

投資環境レポート

2023 年 12 月

本資料は 2023 年 12 月 6 日時点での利用可能な情報をもとに作成しています。



【目次】

経済見通し	1
1. 日本経済	2
2. 米国経済	5
3. 欧州経済	8
4. 中国経済	10
5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済	11
市場見通し	16
1. 債券	16
1-1. 国内債券	16
1-2. 米国債券	18
1-3. ユーロ圏債券	18
2. 株式	21
2-1. 国内株式	21
2-2. 外国株式	24
3. 為替	26
3-1. ドル円	26
3-2. ユーロドル	26
4. 市場見通し(まとめ)	28
【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー	30

経済見通し

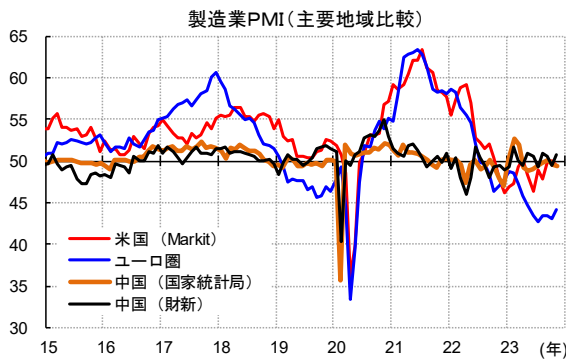
【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	22年	23年	24年	23年 1-3月	23年 4-6月	23年 7-9月
世界全体	3.5	3.0	2.9			
先進国	2.6	1.5	1.4			
アメリカ	2.1	2.1	1.5	1.7	2.4	3.0
日本	1.0	2.0	1.0	2.0	1.7	1.2
英国	4.1	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6
ユーロ圏	3.3	0.7	1.2	1.2	0.5	0.1
ドイツ	1.8	▲ 0.5	0.9	0.2	▲ 0.4	▲ 0.8
フランス	2.5	1.0	1.3	0.9	1.2	0.6
イタリア	3.7	0.7	0.7	2.1	0.3	0.1
スペイン	5.8	2.5	1.7	4.2	2.0	1.8
カナダ	3.4	1.3	1.6	1.8	1.2	0.5
新興国	4.1	4.0	4.0			
ブラジル	2.9	3.1	1.5	4.2	3.5	2.0
ロシア	▲ 2.1	2.2	1.1	▲ 1.8	4.9	5.5
インド	7.2	6.3	6.3	6.1	7.8	7.6
中国	3.0	5.0	4.2	4.5	6.3	4.9
ASEAN5	5.5	4.2	4.5	4.6	4.1	4.4

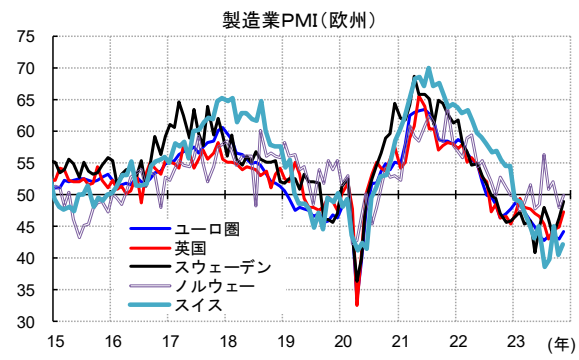
注: (1) IMF 見通しは、2023 年 10 月時点。2023 年、2024 年いずれも予測。(2) ASEAN5 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

出所: IMF World Economic Outlook、Bloomberg より TDAM 作成

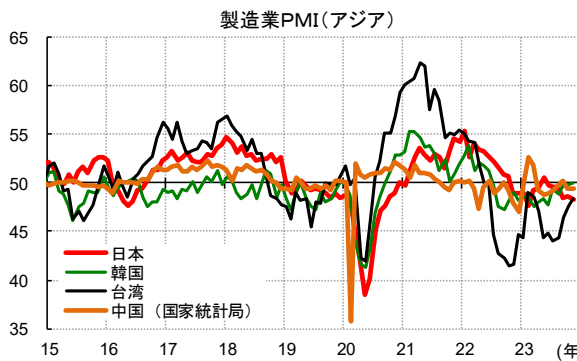
【世界製造業景況感の推移】



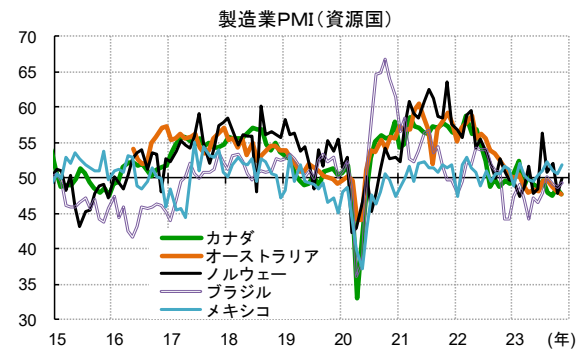
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



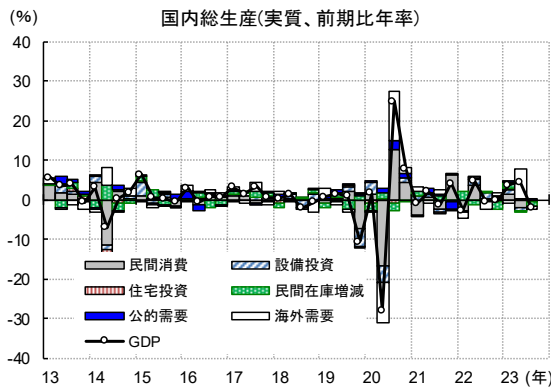
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

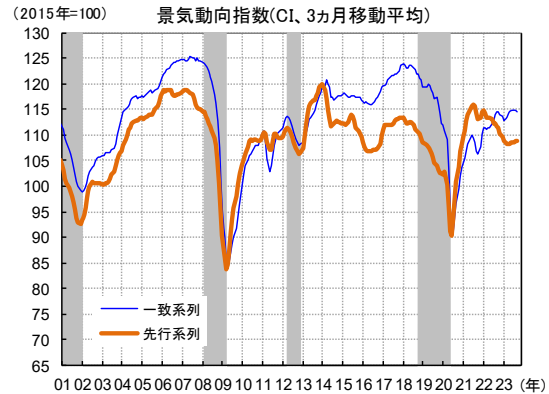
個人消費については幾分かの懸念材料がありつつも、企業の設備投資や外需がけん引する形で底堅い成長を予想。

7-9 月期は在庫増減の影響もあり、前期比年率マイナス 2.1%成長



出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

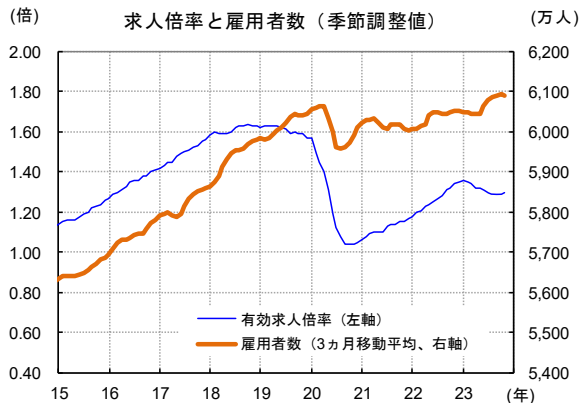
景気先行指数は持ち直し気味



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

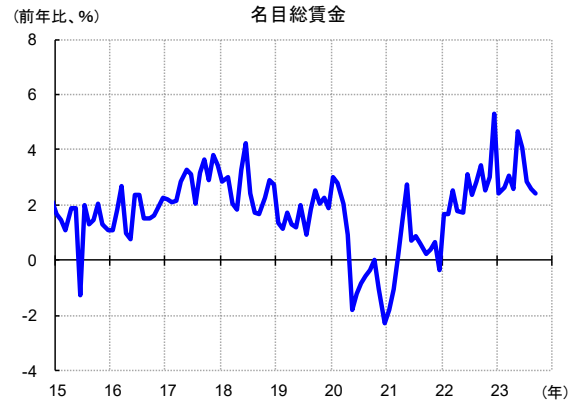
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

人手不足の深刻化もあり、伸び悩みが懸念される雇用者数



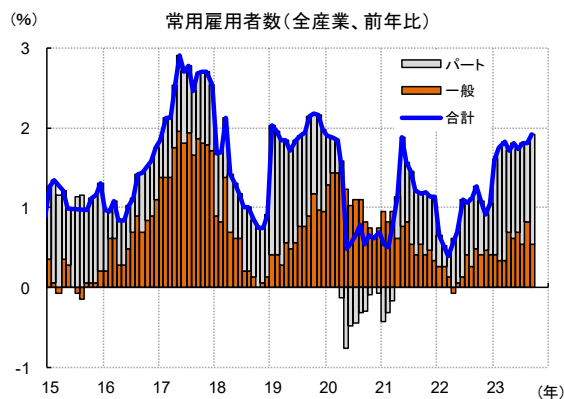
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



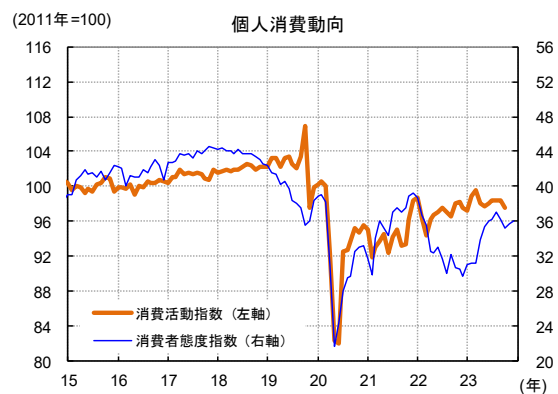
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

常用雇用者数全体は前年比プラス圏



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

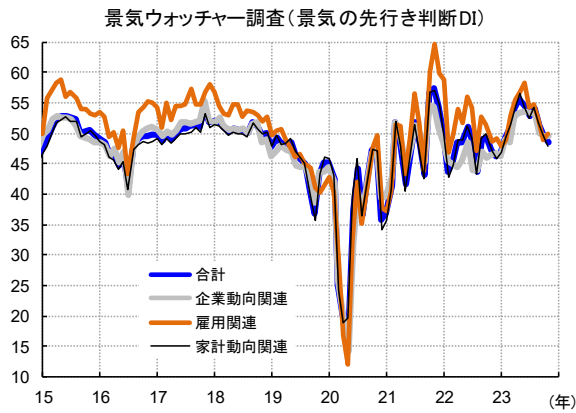
消費活動指数が足許で軟調



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

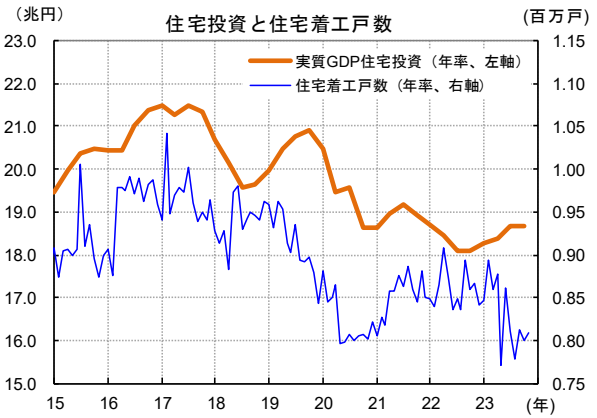
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

街角景気見通しは、雇用関連が改善した一方、家計動向関連が悪化



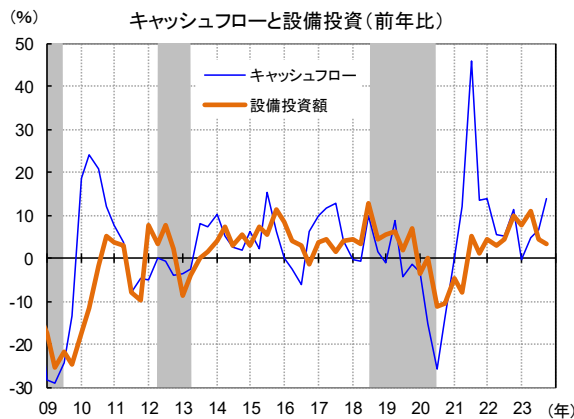
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

GDP の住宅投資は先行き悪化する可能性



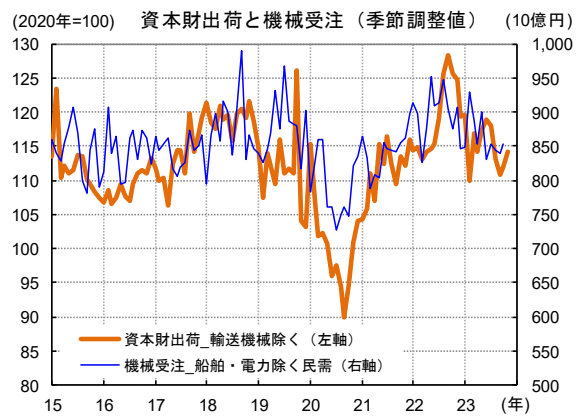
出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

設備投資額(前年比)はプラス圏



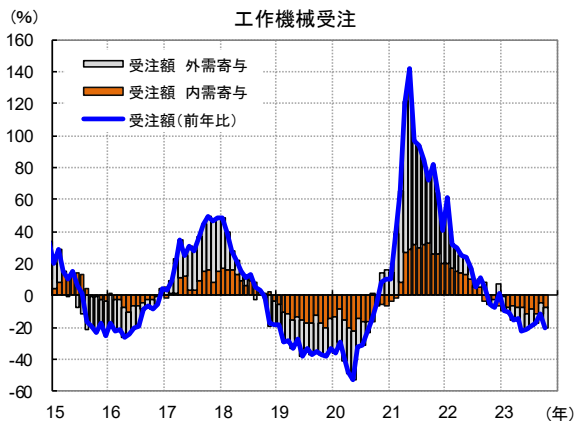
注: キャッシュフロー=経常利益(税金相当 50%控除)+減価償却費。
グレイ部分は景気後退期をあらわす。
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

資本財出荷は底打ちの兆し



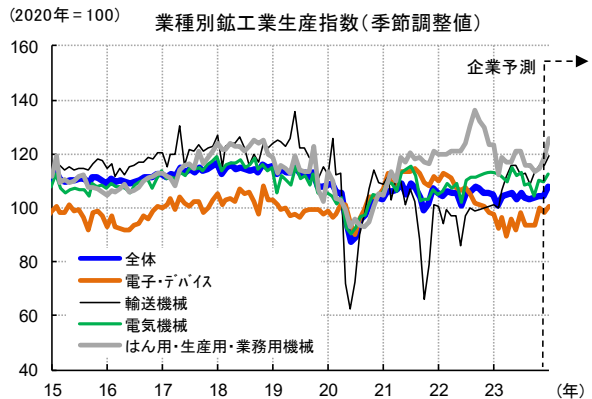
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)は次第に回復基調をたどる見通し



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

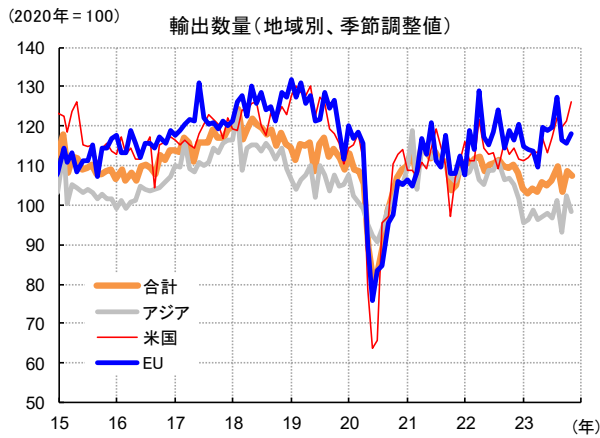
はん用・生産用・業務用機械をはじめ主要指数は改善する可能性



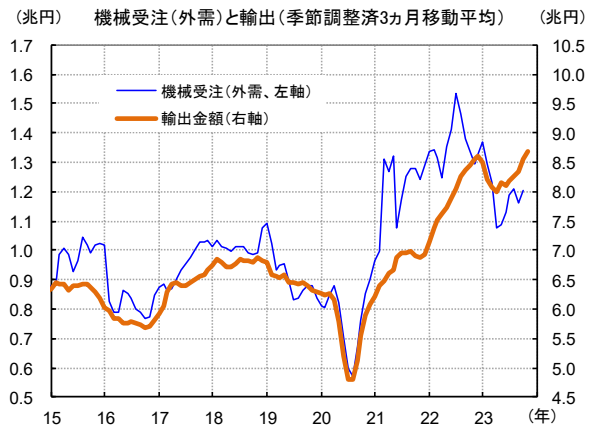
出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

