

投資環境レポート

2024 年 1 月

本資料は 2024 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】

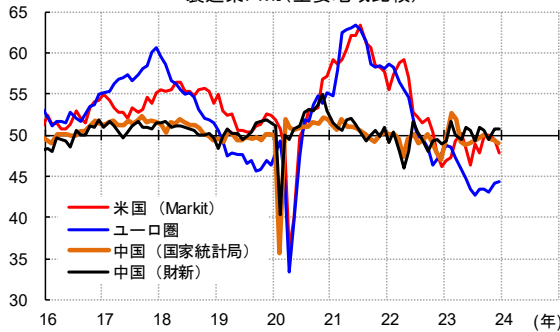
	IMF見通し			四半期実績		
	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)
	22年	23年	24年	23年 1-3月	23年 4-6月	23年 7-9月
世界全体	3.5	3.0	2.9			
先進国	2.6	1.5	1.4			
アメリカ	2.1	2.1	1.5	1.7	2.4	2.9
日本	1.0	2.0	1.0	2.5	2.2	1.5
英国	4.1	0.5	0.6	0.4	0.3	0.3
ユーロ圏	3.3	0.7	1.2	1.3	0.6	0.0
ドイツ	1.8	▲ 0.5	0.9	0.2	▲ 0.4	▲ 0.8
フランス	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	4.1	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

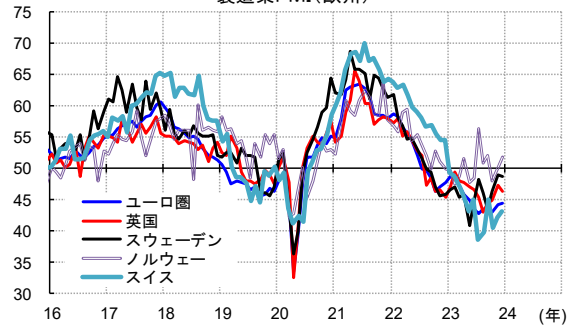
【世界製造業景況感の推移】

製造業PMI (主要地域比較)



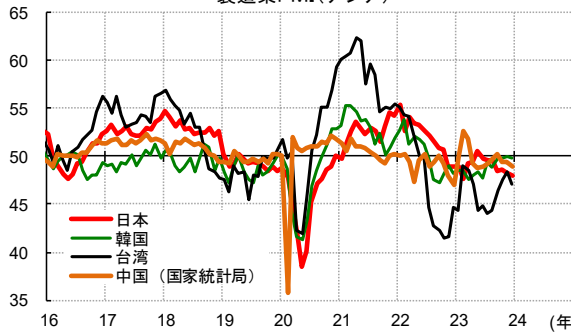
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI (欧州)



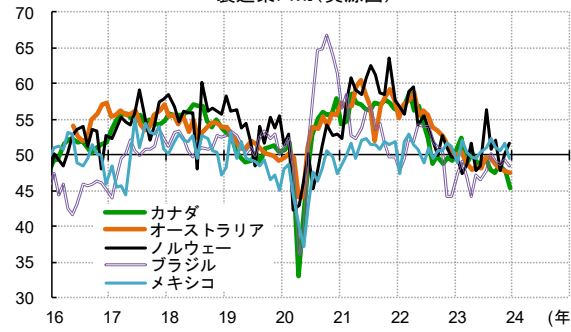
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI (アジア)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI (資源国)



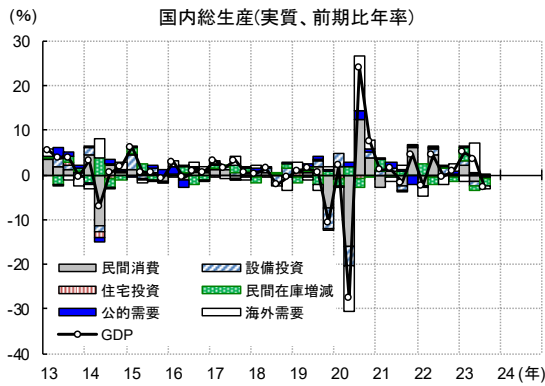
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

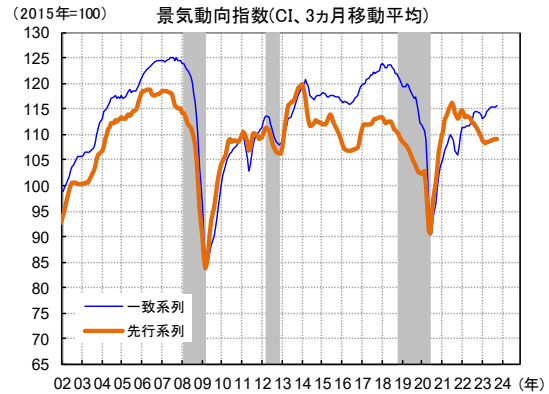
個人消費については幾分か改善に向かうと予想されるものの、外需については様子を見る必要がある可能性。

7-9 月期は在庫増減の影響もあり、GDP は前期比年率マイナス 2.9%



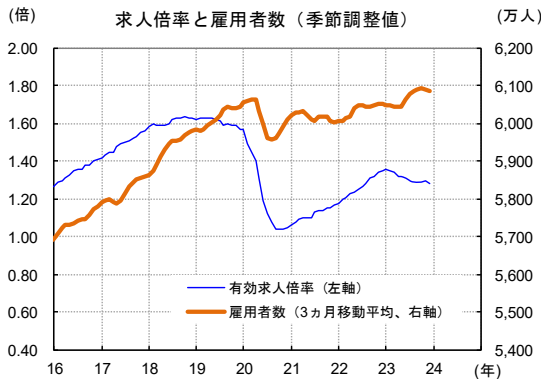
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

景気動向指数は一致・先行ともに改善傾向



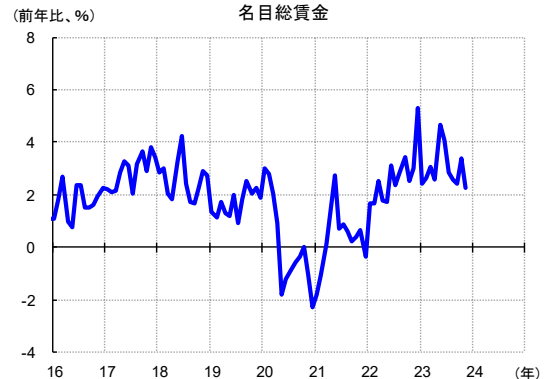
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

当社の予想通り、伸び悩み気味の雇用者数



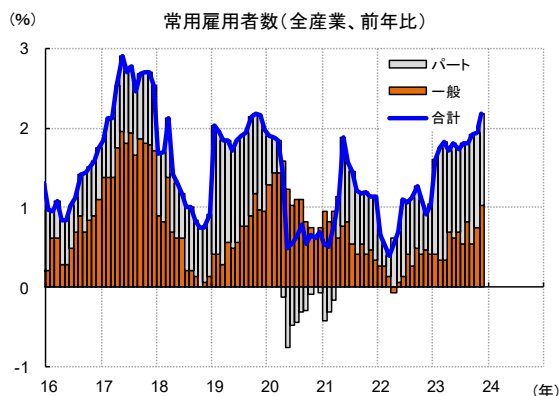
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



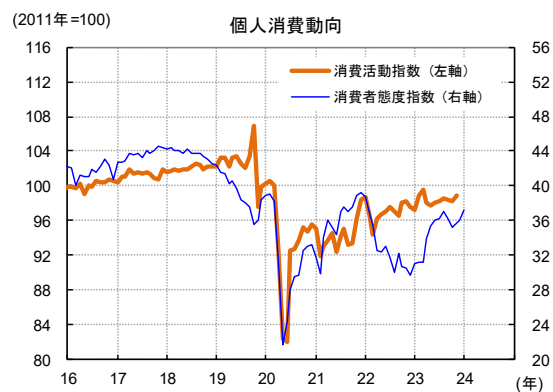
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

