

# 投資環境レポート

2022 年 5 月

本資料は 2022 年 5 月 10 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】

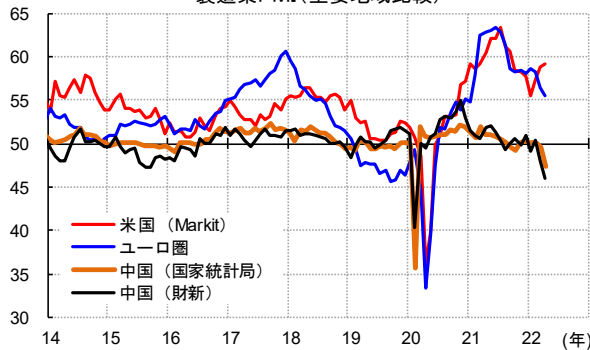
	IMF見通し			四半期実績		
	21年	22年	23年	21年 7-9月	21年 10-12月	22年 1-3月
<b>世界全体</b>	5.9	4.4	3.8			
<b>先進国</b>	5.0	3.9	2.6			
アメリカ	5.6	4.0	2.6	4.9	5.5	3.6
日本	1.6	3.3	1.8	1.2	0.4	
英国	7.2	4.7	2.3	6.9	6.6	
ユーロ圏	5.2	3.9	2.5	4.1	4.7	5.0
ドイツ	2.7	3.8	2.5	2.8	1.8	4.0
フランス	6.7	3.5	1.8	3.5	5.5	5.3
イタリア	6.2	3.8	2.2	3.9	6.2	5.8
スペイン	4.9	5.8	3.8	3.5	5.5	6.4
カナダ	4.7	4.1	2.8	3.8	3.3	
<b>新興国</b>	6.5	4.8	4.7			
ブラジル	4.7	0.3	1.6	4.0	1.6	
ロシア	4.5	2.8	2.1	4.0	5.0	
インド	9.0	9.0	7.1	8.5	5.4	
中国	8.1	4.8	5.2	4.9	4.0	4.8
ASEAN5	3.1	5.6	6.0	1.0	4.7	

注: (1) IMF 見通しは、2022年4月時点。2022年、2023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

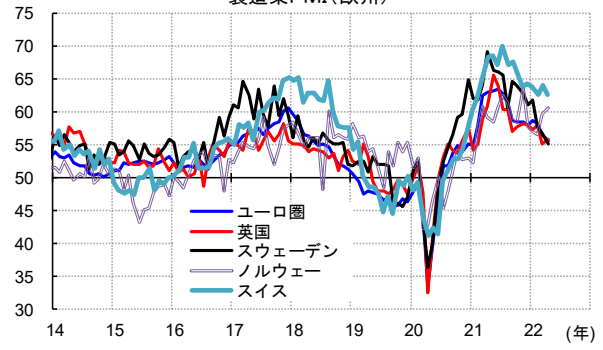
## 【世界製造業景況感の推移】

製造業PMI(主要地域比較)



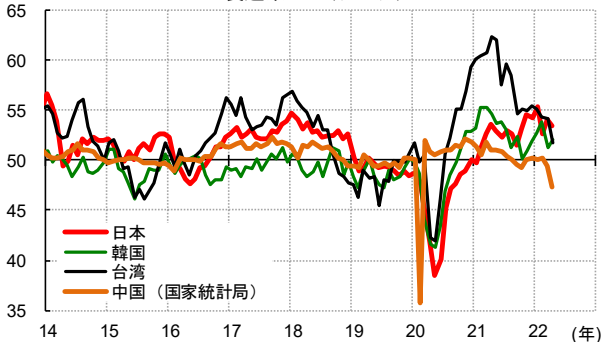
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(欧州)



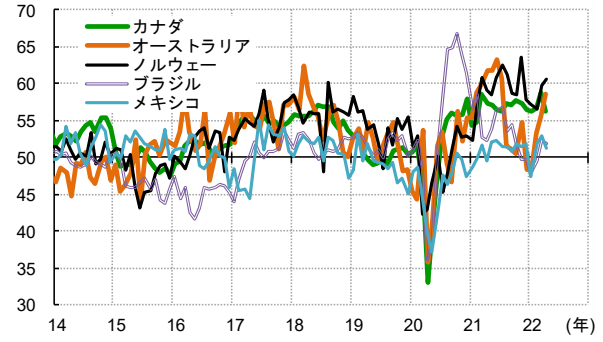
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(アジア)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(資源国)



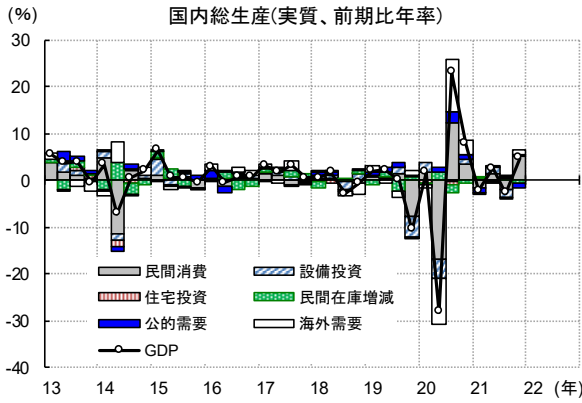
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

## 1. 日本経済

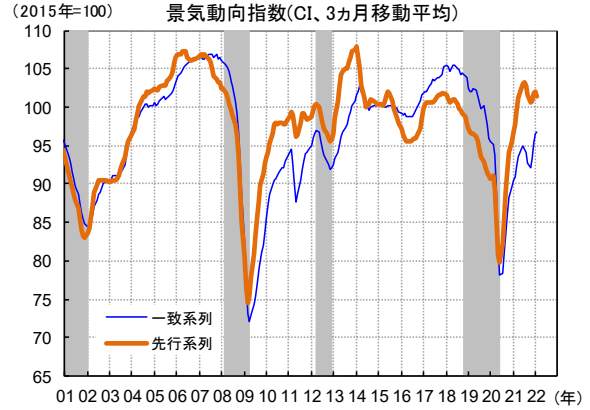
新型コロナウイルスの新規感染者数が減少傾向となるなか、消費の先行きには明るさも見え始め、緩やかな持ち直しを予想

### 10-12月期は民間消費が成長をけん引



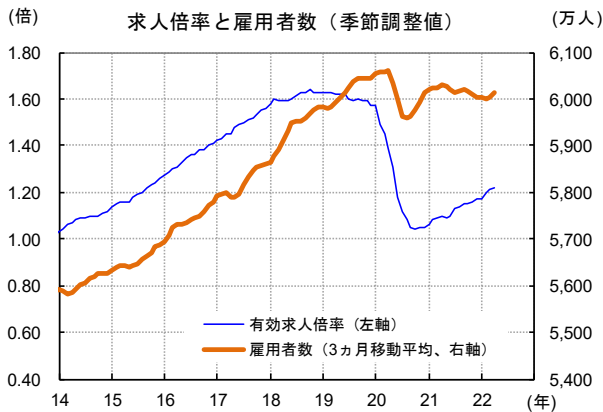
出所: 内閣府、BloombergよりTDAM作成

### 新型コロナウイルスの感染がやや落ち着き、明るい兆し



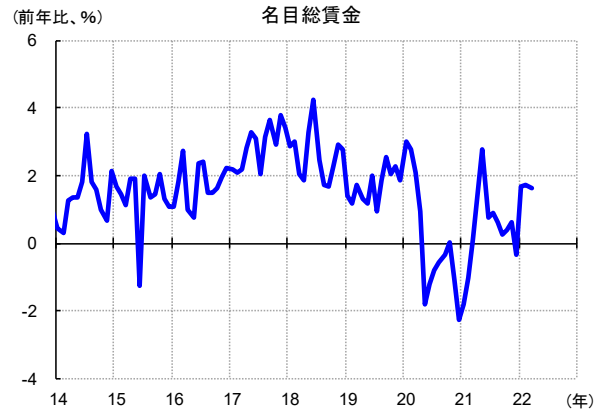
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 内閣府、BloombergよりTDAM作成

### 有効求人倍率は改善基調



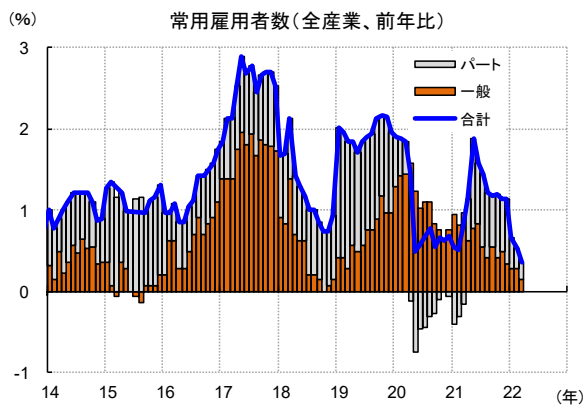
出所: 総務省、厚生労働省、BloombergよりTDAM作成

### 名目総賃金は前年比プラス圏



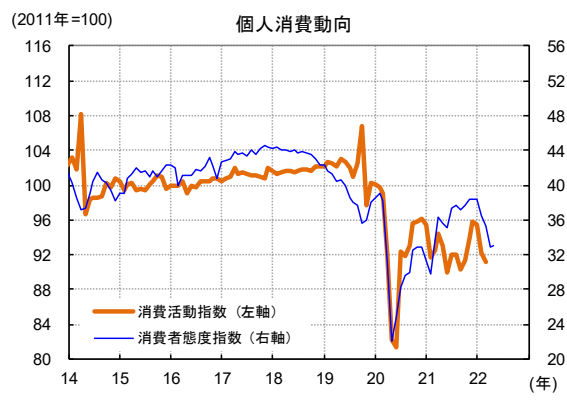
出所: 厚生労働省、BloombergよりTDAM作成

### 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

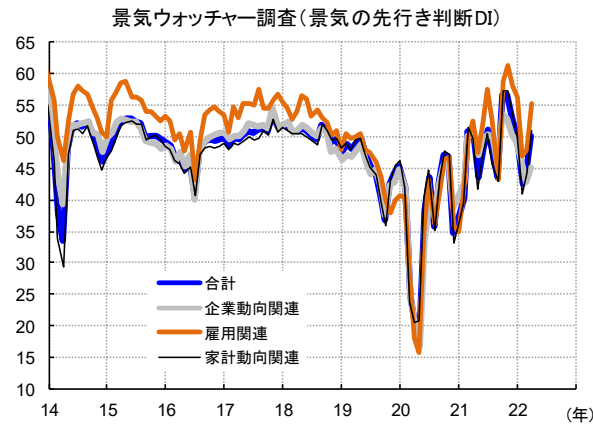
### 消費者態度指数は足許で悪化するも、次第に持ち直す見込み



出所: 日本銀行、内閣府、BloombergよりTDAM作成

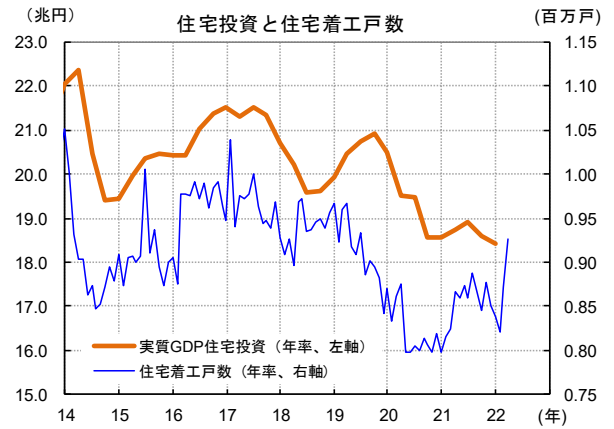
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認い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

街角景気見通しは、当社の予想通り改善、今後も改善基調を予想



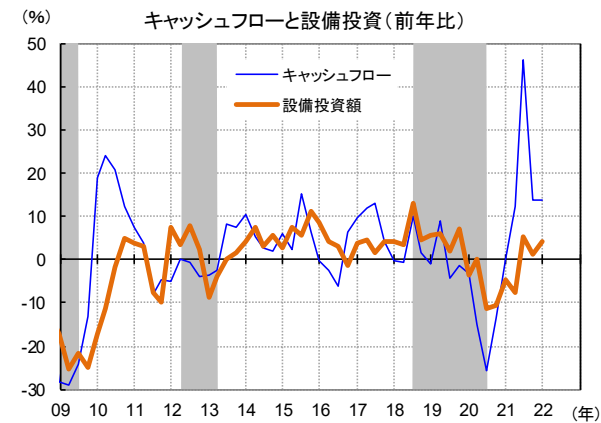
出所: 内閣府、BloombergよりTDAM作成

住宅着工戸数は持ち直しの動き



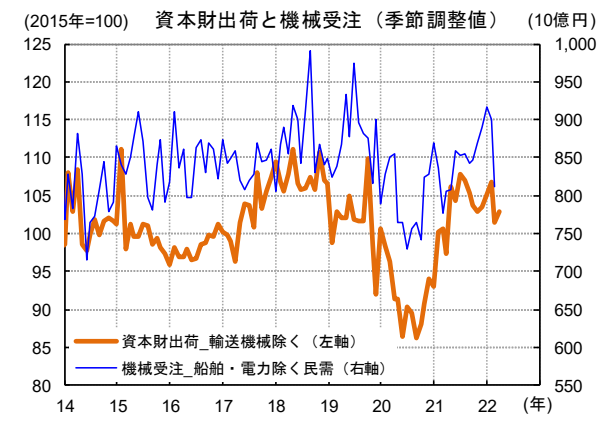
出所: 内閣府、国土交通省、BloombergよりTDAM作成

設備投資額(前年比)はプラス圏で推移



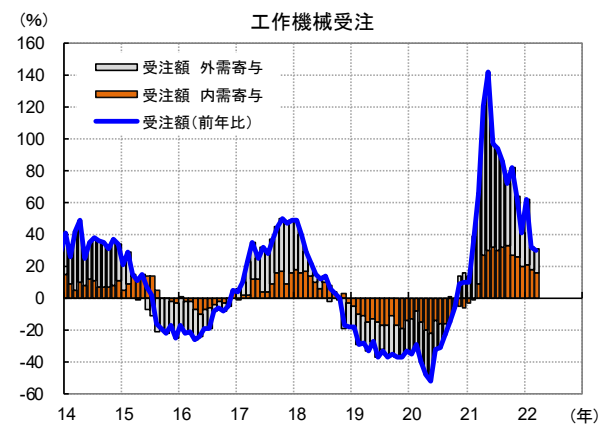
注: キャッシュフロー=経常利益(税金相当50%控除)+減価償却費。  
 グレー部分は景気後退期をあらわす。  
 出所: 財務省、内閣府、FACTSETよりTDAM作成

機械受注の持ち直しに陰り



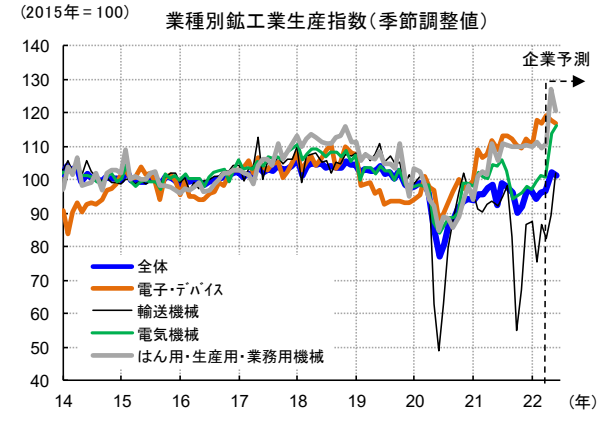
出所: 内閣府、経済産業省、BloombergよりTDAM作成

工作機械受注(前年比)はプラスを維持



出所: 日本工作機械工業会、BloombergよりTDAM作成

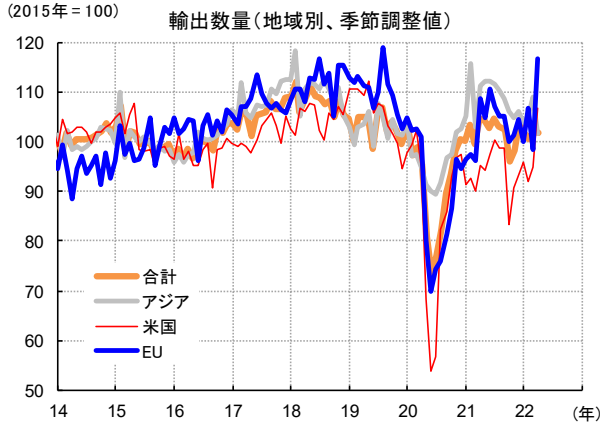
一部には先行きに慎重な見方



出所: 経済産業省、BloombergよりTDAM作成

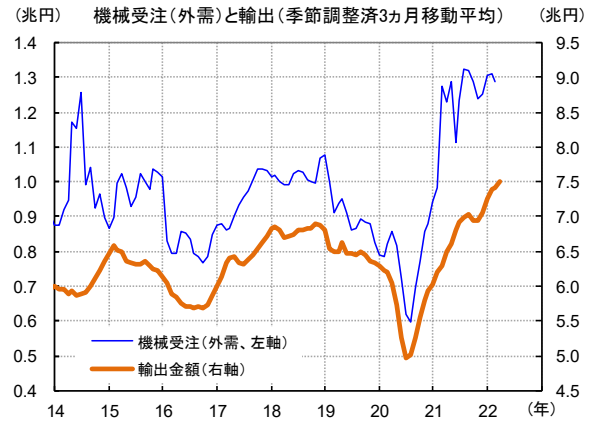
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したのですが、その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認い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

