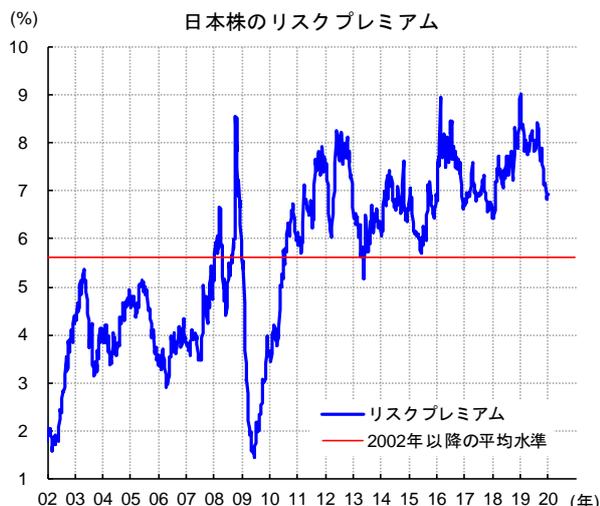
注: 東証一部に上場する企業のうち、3月決算企業を集計。データは1月8日現在。  
修正率は12月4日データとの差。  
出所: BloombergよりTDAM作成

## リビジョンインデックスは改善しつつも依然としてマイナス圏



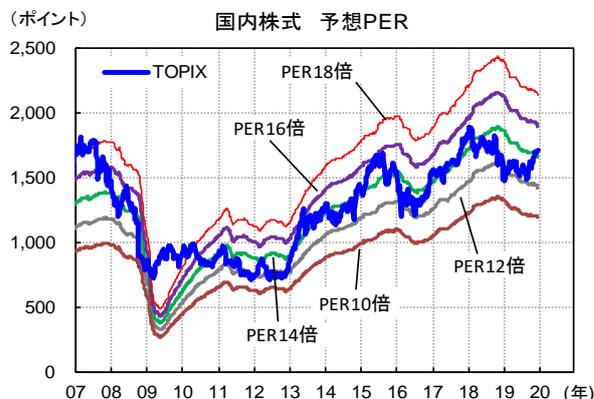
出所: 経済産業省、FACTSETよりTDAM作成

## 足許、リスクプレミアムは7%近傍まで低下



出所: 東京証券取引所、Bloomberg、FACTSETよりTDAM作成

## 予想PER(12ヵ月先)は足許で14倍程度



注: 12ヵ月先予想ベース。

出所: 東京証券取引所、FACTSET、BloombergよりTDAM作成

## 足許、PBRは1.26倍、予想ROEは8.72%



出所: 東京証券取引所、Bloomberg、FACTSETよりTDAM作成

## リスクプレミアムが6%まで下がれば TOPIX は 2,028 ポイント近傍まで上昇する可能性

		予想ROE					
【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるPBR水準】		(倍)					
		6%	7%	8%	9%	10%	11%
		(83.7)	(97.7)	(111.6)	(125.6)	(139.5)	(153.5)
リスク プレ ミア ム	4%	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75
	5%	1.20	1.40	1.60	1.80	2.00	2.20
	6%	1.00	1.17	1.33	1.50	1.67	1.83
	7%	0.86	1.00	1.14	1.29	1.43	1.57
	8%	0.75	0.88	1.00	1.13	1.25	1.38
9%	0.67	0.78	0.89	1.00	1.11	1.22	

		予想ROE					
【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるTOPIX】		(ポイント)					
		6%	7%	8%	9%	10%	11%
		(83.7)	(97.7)	(111.6)	(125.6)	(139.5)	(153.5)
リス ク プ レ ミア ム	4%	2,094	2,444	2,793	3,142	3,491	3,840
	5%	1,675	1,955	2,234	2,513	2,792	3,071
	6%	1,396	1,629	1,861	2,094	2,327	2,559
	7%	1,196	1,396	1,595	1,795	1,994	2,194
	8%	1,047	1,221	1,396	1,570	1,745	1,919
9%	930	1,086	1,241	1,396	1,551	1,706	