【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。

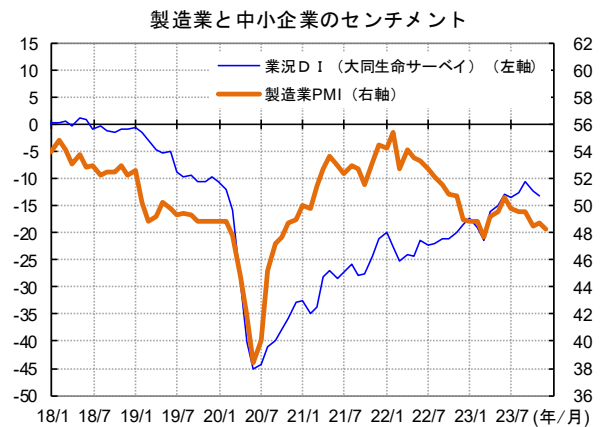
米国は力強い伸び



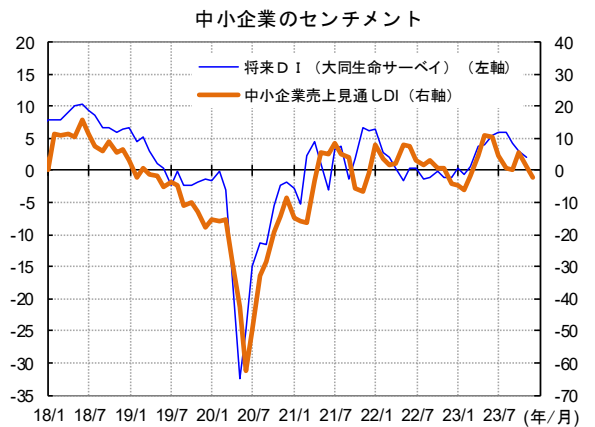
輸出金額は増加傾向



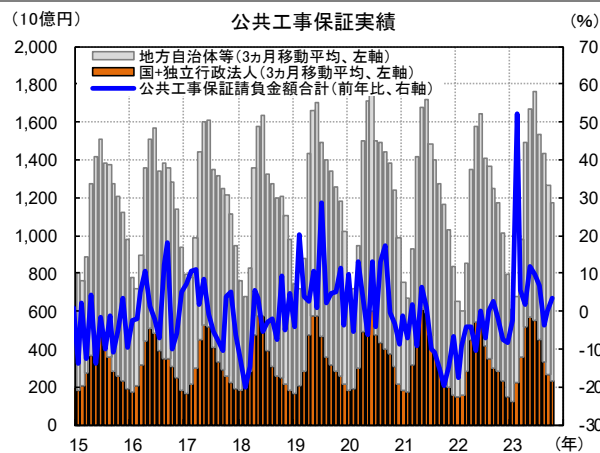
業況 DI(大同生命サーベイ)はやや軟調



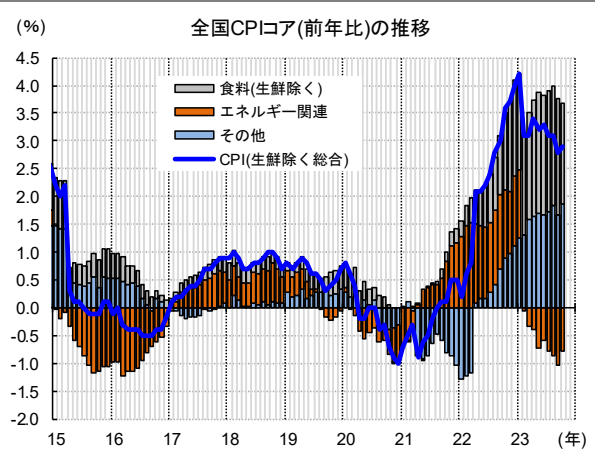
将来 DI(大同生命サーベイ)は足許でやや軟調



公共工事保証請負金額(前年比)は今後の伸びに期待



CPI(生鮮除く総合)の前年比は 2.9%

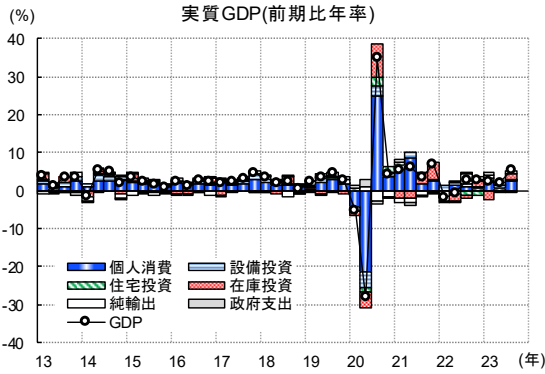


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2. 米国経済

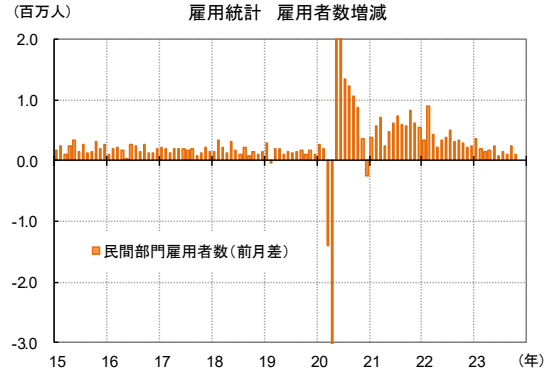
雇用市場は軟化しつつあり、企業景況感も冴えないものの、先行きは景況感や設備投資が持ち直し、米国経済全体でも底堅い成長をたどる見込み。

経済成長率: 7-9 月期 GDP 成長率は個人消費などの寄与もあり前期比年率 5.2%



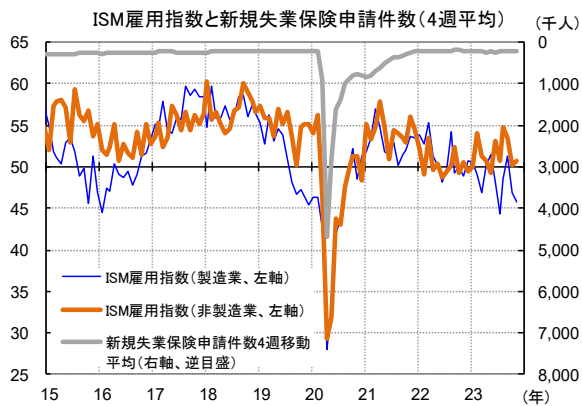
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用の伸びが継続



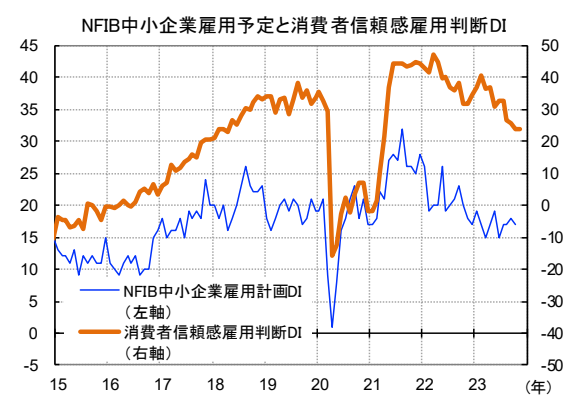
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 製造業景況感は軟調な動き



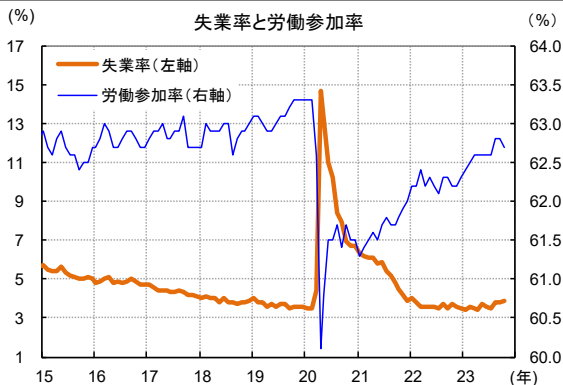
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 消費者の楽観的な見方が後退気味



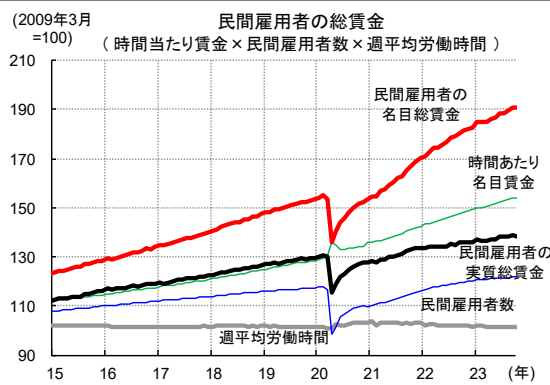
注: NFIB(全米独立企業連盟)
消費者信頼感雇用判断DI=職が豊富-職を見つけるのが困難
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 失業率は上昇傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 概ね改善傾向

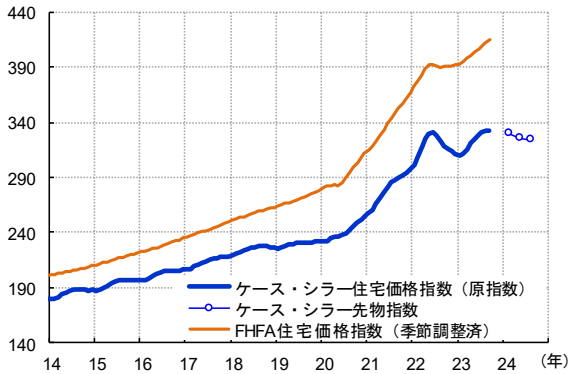


注: 民間雇用の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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: 先物価格は概ね価格の横ばいを示唆

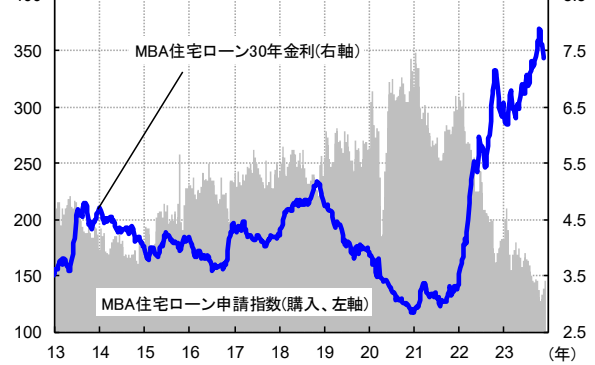
住宅価格指数の推移



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

住宅市場: 金利が低下するなか申請指数は底打ちの可能性

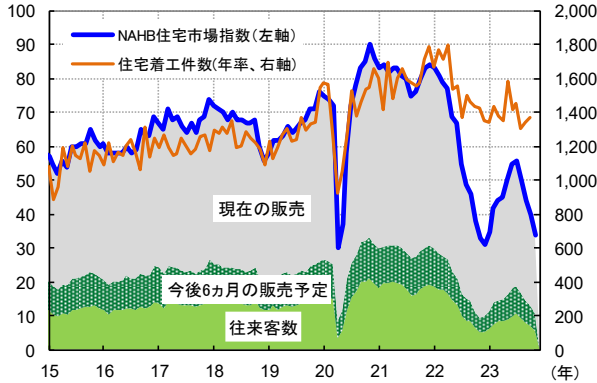
住宅ローン申請指数と金利



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 住宅指数は悪化気味

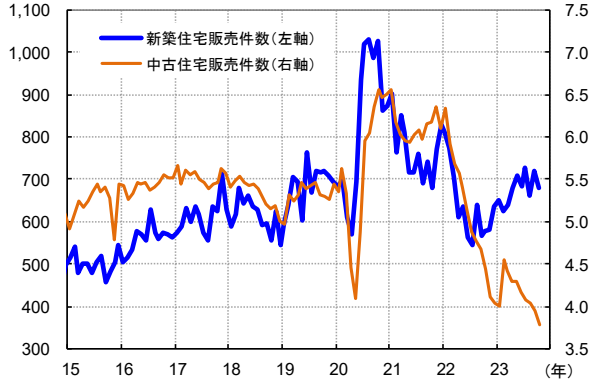
NAHB住宅市場指数と住宅着工件数



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

住宅市場: 中古住宅販売件数は減少傾向

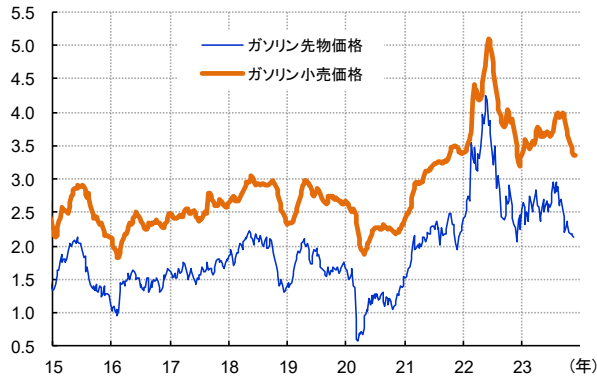
住宅販売件数(年率)



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

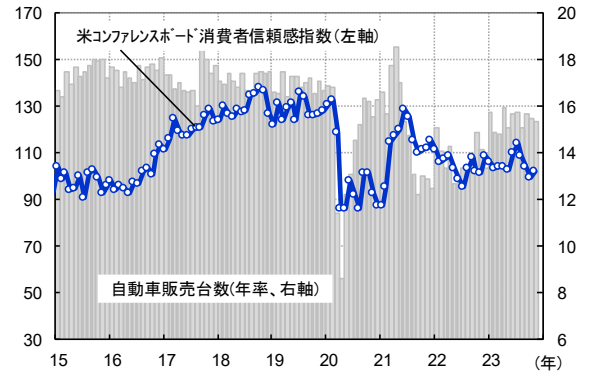
(ドル/ガロン) 米国 ガソリン先物価格とガソリン価格



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: 自動車販売台数は概ね横ばい推移

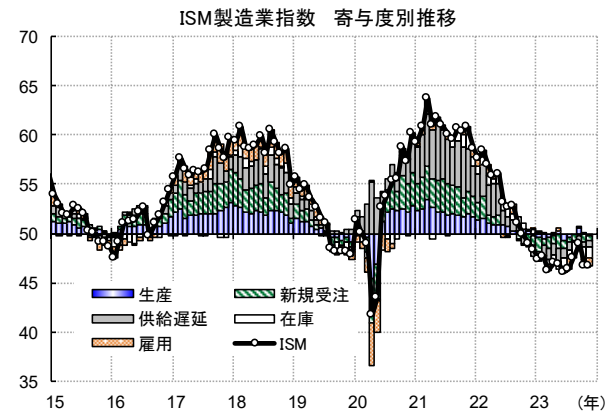
消費者信頼感と自動車販売(国内)



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

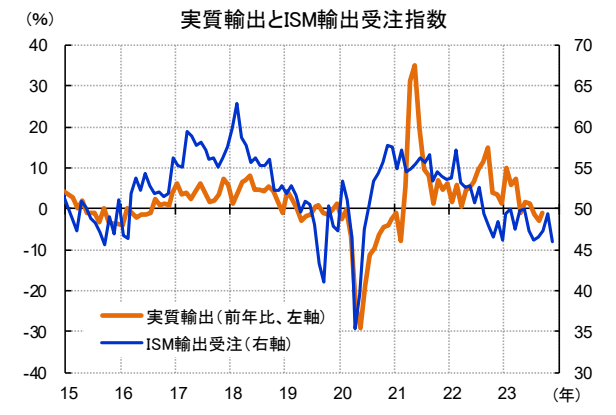
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(11 月)は 46.7 と前月から変わらず



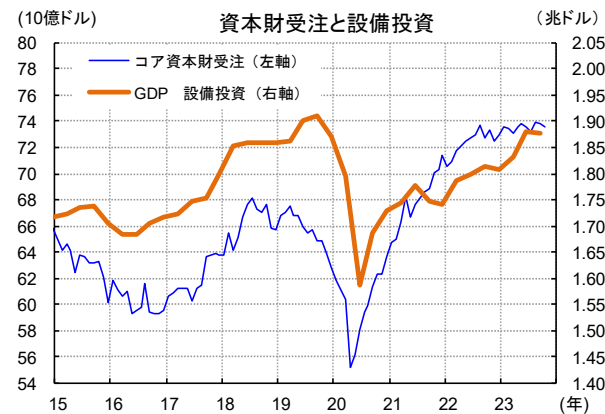
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注は冴えない状況



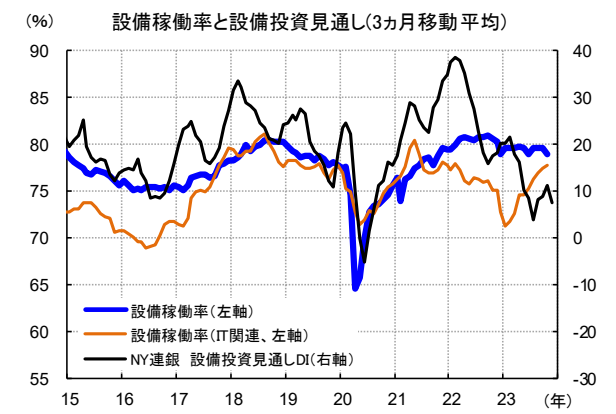
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資は高水準で横ばい気味



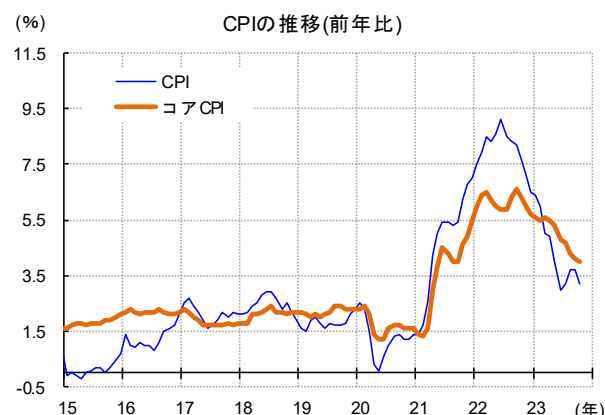
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備稼働率は当社の見通し通り高止まり気味



