

投資環境レポート

2021 年 12 月

本資料は 2021 年 12 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
4. 中国経済	10
5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済...	11
市場見通し	16
1. 債券	16
1-1. 国内債券	16
1-2. 米国債券	18
1-3. ユーロ圏債券	18
2. 株式	21
2-1. 国内株式	21
2-2. 外国株式	24
3. 為替	26
3-1. ドル円	26
3-2. ユーロドル	26
4. 市場見通し(まとめ)	28
【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー	30

経済見通し

【世界経済実質成長率見通し】

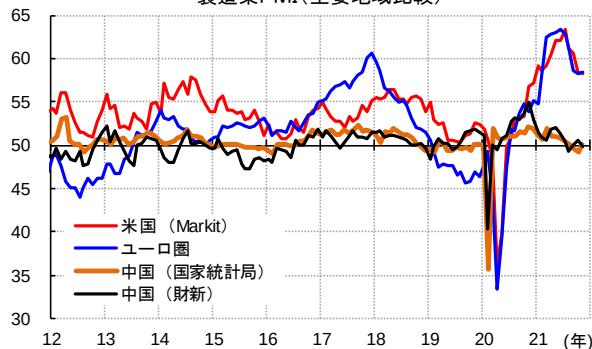
	IMF見通し			四半期実績		
	20年	21年	22年	21年 1-3月	21年 4-6月	21年 7-9月
世界全体	▲ 3.2	5.9	4.9			
先進国	▲ 4.5	5.2	4.5			
アメリカ	▲ 3.4	6.0	5.2	0.5	12.2	4.9
日本	▲ 4.6	2.4	3.2	▲ 1.3	7.6	1.4
英国	▲ 9.8	6.8	5.0	▲ 5.8	23.6	6.6
ユーロ圏	▲ 6.3	5.0	4.3	▲ 1.2	14.2	3.7
ドイツ	▲ 4.6	3.1	4.6	▲ 3.2	10.4	2.5
フランス	▲ 8.0	6.3	3.9	1.5	18.8	3.3
イタリア	▲ 8.9	5.8	4.2	▲ 0.6	17.1	3.9
スペイン	▲ 10.8	5.7	6.4	▲ 4.2	17.5	2.7
カナダ	▲ 5.3	5.7	4.9	0.3	11.8	4.0
新興国	▲ 2.1	6.4	5.1			
ブラジル	▲ 4.1	5.2	1.5	1.3	12.3	4.0
ロシア	▲ 3.0	4.7	2.9	▲ 0.7	10.5	4.3
インド	▲ 73.0	9.5	8.5	1.6	20.1	8.4
中国	2.3	8.0	5.6	18.3	7.9	4.9
ASEAN5	▲ 3.4	2.9	5.8	▲ 0.6	8.8	1.0

注: (1) IMF 見通しは、2021 年 10 月時点。2021 年、2022 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

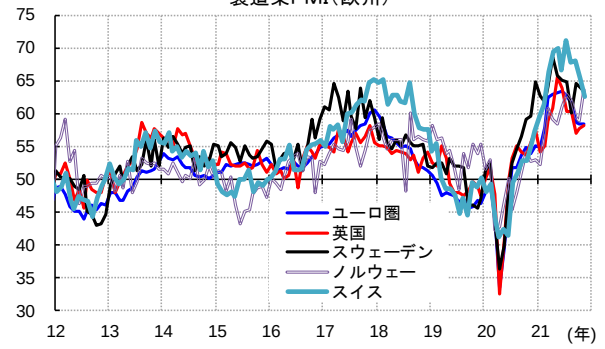
【世界製造業景況感の推移】

製造業PMI(主要地域比較)



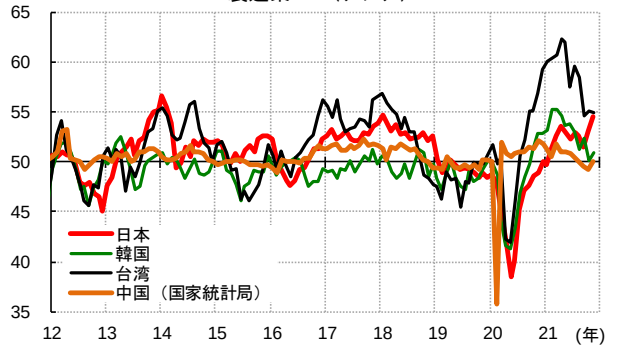
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(欧州)



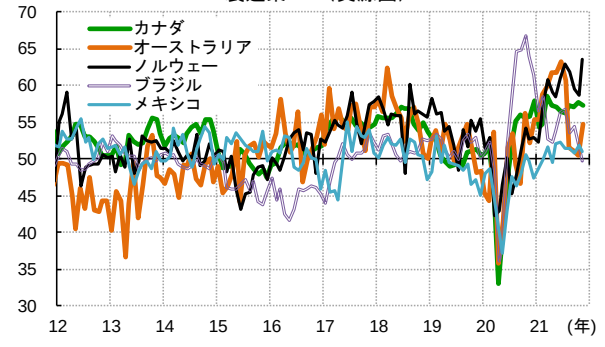
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(アジア)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(資源国)



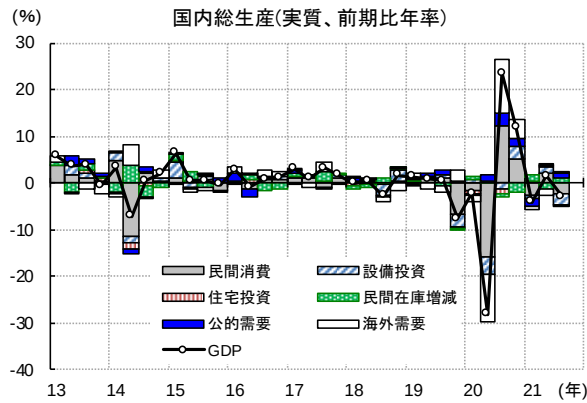
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P31 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

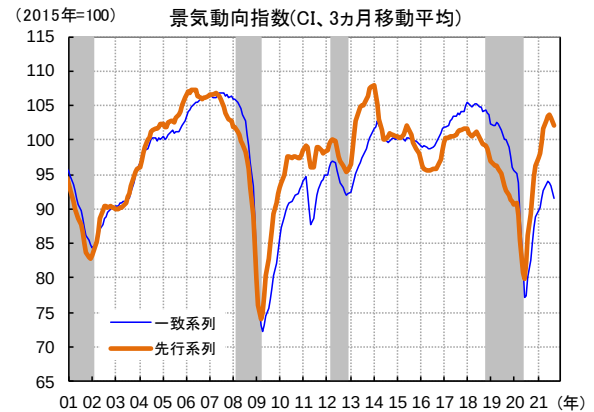
オミクロン株に対する政府の対応は素早かったものの、今後の感染状況によっては、景気が悪化する公算大。

7-9 月期は感染拡大の影響でマイナス成長



出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

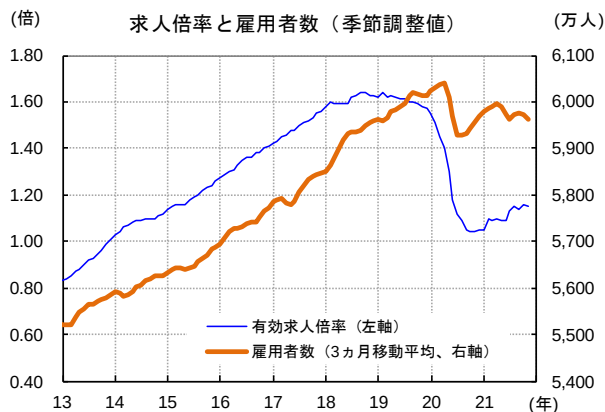
今後はオミクロン株の影響で悪化する可能性



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

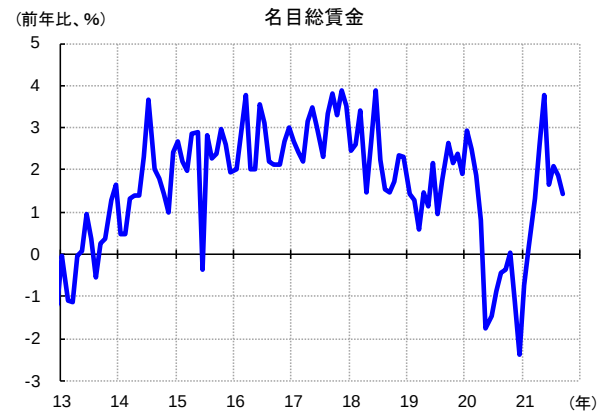
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

有効求人倍率は改善しつつも未だ不芳(ふほう)な状況



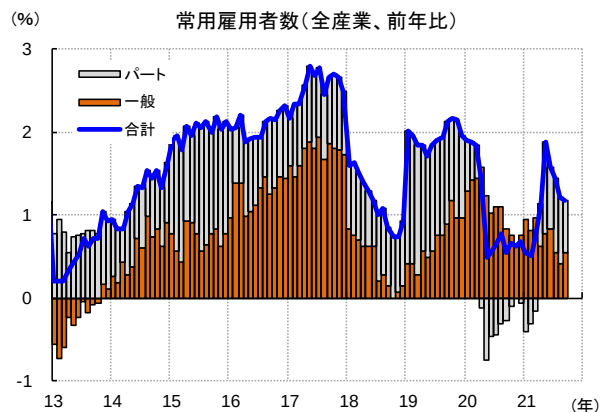
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



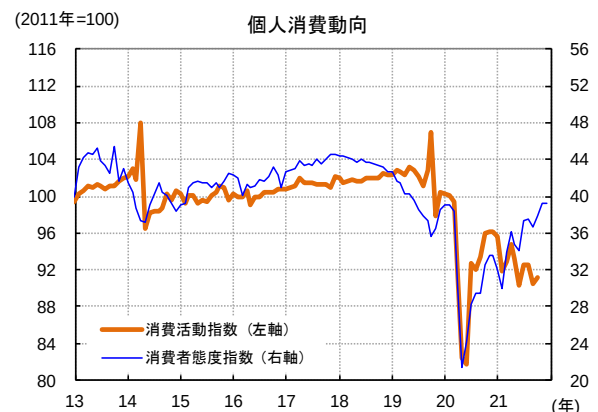
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

常用雇用者数全体は前年比プラス圏



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

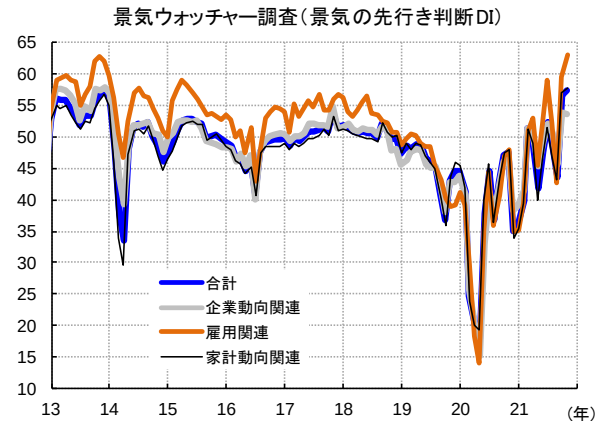
消費者態度指数は回復傾向、消費活動指数は基調としては軟調



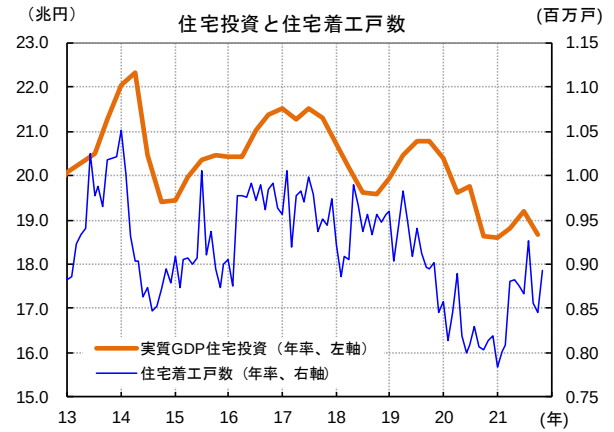
出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

【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、P31 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。