地域間ではばらつきがありつつも、合計は概ね横ばい圏



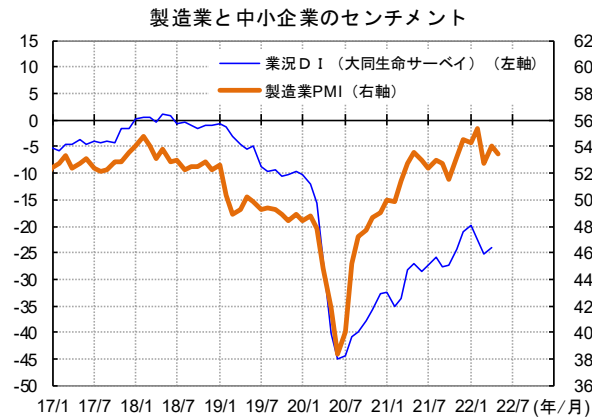
出所: 財務省、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

機械受注(外需)は依然として高水準



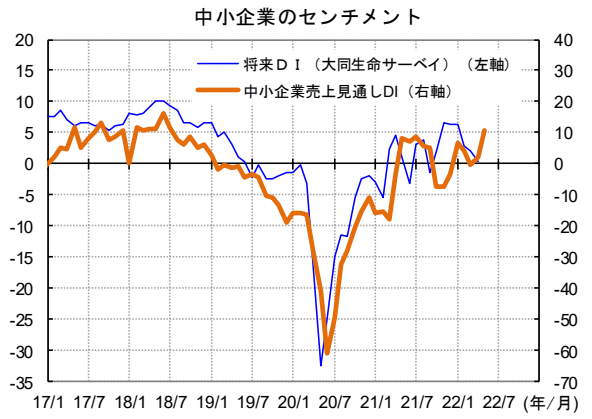
出所: 財務省、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

業況DI(大同生命サーベイ)の改善基調は一服気味



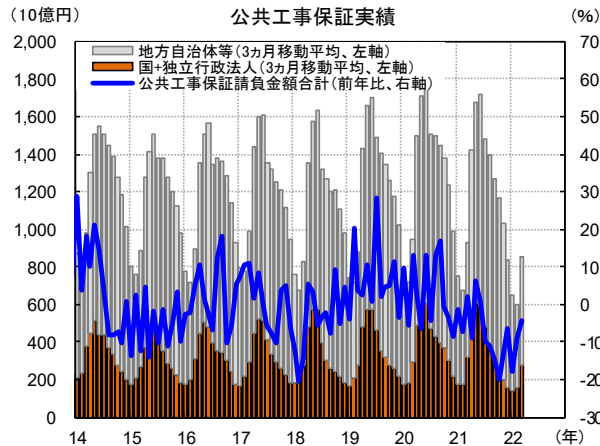
出所: 大同生命サーベイ(2022年3月)、マークイット、Bloomberg より TDAM 作成

将来DI(大同生命サーベイ)はプラス圏を維持



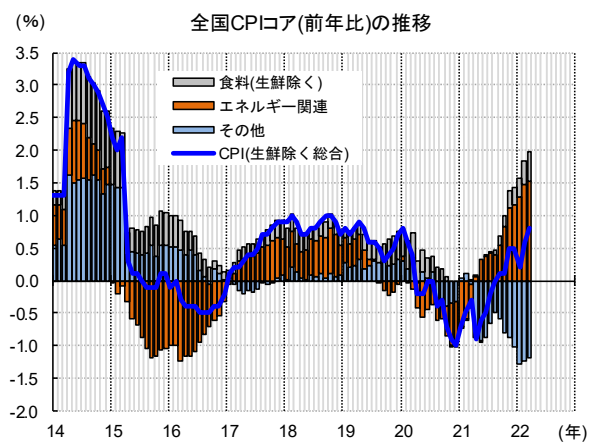
出所: 大同生命サーベイ(2022年3月)、日本政策金融公庫、Bloomberg より TDAM 作成

今後は拡大が見込まれる公共工事



出所: 公共工事前払金保証統計より TDAM 作成

GPI(生鮮除く総合)の前年比は0.8%



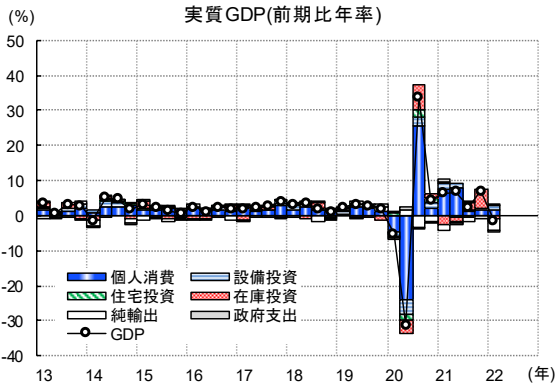
出所: 総務省、Bloomberg より TDAM 作成

【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、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

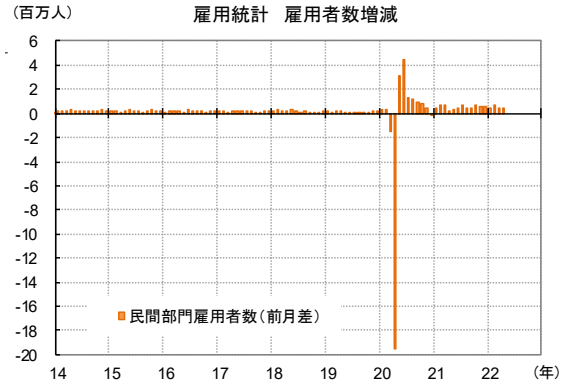
雇用市場は極めて堅調であり、これが個人消費の下支えに寄与しよう。ただし、経済成長自体は緩やかなペースにとどまると予想

経済成長率: 1-3 月期 GDP 成長率は純輸出の影響からマイナス 1.4% 成長



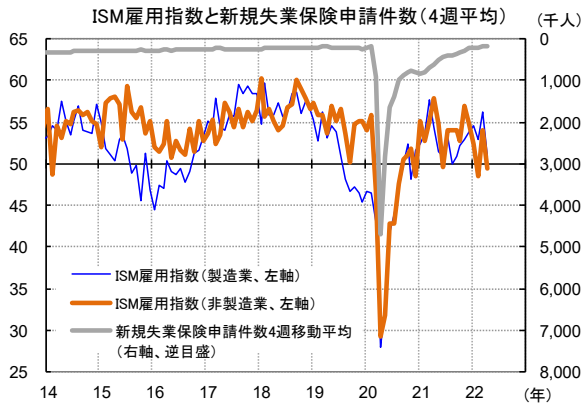
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用動向が賃金に与える影響に注意



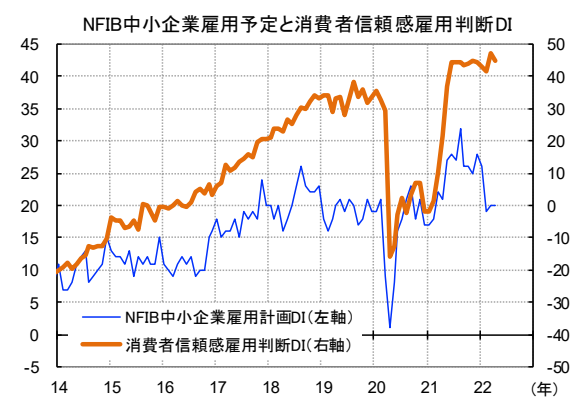
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 新規失業保険申請件数は低水準を維持



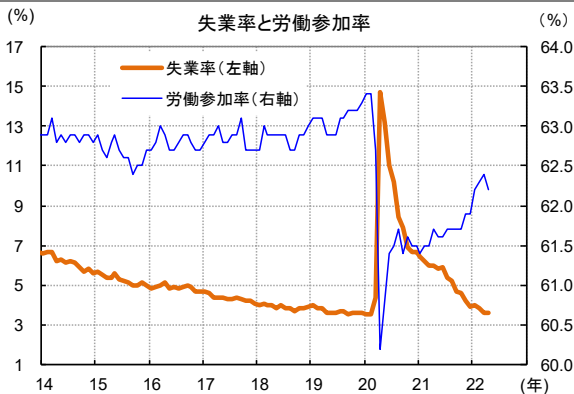
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 消費者は雇用市場に強気な見通し



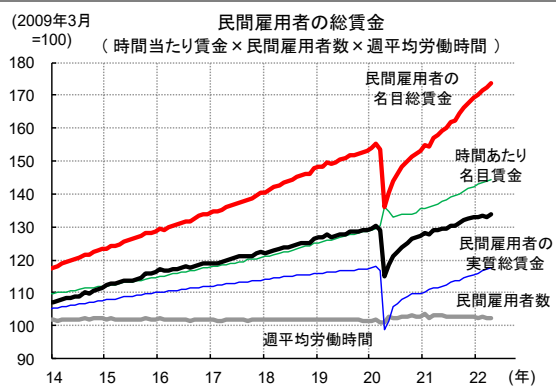
注: NFIB(全米独立企業連盟)  
消費者信頼感雇用判断DI=職が豊富=職を見つけるのが困難  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 労働参加率は足許で低下しつつも改善基調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

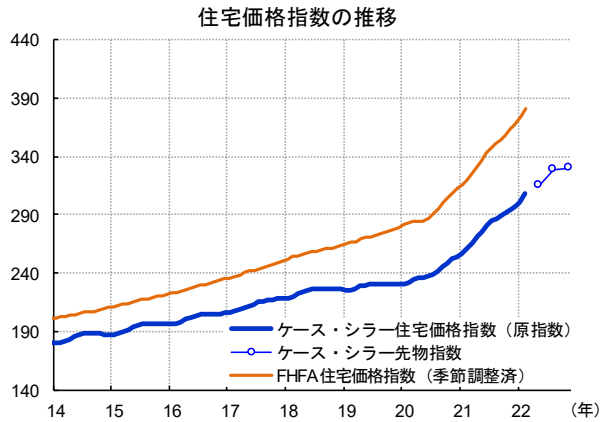
労働市場: 概ね改善傾向



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

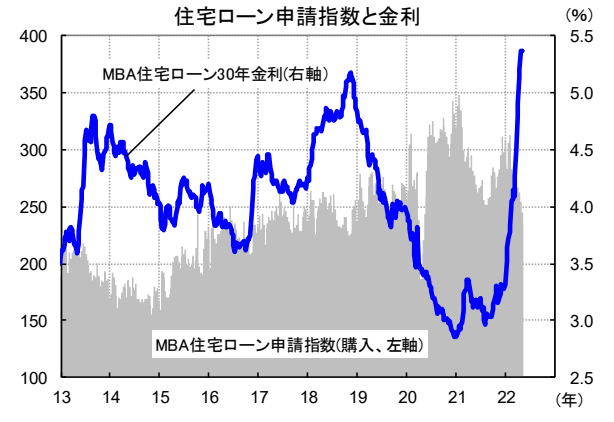
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



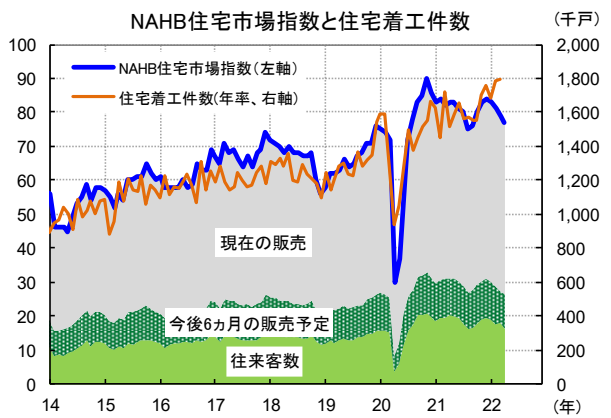
注: FHFA(米連邦住宅金融局)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 先行きはローン金利上昇が過度な需要の調整に寄与する見通し



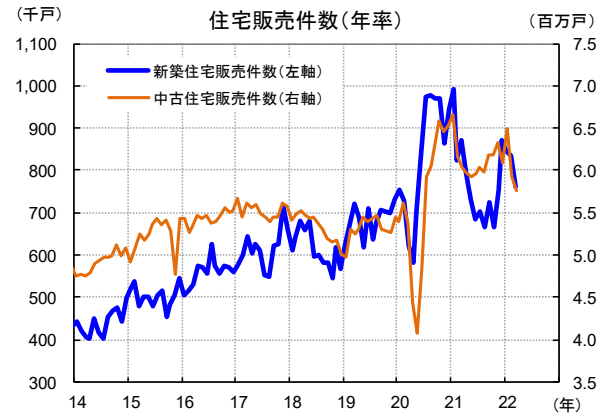
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: NAHB 住宅指数はやや低下



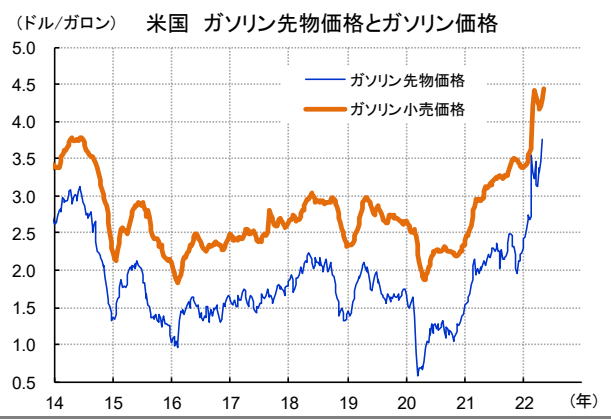
注: NAHB(全米住宅建設業者協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 金利上昇が重しとなる可能性



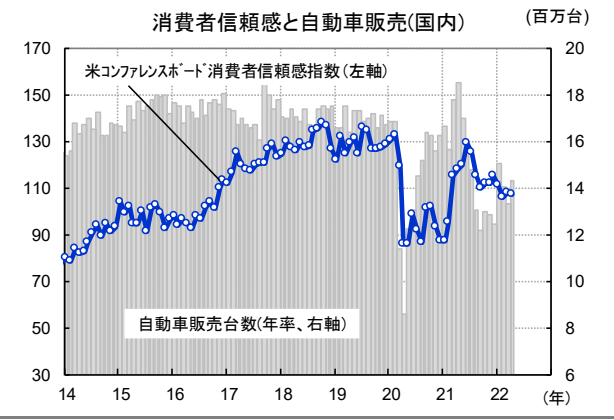
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

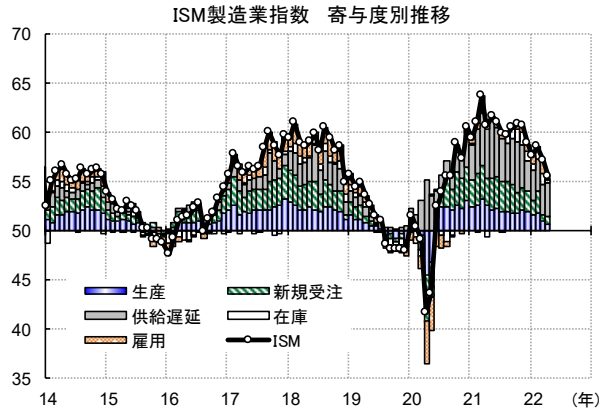
個人消費: 自動車販売台数は比較的低水準で推移



注: 米コファレンスボード(全米産業審議会。米国の経済団体、労働組合などで構成する非営利の民間調査機関)。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

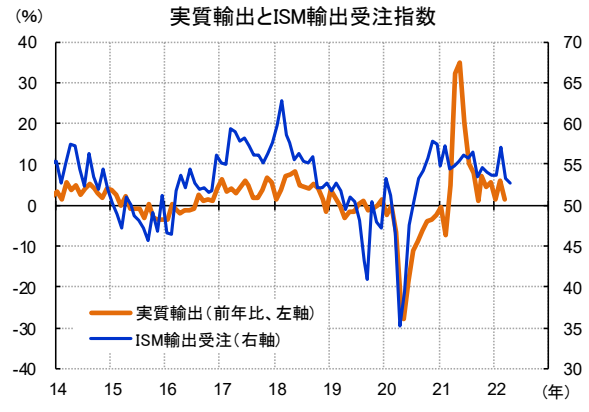
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(4月)は55.4に低下



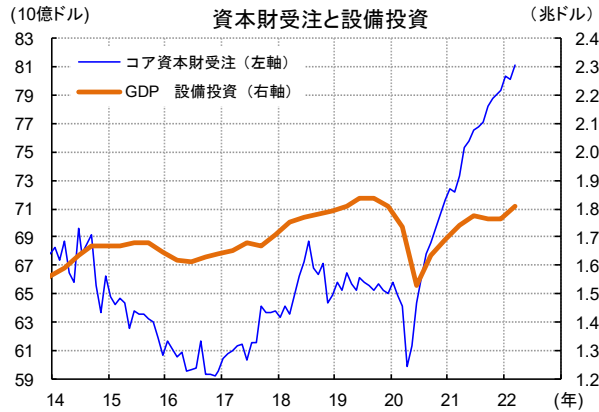
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注はやや軟調



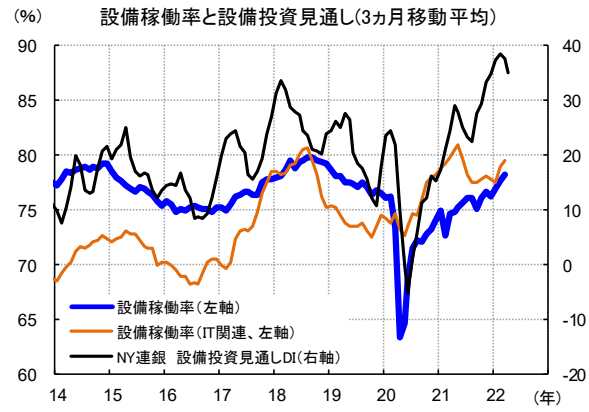
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資項目は増加



