

投資環境レポート

2022 年 10 月

本資料は 2022 年 10 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

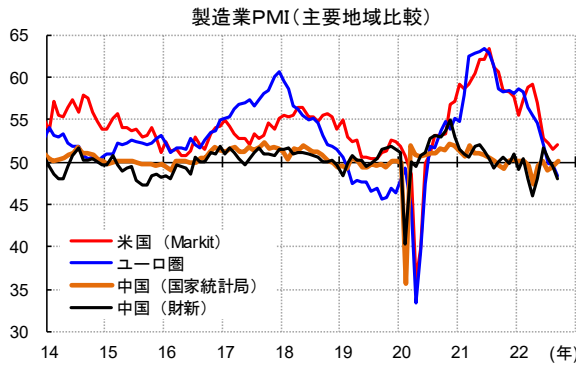
【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	21年	22年	23年	21年 10-12月	22年 1-3月	22年 4-6月
世界全体	6.1	3.2	2.9			
先進国	5.2	2.5	1.4			
アメリカ	5.7	2.3	1.0	5.7	3.7	1.8
日本	1.7	1.7	1.7	0.5	0.6	1.6
英国	7.4	3.2	0.5	8.9	10.9	4.4
ユーロ圏	5.4	2.6	1.2	4.6	5.4	4.1
ドイツ	2.9	1.2	0.8	1.2	3.9	1.8
フランス	6.8	2.3	1.0	5.0	4.7	4.2
イタリア	6.6	3.0	0.7	6.6	6.4	5.0
スペイン	5.1	4.0	2.0	6.6	6.7	6.8
カナダ	4.5	3.4	1.8	3.2	2.9	4.6
新興国	6.8	3.6	3.9			
ブラジル	4.6	1.7	1.1	1.7	1.7	3.2
ロシア	4.7	▲ 6.0	▲ 3.5	5.0	3.5	▲ 4.1
インド	8.7	7.4	6.1	5.4	4.1	13.5
中国	8.1	3.3	4.6	4.0	4.8	0.4
ASEAN5	3.4	5.3	5.1	4.7	5.0	5.9

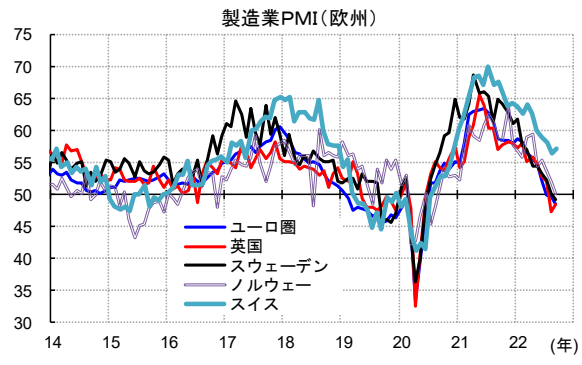
注: (1) IMF 見通しは、2022 年 7 月時点。2022 年、2023 年いずれも予測。(2) ASEAN5 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

出所: IMF World Economic Outlook、Bloomberg より TDAM 作成

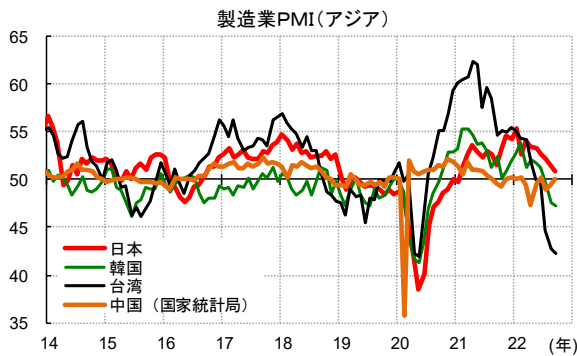
【世界製造業景況感の推移】



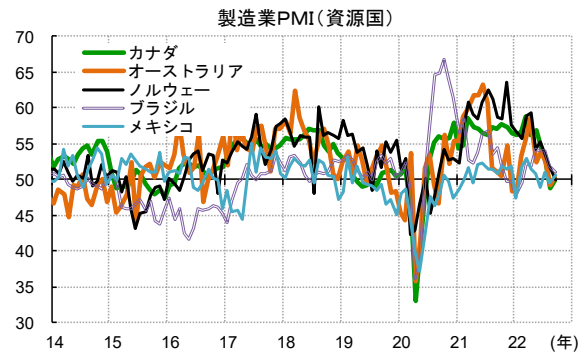
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



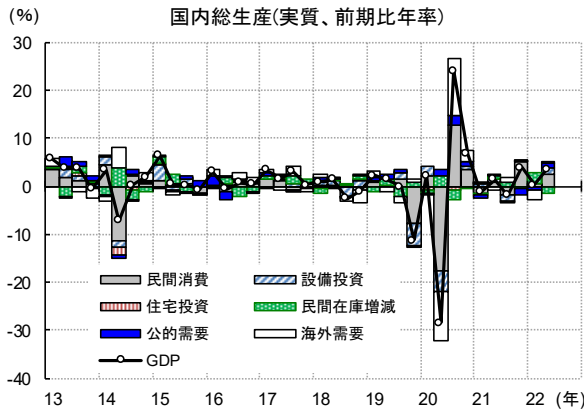
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

1. 日本経済

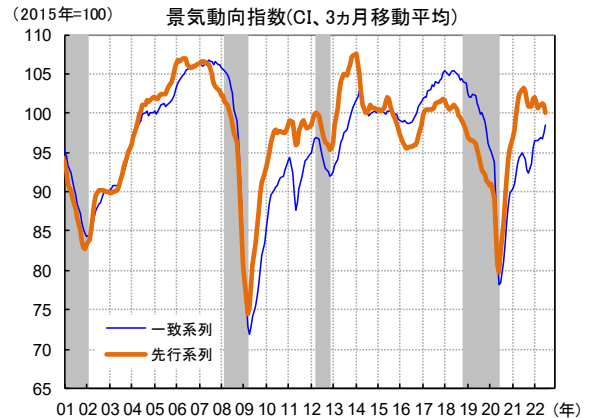
生産や消費は比較的堅調で先行きについても期待が持てる状況。ただし、世界経済の動向が外需に与える影響についてやや注意

4-6 月期は堅調な消費に支えられて前期比年率 3.5%成長



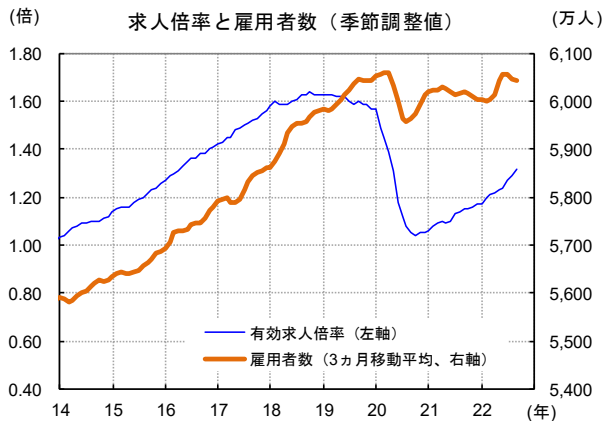
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

経済活動正常化のなか一致系列は改善基調



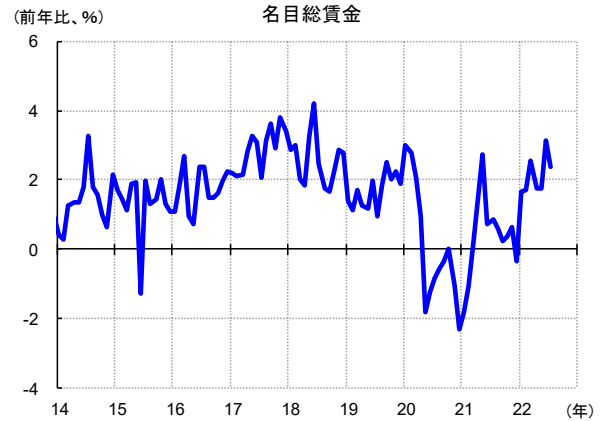
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

有効求人倍率は改善基調



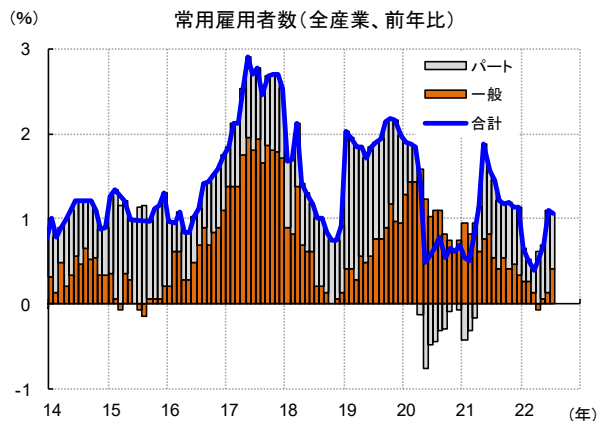
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



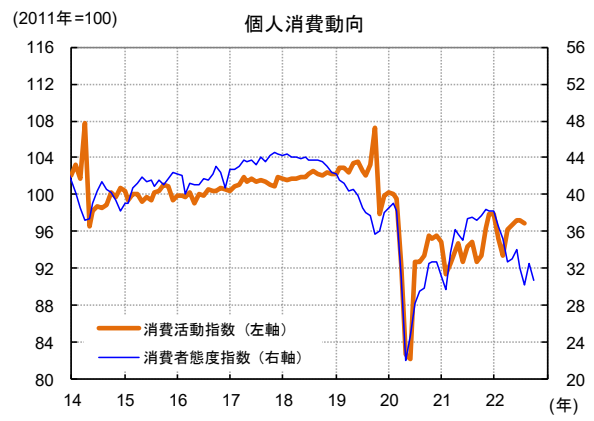
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

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

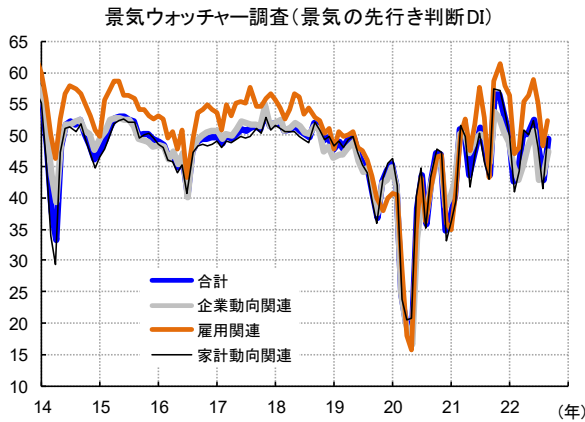
今後は改善が期待される消費活動指数



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

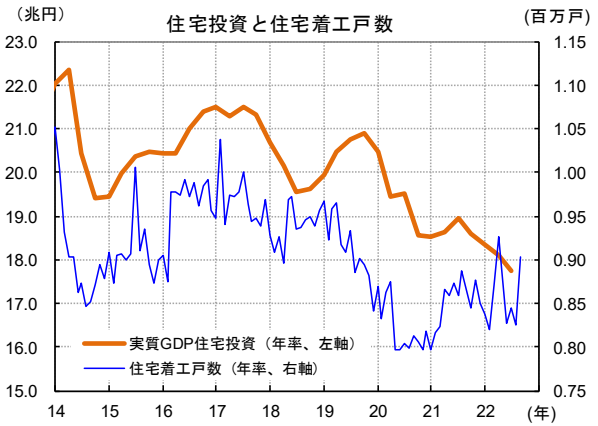
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

街角景気見通しは、全項目で改善



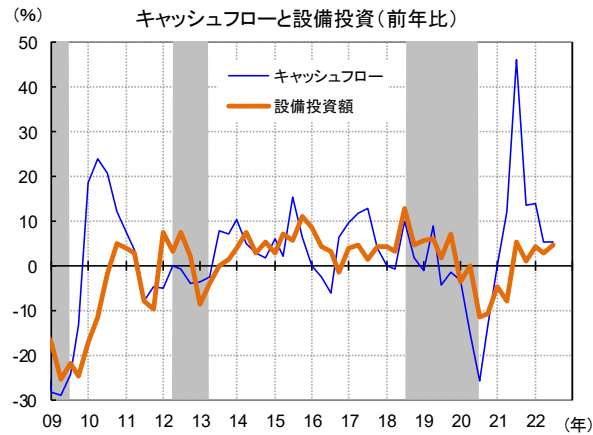
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

住宅投資は低調



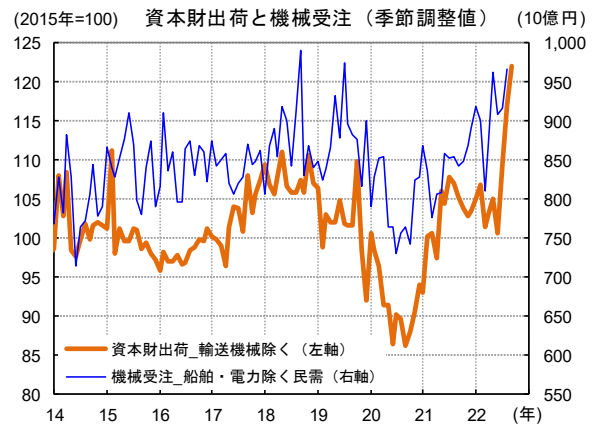
出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

設備投資額(前年比)はプラス圏で推移



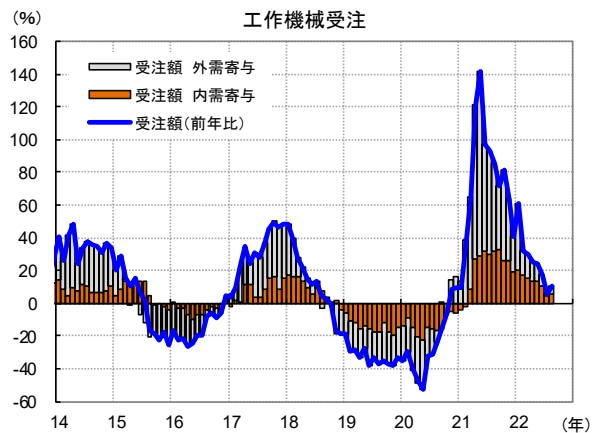
注: キャッシュフロー=経常利益(税金相当 50%控除)+減価償却費。
グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

機械受注、資本財出荷とも高水準



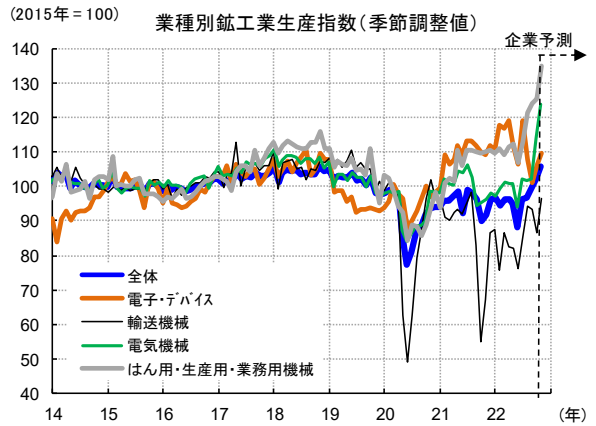
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

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

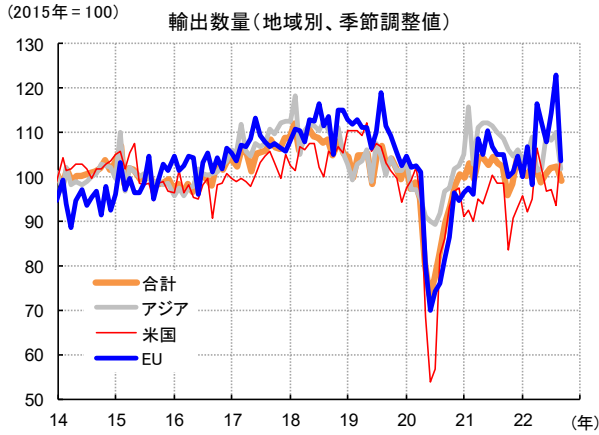
全般的には明るい見通し



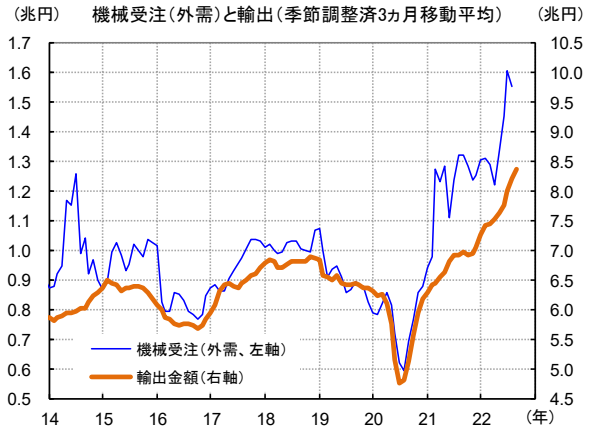
出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