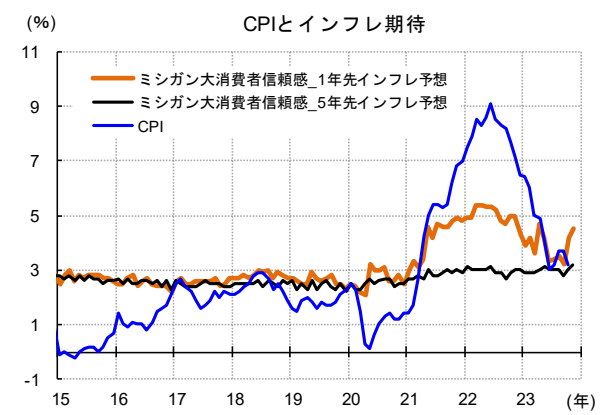
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 4%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1 年先のインフレ予想は 4.5%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

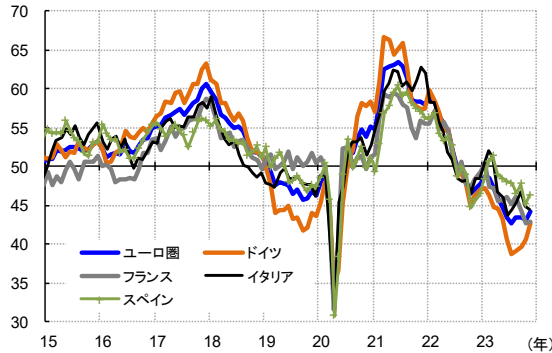
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

3. 欧州経済

景況感は依然として冴えない状況。経済政策動向や主要貿易相手国である中国経済動向次第ではあるが、今後も停滞が続く可能性。

企業景況感: ドイツは持ち直しつつも依然として低水準

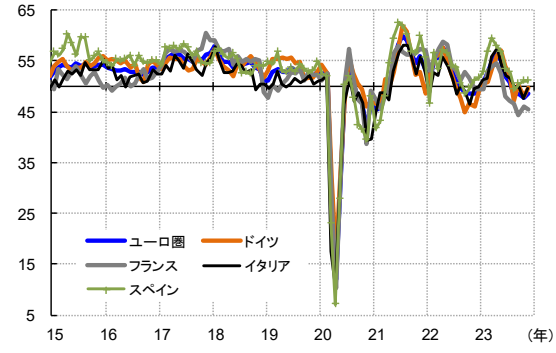
製造業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: 低水準にあるフランスは再び悪化

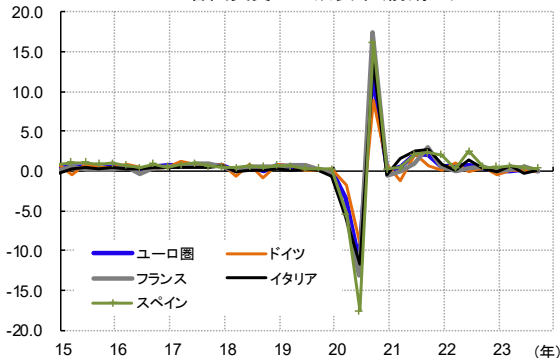
サービス業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 2023 年 3Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比マイナス 0.1%

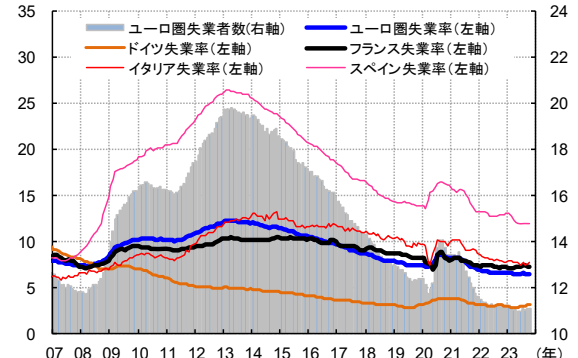
各国実質GDP成長率(前期比)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 概ね下げ止まりや上昇の兆し

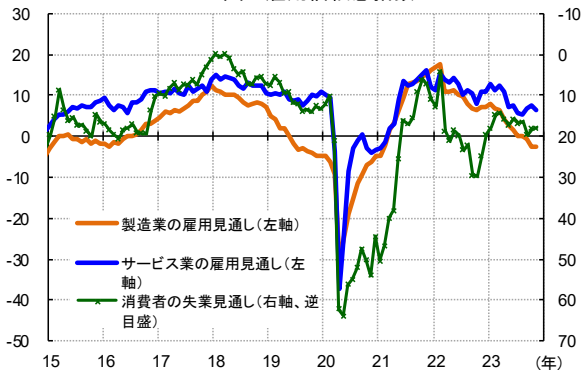
ユーロ圏 失業者数と失業率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 製造業の雇用見通しは悪化傾向

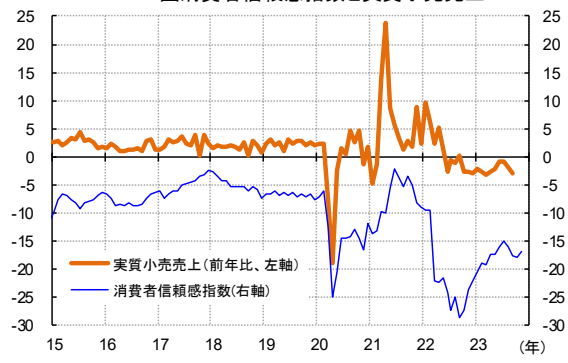
ユーロ圏の雇用信頼感指数



出所: Bloomberg より TDAM 作成

消費: 消費者信頼感は依然として低水準で、小売売上高(前年比)の先行きに警戒

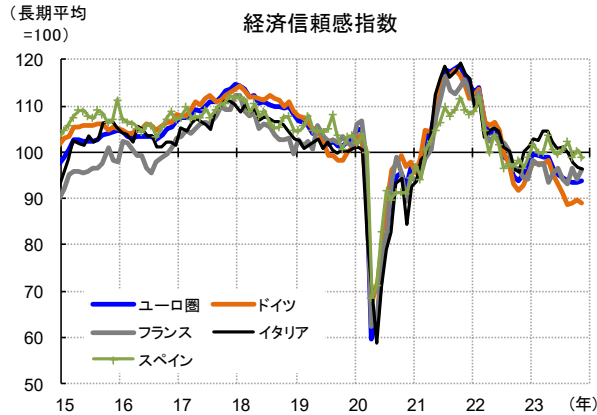
ユーロ圏消費者信頼感指数と実質小売売上



出所: Bloomberg より TDAM 作成

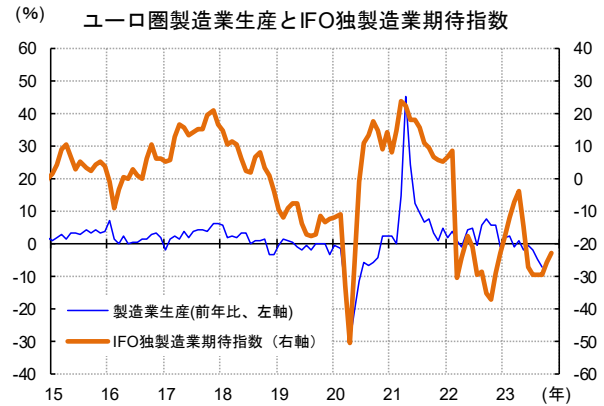
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

景況感指数: ドイツはとりわけ低水準で、横ばい推移



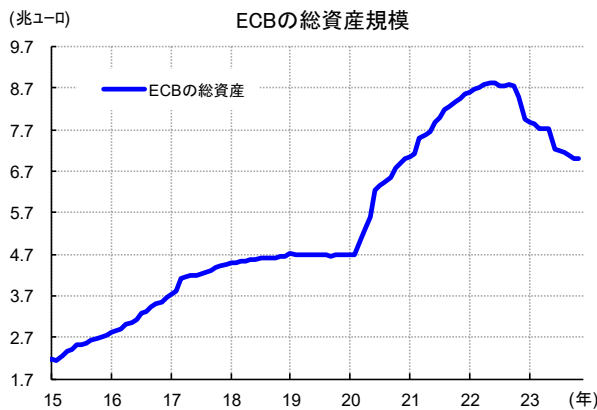
注: 長期平均=1990年~2016年
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: 製造業期待指数は改善しているものの、軟調な製造生産



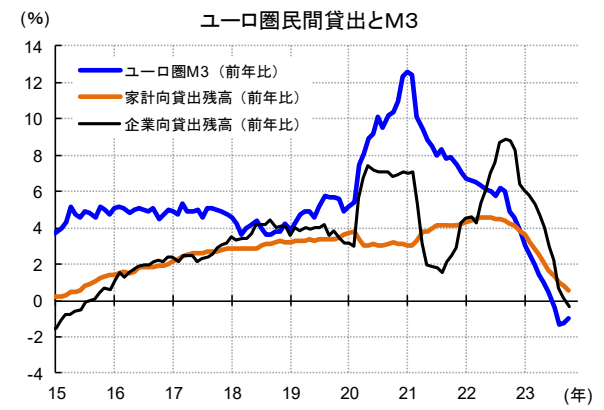
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECB の総資産規模は縮小気味



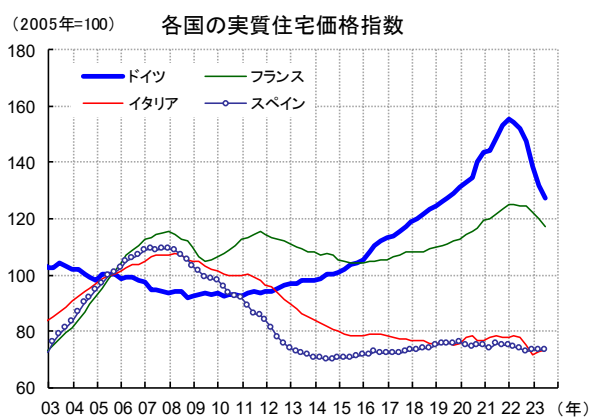
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: M3、企業向け貸出残高は前年比マイナス



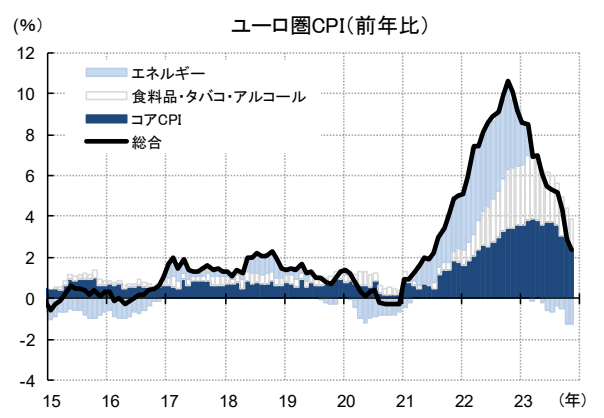
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格: ドイツの下落が鮮明



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 11月の総合CPI(前年比)は2.4%



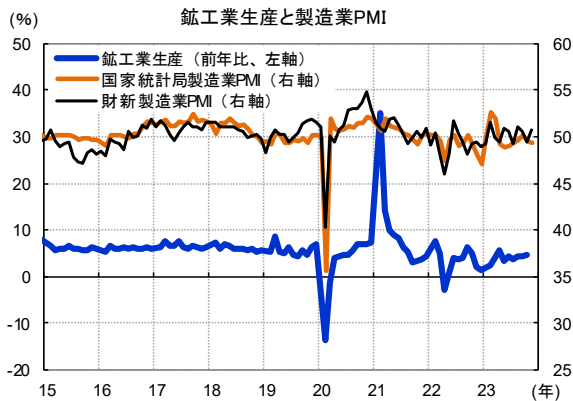
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

4. 中国経済

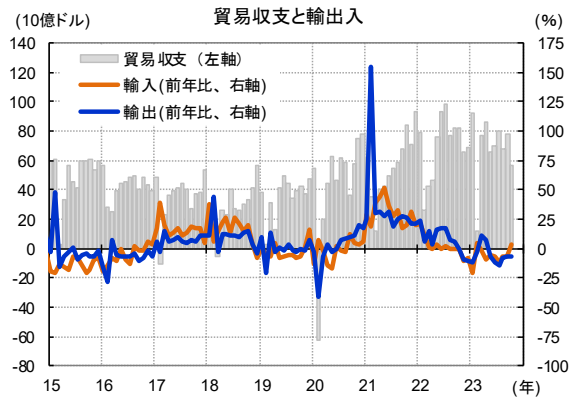
金融政策は緩和気味になると予想されるものの、日本化のリスクも懸念される状況。先行きについても停滞した状態が続く見込み。

景況感: 財新・国家統計局ともに 50 近傍で推移する製造業 PMI



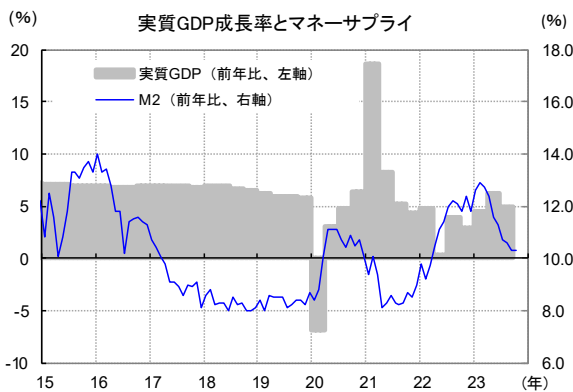
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 輸出(前年比)は引き続きマイナス圏で推移



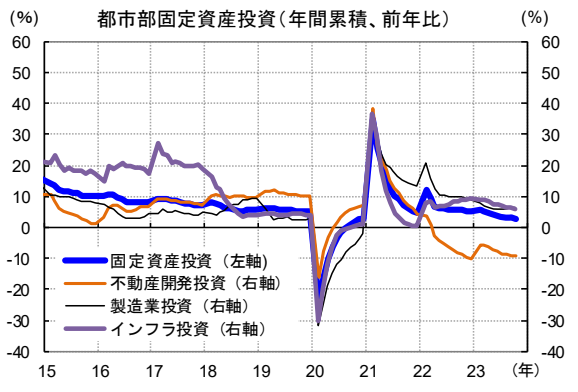
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 7-9 月期の GDP 成長率は前年比 4.9% 増



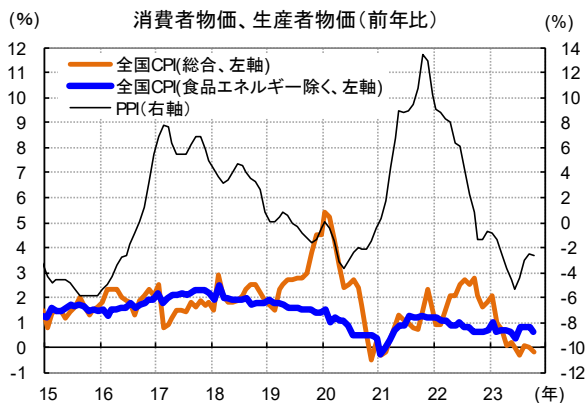
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 軟調な固定資産投資



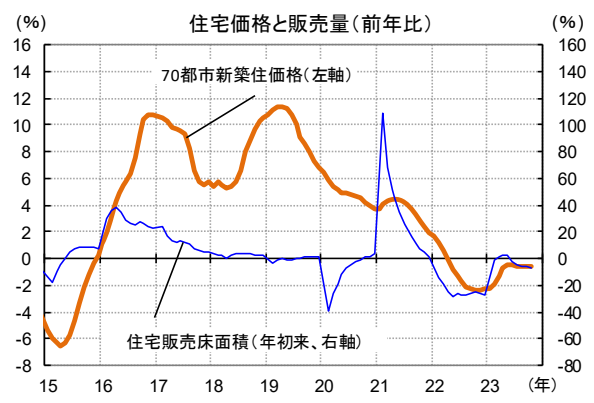
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 日本化が懸念される状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅: 住宅価格の前年比はマイナス圏



出所: Bloomberg より TDAM 作成

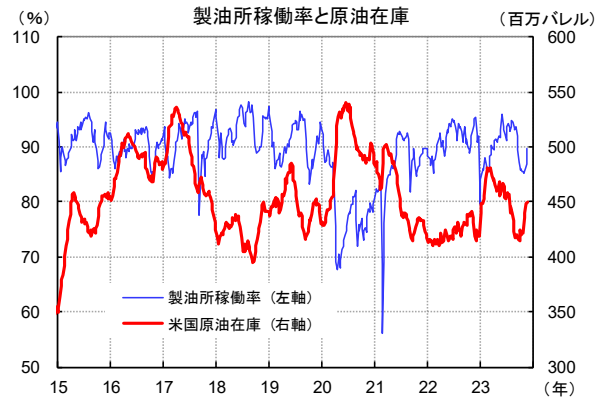
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済