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

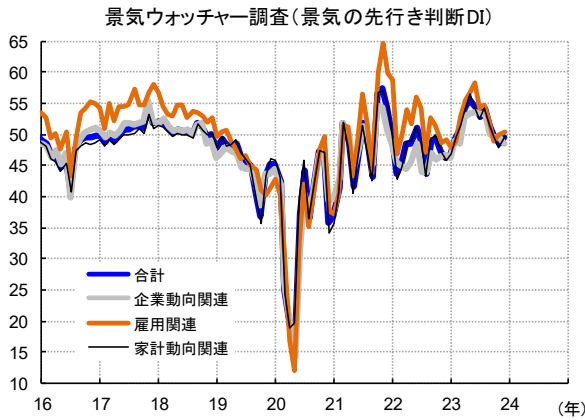
年末の消費活動は力強かった模様で、今後公表される指標は上振れる可能性



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

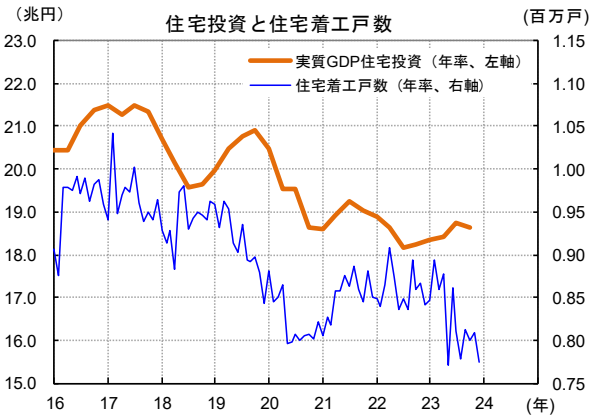
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

街角景気見通しは、家計動向関連、雇用関連が改善した一方、企業動向関連が悪化



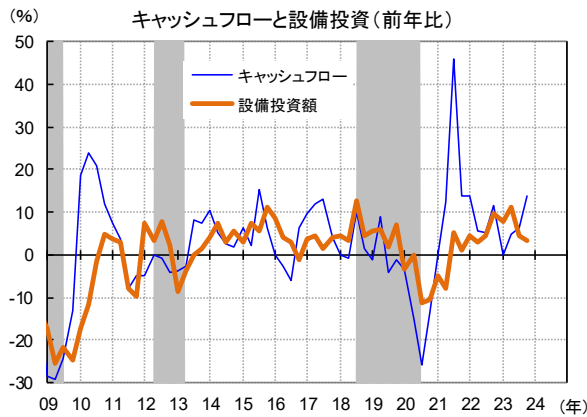
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

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

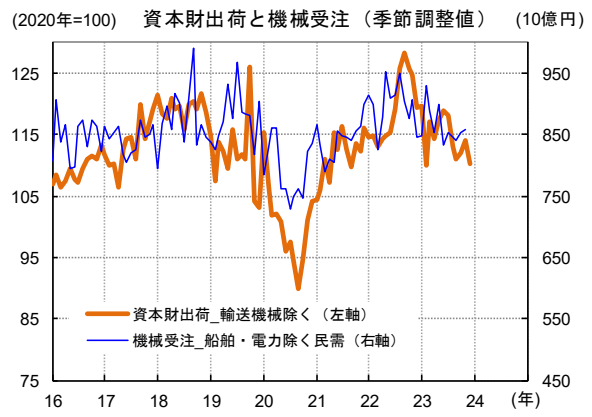
設備投資額(前年比)はプラス圏



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。

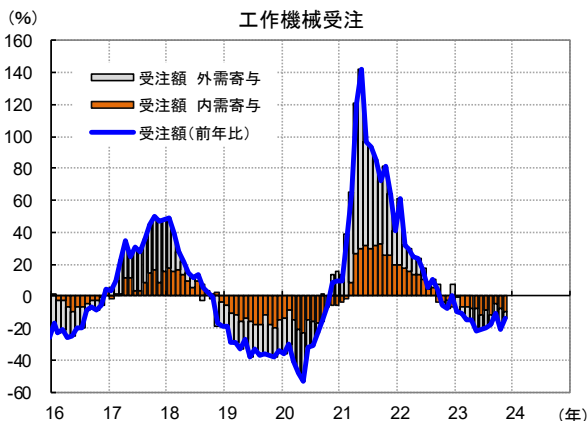
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

資本財出荷はやや軟調



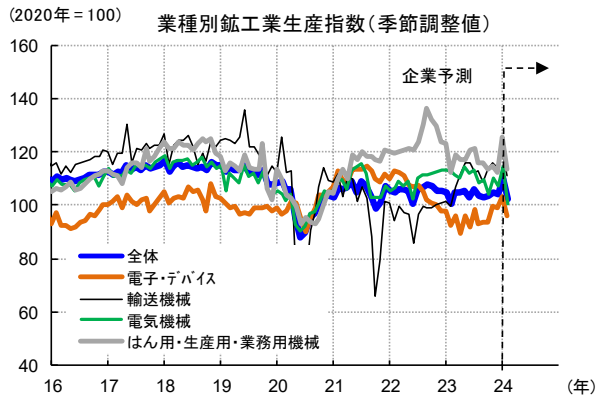
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