注: 括弧は、BPS1,395円の場合のEPS水準

出所: 東京証券取引所、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、P33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

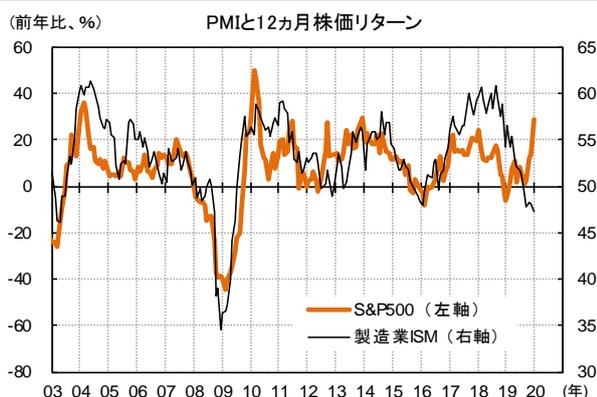
実体経済の改善を確認するべく株価は、横ばいで推移すると見込む。

[米国株式]

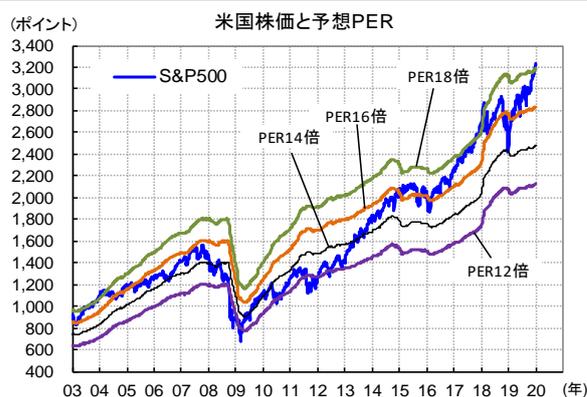
S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは18.3倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:16.8、過去10年平均:15.1程度)を上回っており過熱感が高まっている。PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2019年については前年比横ばい、2020年については10%程度の増益が見込まれている(数値は12月27日現在)。

米国経済については、12月のISM製造業指数が47.2と2009年6月以来の低水準となった。特に、同指数の主要項目である生産と新規受注は2009年4月以来の低水準と、不芳(ふほう)な状況にある。昨年の利下げの効果が間もなく顕現化してくると考えられるほか、昨年12月の米中間の「第一段階」の合意が企業景況感にも好影響を与えるとみているが、まだ同指数をみる限りは持ち直しの兆しが見られない。また、米国の民間設備投資の先行指標である耐久財受注は軟調な動きが続いている。もっとも、雇用関連の指標は引き続き堅調で、失業率は3.5%とほぼ半世紀ぶりの低水準で推移し、平均時給は前年比3.1%増としっかりとした伸びを維持している。こうしたなか、消費者のマインドは比較的良好で、小売売上高も依然として概ね底堅く推移している。株式市場は米国の景気が改善に向うと見越して上昇を続けてきた。しかしPERは既に割高な水準にあり、EPSの改善なくして、更なる上昇は難しいとみている。もっとも、ハト化したFRBと米中貿易問題のひとまずの収束という材料をもとに、企業景況感と設備投資が持ち直しに向えば、EPSの切り上がりと共にそれに伴うPERは割高感解消が期待でき、株価の更なる上昇も期待できる。こうした展開が現実のものになるか探る時間帯に入ってきたとみている。こうしたなか、当面の横ばい推移を見込む。もっとも、中東情勢の緊迫化によっては、原油価格の上昇と共にそれに伴う個人消費の腰折れを招来し、株価も下落するリスクがあることには警戒したい。