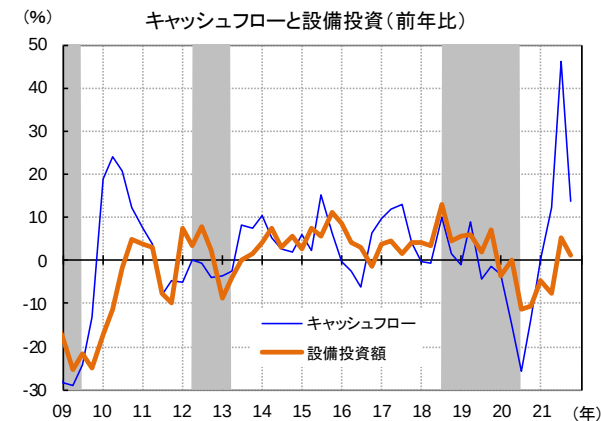
今後はオミクロン株の影響で悪化する可能性



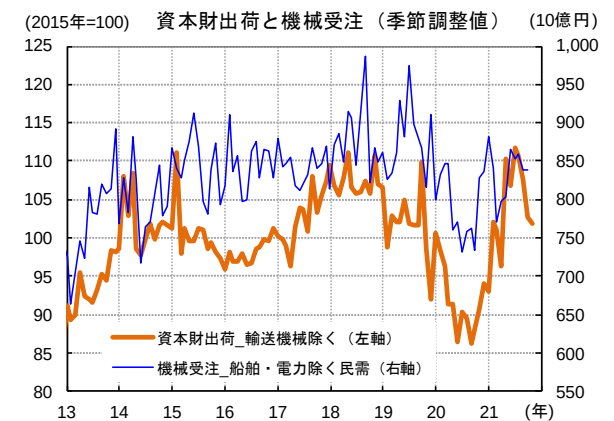
住宅投資は今後回復する可能性



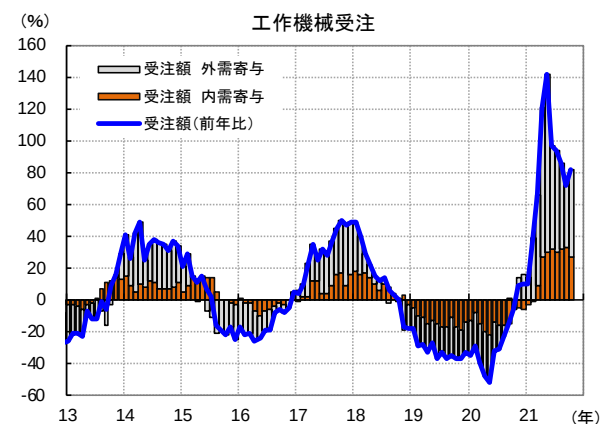
設備投資額(前年比)はプラス圏であるものの低い伸び



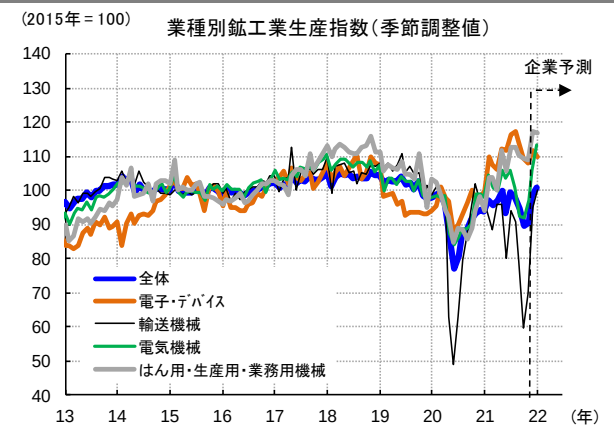
機械受注は持ち直しが一服気味



工作機械受注(前年比)は外需が牽引役

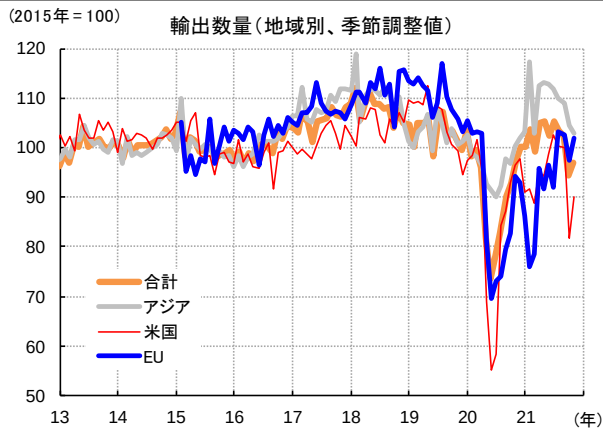


企業予測によると輸送機械は大幅回復の見通し

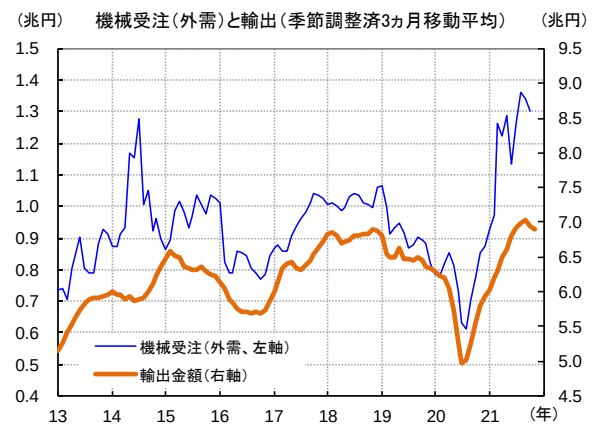


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

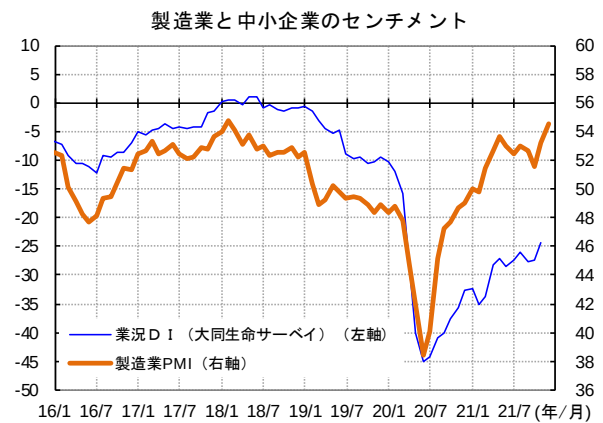
米国やEU向けは足許で反発



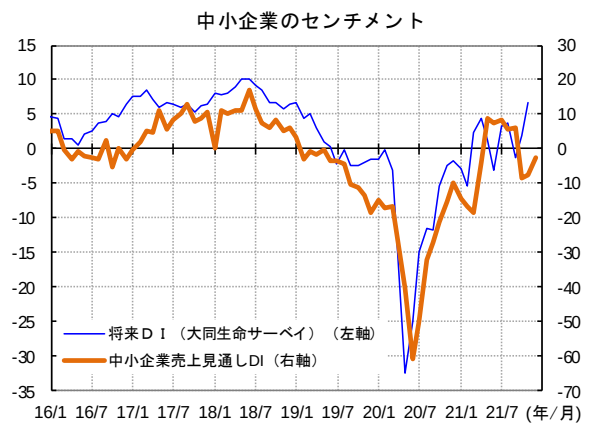
機械受注(外需)は高どまり



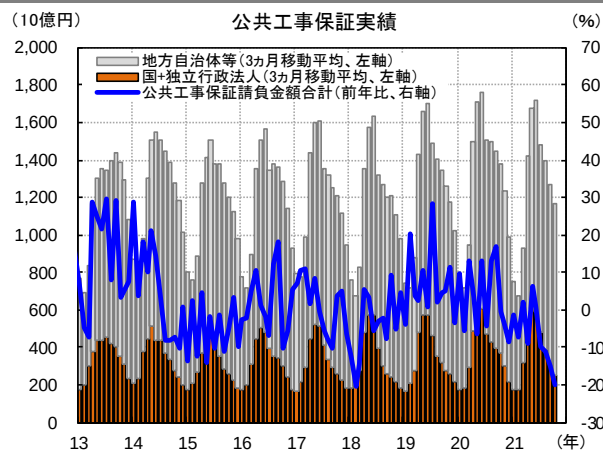
業況DI(大同生命サーベイ)は改善基調



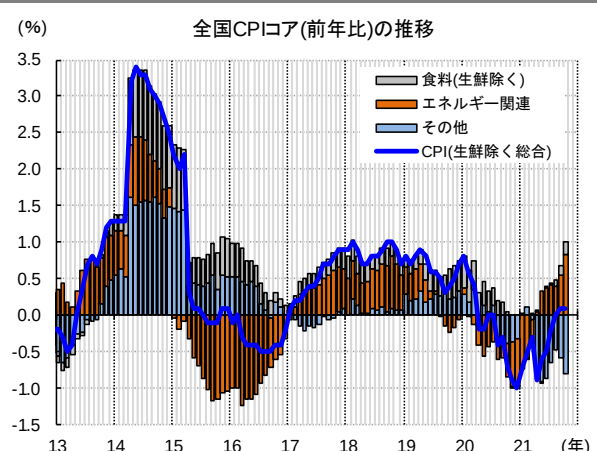
将来DI(大同生命サーベイ)は改善



今後は拡大が見込まれる公共工事



CPI(生鮮除く総合)の前年比は0.1%

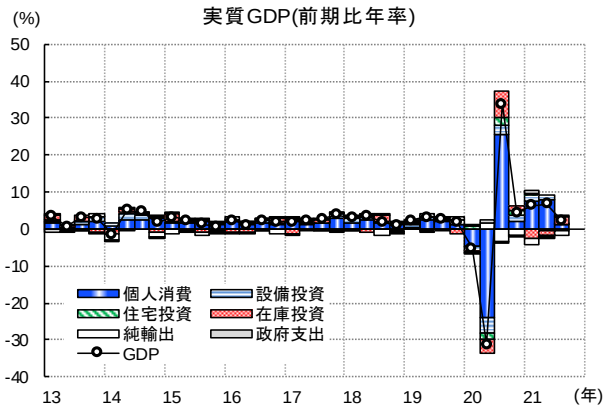


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

2. 米国経済

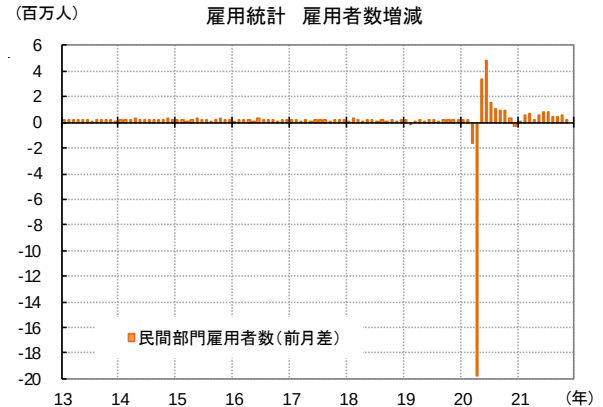
これまでの経済指標は堅調であるものの、高インフレが消費者センチメントを冷やすなか、オミクロン株の動向も景気下押しに寄与する可能性。

経済成長率: 7-9 月期 GDP 成長率は市場予想に届かず 2.1%増



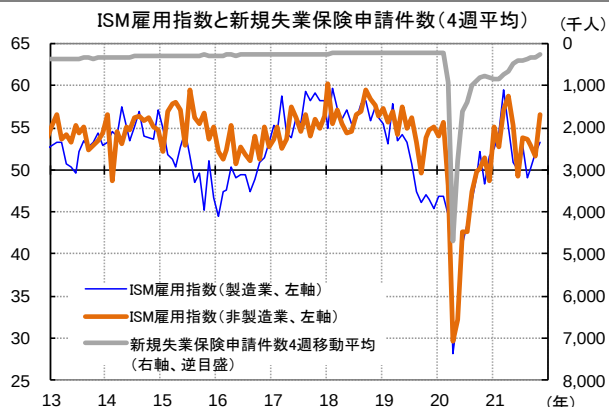
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用動向が賃金に与える影響に注意



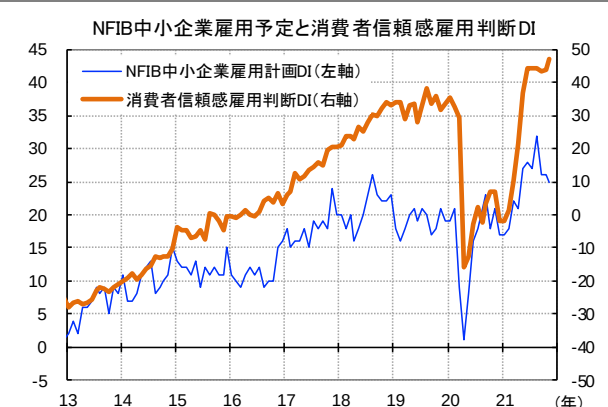
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 新規失業保険申請件数は減少傾向



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楽観的

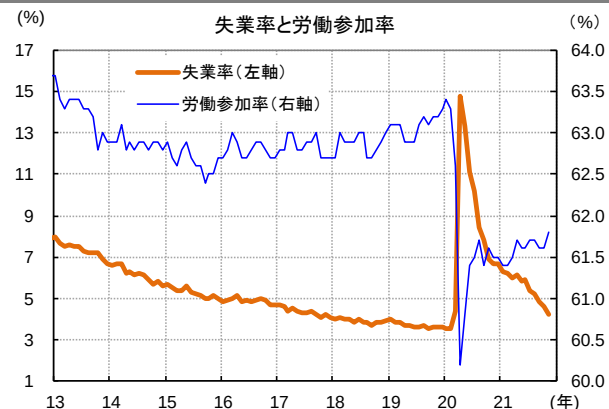


注: NFIB(全米独立企業連盟)

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

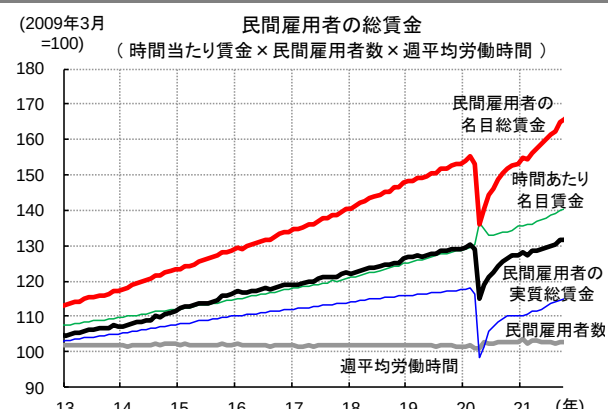
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 失業率は着実に低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用所得環境は大幅悪化後の改善途上

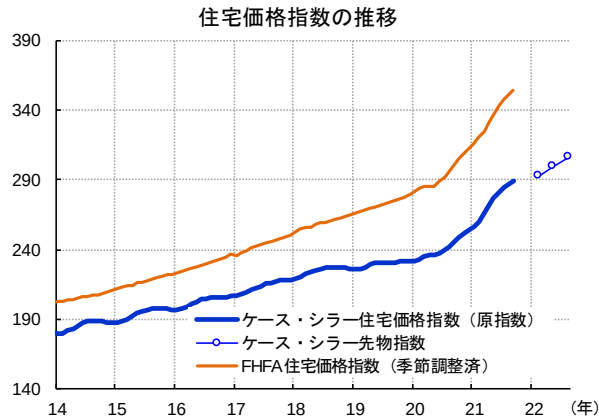


注: 民間雇用者の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

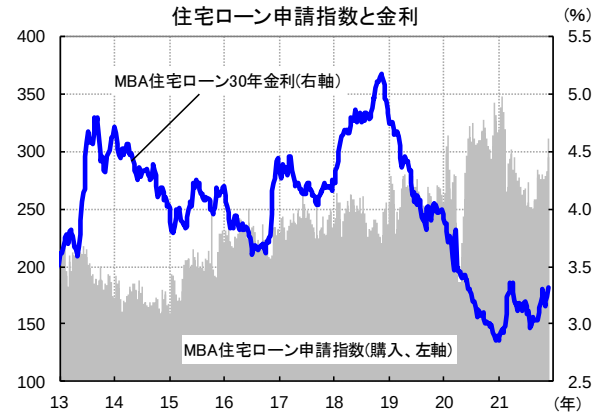
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆



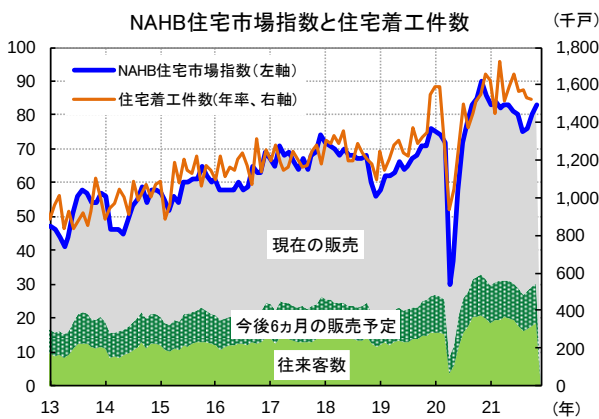
注: FHFA(米連邦住宅金融局)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: ローン申請指数は回復気味



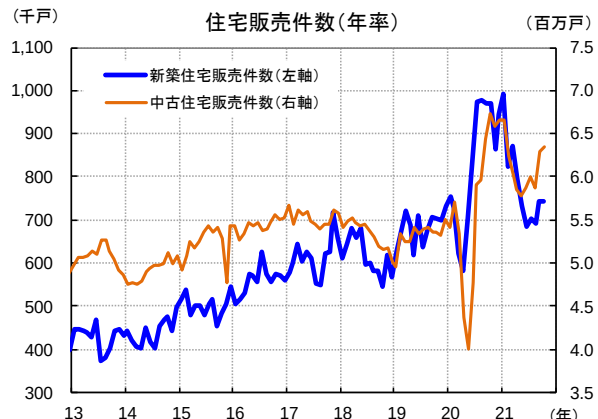
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: NAHB 住宅指数は回復の兆し



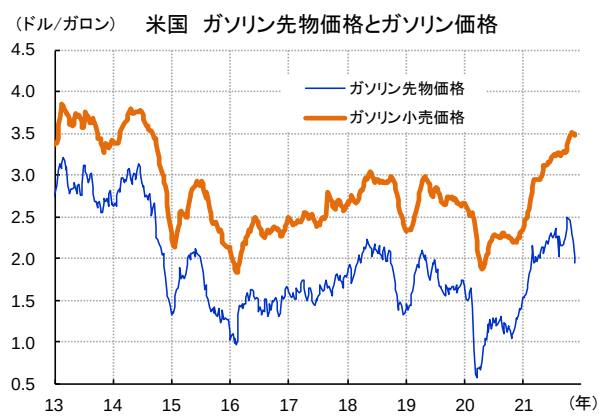
注: NAHB(全米住宅建設業者協会)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 新築・中古とも販売件数は回復傾向



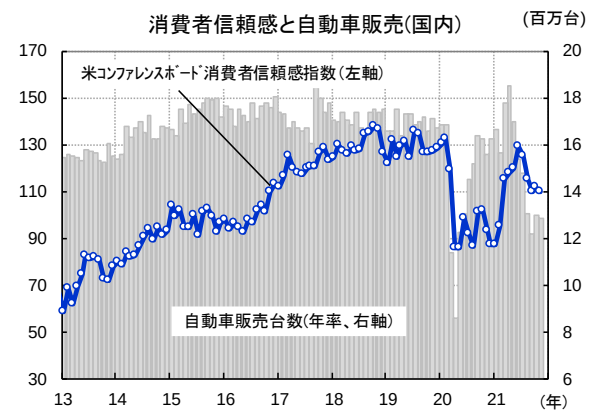
出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: ガソリン小売価格上昇がもたらす個人消費への影響に注意



出所: Bloomberg より TDAM 作成

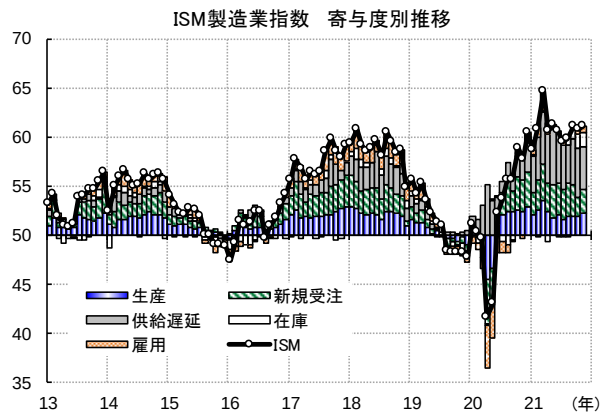
個人消費: 低水準で推移する自動車販売台数



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

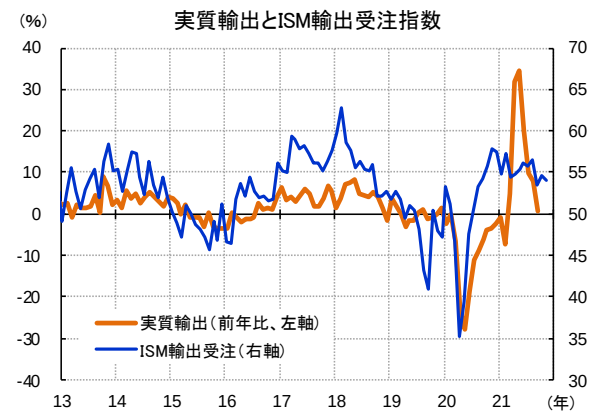
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

企業活動: ISM 製造業指数(11月)は61.1と高水準を維持



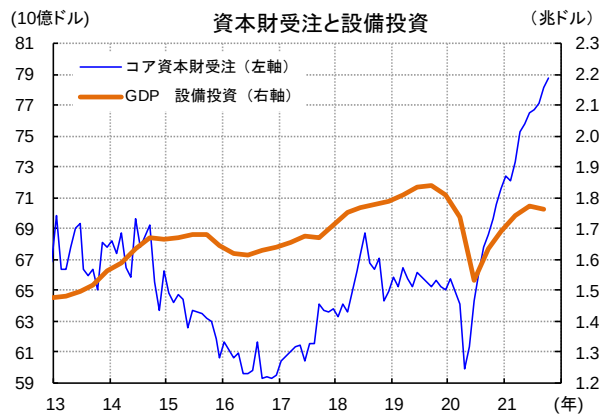
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注は比較的高水準を維持



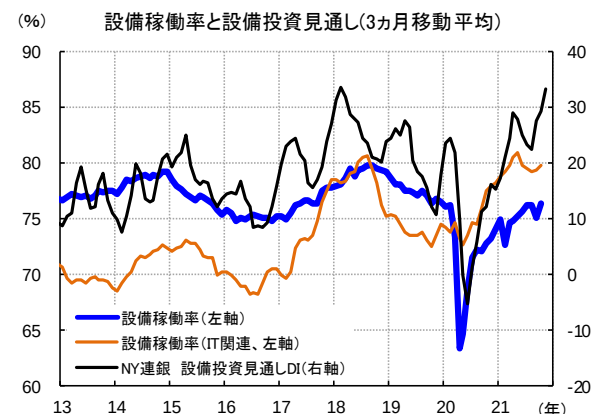
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資項目は前期比減少



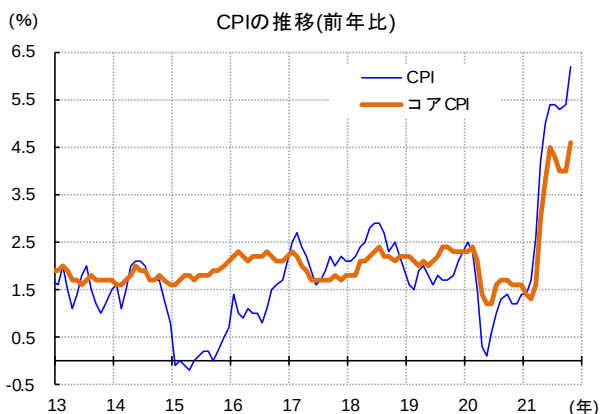
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備投資見通しは堅調