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

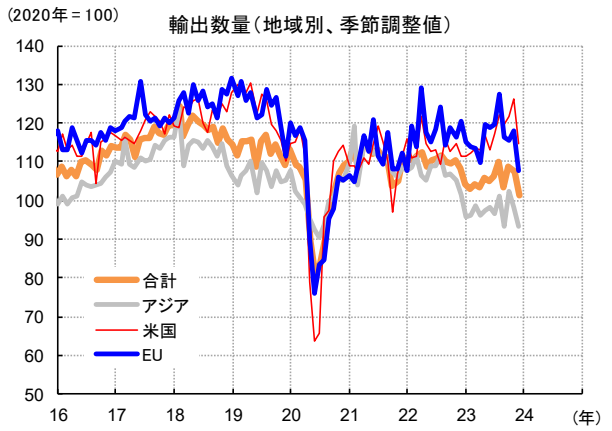
主要指数の企業予測をみると慎重な様子が見え始める状況



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。

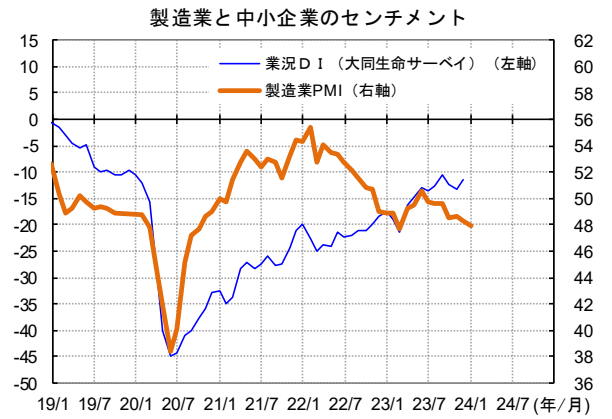
ユーロ圏を中心に軟調な動き



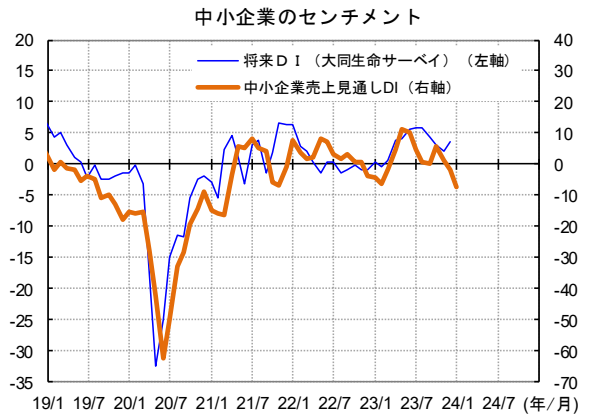
輸出金額は増加傾向



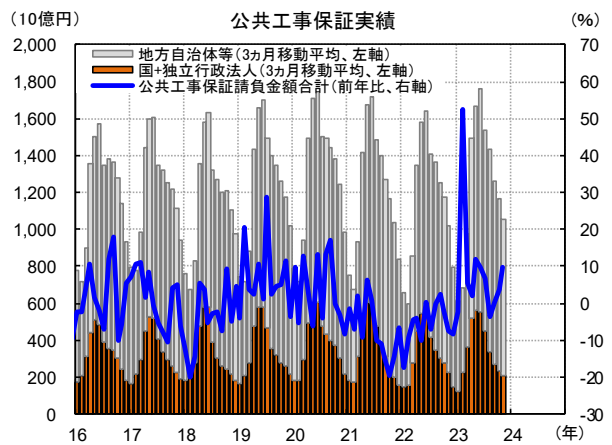
業況 DI(大同生命サーベイ)は足許でやや改善



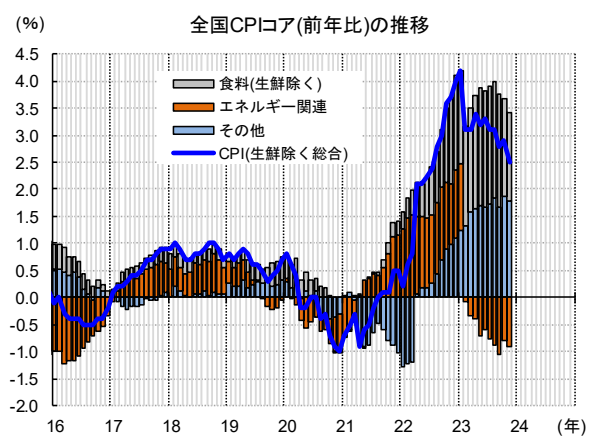
将来 DI(大同生命サーベイ)は足許でやや改善



先行き、公共工事保証請負金額(前年比)は能登半島地震の復興需要もあり伸びる見通し



CPI(生鮮除く総合)の前年比は 2.5%

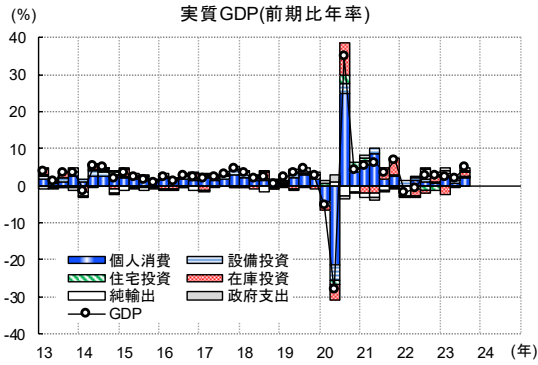


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2. 米国経済

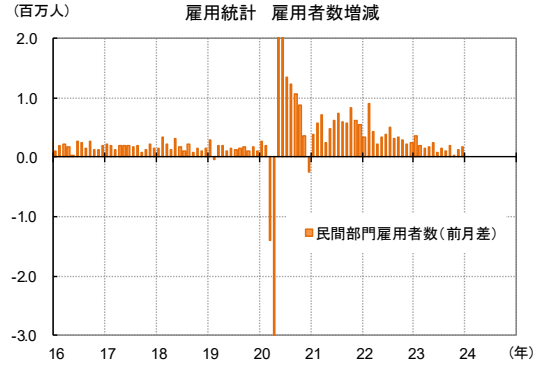
企業景況感も冴えないものの、先行きは緩やかに回復に向かう見通し。ただし、高い政策金利がハードランディングを引き起こす可能性には要注意。

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 4.9%



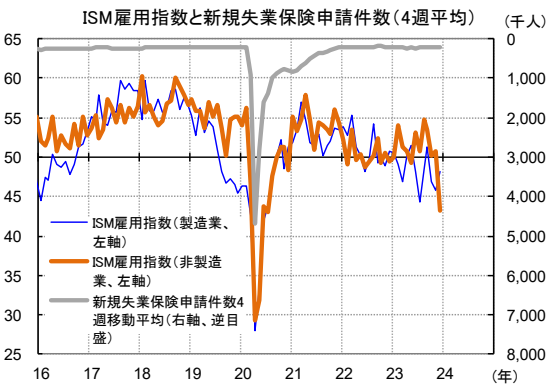
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用の伸びが継続



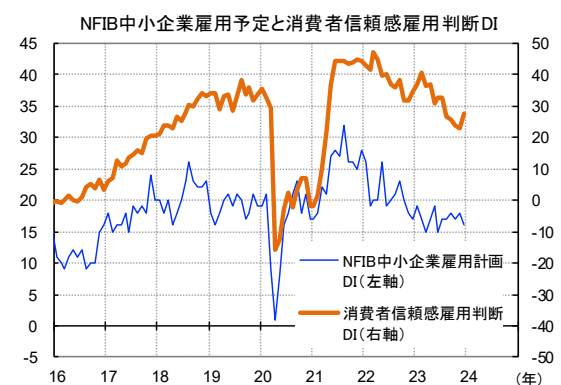
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 製造業景況感では持ち直しの兆し



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ながらも足許では持ち直しの兆し

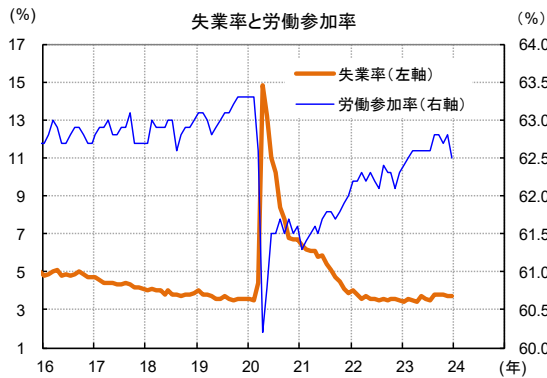


注: NFIB(全米独立企業連盟)

消費者信頼感雇用判断DI=職が豊富-職を見つけるのが困難

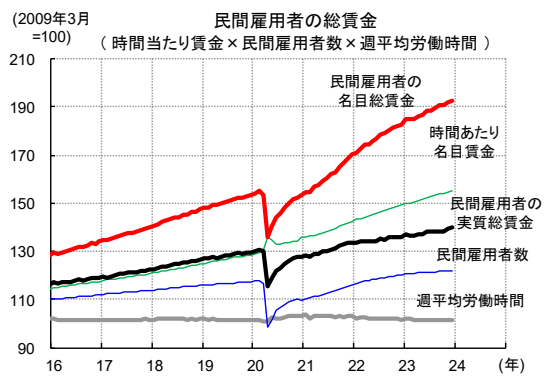
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 失業率は緩やかな上昇傾向をたどる算



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 実質総賃金は増加傾向



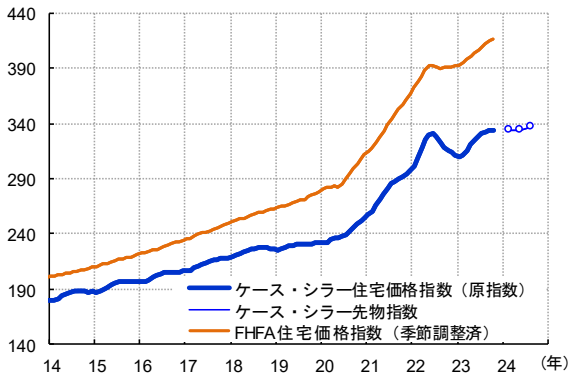
注:民間雇用の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。