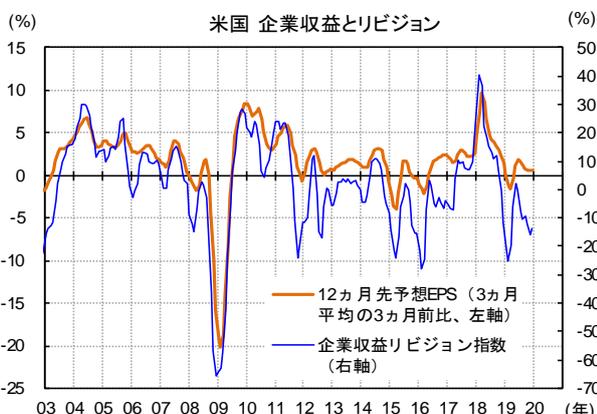
米国の景況感指数は軟調に推移する一方、株価リターンはプラス



米国株の予想PERは足許 18.3 倍程度



企業業績予想は足許で下方修正が優勢



雇用情勢は堅調で、株価は過去最高値を更新



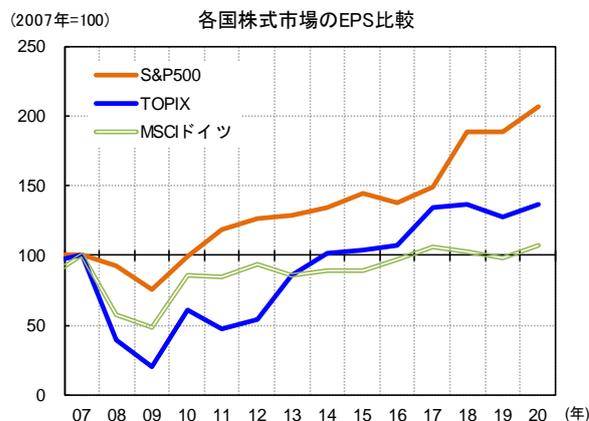
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## ドイツの株価とともに、伸び悩んでいた英国の株価も上昇



出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(19年、20年)は、米国:0%、10%、日本:-6%、7%、ドイツ:-4%、10%



注: 18年までは実績EPS、19年以降は予想EPS  
出所: 東京証券取引所、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

## 業績見通し、株価ともに高水準で推移



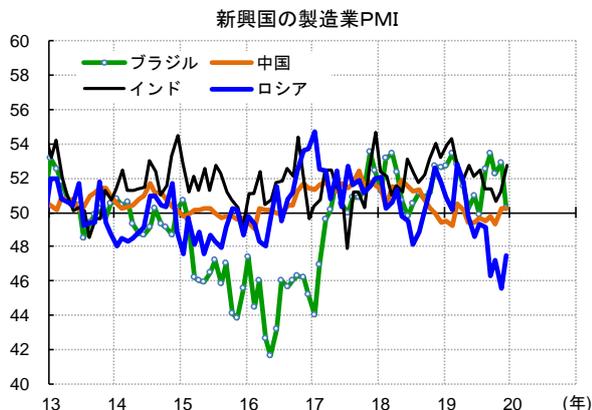
注: 12ヵ月予想EPSは、S&P500のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

## 生産動向が伸び悩む一方、業績見通しは足許で伸び率上昇



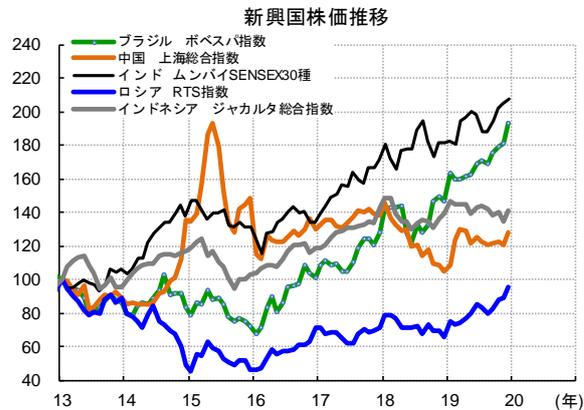
注: 12ヵ月予想EPSは、S&P500のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

## ロシアのみ製造業 PMI が 50 を下回る状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 新興国 5 カ国全てで株価が上昇



注: 2013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、P33 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

