

投資環境レポート

2023 年 1 月

本資料は 2023 年 1 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】

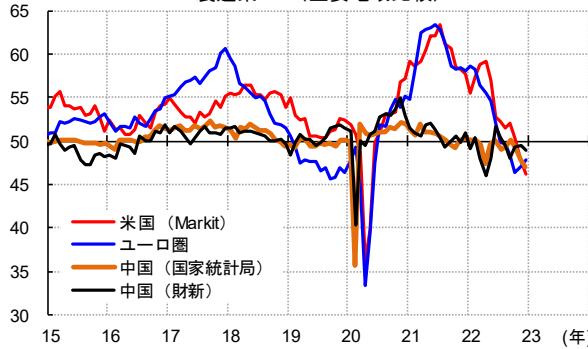
	IMF見通し			四半期実績		
	(前年比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	21年	22年	23年
世界全体	6.0	3.2	2.7	22年 1-3月	22年 4-6月	22年 7-9月
先進国	5.2	2.4	1.1			
アメリカ	5.7	1.6	1.0	3.7	1.8	1.9
日本	1.7	1.7	1.6	0.4	1.6	1.5
英国	7.4	3.6	0.3	10.7	4.0	1.9
ユーロ圏	5.2	3.1	0.5	5.5	4.2	2.3
ドイツ	2.6	1.5	▲ 0.3	3.9	1.7	1.2
フランス	6.8	2.5	0.7	4.8	4.2	1.0
イタリア	6.7	3.2	▲ 0.2	6.4	5.0	2.6
スペイン	5.1	4.3	1.2	6.7	6.8	4.4
カナダ	4.5	3.3	1.5	3.2	4.7	3.9
新興国	6.6	3.7	3.7			
ブラジル	4.6	2.8	1.0	2.4	3.7	3.6
ロシア	4.7	▲ 3.4	▲ 2.3	3.5	▲ 4.1	▲ 3.7
インド	8.7	6.8	6.1	4.1	13.5	6.3
中国	8.1	3.2	4.4	4.8	0.4	3.9
ASEAN5	3.4	5.3	4.9	5.0	6.0	7.9

注: (1) IMF 見通しは、2022 年 10 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

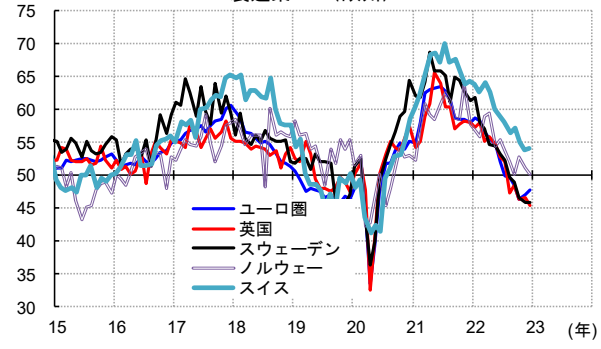
【世界製造業景況感の推移】

製造業PMI (主要地域比較)



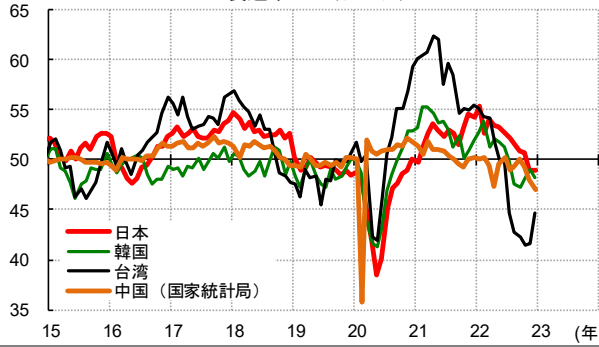
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI (欧州)



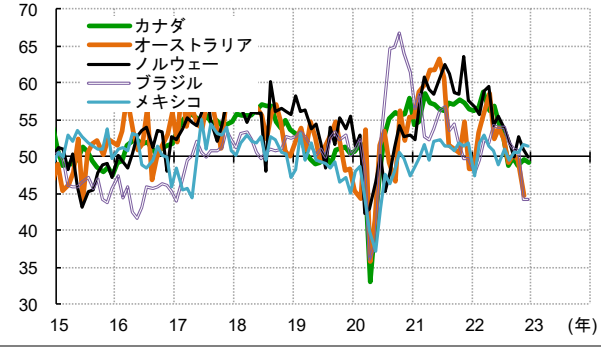
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI (アジア)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI (資源国)



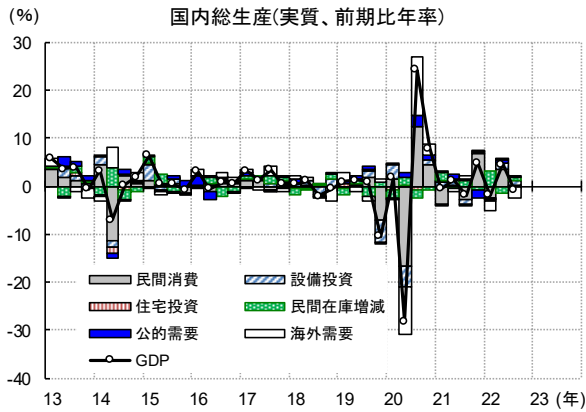
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

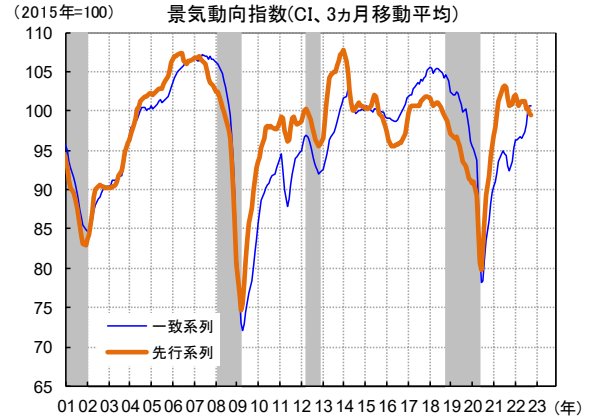
生産や消費は底堅く推移しつつ、外需も次第に緩やかな持ち直しを見せる公算。

7-9 月期は外需が下押し前期比年率マイナス 0.8% 成長



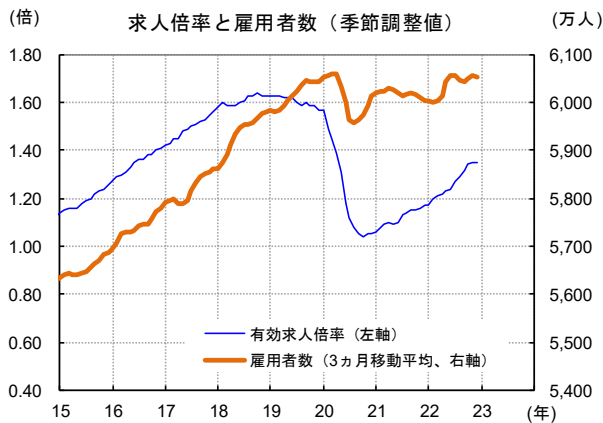
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

経済活動正常化のなか一致系列は改善基調



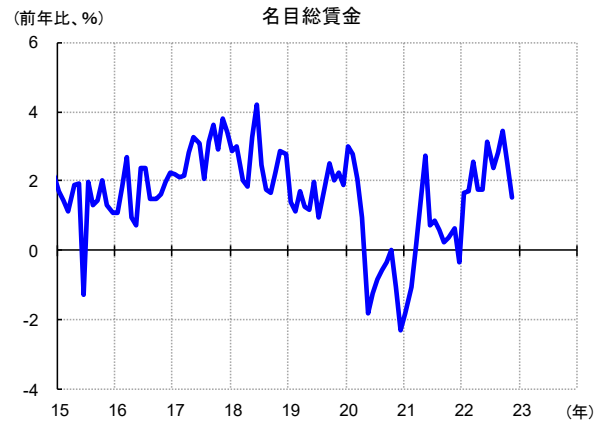
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

有効求人倍率は改善基調



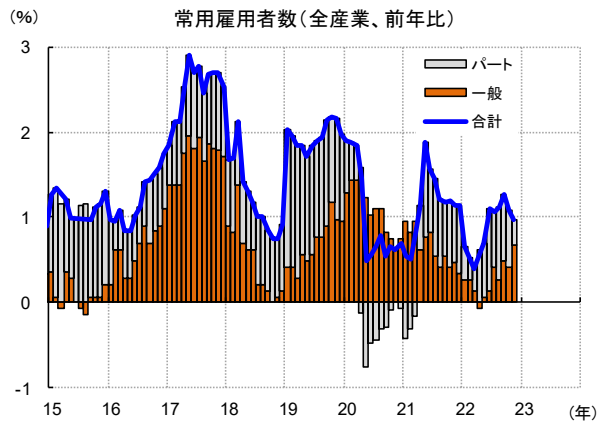
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



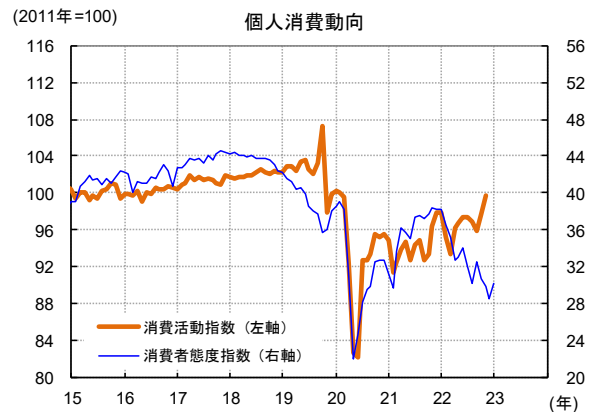
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

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

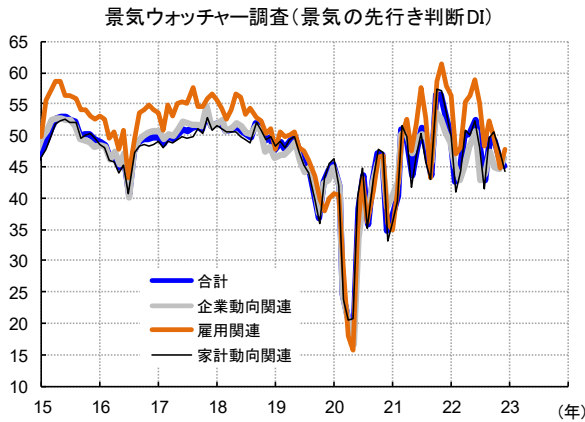
当社の予想通り改善を見せ始めた消費活動指数



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

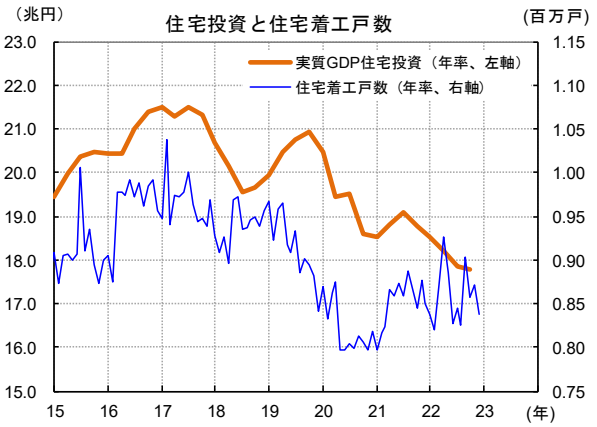
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

街角景気見通しは、企業動向関連、雇用関連が改善した一方、家計動向関連が悪化



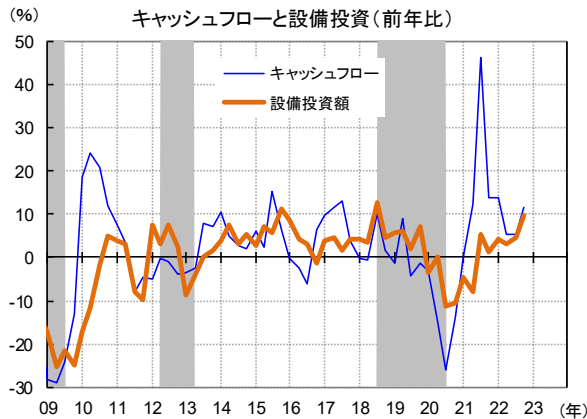
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

住宅投資は低調



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

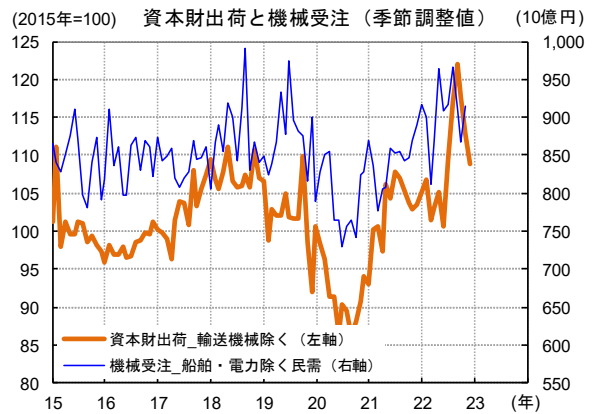
設備投資額(前年比)はプラス幅拡大



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。

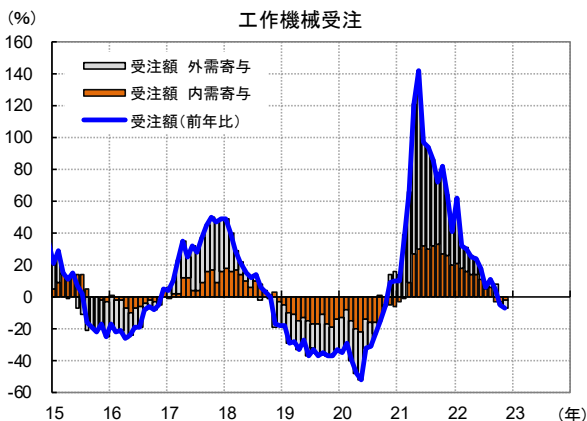
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

資本財出荷は悪化しつつも先行きは回復する可能性



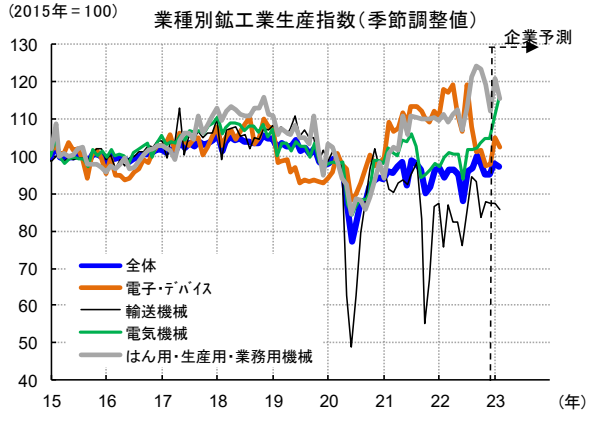
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)はマイナス圏



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

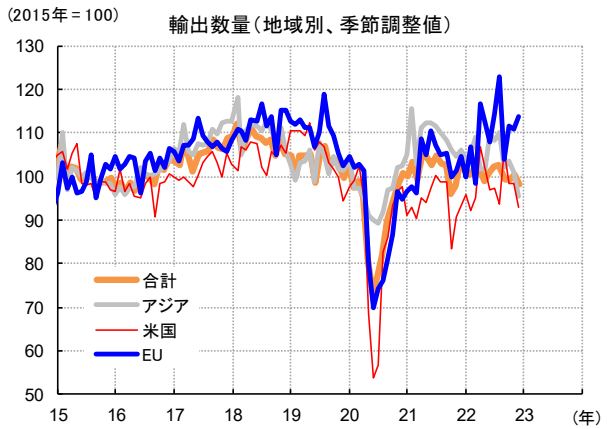
電気機械は先行きに楽観的



出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

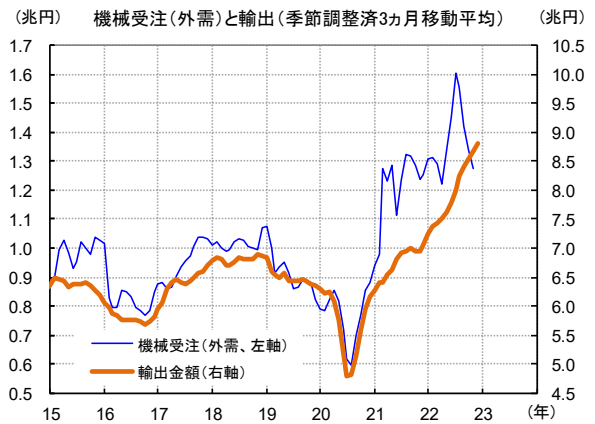
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

中国の動向次第では先行きアジアが回復する可能性



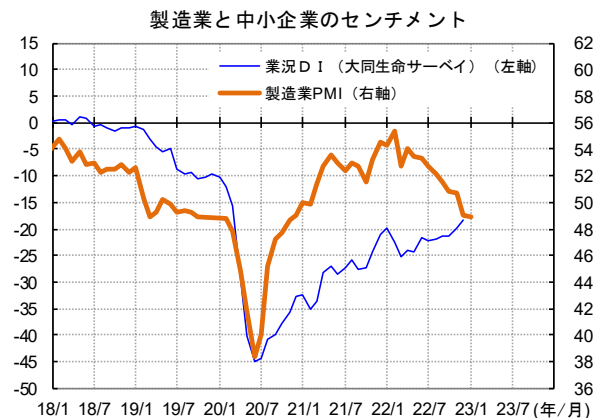
出所: 財務省、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