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

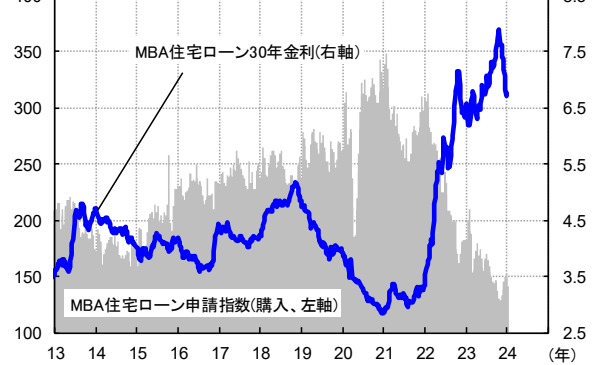
住宅価格指数の推移



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気味

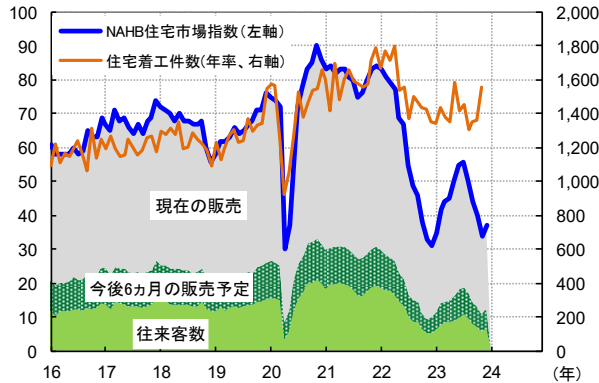
住宅ローン申請指数と金利



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 住宅指数は底打ちの兆し

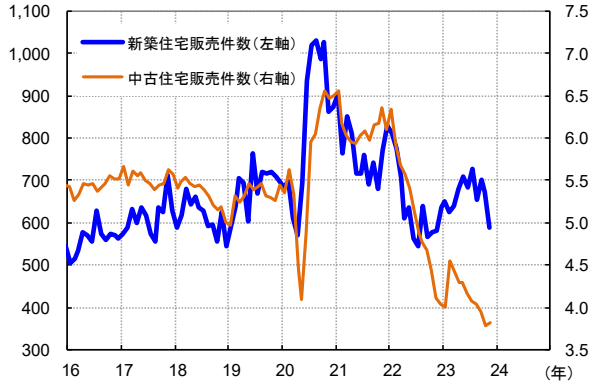
NAHB住宅市場指数と住宅着工件数



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

住宅市場: 全般的に軟調なものの、次第に持ち直し見込み

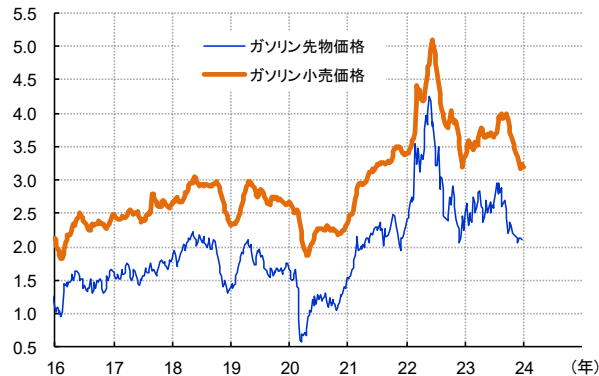
住宅販売件数(年率)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: ガソリン小売価格は下振れ傾向

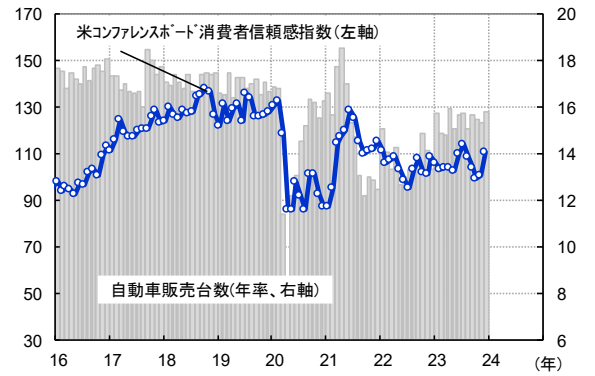
(ドル/ガロン) 米国 ガソリン先物価格とガソリン価格



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

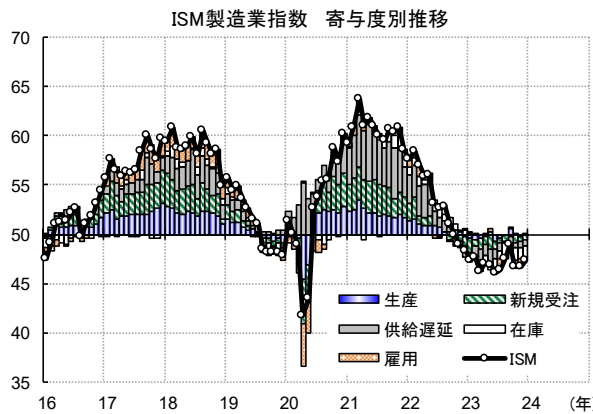
消費者信頼感と自動車販売(国内)



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

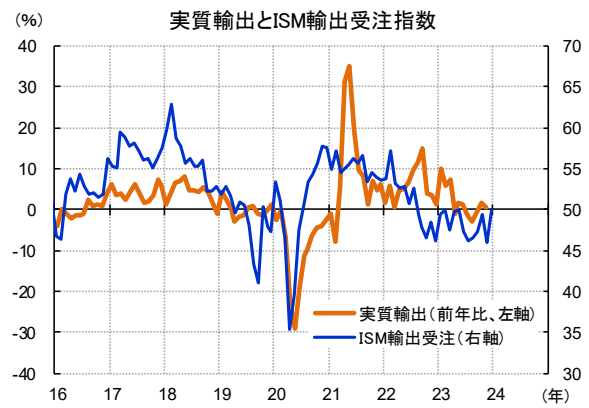
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(12 月)は 47.4 と前月から上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注は持ち直し



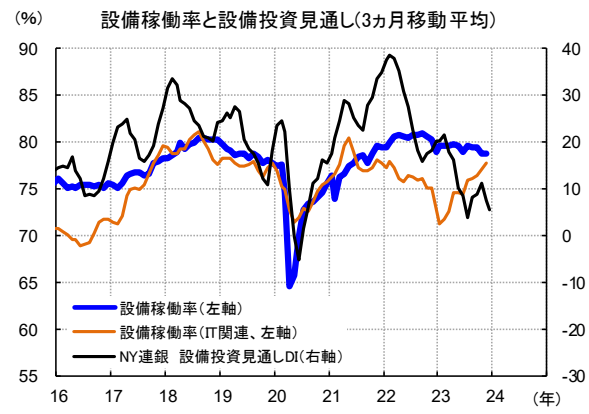
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資は高水準で横ばい気味



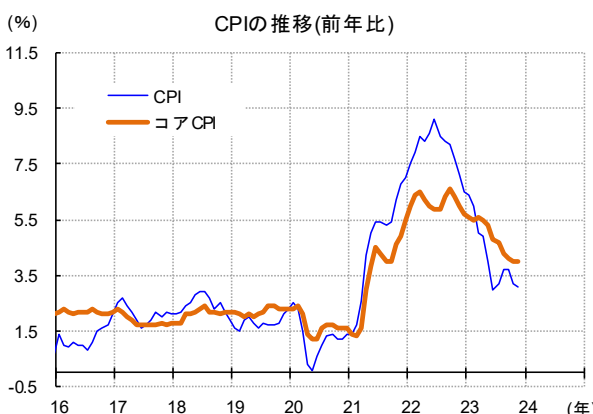
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備稼働率と設備投資見通しは冴えない状況