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

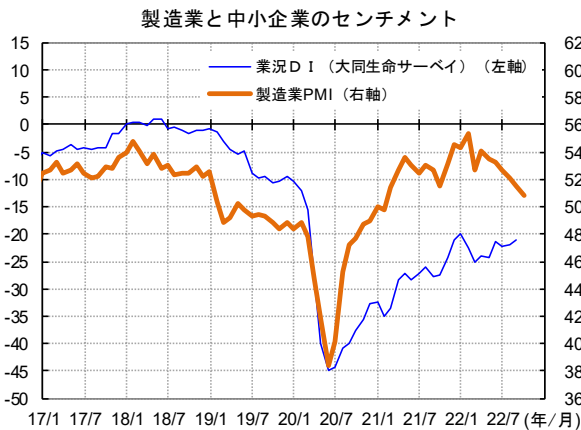
円安の効果と世界経済の減速度合いが綱引きする見通し



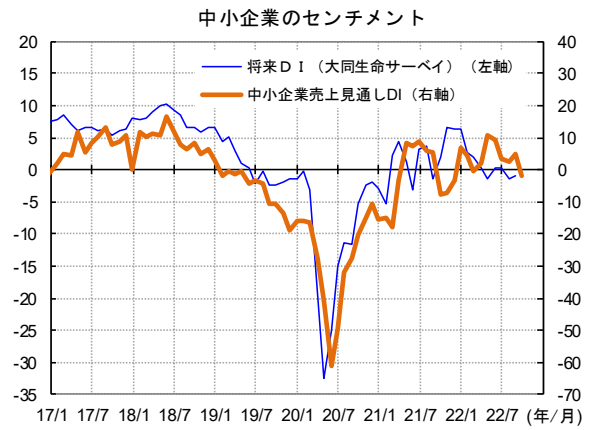
機械受注(外需)は良好



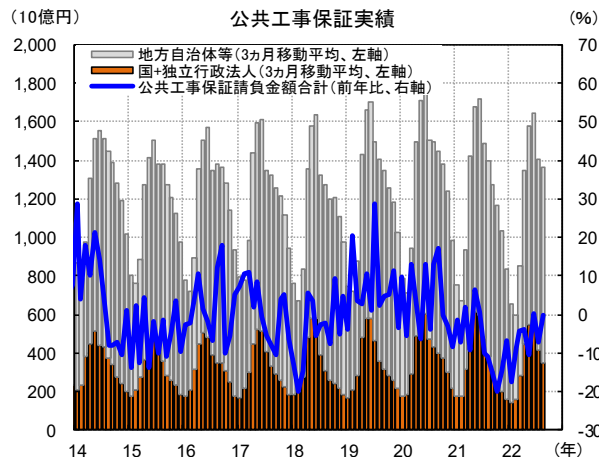
業況 DI(大同生命サーベイ)は横ばい圏で推移



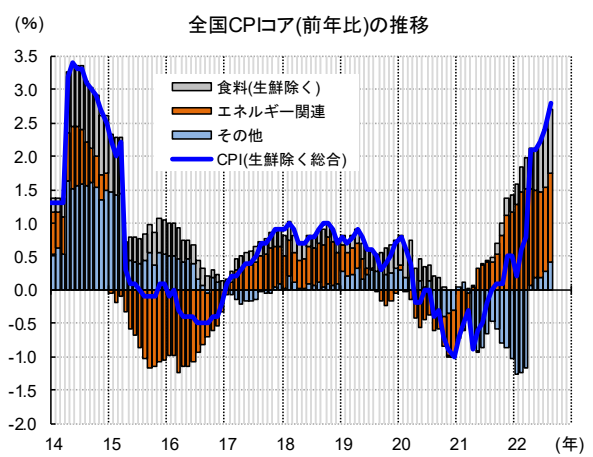
将来 DI(大同生命サーベイ)も概ね横ばい推移



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 2.8%

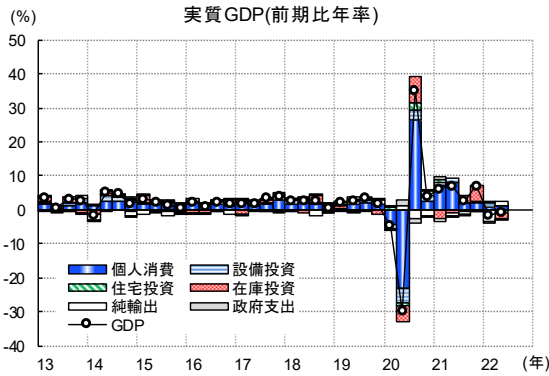


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2. 米国経済

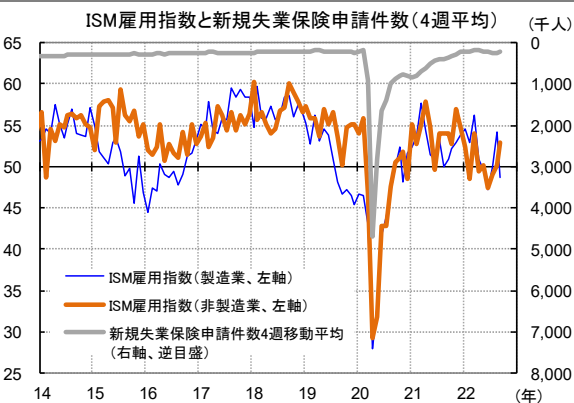
企業の景況感が基調としては冴えないほか、住宅指標は軟調。先行きについても減速感が他の統計でも顕現化する可能性があり注意

経済成長率: 4-6 月期 GDP 成長率は在庫投資の影響でマイナス 0.6% 成長



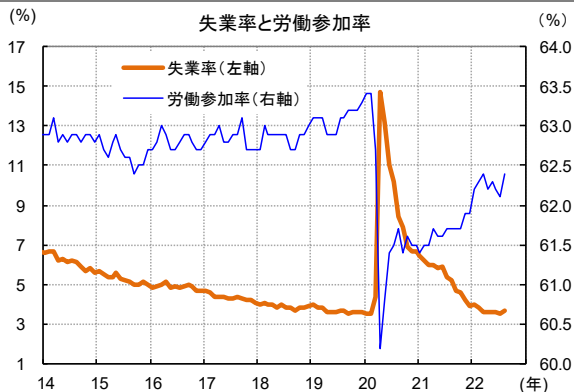
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 企業における雇用のセンチメントは傾向としては不冴え



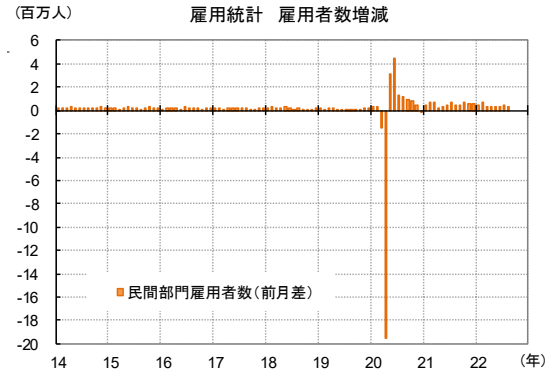
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 労働参加率が改善



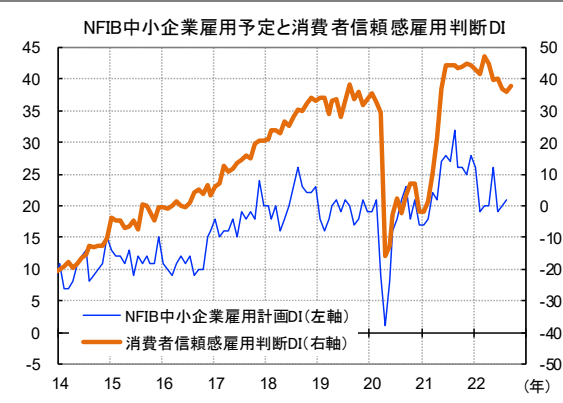
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用動向が賃金に与える影響に注意



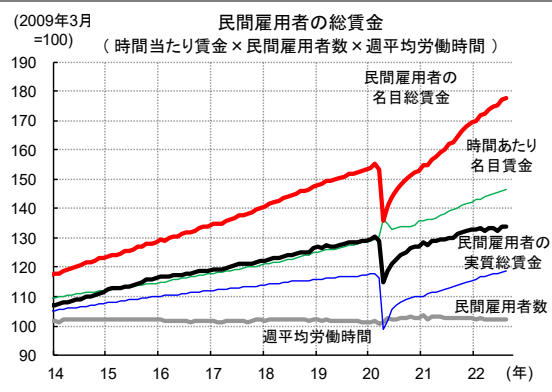
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 消費者の雇用市場に強気な見方はやや後退気味



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

労働市場: 概ね改善傾向

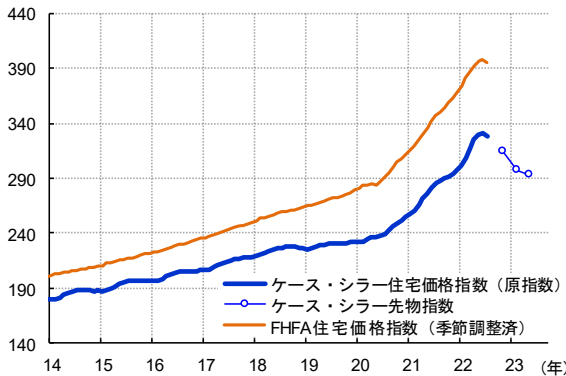


注: 民間雇用の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

住宅市場: 先物価格は価格低下を示唆

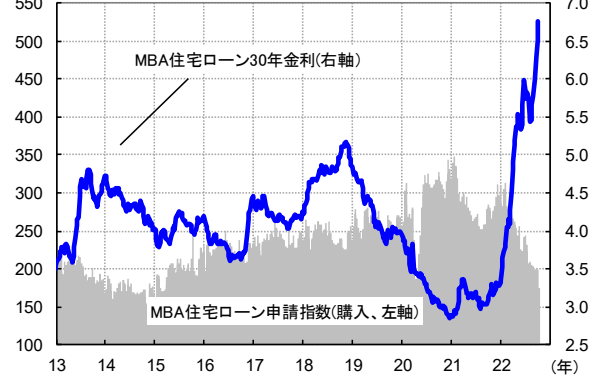
住宅価格指数の推移



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

住宅市場: 金利上昇が住宅市場の重し

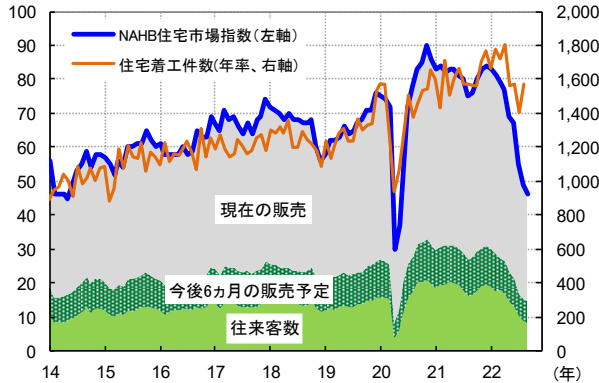
住宅ローン申請指数と金利



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

住宅市場: NAHB 住宅指数はコロナショック再来のような落ち込み

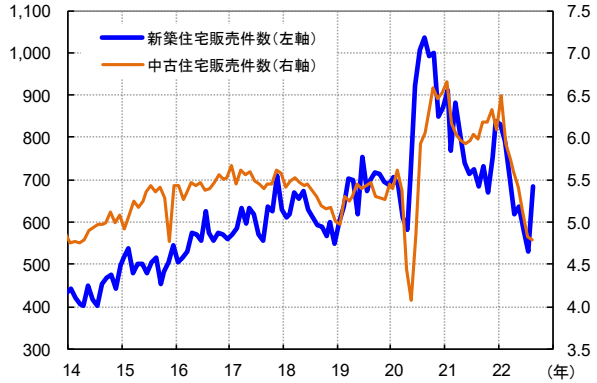
NAHB住宅市場指数と住宅着工件数



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

住宅市場: 新築は上振れつつも、中古は悪化傾向

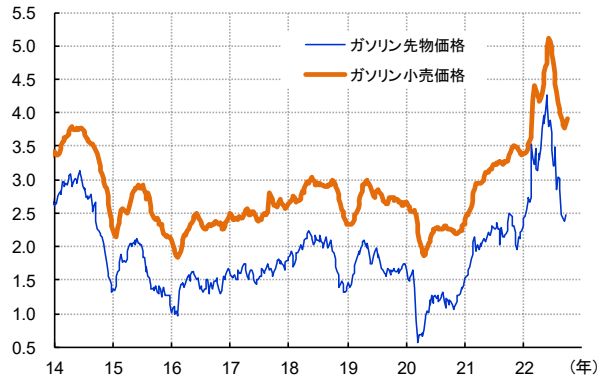
住宅販売件数(年率)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: ピークアウトしつつも依然として高水準のガソリン小売価格

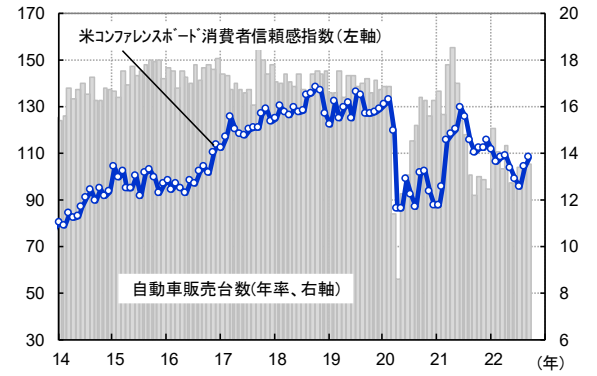
米国 ガソリン先物価格とガソリン価格



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: 自動車販売台数は比較的低下水準で推移

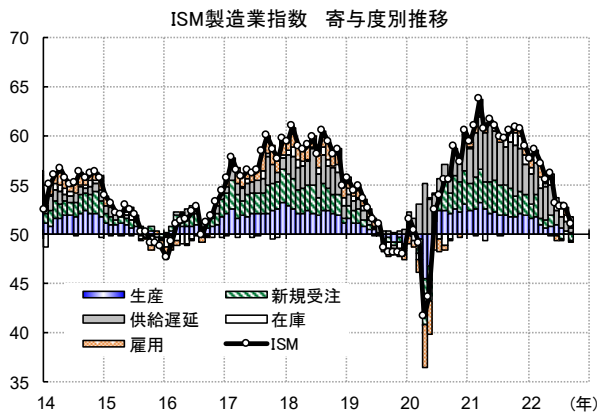
消費者信頼感と自動車販売(国内)



注: ミ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

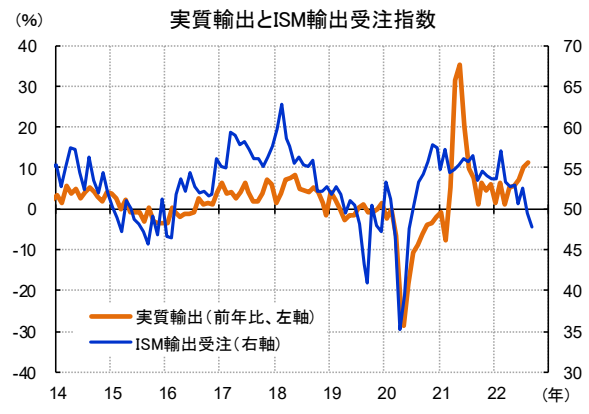
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(9 月)は 50.9 に低下



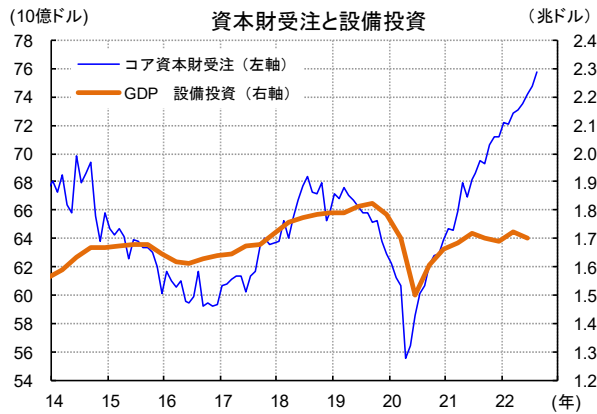
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注は悪化し節目の 50 割れ



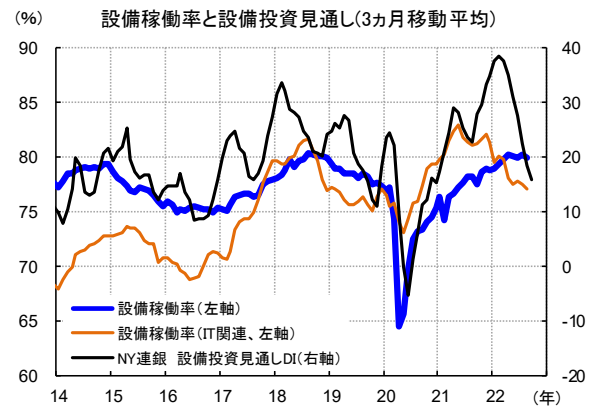
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資項目は伸び悩み



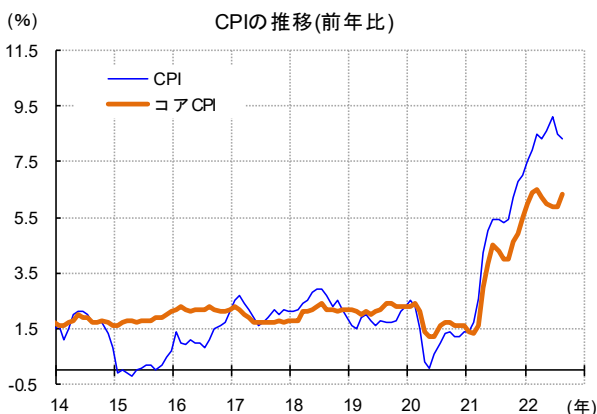
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備稼働率は悪化傾向