輸出金額は増加傾向で、先行きにも期待



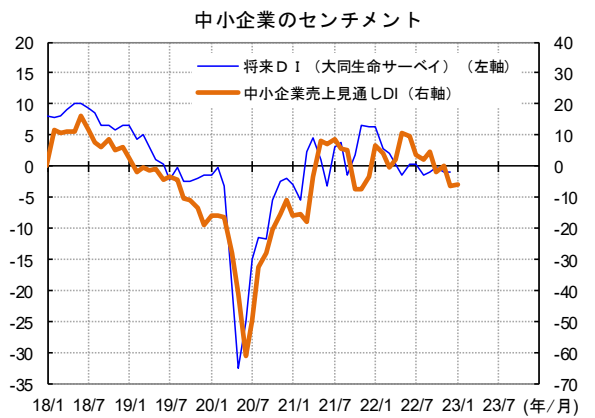
出所: 財務省、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

業況 DI(大同生命サーベイ)は緩やかな改善基調



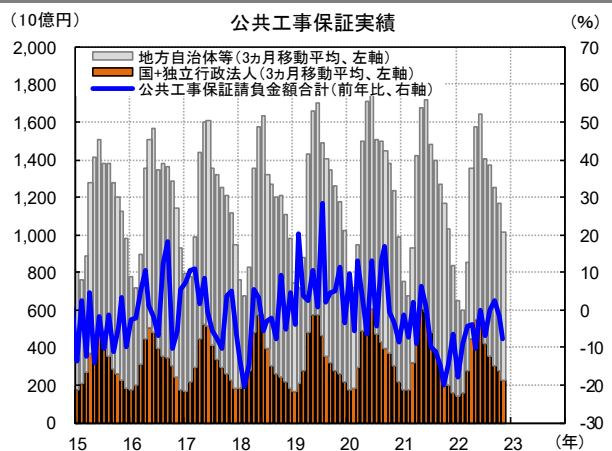
出所: 大同生命サーベイ(2022 年 11 月)、マークイット、Bloomberg より TDAM 作成

将来 DI(大同生命サーベイ)は概ね横ばい推移



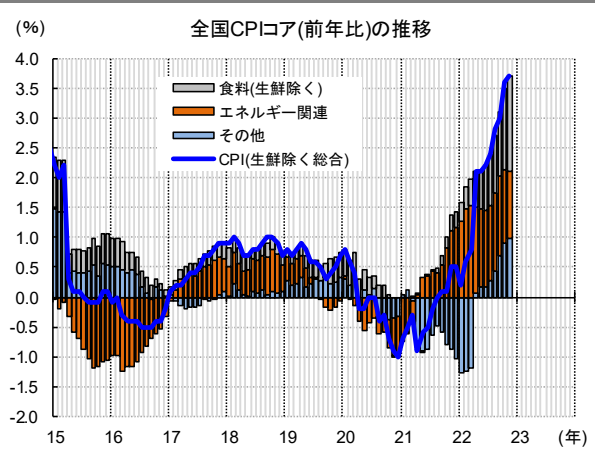
出所: 大同生命サーベイ(2022 年 11 月)、日本政策金融公庫、Bloomberg より TDAM 作成

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

CPI(生鮮除く総合)の前年比は 3.7%



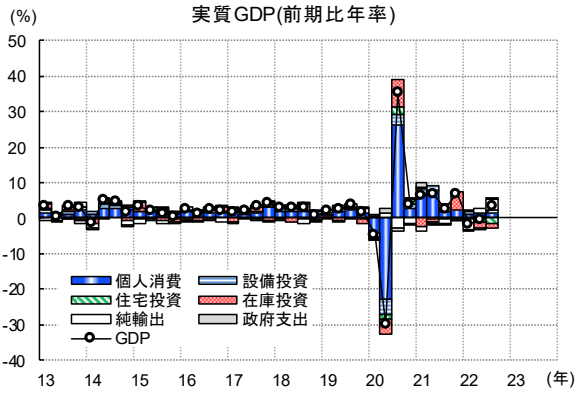
出所: 総務省、Bloomberg より TDAM 作成

【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。

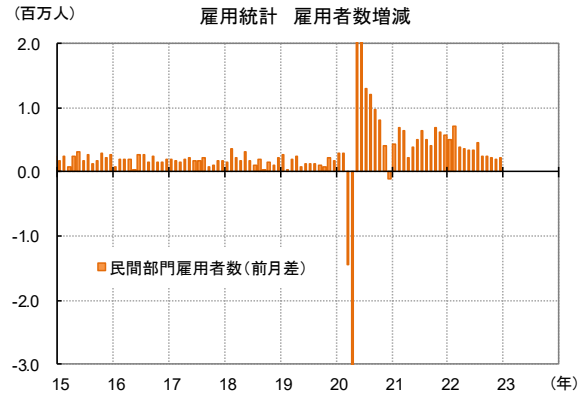
2. 米国経済

企業の景況感が冴えないほか、住宅指標は軟調。堅調な雇用指標も次第に軟化する可能性。

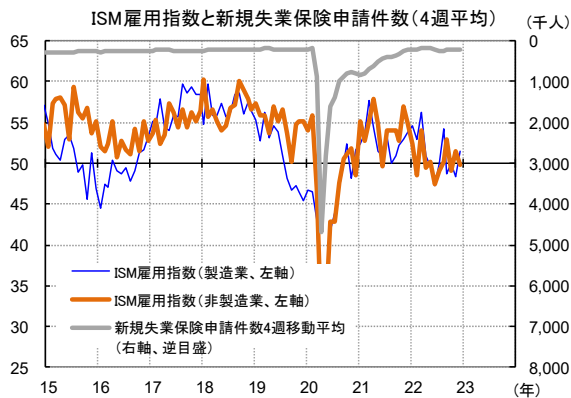
経済成長率: 7-9 月期 GDP 成長率は純輸出の影響で 3.2% 成長



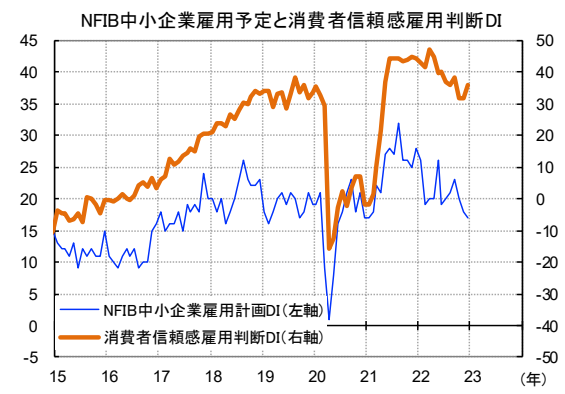
労働市場: 雇用の伸びが鈍化傾向



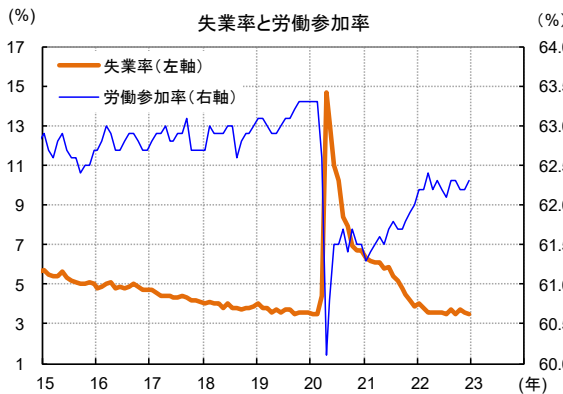
雇用環境: 企業における雇用のセンチメントは傾向としては不冴え



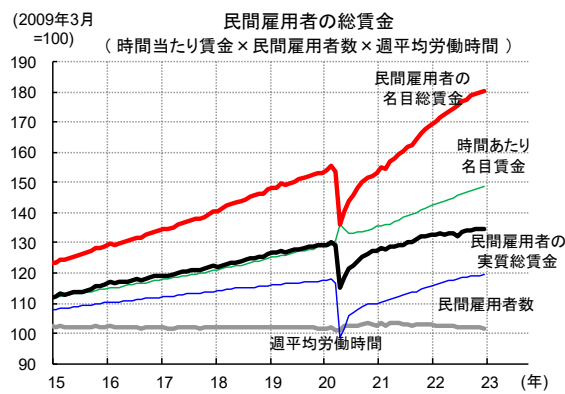
雇用環境: 消費者はやや楽観的な見方に変化



雇用環境: 今後は上昇が予想される失業率



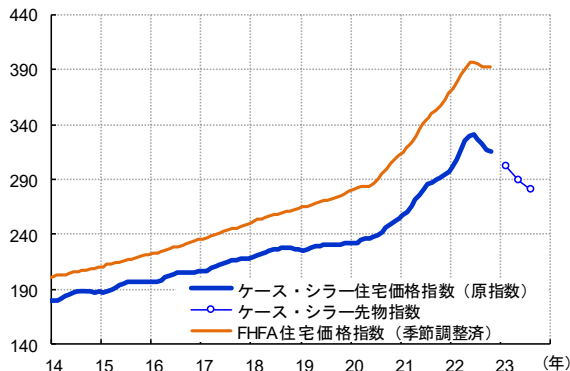
労働市場: 概ね改善傾向



【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

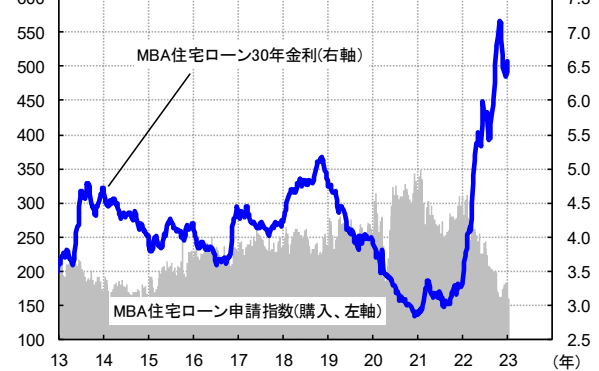
住宅価格指数の推移



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

住宅市場: 金利低下により申請指数が幾分か改善の兆し

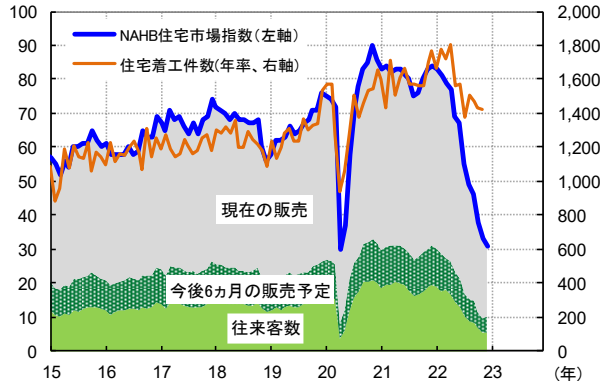
住宅ローン申請指数と金利



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

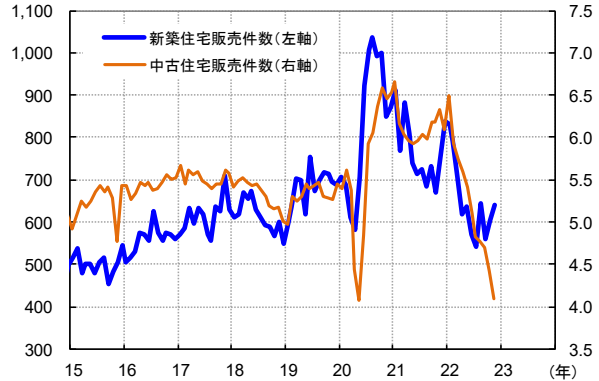
NAHB住宅市場指数と住宅着工件数



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

住宅市場: 中古住宅の悪化が鮮明

住宅販売件数(年率)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: ガソリン小売価格は下落気味

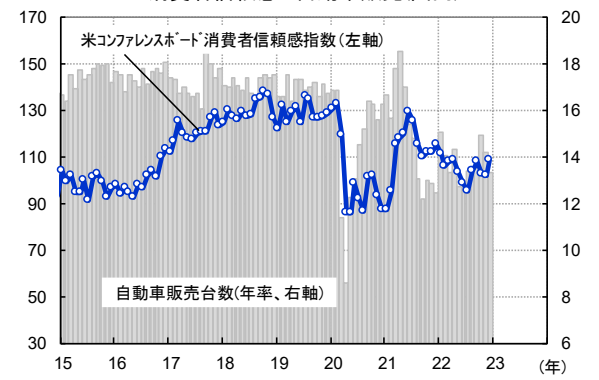
(ドル/ガロン) 米国 ガソリン先物価格とガソリン価格



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: 自動車販売台数は比較的低下水準で推移

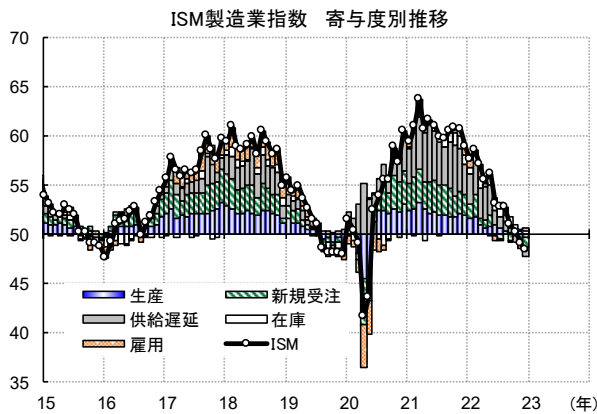
消費者信頼感と自動車販売(国内)



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

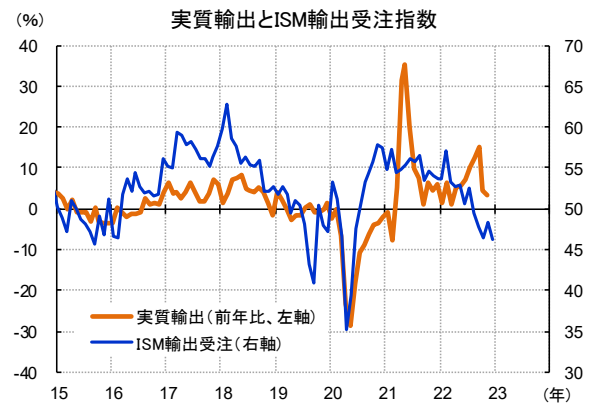
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(12 月)は 48.4



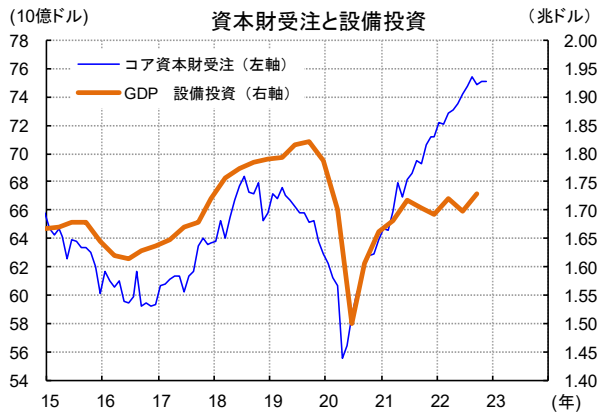
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注は低下傾向



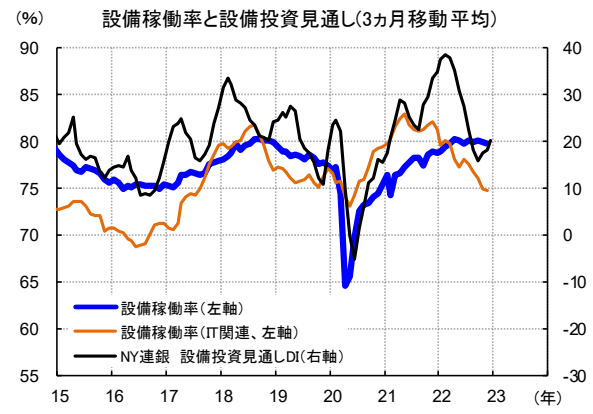
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資項目は上振れ



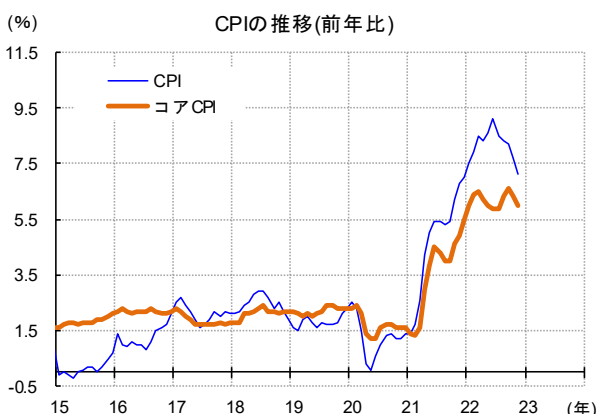
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備稼働率は下げ止まり、反発の様相