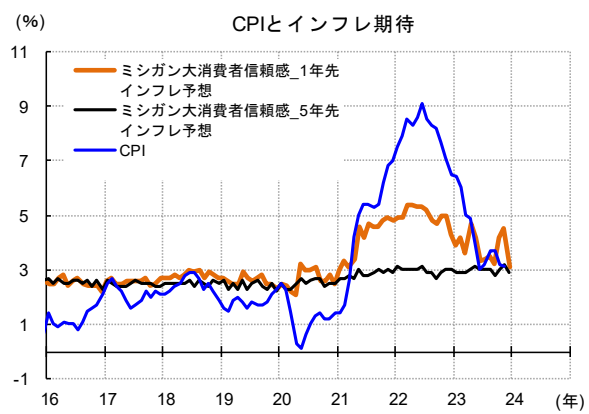
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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 3.1%



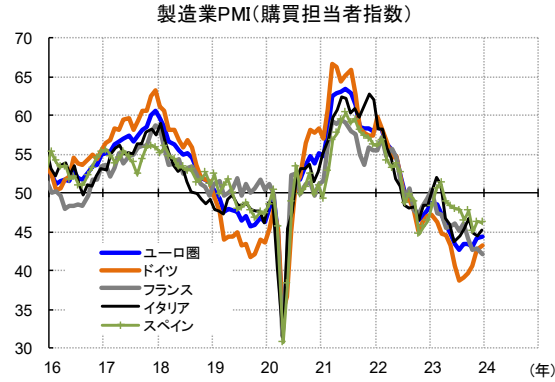
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

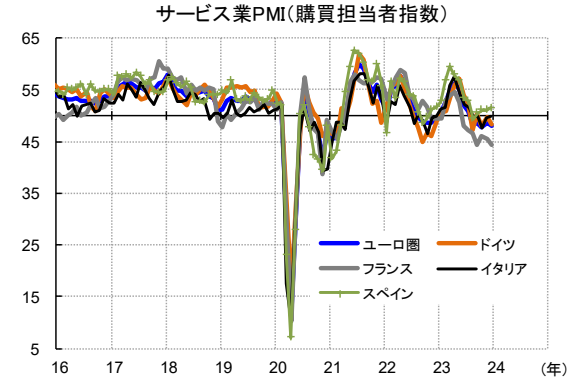
景況感は依然として冴えない状況。経済政策動向や主要貿易相手国である中国経済動向次第ではあるが、今後も停滞が続く可能性。

企業景況感: ドイツは持ち直しつつも依然として低水準



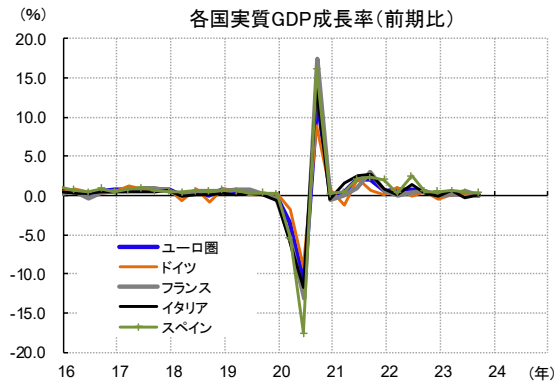
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: 低水準にあるフランスは悪化傾向



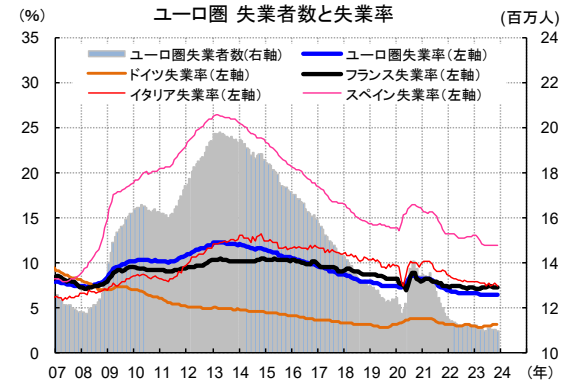
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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%



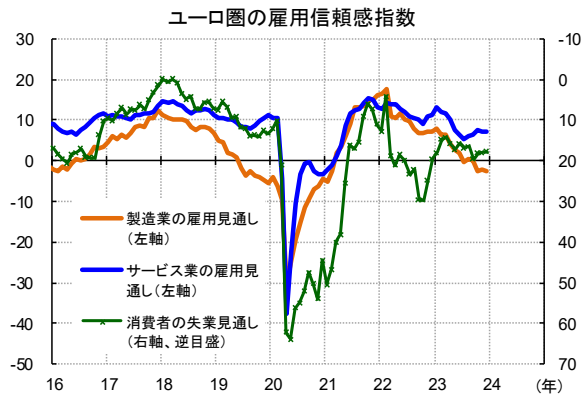
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 失業率は概ね下げ止まりや上昇気味



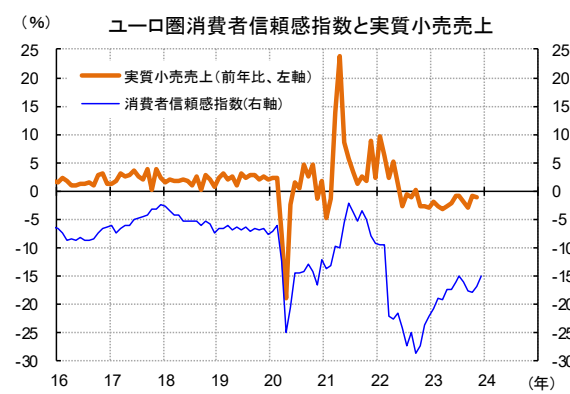
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 製造業の雇用見通しは悪化傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

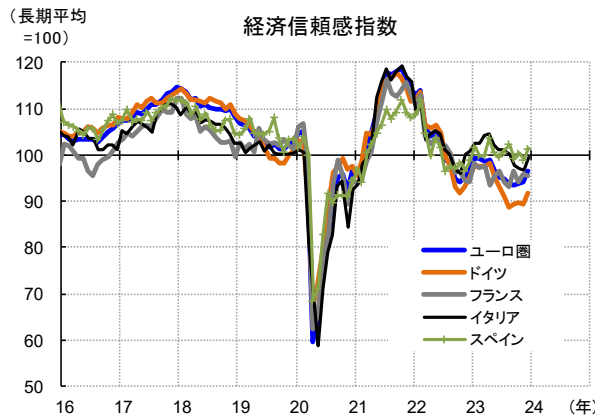
消費: 消費者信頼感は依然として低水準で、小売売上高(前年比)は低迷状態



出所: Bloomberg より TDAM 作成

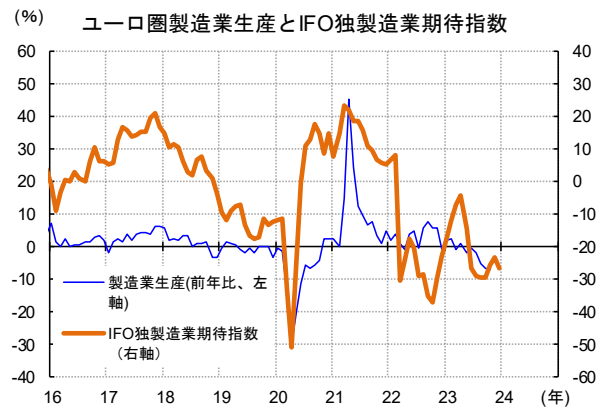
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