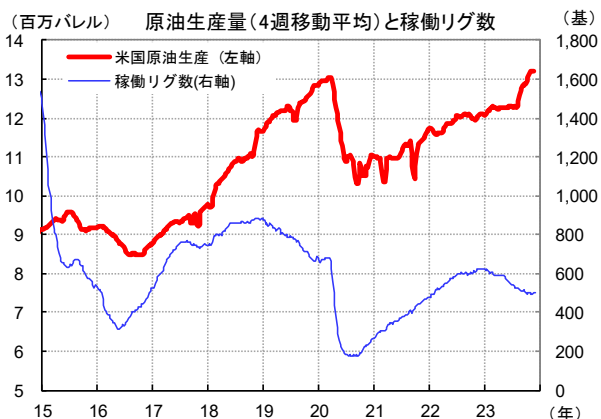
(1) 資源関連



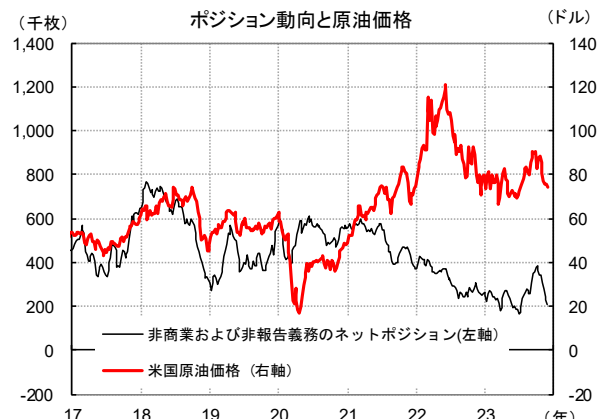
出所: Bloomberg より TDAM 作成



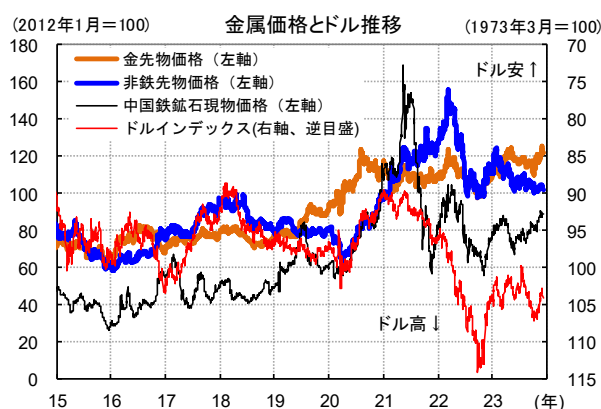
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

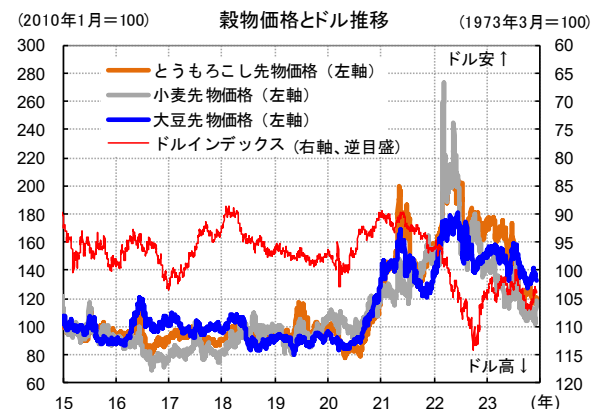


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

出所: Bloomberg より TDAM 作成

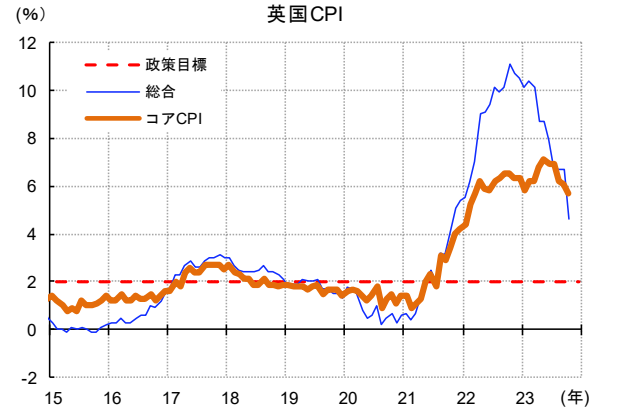
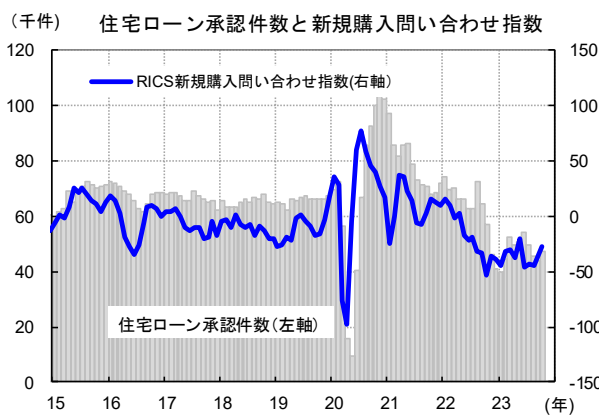
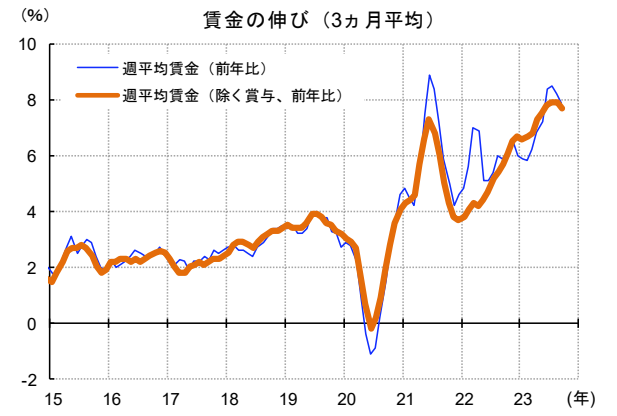
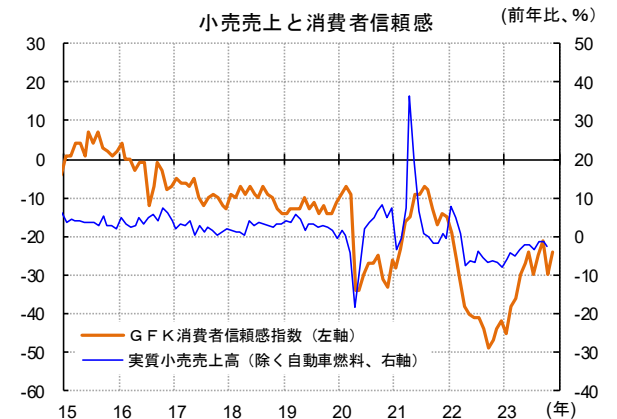
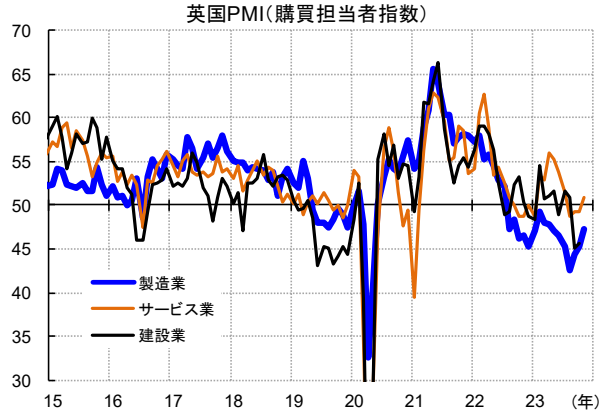


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

出所: Bloomberg より TDAM 作成

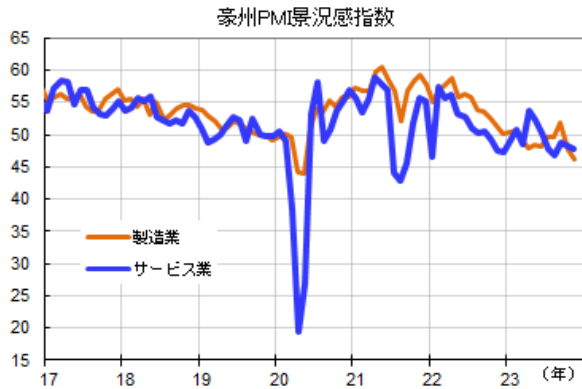
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

(2) 英国経済

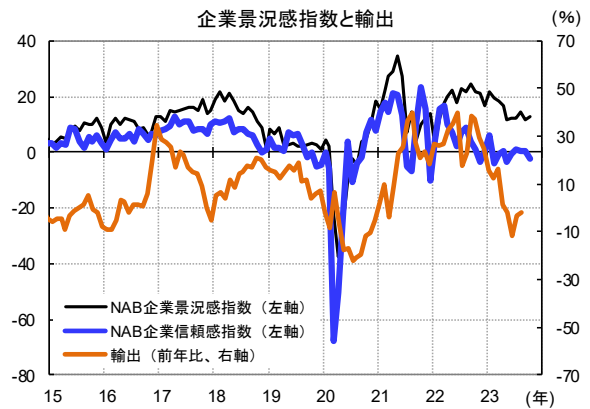


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(3) オーストラリア経済



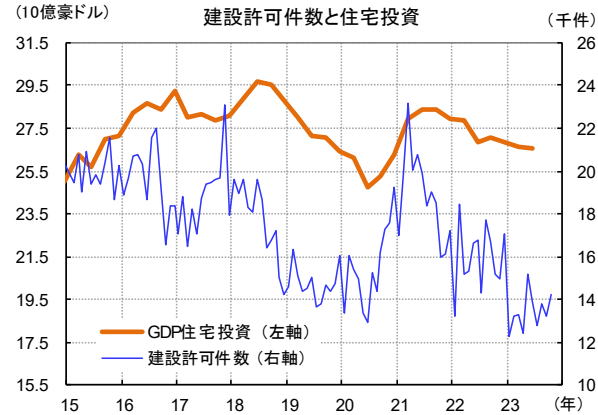
出所: Bloomberg より TDAM 作成



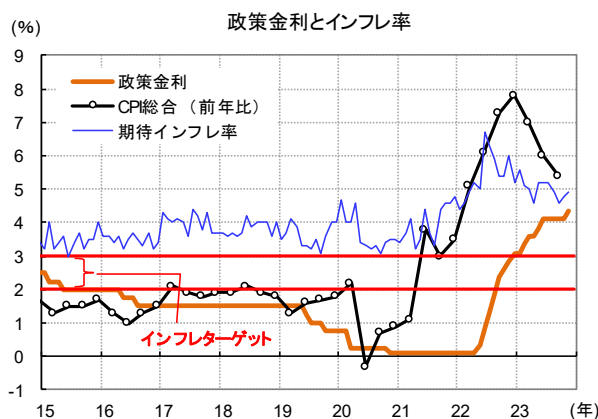
出所: Bloomberg より TDAM 作成



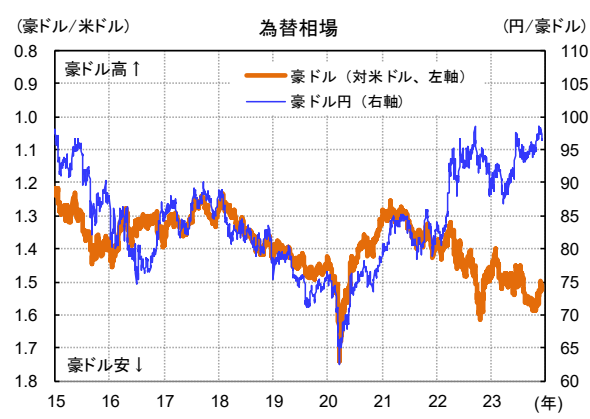
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



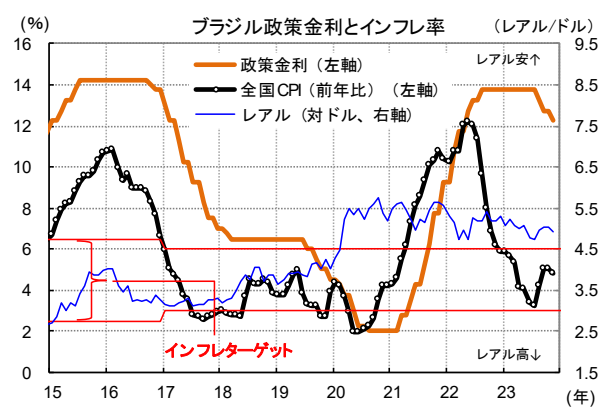
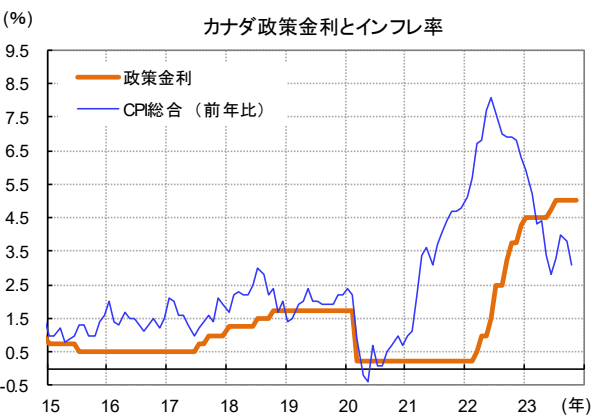
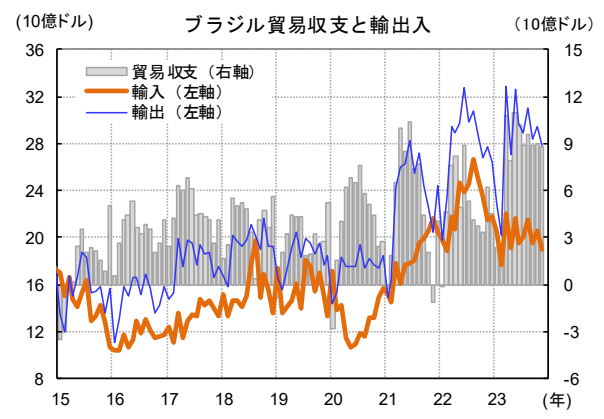
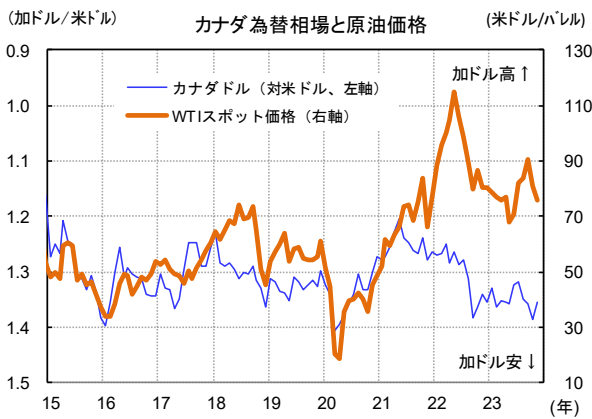
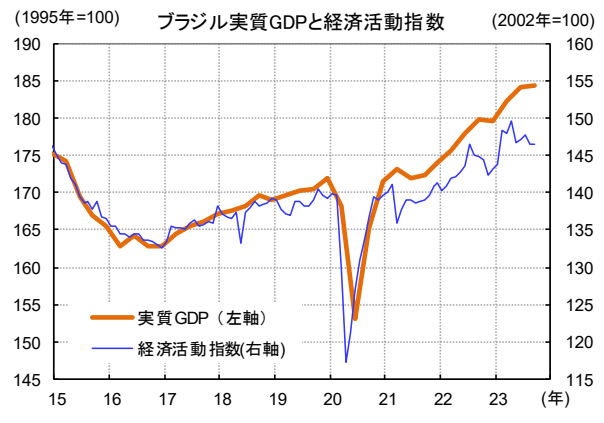
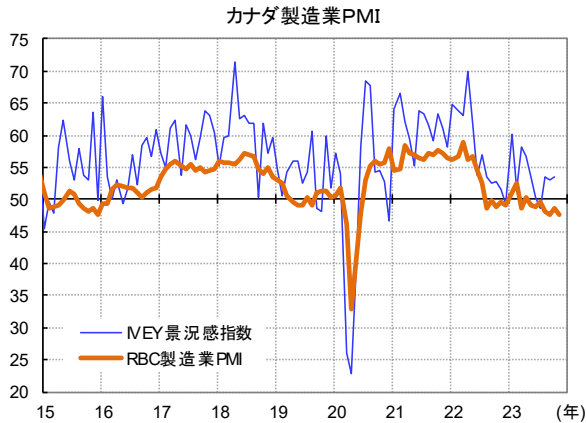
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

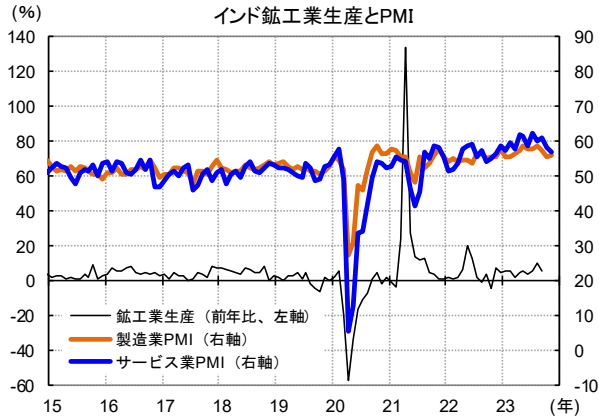
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(4) カナダ・ブラジル経済