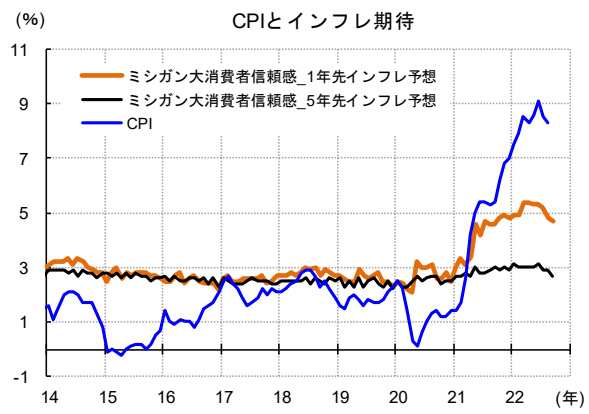
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 6.3%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1 年先のインフレ予想は 4.7%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

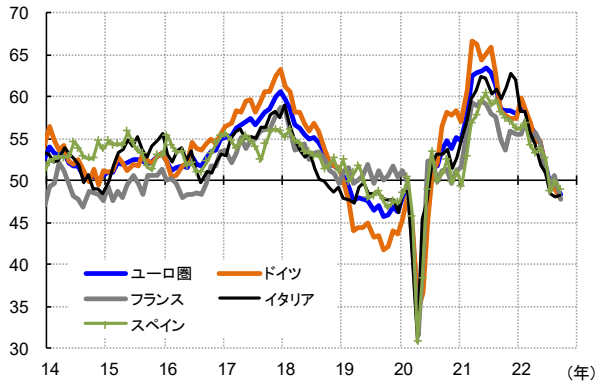
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

3. 欧州経済

ロシアからのエネルギー供給の問題が経済を下振れさせているが、ECBの引き締めなども重しとなる可能性があり、引き続き要警戒

企業景況感: 全般的には悪化傾向

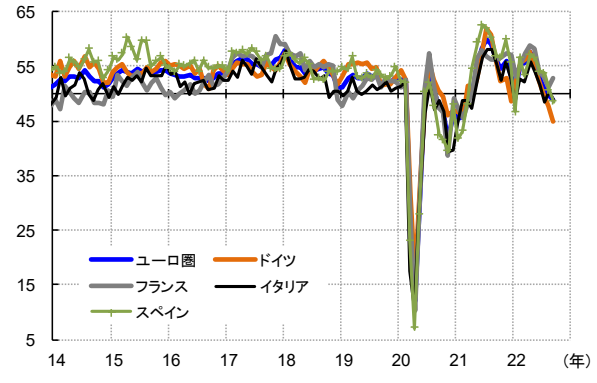
製造業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: 先行きも厳しい可能性

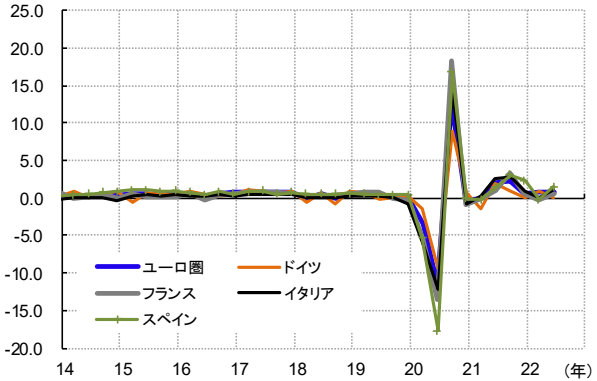
サービス業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 2Qのユーロ圏GDP成長率は前期比0.8%成長

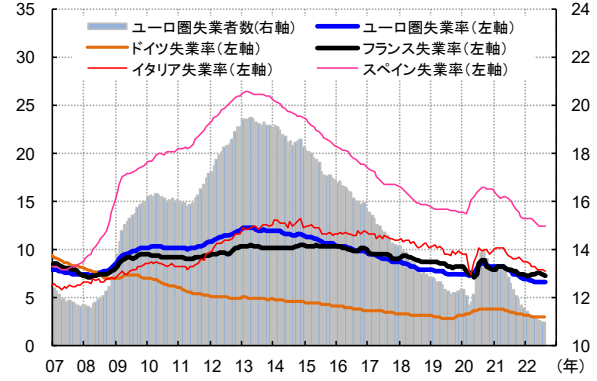
各国実質GDP成長率(前期比)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 先行き失業率の上昇に警戒

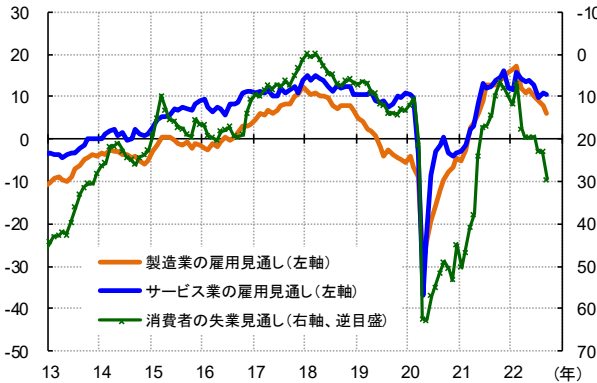
ユーロ圏 失業者数と失業率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 消費者は慎重な見通し

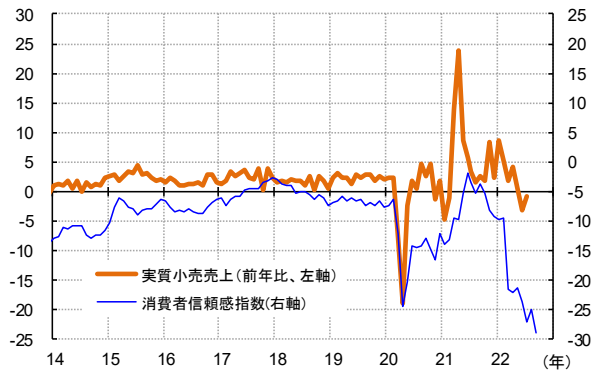
ユーロ圏の雇用信頼感指数



出所: Bloomberg より TDAM 作成

消費: 消費者信頼感は悪化するなか、小売売上高は更に悪化する可能性

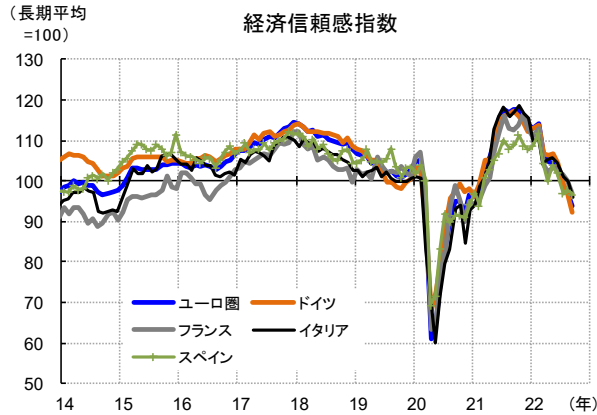
ユーロ圏消費者信頼感指数と実質小売売上



出所: Bloomberg より TDAM 作成

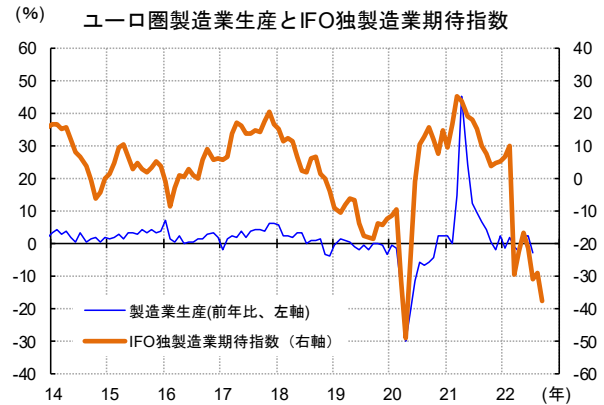
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

景況感指数: ドイツを筆頭に軟調



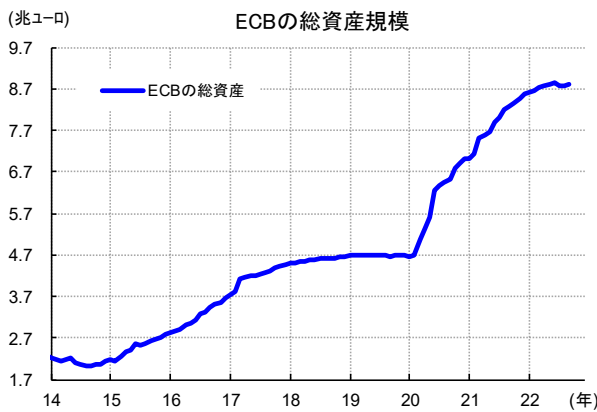
注: 長期平均=1990年~2016年
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: 製造業生産の先行きに暗雲



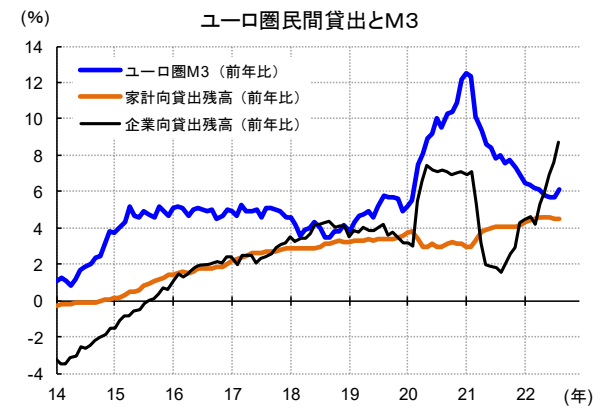
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECB の総資産規模の拡大基調は終了



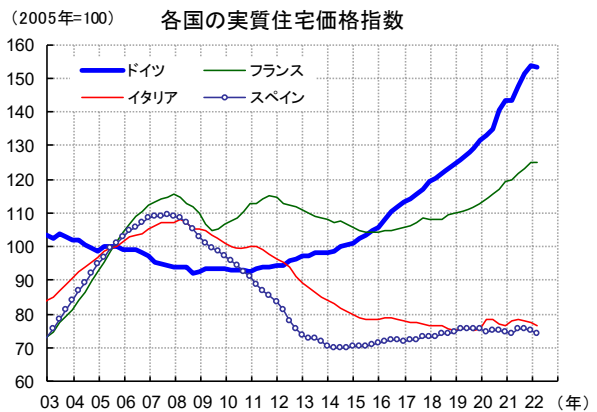
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: 企業向け貸出が伸びている模様



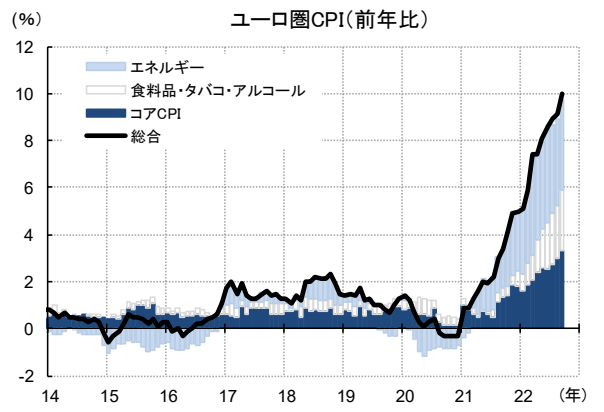
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格: ドイツの住宅価格は上昇一服



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 9月の総合CPI(前年比)は10.0%



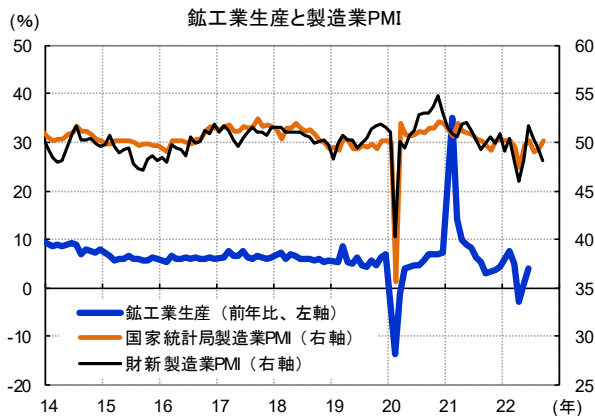
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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. 中国経済

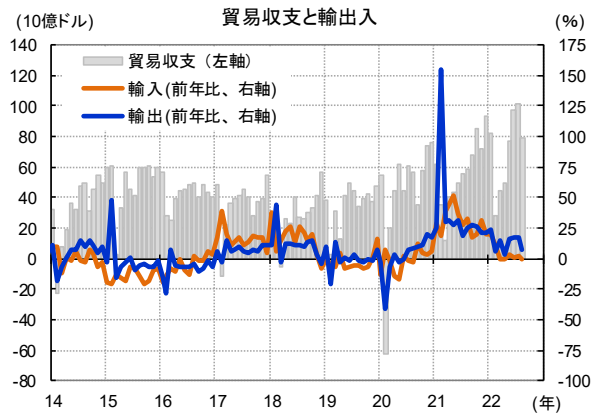
共産党大会後には新型コロナウイルスに対する「ゼロ・コロナ戦略」が緩む可能性はありつつも、基本的には厳しい経済情勢は続く見通し

景況感: 財新の製造業 PMI は悪化気味、先行きについても注意



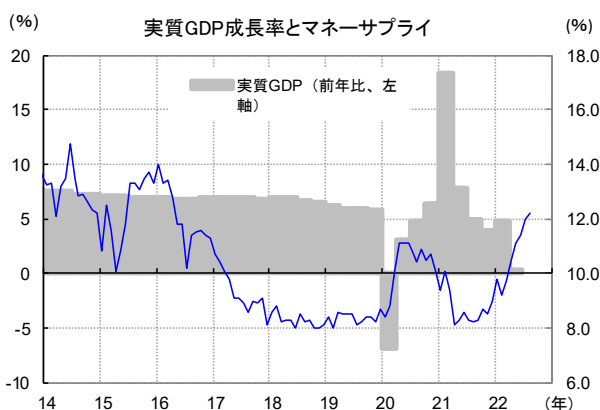
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 伸び悩みを見せる輸入は懸念材料の一つ



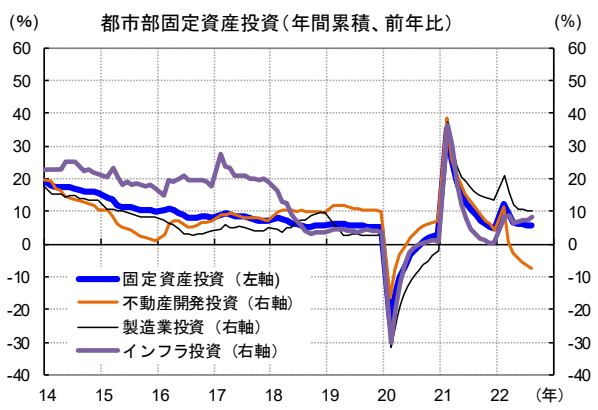
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 4-6 月期は前年比 0.4% 成長



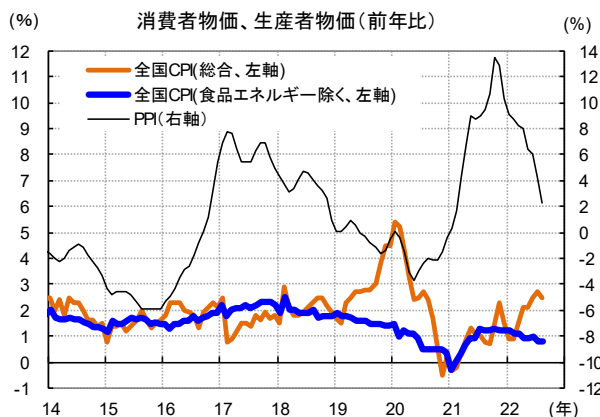
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 経済対策を期待しにくい状況のなか、冴えない固定資産投資



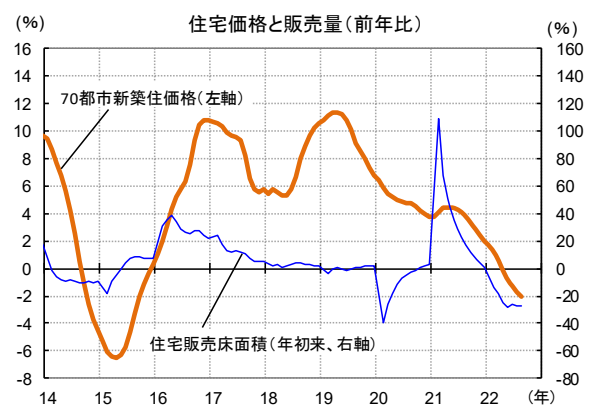
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: PPI が下振れるなか、今後の景気に注目