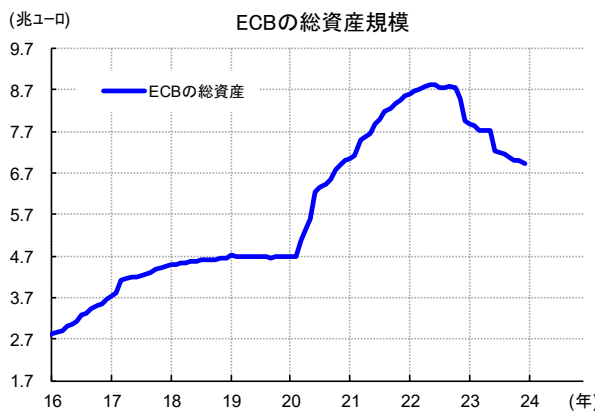
注: 長期平均=1990年~2016年
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: 製造業期待指数の回復は腰折れ気味



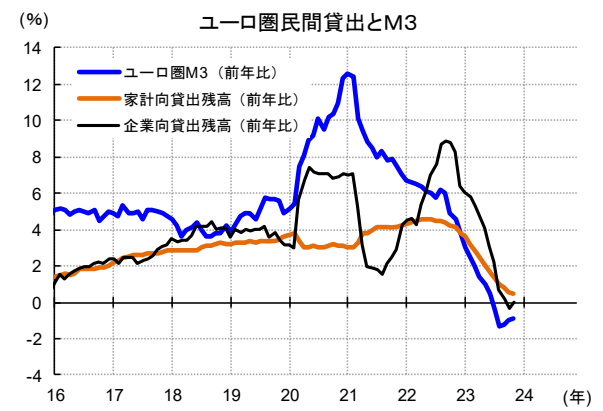
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECB の総資産規模は縮小気味



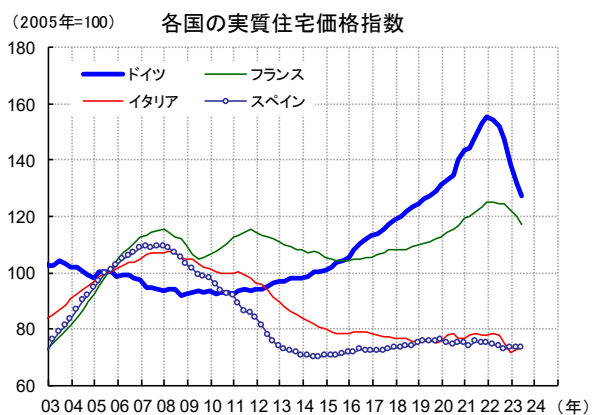
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: M3 は前年比マイナス



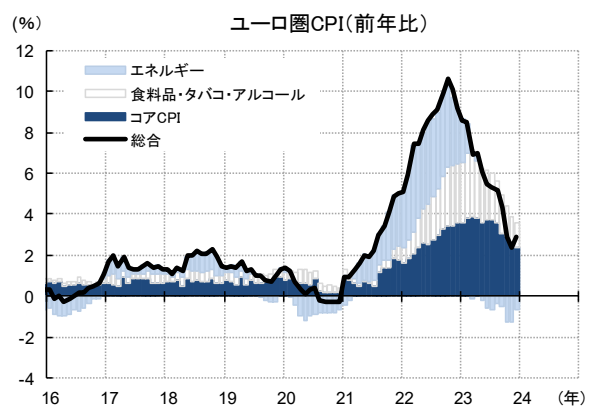
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格: ドイツの下落が鮮明



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 12月の総合CPI(前年比)は2.9%



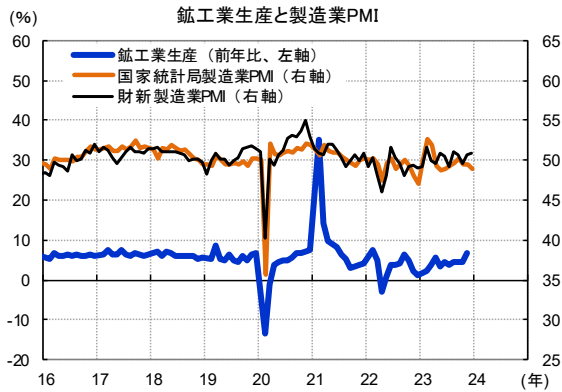
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

4. 中国経済

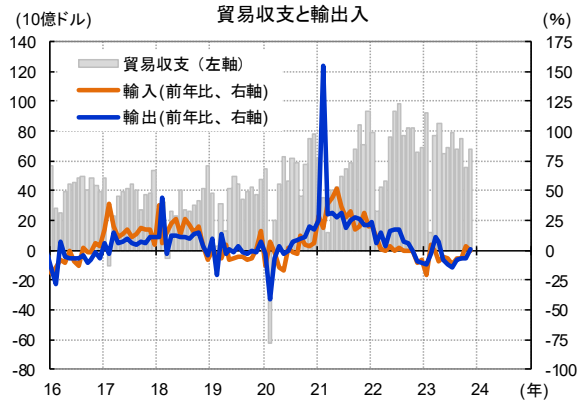
財政・金融政策は拡張的になるものと予想されるが、日本化のリスクは引き続き懸念される状況。

景況感: 国家統計局製造業 PMI は軟調に推移



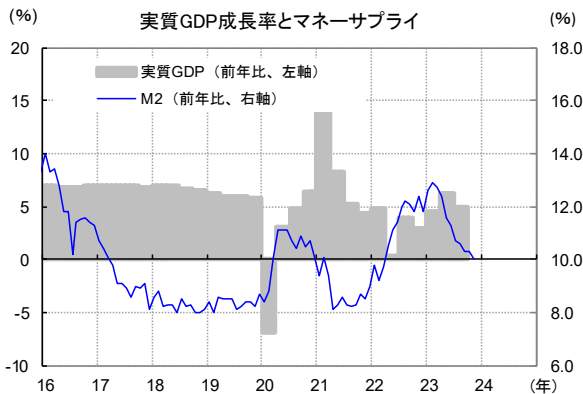
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 緩やかに回復基調を見せつつも先行きは伸び悩み可能性



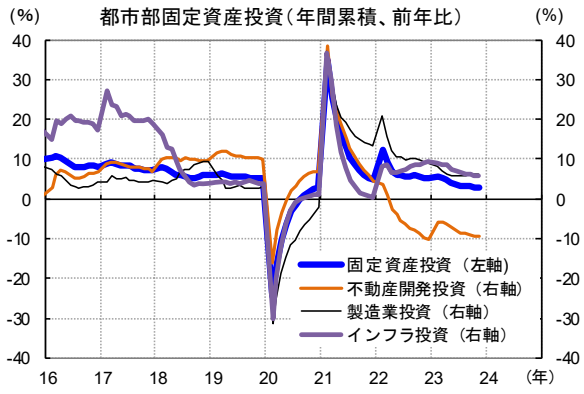
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 7-9 月期のGDP成長率は前年比 4.9%増



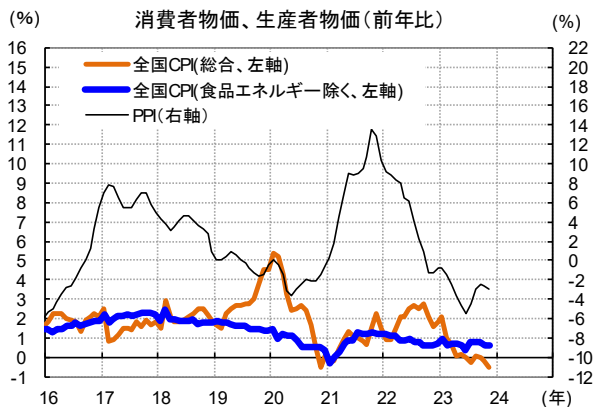
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 軟調な固定資産投資