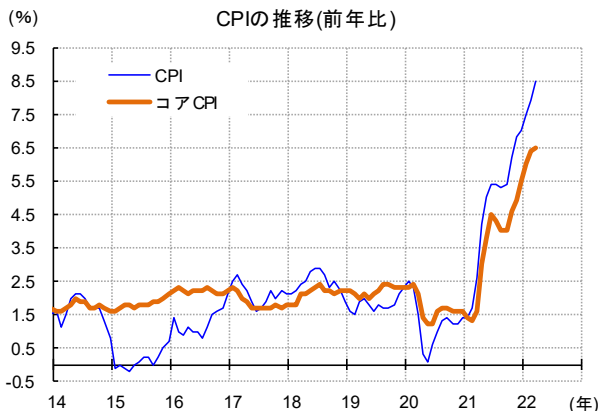
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備投資見通しは概ね堅調



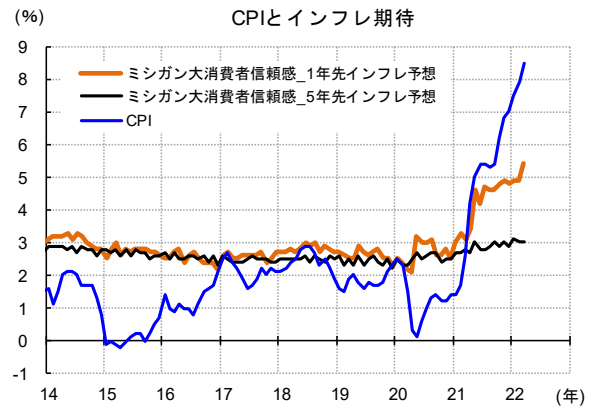
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は6.5%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1年先のインフレ予想は5.4%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

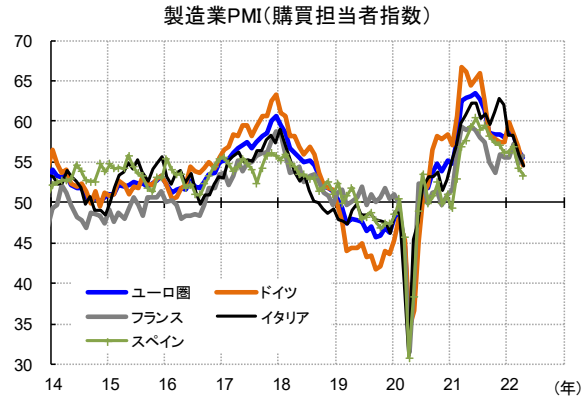
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



### 3. 欧州経済

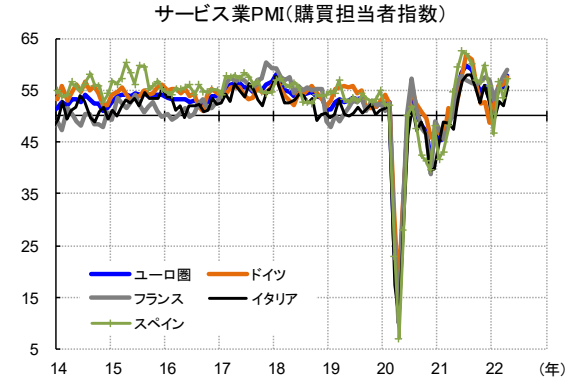
当社の予想通り、ロシアのウクライナ侵攻が企業や消費者のマインドを下押ししており、先行きは厳しい状況を予想

企業景況感: ウクライナ情勢が重しとなり軟調



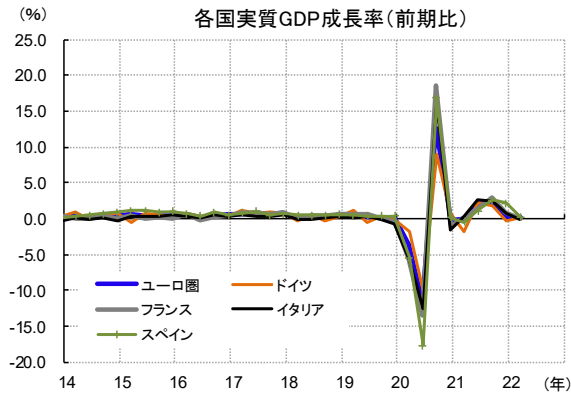
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: 比較的堅調であるものの先行きについては不透明



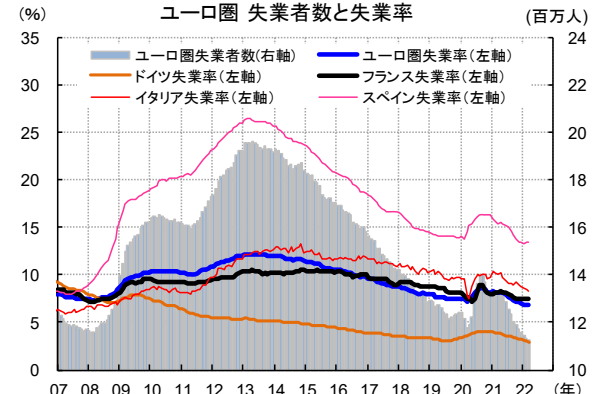
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 1Qのユーロ圏GDP成長率は前期比0.2%成長



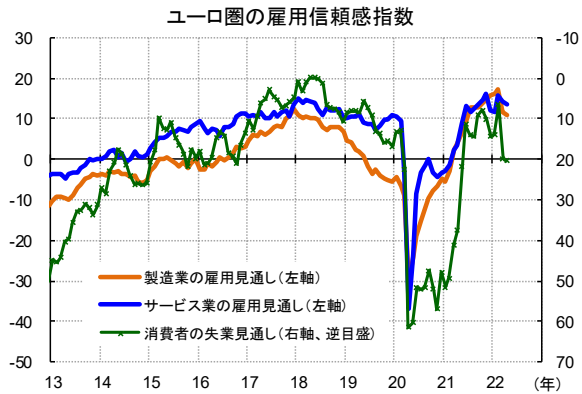
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: スペインでは改善基調に陰り



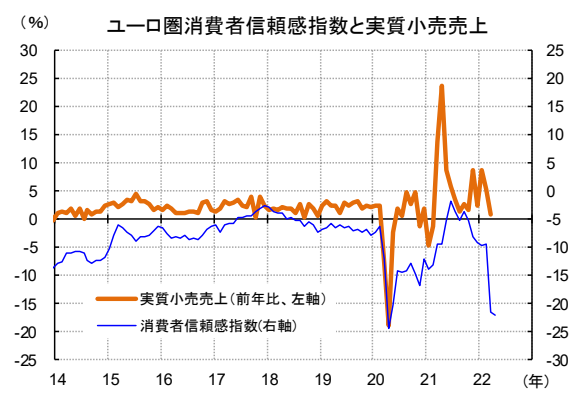
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 消費者は慎重な見通し



出所: Bloomberg より TDAM 作成

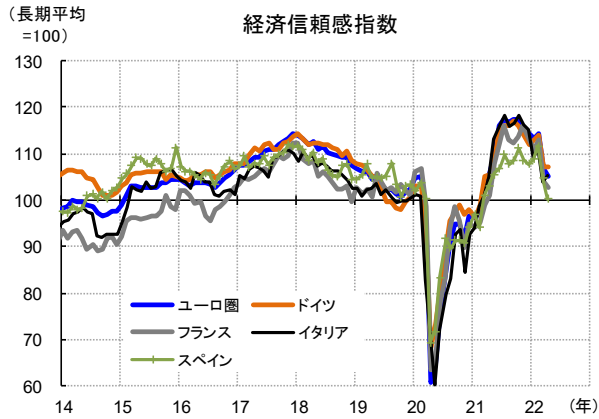
消費: 消費者信頼感は冴えない状況



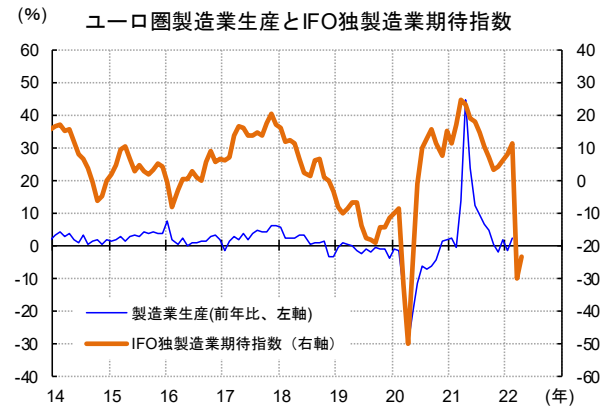
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

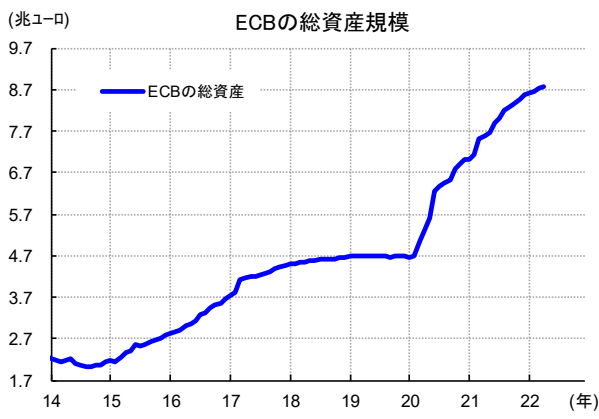
景況感指数: 総じて軟調



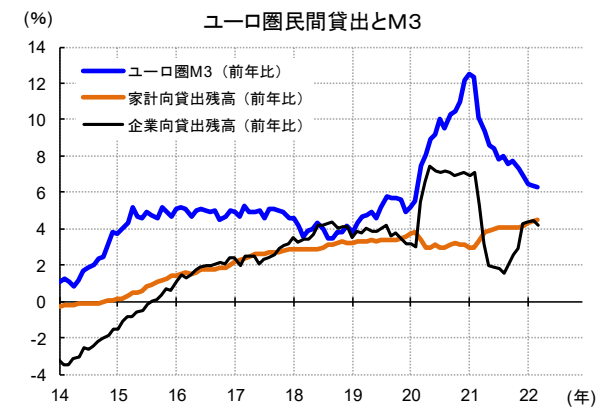
企業活動: 足許では製造業の期待指数が大幅に悪化後にやや反発



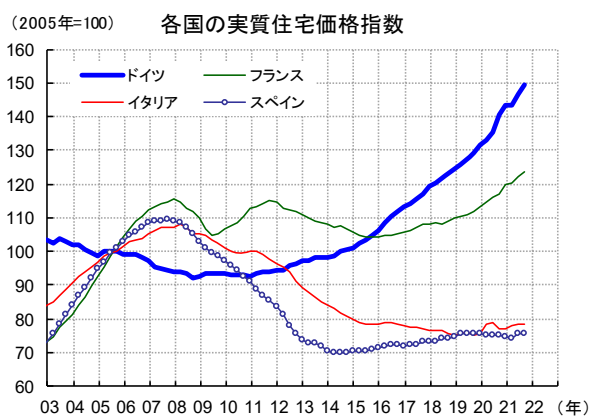
金融: ECB の総資産規模は拡大基調



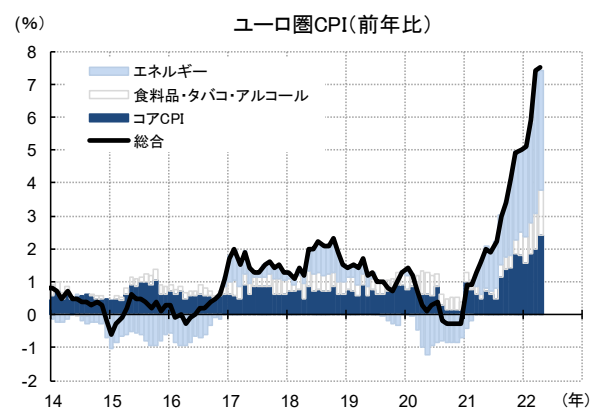
信用: M3 は伸び率が鈍化傾向



住宅価格: ドイツの住宅価格は上昇基調



物価: 4月の総合CPI(前年比)は7.5%

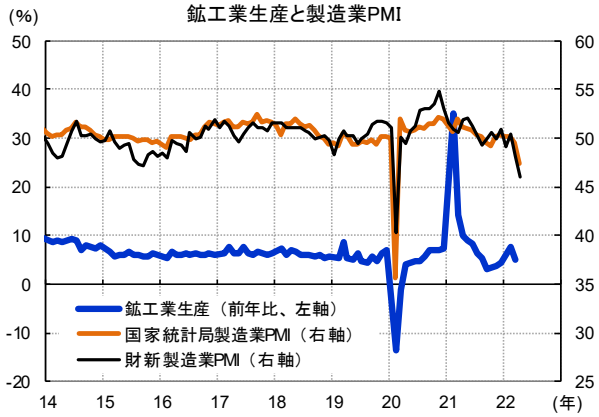


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

## 4. 中国経済

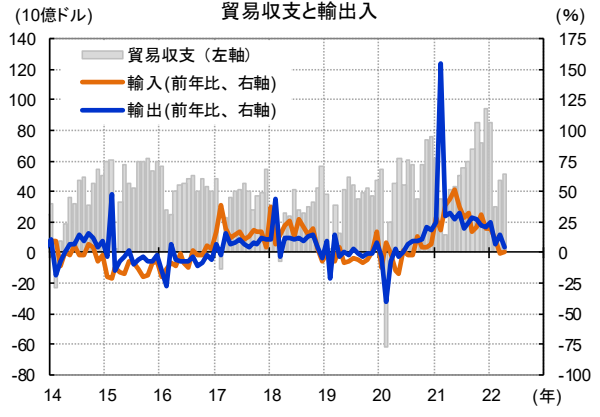
ゼロ・コロナ戦略下での一部主要都市ロックダウンが重しとなりつつも、政府主導で景気の下支えを行う公算

### 景況感: 製造業 PMI は大幅に悪化



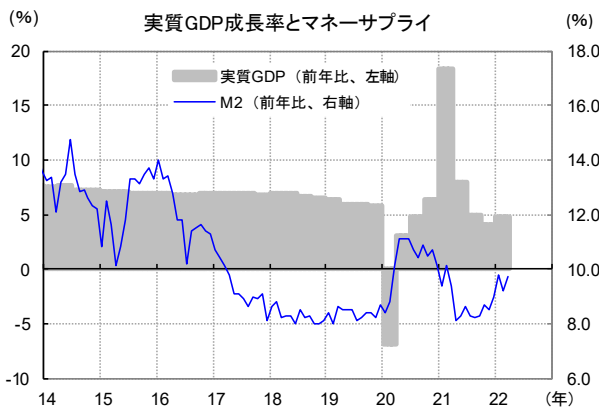
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 貿易: 伸び率が鈍化傾向



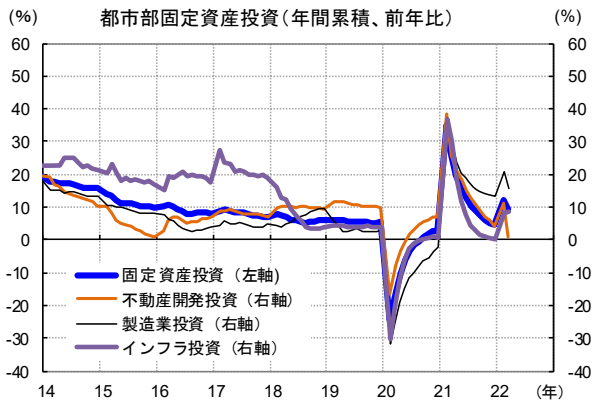
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 経済成長率: 1-3 月期は前年比 4.8% 成長



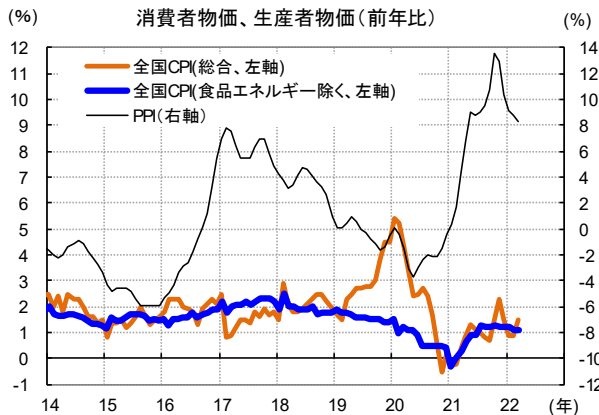
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 投資: 規制が緩み回復に向かうと期待される不動産投資



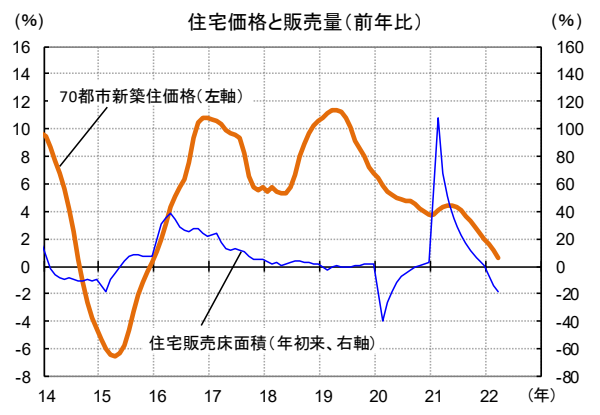
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 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