出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅: 前年比マイナス圏での推移が続く住宅価格

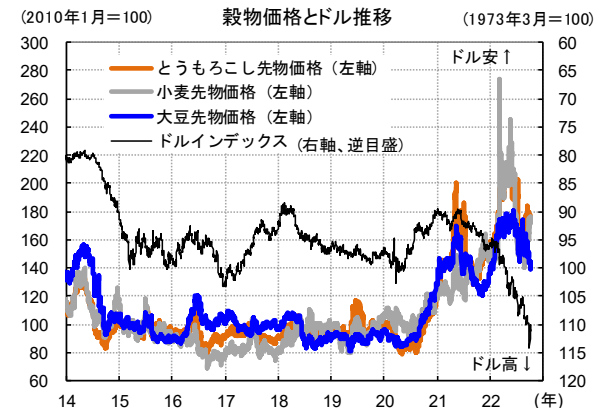
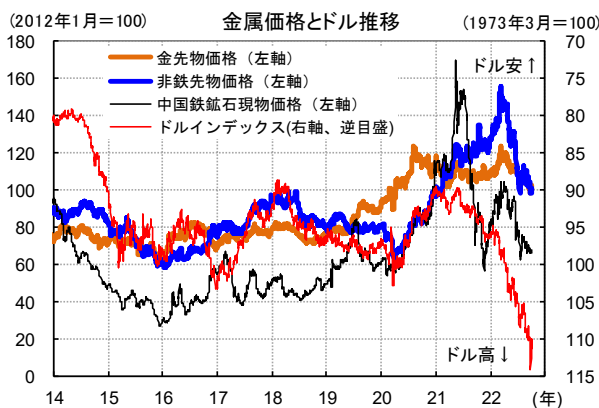
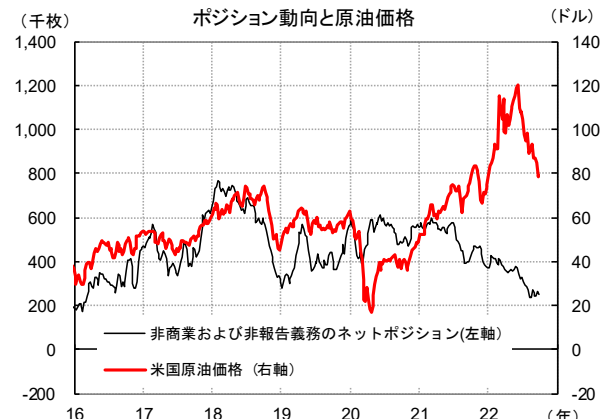
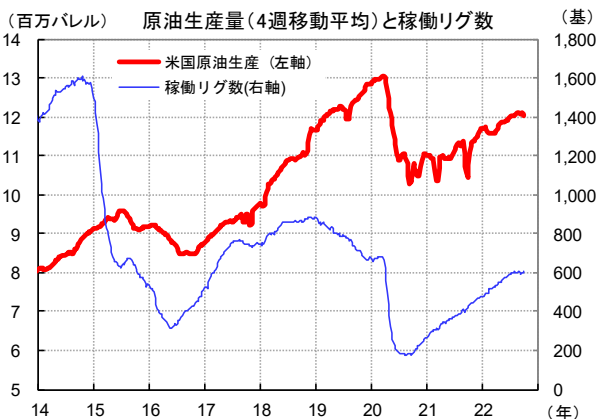
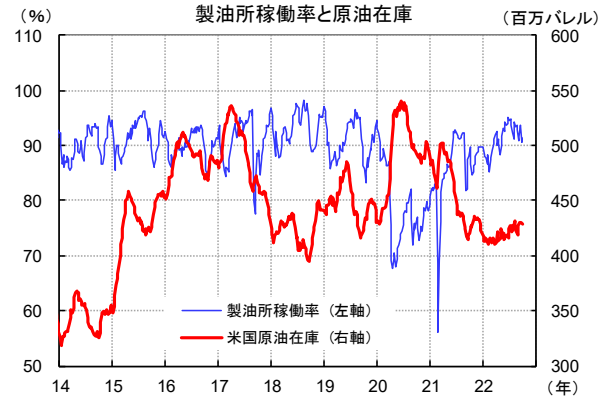
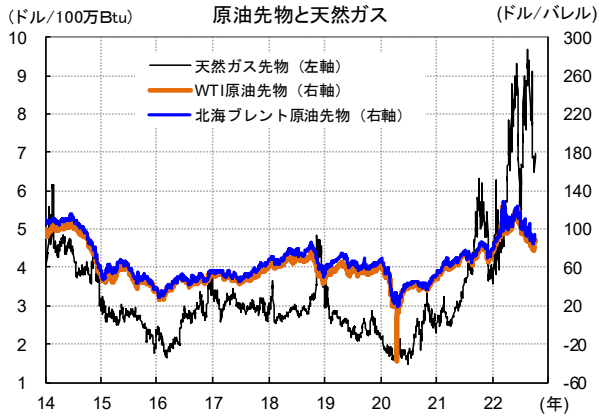


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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



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%)

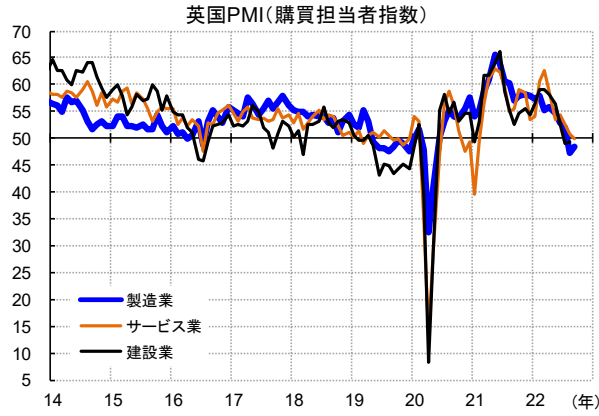
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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%)

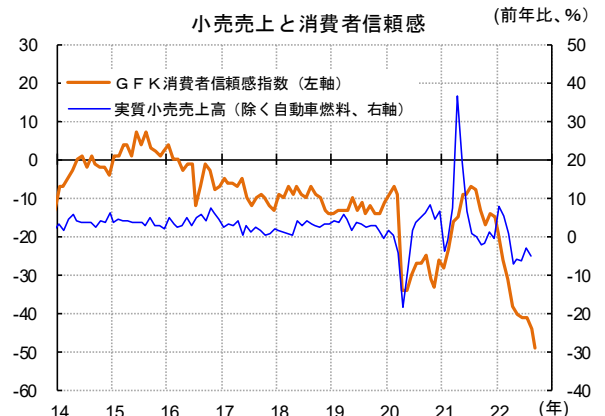
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

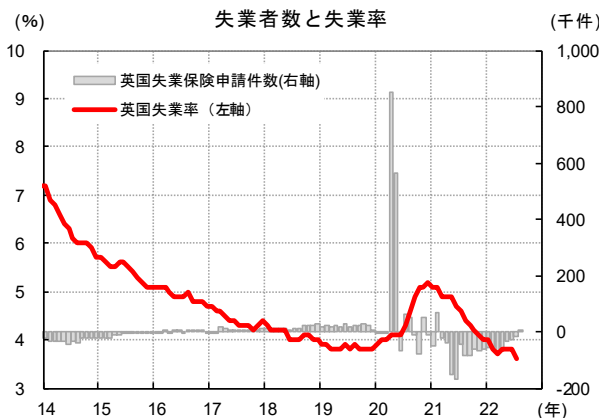
(2) 英国経済



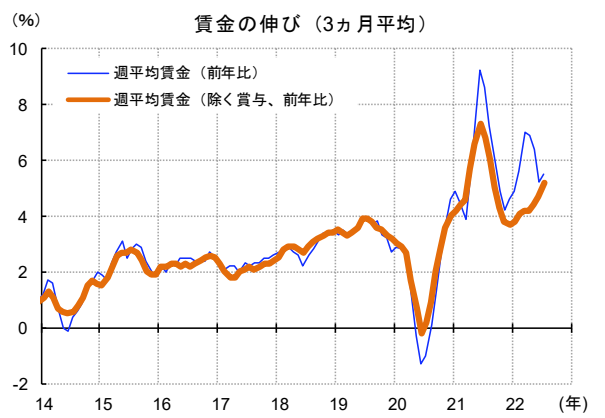
出所: Bloomberg より TDAM 作成



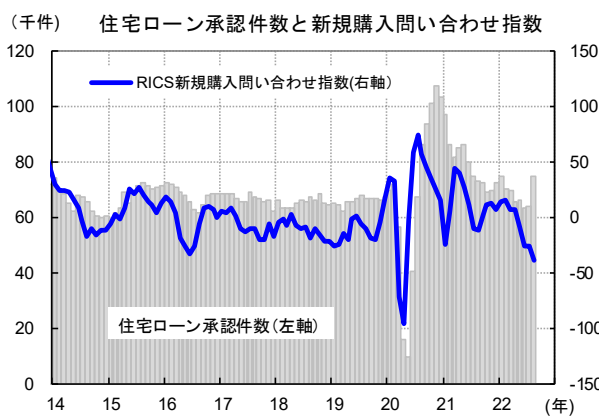
出所: Bloomberg より TDAM 作成



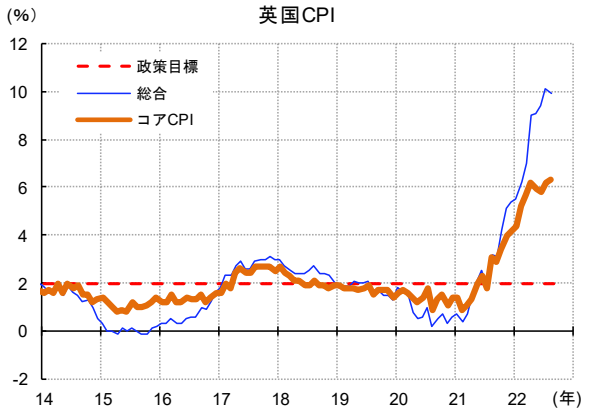
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



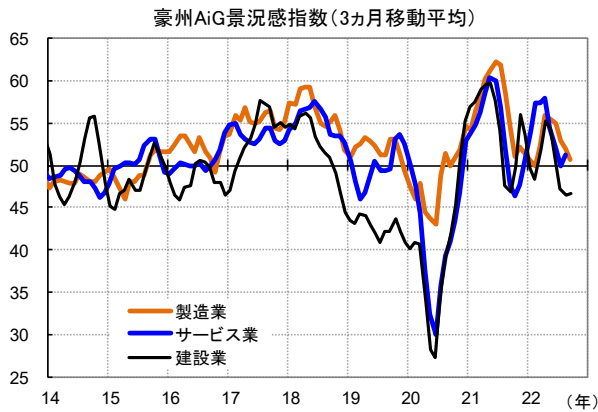
出所: Bloomberg より TDAM 作成



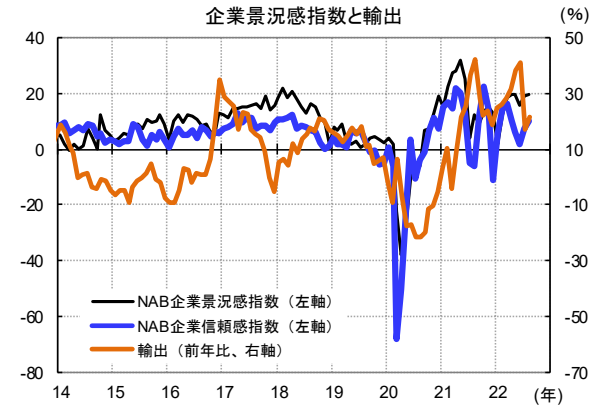
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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



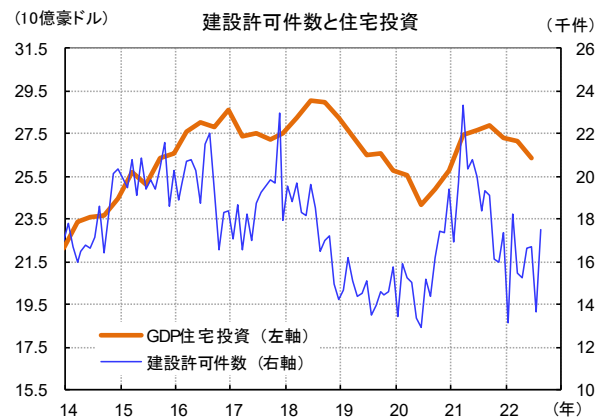
注: AiG(豪州産業グループ)
出所: Bloomberg より TDAM 作成



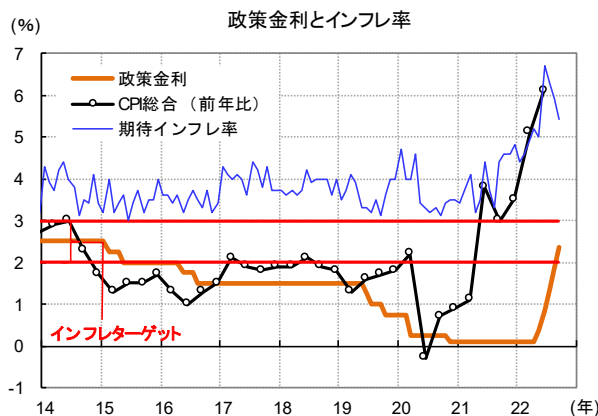
出所: Bloomberg より TDAM 作成



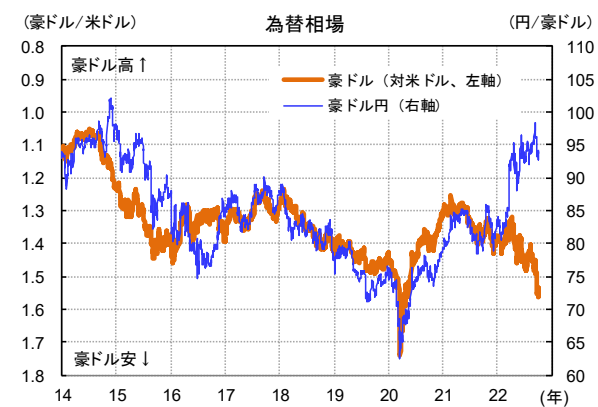
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

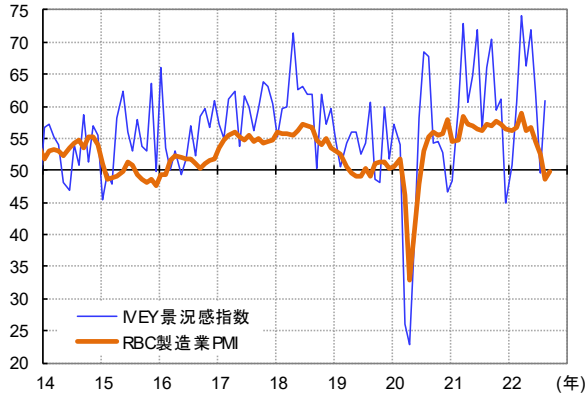


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

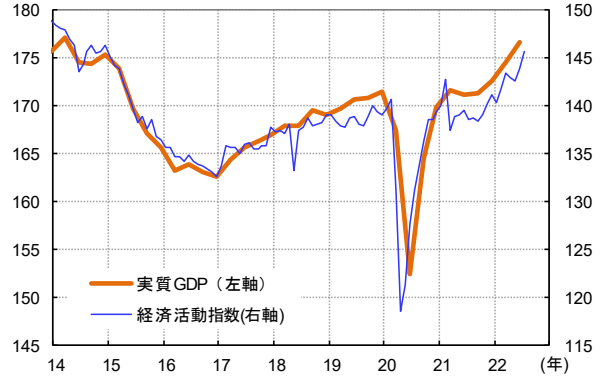
(4) カナダ・ブラジル経済

カナダ製造業PMI



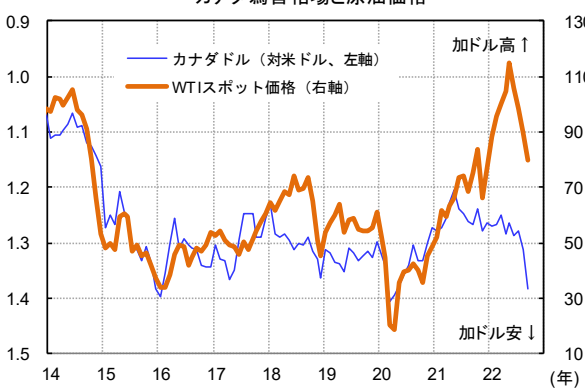
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



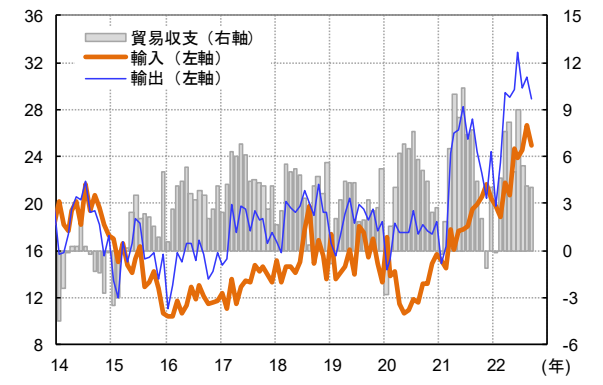
出所: Bloomberg より TDAM 作成

カナダ為替相場と原油価格 (加ドル/米ドル) (米ドル/バレル)



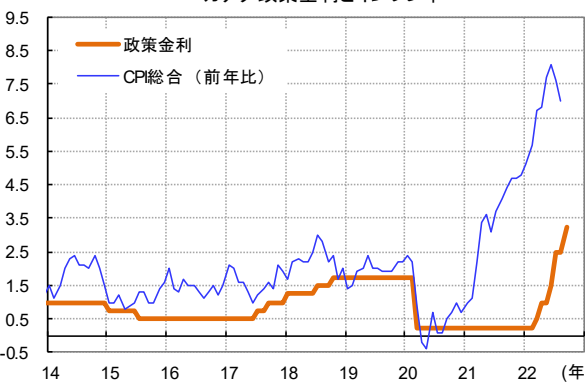
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル) (10億ドル)