日米実質金利差の縮小を背景に緩やかな円高進行を想定。

ドル円は、2019年、米中貿易問題、BREXITに関する不透明感といった材料がありながらも極めて動意の乏しい1年となった。そうした動きが乏しいなかで、9月以降は米中の対立について楽観的な見通しなどもあり、円安ドル高方向に推移してきた。2020年に入ってから、中東情勢への懸念からやや円高に振れている。

当面の見通しについては、日米とも金融政策は据え置きが続くであろう。結果的に、金融政策を睨んでの為替変動は限られるとみている。米中貿易問題に関しても、ひとまずは合意に至ったことで、市場の関心からは一旦は外れつつあるが、中東情勢が為替市場の動向に影響を与えつつある。もっともファンダメンタルズに重きを置けば、引き続き日米実質金利差が為替の変動要因になるとみている。実際のインフレ率を期待インフレ率に代替して実質金利を算出した場合に、米国の実質金利が日本の実質金利に比べて、ここ1年ほどの間に相対的に低下しており、この流れが当面も続くこととみている。特に先行きに関しては、インフレ率較差を主因に日本の実質金利は相対的に高まるとみている。日本に関しては、需給ギャップは引き緩み気味で推移する一方、米国に関しては次第に景気が持ち直すなか、需給ギャップは引き締め気味で推移するとみている。結果、日本のインフレ率は伸び悩み、米国はインフレ率が底堅く推移するとみている。こうして日本の実質金利が相対的に高まり、円高を招来するとみている。

#### 3-2. ユーロドル

ユーロ圏の景況感持ち直しは緩やかな中、各種不透明感が重しとなりユーロは対ドルで横ばい推移になると想定。

これまでユーロ圏の景況感指数が低下基調で推移してきたが、その後持ち直しの動きが明確化しつつある。また、ECBがマイナス金利を深堀りするとの見方が後退していることもあって、ユーロは緩やかな上昇基調で推移してきた。先行きについては、こうした流れが弱まり、横ばいでの推移になるとみている。

ユーロ圏景況に影響を及ぼす米中の景況感について、中国は改善しつつも米国は未だ明確な持ち直しとまでは至っていない。米中貿易問題においては、中国側が米国側に比べて相対的に強く悪影響を受けていたとみられることを踏まえると、中国側の持ち直しが米国に比べると期待でき、結果、ユーロ圏の景況感も中国側に支えられる形で持ち直すと想定されるが、そのペースは極めて緩慢なものとなろう。特に、持ち直しを阻害するリスク要因としてフランスでの年金改革に対するストライキが挙げられる。鉄道運行等への影響は既に1ヵ月程度に及んでおり、実体経済への影響が懸念される。また、政治的不透明感については、ドイツで、大連立に否定的とされるワルター・ボルヤンス氏とサスキア・エスケン氏がSPD(社会民主党)の党首選において勝利し、直ちに連立離脱はないとしているものの、ドイツの政局に対する懸念が依然として幾分はくすぶっている。こうした状況がユーロの上値を抑えることとみている。もっとも、英国でジョンソン首相率いる保守党が昨年12月の選挙で勝利をおさめ、下院議席の過半数を押さえたことでBREXITに関する不透明感は幾分後退したとみられ、ユーロ安進行の可能性も乏しい。結局は、ユーロは対ドルで横ばい推移が続くと想定している。