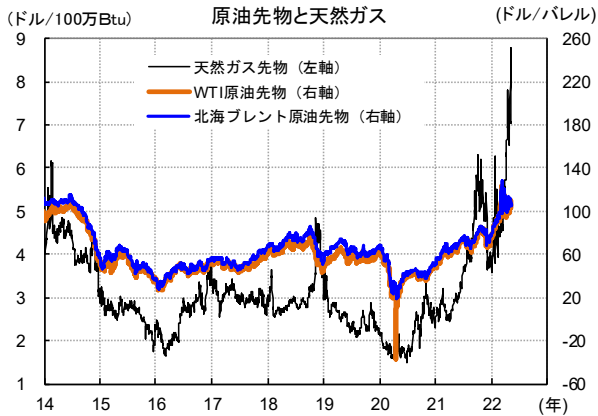


出所: Bloomberg より TDAM 作成

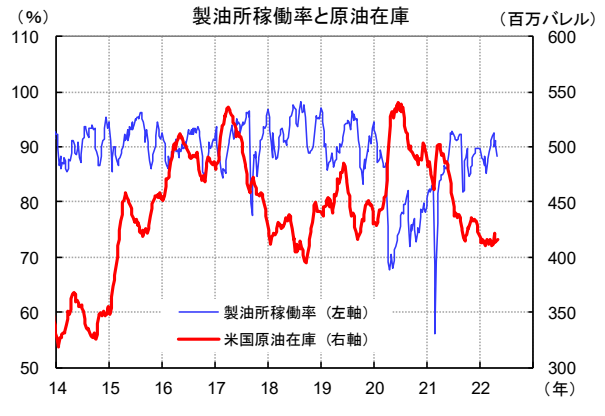
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

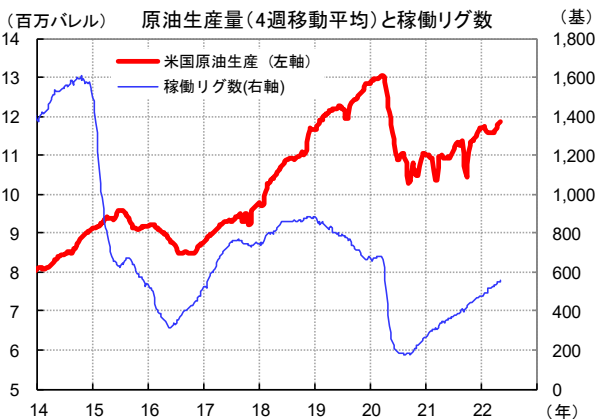
### (1) 資源関連



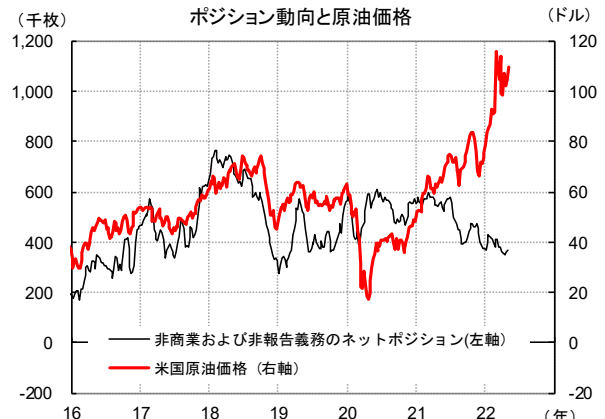
出所: Bloomberg より TDAM 作成



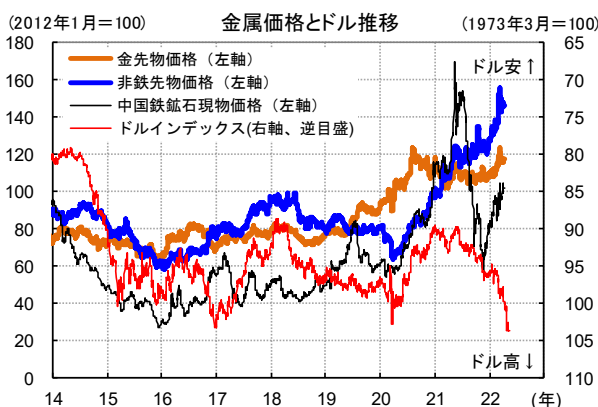
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

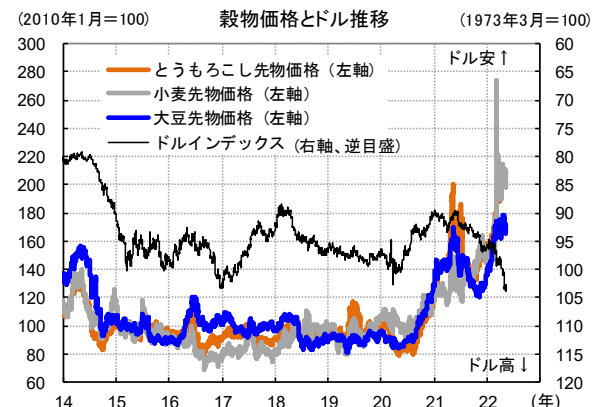


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

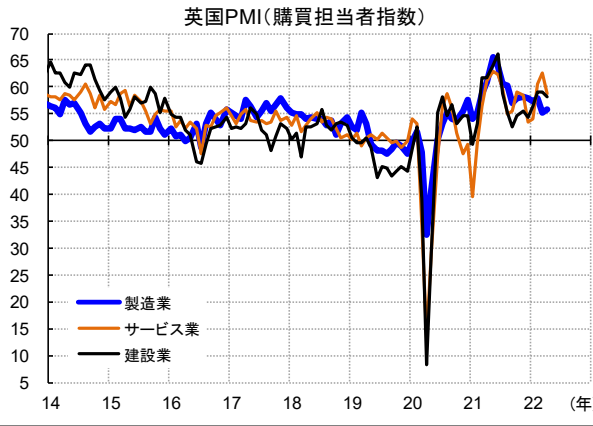


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

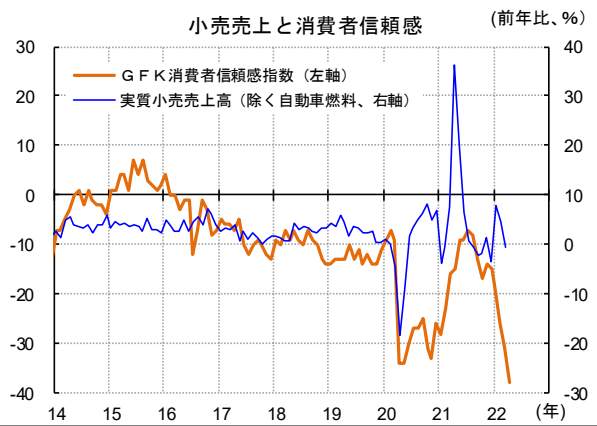
出所: Bloomberg より TDAM 作成

**【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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

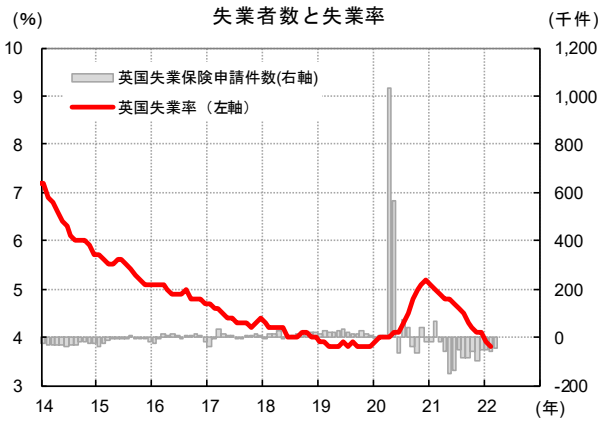
(2) 英国経済



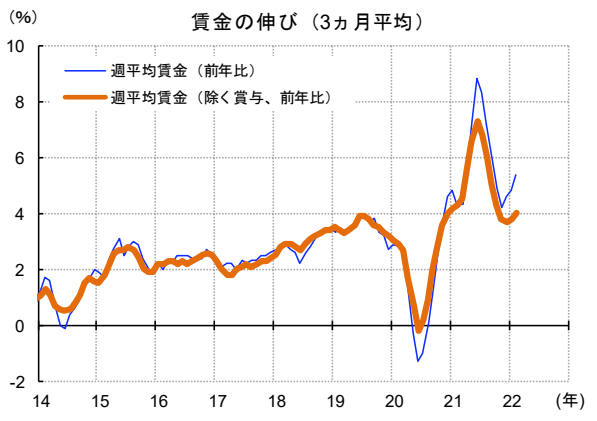
出所: Bloomberg より TDAM 作成



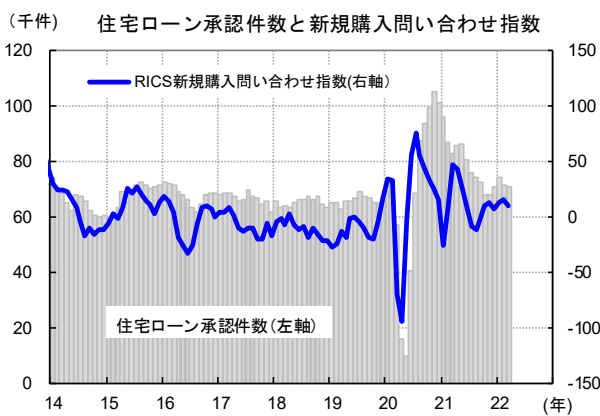
出所: Bloomberg より TDAM 作成



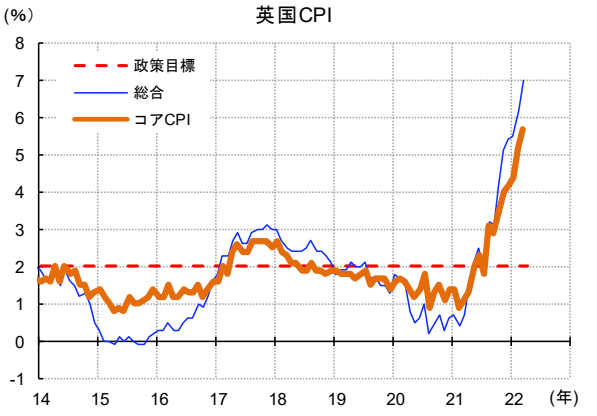
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



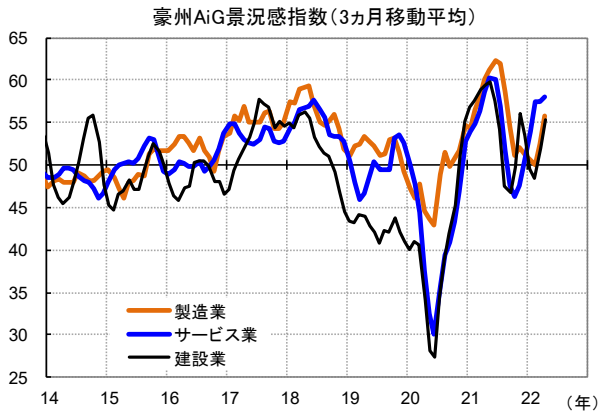
出所: Bloomberg より TDAM 作成



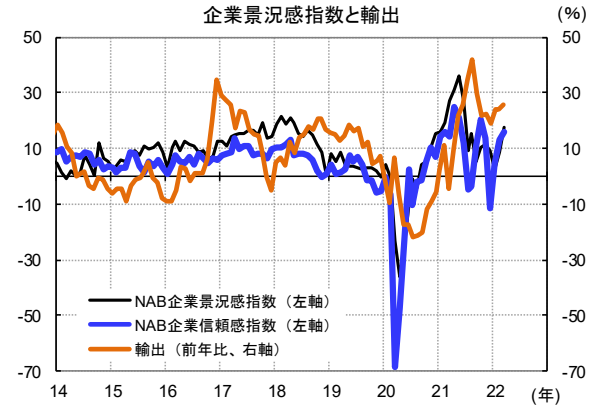
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、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) オーストラリア経済



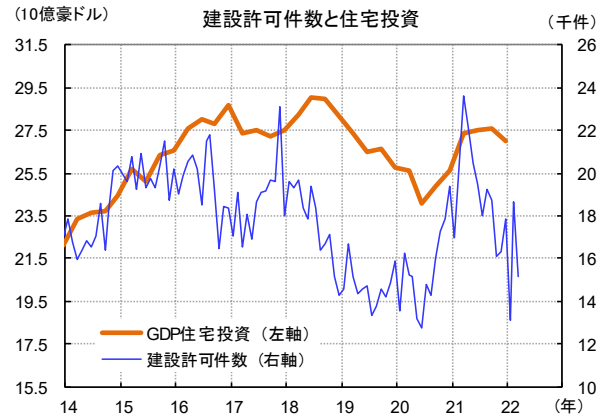
注: AiG(豪州産業グループ)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成



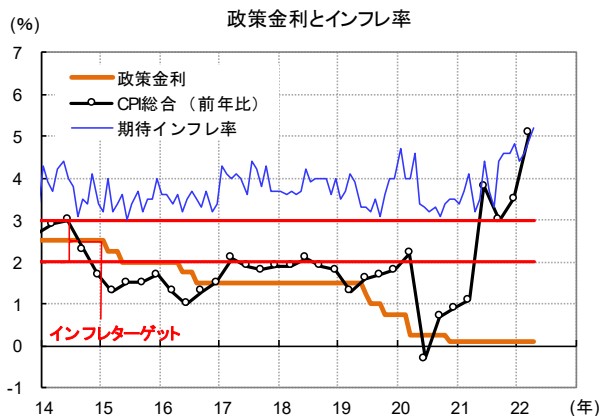
出所: Bloomberg より TDAM 作成



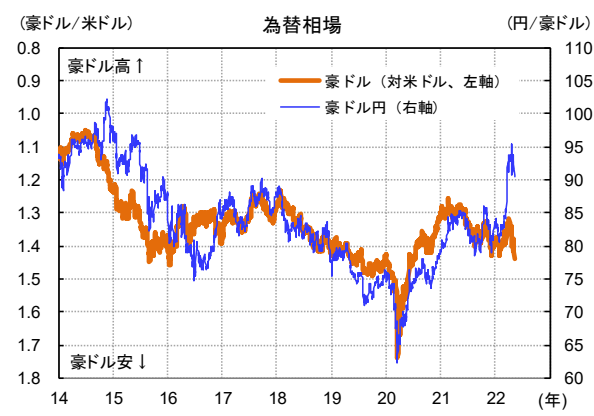
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

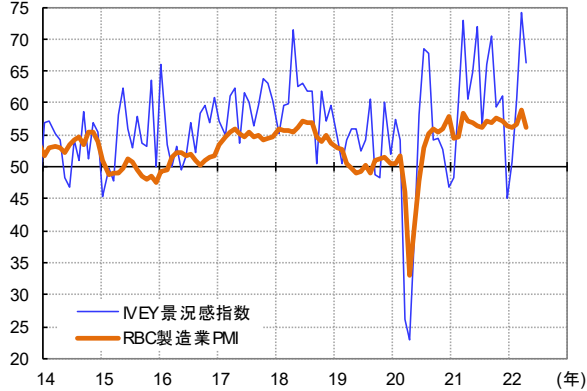


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

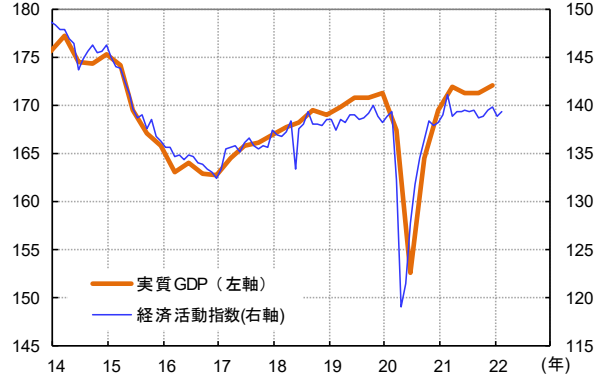
#### (4) カナダ・ブラジル経済

カナダ製造業PMI



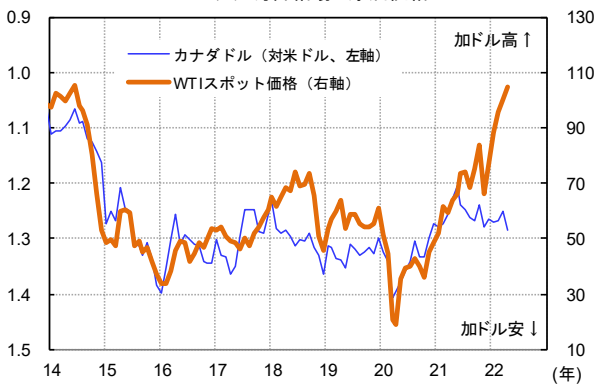
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



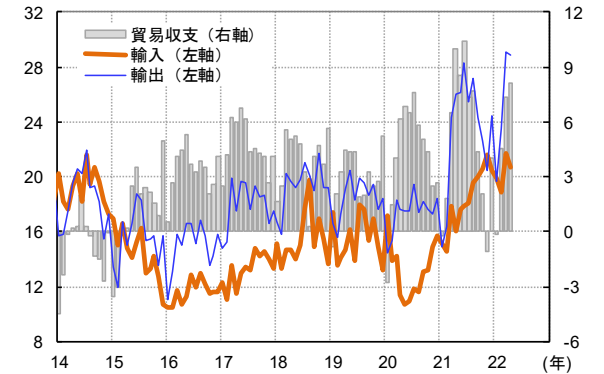
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



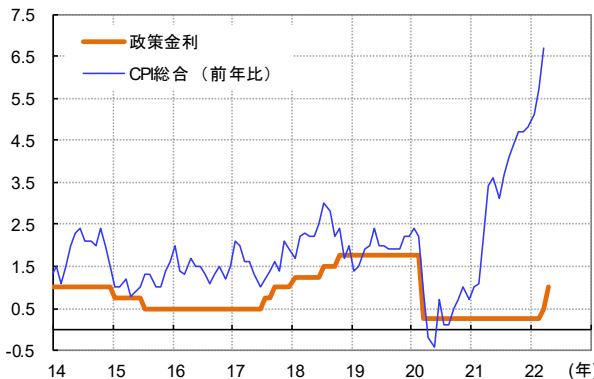
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