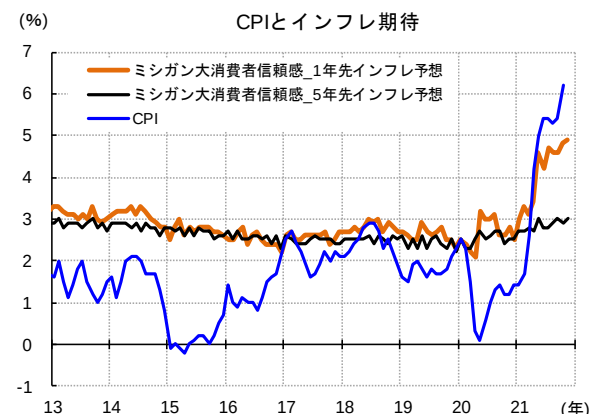
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は4.6%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1年先のインフレ予想は4.9%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

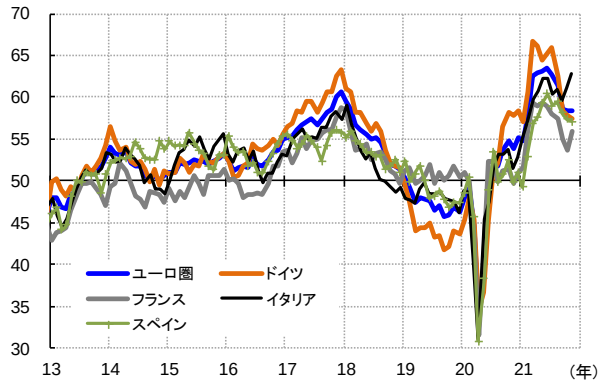
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

3. 欧州経済

高インフレに加えて、オミクロン株が景気の重しとなる見通し。

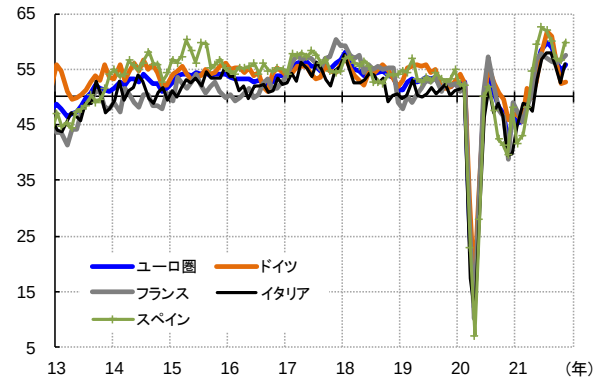
企業景況感: 足許はまちまちな展開であるものの先行きに警戒

製造業PMI(購買担当者指数)

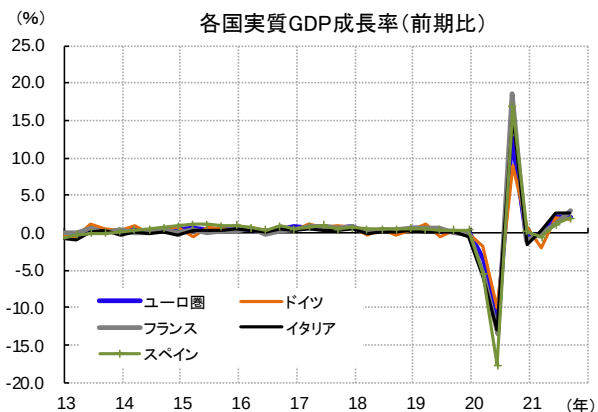


企業景況感: ひとまずは反発を見せつつも、先行きは悪化する可能性

サービス業PMI(購買担当者指数)

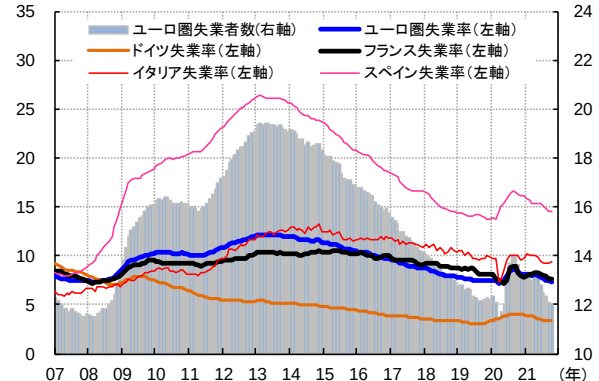


経済成長率: 3Qのユーロ圏 GDP 成長率は前期比 2.2%成長



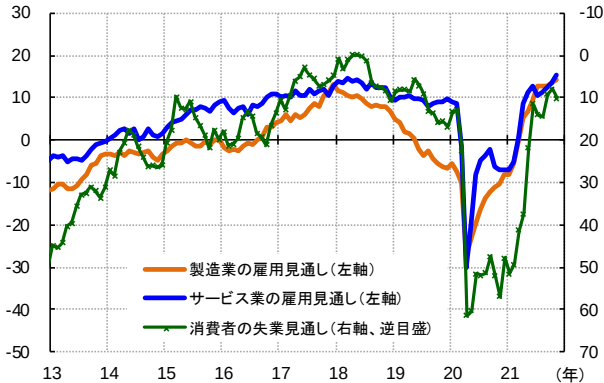
雇用: 総じて回復基調

ユーロ圏 失業者数と失業率



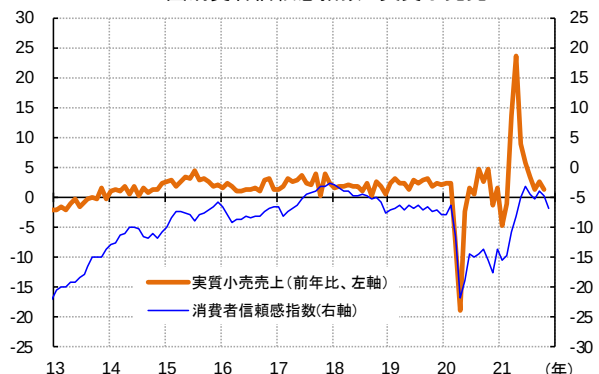
雇用: 雇用に対するセンチメントは回復気味

ユーロ圏の雇用信頼感指数



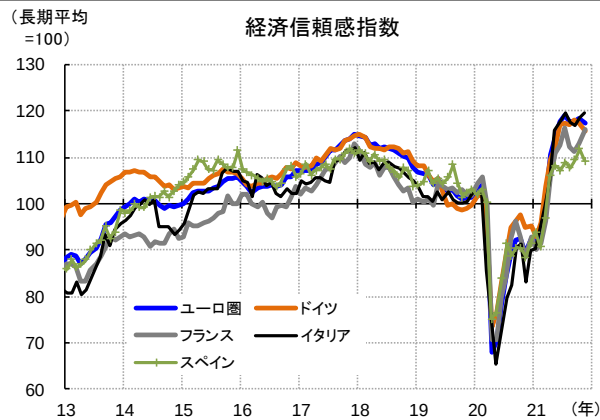
消費: 今後は悪化が懸念される消費者信頼感

ユーロ圏消費者信頼感指数と実質小売売上

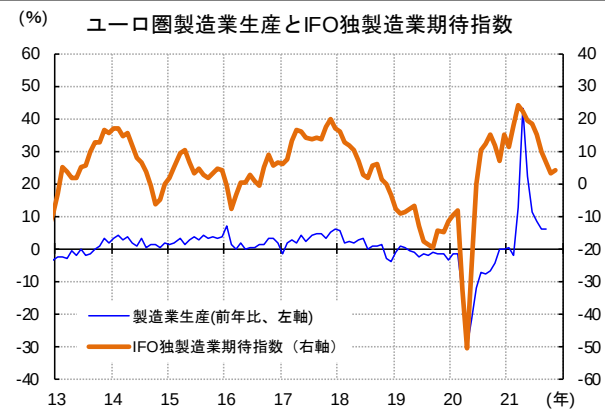


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

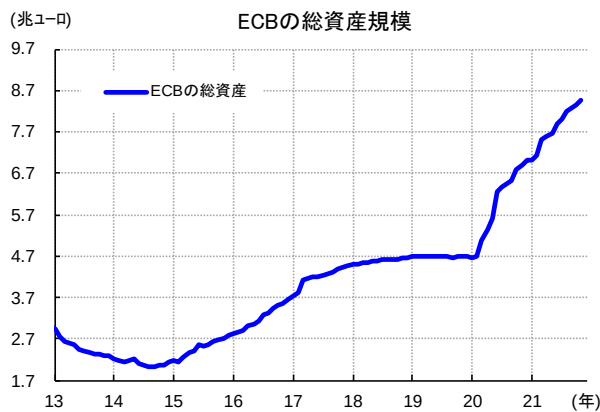
景況感指数: ユーロ圏の景況感は比較的良好



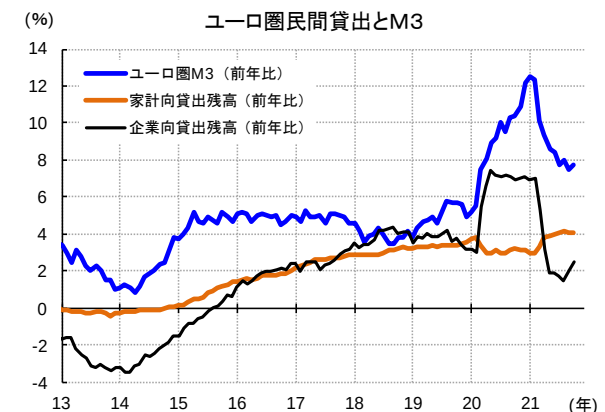
企業活動: 今後も供給遅延次第では更なる悪化の可能性



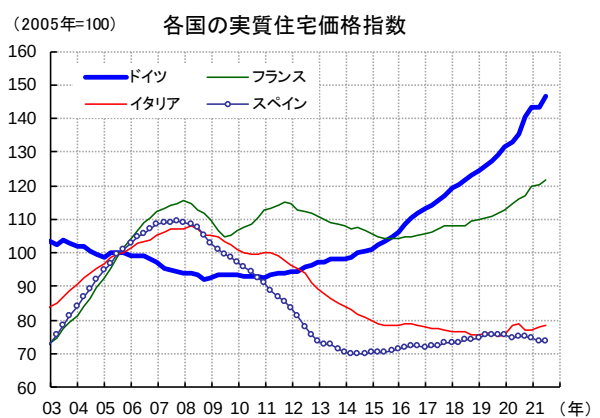
金融: ECBの総資産規模は拡大基調



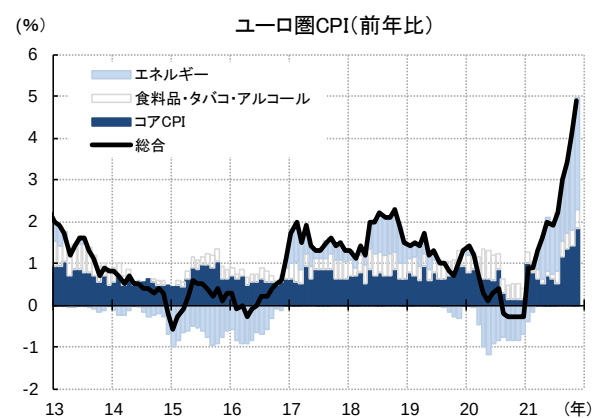
信用: M3 は伸び率が鈍化傾向



住宅価格: ドイツの住宅価格は上昇基調



物価: 11 月の総合 CPI(前年比)は 4.9%

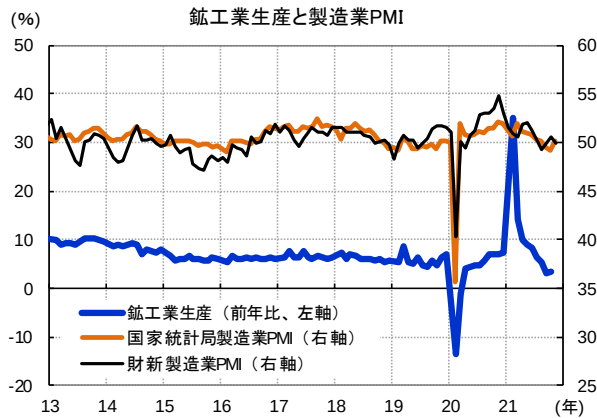


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

4. 中国経済

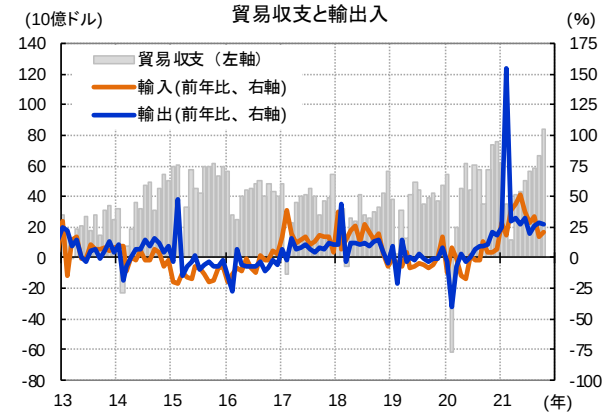
来年 2 月の五輪を控えて、新型コロナウイルスの感染防止を優先するなか、経済活動は抑制される可能性。

景況感: 製造業の景況感は冴えない状況



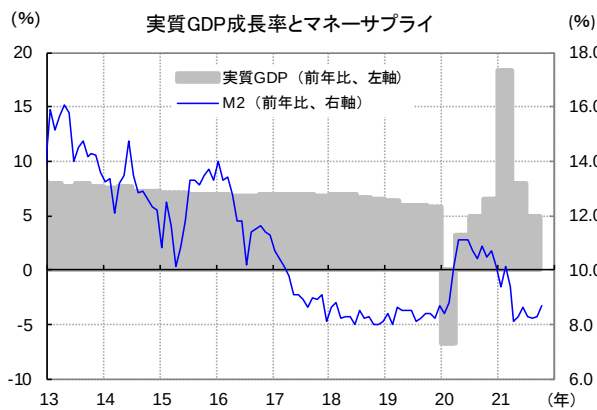
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 比較的高めの伸び率



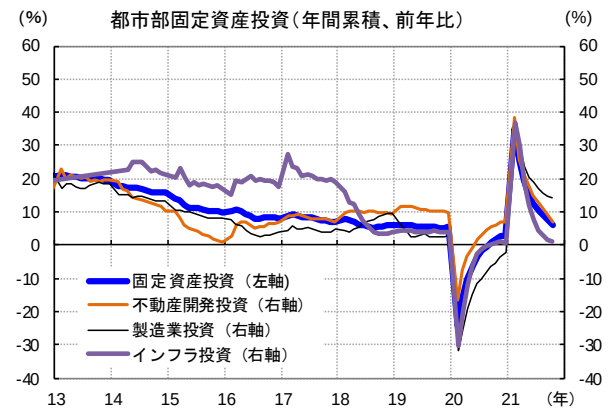
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 7-9 月期は前年比 4.9%と節目の 5%を下回る伸び



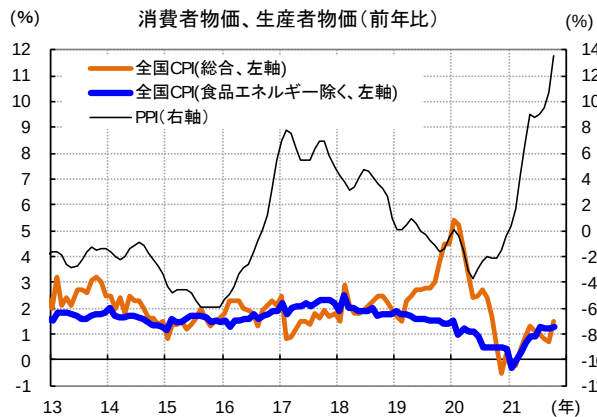
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 先行き不動産投資は抑制される可能性



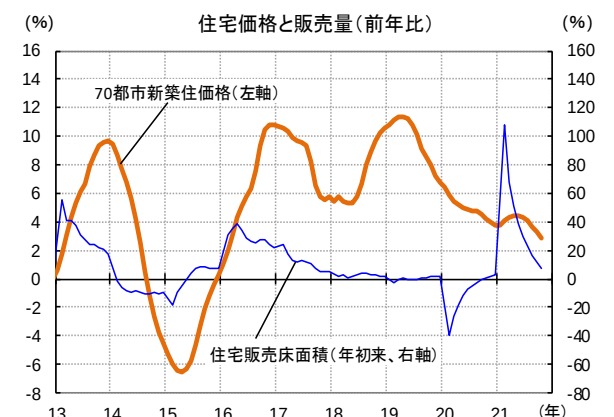
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 高い PPI が企業収益に与える影響に警戒



出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅: 価格の伸びは鈍化傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

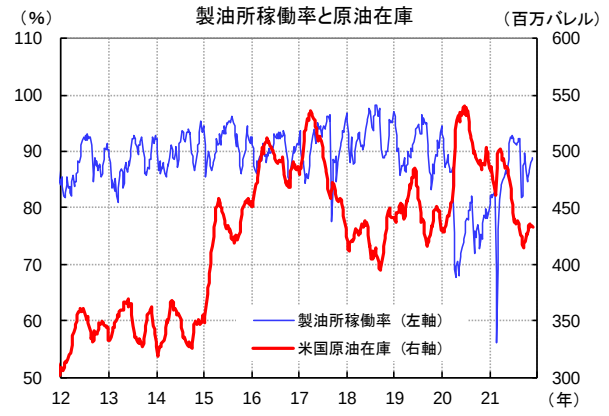
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済