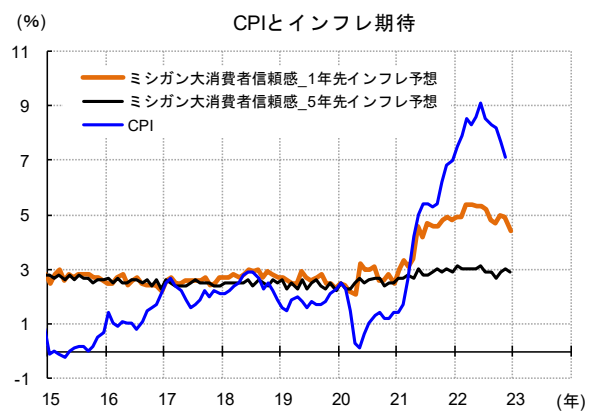
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 6%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1 年先のインフレ予想は 4.4%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

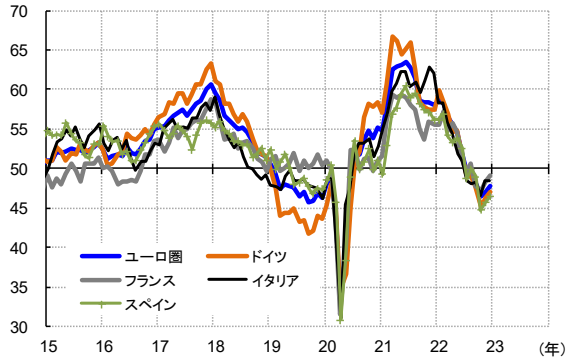
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

3. 欧州経済

当社の見通し通り緩やかな回復は見られているものの、先行きはECBの引き締めが重しとなる公算。

企業景況感: エネルギー価格の落ち着きもあり反発

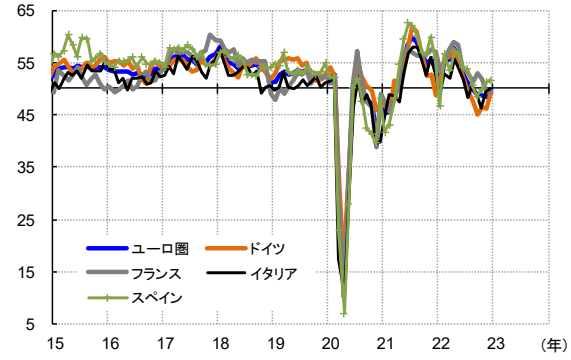
製造業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: 全般的に足許で改善

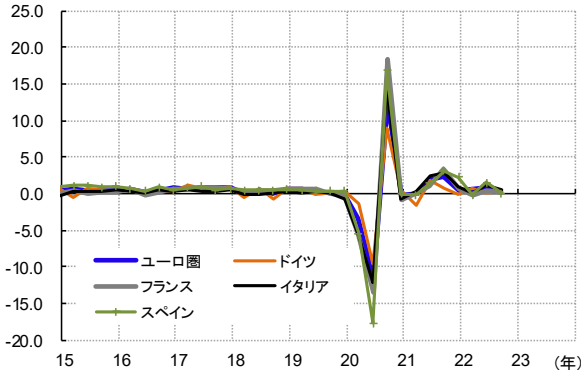
サービス業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 3Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.3% 成長

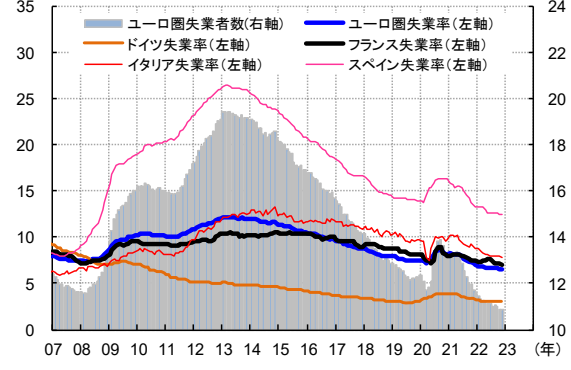
各国実質GDP成長率(前期比)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 運行指標である失業率については引き続き要注意

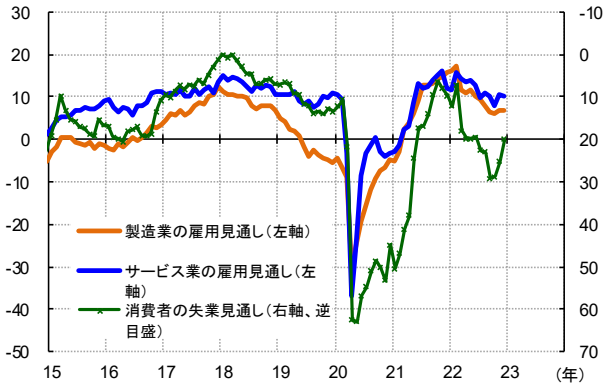
ユーロ圏 失業者数と失業率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 消費者は慎重な見通しが後退

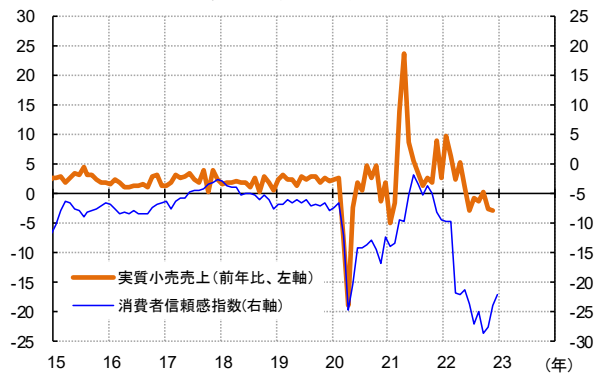
ユーロ圏の雇用信頼感指数



出所: Bloomberg より TDAM 作成

消費: 消費者信頼感は低水準ながらも改善し、小売売上高も先行きは改善する見込み

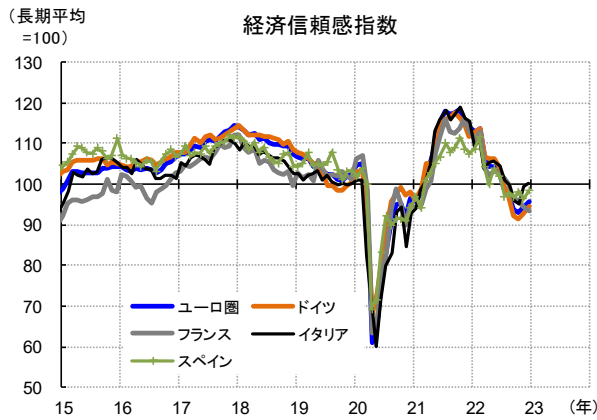
ユーロ圏消費者信頼感指数と実質小売売上



出所: Bloomberg より TDAM 作成

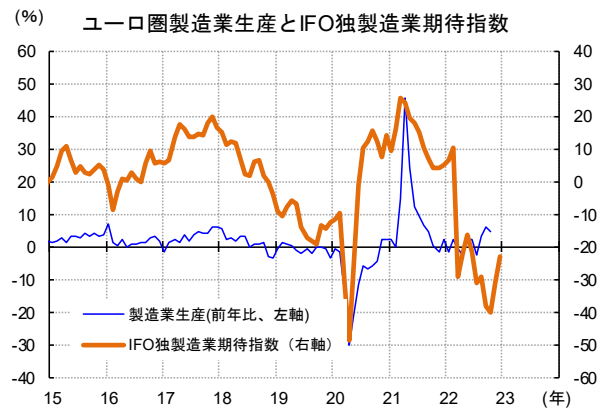
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

景況感指数: イタリアを筆頭に回復



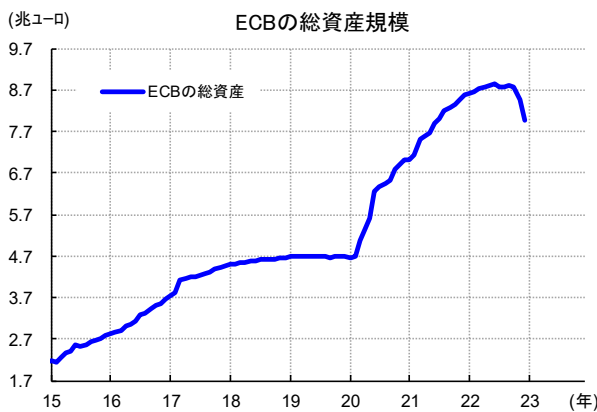
注: 長期平均=1990年~2016年
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: 製造業生産はプラス圏で推移



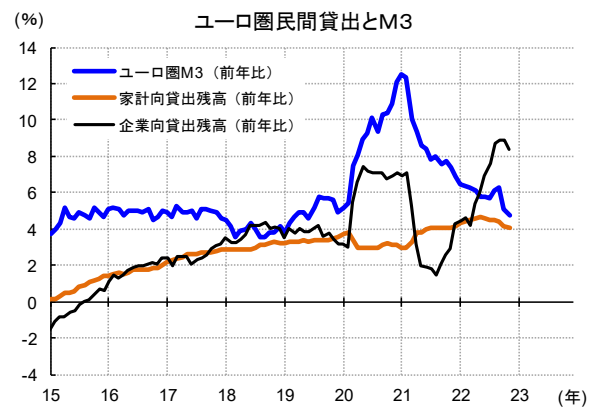
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECB の総資産規模は縮小



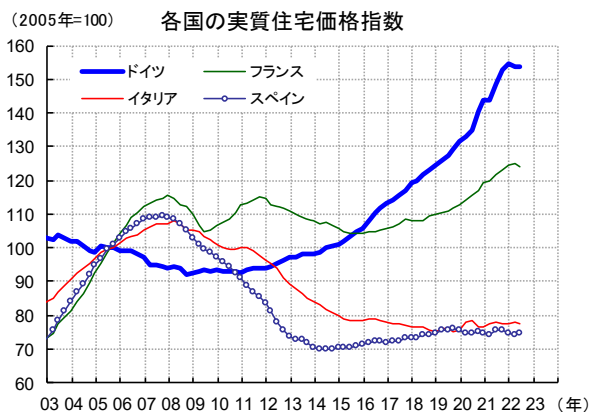
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: 全般的に伸び率は鈍化



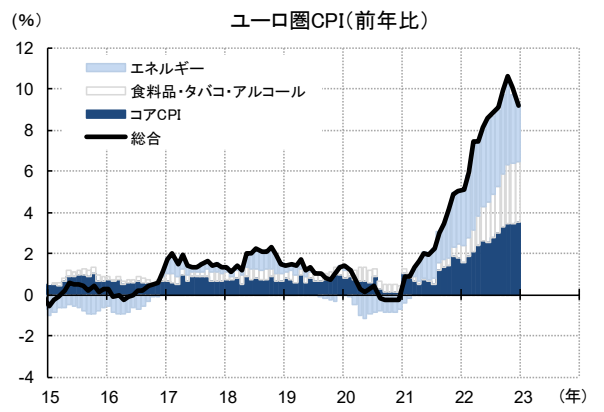
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格: 全般的に概ね横ばい推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 12月の総合CPI(前年比)は9.2%



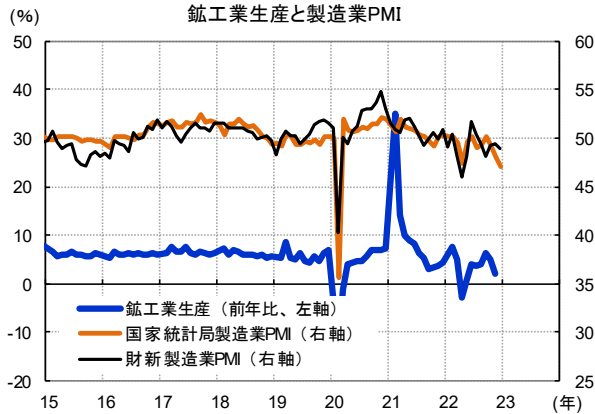
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

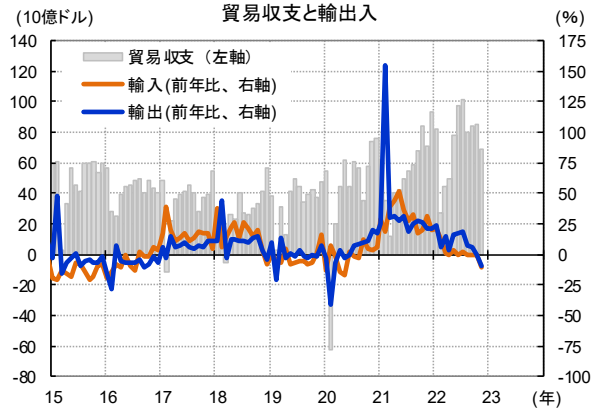
当社の見通し通りゼロ・コロナ政策の修正は肩透かし状態、先行きは感染動向次第であり不確実性の高い状況。

景況感: 国家統計局、財新ともに PMI が悪化



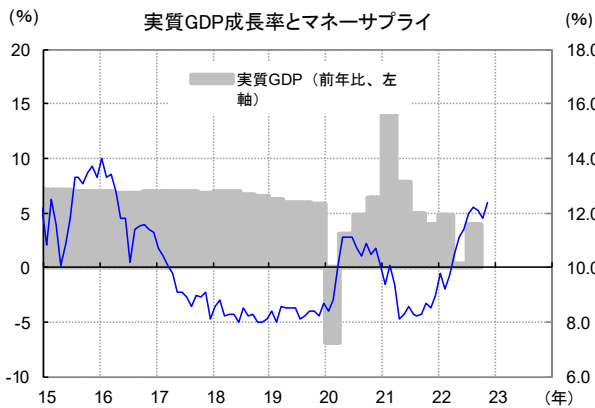
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 輸出入ともに不冴え



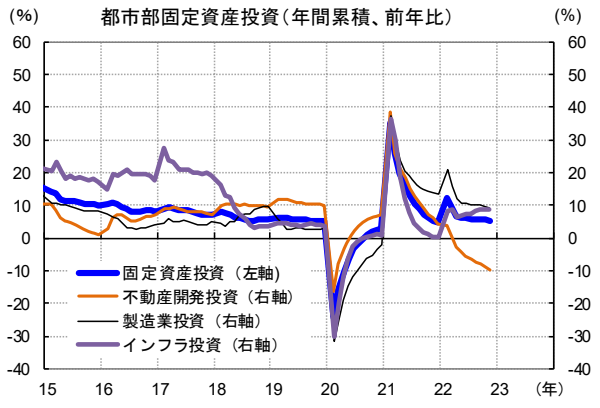
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 公表が延期されていた 7-9 月期 GDP は前年比 3.9%成長



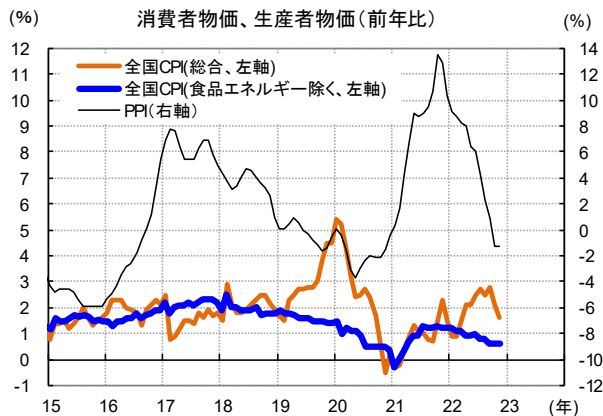
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 不動産開発投資には厳しい環境



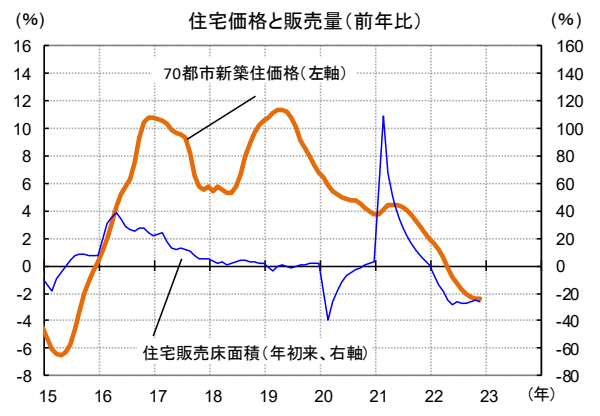
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