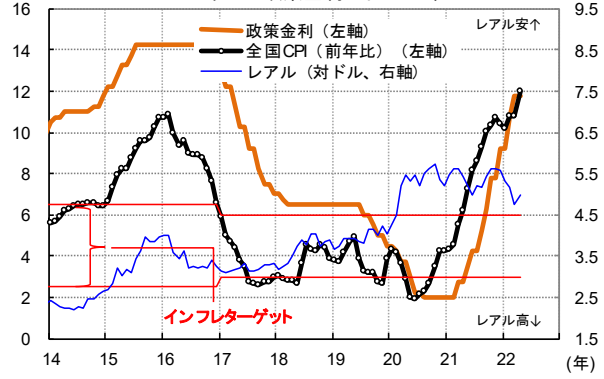
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(%) カナダ政策金利とインフレ率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

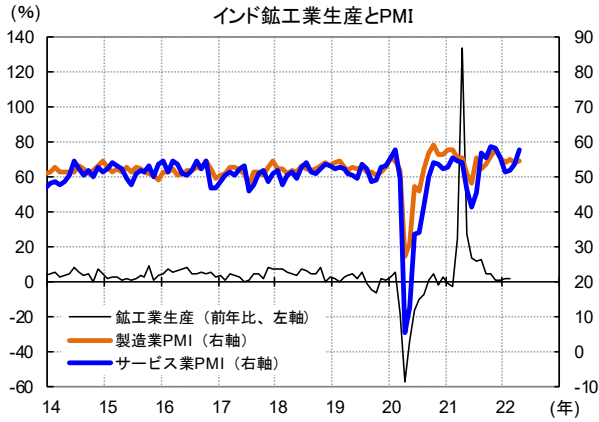
(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)



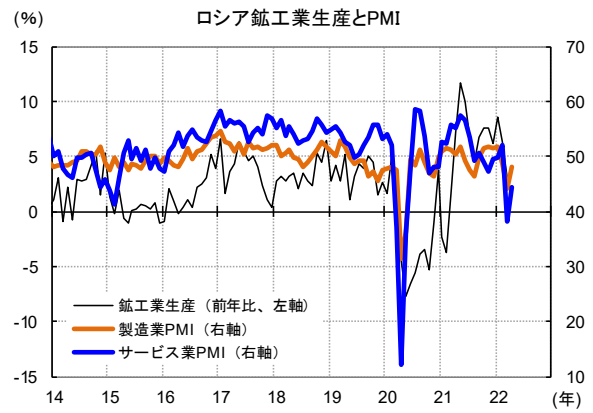
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

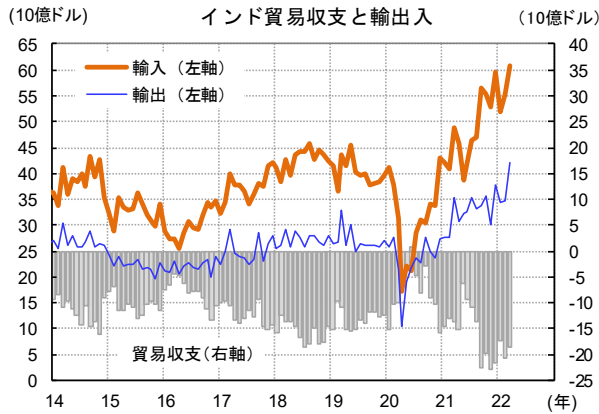
(5) インド経済・ロシア経済



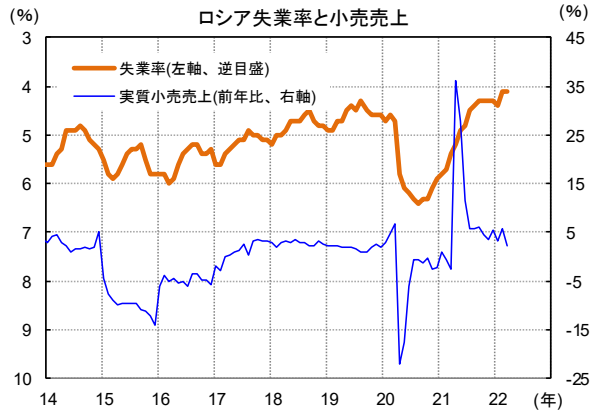
出所: Bloomberg より TDAM 作成



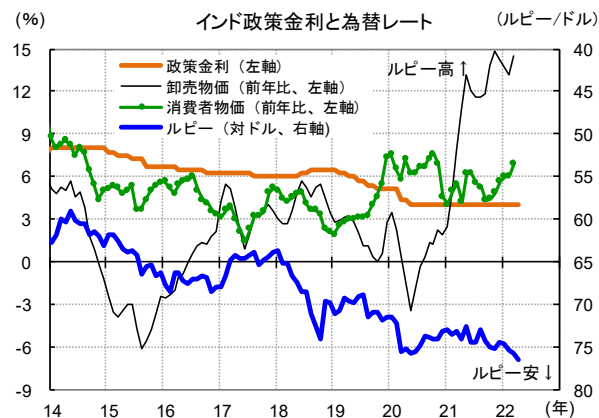
出所: Bloomberg より TDAM 作成



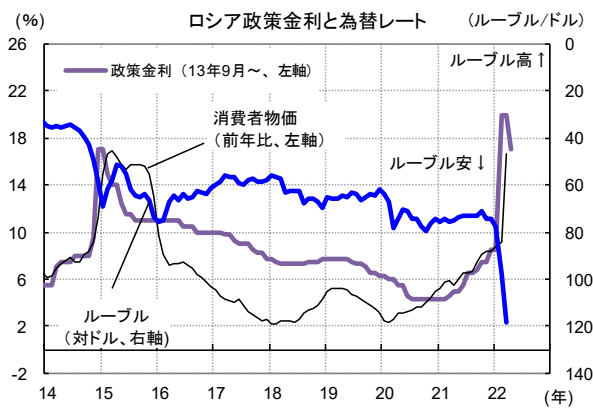
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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、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・コントロール政策が金利上昇を抑えつつも、物価上昇が意識されて、金利は 0.25%近傍で推移しよう。

#### ○ 金融政策について

日銀は4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、市場の予想通り現状維持を決定した。市場参加者の一部からは、タカ派方向への微修正が予想されていたフォワードガイダンスについては、特に変更されなかった。むしろ、会合結果を示す「当面の金融政策運営について」では、「連続指値オペの運用の明確化」という新たな文言が盛り込まれ、「10年物国債金利について 0.25%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施することとした」という緩和の強化とも受け取られる文章が含まれた。これについて、記者会見で黒田総裁は、これまでの買い入れからの変更を示唆するものではないと言及したが、緩和色を強めたとの見方が市場には広がった。

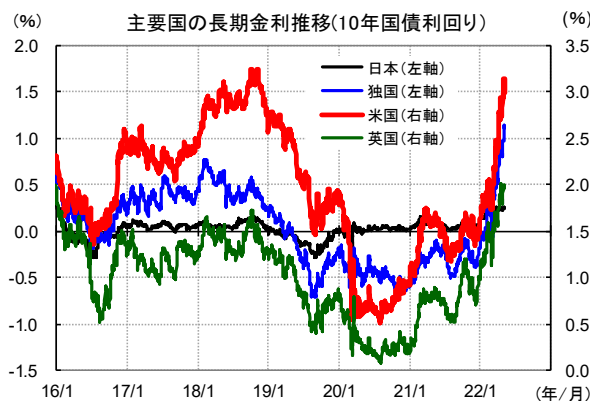
「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)では、2022年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)の見通し(政策員見通しの中央値)が1.9%と前回より0.8%ptも引き上げられた。しかし、2023年度の見通しは1.1%で前回から変わっておらず、足許の物価上昇は一時的との見方を示した。物価のリスクバランスに関して、「当面は、エネルギー価格などをめぐる不確実性を反映して上振れリスクのほうが大きい」という文章が新たに盛り込まれたが、「その後は概ね上下にバランスしている」とも記載されており、日銀としてはやはり物価の上振れは一時的とみている模様である。

もっとも、こうした政策の神通力がどこまで続くかは注意しておく必要がある。黒田総裁の求心力が低下するとすれば、こうした緩和に偏った政策の修正は起こりうるものとみている。特にリフレ派の審議員が7月に退任することで、年後半での政策変更の可能性は相応にあるとみている。

#### ○ 長期金利

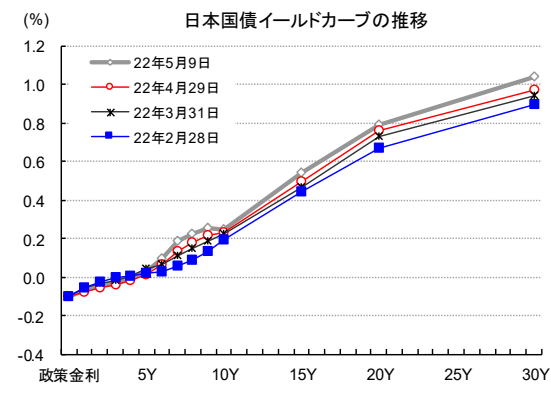
日本の長期金利は、上昇圧力が燻っている。日銀は「指値オペ」により、力づくで長期金利の上昇を押しとどめている。市場には「中央銀行に逆らうな」との格言があるが、任期1年を切り、先行き「レームダック化」が懸念されている黒田総裁の神通力を試すかのような状況が続いている。今後の物価上昇の可能性などを踏まえると、金利上昇圧力は簡単には和らがないだろう。当面は、0.25%近傍での推移が続き、秋以降は0.25%を超えて上昇していくと予想する。

日銀の連続指値オペが上振れを抑える状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

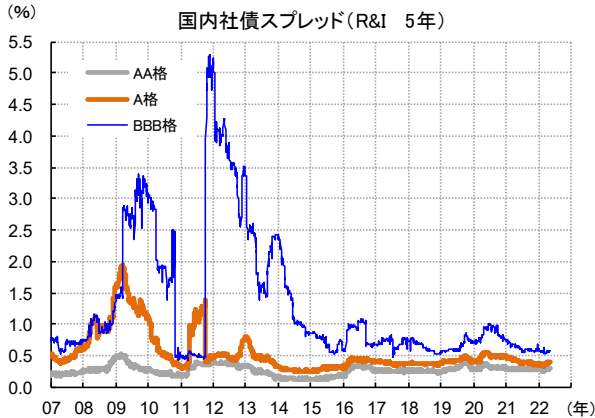
2 月末と比べてスティープ化



出所: Bloomberg より TDAM 作成

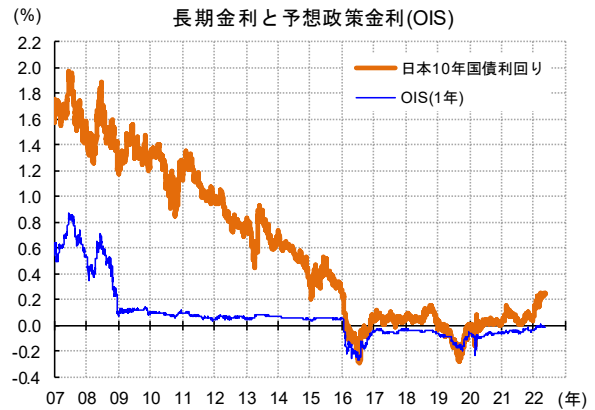
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

社債スプレッドは全般的に低位安定



出所: Bloomberg より TDAM 作成

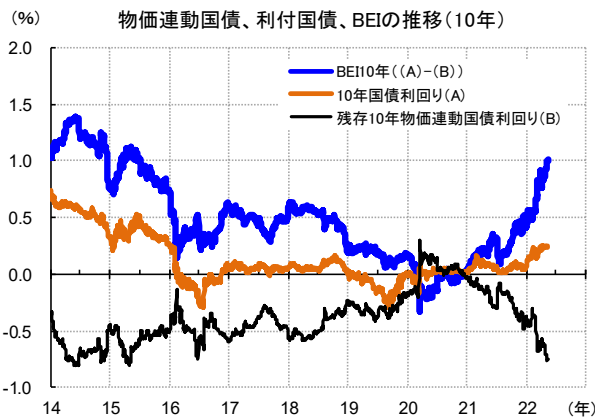
OIS はじわり上昇



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。

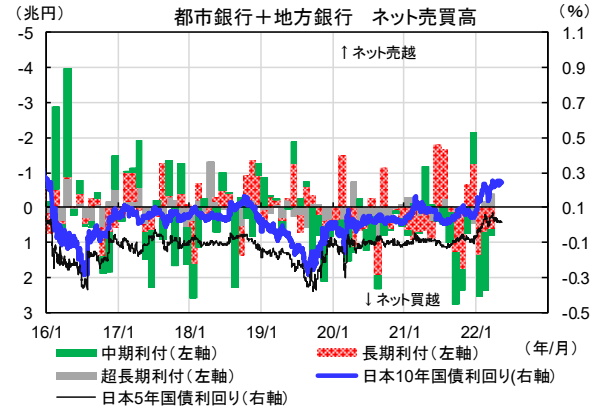
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

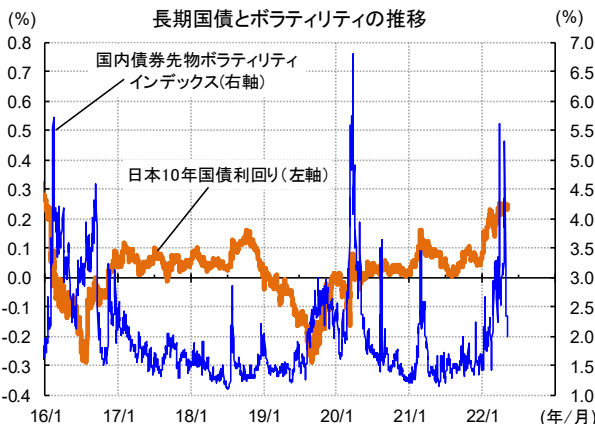
3月は銀行が中長期の利付債を買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

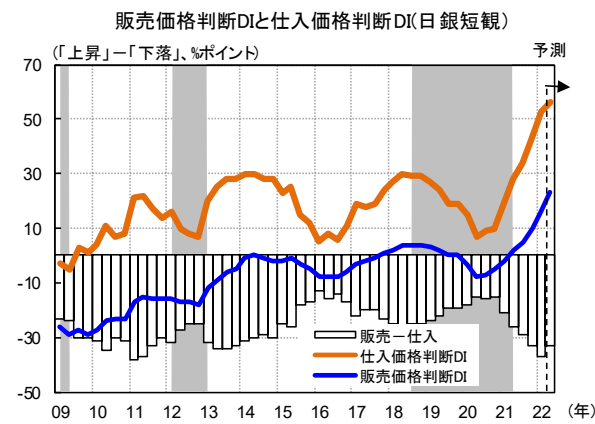
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

足許では、ボラティリティインデックスが乱高下



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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

## 1-2. 米国債券

インフレ率の高止まりが意識されるなかで、FRB のタカ派化姿勢もあり、金利は基調としては上昇方向を予想する。

### ○ 金融政策について

5月3～4日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)では市場の大方の予想通りFF金利が0.5%引き上げられて、0.75%～1.0%に設定された。事前にFRB(米連邦準備制度理事会)当局者よりタカ派の発言がなされていたことから、利上げ幅が拡大したことについて、意外感をもって見る向きは少なかった。むしろ、一部では0.75%の引き上げをもあり得るのではないかとみられていた。また、市場参加者全般に意外感を持って受け止められたのは、FOMC後の記者会見において、パウエル議長が今後2回のFOMCにおいても0.5%の利上げが行われる可能性をほのめかした点である。インフレ圧力が根強く、先行きが見通し難いなかでは、選択肢を絞らないことが一般的と考えられるが、今回、パウエル議長は敢えて選択肢を狭めるような対応をした。記者会見において、0.75%の引き上げが積極的に議論されていないことを明言した点と併せて考えると、インフレ圧力が根強いなかで、0.75%の利上げ観測などが勝手に広がり市場の動揺につながる事態を恐れて、このような対応をとることにはなっていないかと推測される。実際、米国株式市場はFOMC当日に株価が上昇して反応した。もっともその翌日は、FOMCの姿勢が必ずしもハト派的ではないと思いかえたかの如く大幅下落した。なお、今回のFOMCでは、バランスシートの縮小も決定した。これについては概ね市場予想通りであった。毎月の減額ペースとしては6～8月に国債を300億ドル、住宅ローン担保証券については175億ドルとした。9月以降は国債を600億ドル、MBSを350億ドル、合計で月950億ドルを上限に保有資産を減らしていくこととした。

### ○ 長期金利

年初来、米国の長期金利は大きく変動しつつも急速に上昇してきた。米国におけるインフレへの警戒感やこれに伴うFRBのタカ派姿勢の鮮明化が影響しているとみられる。一部には、米国経済の先行きを懸念する声も聞かれるが、足許の経済指標をみると力強さこそないが、「景気後退」を招くほどの状況ではないとみている。緩やかな減速程度の状況を予想している。仮に、一部で囁かれている「スタグレーション」に陥ったとしても、米国金利の上昇圧力は続くともみている。メインシナリオとしては、米国経済がある程度の成長を保つなかで、実質金利中心に上昇をする姿を予想する。リスクシナリオとして、スタグレーションが発生したとしてもやはりFRBのタカ派化を材料に金利上昇が続くとみている。