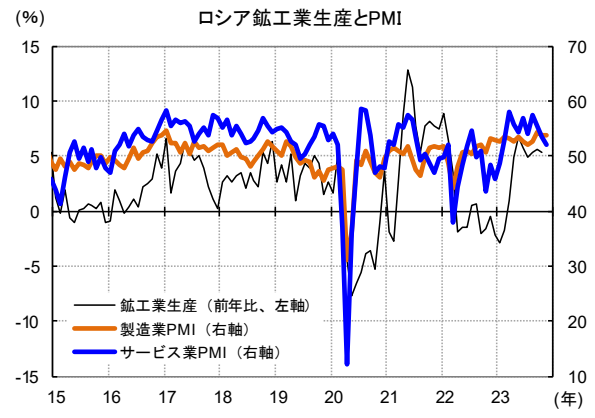


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

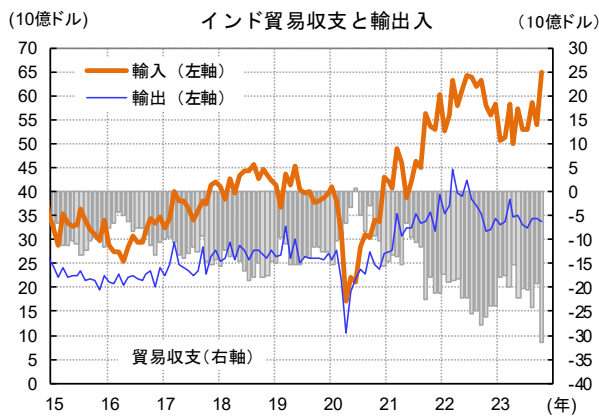
(5) インド経済・ロシア経済



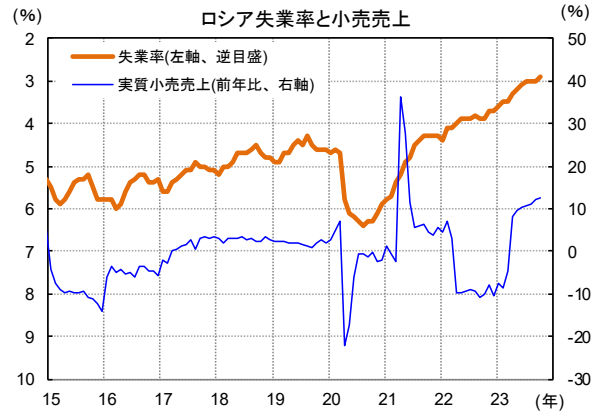
出所: Bloomberg より TDAM 作成



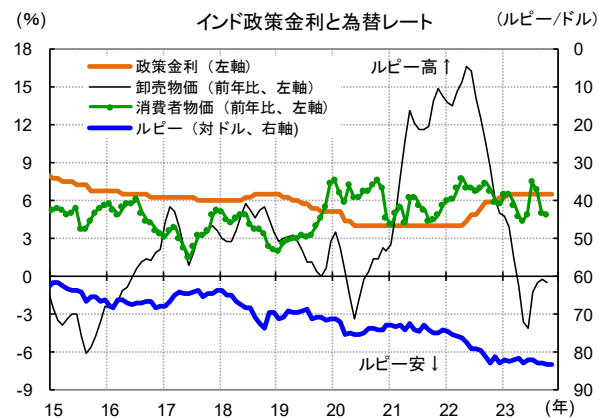
出所: Bloomberg より TDAM 作成



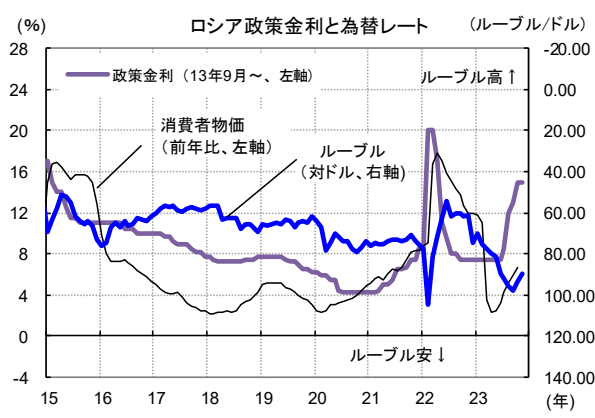
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

今後の金融政策や適切な水準をうかがいながら、長期金利は緩やかに上昇する見通し。

○ 金融政策について

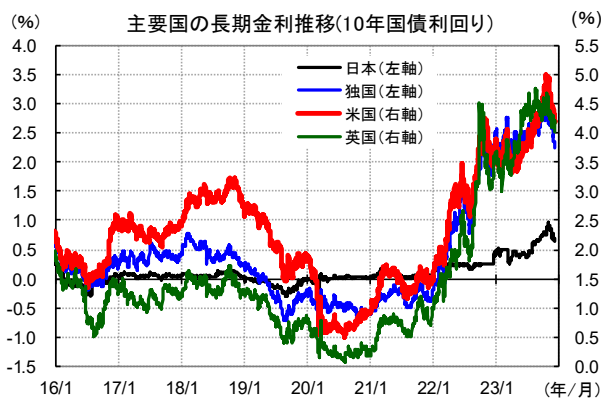
日銀は10月30日～31日に金融政策決定会合を行い、短期金利をマイナス0.1%、長期金利を0%程度に誘導する長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を維持した。これは多くのエコノミストの予想通りであった。ただし、長期金利の上限については、1.0%を目途とする変更を行った。従前は、変動幅について「±0.5%程度」を目途としつつ、1.0%を実質的な上限とする形で、オペ等で対応することとなっていた。もっとも、このような変更は7月の金融政策決定会合で決まったばかりで、短期間の間にイールドカーブ・コントロール政策の微修正を繰り返した形となっている。これは、日銀が長期金利の変動を市場に委ねたいという思いの表れと推察される。10月の微修正についても、「今後の情勢変化に応じて、金融市場で円滑な長期金利形成が行われるよう、長短金利操作の運用において、柔軟性を高めておくことが適当である」とその背景を示している。

10月の基調的なインフレ率を捕捉するための指標については、「加重中央値」は前年比2.2%上昇して伸び率を拡大させつつあるが、「刈り込み平均値」(上昇率と下落率の上位10%の品目を除いて算出した値)は3.0%上昇、「最頻値」は2.6%上昇とそれぞれ前月と比べて伸び率を鈍化させている。

○ 長期金利

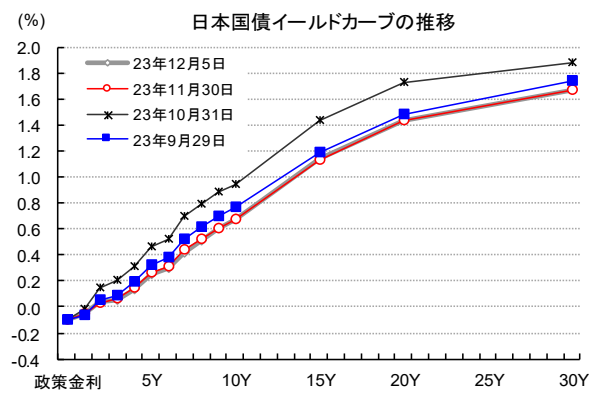
日本の長期金利は、7月の金融政策決定会合後は当社の見通し通り上昇基調を辿ってきた。ただ、10月の会合後は、金利の上昇は一時的なものにとどまり、傾向としては低下してきた。8月以降11月末までをサンプルとして、米国長期金利低下時と上昇時に分けたうえで、前日の米国長期金利について前営業日からの変化幅を独立変数とし、この独立変数が正(米国金利上昇時)である場合と負(米国金利低下時)である場合に分けたうえで、日本の長期金利の前営業日からの変化幅を従属変数として単回帰分析すると、米国長期金利低下時の感応度は上昇時と比べて大きいことが分かった。このことをもとに分析すると、日本の長期金利の足許での低下について、米国の長期金利低下が相応に影響していると推察される。ただ、直近1カ月の米国長期金利低下は急ピッチ過ぎるため、今後目先1カ月は反発するだろう。これが日本の金利上昇に寄与しよう。また、日本の金融政策変更観測なども金利上昇に寄与するとみている。こうしたこともあり目先3ヵ月でも、日本の長期金利は緩やかに上昇しよう。

国内金利は 0.6%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

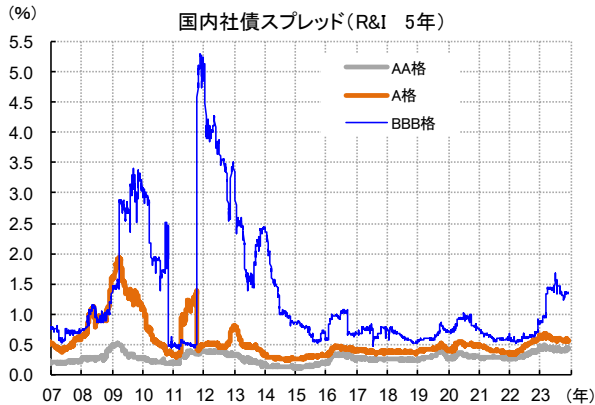
10月末と比べて全般的に低下気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

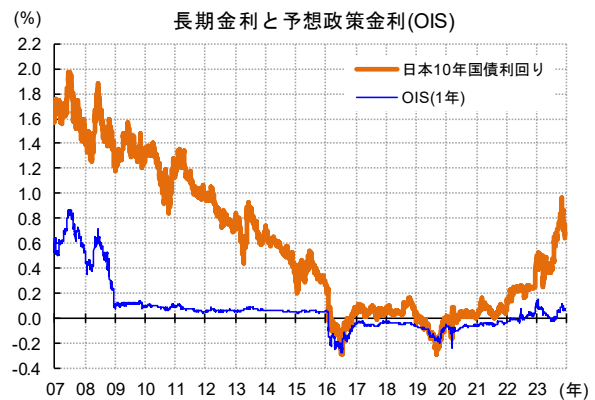
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

社債スプレッドは、概ね横ばい推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

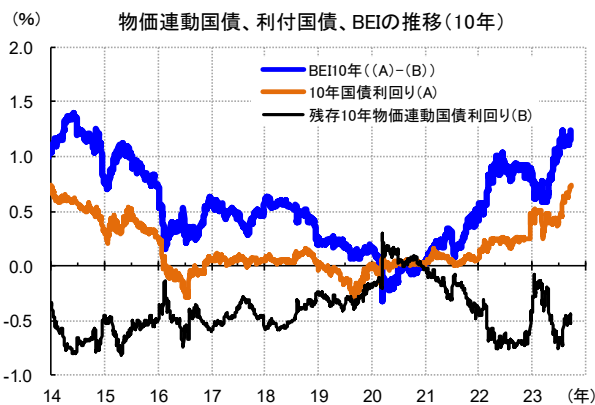
OIS は足許で低下気味



注: OIS(オーバーナイトインデックススワップ)の略。市場参加者の政策金利予想を反映している。

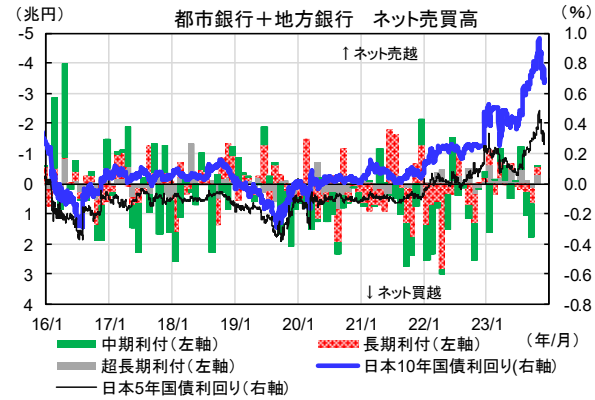
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

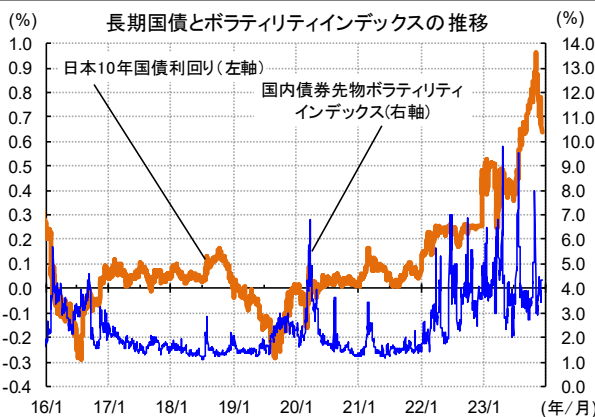
10 月は全般的に小幅ながらも売り越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

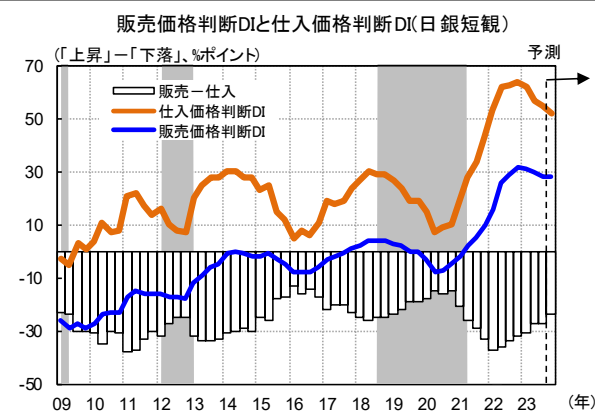
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

今後も注意したい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

米国経済については緩やかながらも拡大を続けると予想するなか、長期金利は当面、レンジ推移すると予想する。ただ、足許はレンジの下限近傍とみている。

○ 金融政策について

FRB(米連邦準備制度理事会)は10月31日~11月1日にFOMC(米連邦公開市場委員会)を開き、大方の市場予想通り据え置きを決めた。ただ、これにより、2会合連続での据え置きとなり、5月のFOMC以降、築かれつつあった2会合に1回のペースで利上げをするというリズムは崩れた形となった。声明文では、「家計や企業の金融・信用状況の引き締めは、経済活動、雇用、インフレに重しとなりうる」の文章が目された。前回は、「金融」という単語はこの文章のなかに含まれていなかったが、今回の声明文で追加された。これは最近の金利上昇をFRBが相応に注視していることの表れと言えよう。FOMC後の記者会見でも、長期金利の上昇について言及していた。また、「私たちが答えを求めているのは(政策金利を)『一層引き上げるべきか』という問いだ」とも述べ、今後の利上げについては言質を与えなかった。加えて、あと1回の利上げが大勢であるという9月のドットチャートに関連する質問では、12月の会合で新しい見通しが示されると言及し、9月の見通しを論理的に補強するようなことは見られなかった。このことから、利上げに対する観測は後退した模様である。現に、このやりとりのあとに長期金利は低下した。また、記者からの質問に対して、次回の金融政策については、「決まっていない」とはっきりコメントする場面も見られた。

その後、11月下旬には、ウォーラー理事が、インフレ率が低下し続ければ、数ヵ月先に政策金利を引き下げる可能性を示唆し多くの市場参加者に驚きを与えた。また、アトランタ連銀のボスティック総裁もインフレの下向き軌道は続く可能性が高いと思われる、といった見解を示している。もっとも、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁やサンフランシスコ連銀のデイリー総裁らはタカ派な発言を続けており、FRB内でも意見が分かれている模様である。

○ 長期金利

米国の長期金利は10月下旬まで上昇基調で推移し、一時は5%を上回る場面も見られた。しかし、その後は急速に低下基調をたどっている。12月1日には4.2%を割り込む場面もみられた。当社はかなり広めのレンジをとっていたが、そうした広めのレンジが肯定されるかのような急変動が起きている。今後も不安定な動きが続くだろうが、足許はレンジの下限近傍とみている。債券先物市場の動向から、目先1ヵ月では金利の反発も予想される。もっとも、来年はインフレ圧力の鎮静化が確認され、長期的(目先1年)には金利は緩やかに低下するだろう。ただその道のりは“bumpy road”(でこぼこ道)と表現されるべきだろう。故に、目先1ヵ月では上昇、目先3ヵ月ではレンジ、目先1年では緩やかに低下、という見通しである。

1-3. ユーロ圏債券

ユーロ圏経済は冴えないながらも、更なる減速とまではいかず、目先数ヵ月では、長期金利は横ばい圏での推移を予想。

○ 金融政策について

10月26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4.5%に据え置き、中銀預金金利も据え置き4.0%とし、限界貸付金利についても据え置き4.75%とした。概ね市場の予想通りであった。もっとも、ラガルド総裁は、中東紛争を受けてエネルギーコストが上昇すれば、物価上昇に追い打ちをかけるという見解も示した。追加利上げについては、あり得るとの見方も示した。そして、利下げについては時期尚早と一蹴した。なお、一部の当局者は前倒し終了を求めていたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)については、来年末まで継続すると改めて表明した。

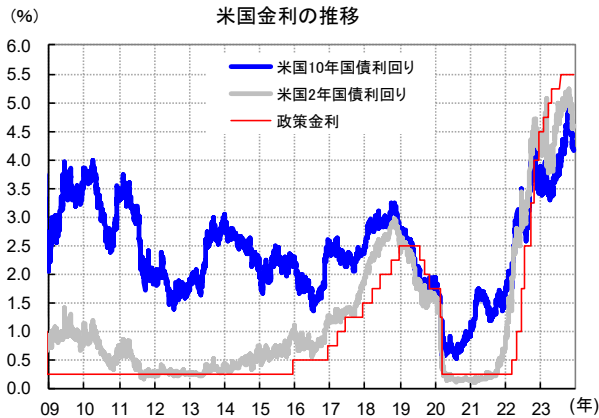
しかしその後、11月27日の欧州議会で、PEPPで購入した債券の再投資について恐らく見直すことになる、との見解を示した。ECBメンバー数人は債券のロールオフ(償還に伴う保有減少)早期開始を支持する意向を示している。

○ 長期金利

ドイツの長期金利は、米国の金利と同様に上振れ気味で推移し、10月上旬にピークを付ける形で急速に低下している。ユーロ圏経済は不冴えながらも更に悪化するという状況ではなく、また、物価についてもインフレ圧力は和らぎつつある。このようなことから、長期的には低下気味で推移しよう。ただ、目先1ヵ月程度は反発には気を付けたい。また、米金利と概ね連動的に推移するとみており、結局は、目先1ヵ月では上昇、目先3ヵ月ではレンジ、目先1年では低下、という見通しである。