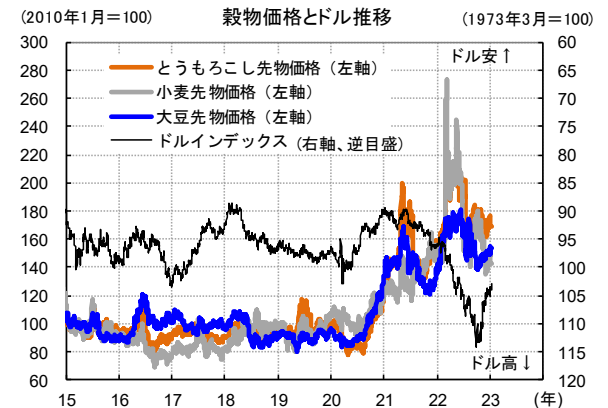
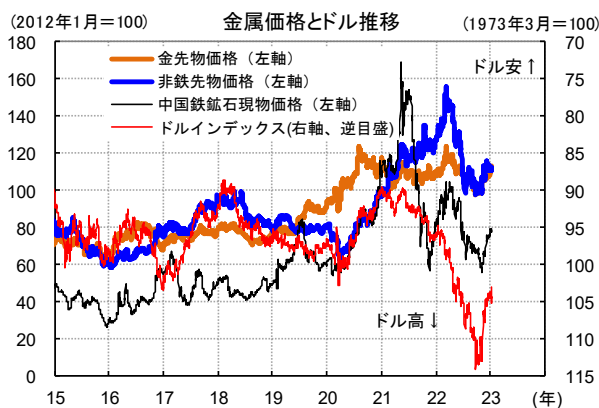
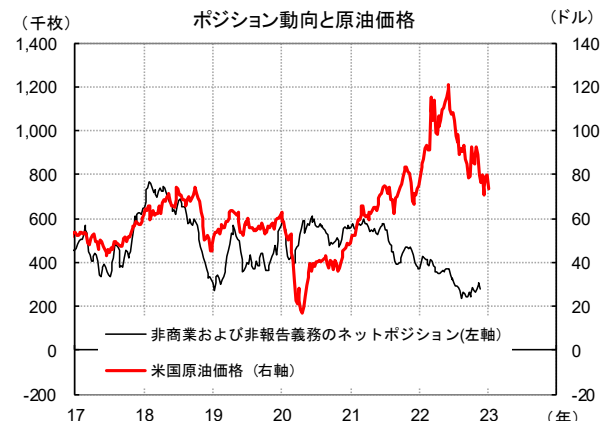
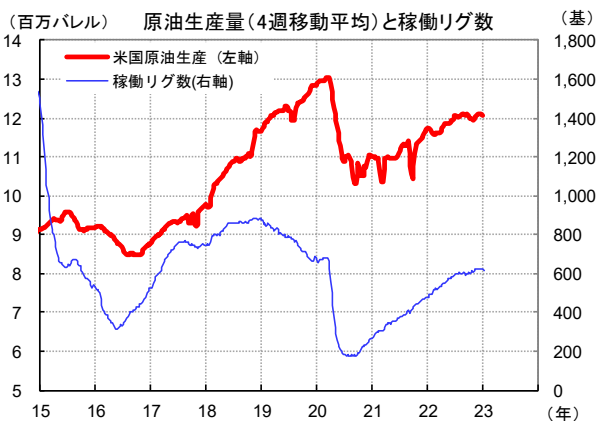
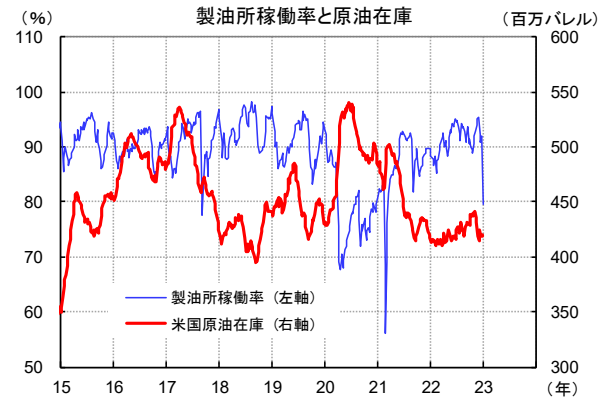
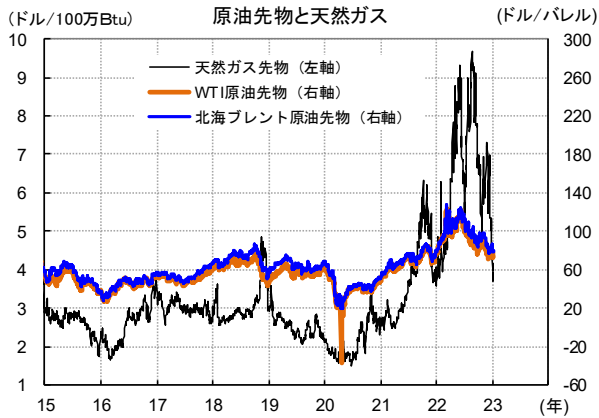


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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%)

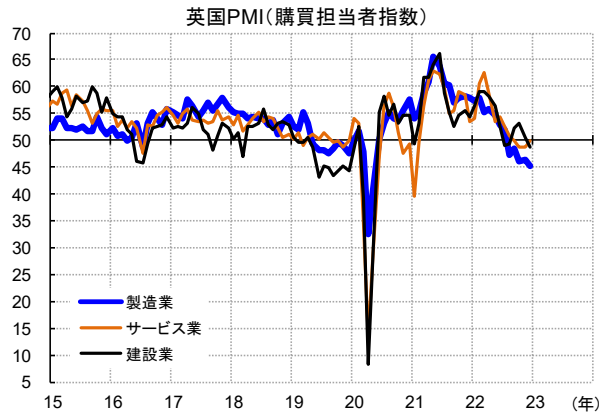
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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%)

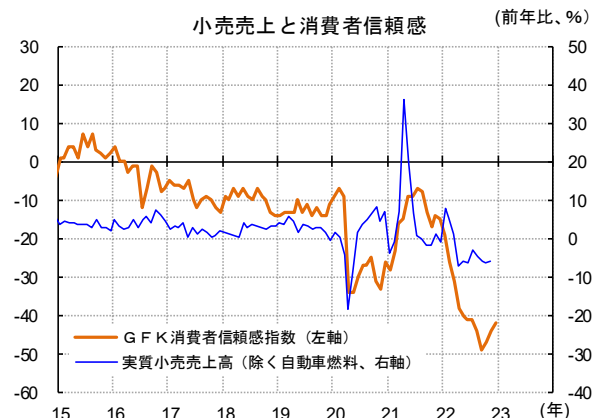
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

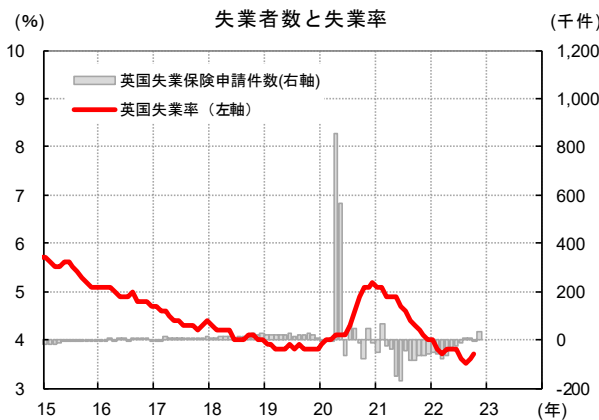
(2) 英国経済



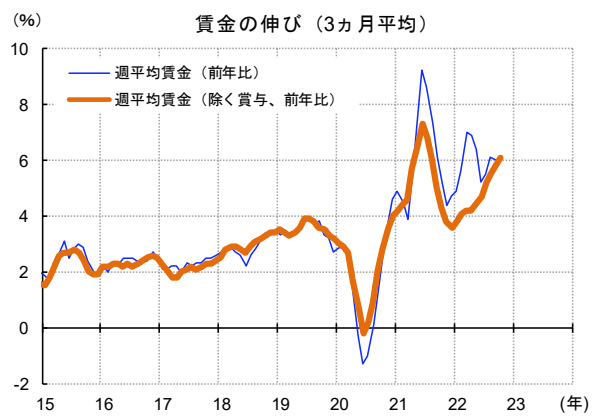
出所: Bloomberg より TDAM 作成



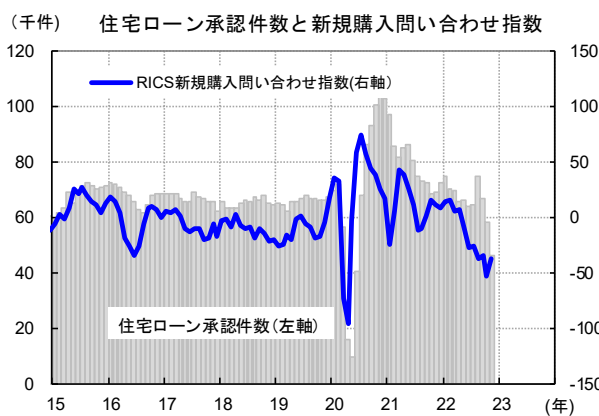
出所: Bloomberg より TDAM 作成



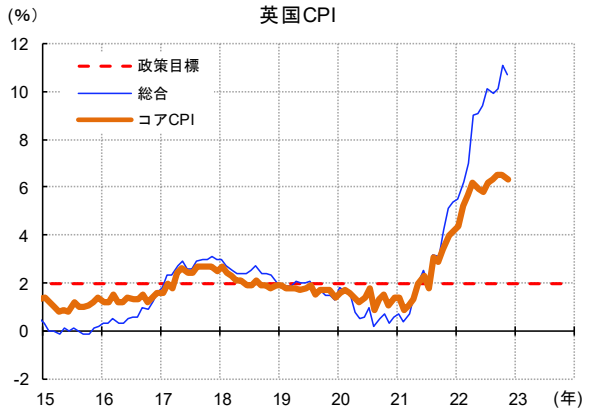
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



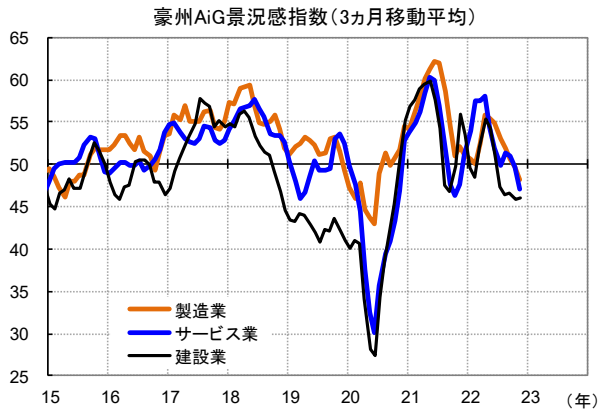
出所: Bloomberg より TDAM 作成



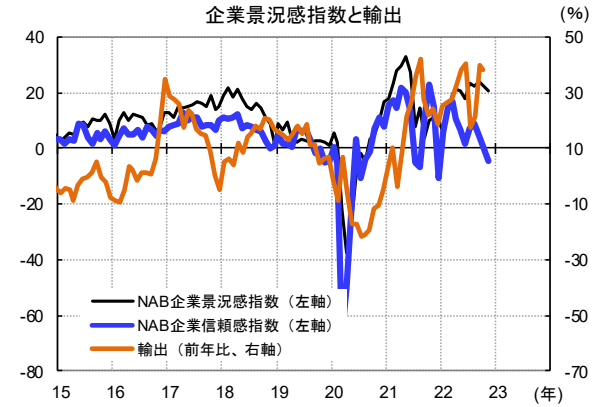
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

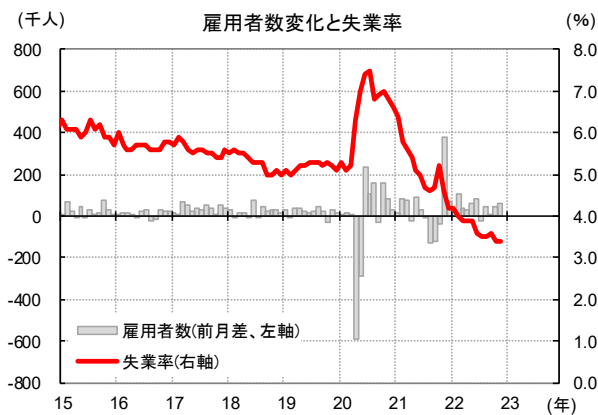
(3) オーストラリア経済



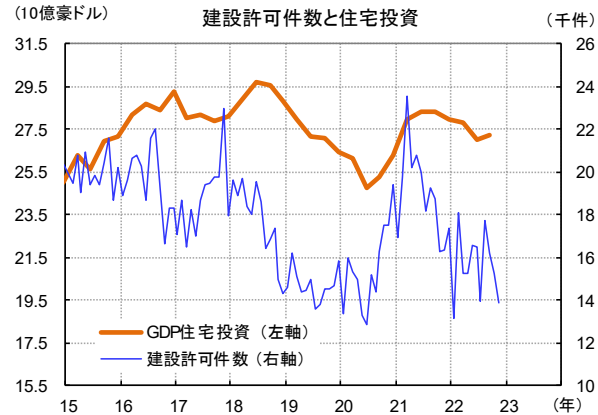
注: AiG(豪州産業グループ)
出所: Bloomberg より TDAM 作成



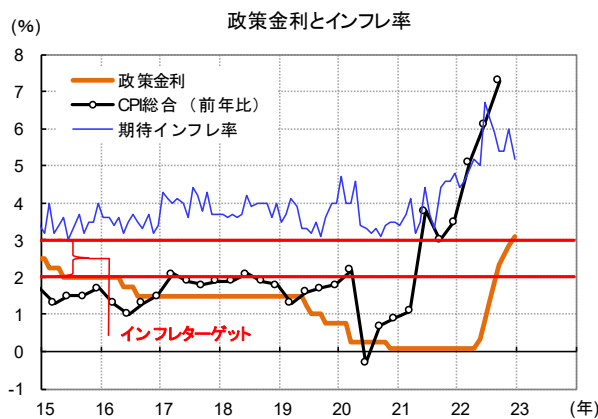
出所: Bloomberg より TDAM 作成



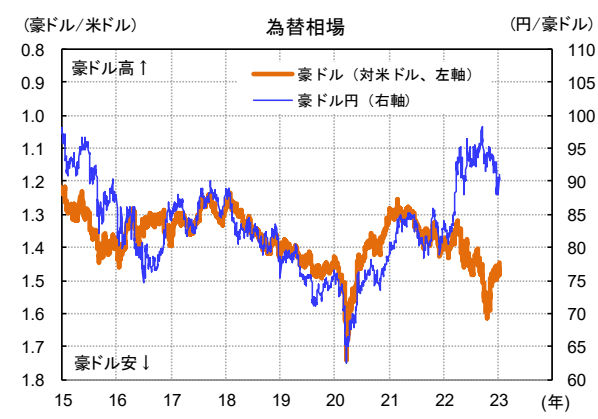
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



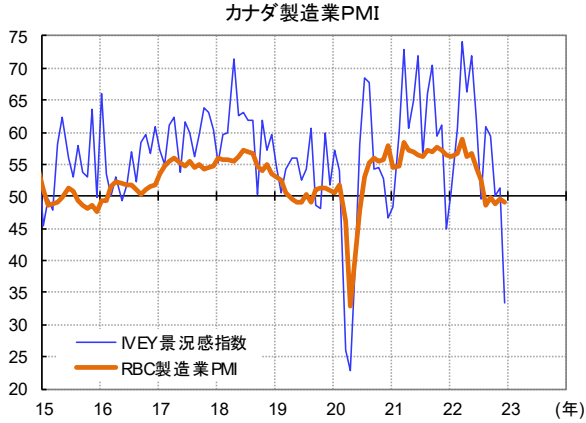
出所: Bloomberg より TDAM 作成



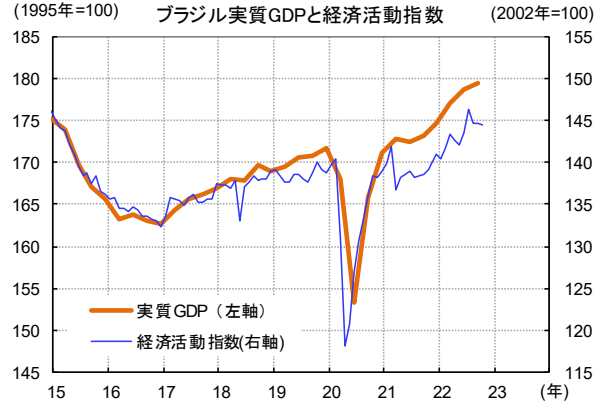
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

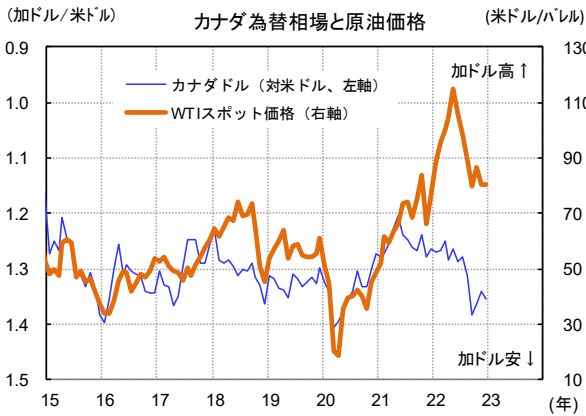
(4) カナダ・ブラジル経済



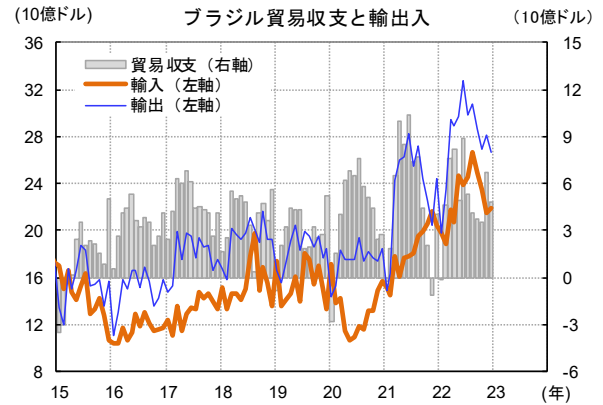
出所: Bloomberg より TDAM 作成



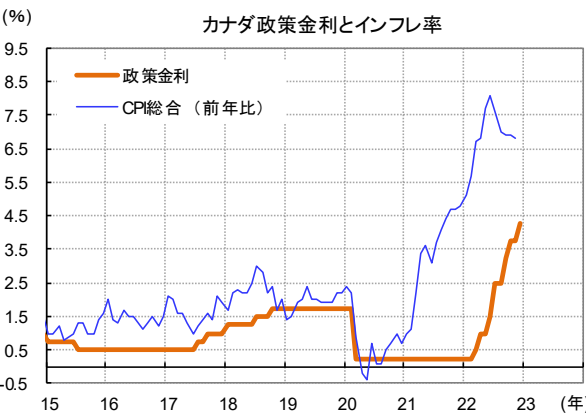
出所: Bloomberg より TDAM 作成



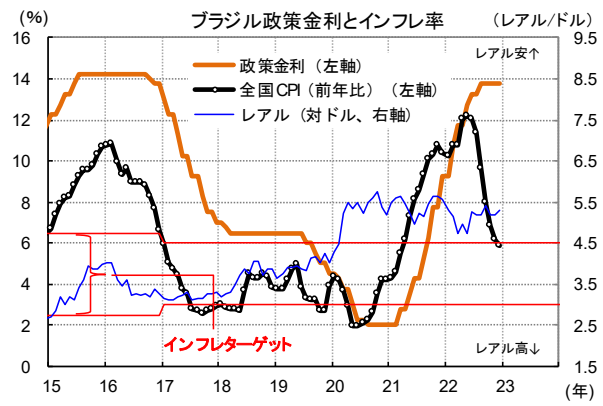
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