## 1-3. ユーロ圏債券

インフレ率の高止まりが意識されるなかで、ECBのタカ派化姿勢により、金利は基調としては上昇方向を予想する。

### ○ 金融政策について

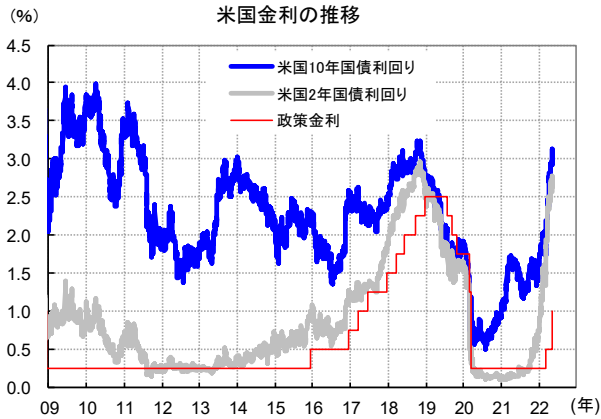
4月14日にECB(欧州中央銀行)は定例理事会を開催し、債券の新規買入れについて、4月に400億ユーロ、5月に300億ユーロ、6月に200億ユーロと減額していく従来の見通しを維持した上で、7～9月期に終了することを明示した。3月10日の定例理事会で、既に上述の見通しが示されていたことから、今回の理事会では大幅な変更等はないと予想されていたが、実際にそうした予想通りとなった。むしろ、定例理事会の前には、当局者からタカ派な発言が相次いでいたことから、記者会見の場でラガルド総裁より引き締めに向けた発言が聞かれるかとみられていたが、実際にはハト派的だったと受け止められている。特に、資産買入れ終了と利上げとの間隔については、「1週間から数か月のいずれかになり得る。」と幅を持った回答をしており、初回の利上げが7月とも9月ともなり得るように、選択肢を確保した。一部の市場参加者は足許の高いインフレ率に照らし合わせると、9月以降の利上げでは遅いとみており、ハト派的と評価している。その後、カザークス・ラトビア中銀総裁は年内に最大3回の利上げを行う余地があるとの見方を示した。また、ウンシュ・ベルギー中銀総裁は、ユーロ圏経済が深刻なショックを被ることがない限り、中銀預金金利が年末までにゼロ%か若干のプラス圏になり得ることを示唆した。このようななかで、ECB当局者がメディアに発言する際の非公式なガイドラインが設けられた。一部にはラガルド総裁の統率力が弱まっているとの指摘もある。

### ○ 長期金利

ドイツの長期金利は、ユーロ圏のインフレ率が高水準にあるなかで、上昇基調となっている。先般のECBはハト派であったが、足許の根強い物価上昇圧力への対応からECBは7月に利上げを行い、その後も利上げを行っていくと予想する。こうしたなかで、ドイツ金利の上昇基調は続くともみている。

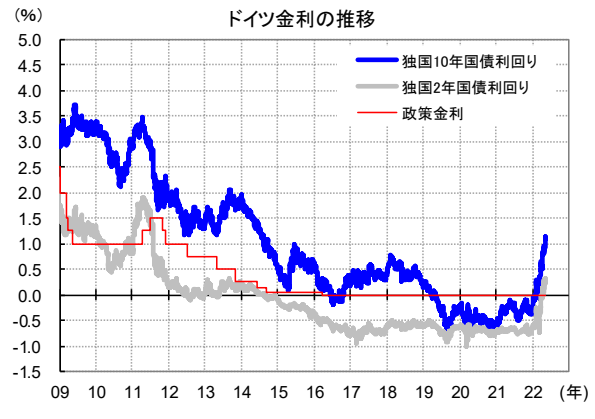
**【ご留意事項】**本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を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

(米国) 10年金利は3.1%近傍で推移



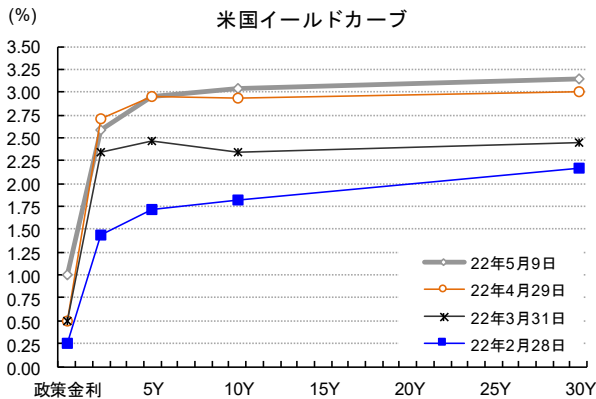
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 10年金利は1.1%近傍で推移



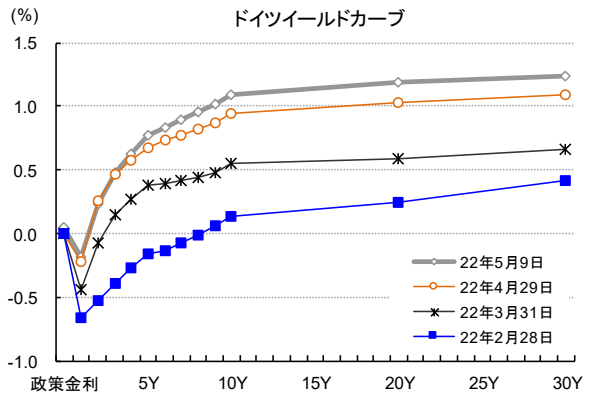
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 超長期ゾーンを中心に金利上昇



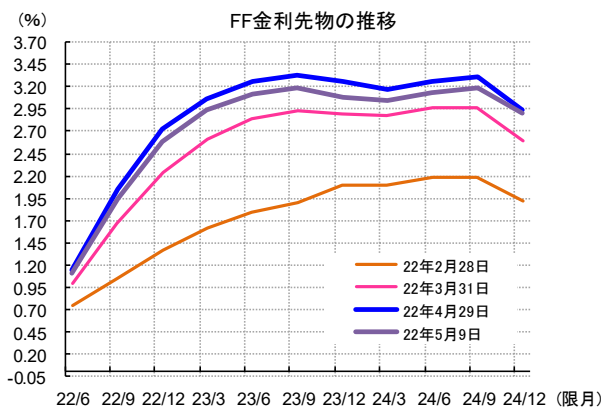
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 中期ゾーン以降で金利上昇



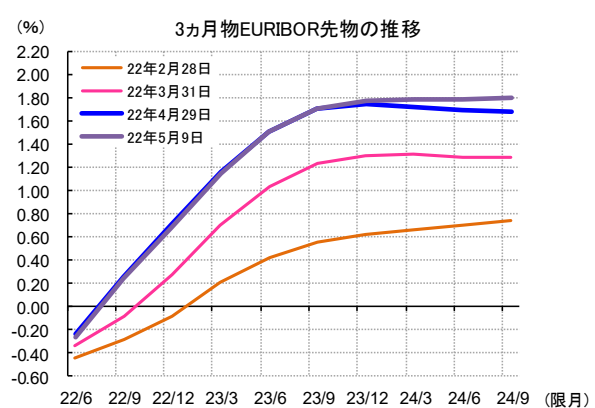
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 市場では引き続き引き締めを警戒



出所: Bloomberg より TDAM 作成

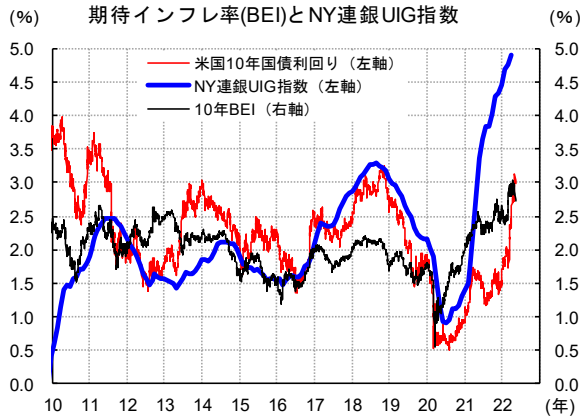
(ユーロ圏) 段々と利上げの織り込みが進展



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

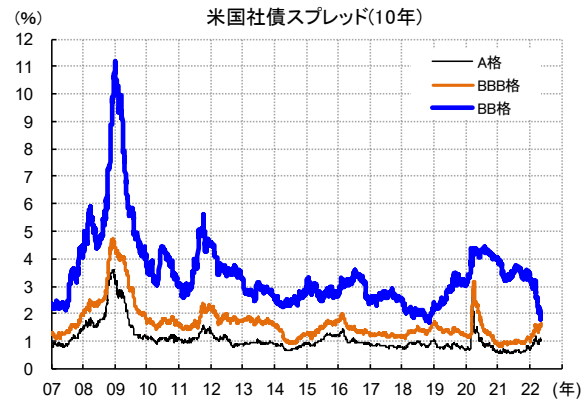
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国) UIG 指数が大幅上昇



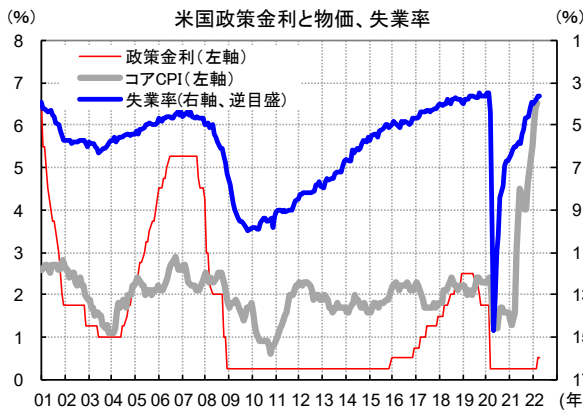
注: NY 連銀 UIG(=Underlying Inflation Gauge) 指数は、ニューヨーク連銀のスタッフが実体経済や金融指標を用いて算出した基調的な物価指標  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BB 格はタイト化



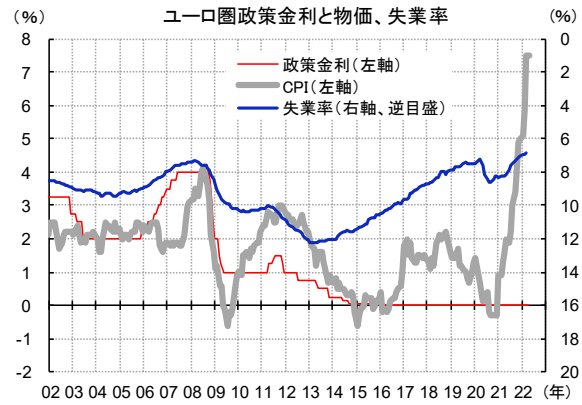
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) インフレへの警戒感をにじませる FRB



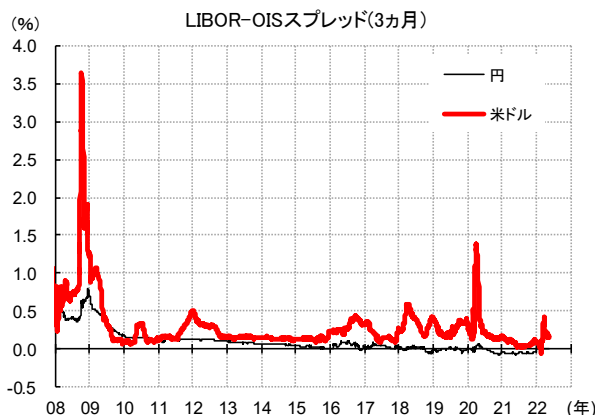
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) CPI の上振れが ECB の懸念材料



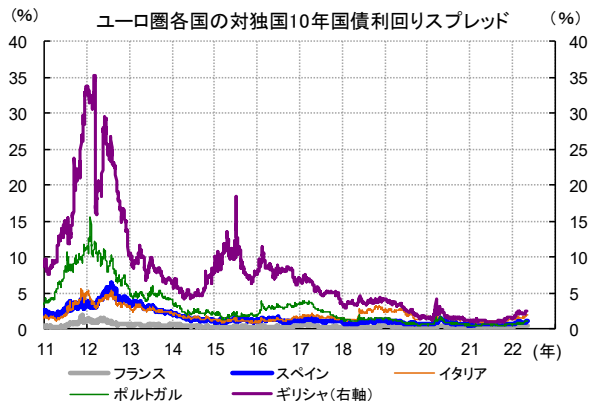
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米ドルの LIBOR-OIS スプレッドは足許でやや縮小



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) 南欧諸国でややワイド化



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

既に割安感が高まっていることや、日本の政治や政策面から日本株が見直されて、長期的には上昇すると予想する。

#### [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、年初来の売り越し基調が収束し、足許は買い越し気味となりつつある。自民党総裁選で岸田氏が勝利をしてから外国人投資家は慎重姿勢であったが、そうした傾向が一服し始めた可能性がある。

#### [バリュエーション]

東証一部市場全体のPBRは1.23倍、PERは12ヵ月先予想ベースで12.6倍程度(過去5年平均:14.3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2.10%程度である(数値は5月6日現在)。

#### [業績動向]

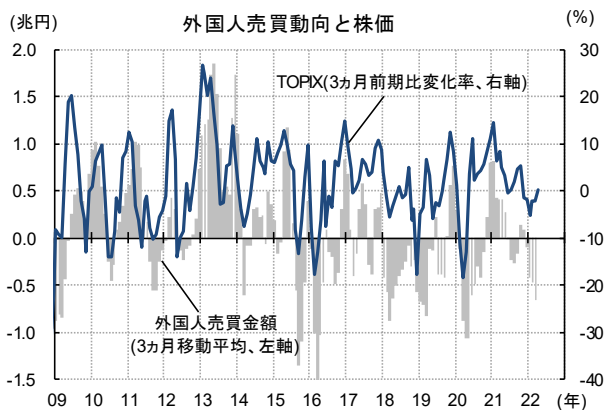
やはり当社が予想していたとおりリビジョンインデックスは悪化気味である。今後も、各種悪材料があるなかでは、慎重な見方も広まりやすいだろう。ただ、過度な懸念の後退や経済対策などの影響により、長期的には持ち直しの動きもあろう。

#### [株価見通し]

2022年初以降、日本国内では新型コロナウイルスの感染者数が爆発的に増加したことや、FRBの引き締め姿勢への警戒感、米中経済の先行きに対する警戒感、ウクライナをめぐる地政学リスクの高まりなどから株価が大きく下落してきた。こうしたなかで、日本株の割安感は注目すべきポイントである。FRBが引き締め姿勢を強めるなか、米国の実質金利は上昇していくだろう。このようななかで割高な株は下落しやすい状況が続くとみている。しかし日本株は既にPERは低く、下落の余地が限られる。

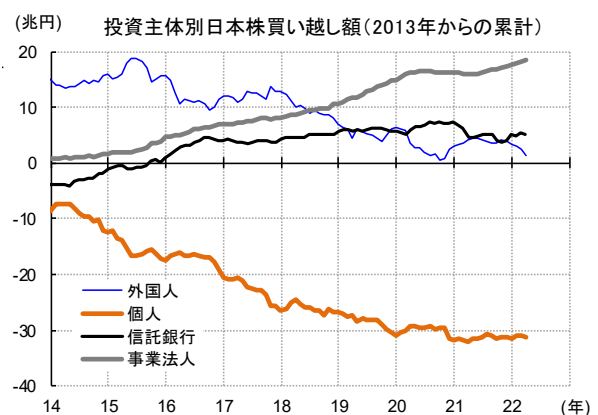
一方で、日本の政治や政策面についても期待が持てる。7月に参議院選挙が行われる見込みであるが、この選挙において与党は議席を積み増す可能性があるかとみている。最近の安定的な政権支持率や、参議院選挙の前哨戦とも言われていた石川選挙区における補欠選挙で、自民党の候補者が野党に対して圧倒的勝利をみせたことなどがこの予想を裏付けている。また、岸田総理が「投資による資産所得倍増を実現する」と表明したことも注目ポイントである。これまで、岸田氏の言動は株式市場に対してやや冷ややかなものであったが、そうした言動とは異なる姿勢を見せ始めた点は大きい。このほか、参議院選挙後に政権基盤がしっかりと安定したなかで、成長に資する経済政策を推し進めていくことも予想される。岸田氏が自民党総裁選に勝利して以降、外国人投資家は日本株に売り越し気味で日本株も冴えない展開が続いていた。こうした状況からの好転が日本株を支えるとみている。

3月までの3ヵ月移動平均では、外国人投資家は売り越し



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

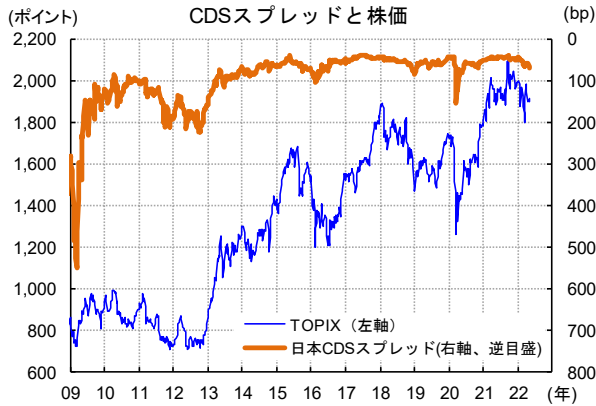
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は減少気味



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

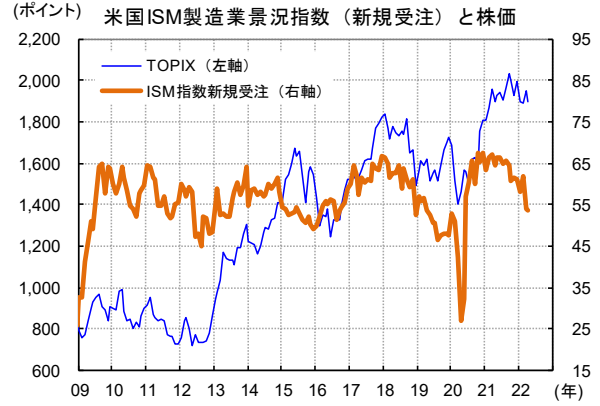
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目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



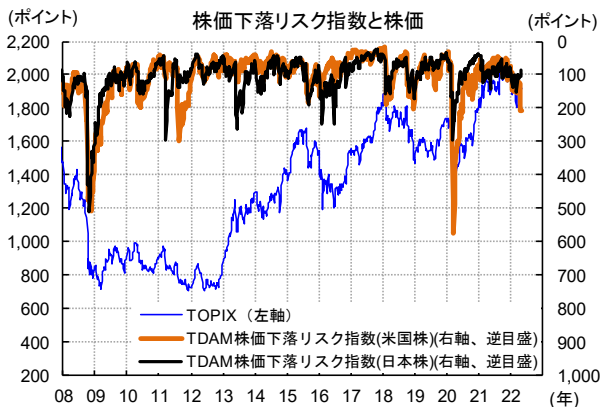
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数が軟調に推移するなか、株価もやや不況