足許で実質金利差が縮小する一方、ドル円は堅調に推移



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

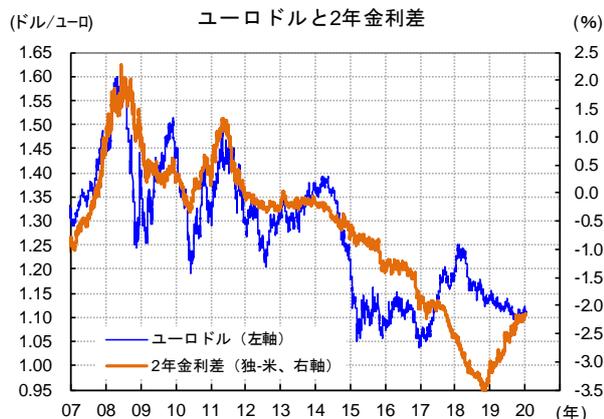
足許で実質金利差がマイナス方向に拡大する一方、ユーロは対円で堅調に推移



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

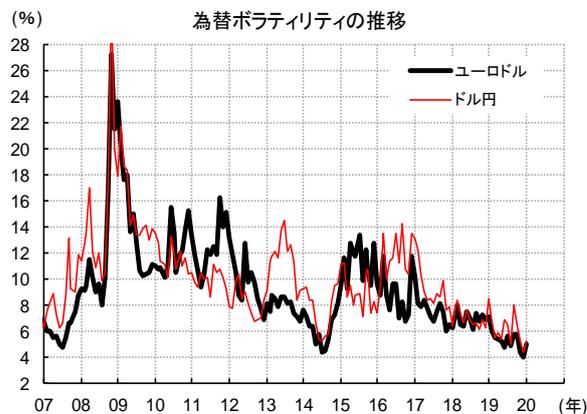
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

## 足許では金利差は概ね横ばい圏で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## ユーロドル、ドル円ともに足許でボラティリティは上昇



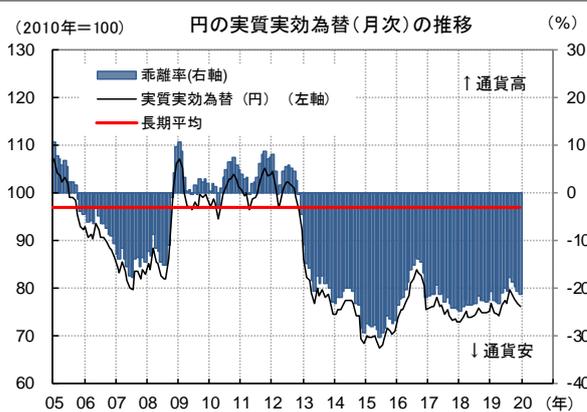
注: ボラティリティは、1 カ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 金属価格指数は概ね横ばい圏で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に 21%程度



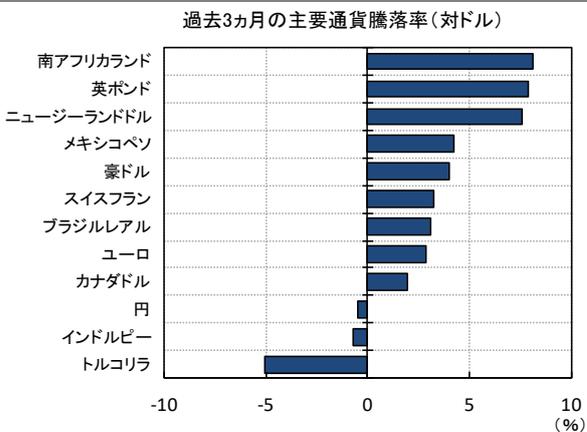
注: 「長期平均」は 1995 年 1 月～2019 年 12 月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 新興国通貨はインドルピー、トルコリラを除いて対ドルで堅調に推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 米中第一段階合意に伴うリスクオンから、円安、ドル安が進行