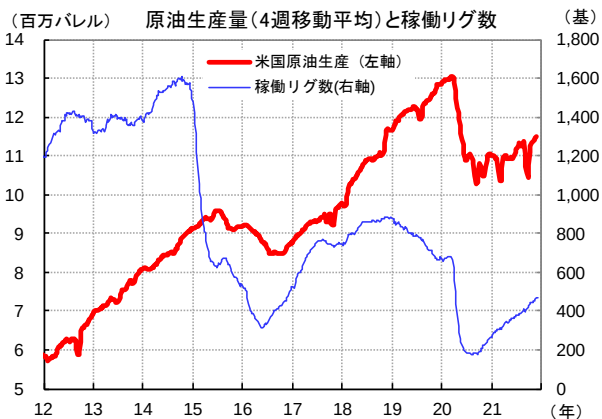
(1) 資源関連



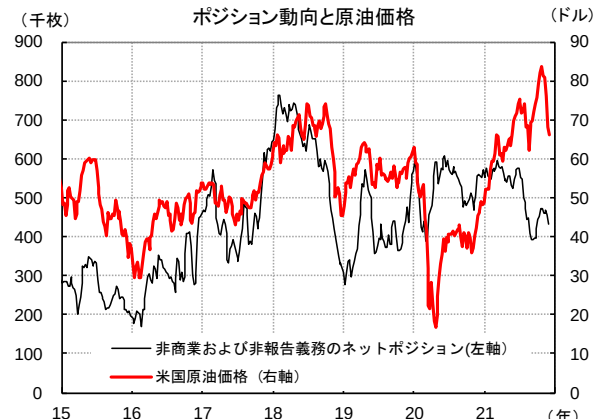
出所: Bloomberg より TDAM 作成



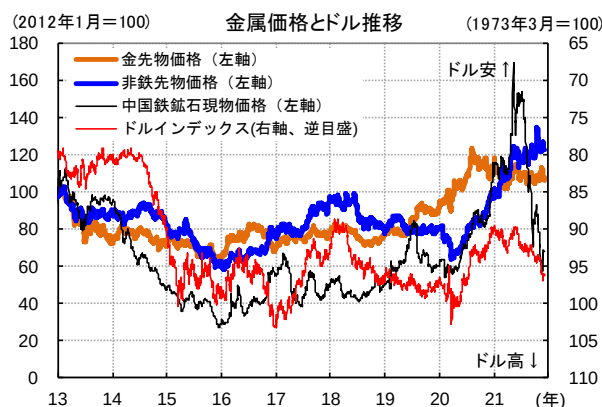
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

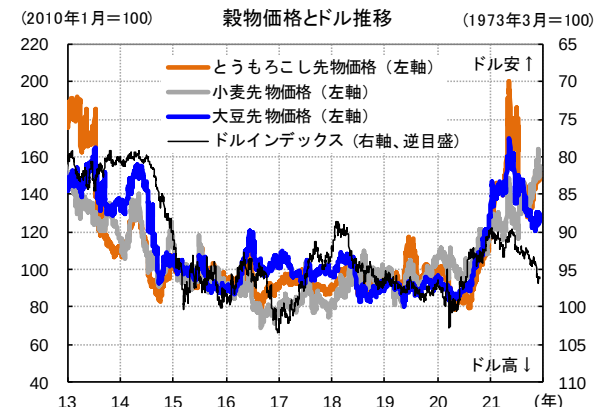


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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



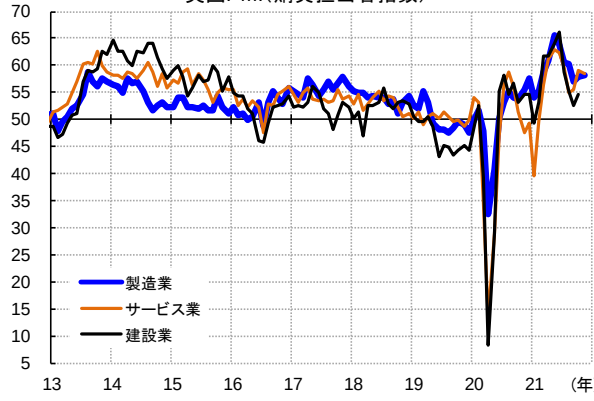
注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P31 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。

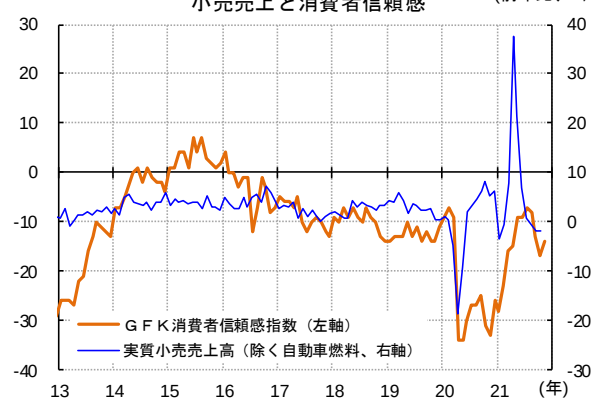
(2) 英国経済

英国PMI(購買担当者指数)

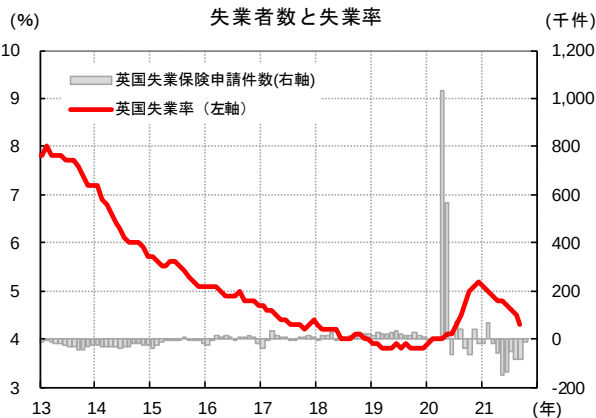


出所: Bloomberg より TDAM 作成

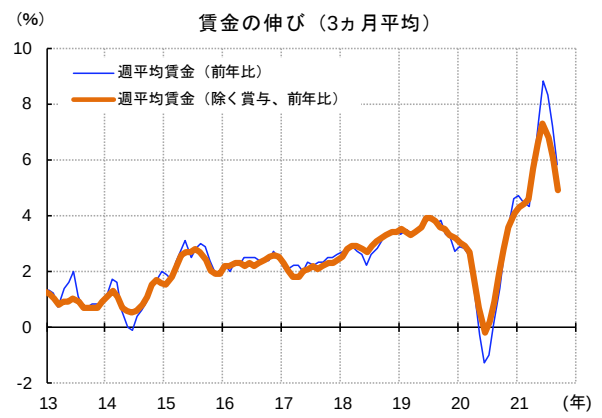
小売売上と消費者信頼感 (前年比、%)



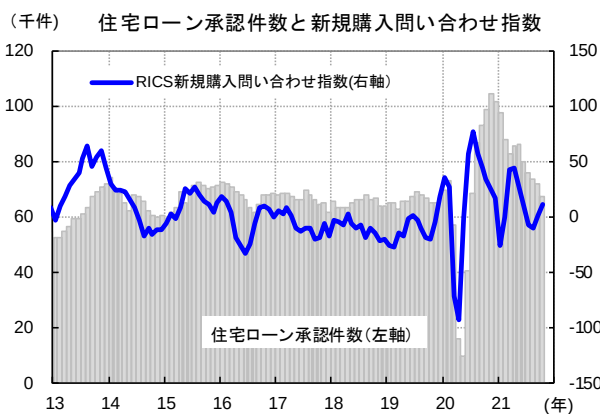
出所: Bloomberg より TDAM 作成



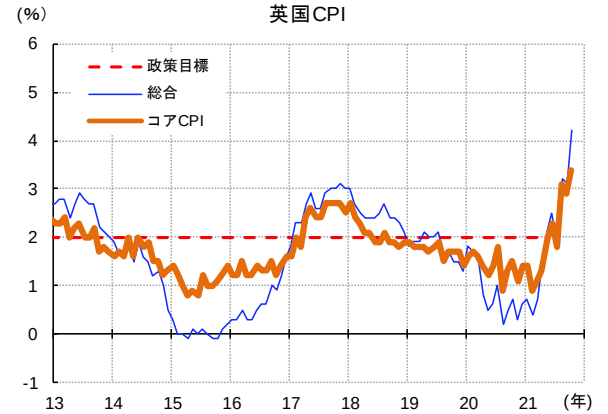
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



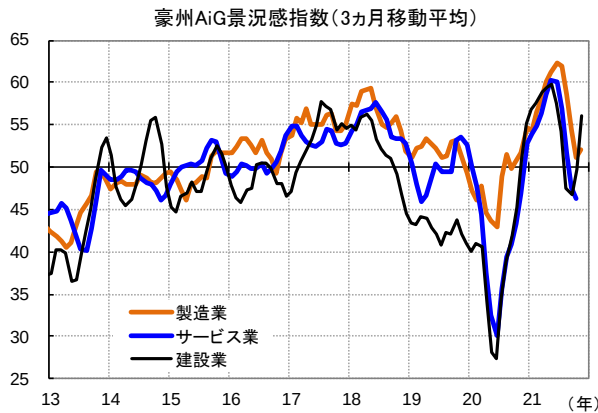
出所: Bloomberg より TDAM 作成



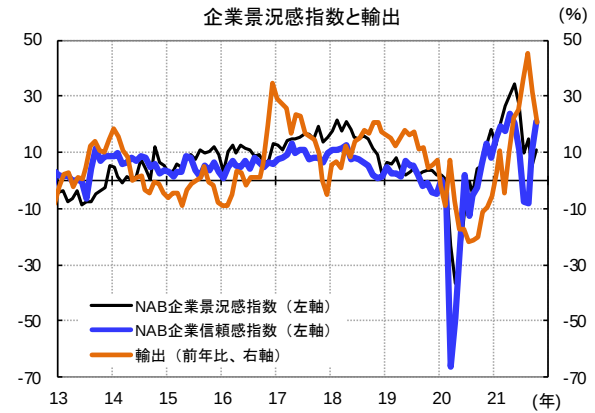
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、P31 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。

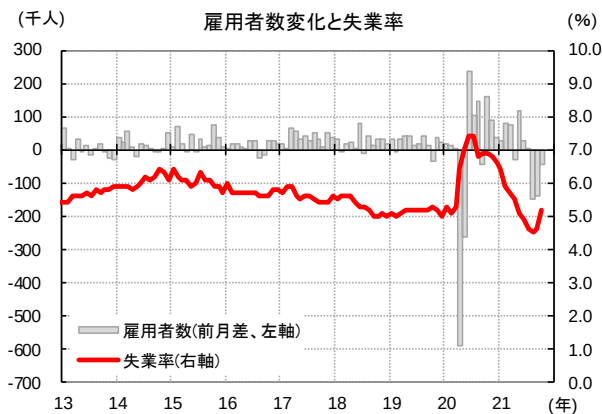
(3) オーストラリア経済



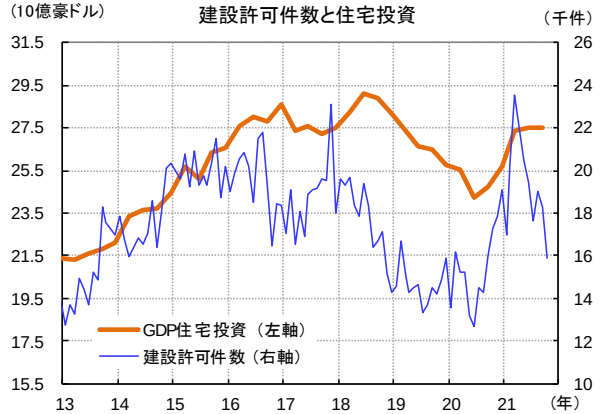
注: AiG(豪州産業グループ)
出所: Bloomberg より TDAM 作成



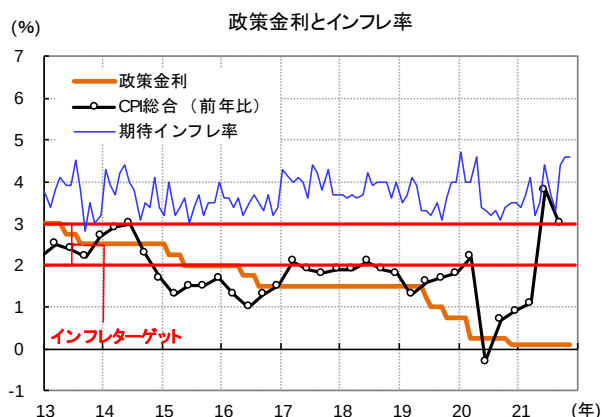
出所: Bloomberg より TDAM 作成



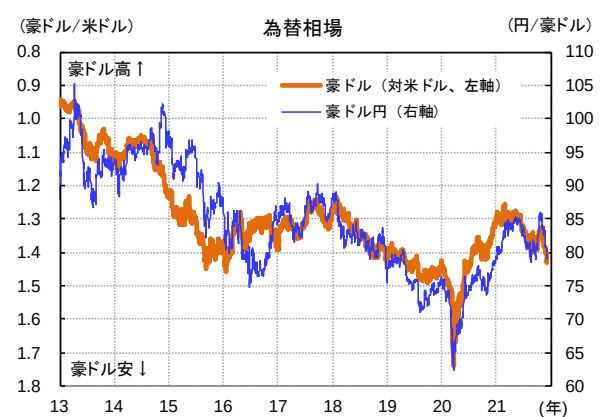
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

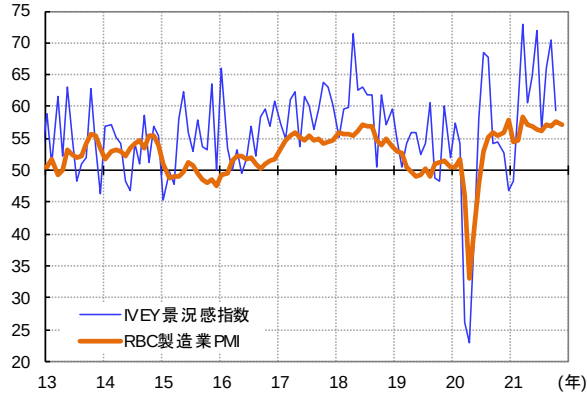


出所: Bloomberg より TDAM 作成

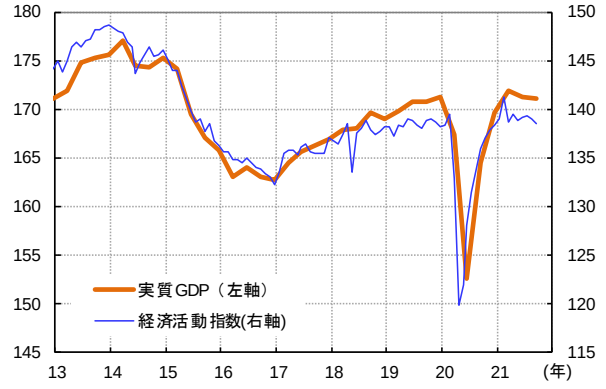
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

(4) カナダ・ブラジル経済

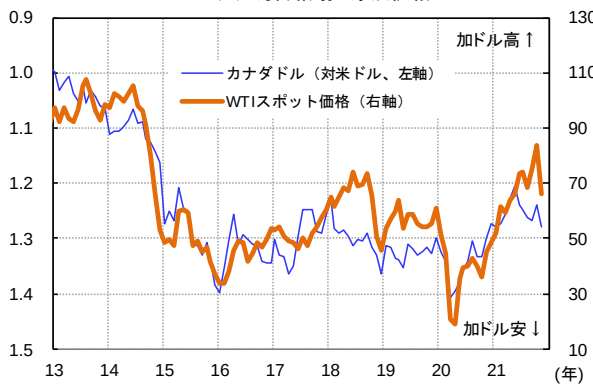
カナダ製造業PMI



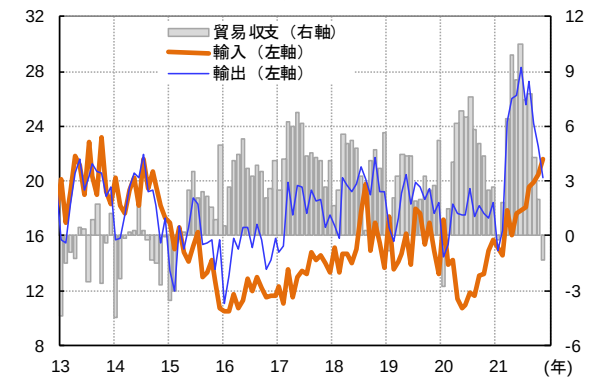
(1995年=100) ブラジル実質GDPと経済活動指数 (2002年=100)



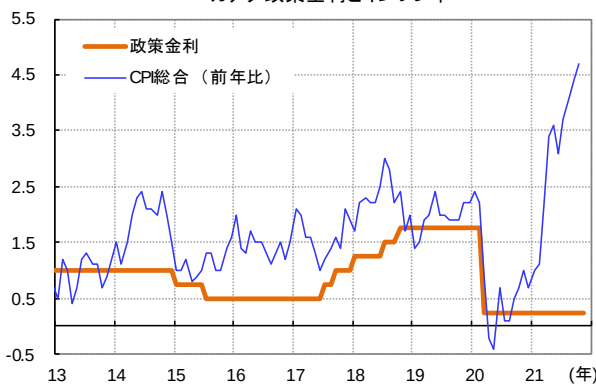
(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



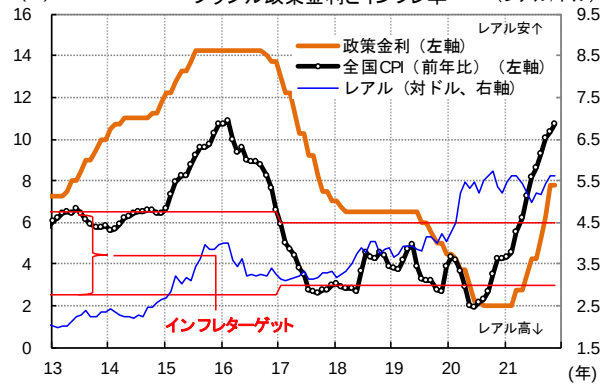
(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