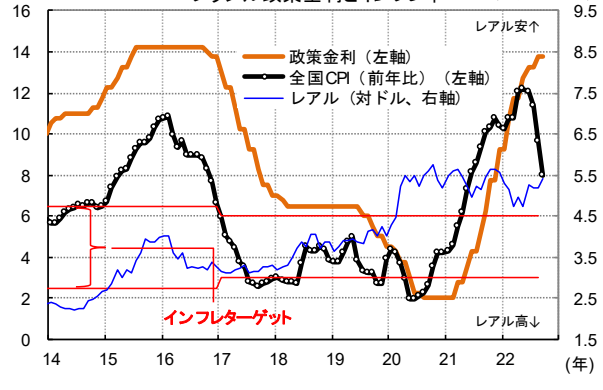
出所: Bloomberg より TDAM 作成

カナダ政策金利とインフレ率 (%)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

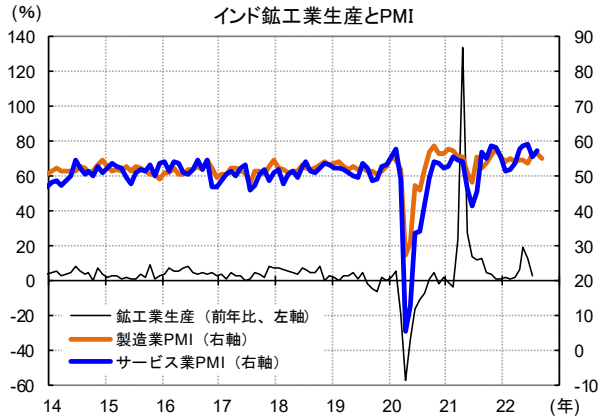
ブラジル政策金利とインフレ率 (%) (レアル/ドル)



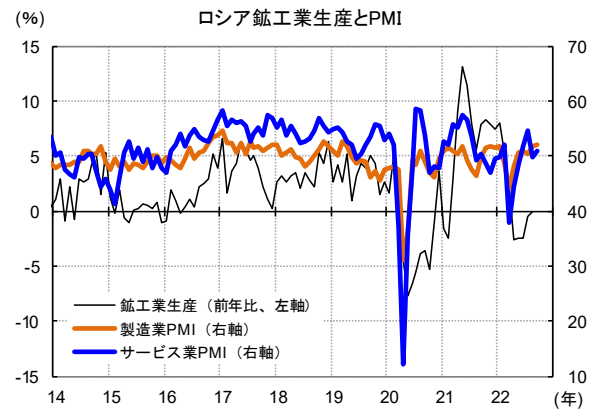
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

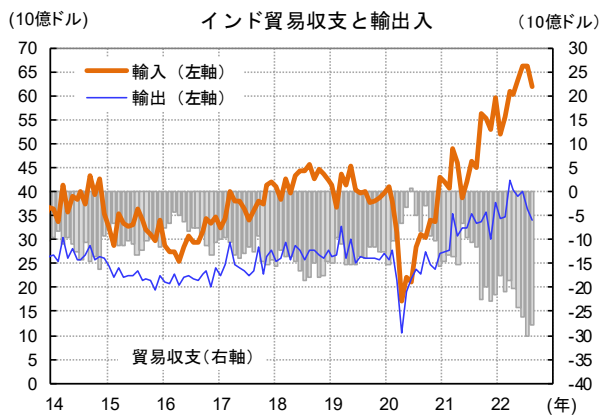
(5) インド経済・ロシア経済



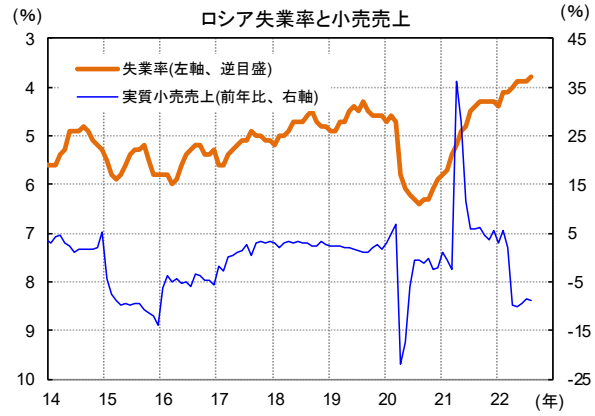
出所: Bloomberg より TDAM 作成



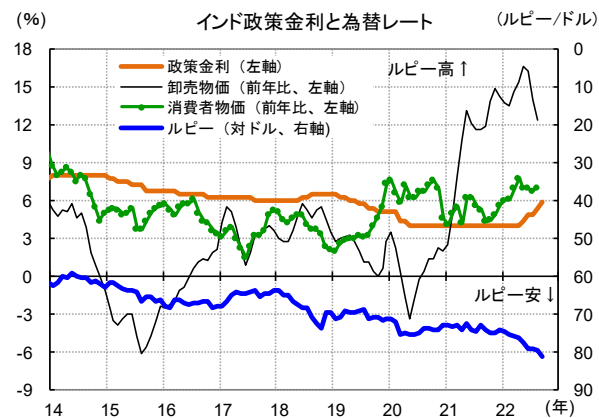
出所: Bloomberg より TDAM 作成



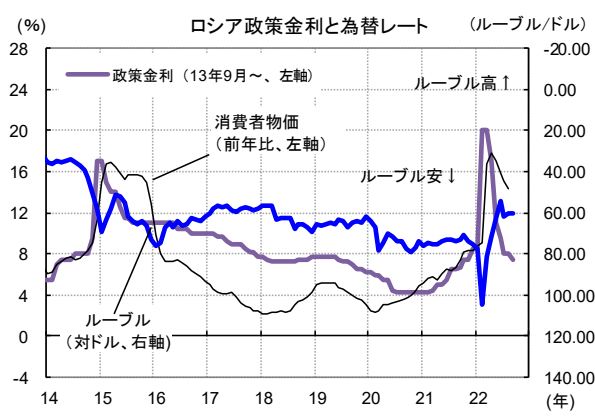
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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9月21~22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。フォワードガイダンスについても、特に変更されなかった。なお、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペを段階的に終了しつつ、幅広い資金繰りニーズに応える資金供給による対応に移行していくことを決定した。これについては、市場参加者の関心を特に集めるものではなかった。市場参加者の多くは、現行の金融政策の維持を予想しており、サプライズはなかった。ただ、今回は、為替介入の準備として日銀が市場参加者に相場水準を尋ねる行為「レートチェック」が会合前の段階で行われていたことから、緩和色の後退もごくわずかの可能性ながらありうるとの考えがよぎっていた模様である。現に、金融政策の内容が発表されると、円安進行する場面も見られた。

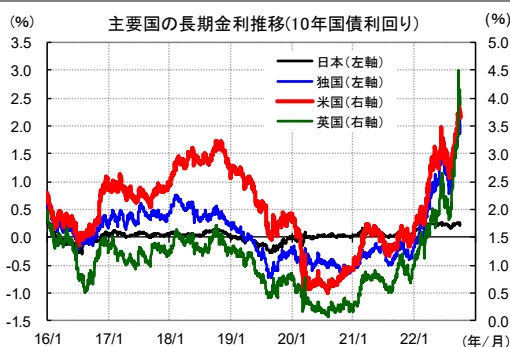
記者会見で黒田総裁が、フォワードガイダンスの変更について、当面は修正の必要がないと言及した際に、当面というのは具体的にどの程度の期間を指すのか問われた。それに対して、「数ヵ月ではなく2、3年」と明言したことは注目された。自身の任期よりも先のことについて触れる形となり、実際にこの発言の通りとなるか不明であるが、日銀が政策変更に対して消極的であることを強く印象付けさせたことは確かだろう。

ただし、後日公表された、「主な意見」では債券市場の機能低下についての懸念に触れ、「今後、適切なタイミングが来た際には、出口戦略についても、市場と適切なコミュニケーションをとっていくこと」の重要性を説いた参加者がいたことが分かった。審議委員交代の影響が早速に表れてきた模様である。

○ 長期金利

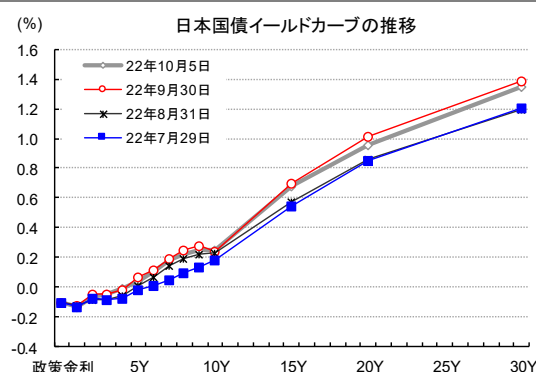
日本の長期金利は、8月に一時的に下振れる場面はあったものの、基本的には4月以降、0.25%近傍での推移が続いている。当社の見通し通りの水準で推移している。こうしたなか、8月の全国CPI(消費者物価指数)は前年比3.0%、除く生鮮でも前年比2.8%と、ヒストリカルにみれば高い伸び率となっている。日銀が現行の金融政策を変更するには、環境面が整ってきているともいえるが、足許の物価上昇がコストプッシュ型のものであり、日銀が望む形ではないことを理由に緩和的な姿勢を維持している。ただ、今回の物価上昇局面を逃せば、現行の金融政策を修正する機会はしばらく見込めない。もっとも、金融政策の変更には消極的な日銀の姿勢に鑑みると、メインシナリオでは、金融政策の変更は望めず、長期金利は0.25%での推移が続くと予想する。ただし、サプライズシナリオとしては、急遽、前触れもなく金融政策を変更する可能性もあり、その点には留意している。

国内金利は 0.2%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

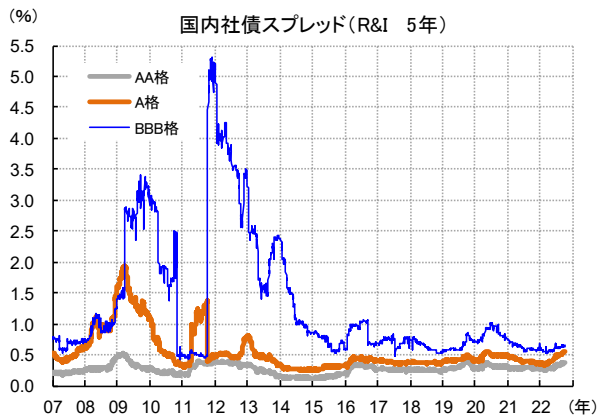
再びイールドカーブに歪み



出所: Bloomberg より TDAM 作成

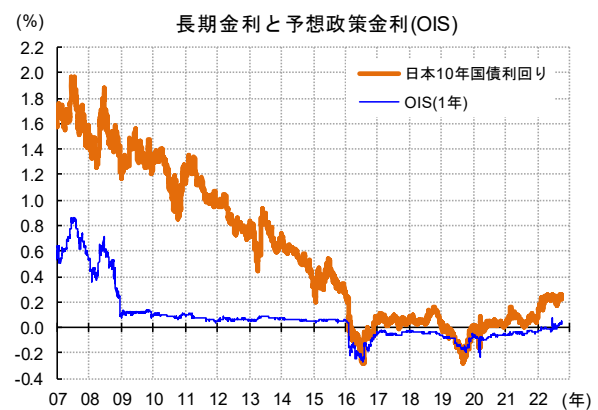
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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



出所: Bloomberg より TDAM 作成

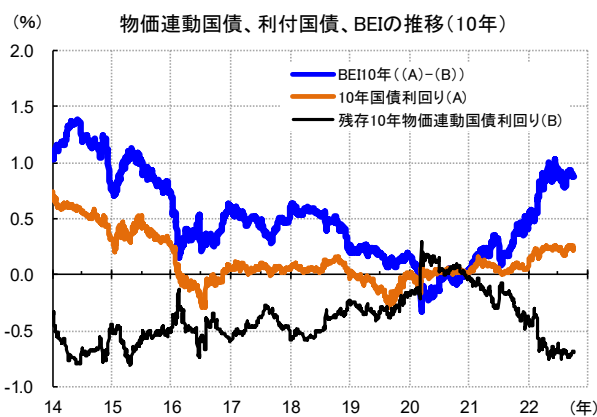
OIS はジワリ上昇しプラス圏入り



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。)

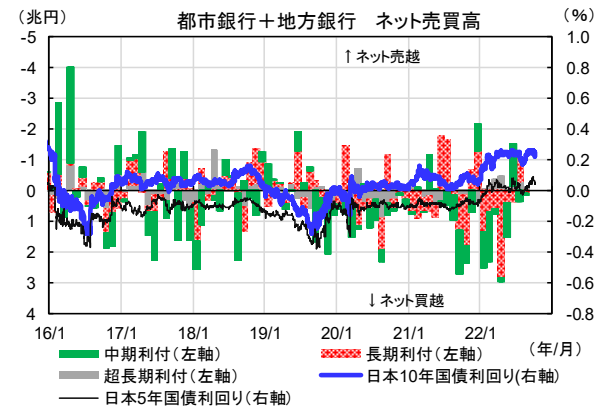
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

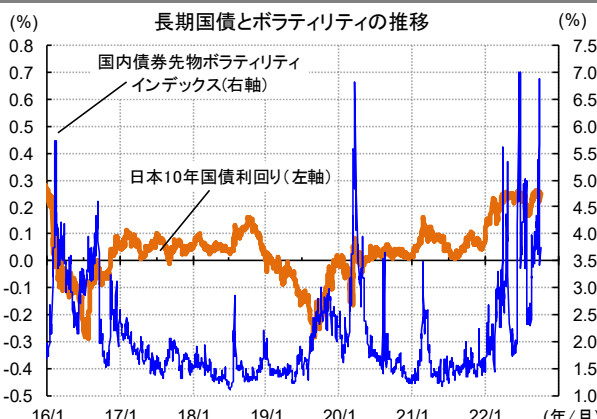
8 月は銀行が中期利付債を小幅に買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

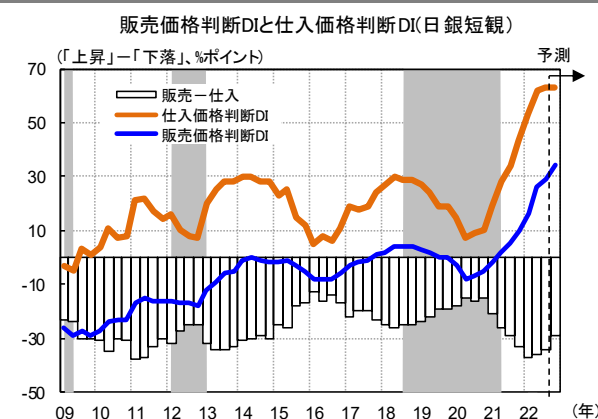
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

不安定な動きを見せるボラティリティインデックス



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 のタカ派姿勢が意識されるなか、緩やかに金利上昇しよう。

○ 金融政策について

ジャクソンホール会合でのパウエル議長の発言がFRB(米連邦準備制度理事会)のハト化を期待する市場参加者の自信を打ち砕くのに十分なほどのタカ派なものであったが、その後の地区連銀総裁の発言もタカ派なものばかりで、ブラックアウト期間(FOMC(米連邦公開市場委員会)前に、金融政策に関してメンバーの発言が制限される期間)前の段階では、0.75%の利上げが概ねコンセンサスとなっていた。ブラックアウト期間中に公表された8月分のCPIについては、前月比マイナスとの市場予想に反してプラスだったほか、コアCPIについても前月比0.3%の伸びという市場予想を上回り前月比0.6%と高い伸びになり、FRBのタカ派姿勢が想起された。その結果、一部には1%の利上げも予想された。しかし、実際のところ、9月20~21日に開催されたFOMCではFF金利が0.75%引き上げられて、3.0%~3.25%に設定された。ただ、これがハト派と受け止められることはなかった。FOMC参加者の金利見通しを示すドットチャート(中央値)では、2022年末が4.4%と前回から1.0%pt上振れた。また、2023年末が4.6%と、2022年末よりも高めとなった。引き締め姿勢はしばらく解除しないというFRBの姿勢がうかがえる。その後のFOMC参加者の発言も引き続きタカ派なものが多く、特に、英国の経済対策を巡り、市場が不安定化している中であっても、タカ派姿勢を維持していることを踏まえると、11月のFOMCでは0.75%の利上げになる可能性が相応にあると見込む。その後も、引き締めスタンスを維持しよう。

○ 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。6月にピークをつけて、低下トレンドが8月初旬まで見られたが、再び上昇し9月下旬には一時4%を上回った。FRBのタカ派姿勢を踏まえると自然な動きであり、今後も上昇基調は続くとみている。特に実質金利の上昇を予想する。なお、メインシナリオとしては米国経済の減速を予想するなかにあっても、金融政策眼みでの金利上昇を予想するが、リスクシナリオとしては、米国経済が再加速という可能性もあり、いずれのシナリオでも金利上昇する可能性は相応にあるとみている。ただ、水準感を踏まえると、基調としては緩やかなものとなろう。