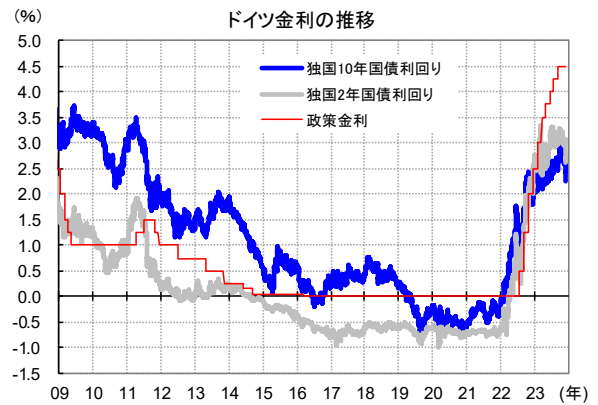
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国) 10 年金利は 4.2%近傍で推移



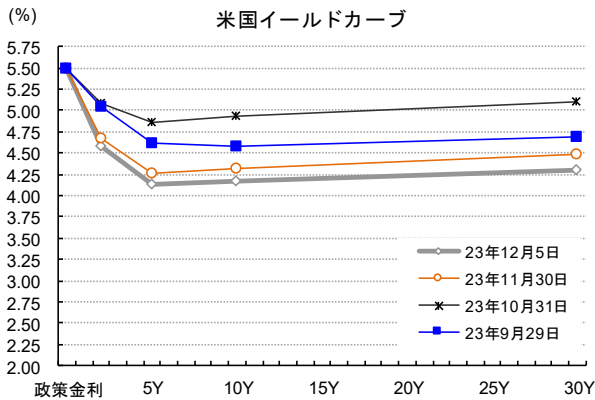
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ)10 年金利は 2.2%近傍で推移



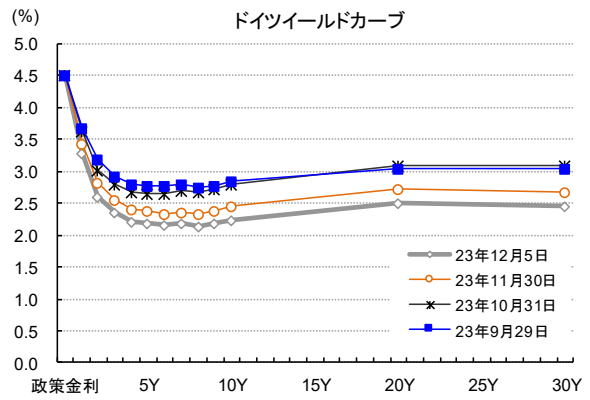
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 10 月末と比べて長期債や超長期債中心に金利低下



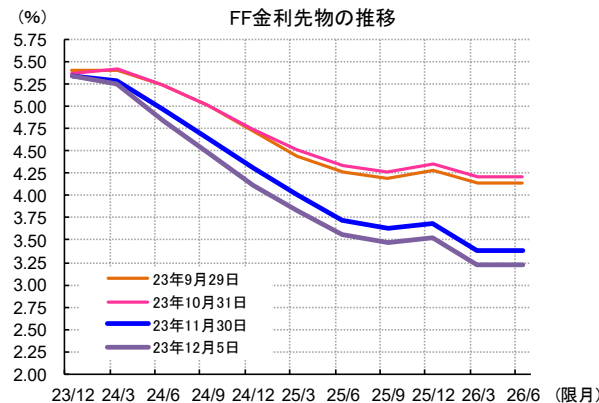
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 10 月末と比べて長期債や超長期債中心に金利低下



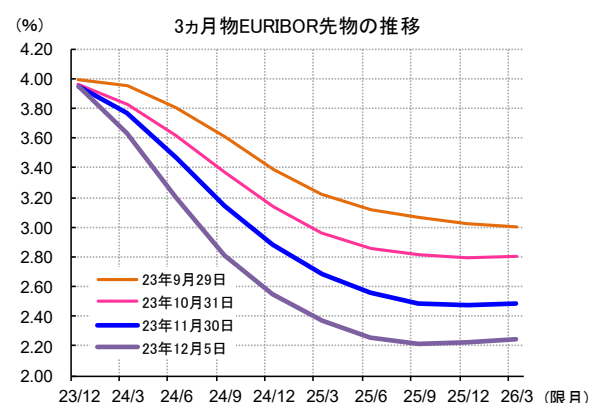
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 10 月末と比べて、全般的に下振れ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) 10 月末と比べて、全般的に下振れ

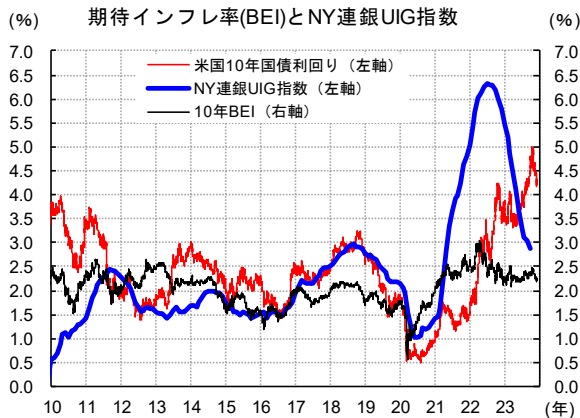


注: EURIBOR は欧州銀行間貸出金利でユーロ圏の短期指標金利。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

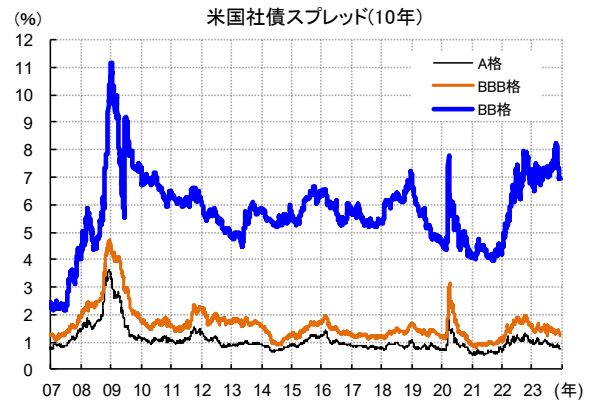
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国) UIG 指数は低下傾向



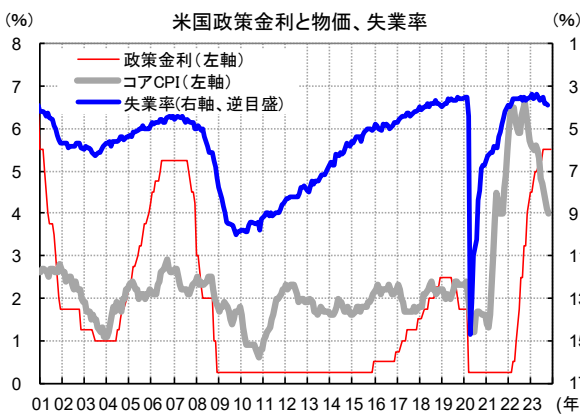
注: NY 連銀 UIG(=Underlying Inflation Gauge) 指数は、ニューヨーク連銀のスタッフが実体経済や金融指標を用いて算出した基調的な物価指標
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BB 格は足許でタイト化



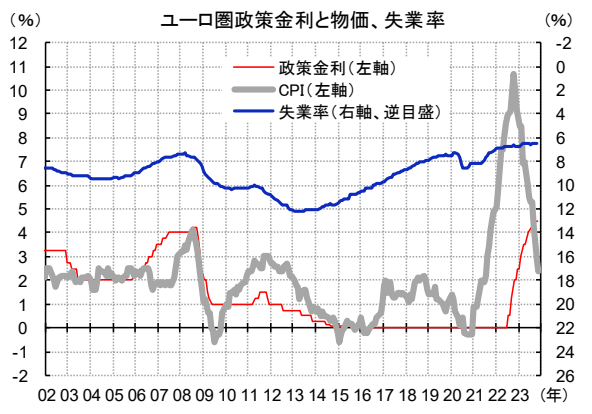
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 今後は利下げのタイミングに注目が集まる FRB



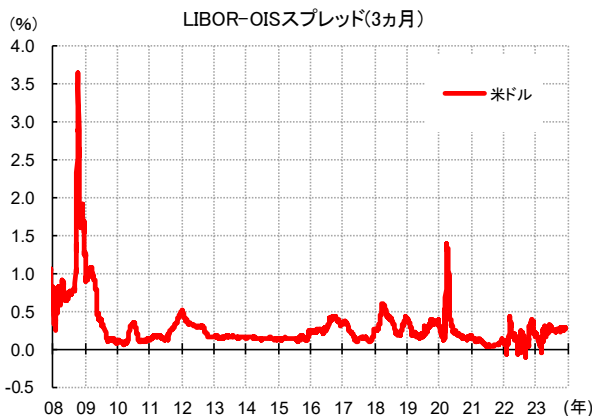
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) ECB は次第に雇用にも注意する可能性



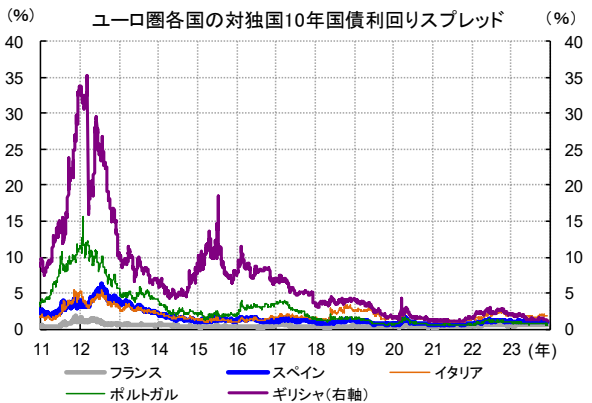
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米ドルの LIBOR-OIS スプレッドは概ね横ばい推移



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

(ユーロ圏) イタリアのスプレッドが足許でややタイト化



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

企業業績への期待と米国株高に連れる可能性から、緩やかな上昇を予想。

[需給動向]

現物と先物を合わせた外国人投資家の動向は11月10日終了週と17日終了週ともに1兆円を超える買い越しとなった。11月24日終了週は4千億円超の売り越しとなったが、年末高に向けて買い越し基調となる可能性もある。

[バリュエーション]

TOPIXのPBRは1.3倍、PERは12ヵ月先予想ベースで13.9倍程度(過去5年平均:14.1倍、過去10年平均:14.0倍)、配当利回りと10年国債利回り差は1.57%程度である(数値は12月1日現在)。

[業績動向]

リビジョンインデックス(3ヵ月平均)はプラス圏を維持していて、上向きである。7-9月期の決算企業の動向を見ると、TOPIX採用銘柄では粗利益率の低下基調に終息の兆しがうかがえるなど、前向きな動きも観測されている。

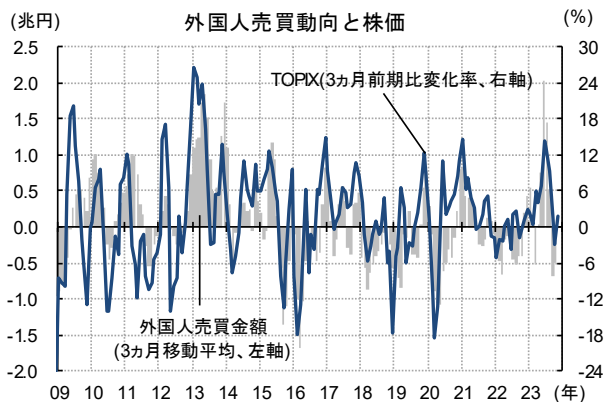
[株価見通し]

11月の投資環境レポートでは、TOPIXについて、7月以降、2200ポイント近傍が底値として意識されている模様であることを指摘した上で、「この水準を底値とした形で、緩やかに上昇すると見込む」との見通しをしめしていたが、実際に株価は上昇した。目先についても、さらに上昇するとみている。

そもそも、10月は中東情勢への懸念が株価を押し下げたが、ファンダメンタルズ(基礎的条件)は良好で、株価はいずれ上昇するとみていた。実際、中東情勢への懸念が和らぐ中で株価は上昇した格好となった。7-9月期の法人企業統計における、全産業(金融・保険業を除く)の売上高は前年同期比5.0%増であったが、経常利益は20.1%増と企業の経営効率が改善していることがうかがえた。また、10月の鉱工業生産指数は2ヵ月連続で上昇であったが、見通しでは11月に小幅に低下した後、12月に力強く伸びることが予想されていた。為替は円高に振れる場面もありつつも、企業の一般的な想定為替レートよりも円安であり、高収益が望める環境にある。

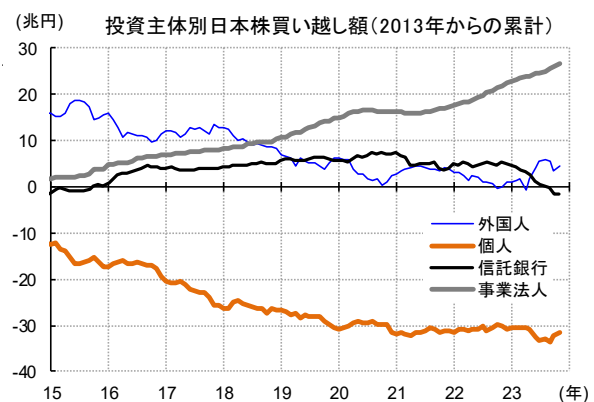
実質的な裁定残高の差し引き(買い残から売り残を差し引いた値について株価変動の影響を取り除くように処理している)については、10月27日終了週と比べて11月24日終了週はやや増加しているが、それでもさらに上振れる余地があるだろう。今年の6月や9月にみられた、実質的な裁定残高の差し引きのピークと同水準まで増加するとすれば、10月27日の株価を起点に4%程度の株価上昇が見込める。もともと、これは過去の関係性をもとにした単純な試算に過ぎないため、相当の幅をもってみる必要があるが、やや上振れが期待できそうな環境にある。また、これは需給要因の一部であり、実際には、前述のファンダメンタルズ要因が長期的には影響するとみている。いずれにしても、先行きについても株価は緩やかに上昇するとみている。

10月までの3ヵ月移動平均では、外国人投資家はやや買い越し



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

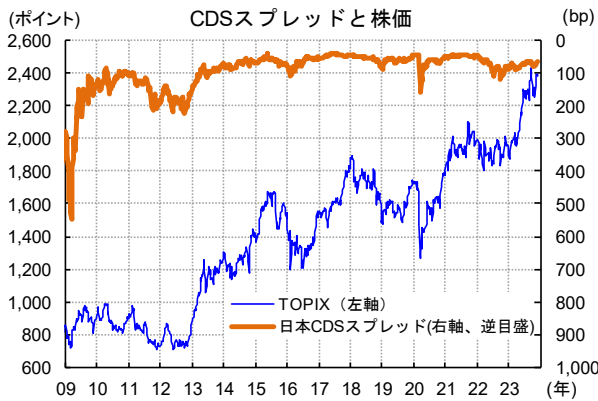
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は足許で小幅に増加しつつある状況



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

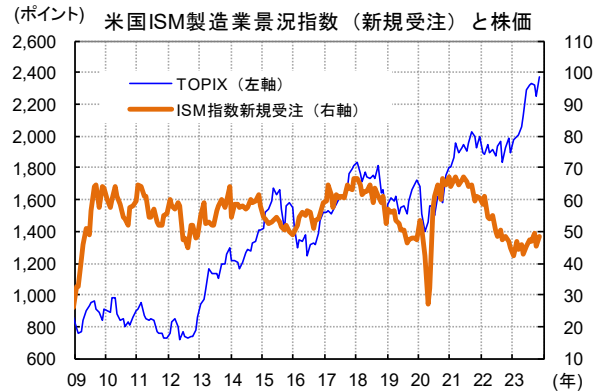
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

CDS スプレッドがややタイト化し株価も上昇



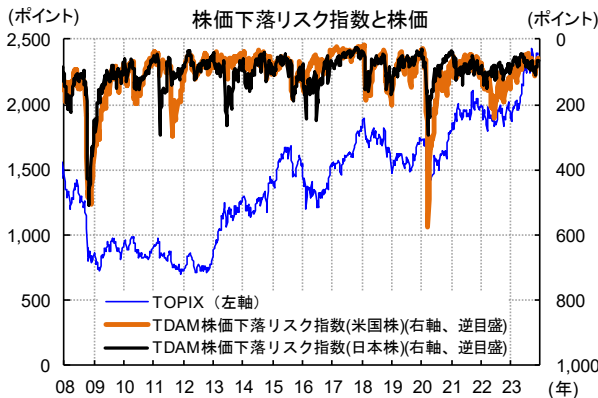
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数が冴えないものの株価は堅調