(%) カナダ政策金利とインフレ率

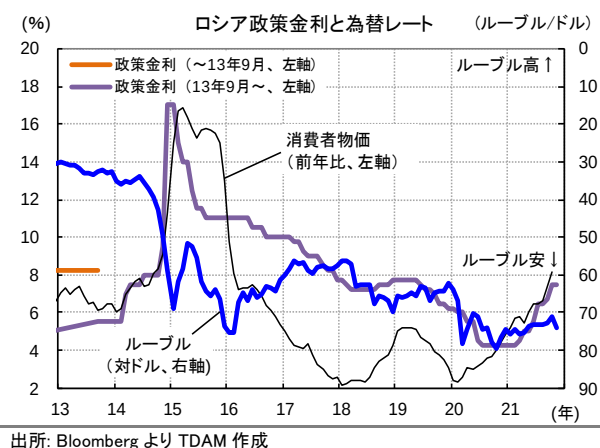
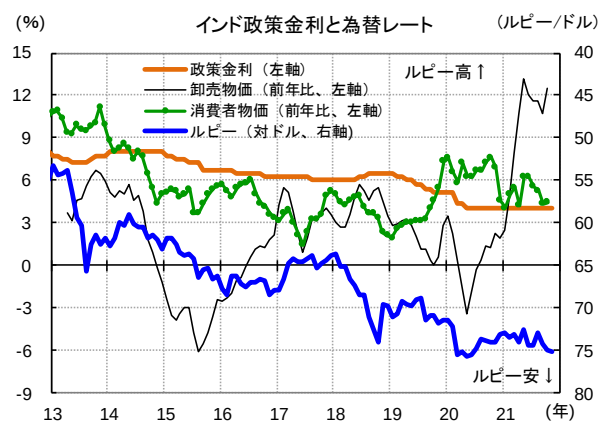
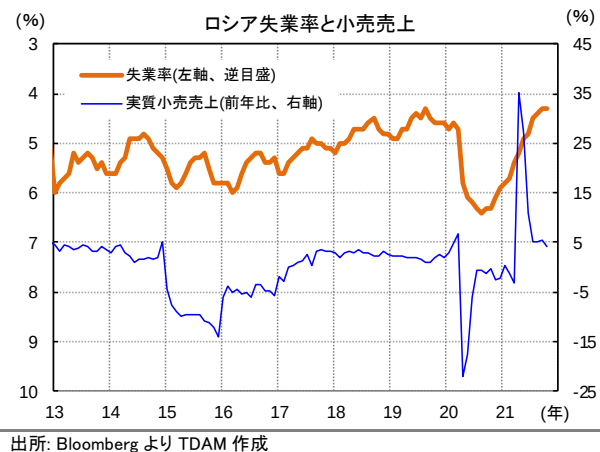
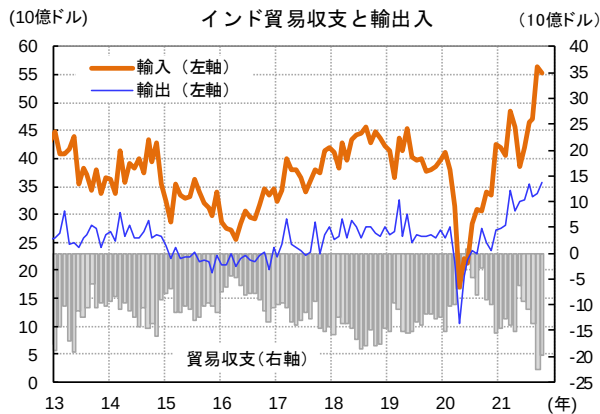
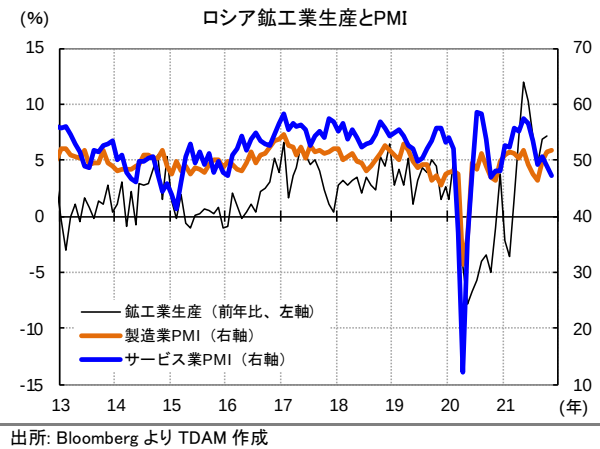
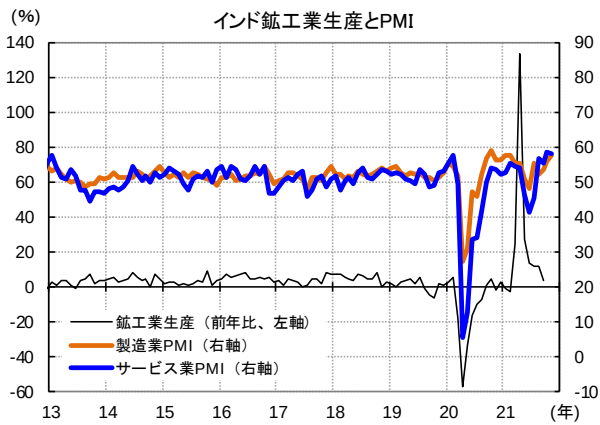


(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)



【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、P31 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) インド経済・ロシア経済



【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、P31 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

イールドカーブ・コントロール政策により、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10月27～28日に金融政策決定会合を行い、短期金利をマイナス0.1%、長期金利を0%程度に誘導する長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)や、資産買い入れ方針について現状維持を決定した。

黒田総裁は、11月中旬の懇談会で、国内経済は「来年前半には感染拡大前である2019年の水準をおおむね回復できる」との認識を示した。また、11月下旬の講演で、日本経済が今後数ヵ月以内に新型コロナウイルスの影響から回復して成長局面に入るとの見通しを示した。この時点までは、日本経済の先行きに対して、自信を深めている模様である。

欧米では物価上昇が懸念されているが、日本の10月の消費者信頼感指数(除く生鮮・エネルギー)は前年比マイナス0.7%とマイナス圏で推移している。携帯電話の通信料値下げの影響が相応に寄与しているが、物価が上昇しにくい日本特有の要素も気にかかる。2008年以降のデータを用いて、商品価格の変動に対する日米欧の消費者物価指数の感応度を計算すると、日本がやはり低く、商品価格に対して緩慢な反応となっている。このような状況を含めて考えると、日本の物価はエネルギー価格の上振れがあっても上昇基調を辿ることは難しいとみられ、現行の緩和的な金融政策をしばらく続けることになると予想する。

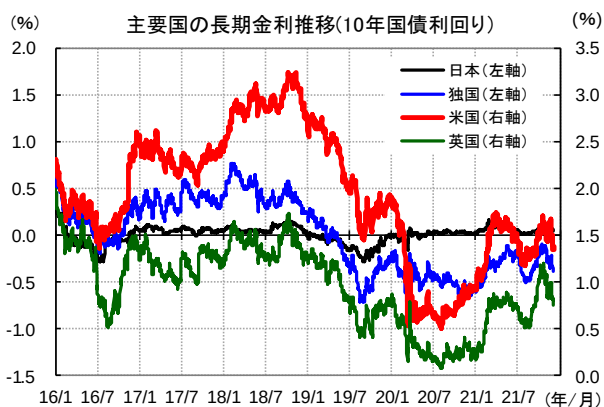
○ 長期金利

日本の長期金利は、3月の「点検」以降、低下基調をたどっていたが、米金利に連れる形で9月以降上昇基調を強めていた。その後再び低下しつつある。

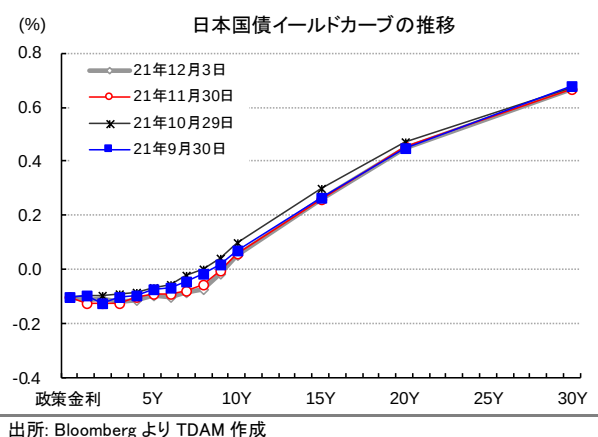
もっとも、今年に入ってからほとんどの期間が0.0%から0.15%の範囲内に収まっている。

先般、岸田内閣は55.7兆円の財政支出を伴う経済対策を決定した。多くのエコノミストの予想を上回る規模で、長期金利への影響も一部で懸念されたが、現時点では大幅な金利上昇に至っていない。やはり日銀のイールドカーブ・コントロール政策により、日本の長期金利は動意が乏しいとの市場コンセンサスが形成されていることからこのような形となっているのだろう。今後も横ばい圏での推移を予想する。

国内金利は 0% 近傍で推移

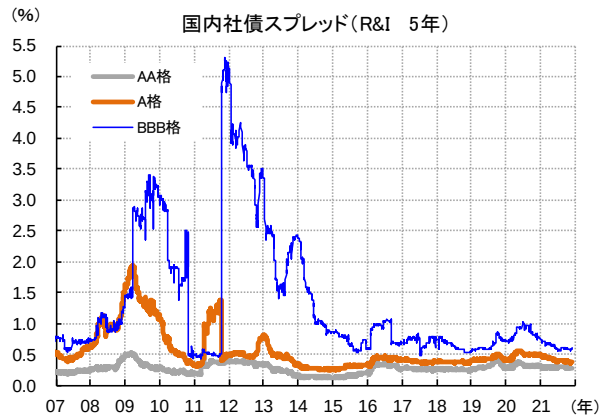


全般的に小動き



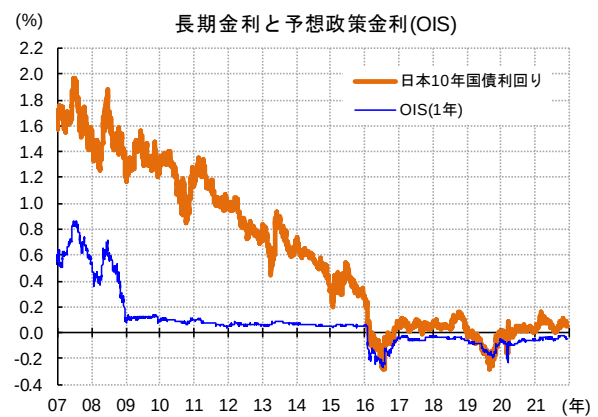
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

社債スプレッドは全般的に低位安定



出所: Bloomberg より TDAM 作成

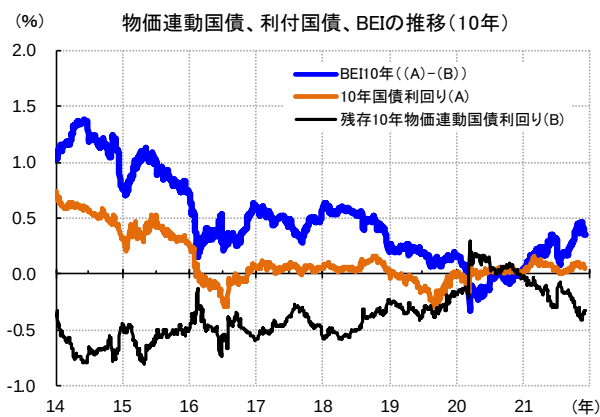
足許、OIS はマイナス圏で横ばい推移



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。

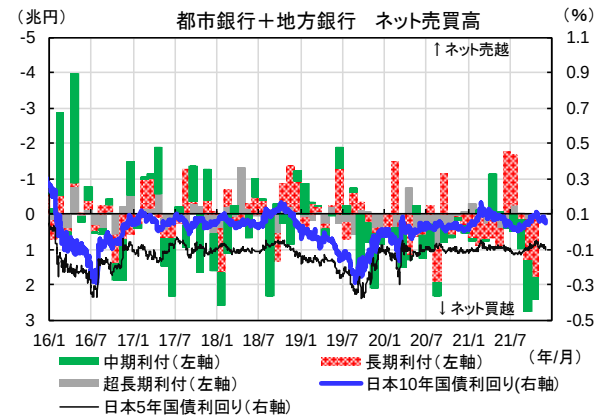
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

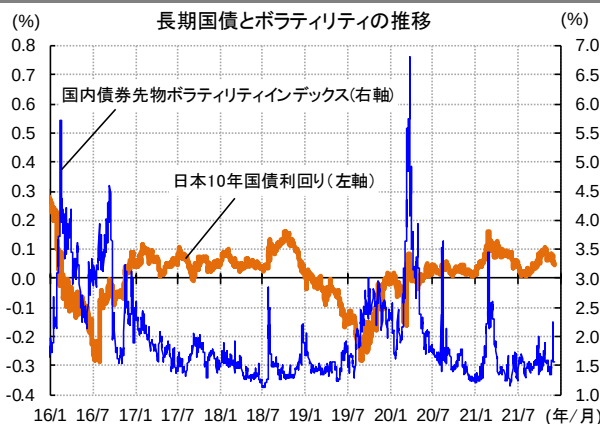
10月には銀行が中長期の利付債を買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

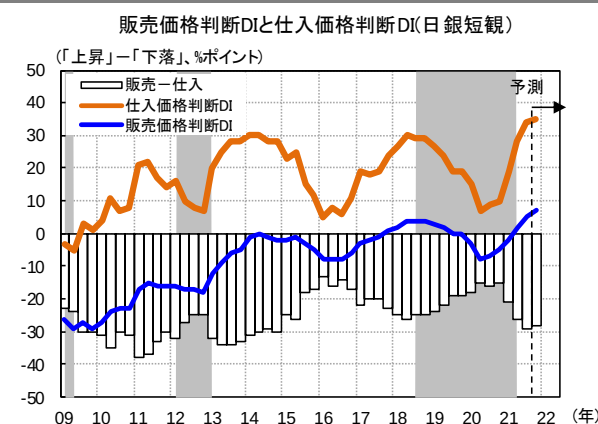
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは上昇



出所: 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、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、P31 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

FRBがタカ派化しても、むしろ米国経済への懸念から金利は横ばい圏での推移を見込む。

○ 金融政策について

11月2～3日に行われたFOMC(連邦公開市場委員会)では、市場予想通りFF金利は0～0.25%で据え置かれた。資産買い入れについては、市場の大方の予想通り規模を縮小することとした。米国債は月100億ドルずつ、住宅ローン担保証券(MBS)は月50億ドルずつ買い入れ金額を減らしていくこととした。このペースで減額をすると来年6月に資産買い入れは縮小することになる。

その後、議事録が公表され、テーパリング加速に前向きな当局者が多かったことが明らかになった。パウエル議長はFOMCのなかでハト派に位置していることが改めて浮き彫りになった。そのようなパウエル議長は来年2月に任期を迎えるが、再任される可能性が濃厚となった。もっともパウエル氏とともに議長候補に名前が挙がっていたのはブレイナード理事で、パウエル氏以上にハト派と目されていたことから、パウエル氏再任の可能性が報じられたタイミングでは金利が上振れた。

パウエル議長は、オミクロン株出現後に、上院公聴会で、同株がFRB(連邦準備制度理事会)の2つの責務(物価の安定と雇用の最大化)にリスクと発言した。物価に関しては「不透明感が高まる」と発言しており、下方リスクだけではないことがうかがえる。このような点を踏まえると、一部の株式市場参加者の間でみられる「オミクロン株の出現によってFRBは再度緩和をする」との見通しは楽観的過ぎる可能性がある。テーパリングの加速についても言及されていることから、利上げについてもそのペースが速まる可能性には注意を払いたい。

○ 長期金利

4月以降、米国の長期金利は上下に大きく変動する状況が続いている。金融政策やインフレの動向を見定めようと市場参加者が神経質になっている証左と言えよう。テーパリングが米国の長期金利を押し上げるのではとの見方もあったが、足許はそうした状況にはない。むしろオミクロン株の影響やFRBが金融引き締めを早める懸念などが長期金利の重しとなっている。長期金利は期待インフレと実質金利等に分解されるが、実質金利はFRBの引き締めにより上振れやすいだろうが、期待インフレは伸び悩むとみている。むしろ、米国債が安全資産としての投資妙味も増すなかで、期待インフレは低下する可能性もある。総じてみれば、長期金利は概ね横ばい圏での推移になるとみている。

1-3. ユーロ圏債券

物価上昇圧力とオミクロン株への脅威が綱引きするなか、長期金利は横ばい圏での推移を予想。

○ 金融政策について

10月28日にECB(欧州中央銀行)は定例理事会を開催し、現行の金融政策を維持した。総額1兆8,500億ユーロ規模のパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の買い入れについて「やや」減速するとした。もっとも、PEPPについては、12月の会合で今後の方針が決定されることから、市場参加者の関心はそちらに移っていた模様である。その後のECBメンバーの発言をみると、ビルロワドガロー・フランス中銀総裁が、来年3月終了を強く示唆した。さらに、金融緩和縮小を補うため従来の資産購入プログラムを拡大する必要はないかもしれないとも述べた。ハト派な発言が多い同氏にしては珍しい発言で、ECBもついにタカ派化するかもしれない。