1-3. ユーロ圏債券

高インフレ率に対する ECB のタカ派姿勢と、米国金利が上昇した場合に連れる可能性があることから緩やかな上昇を予想する。

○ 金融政策について

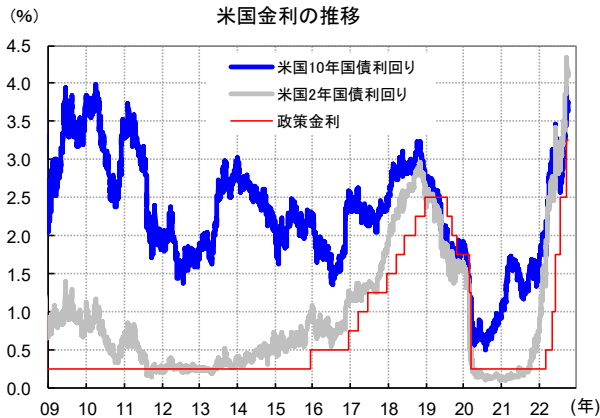
9月8日にECB(欧州中央銀行)は定例理事会を開催し、主要政策金利を0.5%から1.25%に引き上げ、中銀預金金利もゼロ%から0.75%に引き上げることとした。限界貸付金利についても0.75%から1.5%に引き上げた。3つの金利をすべて0.75%pt引き上げた。前回7月に11年ぶりの利上げを行ったが、その際の利上げ幅は0.5%とやや大きく、そして9月の利上げ幅はユーロが誕生した1999年以降で初めてである。ECBがインフレに警戒する状況は、理事会後のラガルド総裁の記者会見でも表れている。ラガルド総裁は今回の利上げ決定が全会一致だったことを示した。また、「インフレ率が高すぎるため、今後さらに利上げを続けるつもり」と述べた。さらに、先行きについては、「会合ごとに見直す指標が大幅な利上げが必要だと示唆するのなら、そうするだろう」と発言するなど、タカ派姿勢をにじませた。なお、今後の利上げの回数については、2回を上回るものの、5回は下回るという見方を示した。その後のECBの当局者の発言などを踏まえても、また、9月のユーロ圏のCPIが前年比10%と過去最高を更新していることを踏まえても、次回も相応の利上げ幅になると予想する。

○ 長期金利

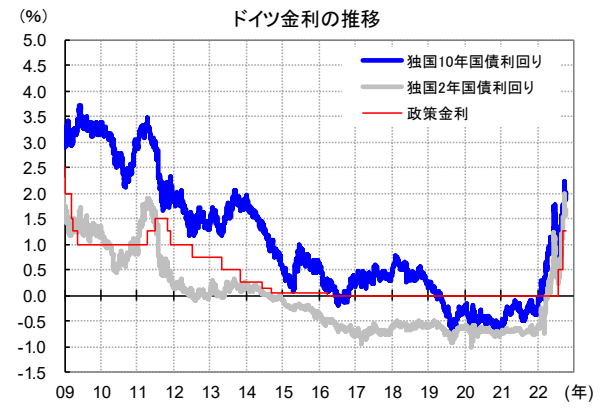
ドイツの長期金利は、大幅上昇の後、足許で急速に低下し、再び上昇するなど米国金利と概ね同様の展開を辿っている。今後も米国金利との関係性はある程度維持されて、米国金利が上昇するのであれば、ドイツの金利にも上昇圧力が加わろう。もっとも、前述したとおり、インフレ圧力の強さとそれにECBが対応していくことを踏まれば、ドイツ金利に上昇圧力が加わり続けることは予想される。

【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。

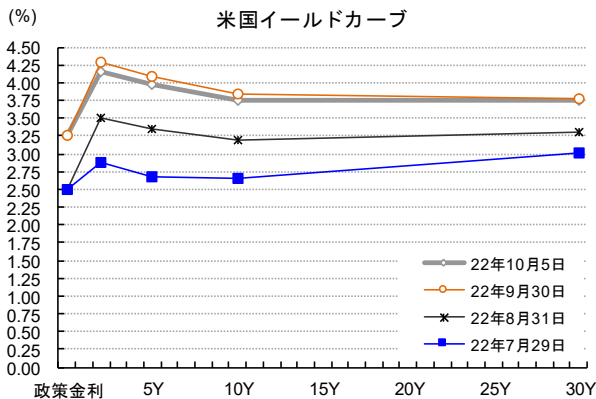
(米国) 10 年金利は 3.6%近傍で推移



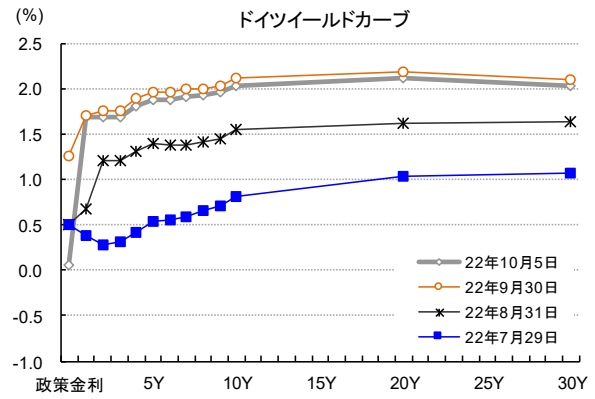
(ドイツ) 10 年金利は 1.9%近傍で推移



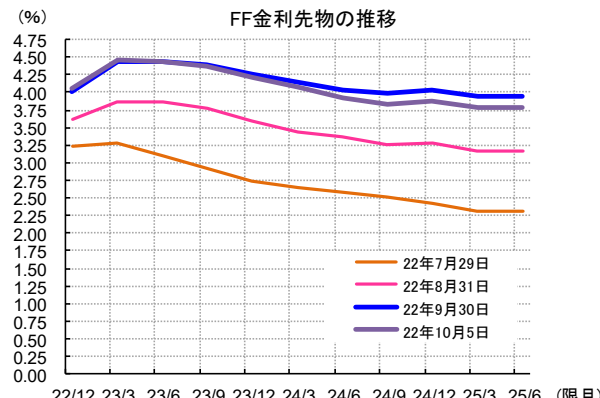
(米国) 2 年債と 10 年債の逆イールド化が鮮明



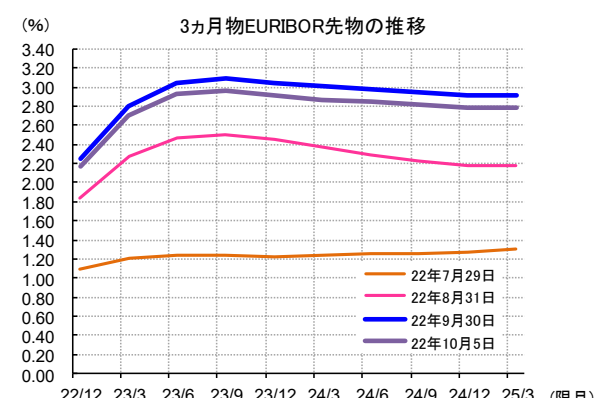
(ドイツ) 全般的に上方シフト気味



(米国) 8 月末と比べて全般的に上方シフト

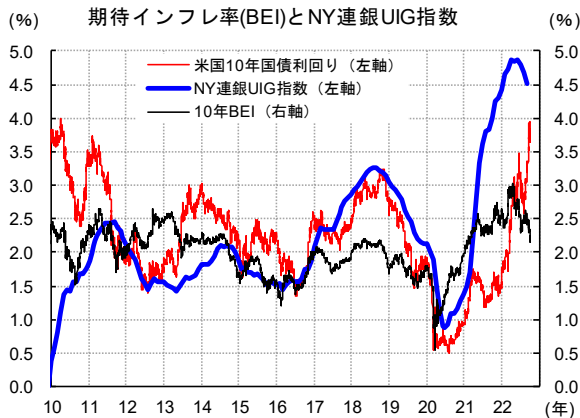


(ユーロ圏) 8 月末と比べて全般的に上方シフト



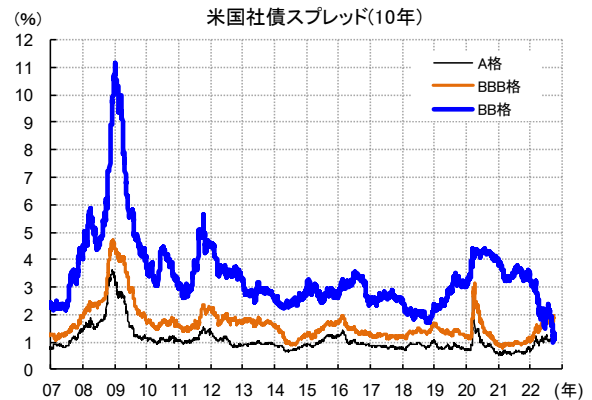
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

(米国) UIG 指数はピークアウト気味



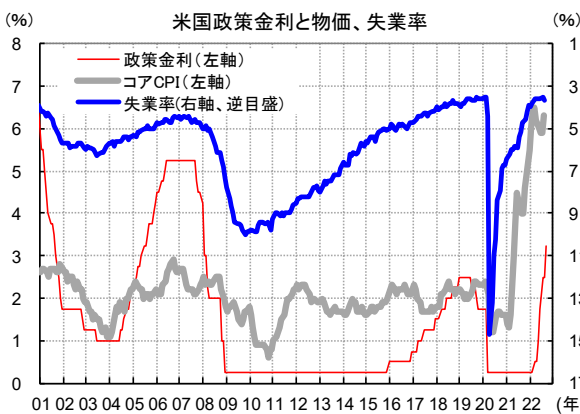
注: NY 連銀 UIG(=Underlying Inflation Gauge) 指数は、ニューヨーク連銀のスタッフが実体経済や金融指標を用いて算出した基調的な物価指標
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 直近では BB 格のスプレッドがタイト化



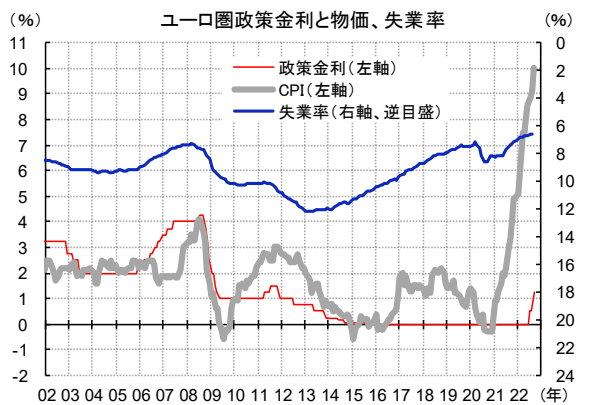
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) インフレへの警戒感をにじませる FRB



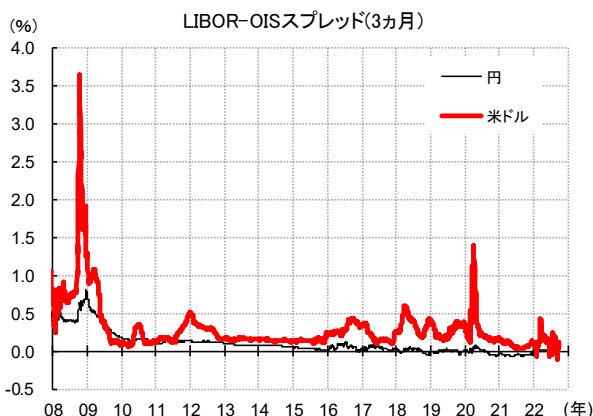
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) CPI の上振れが ECB の懸念材料



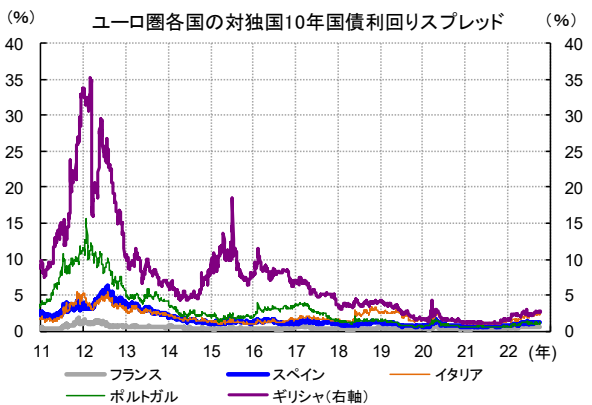
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米ドルの LIBOR-OIS スプレッドはやや上下に振れる展開



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) 政治情勢を含めイタリアのスプレッドに注目



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

割安感も意識されるほか、日本の実体経済の強さもあり、緩やかな上昇をすると見込む。

〔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、9月下旬は大幅な売り越しとなるなど、慎重姿勢も見られる。ただ、他国との比較で日本経済の堅調さから、次第に外国人投資家からの選好も期待されよう。

〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.1倍、PERは12ヵ月先予想ベースで11.6倍程度(過去5年平均:14.2倍、過去10年平均:14.1倍)、配当利回りと10年国債利回り差は2.37%程度である(数値は9月30日現在)。割安感が極めて意識される。

〔業績動向〕

リビジョンインデックスは改善を示すなど良好な状況である。既往の円安がこのところの決算にプラス寄与している模様だが、足許ではさらに円安に推移しており、先行きも良好な状況を期待できる。もっとも、海外の需要が保たれるか、また国際商品市況が与える影響などにも注意を要する状況はしばらく続きそうだ。

〔株価見通し〕

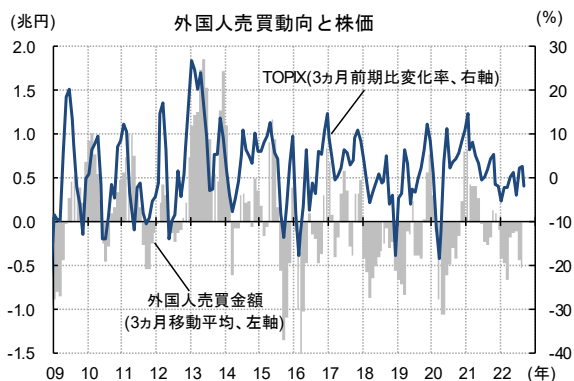
3月以降は、日経平均株価はレンジ相場の様相を呈している。例外的な場面はあるが、基本的には、26,000円～28,000円がコアレンジとなっている模様である。こうしたなか、日本株は米国株の下落に連れる形で、軟調な展開となりレンジの中間近辺に位置している。

日本株のPERは前述の通り、低水準にある。過去10年分の月次平均と月次標準偏差よりZ値(標準化した値)を算出すると、マイナス1を超えるマイナス幅となっている。こうした状況を踏まえると割安感はやはり強い。また、CAPEレシオ(景気循環を調整したPER)でも、9月末に18.7倍とこちらも過去10年平均を下回っている。

一方で、リビジョンインデックスは堅調に推移している。また9月調査の日銀短観を見ると、大企業の売上高、経常利益、当期純利益の修正率(前回調査との対比)をみると、比較的上方修正が多く、年度の見通しのみならず下半期の見通しに焦点を当てても上方修正が多いことから、実際の企業業績にも期待が持てそうである。そもそも、2022年4～6月期のGDP成長率は、前期比年率3.5%増と市場予想を上回る伸びを見せたが、先行きについても市場参加者のサーベイを参考にすると潜在成長率を上回る成長が続く見通しである。消費支出、設備投資に期待が持てる。こうしたなかで、日本企業のEPSは先行きも堅調に推移しよう。株価も緩やかな上昇基調を辿るとみている。

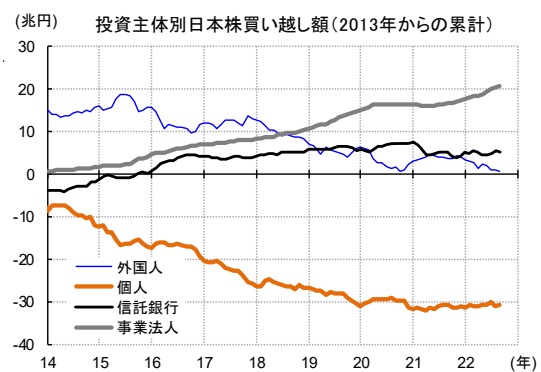
なお、10月4日に北朝鮮は日本上空を超えてミサイルを打つという愚行を冒した。外交での解決が難しいと思われる同国に対しては敵基地攻撃で対応する方法が賢明という認識が社会的に広がる可能性もある。一部の世論などでは、北朝鮮のみならず権威主義国からの挑戦的行為に対して、相応の軍備拡充をするべきとの声も聞かれるが、こうした認識が世論として形成される可能性も相応であろう。こうした状況を踏まえれば、軍需関連株が上昇するのではないかと予想する。

8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: (株)JPX 総研, Bloomberg より TDAM 作成

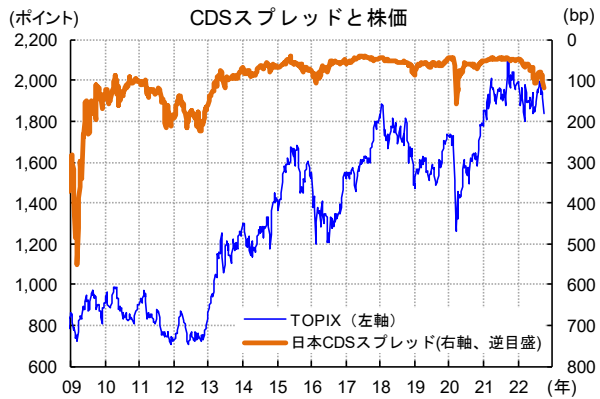
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は冴えないが、今後は回復する見込み



出所: (株)JPX 総研, Bloomberg より TDAM 作成

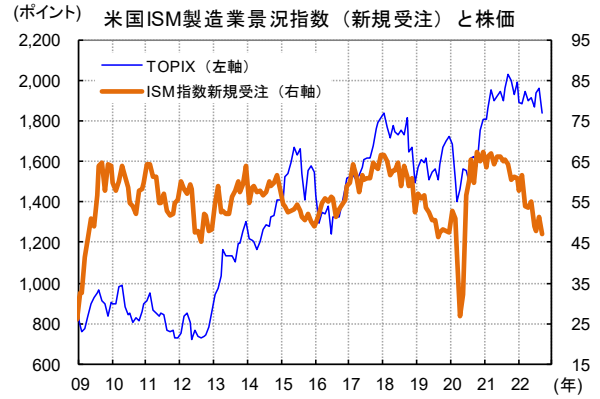
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