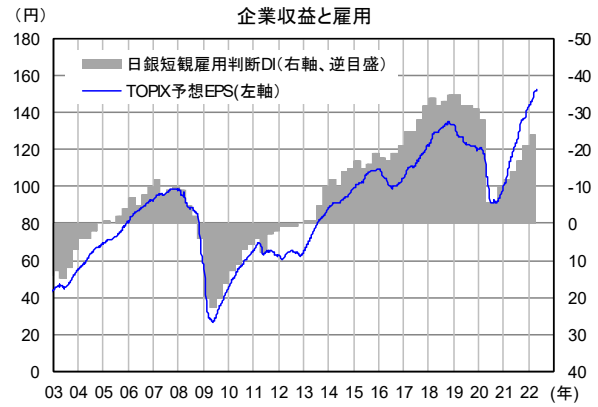
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

株価下落リスク指数が上昇



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雇用判断 DI は低下(人手不足気味)



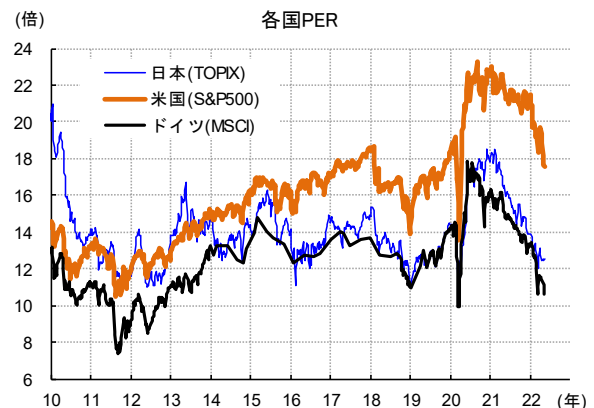
出所: 東京証券取引所、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は下落気味



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年平均を下回る水準



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、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。

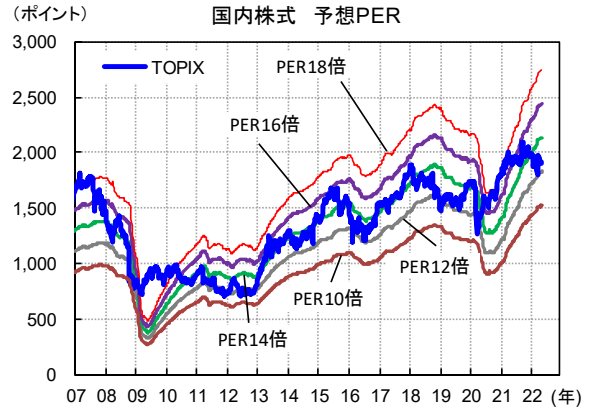
サービス業が改善

東証33業種12ヵ月先売上高予想(1ヵ月前比)

上位			下位		
順位	業種	変化率	順位	業種	変化率
1	サービス業	15.4%	1	証券・商品先物取引	-6.1%
2	石油・石炭製品	7.0%	2	その他製品	-3.6%
3	鉱業	5.8%	3	機械	-1.3%
4	電気・ガス業	4.7%	4	その他金融業	-0.7%
5	水産・農林業	2.5%	5	金属製品	-0.6%
6	鉄鋼	2.1%	6	ハルブ・紙	-0.4%
7	空運業	1.6%	7	海運業	-0.3%

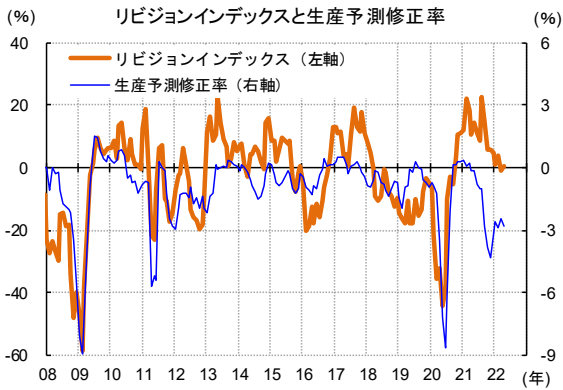
注: 12ヵ月先予想ベース(2022年4月末現在)。  
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

予想 PER(12ヵ月先)は足許 12.6 倍程度



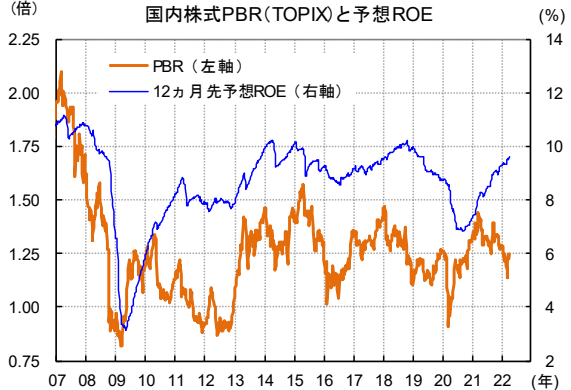
注: 12ヵ月先予想ベース。  
 出所: 東京証券取引所、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスは悪化気味



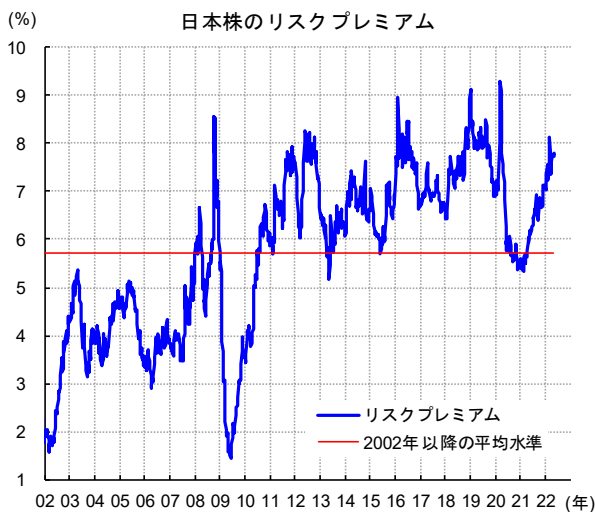
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBRは1.23倍、予想 ROEは9.59%



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8%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2,469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、リスクプレミアムの水準から推計されるPBR水準】 (倍)

		予想ROE					
		6%	7%	8%	9%	10%	11%
リスク プレ ミア ム	4%	1.41 (96.7)	1.65 (112.8)	1.88 (128.9)	2.12 (145.0)	2.35 (161.1)	2.59 (177.2)
	5%	1.14	1.33	1.52	1.71	1.91	2.10
	6%	0.96	1.12	1.28	1.44	1.60	1.76
	7%	0.83	0.97	1.10	1.24	1.38	1.52
	8%	0.73	0.85	0.97	1.09	1.21	1.33
9%	0.65	0.76	0.87	0.97	1.08	1.19	

【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)

		予想ROE					
		6%	7%	8%	9%	10%	11%
リス ク プ レ ミア ム	4%	2,275	2,655	3,034	3,413	3,792	4,172
	5%	1,842	2,149	2,456	2,763	3,070	3,377
	6%	1,547	1,805	2,063	2,321	2,578	2,836
	7%	1,334	1,556	1,778	2,000	2,223	2,445
	8%	1,172	1,367	1,563	1,758	1,953	2,148
9%	1,045	1,219	1,394	1,568	1,742	1,916	

注: 括弧は、BPS1,609 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いただき、お客様ご自身でご判断ください。



## 2-2. 外国株式

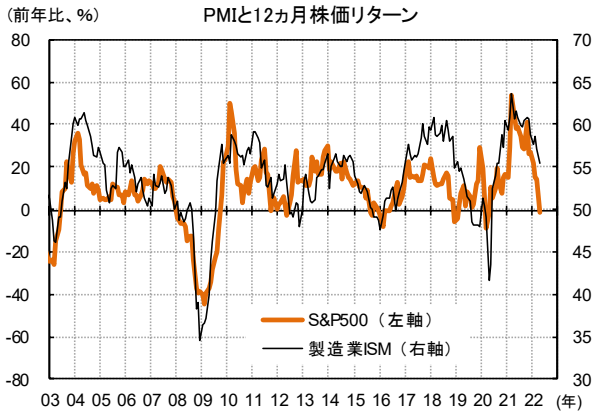
米国の実質金利上昇により、PER は押し下げられ、米国株は軟調に推移すると予想する。

### [米国株式]

S&P500のバリュエーションは、12か月先予想EPSベースのPERでは17.6倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均: 18.8倍、過去10年平均: 17.1倍程度)と概ね同水準にある(4月29日時点)。ただ、これまで金融緩和によりPERが押し上げられていたことを踏まえると、この平均的な水準がやや高く、足許のPERはこれを下回るような状況が予想される。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2022年および2023年についてそれぞれ6%の増益と10%程度の増益が予想されている。

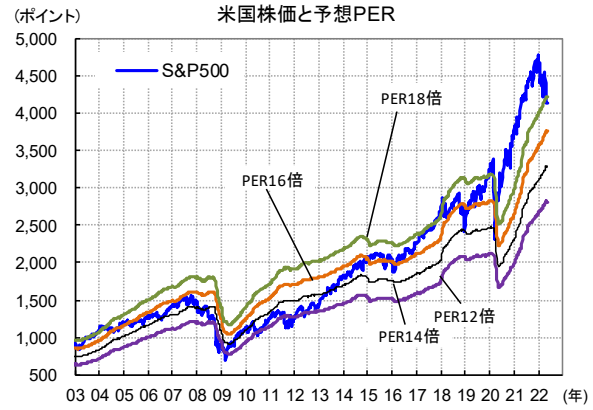
今後の米国株については、しばらく上値が重い展開が続くとみている。米国の実質金利は今年に入ってから、約1.4%も上昇してきた。極めて急ピッチな上昇である。ただそれでも、未だ0.3%と比較的低水準にある。FRBがタカ派化し、迅速に利上げを行い、バランスシートの縮小を行っていくなかでは、実質金利は更に上昇する可能性が相応にあるとみている。その結果、ハイテク株など高PER銘柄が中心に売られて、米国株全体が軟調に推移するとみている。株価の下落は、これまでのFRBにとっては引き締めブレーキとして作用する面もあったが、足許の高いインフレ率を対処するほうがFRBにとっては優先事項となろう。もっとも、米国経済自体は、加速感はなくとも成長を続けており、下落の程度も限られよう。振れを伴いながらも基調としては緩やかな下落を予想する。

米国の景況感指数が軟調に推移するなか、株価のパフォーマンスも不冴え



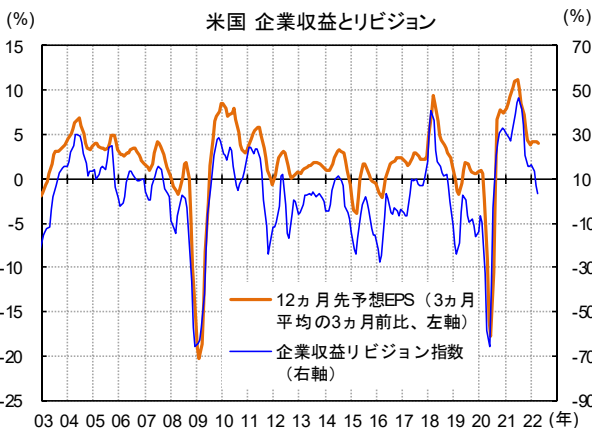
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 17.6 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

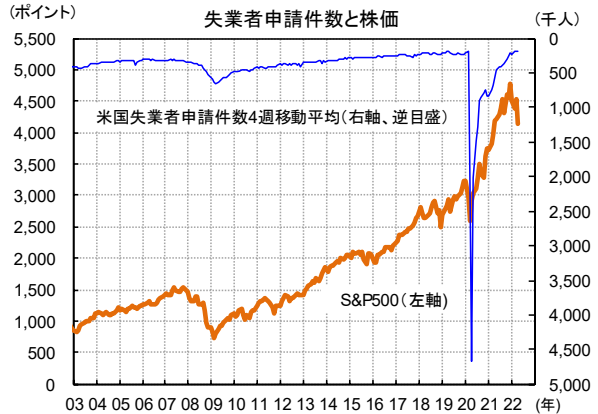
リビジョンインデックスは悪化



注: 12か月先予想EPSはS&P500のデータを使用。

出所: FACTSET より TDAM 作成

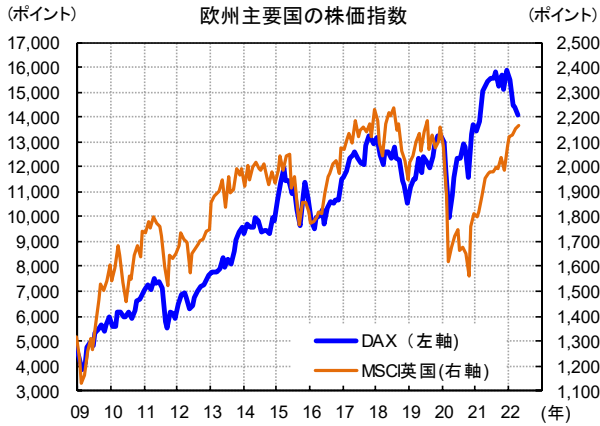
雇用は回復しつつも、株価は軟調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

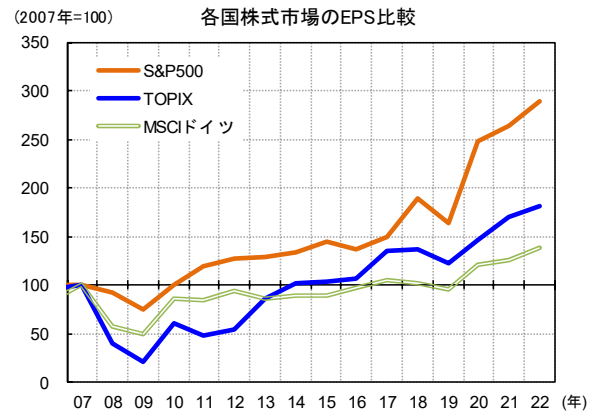
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目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

ドイツの株価は軟調



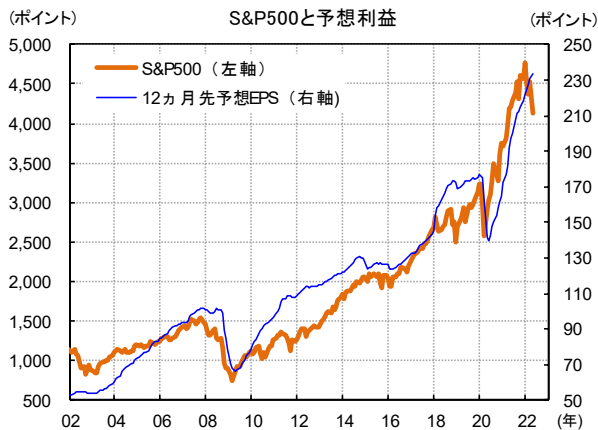
出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(22年、23年)は、米国:6%、10%、日本:17%、6%、ドイツ:4%、11%



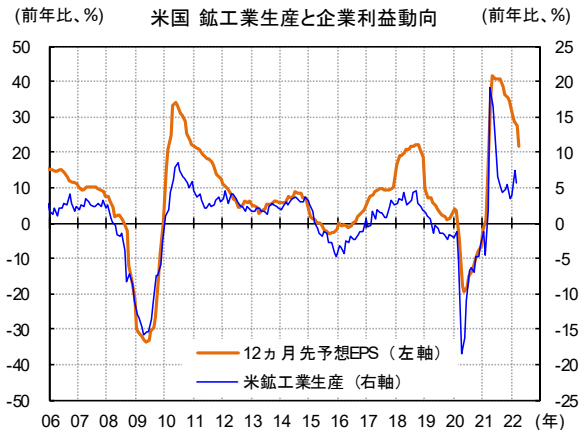
注: 19年までは実績EPS、20年以降は予想EPS  
出所: 東京証券取引所、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12ヶ月予想EPSは最高値更新



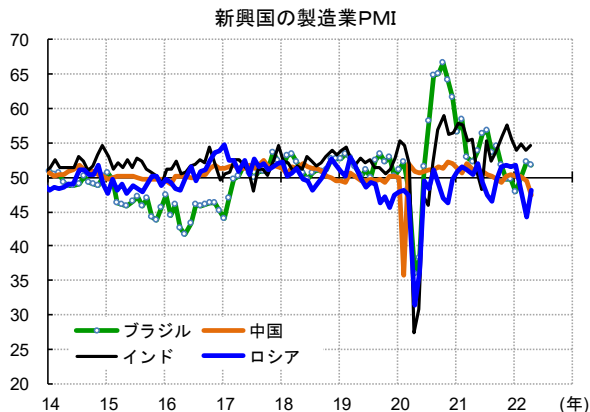
注: 12ヶ月予想EPSは、S&P500のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

鉱工業生産は概ね堅調であるものの、EPSの伸び率は急速に鈍化



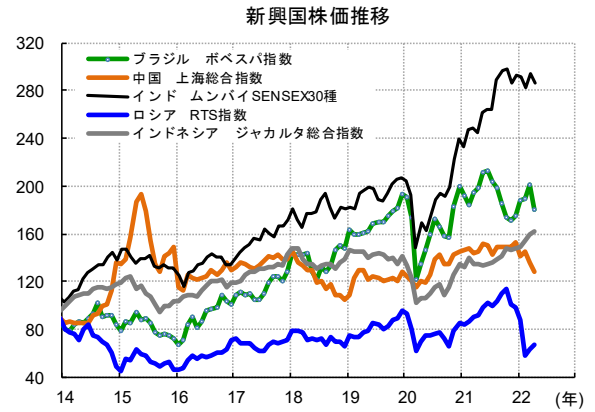
注: 12ヶ月予想EPSは、S&P500のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドのPMIは比較的堅調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