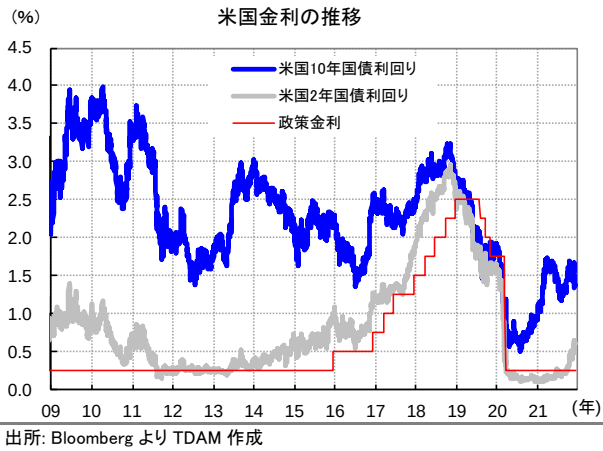
しかし、オミクロン株の脅威が高まるなかで、デギンドス副総裁は、PEPPが来年3月に終了した後でも、ECBは資産の純購入を「必要なら再開することが可能だ」と述べるなど、ハト派な発言がみられている。ユーロ圏の物価は前年比4.9%上昇するなど、インフレ懸念は根強い。しかし一方でオミクロン株がもたらす可能性のある今後の不透明感には警戒が続くだろう。今後の政策を狭めるような発言はしばらく聞かれなくなるだろう。

○ 長期金利

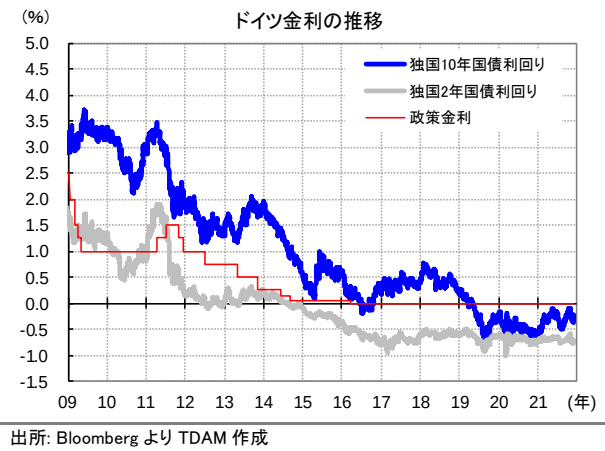
ドイツの長期金利は、今年に入ってからおよそマイナス60bpからマイナス10bpの間で大きく上下を繰り返しており、足許はオミクロン株への脅威などもありマイナス40bp近傍にある。ユーロ圏では米国と同様に物価上昇圧力が懸念されており、金利の低下余地は限られよう。もっとも、オミクロン株への警戒感が金利の重しとなることで上昇余地も限られよう。ドイツの金利に影響を与える米国金利が当社の予想通り横ばい圏で推移するのならば、やはりドイツの金利についても横ばい圏の推移に留まるとみている。

【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、P31 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。

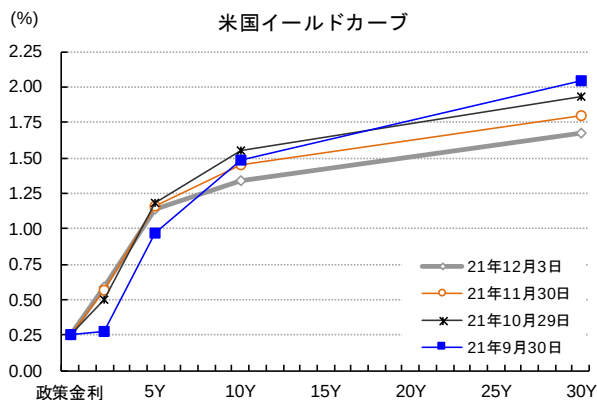
(米国) 10年金利は1.4%近傍で推移



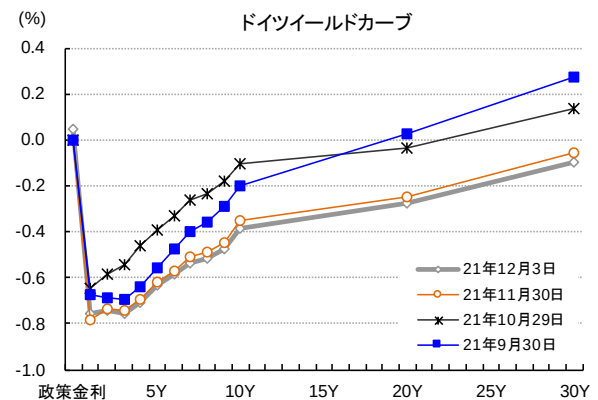
(ドイツ) 10年金利はマイナス0.4%近傍で推移



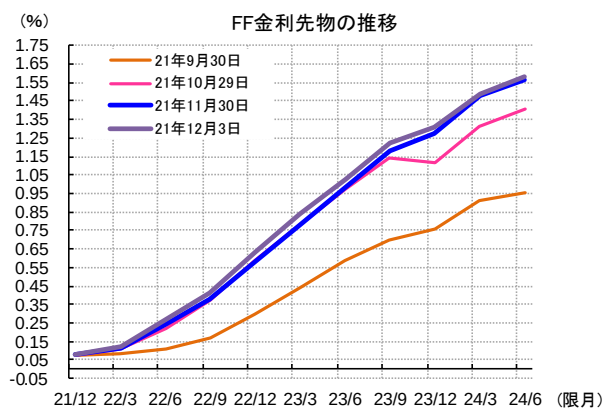
(米国) 9月末比では中期ゾーンの金利が上昇し、超長期では低下



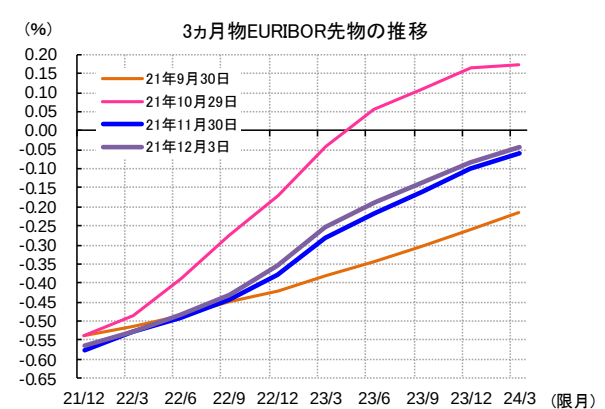
(ドイツ) 10月末と比べて全体的に下方シフト



(米国) オミクロン株の報道を受けてもFRBのタカ派姿勢を意識

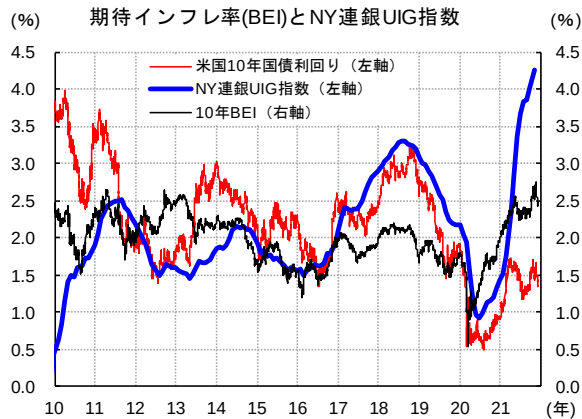


(ユーロ圏) 10月末と比べて利上げ織り込みが後退



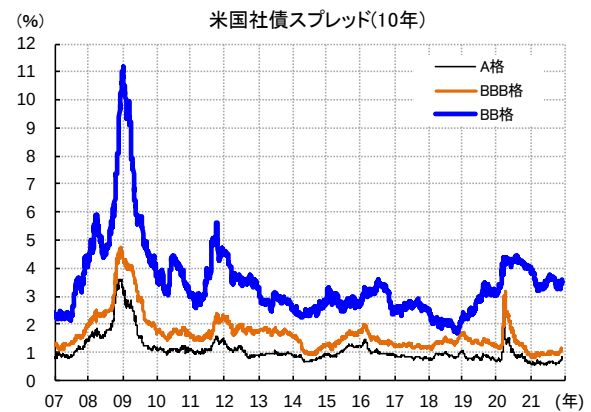
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

(米国) BEI は伸び悩み



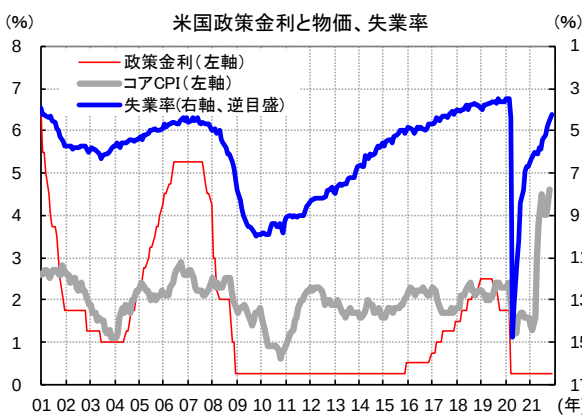
注: NY 連銀 UIG(=Underlying Inflation Gauge) 指数は、ニューヨーク連銀のスタッフが実体経済や金融指標を用いて算出した基調的な物価指標
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 足許で全般的にややワイド化



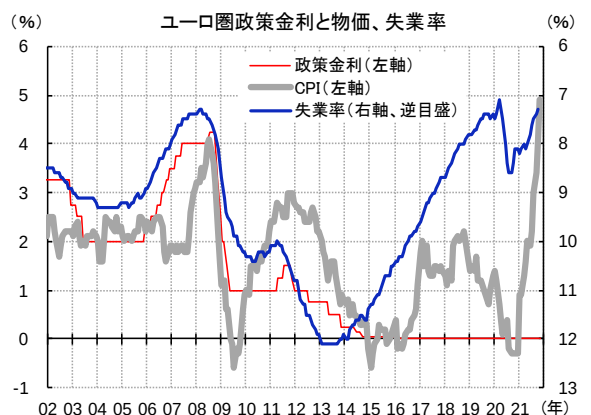
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) インフレへの警戒感をにじませるFRB



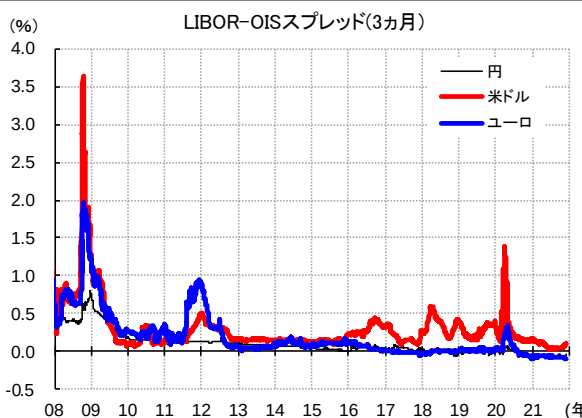
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) CPI も上振れつつも、オミクロン株の影響を見極めたいECB



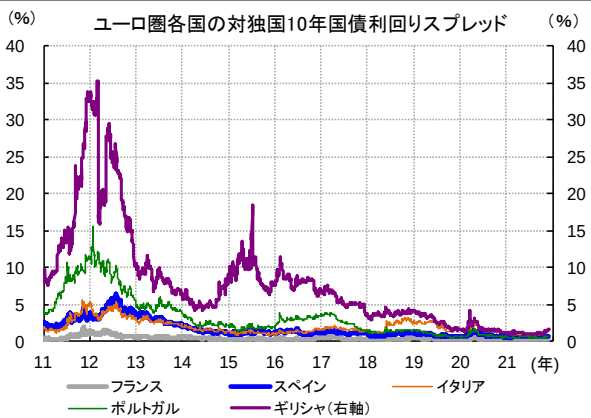
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米ドルの LIBOR-OIS スプレッドは低水準で推移



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

(ユーロ圏) ギリシャが小幅ながらもワイド化



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、P31 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. 株式

2-1. 国内株式

サプライチェーン問題が懸念される可能性があるほか、FRBがタカ派化し米国株が調整する可能性もあることから、上値の重い展開を予想。

〔需給動向〕

現物と先物を合わせた外国人投資家の動向をみると、10月1日終了週の大幅な売り越し以降、方向感に欠ける展開となっていた。ただ、10月26日終了週には5,000億円近い売り越しを見せ、その後も売り越ししている可能性がある。平時であれば、年末に買い越し傾向となるアノマリーが期待できそうだが、今年は期待できないかもしれない。

〔バリュエーション〕

東証一部市場全体のPBRは1.29倍、PERは12ヵ月先予想ベースで14.2倍程度(過去5年平均:14.4倍、過去10年平均:14.0倍)、配当利回りと10年国債利回り差は2.05%程度である(数値は11月26日現在)。PERについては過去の平均的な水準近傍にあるが、今後の業績動向次第では割高感すら覚える可能性もある。

〔業績動向〕

今年度および来年度ともに業績の修正は今のところは軽微でとどまっている。しかしこれはオミクロン株の懸念が高まる前のデータにつき、今後下方修正される可能性は高いとみている。今年の夏に東南アジア諸国で感染が拡大したため、日本の自動車産業は生産調整を余儀なくされたが、また再びそうした状況が起きる可能性も懸念される。

〔株価見通し〕

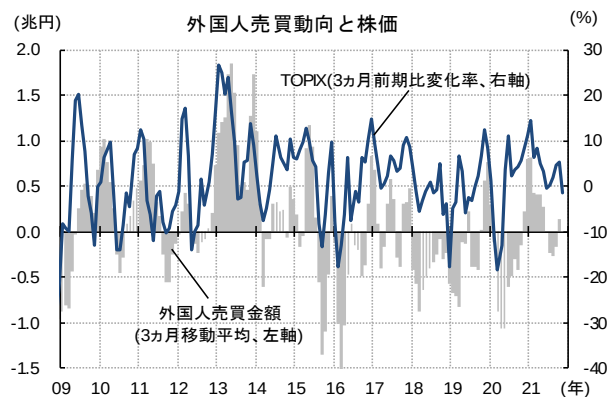
3月中旬以降の株価は、欧米株が底堅く推移するなかでやや見劣りする展開を辿ってきた。政治動向に関連して多少の乱高下は見せたが、総選挙において与党が勝利し政治の安定が好感されて上昇基調で推移してきた。そして11月中旬には日経平均が3万円目前でもみ合うなど、年末高への期待も高まった。しかし、オミクロン株の報道を機に下落してきた。

先行きについては、一時的に更なる下落も視野に入れるべきだと考えている。市場参加者はオミクロン株に対して既存のワクチンが効くかどうか、重症化するかどうかを注視している。しかし、世界的にはワクチン接種はまだ道半ばであり、先進国でもワクチンを忌避する一定層が接種未完了である。こうしたワクチン未接種者の間で感染拡大する蓋然性は相応にある。重症化については未だ情報が集まっていないが、一定層が重症化する可能性をまだ排除できない。こうしたなかで、先進国では感染予防のために厳しい措置を講じるとも限らず、新興国では感染拡大の可能性やそれに伴うグローバルなサプライチェーン問題の再燃も懸念される。こうした状況を踏まえると、世界のなかで景気敏感株とも評される日本株の調整について注意が必要とみている。またFRBのタカ派姿勢も株価の重しとなる。

なお、55.7兆円規模の経済対策については、分配重視以外の特徴があまりなく、これが日本株を押し上げるかは懐疑的である。目玉の18歳以下の子供への10万円給付については、所得制限を課すなど、不公平感を生じさせるとの不満も高まっている。バラマキ的な政策をし、結果、自民党の支持に繋がらない可能性もある。もっとも、入国制限など新型コロナウイルスの水際対策に対して、速やかに行ったことは評価されよう。実体経済への影響を食い止めるためにも、厳しい水際対策を行うことが重要だろう。

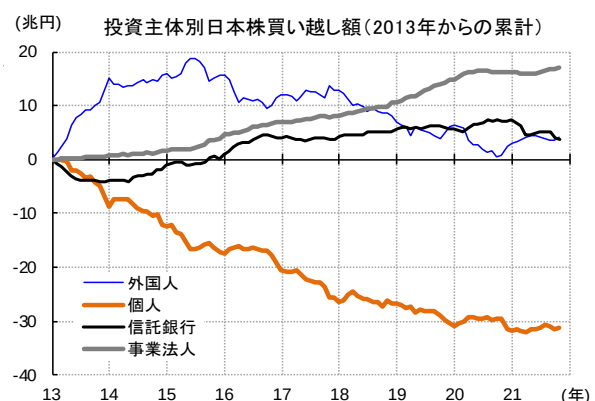
日本株については、オミクロン株の動向によって更なる調整の可能性もあるが、その後、懸念が後退すれば持ち直すとみており、横ばい圏での推移を予想する。

10月までの3ヵ月移動平均では、外国人投資家は小幅な買い越し



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

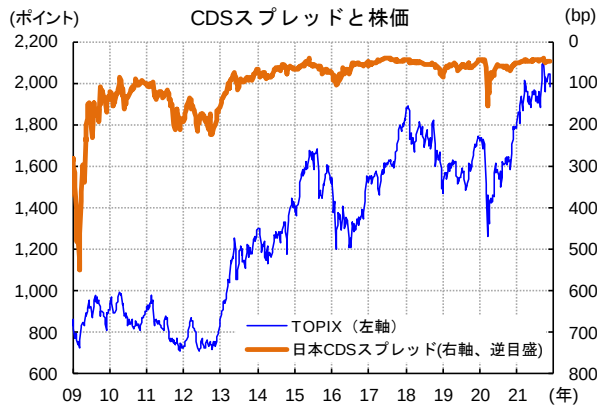
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は横ばい推移



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

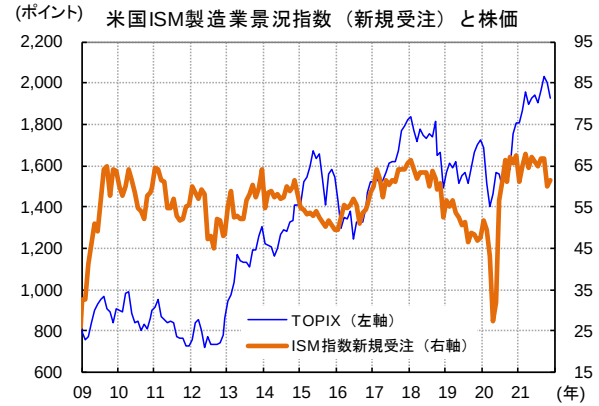
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