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

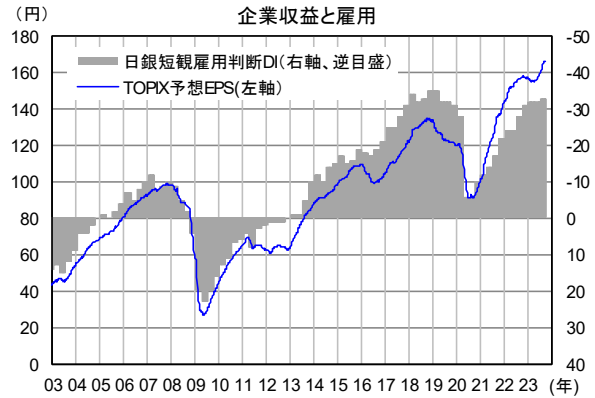
日米の株価下落リスク指数は低下気味



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。

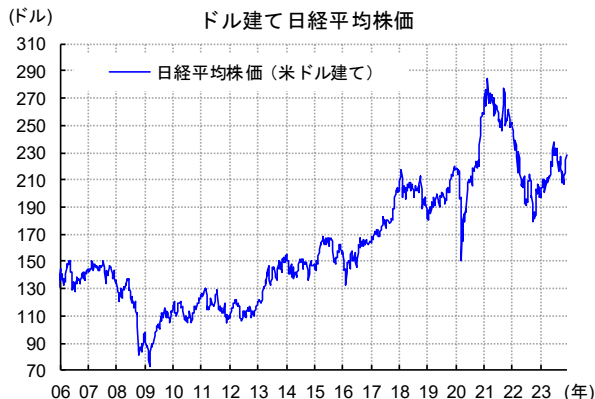
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通しは改善基調のなか、雇用判断 DI は人手不足な状況を示唆



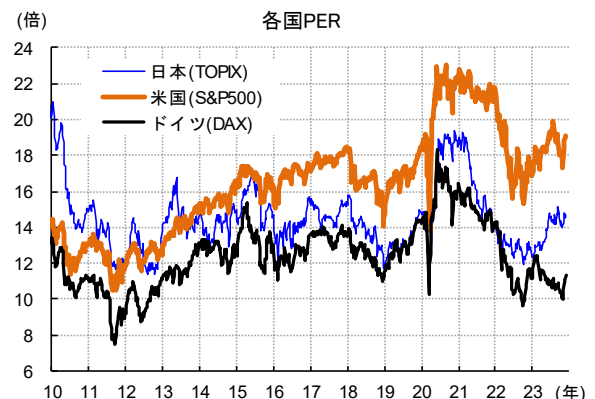
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は足許で上昇



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

日本株のバリュエーションは過去 5 年平均を下回る水準



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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

鉱業の見通しが改善

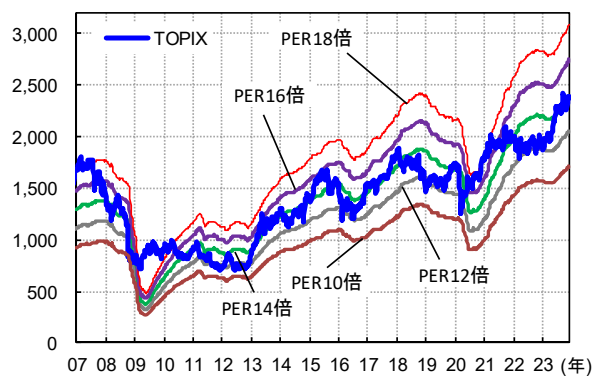
東証33業種12ヵ月先売上高予想(1ヵ月前比)

上位			下位		
順位	業種	変化率	順位	業種	変化率
1	鉱業	7.2%	1	その他製品	-10.6%
2	情報・通信業	4.9%	2	水産・農林業	-6.3%
3	証券・商品先物取引	4.6%	3	陸運業	-4.4%
4	その他金融業	2.5%	4	銀行業	-2.1%
5	鉄鋼	2.2%	5	電気・ガス業	-1.4%
6	輸送用機器	1.7%	6	繊維製品	-1.3%
7	ガラス・土石製品	1.7%	7	倉庫・運輸関連	-1.2%

注: 12ヵ月先予想ベース(2023年11月末現在)。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

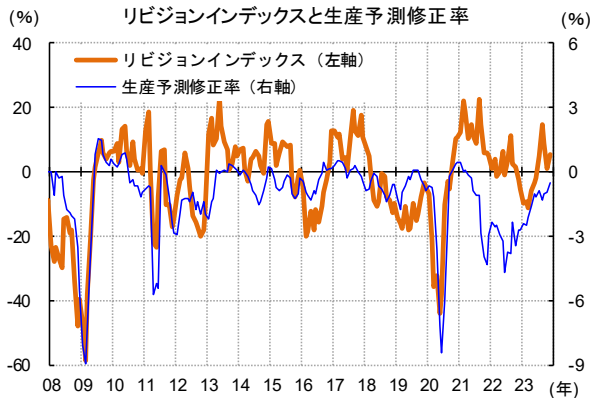
予想 PER(12ヵ月先)は足許 13.9 倍程度

(ポイント) 国内株式 予想PER



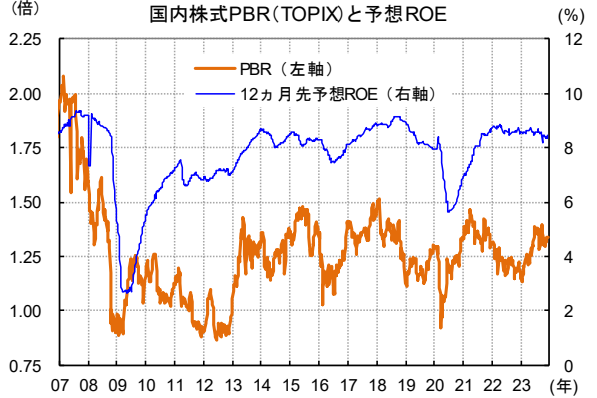
注: 12ヵ月先予想ベース。
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはプラス圏で上向き



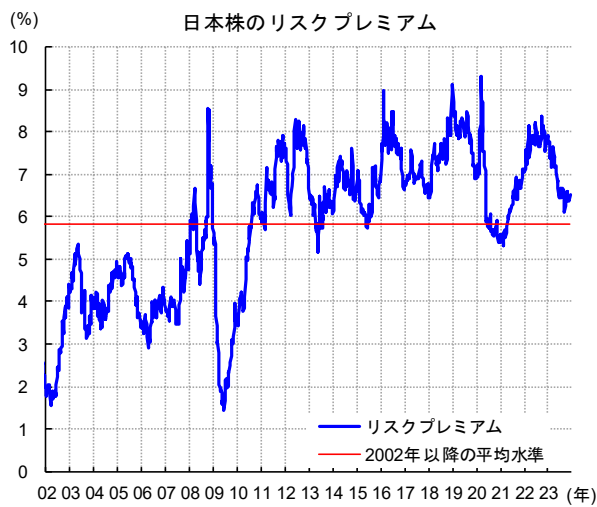
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBRは1.33倍、予想ROEは8.44%



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

リスクプレミアムは7%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2,247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%	(107.5)	(125.4)	(143.3)	(161.2)	(179.2)	(197.1)
	5%	1.28	1.50	1.71	1.93	2.14	2.36
	6%	1.06	1.23	1.41	1.59	1.76	1.94
	7%	0.90	1.05	1.20	1.35	1.50	1.65
	8%	0.78	0.91	1.04	1.17	1.30	1.43
	9%	0.69	0.81	0.92	1.04	1.15	1.27

【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%	(107.5)	(125.4)	(143.3)	(161.2)	(179.2)	(197.1)
	5%	2,302	2,685	3,069	3,453	3,836	4,220
	6%	1,896	2,212	2,528	2,844	3,160	3,476
	7%	1,612	1,880	2,149	2,417	2,686	2,955
	8%	1,402	1,635	1,869	2,102	2,336	2,569
	9%	1,240	1,447	1,653	1,860	2,066	2,273

注: 括弧は、BPS1,776 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ください、お客様ご自身でご判断ください。

2-2. 外国株式

米国の実体経済は緩やかながらも景気拡大を成し遂げると予想。また、金利上昇に対する警戒感も薄れているなか、株価は緩やかに上昇すると予想。

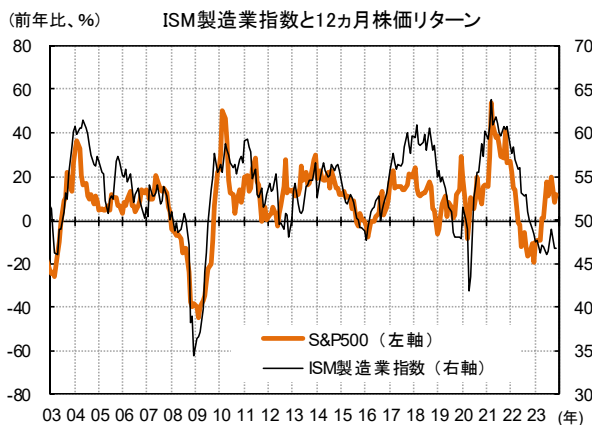
[米国株式]

S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは18.9倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:19.0倍、過去10年平均:17.7倍程度)近傍にある。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2023年および2024年についてそれぞれ2%の減益と12%程度の増益が予想されている。

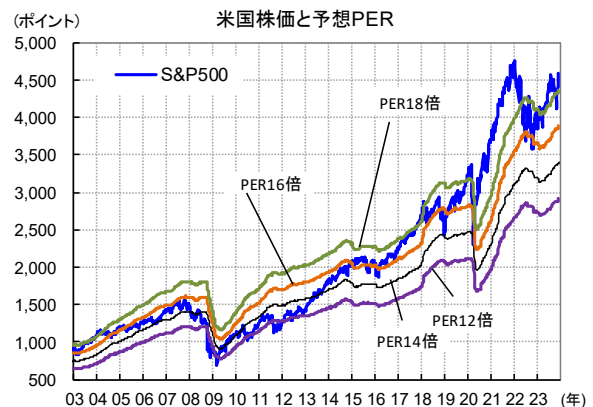
当社では米国経済は緩やかながらも景気拡大を成し遂げると予想しており、経済が大幅に減速していくとは予想していない。既往のドル安(前年比でみた場合)が、製造業への恩恵となる展開も予想している。もともと、既往の利上げが米国景気を冷やしつつあることも一定程度は念頭に置く必要があるとみている。故に、米国経済は底堅く推移する程度にとどまるとみている。米国企業の業績も緩やかに改善していくだろう。

このようななかで、雇用市場については軟化するとみている。学生ローン返済再開の影響もあり、消費については次第に弱まるだろう。相次ぐストライキや高騰する人件費に対応するべく省力化投資を進める可能性もあるとみている。雇用や消費の弱さが強まれば、FRBは利下げを強いられるだろう。このことがまた、企業の設備投資意欲や景況感を高めよう。昨年後半から今年の前半は雇用や消費の強さが意識されつつ、企業景況感の弱さが目立ったが、足許からこうした展開の逆回転が起きるとみている。個人にとっては厳しい環境になりつつも、企業にとっては良好な環境となろう。結果、株価は緩やかな上昇基調をたどると予想する。

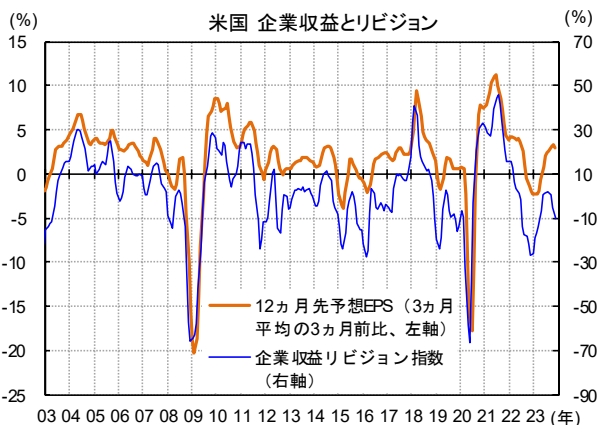
ISM 製造業指数は足許で横ばいしつつも、株価のリターンはやや拡大



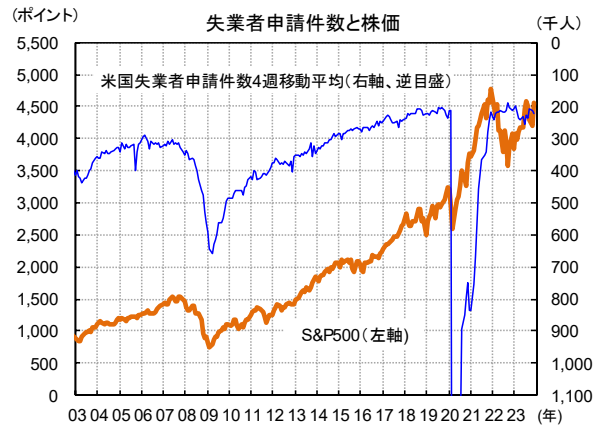
米国株の予想 PER は足許 18.9 倍程度



リビジョンインデックスは下振れ

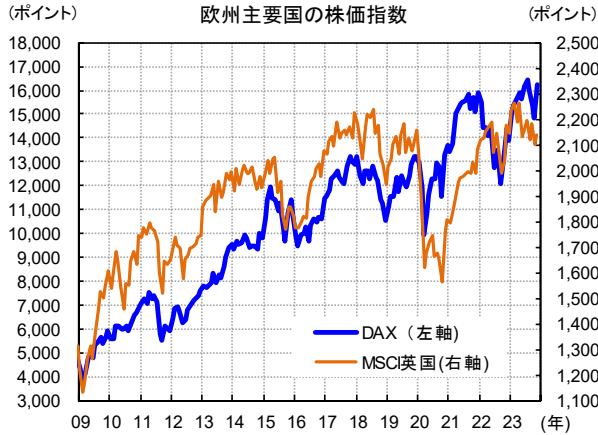


雇用市場には軟調な動きがみられる場面がありつつも、株価は堅調



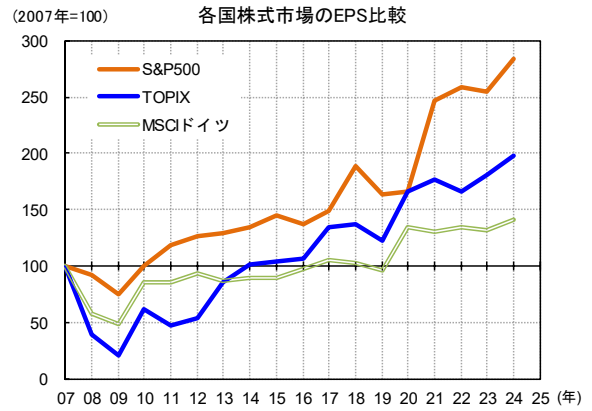
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

DAX 指数は復調



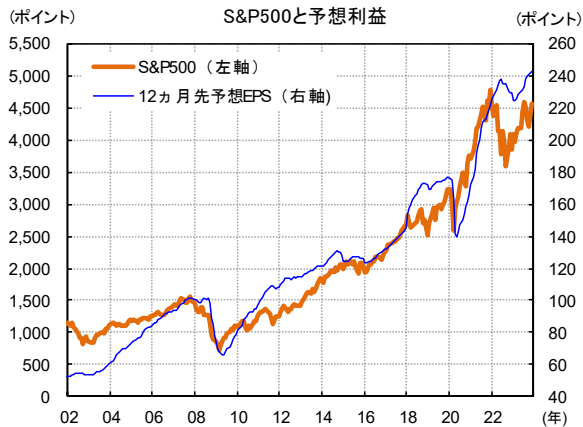
出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(23 年、24 年)は、米国:-2%、12%、
日本:9%、9%、ドイツ:-2%、7%



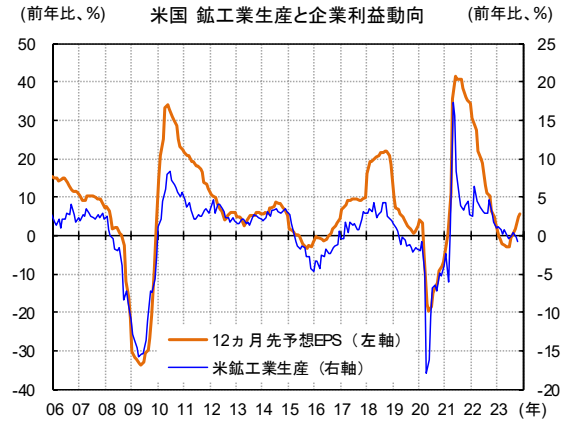
注: 22 年までは実績EPS、23 年以降は予想EPS
出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12 カ月予想 EPS は高水準にあり頭打ち感がありつつも、先行きにも期待



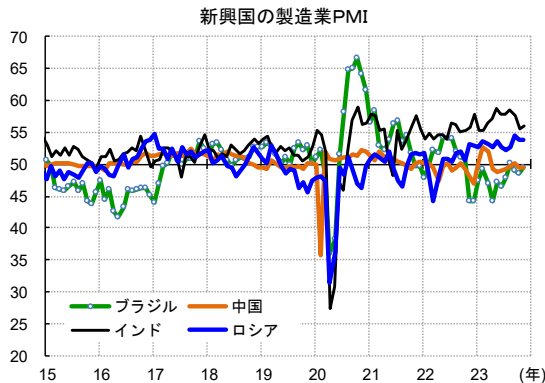
注: 12 カ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

予想 EPS の前年比はプラス圏で伸び率拡大気味



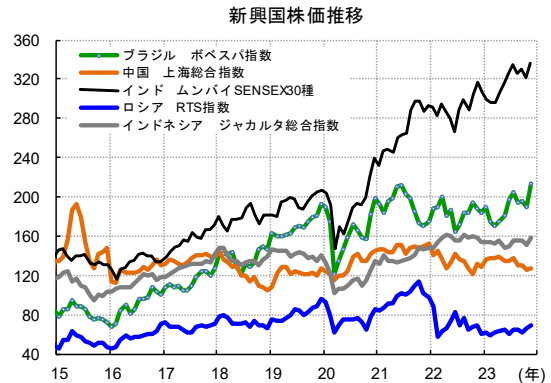
注: 12 カ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