注: 計算期間は 2019 年 9 月 30 日～2019 年 12 月 31 日  
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、P33 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 2019年 12月5日	今月作成時 2020年 1月9日	2020年1~3月期		2020年4~6月期		2020年7~9月期		2020年10~12月期	
日本	政策金利	%	-0.10	-0.10	-0.10	~ -0.10	-0.10	~ -0.10	-0.10	~ -0.10	-0.10	~ -0.10
	10年国債利回り	%	-0.03	0.01	-0.15	~ 0.10	-0.15	~ 0.10	-0.15	~ 0.10	-0.15	~ 0.10
	TOPIX	ポイント	1,711	1,729	1,550	~ 1,830	1,550	~ 1,830	1,550	~ 1,830	1,550	~ 1,830
	日経平均	円	23,300	23,740	21,500	~ 25,000	21,500	~ 25,000	21,500	~ 25,000	21,500	~ 25,000
米国	FFレート	%	1.50~1.75	1.50~1.75	1.50	~ 1.75	1.50	~ 1.75	1.50	~ 1.75	1.50	~ 1.75
	10年国債利回り	%	1.81	1.86	1.45	~ 2.10	1.45	~ 2.10	1.45	~ 2.10	1.45	~ 2.10
	S&P500	ポイント	3,117	3,275	3,000	~ 3,450	3,000	~ 3,450	3,000	~ 3,450	3,000	~ 3,450
	NY ダウ	ドル	27,678	28,957	26,500	~ 30,500	26,500	~ 30,500	26,500	~ 30,500	26,500	~ 30,500
ユーロ圏	中銀預金金利	%	-0.50	-0.50	-0.50	~ -0.50	-0.50	~ -0.50	-0.50	~ -0.50	-0.50	~ -0.50
	10年国債利回り	%	-0.29	-0.18	-0.50	~ -0.10	-0.50	~ -0.10	-0.50	~ -0.10	-0.50	~ -0.10
	DAX	ポイント	13,055	13,495	12,000	~ 13,900	12,000	~ 13,900	12,000	~ 13,900	12,000	~ 13,900
為替	ドル円	円/ドル	108.76	109.52	103	~ 111	101	~ 110	100	~ 109	100	~ 109
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.110	1.111	1.07	~ 1.15	1.07	~ 1.15	1.07	~ 1.15	1.07	~ 1.15
	ユーロ円	円/ユーロ	120.77	121.63	114	~ 125	112	~ 124	111	~ 122	111	~ 122

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、P33 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〕



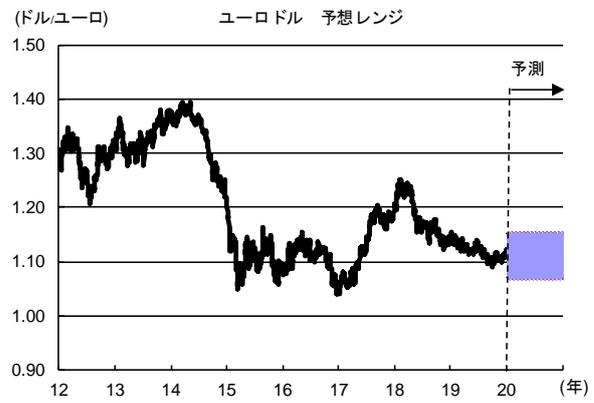
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔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、機械的は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、P33 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 【参考】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
		1/1 元日 ◎New Year's Day 欧米休場	1/2	1/3 (ユーロ圏)11月マネーサプライ (米)12月ISM製造業景況指数 (米)12月自動車販売台数 (米)11月建設支出 (米)12/10-11分FOMC議事録
1/6	1/7 (米)12月ISM非製造業景況指数 (米)11月貿易収支	1/8 (日)12月消費者態度指数	1/9 (中)12月CPI	1/10 (日)11月家計調査  (米)12月雇用統計
1/13 成人の日	1/14 (日)12月景気ウォッチャー調査  (米)12月CPI (米)12月NFIB中小企業楽観指数	1/15 (米)1月NY連銀製造業景況指数	1/16 (日)11月機械受注  (米)11月企業在庫 (米)12月小売売上高 (米)1月NAHB住宅市場指数 (米)1月フィラデルフィア連銀景況指数	1/17 (中)10-12月期GDP (中)12月鉱工業生産 (中)12月固定資産投資 (中)12月小売売上高 (ユーロ圏)12月CPI(確報値) (米)12月鉱工業生産 (米)1月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値) (米)12月住宅着工・建設許可件数
1/20 ◎Martin L. King Day 米国休場	1/21 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表)	1/22 (米)12月中古住宅販売件数	1/23 (日)12月貿易収支  (ユーロ圏)ECB理事会 (米)12月景気先行指数	1/24 (日)12月CPI  (ユーロ圏)1月PMI(速報値) (米)1月Markit 製造業PMI(速報値)
1/27 (独)1月IFO景況感指数 (米)12月新築住宅販売件数	1/28 (米)12月耐久財受注(速報値) (米)11月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)1月消費者信頼感指数	1/29 (ユーロ圏)12月マネーサプライ (米)FOMC(結果発表) (米)12月中古住宅販売仮契約指数	1/30 (英)BOE金融政策委員会(結果発表) (米)10-12月期GDP(速報値) (米)10-12月期個人消費支出(速報値)	1/31 (日)12月失業率  (中)1月製造業PMI (ユーロ圏)10-12月期GDP(一次速報値)