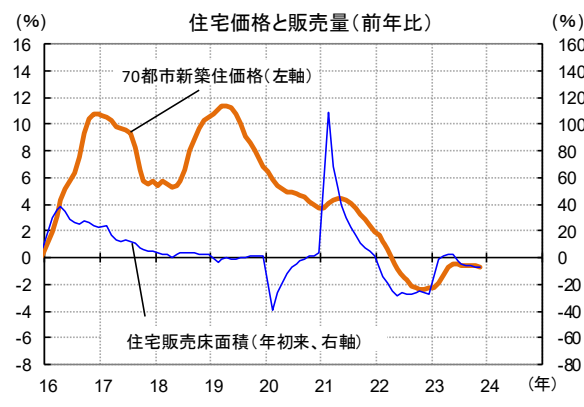
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

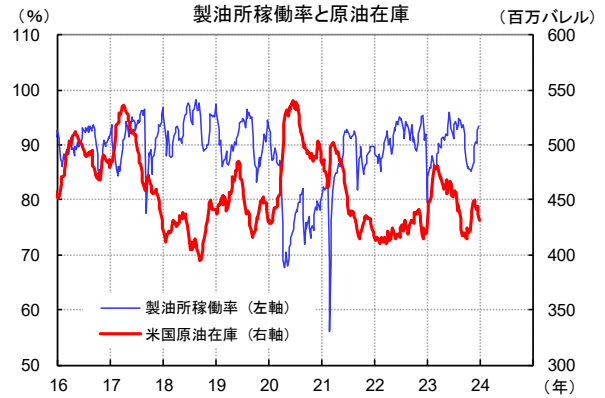
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

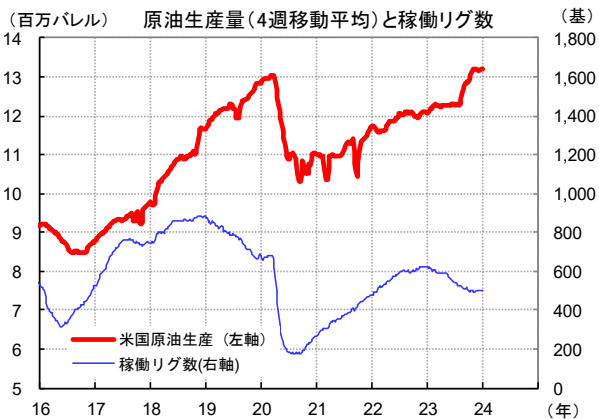
(1) 資源関連



出所: Bloomberg より TDAM 作成



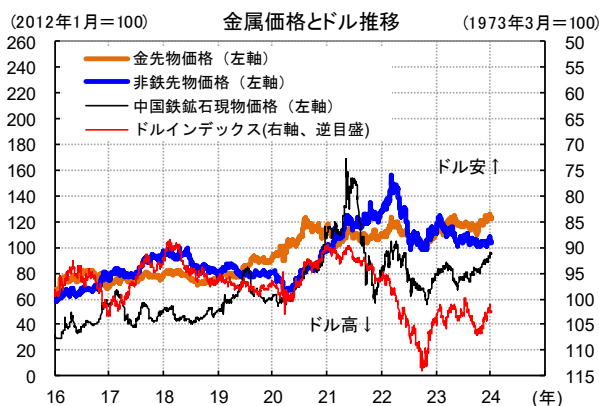
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

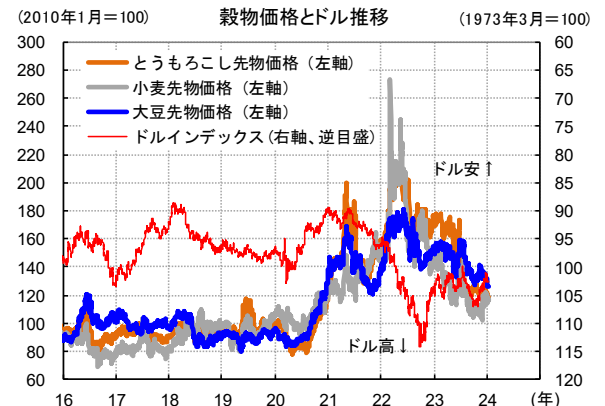


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

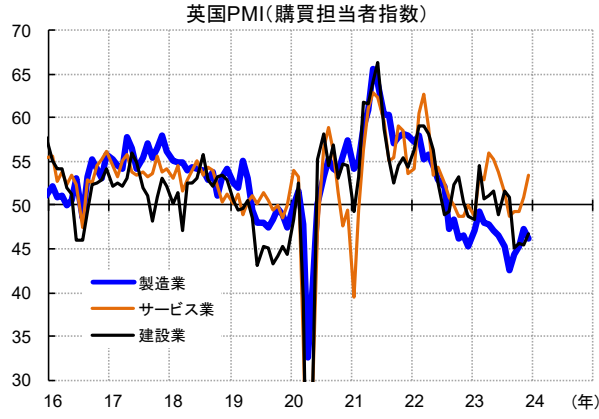


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%)

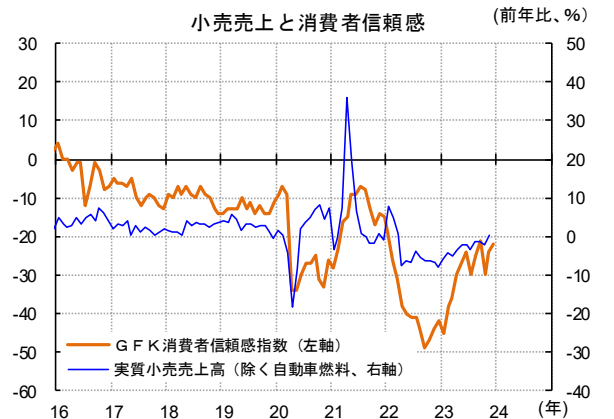
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