水準感に差はありつつも、全般的に足許小動き



出所: Bloomberg より TDAM 作成

上海総合指数を除き、程度の差はあれども足許で上向き



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

金利差に着目した取引と実需の取引が相殺する形で、目先は横ばいを予想。ただし、長期的には、ファンダメンタルズから円がサポートされる可能性もあり、円高推移を予想する。

今年1月中旬をボトムとして円安基調で推移し、4月、7月、10月の日銀金融政策決定会合を受けて、日本の金融政策は正常化に向かいつつあるにもかかわらず、当面の金融政策の変更はないとの思惑や、日米金利差の広がりなどから、ドル高円安気味で推移してきた。ただ、ようやくこの流れに変化の兆しがうかがえる。一部の冴えない米国経済指標と、FRBの姿勢の変化を感じ取ってドル円は下落しつつある。もっとも、この流れは一時的に停滞する可能性がある。米国の利下げが意識されているといえども、短期金利差(ここでは3か月のヘッジコストに相当する金利についてみている)は足許で5.7%ほどもある。相当の金利差があることに変わりない。また、12月のFOMCで示されるドットチャートでは市場予想ほどに2024年の利下げが示されない可能性もある。この場合の反発も予想される。

もちろん、長期的に円高進行するという当社の見方に変わりはない。貿易収支は改善基調であり、実需の円買いフローも相応にあると考えられる。物価と為替の関係からみれば、本来は、インフレ率の高い国の通貨ほど下落するべきとも考えられる。日本のインフレ率は高まっているといえども、米国のインフレ率を上回る状態が続くとは考えにくい。このような状況を踏まれば、長期的な視点で、円はドルに対して一方的に安くなるとは考えにくい。円の売り越しポジションが相応に積み上がっているが、円高進行時にはこのポジションのアンワインドが更なる円高を招く可能性もある。このような観点から、短期的には横ばい推移を予想するが、長期的にはファンダメンタルズ要因を主因として円高圧力が強まると予想する。

3-2. ユーロドル

ユーロ圏の実体経済が米国と比べて冴えないことから、緩やかに下落する見通し。

ユーロドルは、2月以降、やや変動しながらレンジを切り上げてきた。しかし、7月中旬ごろをピークに当社の見通し通り軟調に推移してきた。しかしその後、米国経済の減速感を背景にドルが下落する形となり、ユーロ高ドル安に振れる場面もあった。

ただ、先行きについても緩やかなユーロドルの下落を見込む。米国経済については一部に軟調な指標がみられるようになったが、全般的に弱いというわけではない。ユーロ圏経済は低迷が続くとみているが、米国経済は緩やかな拡大を予想しており、ユーロ安ドル高の流れが再び顕在化すると予想する。特に、ユーロ圏経済については、ドイツの環境重視の姿勢が、産業空洞化を招くとの指摘もされている。また、ユーロ圏経済の主要なパートナーである中国経済も低迷が続いている。このことからユーロ圏経済は冴えない状況が続くと予想される。よって、経済成長のスピード格差から、ユーロ安ドル高の構図は続こう。

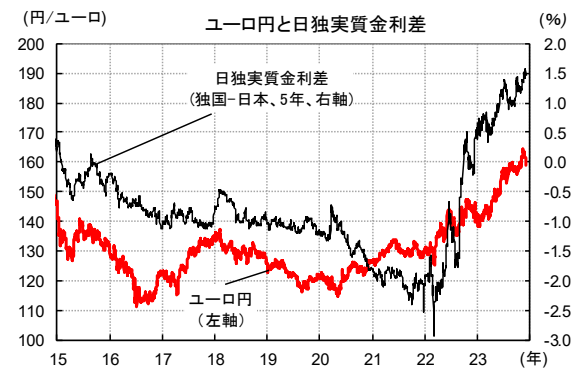
この他、11月22日にオランダで下院議会選挙が行われ極右政党が躍進した。このことだけでユーロ安になるということはないだろうが、かねてより、ユーロ圏における極右政党の躍進は、ユーロ圏各国の結びつきを脆弱にし、ユーロ圏内の外交が停滞、ユーロが売られる展開につながる事が散見されてきた。今後も極右政党への支持が広がらないかは注意深く見ておく必要がある。

日米の実質金利差の拡大基調に変調がみられるなか、ドル円は足許で下落



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

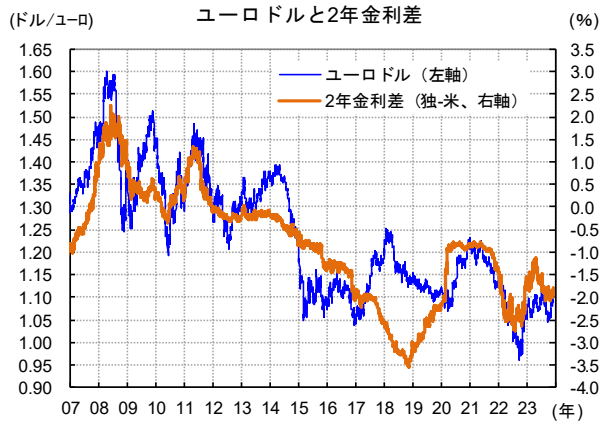
日独実質金利差は拡大基調をたどるなか、ユーロ円は上昇傾向



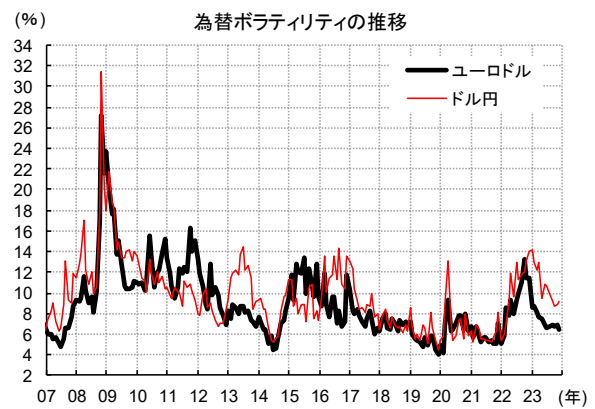
注: 実質金利は、5年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を5年国債利回りから差し引いて計算
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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ください、お客様ご自身でご判断ください。

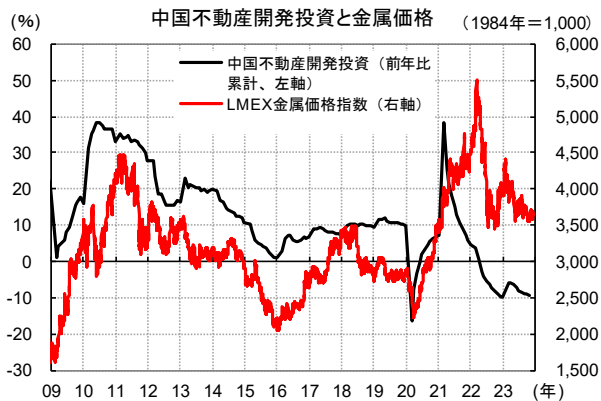
2 年金利差はマイナス幅の拡大基調が収束を見せる中、ユーロドルは概ね横ばい圏で推移



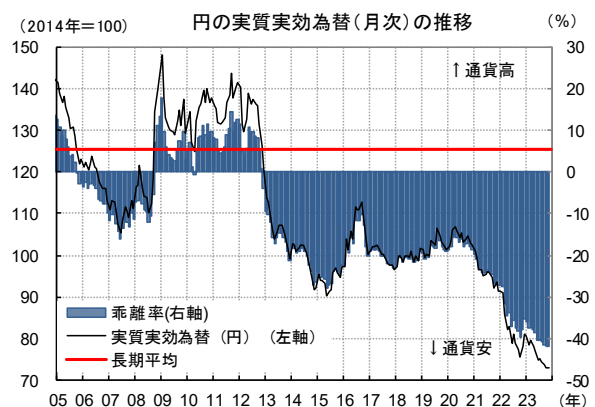
ボラティリティは低下傾向



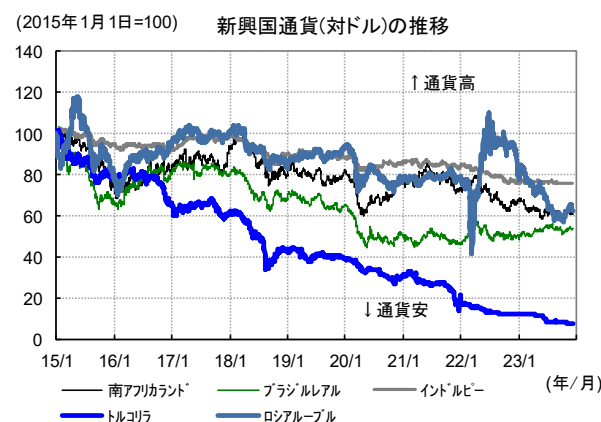
金属価格指数は 6 月以降、概ね横ばい推移



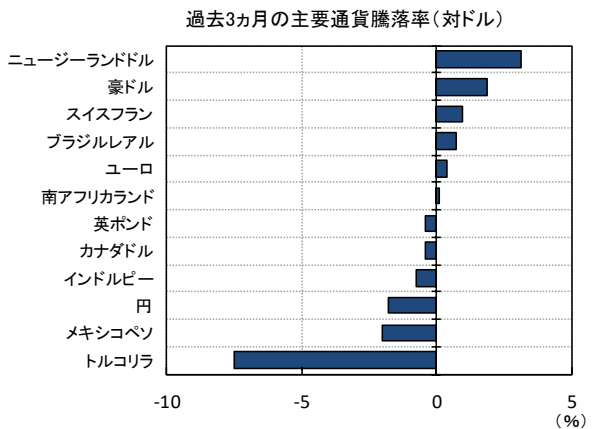
円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に 42% 程度



まちまちの展開



トルコリラは引き続き軟調



【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ください、お客様ご自身でご判断ください。

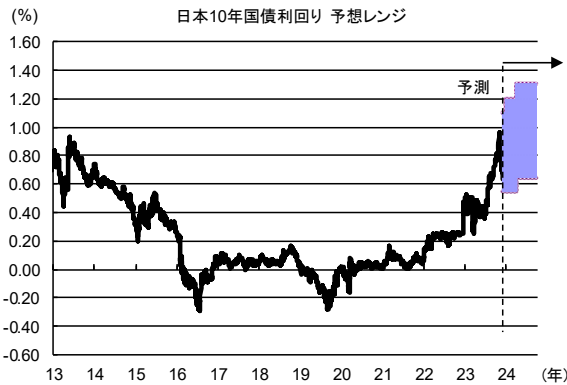
4. 市場見通し(まとめ)

			実績		予想							
			前月作成時	今月作成時	2023年10~12月期		2024年1~3月期		2024年4~6月期		2024年7~9月期	
			2023年 11月7日	2023年 12月5日								
日本	政策金利	%	-0.10	-0.10	-0.10	~ -0.10	-0.10	~ 0.00	0.00	~ 0.10	0.10	~ 0.10
	10年国債利回り	%	0.88	0.67	0.55	~ 1.10	0.55	~ 1.20	0.65	~ 1.30	0.65	~ 1.30
	TOPIX	ポイント	2,333	2,343	2,210	~ 2,540	2,240	~ 2,580	2,260	~ 2,610	2,290	~ 2,650
	日経平均	円	32,272	32,776	30,500	~ 35,100	31,000	~ 35,600	31,800	~ 36,400	32,300	~ 36,900
米国	FFレート	%	5.25~5.50	5.25~5.50	5.25	~ 5.50	5.25	~ 5.50	5.00	~ 5.50	4.75	~ 5.25
	10年国債利回り	%	4.57	4.17	3.90	~ 5.00	3.90	~ 4.70	3.80	~ 4.60	3.70	~ 4.40
	S&P500	ポイント	4,378	4,567	4,100	~ 4,800	4,310	~ 4,870	4,370	~ 4,940	4,440	~ 5,010
	NY ダウ	ドル	34,153	36,125	32,000	~ 38,010	34,180	~ 38,580	34,690	~ 39,160	35,210	~ 39,750
ユーロ圏	中銀預金金利	%	4.00	4.00	4.00	~ 4.00	3.75	~ 4.00	3.50	~ 4.00	3.50	~ 3.75
	独10年国債利回り	%	2.66	2.25	2.00	~ 3.00	2.00	~ 2.70	1.90	~ 2.60	1.80	~ 2.50
	DAX	ポイント	15,153	16,533	14,600	~ 17,920	15,520	~ 18,190	15,750	~ 18,460	15,990	~ 18,740
為替	ドル円	円/ドル	150.37	147.15	141	~ 152	137	~ 150	134	~ 144	132	~ 142
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.070	1.080	1.03	~ 1.13	1.02	~ 1.12	1.01	~ 1.11	1.00	~ 1.10
	ユーロ円	円/ユーロ	160.90	158.87	146	~ 165	143	~ 162	138	~ 157	135	~ 153

注: 日本の政策金利は、日銀当座預金のうち政策金利残高に適用されるマイナス金利を表記。

出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズ、Bloomberg 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〕

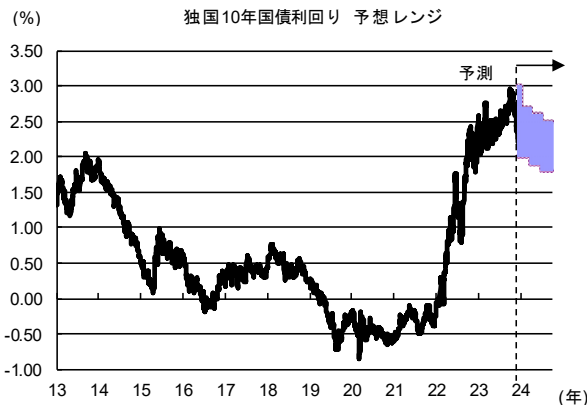


出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「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〕



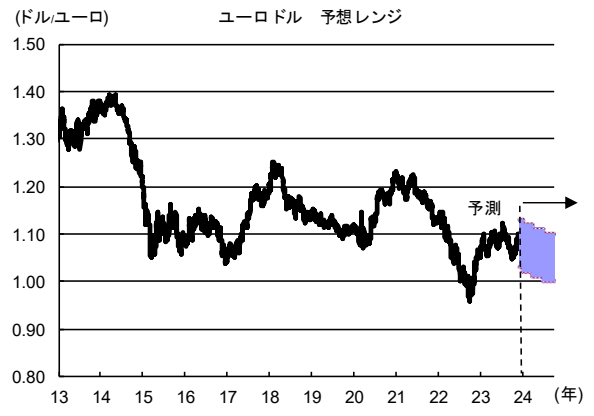
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ドル円〕



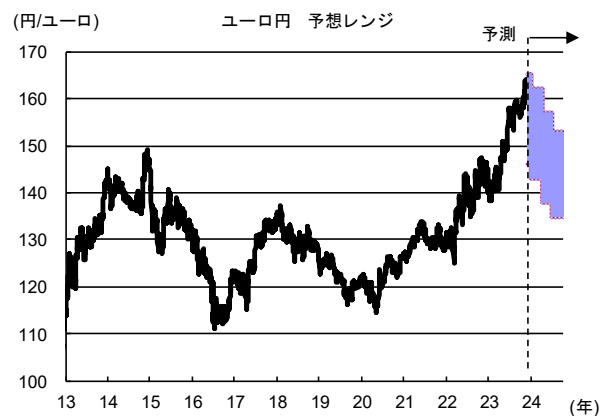
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔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
				12/1 (日)10月失業率 (米)10月建設支出 (米)11月ISM製造業景況指数 (米)11月自動車販売台数
12/4	12/5 (米)11月ISM非製造業景況指数	12/6 (米)10月貿易収支	12/7 (中)11月貿易収支	12/8 (日)11月景気ウォッチャー調査 (日)10月家計調査 (日)7-9月期GDP(二次速報値) (米)11月雇用統計 (米)12月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
12/11	12/12 (米)11月NFIB中小企業楽観指数 (米)11月CPI	12/13 (米)FOMC結果発表	12/14 (日)10月機械受注 (ユーロ圏)ECB理事会 (英)BOE金融政策委員会(結果発表) (米)11月小売売上高 (米)10月企業在庫	12/15 (中)11月鉱工業生産 (中)11月固定資産投資 (中)11月小売売上高 (ユーロ圏)12月PMI(速報値) (米)11月鉱工業生産 (米)12月NY連銀製造業景況指数 (米)12月Markit 製造業PMI(速報値)
12/18 (独)12月IFO景況感指数 (米)12月NAHB住宅市場指数	12/19 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (米)11月住宅着工・建設許可件数	12/20 (日)11月貿易収支 (米)11月中古住宅販売件数 (米)12月消費者信頼感指数	12/21 (米)12月フィラデルフィア連銀景況指数 (米)11月景気先行指数 (米)7-9月期GDP(確報値) (米)7-9月期個人消費支出	12/22 (日)11月CPI (米)11月新築住宅販売件数 (米)11月耐久財受注(速報値)
12/25 ◎Christmas Day 欧米休場	12/26 (日)11月失業率 (米)10月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格	12/27	12/28 (米)12月中古住宅販売仮契約指数	12/29

注: 12月6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、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)
 - 購入時信託財産留保額・・・上限 購入金額の 0.90%
 - 換金時信託財産留保額・・・上限 解約金額の 0.90%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、または拠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。