中国の株価は下落基調



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

日米の金融政策の違いが引き続き意識されつつも、円の実質実効為替レートは長期平均から下方に相応に乖離しており、円の割安感が意識されるなか、ドル円は横ばいでの推移を予想する。

金融政策のタカ派化を鮮明にするFRBとハト派姿勢を維持する日銀、という構図の中で、ドル円は上昇してきた。3月も4月も日銀の金融政策決定会合が円安進行のトリガーとなったような場面も散見された。

このようななかで、安倍元首相は、4月下旬に黒田氏の方針は間違っていないという旨の発言をするなど、アベノミクスの立役者であった黒田総裁を擁護するような姿勢をみせている。また、ほぼ同じタイミングで、元財務官の渡辺博史国際通貨研究所理事長は、1ドル=135円まで円安が進んでも、日本経済にとって非常に悪い水準ということはないとの見解を示した。なお、渡辺氏は、安倍氏が首相だった2013年12月当時に政策金融機関のJBIC(国際協力銀行)の総裁に就任した。円安を好意的に受け止める論調がある一方で、鈴木財務大臣は口先介入的な発言を行い、牽制を続けている。また、財務省幹部が「必要な場合には適切な対応を取る」と言及したとする報道もなされるなど、財務省は神経を尖らせているだろう。実際の介入に関しては、実現する可能性は低く、仮に行ったとしても影響が限定的という論調が目立つ。ただ、状況によっては120円前半までのドル円下落もあるとみている。4月以降、投機筋の円売り越しポジションが2週連続で縮小するような場面もみられた。素早い投機筋は既に利益確定してポジションを縮小しているとみられ、もしも円買い介入が起きた場合には、まだ残っている投資家が逃げるようにポジションを縮小させ、結果、思わぬ円高となる可能性が考えられる。もっともこれはリスクシナリオの一つである。

メインシナリオでは、日米の金融政策の違いがドル円の上昇圧力に寄与しつつも、実質実効為替の長期平均から乖離し、ドル円では購買力平価の観点から円安に過ぎることを踏まえると、当面はドル円が現在の水準で横ばい推移し、長期的には緩やかに円高進行するとみている。

#### 3-2. ユーロドル

ユーロ圏経済の弱さが重しとなる一方で、ECBのタカ派姿勢などが下支えし、ユーロドルは横ばい推移を見込む。

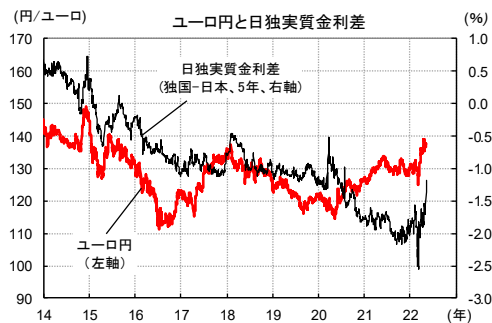
ユーロドルは、2021年後半以降、下落基調で推移してきた。主な要因としてはECBのハト派姿勢とFRBのタカ派化があった。その後、横ばい圏で推移する場面も見られたが、ウクライナを巡る地政学リスクの高まりや、FRBのタカ派化姿勢もあり急激にユーロ安が進んだ。ロシアがウクライナを侵略し、東欧における地政学リスクが高まっているという状況、また、戦地から近いというヨーロッパの地理的側面、エネルギーを一部はロシアに依存しているという経済的な側面などもあり、ユーロ安基調が続いている。今後も、ユーロ圏経済は米国経済との対比で幾分弱さがみられ、これがユーロの重しとなろう。しかし一方で、ユーロ圏内の根強いインフレ圧力を踏まえると、ECBはタカ派姿勢をとらざるを得ないだろう。FRBがさらにタカ派化することは考えにくく、むしろECBのタカ派化が注目を集めるとみている。その結果、ユーロは下支えされるだろう。また、足許のユーロの実質実効為替レートは、長期平均からマイナス方向へ相応に乖離しておりユーロの割安感も意識される。こうした状況を踏まえると、ユーロドルの更なる下落は限定的では、横ばい圏での推移にとどまるとみている。

日米の実質金利差はプラスに転化し、ドル円は上昇



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

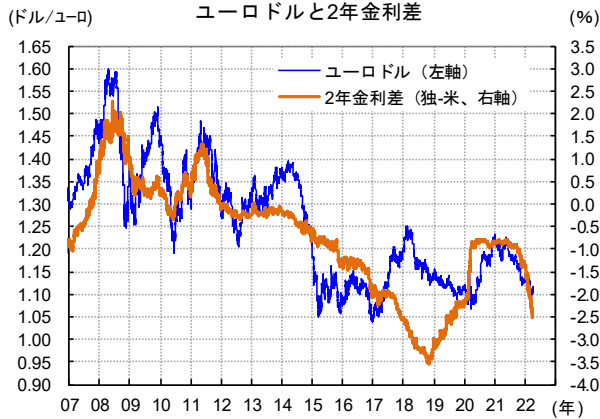
実質金利差のマイナス幅が縮小するなか、ユーロ円が堅調



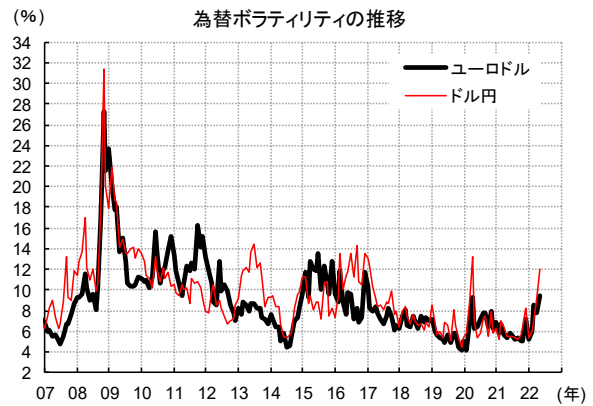
注: 実質金利は、5年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を5年国債利回りから差し引いて計算  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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、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。

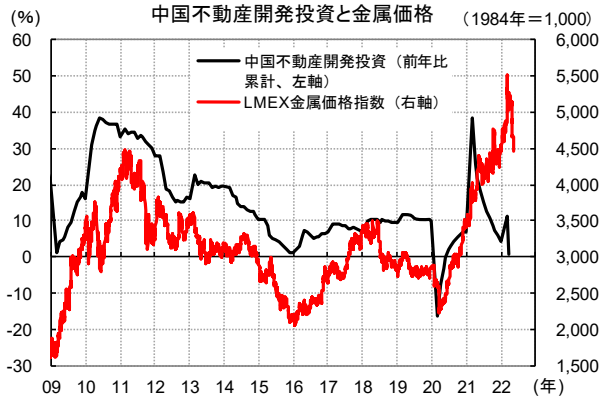
金利差が拡大するなか、ユーロ安基調



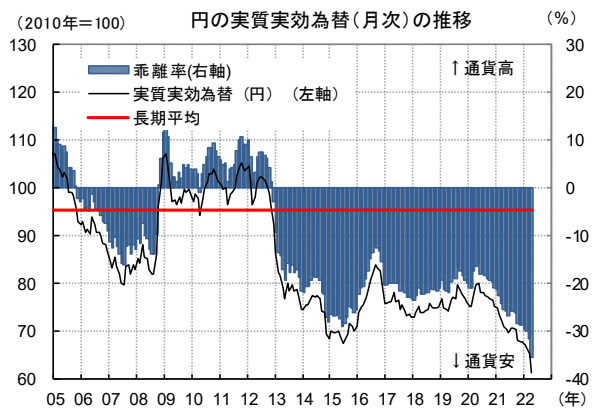
ドル円、ユーロドルともにボラティリティは上昇



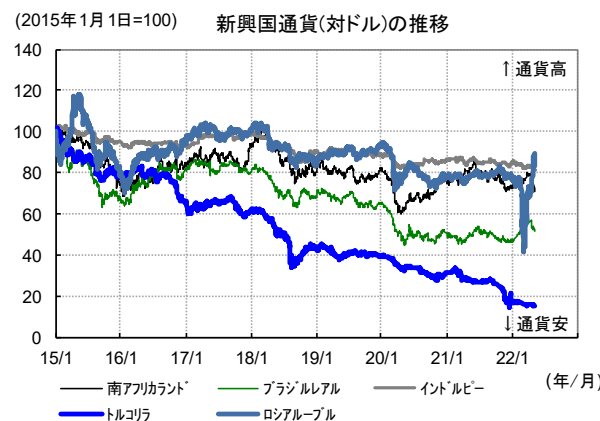
金属価格指数は失速



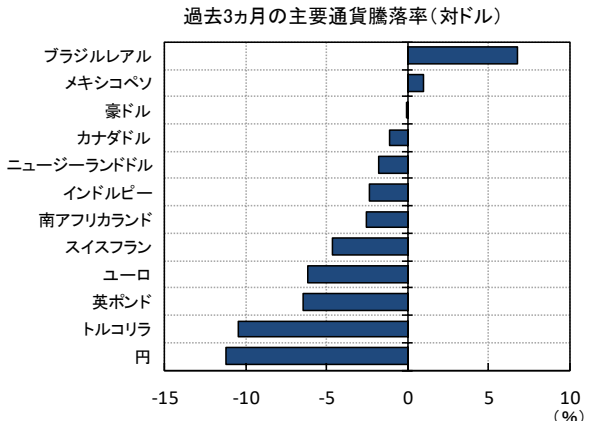
円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に36%程度



ロシアルーブルが持ち直し



以下のグラフでは円が最弱通貨



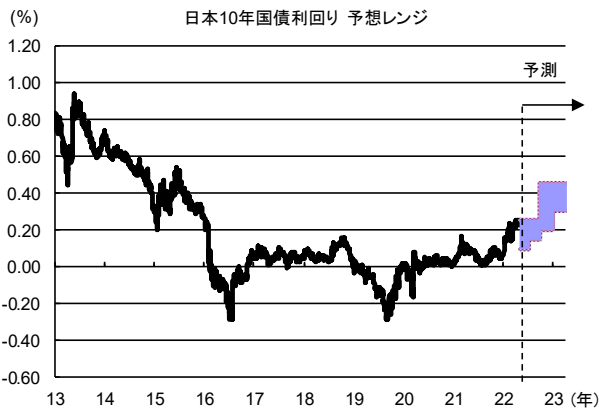
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

#### 4. 市場見通し(まとめ)

			実績		予想							
			前月作成時 2022年 4月6日	今月作成時 2022年 5月10日	2022年4~6月期		2022年7~9月期		2022年10~12月期		2023年1~3月期	
日本	政策金利	%	-0.10	-0.10	-0.10	~ -0.10	-0.10	~ 0.00	-0.10	~ 0.00	0.00	~ 0.00
	10年国債利回り	%	0.25	0.25	0.10	~ 0.25	0.15	~ 0.25	0.20	~ 0.45	0.30	~ 0.45
	TOPIX	ポイント	1,923	1,862	1,730	~ 2,070	1,780	~ 2,130	1,820	~ 2,180	1,850	~ 2,210
	日経平均	円	27,350	26,167	24,300	~ 29,100	25,000	~ 30,000	25,600	~ 30,700	26,000	~ 31,200
米国	FFレート	%	0.00~0.25	0.00~0.25	0.25	~ 1.50	1.25	~ 2.50	1.50	~ 3.00	2.00	~ 3.25
	10年国債利回り	%	2.60	2.99	2.35	~ 3.40	2.70	~ 3.70	2.85	~ 3.90	3.10	~ 4.10
	S&P500	ポイント	4,481	4,001	3,630	~ 4,590	3,560	~ 4,460	3,510	~ 4,390	3,470	~ 4,350
	NY ダウ	ドル	34,497	32,161	29,340	~ 36,000	28,750	~ 35,900	28,320	~ 35,480	28,040	~ 35,130
ユーロ圏	中銀預金金利	%	-0.50	-0.50	-0.50	~ -0.50	-0.50	~ -0.30	-0.40	~ -0.20	-0.30	~ -0.10
	10年国債利回り	%	0.65	1.00	0.50	~ 1.50	0.55	~ 1.70	0.60	~ 1.80	0.70	~ 1.90
	DAX	ポイント	14,152	13,535	12,040	~ 14,720	11,800	~ 14,430	11,620	~ 14,210	11,500	~ 14,070
為替	ドル円	円/ドル	123.80	130.45	120	~ 137	120	~ 137	118	~ 135	114	~ 131
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.090	1.053	1.03	~ 1.11	1.03	~ 1.11	1.03	~ 1.11	1.03	~ 1.11
	ユーロ円	円/ユーロ	134.88	137.34	134	~ 143	134	~ 143	133	~ 142	130	~ 139

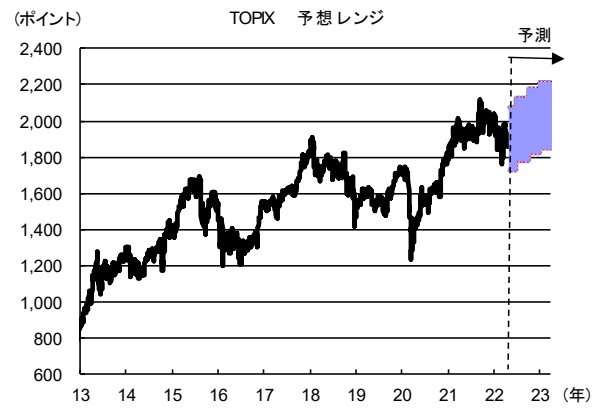
出所: 東京証券取引所、日本経済新聞社、スタンダード&プアーズより TDAM 作成。TDAM 予想。

##### 〔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〕

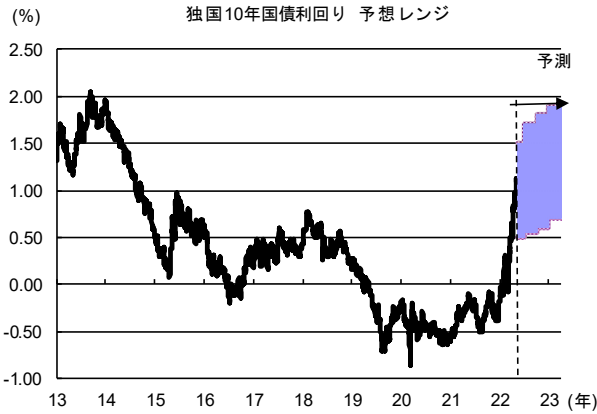


出所: Bloomberg より TDAM 作成

\*「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〕



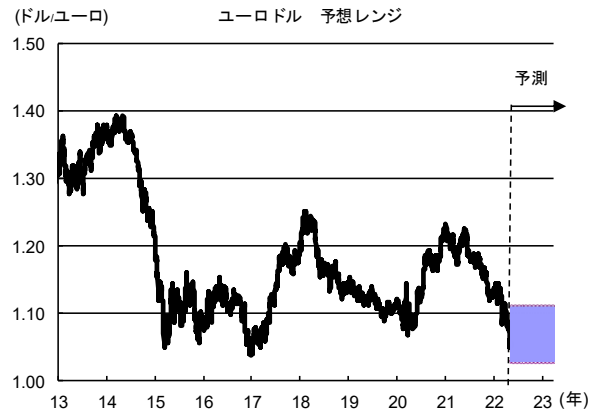
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

## 【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー

月曜日	火曜日	水曜日	木曜日	金曜日
<b>5/2</b> (日)5月消費者態度指数  (米)3月建設支出 (米)4月ISM製造業景況指数	<b>5/3</b> 憲法記念  (米)4月自動車販売台数	<b>5/4</b> みどりの日  (米)3月貿易収支 (米)4月ISM非製造業景況指数 (米)FOMC結果発表	<b>5/5</b> こどもの日  (英)BOE金融政策委員会(結果発表)	<b>5/6</b> (米)4月雇用統計
<b>5/9</b> (中)4月貿易収支	<b>5/10</b> (日)3月家計調査  (米)4月NFIB中小企業楽観指数	<b>5/11</b> (中)4月CPI (米)4月CPI	<b>5/12</b> (日)4月景気ウォッチャー調査	<b>5/13</b> (米)5月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
<b>5/16</b> (中)4月鉱工業生産 (中)4月固定資産投資 (中)4月小売売上高 (米)5月NY連銀製造業景況指数	<b>5/17</b> (ユーロ圏)1-3月期GDP(速報値) (米)3月企業在庫 (米)4月小売売上高 (米)4月鉱工業生産 (米)5月NAHB住宅市場指数	<b>5/18</b> (日)1-3月期GDP(一次速報値)  (米)4月住宅着工・建設許可件数	<b>5/19</b> (日)3月機械受注 (日)4月貿易収支  (米)4月景気先行指数 (米)4月中古住宅販売件数 (米)5月フィラデルフィア連銀景況指数	<b>5/20</b> (日)4月CPI
<b>5/23</b> (独)5月IFO景況感指数	<b>5/24</b> (ユーロ圏)5月PMI(速報値) (米)4月新築住宅販売件数 (米)5月Markit 製造業PMI(速報値)	<b>5/25</b> (米)4月耐久財受注(速報値) (米)5/3-5/4分FOMC議事録	<b>5/26</b> (米)4月中古住宅販売仮契約指数 (米)1-3月期GDP(2次速報値) (米)1-3月期個人消費支出	<b>5/27</b> (ユーロ圏)4月マネーサプライ
<b>5/30</b>	<b>5/31</b> (日)4月失業率  (中)5月製造業PMI (ユーロ圏)5月CPI(速報値) (米)5月自動車販売台数 (米)5月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)5月消費者信頼感指数			

注: 5月11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 1.98%(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。