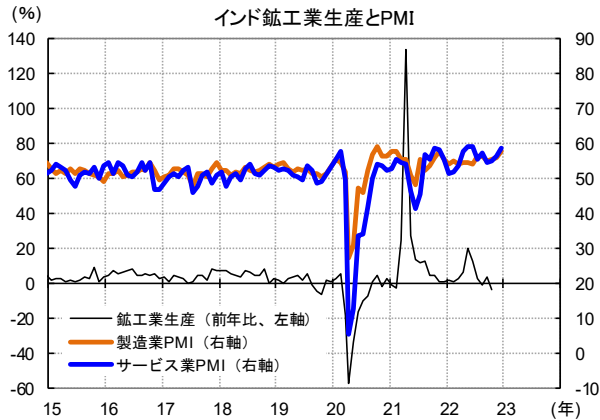
出所: Bloomberg より TDAM 作成



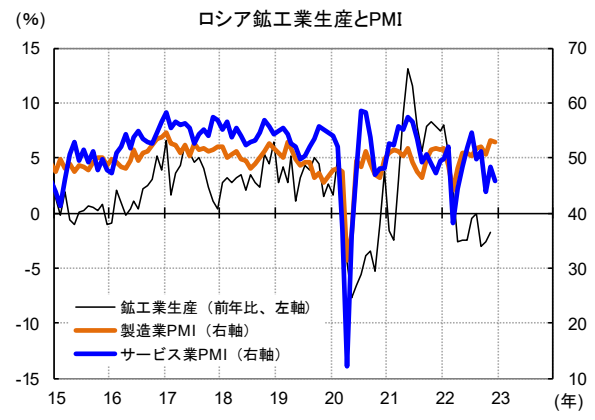
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

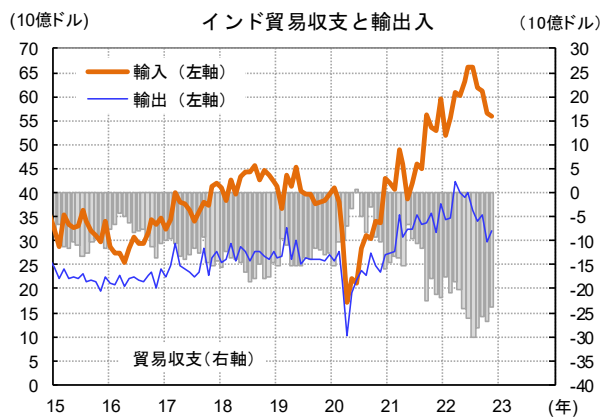
(5) インド経済・ロシア経済



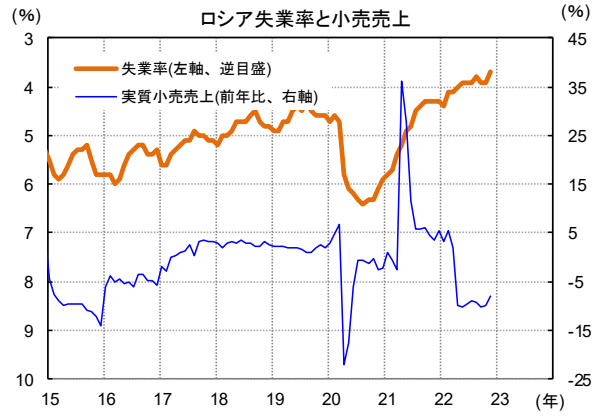
出所: Bloomberg より TDAM 作成



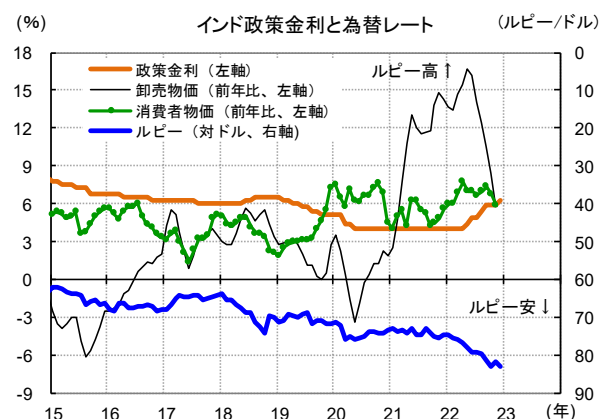
出所: Bloomberg より TDAM 作成



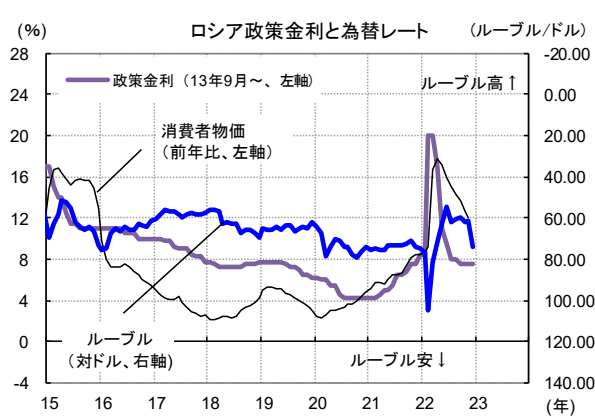
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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、更なる政策変更が意識されて、金利は 0.4% 台前半で推移しよう。

○ 金融政策について

日銀は昨年12月19~20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)は維持しつつも、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大した。市場参加者のほとんどが、現状維持を予想していたため、サプライズと受け止められた。記者会見においては、変動幅の変更は「利上げではない」と強調したが、従前の発言とは食い違いもみられ、メディアからはわかりにくいと言った声も相応に聞かれた。基本的には、これまで債券市場の機能低下が指摘されていたことへの対応と言えよう。今年の4月に総裁、3月に副総裁の任期満了を迎えるが、次期日銀執行部に引き継ぐにあたって、ある程度政策の自由度を与えた形で引き継ぐことを検討した末の対応ではないかと推察される。

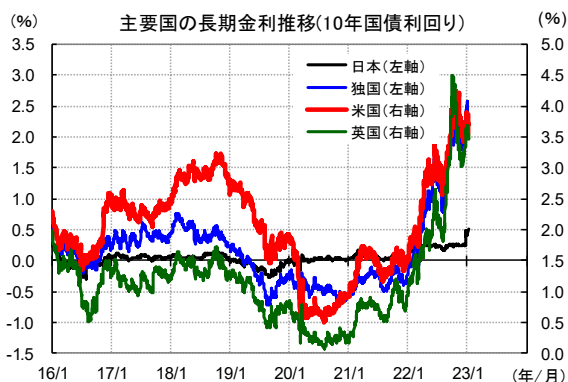
今年の前半は、CPI上昇率が相応の水準で推移すると考えられる。このようななかで、緩和に偏った政策は持続不可能な状況になりつつあったと推察される。しかし一方で、昨年時点から多くのエコノミストが、2023年に米国が景気後退に陥ると予想していた。このような状況を踏まえて、昨年時点の景気後退に陥る前に対応をしようと考えたのではなかろうか。さらに、FRB(米連邦準備制度理事会)が利上げを近く打ち止める可能性も意識されるなか、FRBの政策スタンスが変わる前の段階で動くことで、円高進行の圧力を若干でも和らげようとしたがために、このタイミングとなったとみている。

市場では、更なる政策変更も意識されるが、上述のような背景や、度重なる不意打ちが日銀の信頼を損ねることなどを踏まえると、黒田総裁のもとでは更なる政策変更には及ばないとみている。また、新執行部の考え方と世界経済の動向によって左右されるだろうが、新執行部の下でも直ちに政策変更がなされる可能性は低いとみている。

○ 長期金利

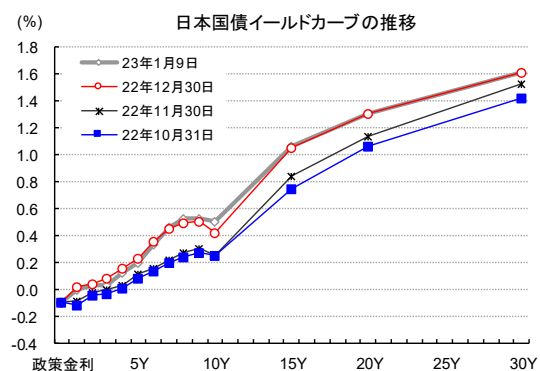
日本の長期金利は、昨年12月の金融政策決定会合により急騰し、0.4%~0.5%付近で推移している。マイナス金利や長短金利操作を導入したのは2016年だったが、その前年に当たる2015年に、日本の長期金利は0.5%を上回る場面はわずかにしか見られなかった。足許の潜在成長率が当時より低下しているとすれば、また、輸入物価の伸びが次第に落ちてくる可能性などを踏まえれば、当時の金利水準よりは抑えられるとみている。今後の政策変更への思惑から、0.5%近傍で推移する場面は散見されるかもしれないが、そうした状況は一時的で、基本的には0.4%台前半での推移が続くとみている。

国内金利は 0.5% 近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

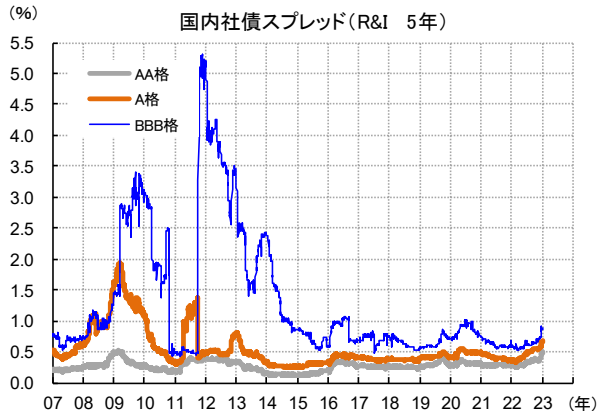
金融政策の修正を受けてもなお、歪んだイールドカーブ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

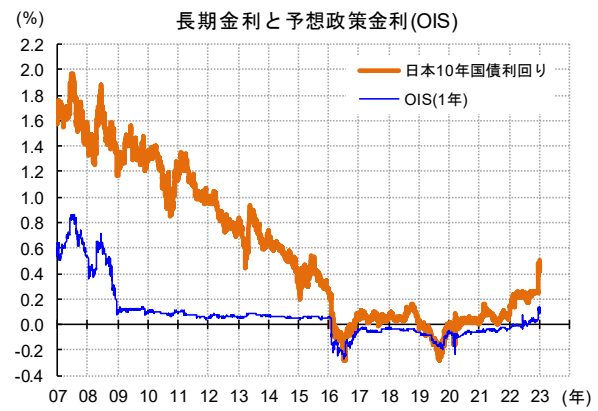
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

社債スプレッドは全般的にワイド化



出所: Bloomberg より TDAM 作成

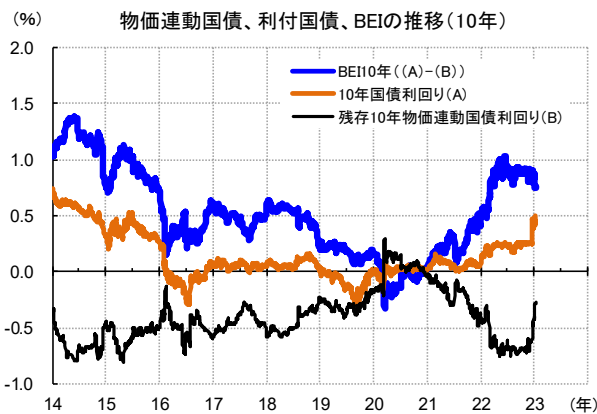
OIS はプラス幅を拡大



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。)

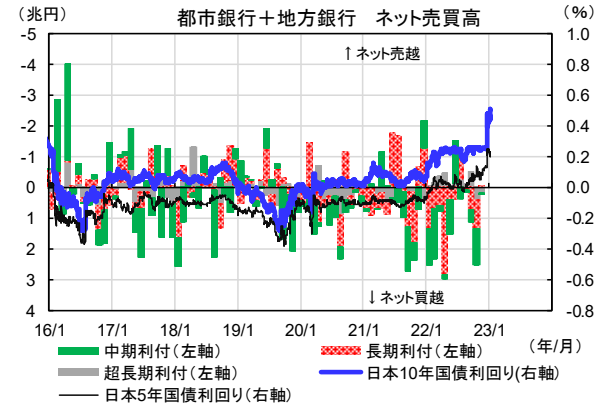
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

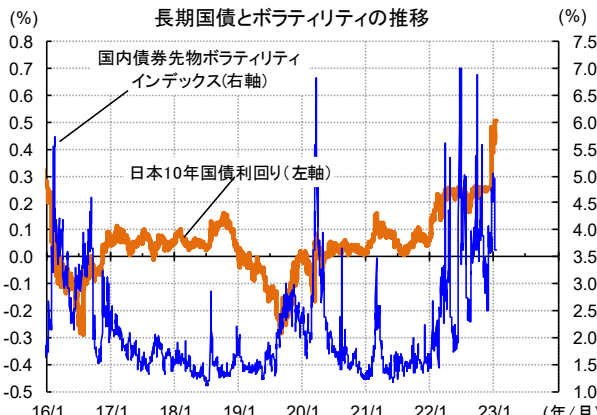
11 月は銀行が超長期債を小幅に買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

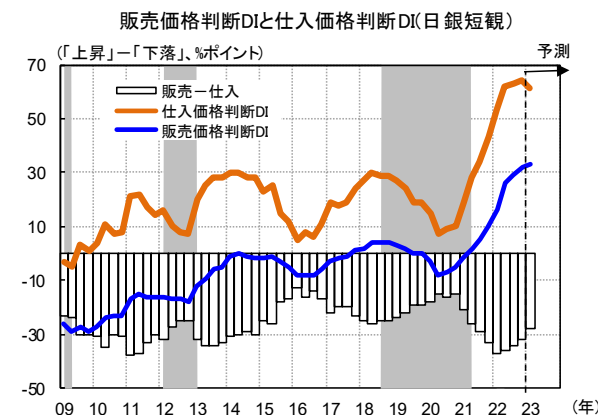
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

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

労働需給の引き締めと景気後退懸念が綱引きし、当面は横ばい推移を予想するも、長期的には景気後退懸念が高まり緩やかに低下する可能性。

○ 金融政策について

昨年12月13～14日にFOMC(米連邦公開市場委員会)が開催されて、0.5%ptの引き上げが行われた。前回の引き上げ幅0.75%ptから縮小したが、既に市場で織り込まれていたため、この点についてはさほど注目されなかった。むしろ、市場の関心事は、ドットチャート(FOMCメンバーの見通しをプロットしたグラフ)であった。2023年末の中央値は5.1%と9月時点より0.5%pt上振れた。これについては、11月17日にセントルイス連銀のブラード総裁が、「インフレを鈍化させるため金融当局は政策金利を「最低」でも5～5.25%に引き上げるべき」とも、「十分抑制的な政策金利について5～7%程度になる可能性がある」とも述べていたこともあり、市場参加者の一部にはある種の備えができていた。ただし、そうした備えは全体的に行われていたとは言い難い。株式市場参加者を中心に楽観的に構えていた層からは、ややサプライズであったとの評価も聞かれる。

FOMCメンバーの見通しをみると、2023年のGDP成長率について、中央値では1.2%から0.5%に引き下げられ、レンジでもマイナス0.5%～1.0%と前回のマイナス0.3%～1.9%から下方に修正されていた。このような状況にありながらも、記者会見においてパウエル議長は、2023年は低成長だがマイナス成長ではないという見方がFOMCメンバーの共通認識であると説明した。やや説得力に欠ける印象は否めない。さらに、このように景気の下振れに警戒感が漂いながらも、2023年末の政策金利見通しを引き上げたことは、幾分かタカ派的であったと言えよう。さらに、2023年中の利下げについてもパウエル議長は記者会見において否定しており、この点でもタカ派的であったと言えよう。

○ 長期金利

昨年初来、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。ただし、10月下旬ごろを境に低下トレンドの様相をみせている。FRB(米連邦準備制度理事会)は労働需給の引き締めと、これに伴う賃金上昇がインフレの鎮静化を妨げるとみており、この点については金利上昇圧力となりうるため一定の注意が必要だろう。しかし一方で、モノの価格は伸び率が鈍化傾向にあり、また今後の米国景気の後退が意識される可能性などを踏まえると、金利低下圧力が加わっているようにも見える。総じてみれば、当面は横ばい圏での推移を予想する。もっとも、やや長期的には低下圧力が増していくと予想される。