CDS スプレッドは概ね横ばい推移



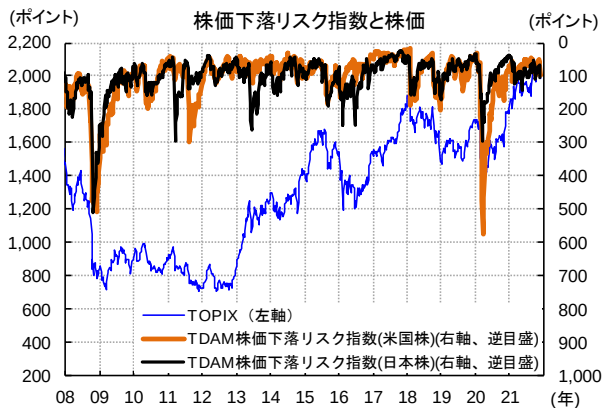
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数が既に水準を切り下げており、株価はやや下落



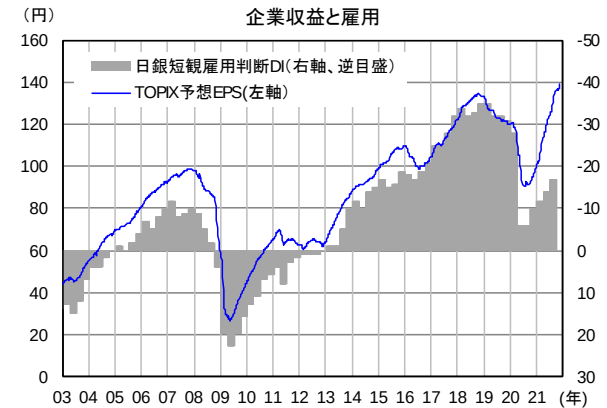
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

株価下落リスク指数は足許で上振れ



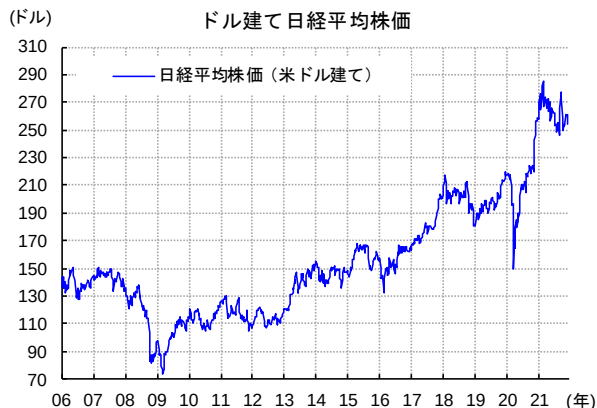
注: TDAM 株価下落リスク指数とは、T&D アセットマネジメントが、株価動向をもとに、下落方向に特化してリスクの度合いを指数化したもの。
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通しは改善しつつも雇用判断 DI は低下



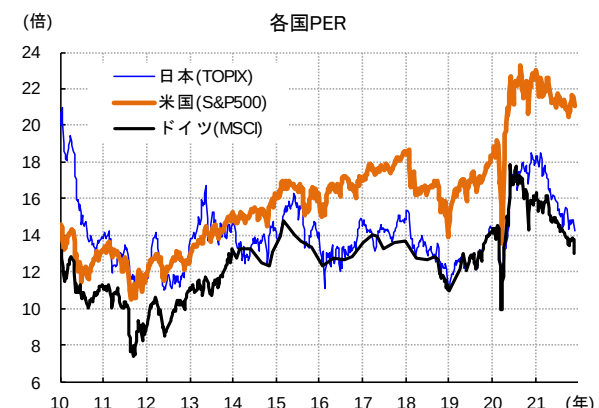
出所: 東京証券取引所、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は高値圏で推移



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

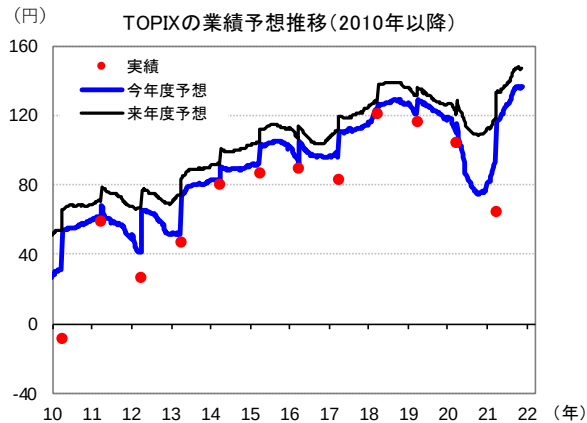
日本株のバリュエーションは過去 5 年平均を上回る水準



注: 各国PERは、12 カ月先予想ベース。
出所: 東京証券取引所、ドイツ証券取引所、スタンダード・&・プアーズ、MSCI、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

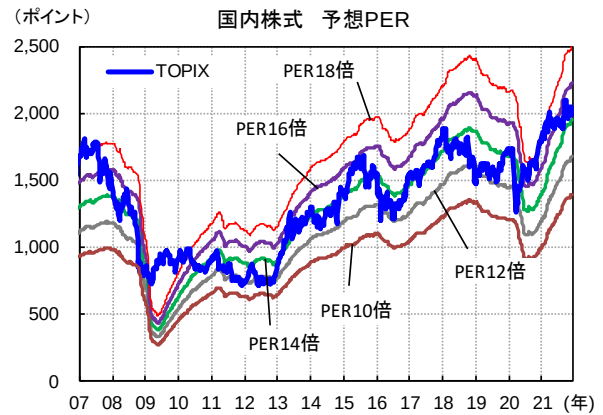
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

足許はEPSが伸び悩み



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

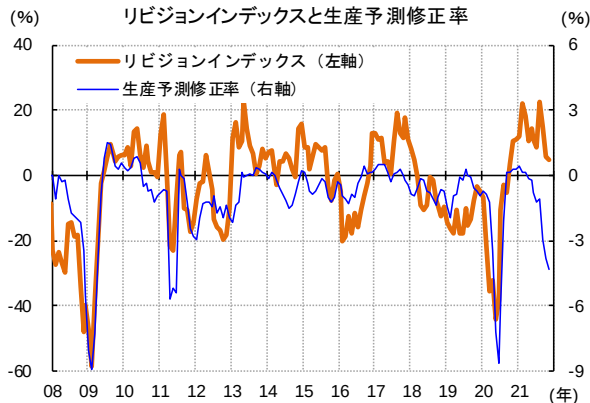
予想PER(12ヵ月先)は足許 14.2 倍程度



注: 12ヵ月先予想ベース。

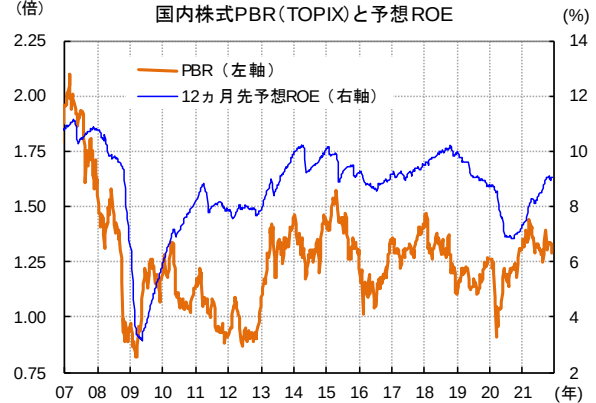
出所: 東京証券取引所、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

今後のリビジョンインデックスに注意



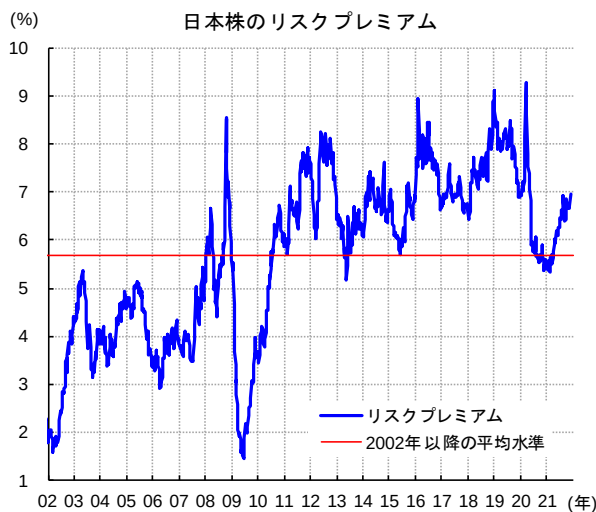
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBRは 1.29 倍、予想 ROE は 9.06%



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

リスクプレミアムは 7%近傍



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

リスクプレミアムを 6%と仮定すると、TOPIX は 2,350 ポイント近傍で推移する可能性

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					
		6% (94.2)	7% (109.9)	8% (125.6)	9% (141.3)	10% (157.0)	11% (172.7)
リスク プレ ミア ム	4%	1.48	1.73	1.97	2.22	2.47	2.71
	5%	1.19	1.39	1.58	1.78	1.98	2.18
	6%	0.99	1.16	1.32	1.49	1.65	1.82
	7%	0.85	0.99	1.13	1.28	1.42	1.56
	8%	0.75	0.87	0.99	1.12	1.24	1.37
	9%	0.66	0.77	0.88	0.99	1.10	1.22

【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% (94.2)	7% (109.9)	8% (125.6)	9% (141.3)	10% (157.0)	11% (172.7)
リス ク プ レ ミ ア ム	4%	2,324	2,712	3,099	3,486	3,874	4,261
	5%	1,864	2,175	2,486	2,796	3,107	3,418
	6%	1,556	1,816	2,075	2,334	2,594	2,853
	7%	1,336	1,558	1,781	2,003	2,226	2,449
	8%	1,170	1,365	1,560	1,755	1,950	2,145
	9%	1,041	1,214	1,387	1,561	1,734	1,908

注: 括弧は、BPS1,570 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、P31 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

オミクロン株がもたらす米国企業決算への影響とFRBのタカ派化姿勢が株価の重しとなる可能性。

〔米国株式〕

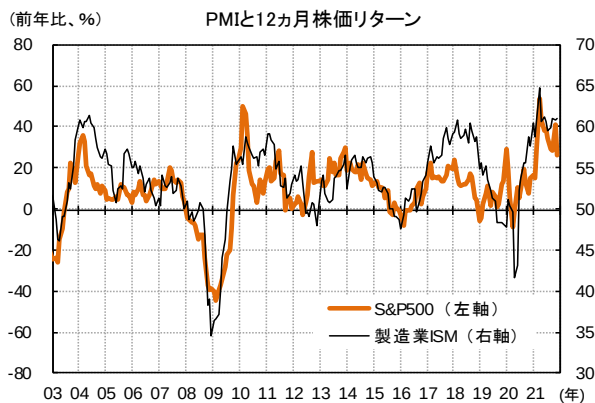
S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは21.0倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:18.6倍、過去10年平均:16.7倍程度)を超えて明らかに割高な水準にある。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2021年および2022年についてそれぞれ42%の増益と9%程度の増益が予想されている(数値は11月26日現在)。ただ、今後オミクロン株の影響で下方修正される可能性も相応にあり、注意を要する。

今後の米国株については、一時的に大幅下落もあるとみている。米国でのオミクロン株感染者が確認されており、ワクチンの接種状況からみて感染拡大は時間の問題だろう。その結果、米国経済及び米国企業の決算については下方修正が相次ぐのではと懸念している。懸念どおりであれば予想EPSは落ち込むことになるが、これに加えて、FRBのタカ派化により、実質金利が上昇し予想PERが落ち込むとみている。

これ以外にサプライチェーン問題についても懸念している。ブラジルの経済相が「中国人がウイルスを発明し、彼らのワクチンは米国製よりも効果が低い」と発言したことが波紋を広げている。録画していることを気づかずに発言し、その後訂正されたが、心の内が示されている可能性がある。かねてより一部では中国製のワクチンの効果に対して疑問が浮上していたが、こうした発言を踏まえると、さらに注意深く見る必要があろう。中国からワクチン提供を受けていた新興国での感染が思いのほか抑制されないとなれば、世界のサプライチェーンに与える影響も大きい。

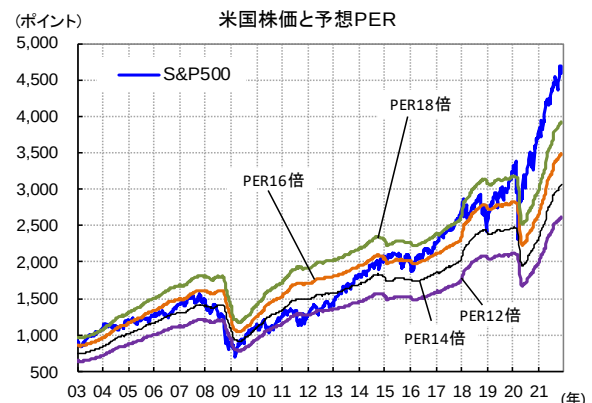
総じてみれば、株価は一時下落するだろう。もっともその後は、ワクチンの普及や治療薬への期待から買い戻され、結局は横ばい圏という見方をしている。

米国の景況感指数が高水準で推移するなかでも、株価の伸びは鈍化



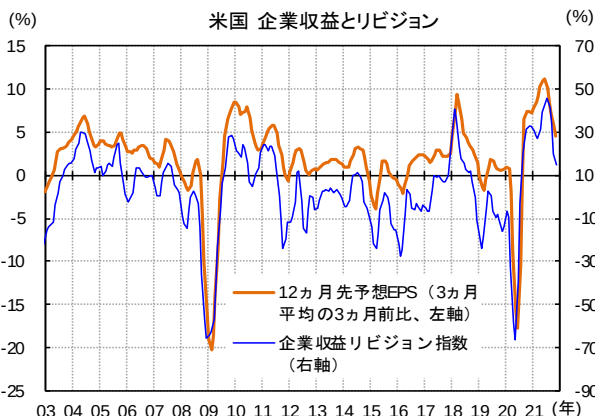
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想PERは足許 21.0 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

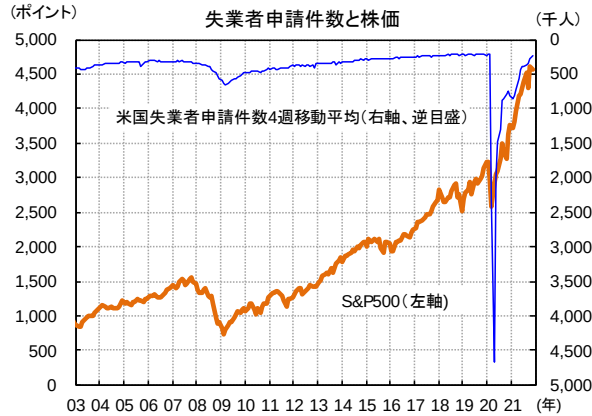
リビジョンインデックスは低下



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

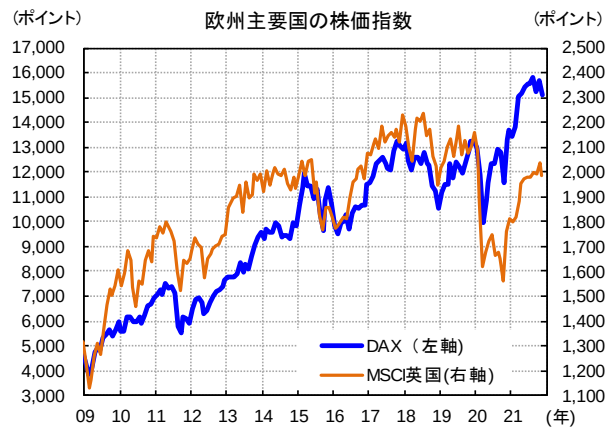
雇用情勢は回復を辿りつつ、株価は足許で調整



出所: Bloomberg より TDAM 作成

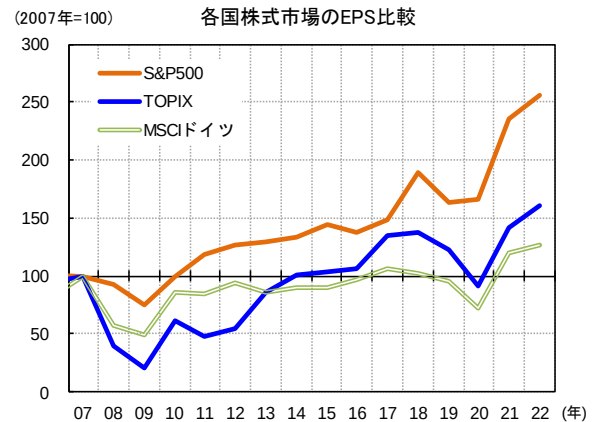
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

欧州の株価は足許上値重い状況



出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

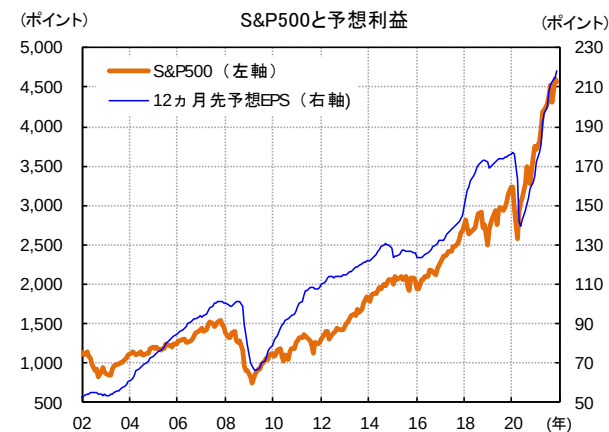
予想利益成長率(21年、22年)は、米国:42%、9%、日本:54%、14%、ドイツ:66%、5%