注: 1月9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、P33 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。

月曜日	火曜日	水曜日	木曜日	金曜日
<b>2/3</b> (米)1月ISM製造業景況指数 (米)1月自動車販売台数 (米)12月建設支出	<b>2/4</b>	<b>2/5</b> (米)1月ISM非製造業景況指数 (米)12月貿易収支	<b>2/6</b>	<b>2/7</b> (日)12月家計調査  (米)1月雇用統計
<b>2/10</b> (日)1月景気ウォッチャー調査  (中)1月CPI	<b>2/11</b> 建国記念の日  (米)1月NFIB中小企業楽観指数	<b>2/12</b>	<b>2/13</b> (米)1月CPI	<b>2/14</b> (ユーロ圏)10-12月期GDP(速報値) (米)12月企業在庫 (米)1月小売売上高 (米)1月鉱工業生産 (米)2月ミンガン大学消費者信頼感指数(速報値)
<b>2/17</b> ◎Presidents' Day 米国休場  (日)10-12月期GDP(一次速報値)	<b>2/18</b> (米)2月NY連銀製造業景気指数 (米)2月NAHB住宅市場指数	<b>2/19</b> (日)12月機械受注 (日)1月貿易収支  (米)1月住宅着工・建設許可件数 (米)1/28-29分FOMC議事録	<b>2/20</b> (米)2月フィラデルフィア連銀景況指数 (米)1月景気先行指数	<b>2/21</b> (日)1月CPI  (ユーロ圏)2月PMI(速報値) (ユーロ圏)1月CPI(確報値) (米)1月中古住宅販売件数 (米)2月Markit 製造業PMI(速報値)
<b>2/24</b> 振替休日  (独)2月IFO景況感指数	<b>2/25</b> (米)12月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)2月消費者信頼感指数	<b>2/26</b> (米)1月新築住宅販売件数	<b>2/27</b> (ユーロ圏)1月マネーサプライ (米)1月耐久財受注(速報値) (米)1月中古住宅販売契約指数 (米)10-12月期GDP(改定値) (米)10-12月期個人消費支出(改定値)	<b>2/28</b> (日)1月失業率

注: 1月9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、P33 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、外国の証券取引所(または店頭市場)に上場されていることから、各国における政治・経済・社会情勢の変動等により、企業業績の悪化、株式の売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また、通貨不安の発生により、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建株式の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

### (3) 国内債券

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

### (4) 外貨建債券

前述した国内債券に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により投資元本を日本円で受取る場合、投資元本を割込むことがあります。外国の政府や企業が発行者となる場合、国内債券と同様に信用リスクがあります。外国における政治・経済・社会情勢の変動等により、売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建債券の取扱い、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・全額が償還されなくなることがあります。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 4.40%(税込)  
信託財産留保額・・・上限 解約金額・償還金額の 1.00%または1口(設定時1口1万円)あたり 160 円
- ◇ 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 2.035%(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①または①と②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。
  - ① 定率報酬型  
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。
  - ② 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、または拋出される場合にかかる費用については、投資対象が多岐にわたり、条件等も異なること、また随時投資対象が変更されることから、購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等については、予め明示できません。