1-3. ユーロ圏債券

米国金利と同様に目先は横ばいで推移しつつも、長期的には低下基調を辿る見込み。

○ 金融政策について

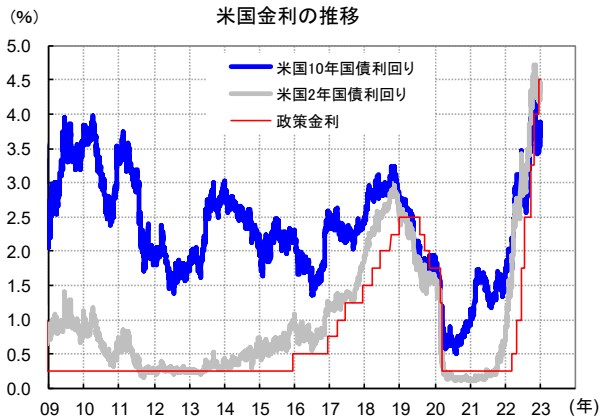
12月15日にECB(欧州中央銀行)は定例理事会を開催し、主要政策金利を2.0%から2.5%に引き上げ、中銀預金金利も1.5%から2.0%に引き上げることとした。限界貸付金利についても2.25%から2.75%に引き上げた。これまで0.75%の利上げを続けてきたが、さすがに利上げのペースを減速させた。しかし、ラガルド総裁は記者会見において、政策の方向転換ではないということを強調し、当面、「0.5ポイントのペースが一定期間続くことを見込むべきだ」とも述べた。0.75%の利上げを支持する参加者が相応にいたため、こうした参加者との交渉から、タカ派姿勢を強調したともみられている。理事会後にデギンドス副総裁は、ECBが0.5ポイントずつの利上げを継続するとの見通しを示した。これまでに取った措置は物価目標達成に照らして、十分ではないと指摘した。たしかに、ユーロ圏の物価については、ピークアウトしつつあるようだが、それでも高い伸び率であることに変わりないため、相応の利上げがしばらく続くと考えられる。

○ 長期金利

ドイツの長期金利は、昨年初来、変動を伴いながらも大幅上昇を描いてきた。そして米国金利と同様に10月下旬から低下トレンドの様相を示していたが、再び上昇しつつある。ユーロ圏経済の回復の兆しやECBのタカ派姿勢を意識した展開となっている。このため、目先は一時的に金利上昇が意識されるが、米国金利の影響や経済回復の不服感も次第に意識されて、結果的には横ばい圏での推移となろう。そして長期的には、米国が景気後退し欧州にも影響が及ぶ形になるとみており、これが金利低下の要因になると予想する。

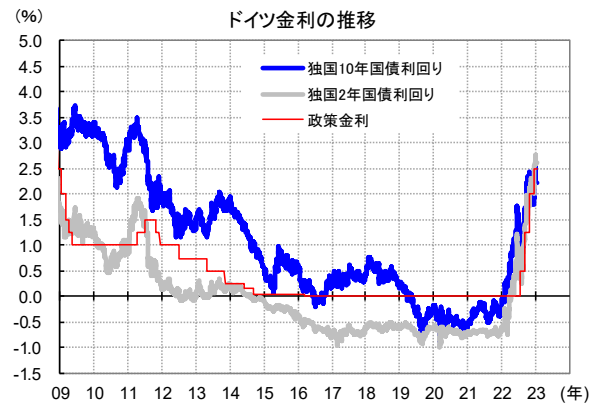
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国) 10 年金利は 3.5%近傍で推移



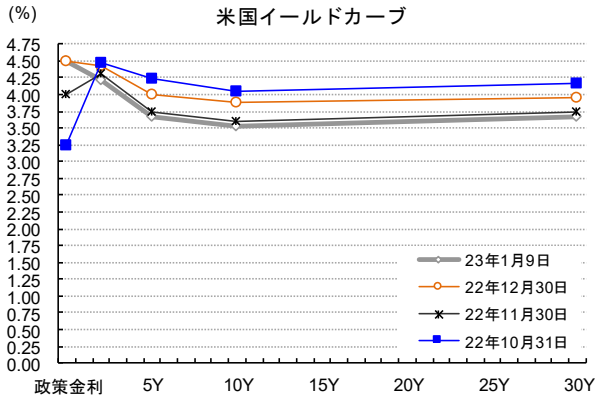
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 10 年金利は 2.2%近傍で推移



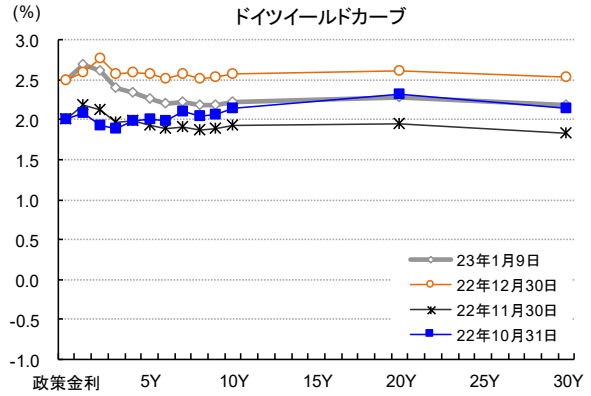
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 2 年債と 10 年債の逆イールド化が鮮明



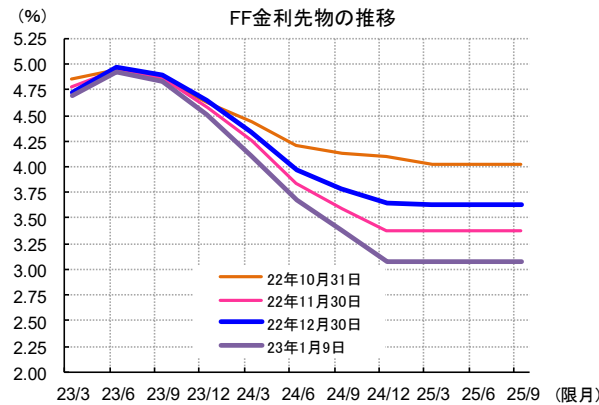
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 2 年債と 10 年債の逆イールド化が鮮明



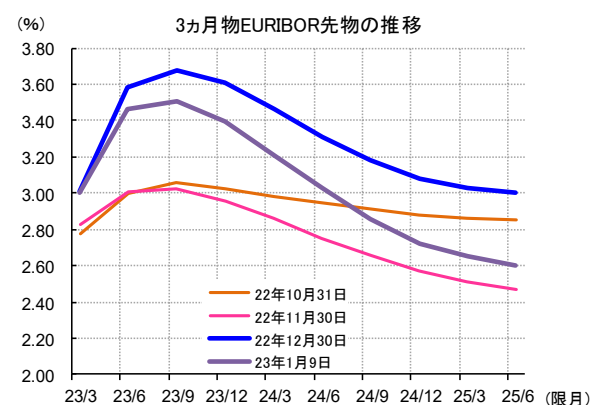
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 引き続き 23 年の利下げを織り込む先物市場



出所: Bloomberg より TDAM 作成

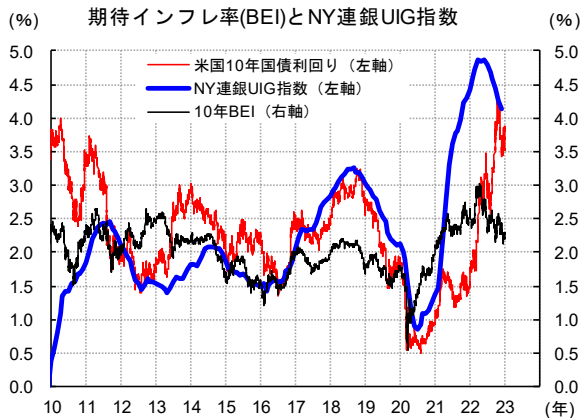
(ユーロ圏) 23 年の秋が政策金利のピークとみる先物市場



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

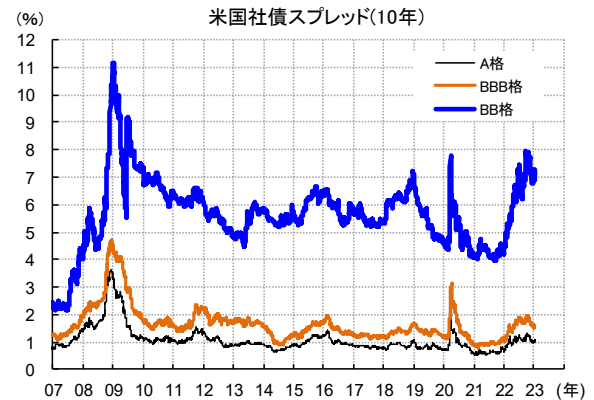
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



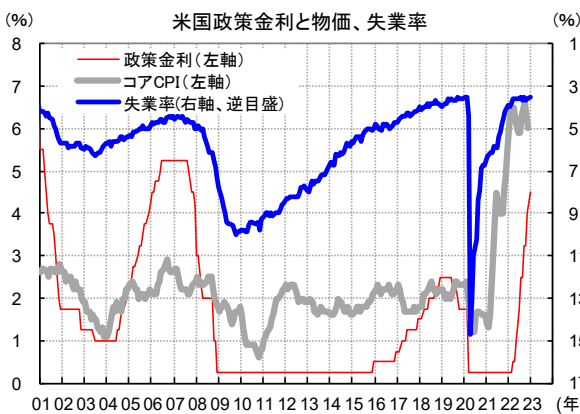
注: NY 連銀 UIG(=Underlying Inflation Gauge) 指数は、ニューヨーク連銀のスタッフが実体経済や金融指標を用いて算出した基調的な物価指標
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 足許では BB 格のスプレッドがややタイト化



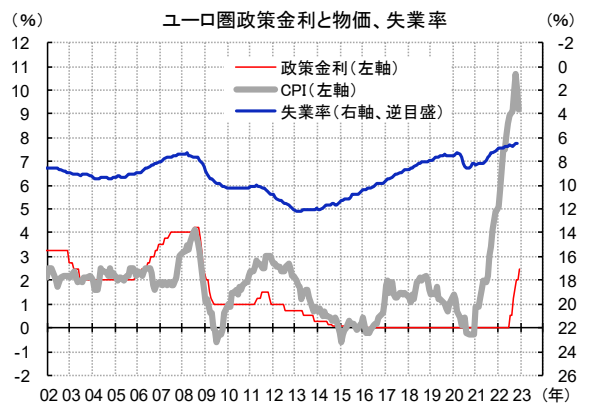
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 現時点ではインフレに主眼を置いている FRB



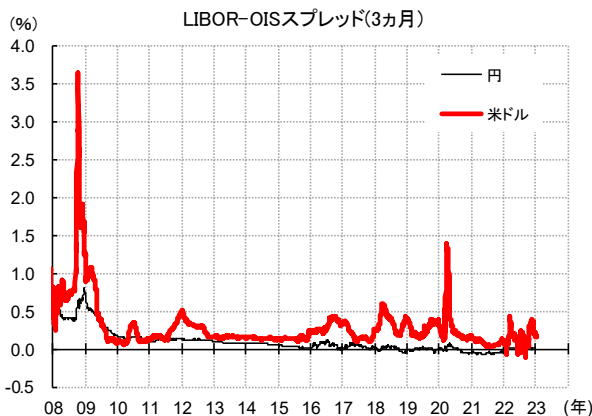
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) 高インフレが ECB の懸念材料



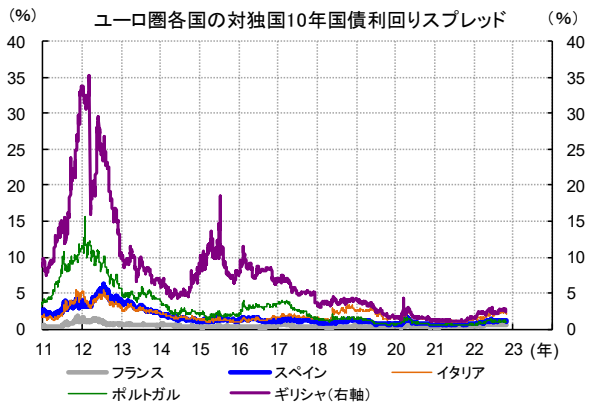
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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) 足許では全般的にスプレッドがタイト化



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

割安感も意識されるほか、日本の実体経済の強さ、需給面での追い風もあり、緩やかな上昇を見込む。

〔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、10月から11月は買い越しの週が目立ったものの、12月は売り越しの週が目立った。特に12月23日終了週は1兆円を超える売り越しとなった。もともと、株価調整後の裁定残高差引(買い残から売り残を引いた値)は減少しており、改善の余地が相応にあるとみている。こうした観点からも需給の引き締まりを期待したい。

〔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12.0倍程度(過去5年平均:14.1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2.27%程度である(数値は12月30日現在)。割安感が極めて意識される。

〔業績動向〕

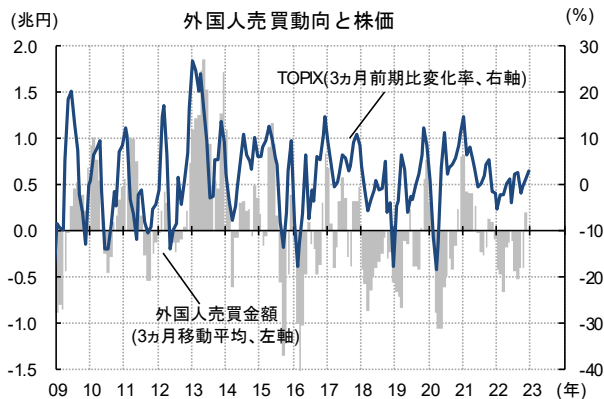
リビジョンインデックス(3ヵ月平均)はマイナスとなっているほか、為替が円高に振れており、今後の業績への影響はやや懸念される。ただし、悪化が続く米国のリビジョンインデックスと比べれば、日本株は比較的優位とも言える。

〔株価見通し〕

昨年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。足許はこのレンジを下回っているが、比較的底堅い予想EPSなどを踏まえると割安感が意識される。

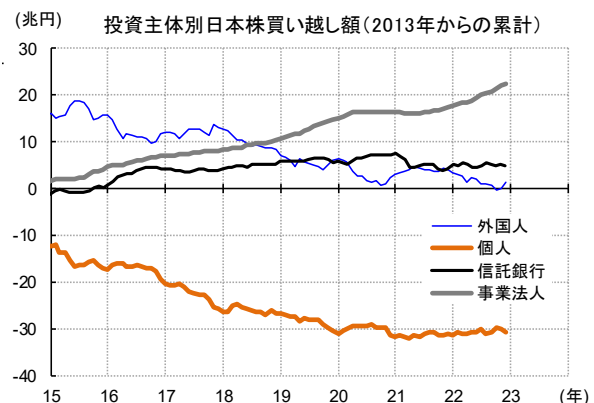
バリュエーション面に着目すると、日本株のPERは前述の通り、低水準にある。過去10年分の月次平均と月次標準偏差よりZ値(標準化した値)を算出すると、マイナス1近傍にあり、割安感が意識される。こうした状況を踏まえると、株価は底堅く推移するとも見える。なお、日銀の金融政策変更に対する思惑が株価の重しとなる点については注意が必要であるが、総合的に判断すれば下落率は限定されるとみている。配当割引モデルを変形させ、EPSを分子とし、分母は割引率からEPSの予想成長率を差し引いた値とし、株価の理論値を求めるを試みた。当然、このモデルに代入する値によって理論値は変わりうるが、日銀が長期金利についての介入を一切やめ、足許よりも1%上昇したとすれば、一定の条件下では株価が10%超下落するとの試算も示されている。ただ、こうしたモデルの計算は幅をとってみる必要があること、既に日銀の金融政策変更からやや株価が下落しているということ、前述の通り、既に割安な水準にあること、さらに、日銀が金融政策を変更し長期金利を自由に変動させるようにする可能性は現時点では低いこと、などを総合的に判断すると下落率は限られると考えられる。むしろ需給要因でやや上振れる余地もあるとみている。

11月までの3ヵ月移動平均では、外国人投資家は買い越し



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

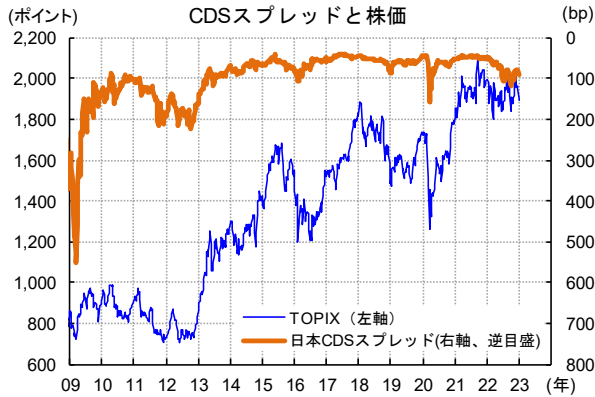
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は低調ながらも回復の兆し