注: 19年までは実績EPS、20年以降は予想EPS

出所: 東京証券取引所、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

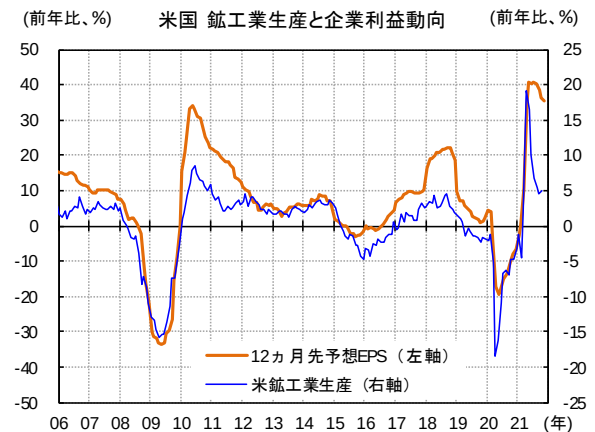
12ヵ月予想EPSは高値更新しつつも、先行きに要警戒



注: 12ヵ月先予想EPSは、S&P500のデータを使用。

出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

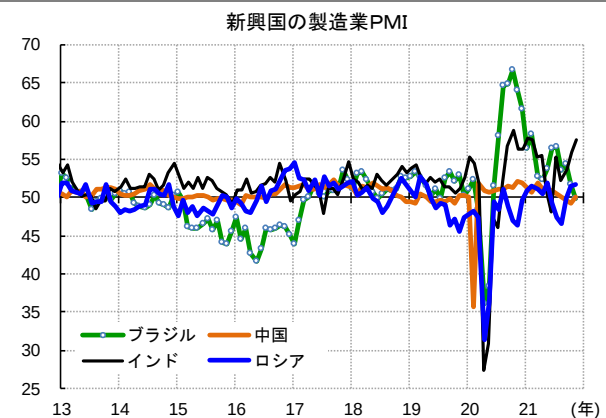
12ヵ月先予想EPSの伸び率は高水準を維持



注: 12ヵ月先予想EPSは、S&P500のデータを使用。

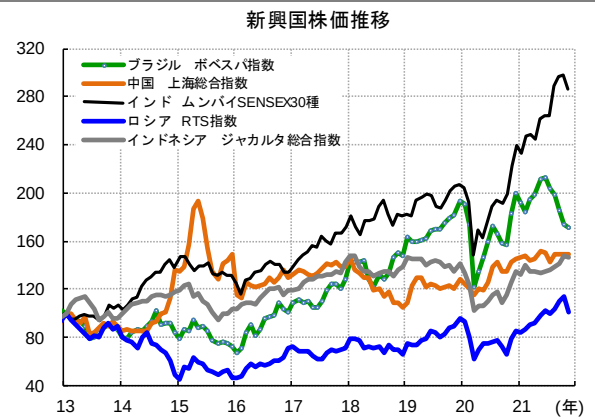
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドは比較的堅調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

足許は全般的に上値の重い展開



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、P31 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. 為替

3-1. ドル円

オミクロン株がもたらす不確実性が円高圧力として寄与しつつも、米国の金融政策タカ派化懸念がドル高圧力として寄与するなか横ばい圏での推移を予想。

2021年に入ってからドル円相場は振れを伴いながらも上昇基調で推移してきた。7月以降は横ばい圏の推移に移行したようにみえたが、9月下旬に米国金利が急上昇したこともあって再び円安基調で推移してきた。しかし、オミクロン株の影響が懸念され始めると、途端に「リスクオフの円高」とばかりに円高進行する場面がみられた。その際には、FRBの利上げに関する市場予想も後退し、米国金利上昇が「ドル高円安」を招くとの構図にヒビが入った形となった。ところが、パウエルFRB議長は議会公聴会で金融政策に関してタカ派の発言をした。すると再び為替は円安に振れる場面も見られた。

今後については、オミクロン株の動向によって上下に変動するとみているが、リスクオフの円高圧力も相応に寄与しよう。一方で、米国の金融政策のタカ派化が円安圧力に寄与しよう。

もっとも、日本円の実質実効為替レートは長期平均から29%ほど下方に乖離しており、円安基調を強めるとは考えにくい。よって、当面は横ばい圏で推移すると予想する。

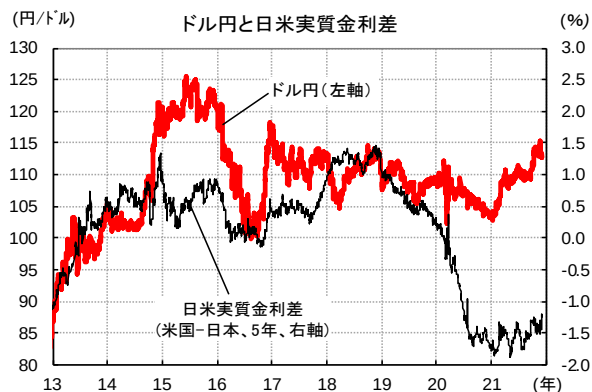
3-2. ユーロドル

FRBのタカ派化転換とECBのハト派姿勢が意識されてユーロ安が続くと予想。

前月、当社は「ユーロ圏経済は米国経済に比べて下振れリスクがあると思われるなか、ユーロドルはやや軟調に推移する可能性」との見通しを示したが、やはりユーロドルはユーロ安気味で推移してきた。もっとも、オミクロン株の感染者が米国よりも先に欧州の複数国で確認されたことも影響しただろう。当社はドイツのSPD(社会民主党)、緑の党、FDP(自由民主党)の3党による連立交渉については慎重にみており、これがユーロ安に寄与すると予想していた。それは緑の党とFDPの政策の違いが大きいと、難航する可能性を警戒していたためである。しかし、この点は杞憂に終わった。当初の予想よりも速やかに連立政権が成立しそうである。これによりユーロドル下落の材料は一つ減った。

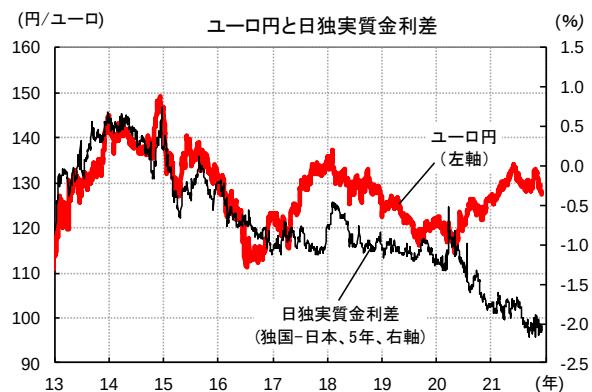
しかし今後もユーロドルの下落を予想している。その背景としては金融政策の違いがあげられる。FRBはこれまではハト派色の強かったパウエル議長からもタカ派的な発言が聞かれるなど、先行きFRBが金融引き締めに向けて動き出す可能性が懸念される。これまで低位で推移してきた米国の実質金利も急上昇しそうである。一方で、ECBはオミクロン株の脅威を前にハト派的な姿勢を見せている。これまでユーロが下落してきたことから自律反発の可能性や、米国でのオミクロン株の感染拡大懸念などユーロドル反発の材料もあるが、中央銀行の姿勢の違いがユーロ安に寄与しよう。足許で、投機筋とみられる投資家のユーロ売り越えポジションは限定的で、売り越え余地はまだ大きい。更なるユーロ安が進んでも違和感はない。当面はユーロ安が続くとみている。

実質金利差が概ね横ばい圏で推移するなか、ドル円が軟調



注: 実質金利は、5 年インフレーション率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

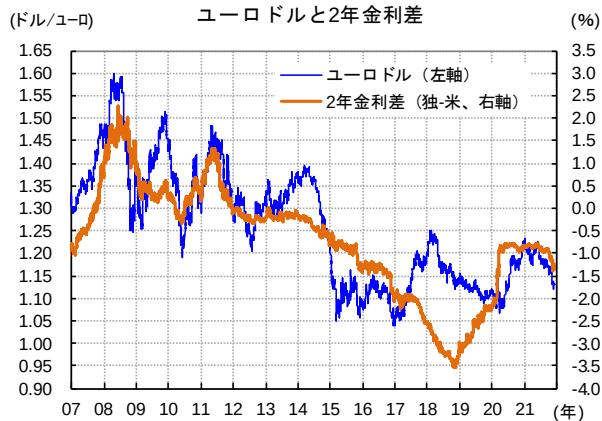
実質金利差が概ね横ばい圏で推移するなか、ユーロ円が軟調



注: 実質金利は、5 年インフレーション率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

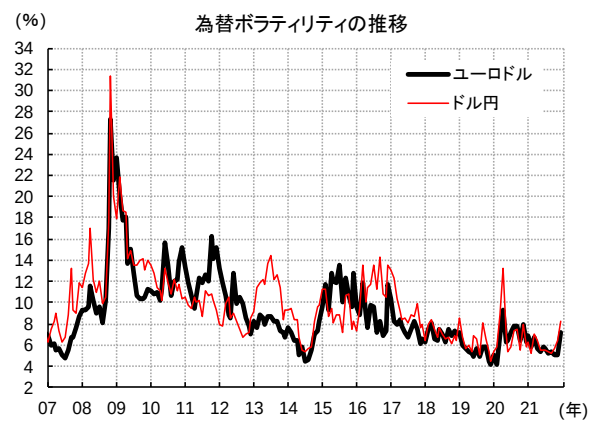
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

金利差はマイナス方向に拡大し、ユーロドルは下落



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ドル円、ユーロドルともにボラティリティは足許で上昇



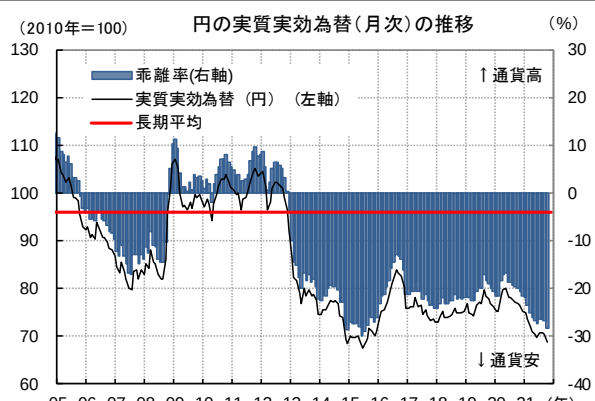
注: ボラティリティは、1ヵ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金属価格指数は高水準で推移



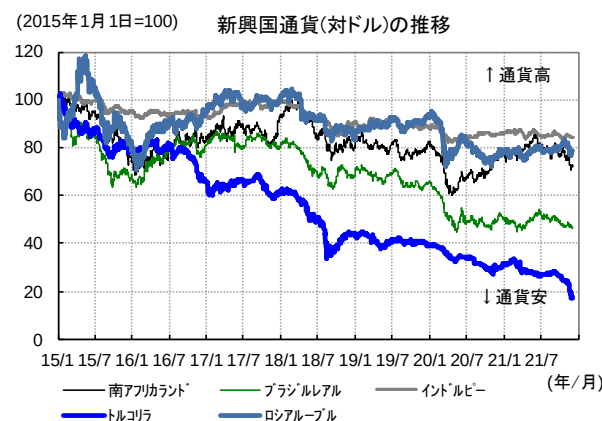
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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29%程度



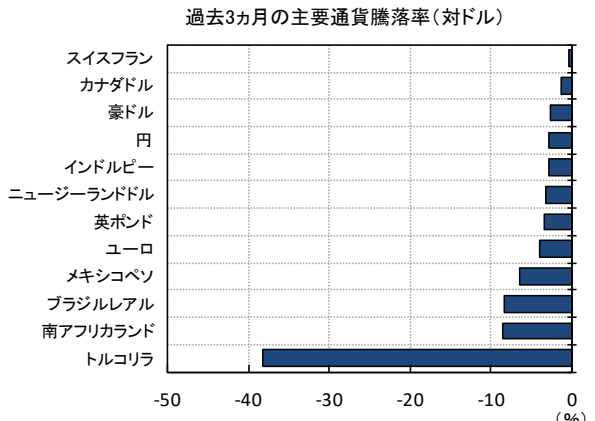
注: 「長期平均」は1995年1月～2020年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラは下落傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラ安が顕著であり、懸念材料



注: 計算期間は2021年8月31日～2021年11月30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、P31 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 2021年 11月5日	今月作成時 2021年 12月6日	2021年10~12月期		2022年1~3月期		2022年4~6月期		2022年7~9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	%	0.06	0.05	-0.10	~ 0.20	-0.10	~ 0.20	-0.10	~ 0.20	-0.10	~ 0.20
	TOPIX	ポイント	2,041	1,948	1,720	~ 2,090	1,720	~ 2,090	1,740	~ 2,110	1,740	~ 2,110
	日経平均	円	29,612	27,927	24,600	~ 29,900	24,600	~ 29,900	24,800	~ 30,200	24,800	~ 30,200
米国	FFレート	%	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00	~ 0.25	0.00	~ 0.25	0.00	~ 0.50	0.00	~ 0.50
	10年国債利回り	%	1.45	1.44	1.20	~ 1.80	1.20	~ 1.80	1.30	~ 1.90	1.30	~ 1.90
	S&P500	ポイント	4,698	4,592	3,990	~ 4,860	3,990	~ 4,860	4,030	~ 4,910	4,030	~ 4,910
	NY ダウ	ドル	36,328	35,227	30,430	~ 37,000	30,430	~ 37,000	30,730	~ 37,370	30,730	~ 37,370
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	%	-0.28	-0.39	-0.60	~ 0.00	-0.60	~ 0.00	-0.60	~ 0.00	-0.50	~ 0.05
	DAX	ポイント	16,054	15,381	13,500	~ 16,380	13,500	~ 16,380	13,700	~ 16,630	13,700	~ 16,630
為替	ドル円	円/ドル	113.41	113.48	108	~ 116	108	~ 116	108	~ 116	108	~ 116
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.157	1.129	1.08	~ 1.17	1.07	~ 1.16	1.06	~ 1.15	1.05	~ 1.14
	ユーロ円	円/ユーロ	131.19	128.06	124	~ 134	123	~ 133	122	~ 132	121	~ 131

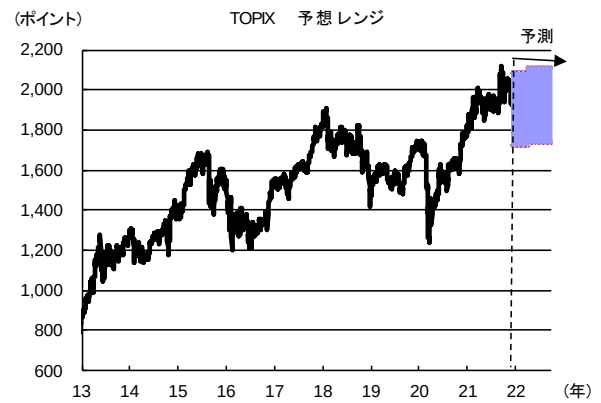
出所: 東京証券取引所、日本経済新聞社、スタンダード・&・プアーズよりTDAM作成。TDAM予想。

〔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〕

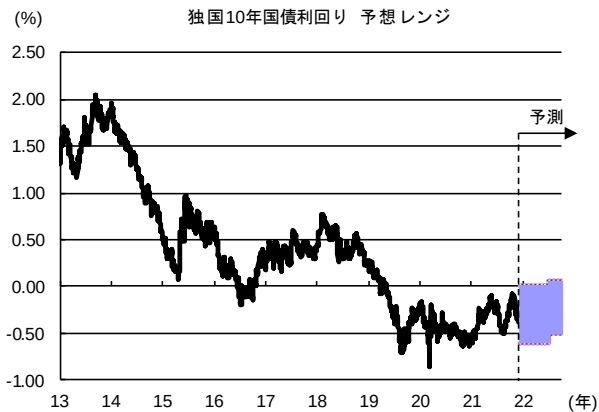


出所: BloombergよりTDAM作成

*「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、P31 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。

〔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、P31 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
		12/1 (米)11月ISM製造業景況指数 (米)10月建設支出	12/2 (日)11月消費者態度指数	12/3 (米)11月ISM非製造業景況指数 (米)11月雇用統計
12/6	12/7 (日)10月家計調査 (中)11月貿易収支 (米)10月貿易収支	12/8 (日)11月景気ウォッチャー調査 (日)7-9月期GDP(二次速報値)	12/9 (中)11月CPI	12/10 (米)10月CPI (米)12月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
12/13 (日)10月機械受注	12/14 (米)11月NFIB中小企業楽観指数	12/15 (中)11月鉱工業生産 (中)11月固定資産投資 (中)11月小売売上高 (米)11月小売売上高 (米)10月企業在庫 (米)12月NY連銀製造業景況指数 (米)12月NAHB住宅市場指数 (米)FOMC結果発表	12/16 (日)11月貿易収支 (ユーロ圏)ECB理事会 (英)BOE金融政策委員会(結果発表) (米)11月鉱工業生産 (米)11月住宅着工・建設許可件数 (米)12月フィラデルフィア連銀景況指数	12/17 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (独)12月IFO景況感指数
12/20 (米)11月景気先行指数	12/21	12/22 (米)11月中古住宅販売件数 (米)7-9月期GDP(確報値) (米)7-9月期個人消費支出	12/23 (米)11月新築住宅販売件数 (米)11月耐久財受注(速報値)	12/24 ◎Christmas Eve 欧州休場 (日)11月CPI
12/27	12/28 (日)11月失業率 (米)10月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)12月消費者信頼感指数	12/29 (ユーロ圏)10月マネーサプライ (米)11月中古住宅販売仮契約指数	12/30	12/31 ◎大晦日 (中)12月製造業PMI

注: 12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、P31 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、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 0.550%または1口(設定時1口1万円)あたり 250 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) 報酬額には消費税相当額が上乗せされます。
- (3) 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。)
- (4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。
- ※ 投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はお客様のご負担となります。
- ※ 上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または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。