CDS スプレッドがワイド化し株価もやや軟調



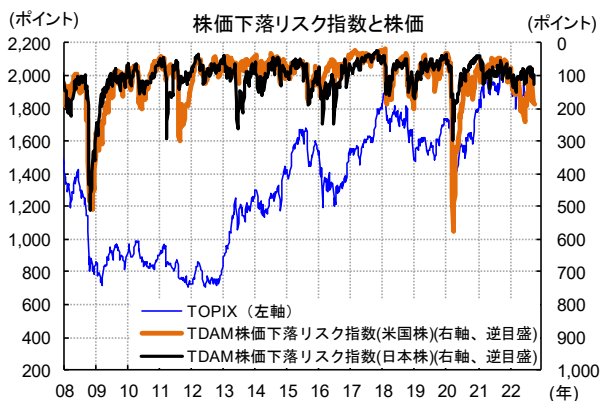
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数が低下基調ながらもいづらか耐えている日本株



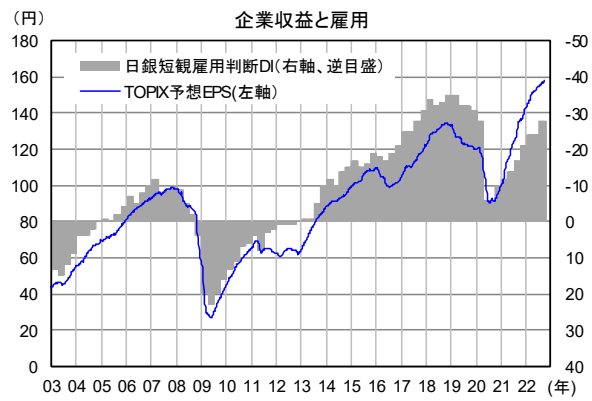
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の株価下落リスク指数はやや高め



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: (株)JPX 総研、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)



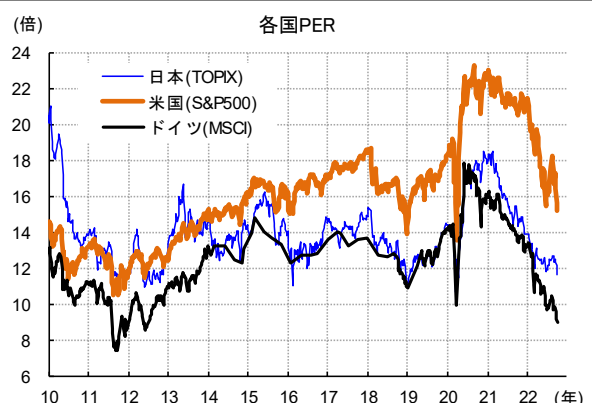
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は下落基調



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 カ月先予想ベース。
出所: (株)JPX 総研、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。

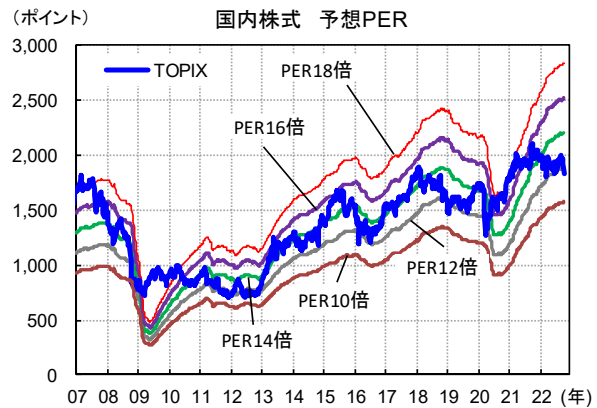
電力・ガス業が比較的堅調

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	電気・ガス業	5.4%	1	その他金融業	-6.2%
2	ゴム製品	4.2%	2	証券・商品先物取引	-2.2%
3	水産・農林業	3.2%	3	ハルブ・紙	-0.8%
4	鉄鋼	2.7%	4	鉱業	-0.7%
5	空運業	2.4%	5	石油・石炭製品	-0.7%
6	化学	2.0%	6	倉庫・運輸関連	0.0%
7	繊維製品	1.5%	7	海運業	0.1%

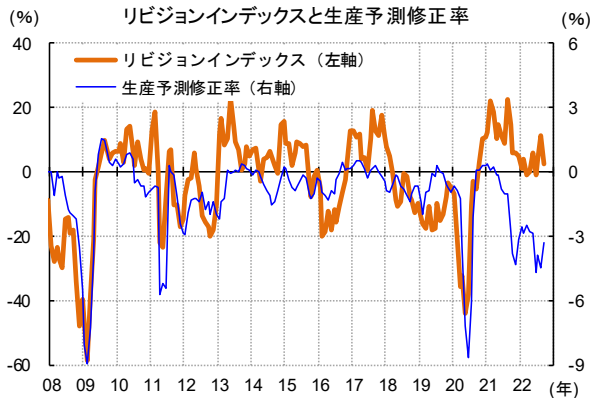
注: 12ヵ月先予想ベース(2022年9月末現在)。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

予想 PER(12ヵ月先)は足許 11.6 倍程度



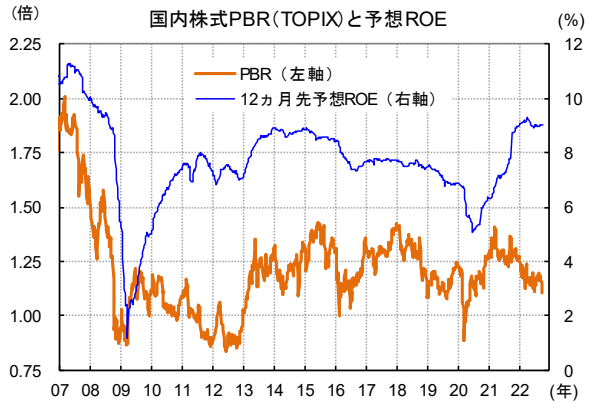
注: 12ヵ月先予想ベース。
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはプラス圏



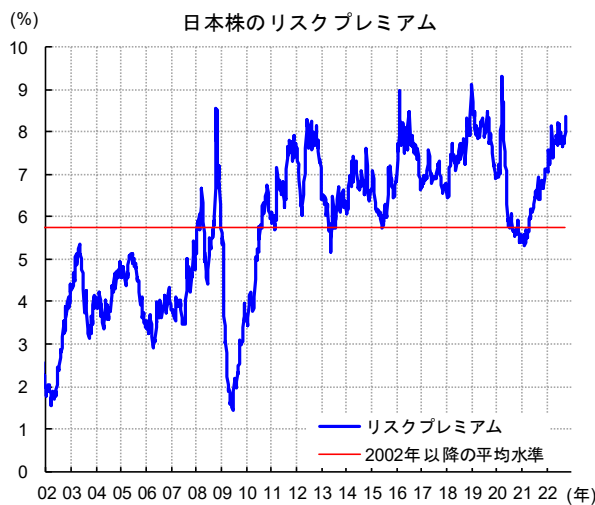
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBRは1.10倍、予想 ROEは9.04%



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

リスクプレミアムは8%近傍



出所: (株)JPX 総研、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2,410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	1.65	1.88	2.12	2.35	2.59
	5%	1.14	1.33	1.52	1.71	1.90	2.09
	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	0.86	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%	2,352	2,743	3,135	3,527	3,919	4,311
	5%	1,904	2,221	2,538	2,856	3,173	3,490
	6%	1,599	1,866	2,132	2,399	2,665	2,932
	7%	1,379	1,609	1,838	2,068	2,298	2,528
	8%	1,212	1,414	1,616	1,818	2,019	2,221
	9%	1,081	1,261	1,441	1,621	1,801	1,981

注: 括弧は、BPS1,666 円の場合のEPS水準
出所: (株)JPX 総研、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

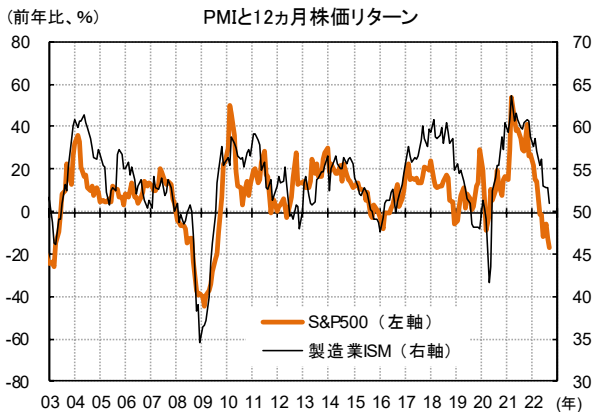
米国の実質金利上昇により、PER は押し下げられ、米国株は軟調に推移すると予想する。

[米国株式]

S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは15.3倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均: 18.7倍、過去10年平均: 17.2倍程度)を下回っている。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4%の増益と8%程度の増益が予想されている。ただし、リビジョンインデックスはマイナス圏で、今後も業績下方修正が懸念される。

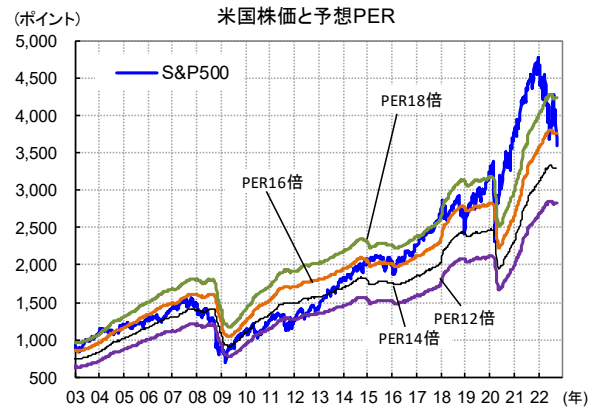
先月の投資環境レポートで、「米国株については、既に逆金融相場(FRBの引き締めが株価の重しとなる状況)の様相を呈しているが、こうした状況はしばらく続こう」と記載したが、そうした当社の見通し通りの展開となっている。9月についても、8月のCPI公表時のタイミングや、FOMCなど、金利の先高観が意識される局面を中心に株価は下落する事象が散見された。先行きについても、米国金利の上昇、特に実質金利上昇がPERの重しとなろう。過去10年分の月次平均と月次標準偏差よりZ値(標準化した値)を算出すると、マイナス0.2程度であり、明確に割安とは言いがたい。CAPEレシオについてもようやく、過去10年平均に近づいてきた。こうした状況を踏まえると、逆金融相場のなかで金利上昇への警戒感が株価の重しとなる展開はしばらく続く予想する。

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



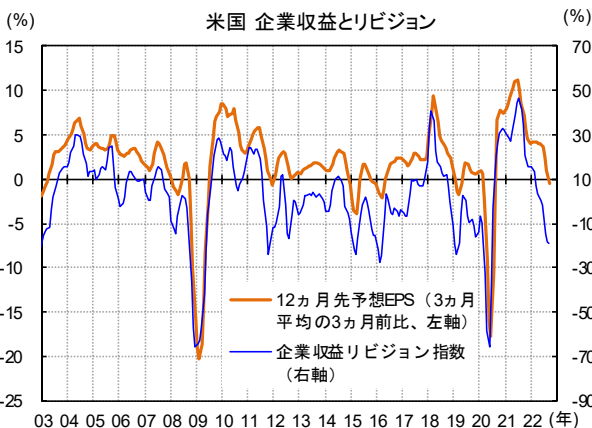
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 15.3 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

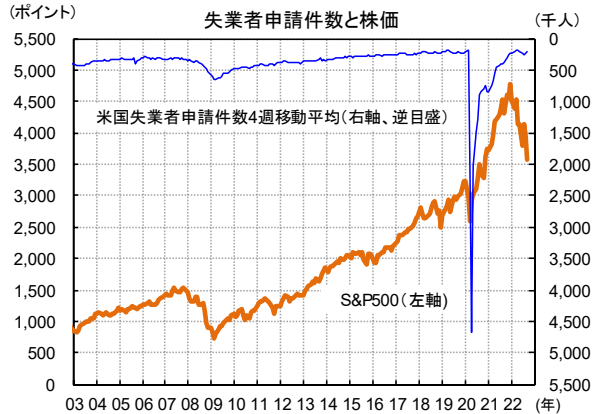
リビジョンインデックスは悪化



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

雇用市場は再び回復を見せつつも、株価は軟調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

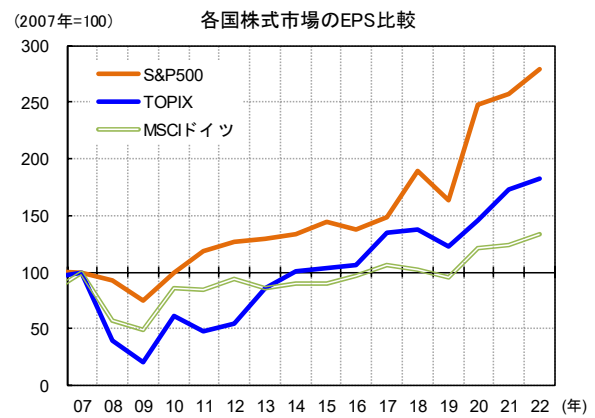
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

当社の予想通りやや冴えない展開



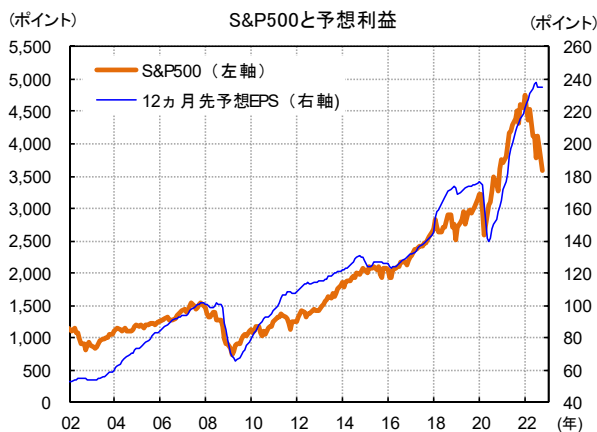
出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(22 年、23 年)は、米国:4%、8%、日本:18%、6%、ドイツ:3%、7%



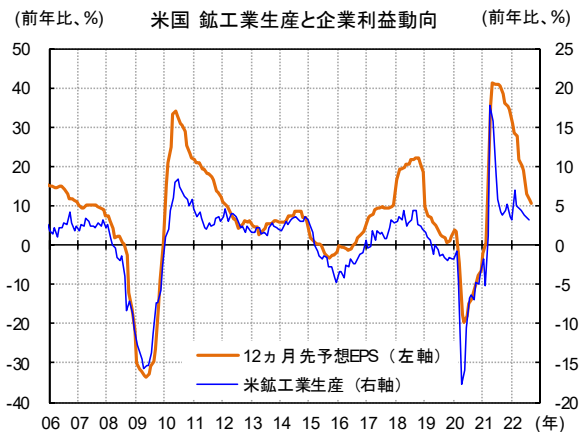
注: 19 年までは実績EPS、20 年以降は予想EPS
出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12 ヵ月予想 EPS はついに伸び悩み



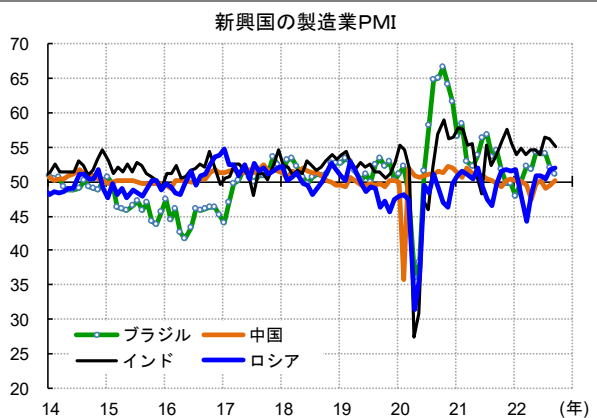
注: 12 ヵ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

鉱工業生産、EPS ともに伸び率鈍化



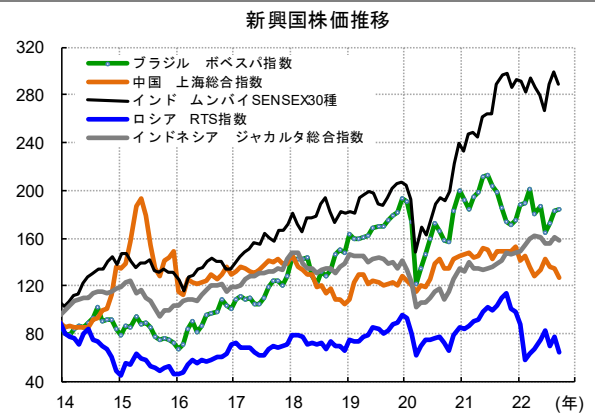
注: 12 ヵ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