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

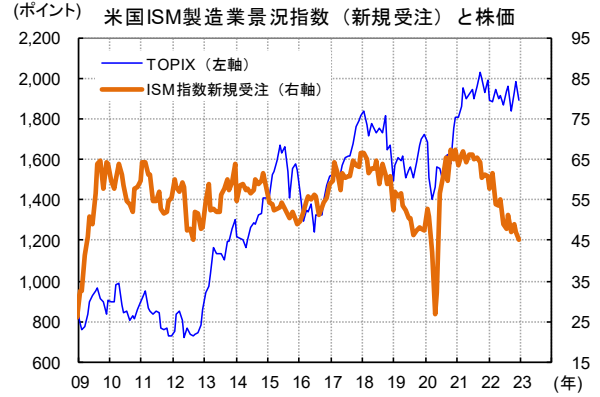
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

CDS スプレッドがタイト化し株価も堅調



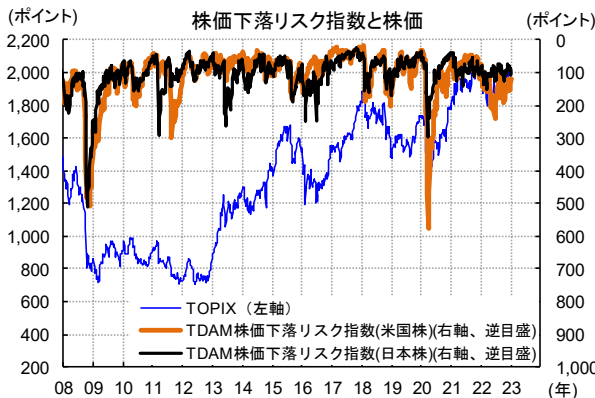
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

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



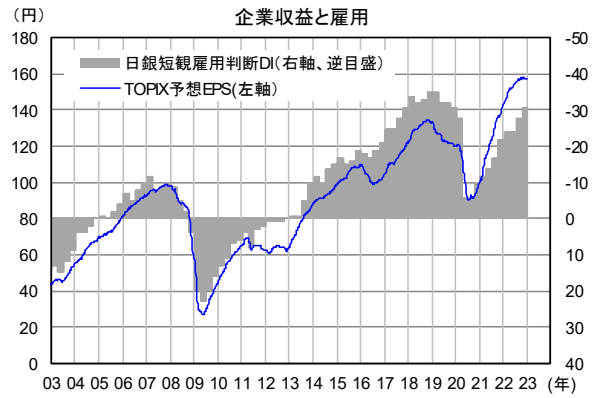
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の株価下落リスク指数は日本のそれよりやや高め



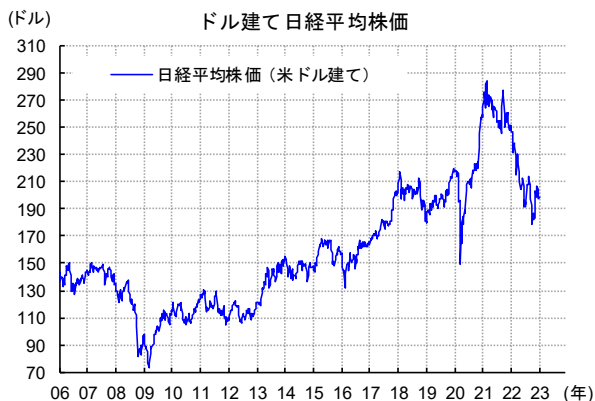
注: TDAM 株価下落リスク指数とは、T&D アセットマネジメントが、株価動向をもとに、下落方向に特化してリスクの度合いを指数化したもの。
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通しは改善基調のなか雇用判断 DI は低下(人手不足気味)



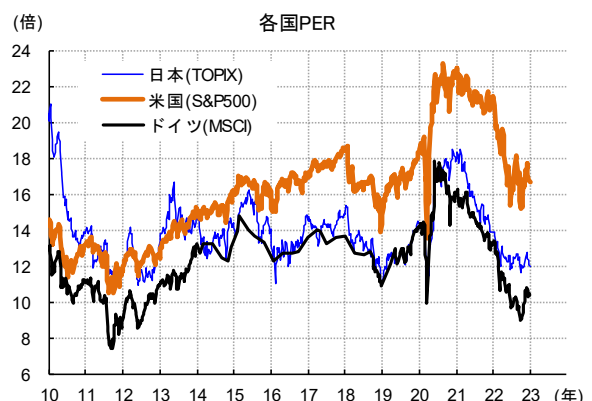
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は円高進行もあり下げ止まりの兆し



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。

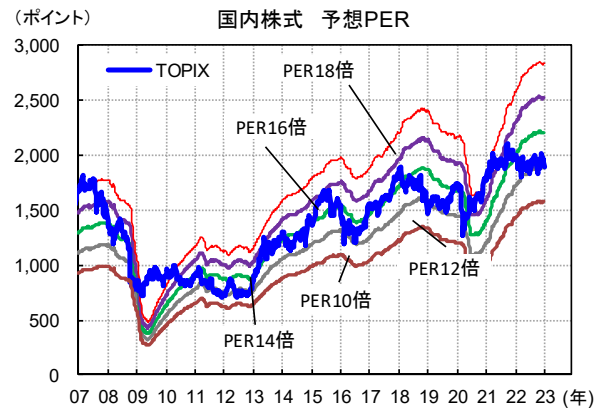
電気・ガスや鉄鋼が比較的堅調

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	3.8%	1	石油・石炭製品	-0.1%
2	鉄鋼	3.4%	2	精密機器	0.1%
3	その他製品	2.1%	3	証券・商品先物取引	0.2%
4	不動産業	2.0%	4	ガラス・土石製品	0.2%
5	空運業	1.7%	5	小売業	0.2%
6	海運業	1.6%	6	情報・通信業	0.3%
7	保険業	1.5%	7	電気機器	0.4%

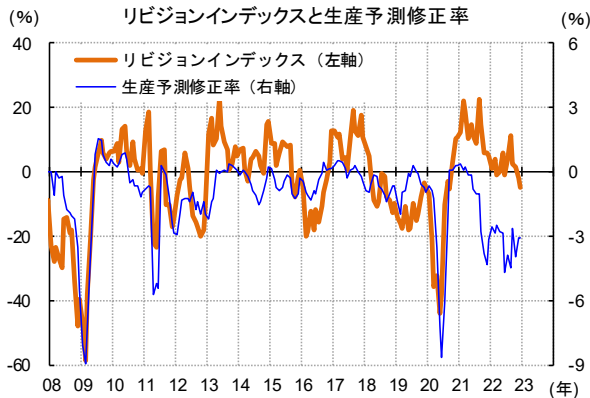
注: 12ヵ月先予想ベース(2022年12月末現在)。
出所: BloombergよりTDAM作成

予想PER(12ヵ月先)は足許12.0倍程度



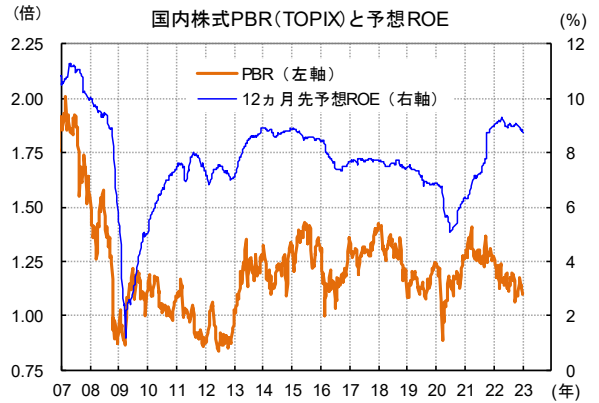
注: 12ヵ月先予想ベース。
出所: (株)JPX総研、FACTSET、BloombergよりTDAM作成

リビジョンインデックスはややマイナス



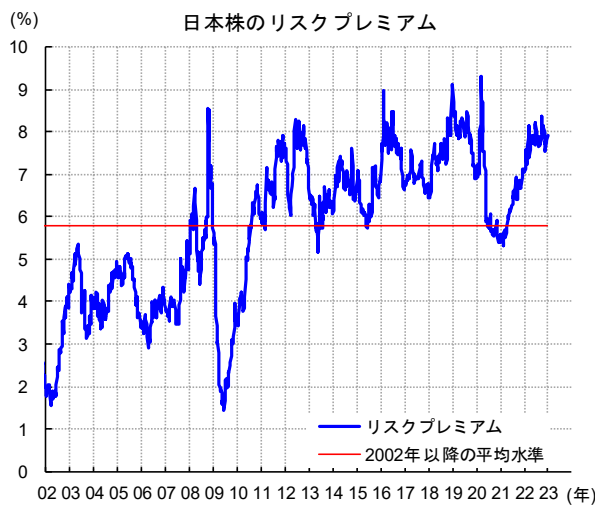
出所: 経済産業省、FACTSETよりTDAM作成

足許、PBRは1.10倍、予想ROEは8.77%



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2,318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%
		(103.1)	(120.3)	(137.5)	(154.7)	(171.9)	(189.1)
リスクプレミアム	4%	1.33	1.55	1.78	2.00	2.22	2.44
	5%	1.09	1.27	1.45	1.63	1.82	2.00
	6%	0.92	1.08	1.23	1.38	1.54	1.69
	7%	0.80	0.93	1.07	1.20	1.33	1.47
	8%	0.71	0.82	0.94	1.06	1.18	1.29
9%	0.63	0.74	0.84	0.95	1.05	1.16	

【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%
		(103.1)	(120.3)	(137.5)	(154.7)	(171.9)	(189.1)
リスクプレミアム	4%	2,289	2,671	3,052	3,434	3,815	4,197
	5%	1,873	2,186	2,498	2,810	3,122	3,435
	6%	1,585	1,850	2,114	2,378	2,642	2,907
	7%	1,374	1,603	1,832	2,061	2,290	2,519
	8%	1,213	1,415	1,617	1,819	2,021	2,223
9%	1,085	1,266	1,447	1,628	1,808	1,989	

注: 括弧は、BPS1,719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

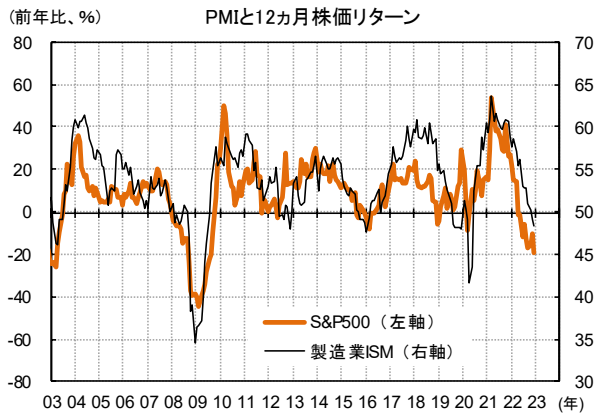
業績に対する懸念から、予想 EPS は押し下げられるなか、政治の停滞も重しとなり、米国株は軟調に推移すると予想する。

[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16.7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:17.3倍程度)をやや下回っている。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2%の増益と5%程度の増益が予想されている。このところ下方修正傾向にあり、リビジョンインデックスも悪化している。今後についても業績下方修正が懸念される。

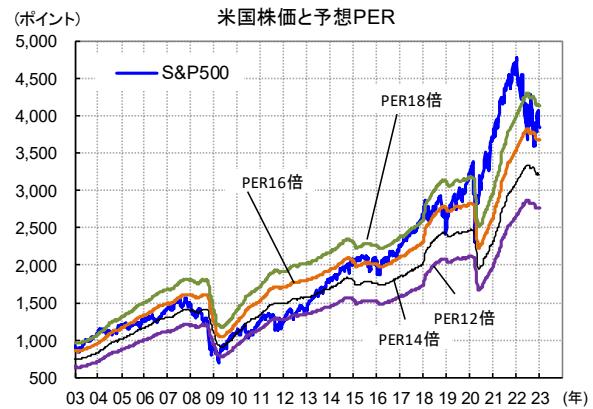
11月8日に米国では、中間選挙が行われた。中間選挙の結果、上院は民主党が、下院は共和党が主導権を握る形となった。これによりねじれ議会となったことや、ねじれ議会下においては、財政政策に関する不確実性指数が高まりやすいこと、先行きは債務上限問題でもめる可能性もあり注意していることは、2022年12月の投資環境レポートで指摘していたが、早速、政治の混乱が意識される展開となっている。具体的には、下院の共和党員の一部が造反したことで、議長の選出が難航している。これでは、単にねじれ議会という点だけではなく、党内の意見調整も今後の課題ということが浮き彫りとなった。足許は、米国株市場が逆金融相場(金利上昇が株価に悪影響を及ぼす相場展開)から逆業績相場(業績の下方修正が株価に悪影響を及ぼす相場展開)に向かいつつあるなかで、こうした政治面の問題も株価の重しとなりそうである。

米国の景況感指数が軟調に推移するなか、株価も軟調



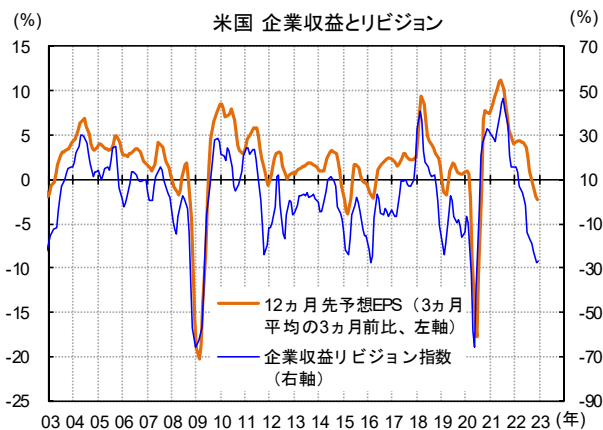
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 16.7 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

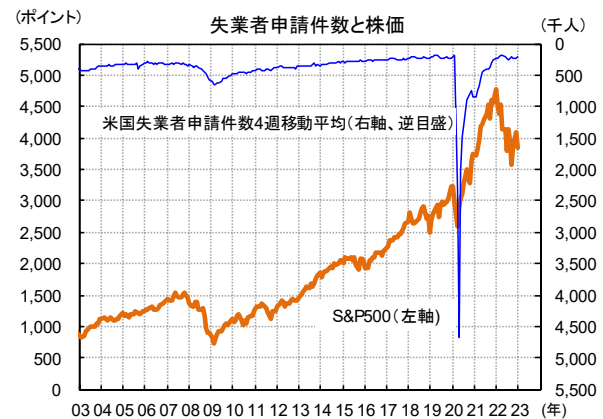
リビジョンインデックスは悪化傾向



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

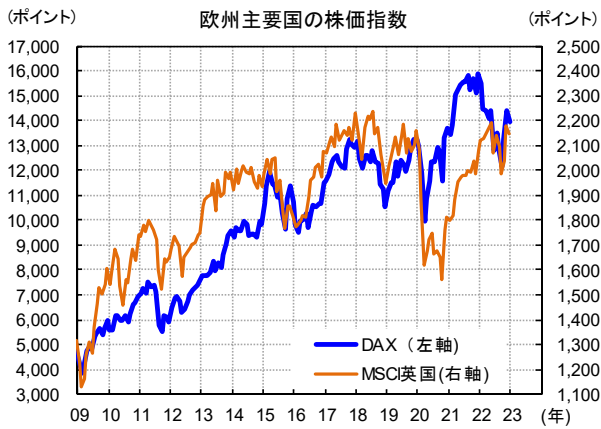
雇用市場は比較的良好であるものの、株価は不冴え



出所: Bloomberg より TDAM 作成

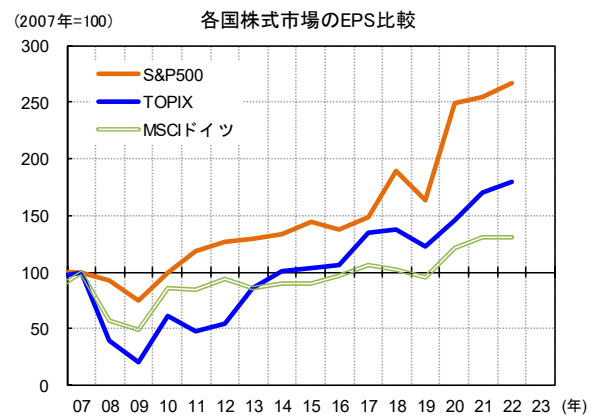
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

当社の見通し通り上値重く推移しており、先行きも期待薄



出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(22 年、23 年)は、米国:2%、5%、日本:17%、6%、ドイツ:8%、0%



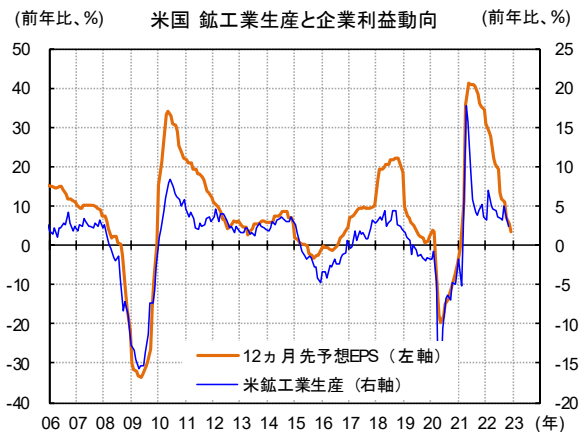
注: 19 年までは実績EPS、20 年以降は予想EPS
出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

当社の見通し通り 12 ヵ月予想 EPS は悪化気味で、先行きも冴えない可能性



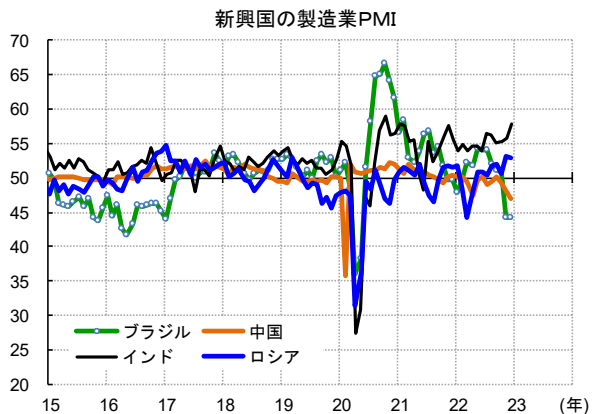
注: 12 ヵ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

EPS の伸び率鈍化が継続



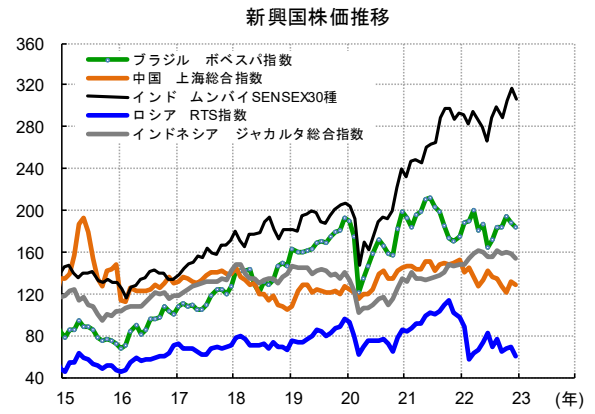
注: 12 ヵ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

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

目先は、米金利動向により横ばい圏で推移しつつも、長期的には円高トレンドを描くと予想する。

昨年は、急速な円安進行を見せつつも、終盤に失速し円高気味に推移してきた。特に、12月の金融政策決定会合では、サプライズ的にイーールドカーブ・コントロール政策の微修正が行われ、為替の円高進行に拍車がかかる場面もあった。

目先は、各種思惑で乱高下する場面もあるだろうが、基本的には横ばい圏での推移となる。ただ、2023年を展望すると円高基調で推移するとみている。まず、昨年ドル高を招いたFRBの金融政策が転機を迎えることでドル高圧力が削がれると予想される。加えて、貿易収支が改善に向かう可能性もある。既往の円安進行が時間差を置いて貿易収支の改善に寄与する「Jカーブ効果」が発現するとみている。昨年は、日本の貿易収支悪化が円安を招くという論調も目立ったが、今年はむしろ貿易収支の改善を通じた円高を招来する可能性がある。

なお、日銀の金融政策については、更なる変更があるとは見ていない。ただ、こうした思惑は根強く、これがかく乱要因となる。思惑が広がる局面では円高へ、思惑が萎む局面では円安へ、それぞれ動きを発生させよう。故に、目先は横ばい圏のなかで乱高下をみせるとみている。

3-2. ユーロドル

ECB の利上げやユーロ圏経済の底入れ感がユーロの反発材料となりながらも、既にそうした状況は織り込まれていると考えられ、横ばいを予想。

ユーロドルは、2021年後半以降、下落基調で推移してきた。しかし2022年9月下旬を境にユーロドルは上昇基調に転じた。

従前は米国経済とユーロ圏経済の相对比较では、米国経済の底堅さが意識されていた。エネルギー面についても、ロシアからの輸入が難しくなったユーロ圏は米国よりも悪影響が生じやすいとみられていた。しかし、欧州の経済指標は底入れの兆しを示しはじめ、一方で米国の経済指標には悪化を示すものが散見されはじめた。エネルギー面では欧州の天然ガスの備蓄量は過去5年平均を上回る状態にまで積みあがっていることもユーロの安心材料となっている。さらに、ECBは暫く利上げを続ける模様である一方、FRBについては、利上げ局面の終わりが意識されつつある。こうした状況がユーロ高を招くとの見方もある。

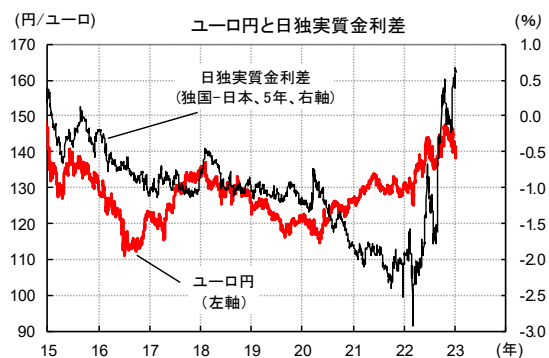
ただ、投機筋によるユーロの買い越しポジションは、約13万枚と、相応に積みあがっている。つまり、市場での織り込みは既に進んでしまったと言ってもよいだろう。ここからのユーロの上昇幅は限定的とみている。もともと、ユーロが大きく下落するともみていない。つまり、ユーロドルについては横ばい推移を予想する。

日本の金融政策の更なる変更観測からドル円下落



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

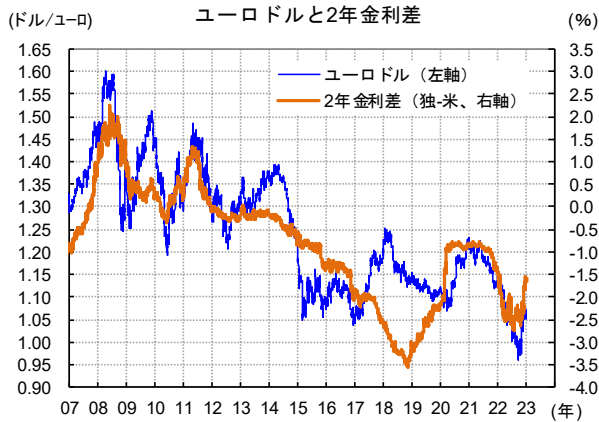
日本の金融政策の更なる変更観測からユーロ円も下落



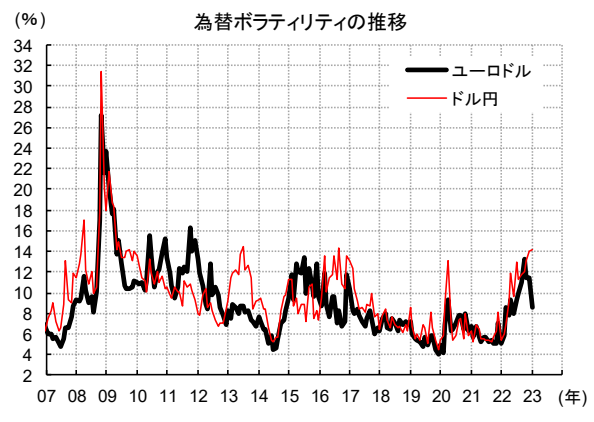
注: 実質金利は、5年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を5年国債利回りから差し引いて計算
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

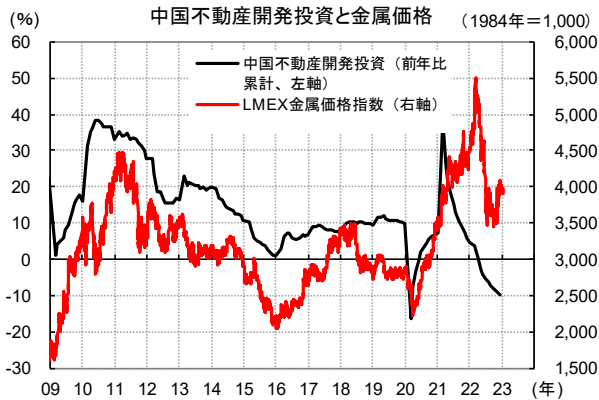
金利差がやや縮小しユーロドル反発



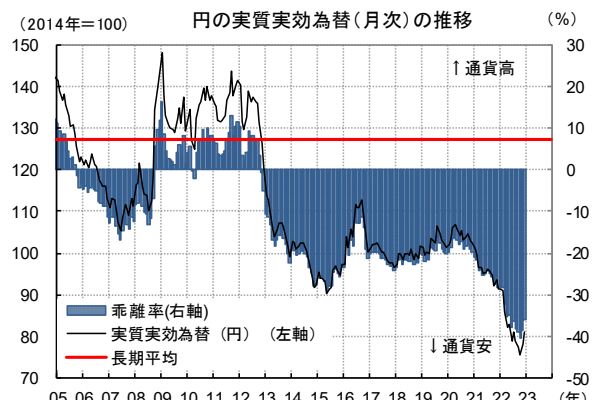
ドル円のボラティリティは上昇傾向



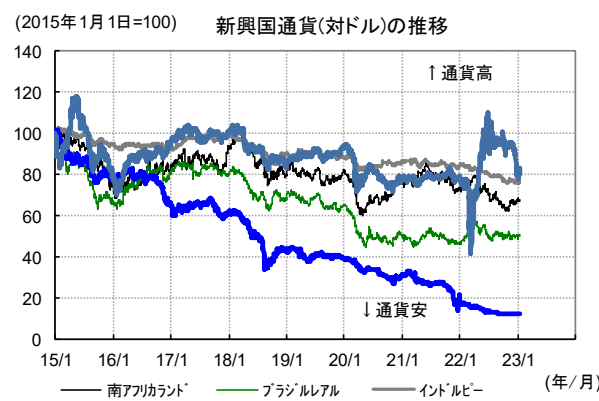
金属価格指数は反発気味



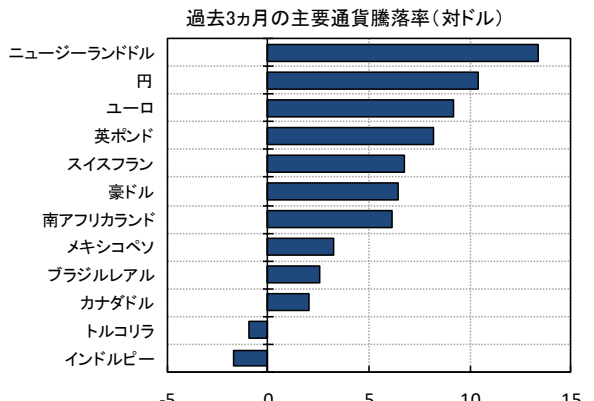
円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に36%程度



トルコリラ安基調



過去3カ月間ではドルは比較的軟調



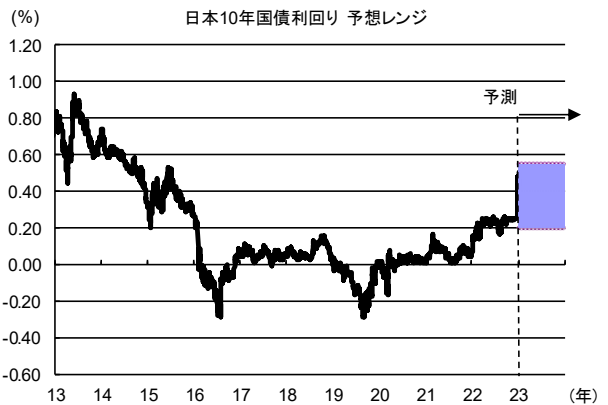
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、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 12月6日	今月作成時 2023年 1月10日	2023年1~3月期		2023年4~6月期		2023年7~9月期		2023年10~12月期	
日本	政策金利	%	-0.10	-0.10	-0.10	~ -0.10	-0.10	~ -0.10	-0.10	~ -0.10	-0.10	~ -0.10
	10年国債利回り	%	0.26	0.51	0.20	~ 0.55	0.20	~ 0.55	0.20	~ 0.55	0.20	~ 0.55
	TOPIX	ポイント	1,950	1,881	1,770	~ 2,070	1,800	~ 2,100	1,830	~ 2,130	1,860	~ 2,160
	日経平均	円	27,886	26,176	24,500	~ 28,800	25,000	~ 29,200	25,400	~ 29,600	25,800	~ 30,000
米国	FFレート	%	3.75~4.0	4.25~4.5	4.25	~ 5.00	4.75	~ 5.00	4.75	~ 5.00	4.75	~ 5.00
	10年国債利回り	%	3.53	3.62	2.90	~ 4.10	2.70	~ 3.90	2.60	~ 3.80	2.60	~ 3.80
	S&P500	ポイント	3,941	3,919	3,460	~ 4,200	3,360	~ 4,070	3,360	~ 4,070	3,360	~ 4,070
	NY ダウ	ドル	33,596	33,704	29,830	~ 36,200	28,940	~ 35,110	28,940	~ 35,110	28,940	~ 35,110
ユーロ圏	中銀預金金利	%	1.50	2.00	2.00	~ 3.00	3.00	~ 3.25	3.25	~ 3.25	3.25	~ 3.25
	10年国債利回り	%	1.80	2.31	1.60	~ 2.80	1.60	~ 2.80	1.50	~ 2.70	1.30	~ 2.50
	DAX	ポイント	14,343	14,775	13,310	~ 16,120	13,180	~ 15,960	13,180	~ 15,960	13,180	~ 15,960
為替	ドル円	円/ドル	137.00	132.26	122	~ 144	119	~ 140	116	~ 137	113	~ 134
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.047	1.073	1.01	~ 1.18	1.01	~ 1.18	1.01	~ 1.18	1.01	~ 1.18
	ユーロ円	円/ユーロ	143.39	141.96	131	~ 154	128	~ 150	126	~ 148	126	~ 148

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〕



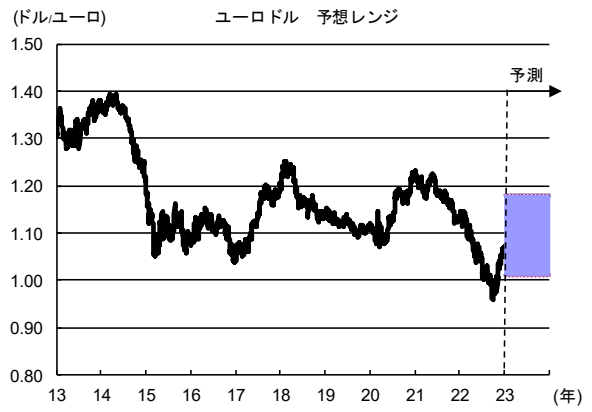
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ドル円〕



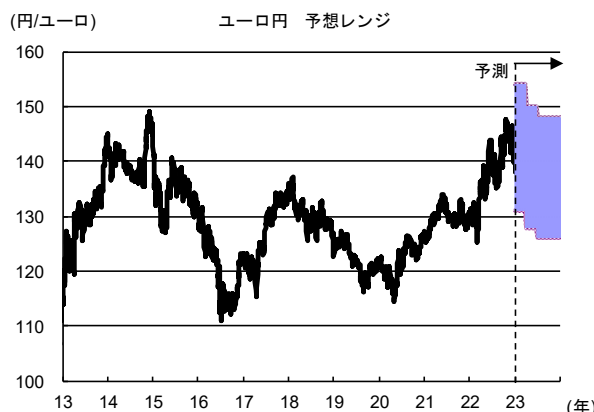
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔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) に係る商標又は商標は、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、利用など東証株価指数 (TOPIX) に関するすべての権利・ノウハウ及び東証株価指数 (TOPIX) に係る商標又は商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、東証株価指数 (TOPIX) 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
1/2 振替休日 ◎New Year's Day 欧米休場	1/3 休業日 (米)11月建設支出	1/4 (米)12月ISM製造業景況指数 (米)12月自動車販売台数 (米)12/13-14分FOMC議事録	1/5 (日)12月消費者態度指数 (中)12月貿易収支 (米)11月貿易収支	1/6 (ユーロ圏)12月CPI(速報値) (米)12月ISM非製造業景況指数 (米)12月雇用統計
1/9 成人の日 (中)12月CPI	1/10 (日)11月家計調査 (中)12月鉱工業生産 (中)12月固定資産投資 (中)12月小売売上高 (米)12月NFIB中小企業楽観指数	1/11	1/12 (日)12月景気ウォッチャー調査 (米)12月CPI	1/13 (中)10-12月期GDP (米)1月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
1/16 ◎Martin L. King Day 米国休場	1/17 (米)1月NY連銀製造業景況指数	1/18 (日)11月機械受注 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (米)11月企業在庫 (米)12月小売売上高 (米)12月鉱工業生産 (米)1月NAHB住宅市場指数	1/19 (日)12月貿易収支 (米)12月住宅着工・建設許可件数 (米)1月フィラデルフィア連銀景況指数	1/20 (日)12月CPI (米)12月中古住宅販売件数
1/23 (米)12月景気先行指数	1/24 (ユーロ圏)1月PMI(速報値) (米)1月Markit 製造業PMI(速報値)	1/25 (独)11月IFO景況感指数	1/26 (米)12月新築住宅販売件数 (米)12月耐久財受注(速報値) (米)10-12月期GDP(速報値) (米)10-12月期個人消費支出(速報値)	1/27 (ユーロ圏)12月マネーサプライ (米)12月中古住宅販売仮契約指数
1/30	1/31 (日)12月失業率 (中)1月製造業PMI (ユーロ圏)10-12月期GDP(一次速報値) (米)11月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)1月消費者信頼感指数			

注: 1 月 11 日付で作成。公表予定日は変更される場合があります。一部の統計は、期日が定まっていないため、過去の公表日等から類推した日を公表日として扱っています。

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。