各国まちまちの展開



出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国利上げが新興国市場に与える影響に警戒



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

為替介入の効果は限定的と見透かされるなか、日米の金融政策の違いが改めて意識されドル円は緩やかに上昇すると見込む。

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。こうした構図が最高潮に達したともいえるのが9月の日銀金融政策決定会合の結果発表日(9月22日)である。同日の記者会見で、黒田総裁は投機筋が円安に拍車をかけていると指摘したが、相変わらず緩和的な金融政策の継続を訴えた。結果、恒例イベントのように記者会見の最中にドル円は上昇した。その後、為替介入が行われ急激な円高進行となった。神田財務官は「断固たる措置に踏み切った」と実弾介入を行った旨を記者会見において伝えた。なお、同日、日銀が金融政策決定会合の結果を公表したタイミングでは、現行の緩和策維持が確認されるなか、ドル円が145円を超したが、その後急速に円高に振れるという展開をみせた。ただ、13時台の神田財務官の発言によると、まだ為替介入を行っていないとのことであり、この円高進行は市場の自律反発によるものであったと推察される。

介入を行ったのち為替市場には警戒感がみられたが、それでも次第に介入の効果に対する懐疑的な見方が広まり、ドル円も上昇基調となった。1998年に日米が協調して円買い介入を行ったが効果はなかったこと、足許の円安進行には実需のフローが相応に影響していると推察されること、などから介入の効果は限定的と考えられる。こうしたなか、当面の間は、金融政策スタンスの違いがドル円の上昇を招くと予想する。

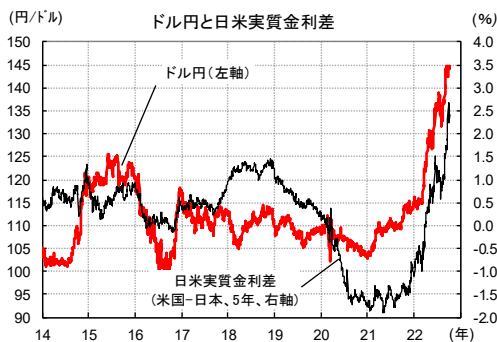
3-2. ユーロドル

ECB の利上げがユーロを下支えしつつも、ユーロ圏経済の弱さが重しとなることで、ユーロドルは緩やかな下落となる。

ユーロドルは、2021年後半以降、下落基調で推移してきた。当初はECBのハト派姿勢とFRBのタカ派化があった。その後、ウクライナを巡る地政学リスクの高まりや、ユーロ圏でのスタグフレーションリスクも懸念されてユーロ安が進んだ。

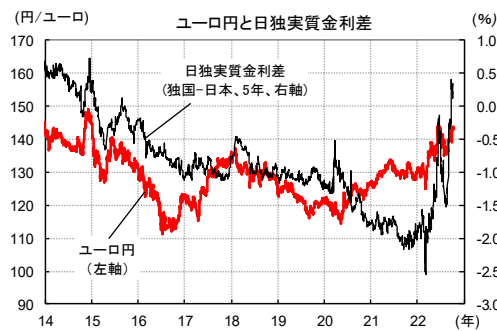
7月のECB定例理事会では事前にアナウンスされていた0.25%の利上げではなく0.5%の利上げが実施され、9月は初の0.75%の利上げなど、ECBのタカ派姿勢が鮮明化している。ラガルド総裁は9月のECB理事会においてタカ派なコメントを続け、他のECBメンバーもタカ派なコメントを続けている。こうしたタカ派な姿勢がユーロを下支えする向きは否定できない。しかし、マクロ環境面を比較すれば、米国のほうがユーロ圏よりも良好であることは疑いがなからう。ユーロ圏経済は、熱波や干ばつの影響で実体経済が疲弊しつつある。もともと天然ガス供給への不安とそれに伴うエネルギー価格高騰が深刻な悪影響を及ぼしている中であって、輪をかけて経済の減速が懸念される。さらに、ユーロ圏にとっての主要な貿易相手国である中国も「ゼロ・コロナ」戦略等の影響で減速感が強まっており、ユーロ圏経済の下押し要因と言えよう。こうしたなかで、ユーロがドルに対して選好される可能性は乏しいとみている。ユーロドルは緩やかな下落を辿ることになる。

日米の実質金利差が拡大するなか、ドル円上昇



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

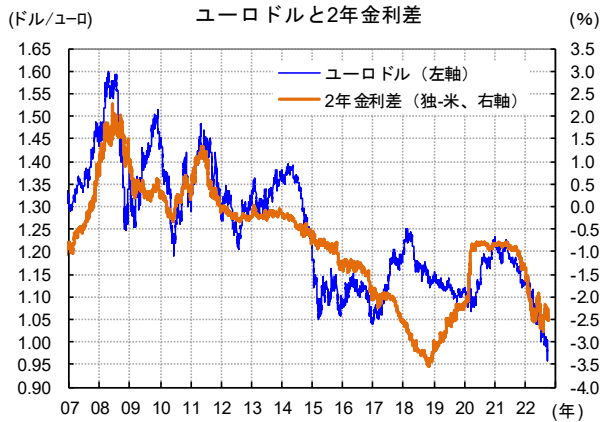
足許では実質金利差(独-日)がプラス圏となりつつもユーロ円は概ね横ばい



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

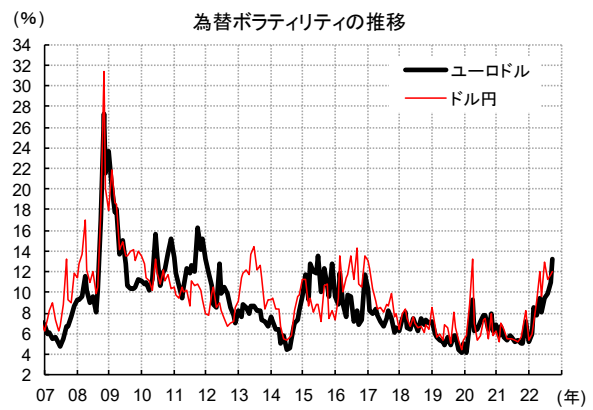
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

金利差の拡大はユーロドルの重し



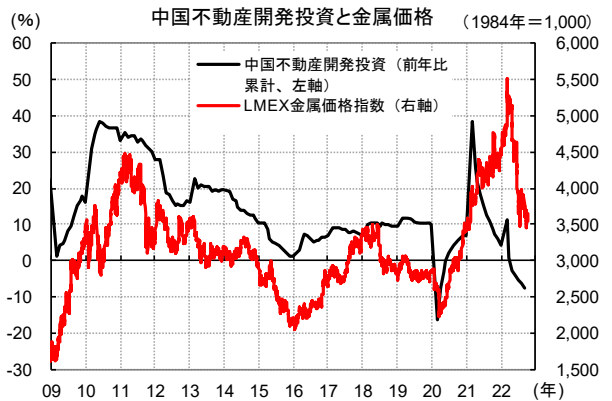
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ドル円、ユーロドルともにボラティリティは上昇傾向



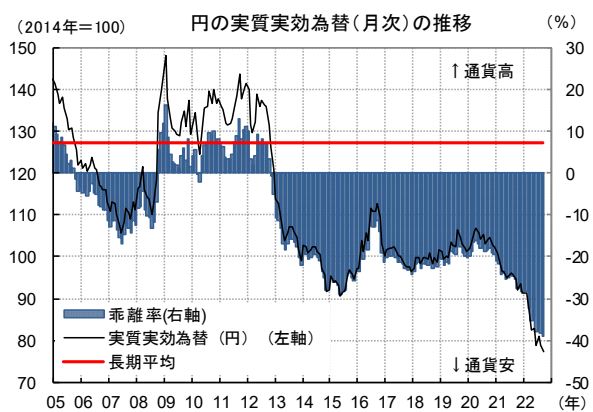
注: ボラティリティは、1 カ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金属価格指数は失速気味



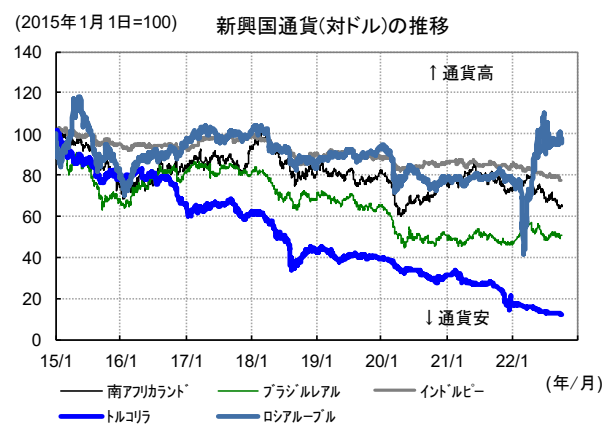
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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 39% 程度



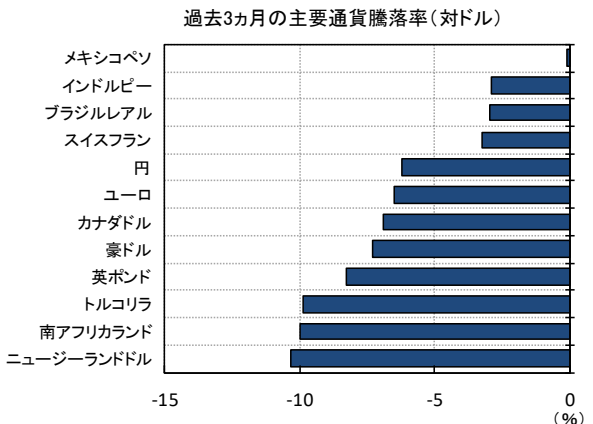
注: 「長期平均」は 1995 年 1 月～2020 年 12 月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラ安基調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

主要通貨はドルに対して劣後した状況



注: 計算期間は 2022 年 6 月 30 日～2022 年 9 月 30 日
出所: Bloomberg より TDAM 作成

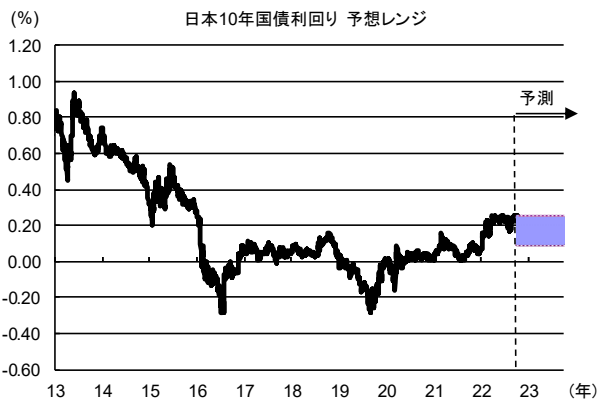
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、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 9月6日	今月作成時 2022年 10月6日	2022年10~12月期		2023年1~3月期		2023年4~6月期		2023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	%	0.24	0.25	0.10	~0.25	0.10	~0.25	0.10	~0.25	0.10	~0.25
	TOPIX	ポイント	1,927	1,922	1,690	~2,120	1,720	~2,160	1,750	~2,200	1,790	~2,240
	日経平均	円	27,627	27,311	23,900	~30,100	24,400	~30,700	24,900	~31,300	25,400	~31,900
米国	FFレート	%	1.5~1.75	1.5~1.75	2.75	~4.50	4.00	~4.75	4.00	~4.75	4.00	~4.50
	10年国債利回り	%	3.35	3.83	3.20	~4.50	3.30	~4.60	3.30	~4.70	3.30	~4.50
	S&P500	ポイント	3,908	3,745	3,130	~4,120	3,040	~4,000	2,990	~3,930	2,980	~3,920
	NY ダウ	ドル	31,145	29,927	25,070	~33,030	24,320	~32,040	23,920	~31,510	23,850	~31,420
ユーロ圏	中銀預金金利	%	-0.50	-0.50	0.75	~2.25	1.50	~2.25	1.50	~2.25	1.50	~1.75
	10年国債利回り	%	1.64	2.09	1.20	~2.60	1.30	~2.70	1.30	~2.70	1.30	~2.70
	DAX	ポイント	12,871	12,471	10,870	~13,670	10,540	~13,260	10,300	~12,960	10,150	~12,770
為替	ドル円	円/ドル	142.80	145.14	135	~153	137	~155	138	~156	138	~156
	ユーロドル	ドル/ユーロ	0.990	0.979	0.90	~1.03	0.90	~1.01	0.89	~1.00	0.89	~1.00
	ユーロ円	円/ユーロ	141.43	142.10	132	~151	131	~150	131	~150	131	~150

出所: (株)JPX 総研、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: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

〔米国 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔米国 株価〕

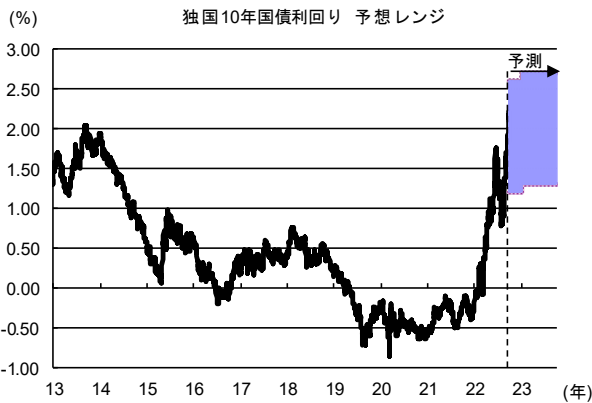


出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「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〕



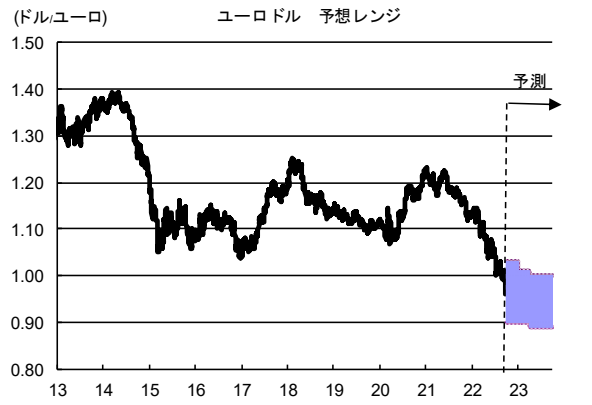
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔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】

・東証株価指数(TOPIX)の指数値及び東証株価指数(TOPIX)に係る標章又は商標は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社(以下「JPX」といいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など(指数名)に関するすべての権利・ノウハウ及び(指数名)に係る標章又は商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、(指数名)の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。本商品は、JPXにより提供、保証又は販売されるものではなく、本商品の設定、販売及び販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。

・「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。

・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。

【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
10/3 (米)8月建設支出 (米)9月ISM製造業景況指数 (米)9月自動車販売台数	10/4	10/5 (米)8月貿易収支 (米)9月ISM非製造業景況指数	10/6	10/7 (日)8月家計調査 (米)9月雇用統計
10/10 ◎スポーツの日 ◎Columbus Day 米国休場	10/11 (日)9月景気ウォッチャー調査 (米)9月NFIB中小企業楽観指数	10/12 (日)8月機械受注 (米)9/20-21分FOMC議事録	10/13 (米)9月CPI	10/14 (中)9月CPI (中)9月貿易収支 (米)8月企業在庫 (米)9月小売売上高 (米)10月ミンガン大学消費者信頼感指数(速報値)
10/17 (米)10月NY連銀製造業景況指数	10/18 (中)7-9月期GDP (中)9月鉱工業生産 (中)9月固定資産投資 (中)9月小売売上高 (米)9月鉱工業生産 (米)10月NAHB住宅市場指数	10/19 (米)9月住宅着工・建設許可件数	10/20 (日)9月貿易収支 (米)9月景気先行指数 (米)9月中古住宅販売件数 (米)10月フィラデルフィア連銀景況指数	10/21 (日)9月CPI
10/24 (ユーロ圏)10月PMI(速報値) (米)10月Markit 製造業PMI(速報値)	10/25 (独)10月IFO景況感指数 (米)8月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)10月消費者信頼感指数	10/26 (ユーロ圏)9月マネーサプライ (米)9月新築住宅販売件数	10/27 (ユーロ圏)ECB理事会 (米)9月耐久財受注(速報値) (米)7-9月期GDP(一次速報値) (米)7-9月期個人消費支出	10/28 (日)9月失業率 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (米)9月中古住宅販売仮契約指数
10/31 (日)10月消費者態度指数 (中)10月製造業PMI (ユーロ圏)7-9月期GDP(一次速報値) (ユーロ圏)10月CPI(速報値) (米)10月自動車販売台数				

注: 10月7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は、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(3) 国内債券

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

(4) 外貨建債券

前述した国内債券に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により投資元本を日本円で受取る場合、投資元本を割込むことがあります。外国の政府や企業が発行者となる場合、国内債券と同様に信用リスクがあります。外国における政治・経済・社会情勢の変動等により、売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建債券の取扱い、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(5) 国内新株予約権付社債

国内新株予約権付社債の価格は、発行会社等の株式の価格変動や金利変動の影響、あるいは発行会社等の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて価格の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行会社等が民事再生手続や破産、あるいは債務不履行等になった場合、利払いが行われなくなる・全額が償還されなくなることがあります。また、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。新株予約権の行使期間には制限があります。

(6) 投資信託

組入れた有価証券の価格変動により基準価額が変化し、投資元本を割込むことがあります。また組入れた有価証券の発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により投資元本を割込むことがあります。外貨建の有価証券を組入れる場合には、これらのリスクに加え外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。なおクローズド期間中は換金ができないよう設定されています。

(7) 先物・オプション取引

対象とする原資産等の変動により価格が上下しますので、これにより差損が生じることがあります。またオプション取引の場合、オプションを行使できる期間が限定されています。

【お客様にご負担いただく費用等について】

投資信託に係る費用等について

- ◇ 投資者が直接的に負担する費用： 購入時手数料・・・**上限 4.40%(税込)**
信託財産留保額・・・**上限 解約金額の 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。