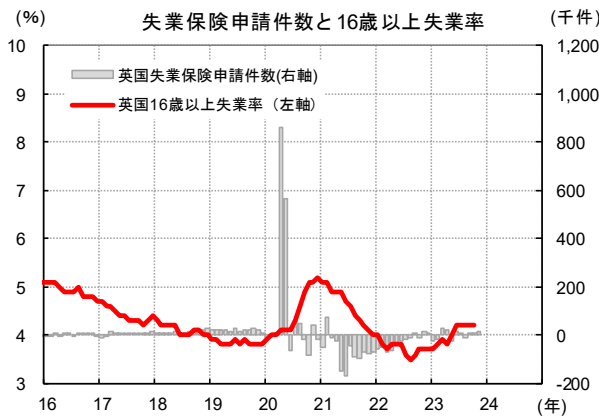
(2) 英国経済



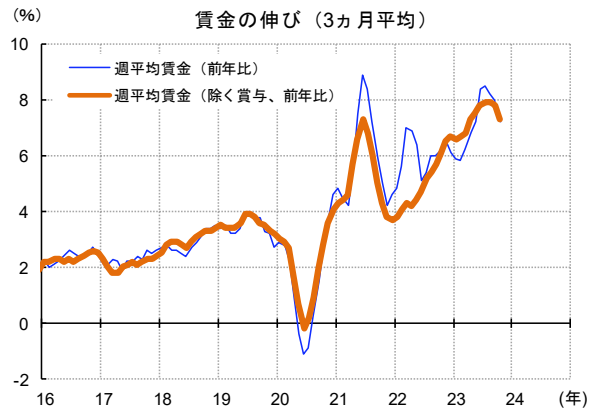
出所: Bloomberg より TDAM 作成



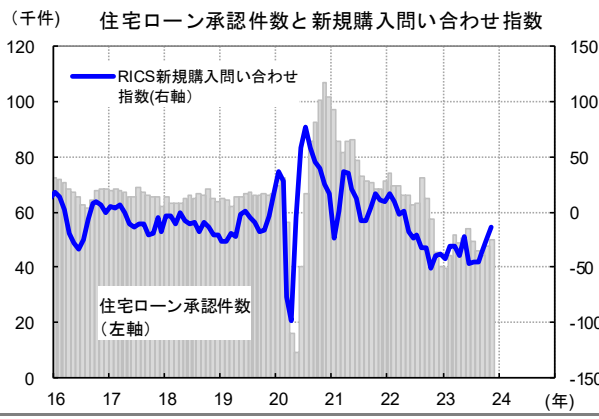
出所: Bloomberg より TDAM 作成



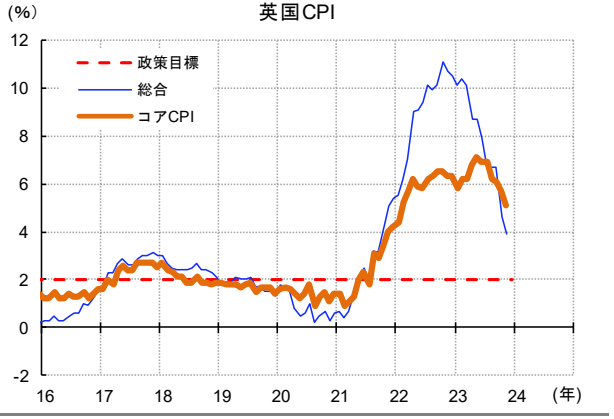
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



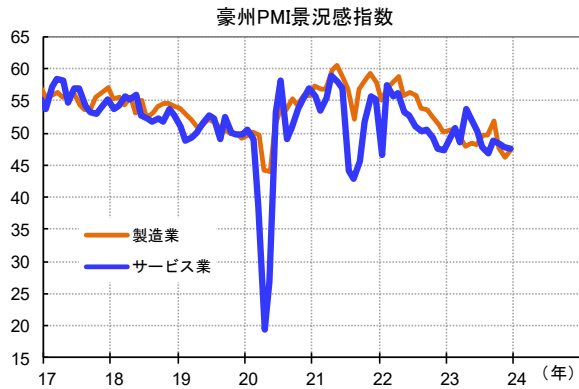
出所: Bloomberg より TDAM 作成



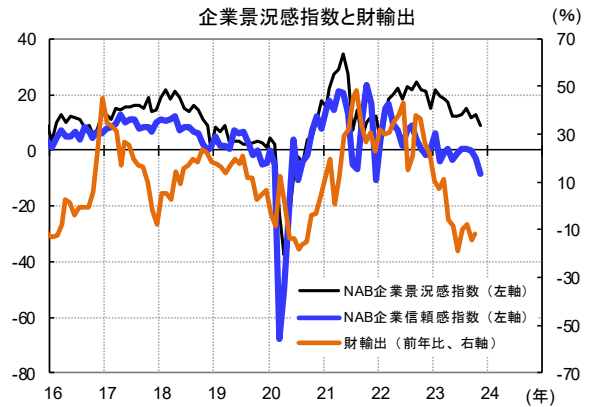
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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



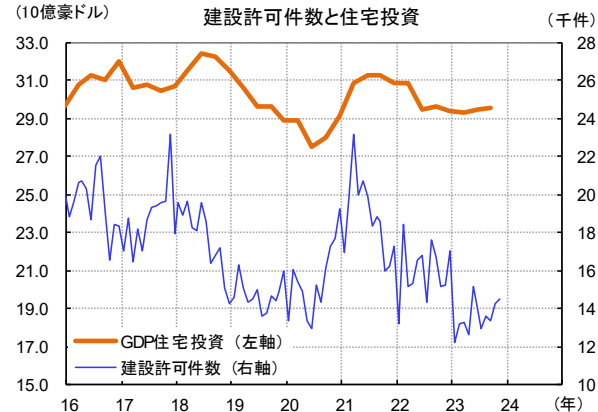
出所: Bloomberg より TDAM 作成



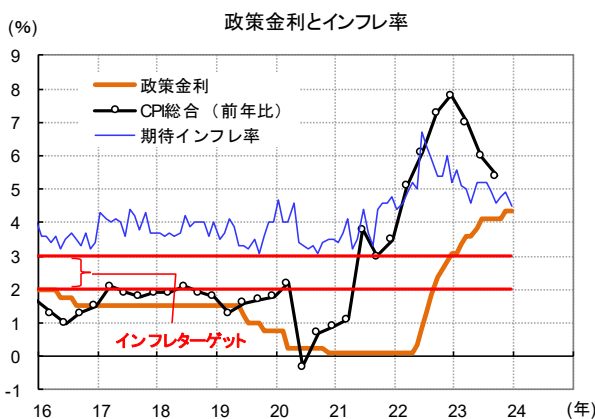
出所: Bloomberg より TDAM 作成



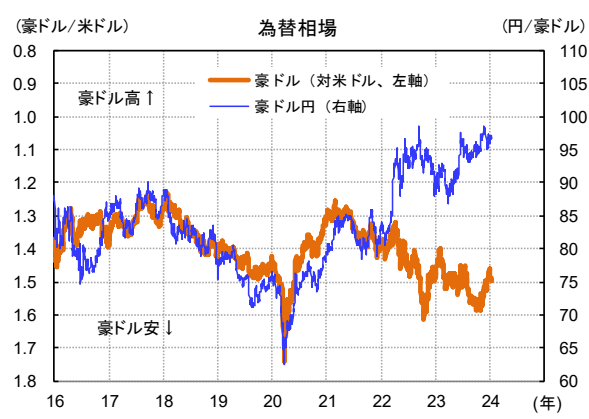
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

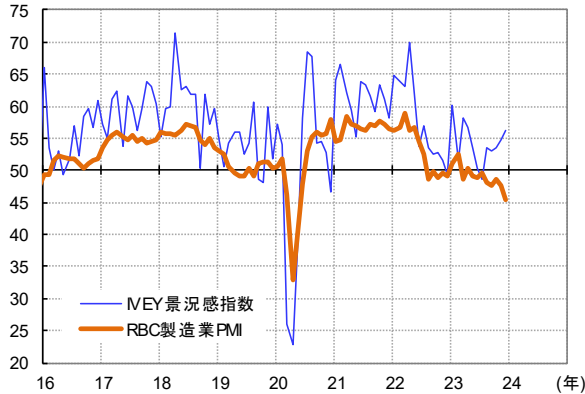


出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

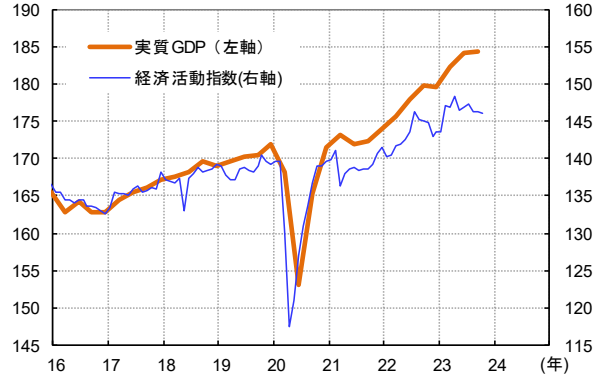
(4) カナダ・ブラジル経済

カナダ製造業PMI



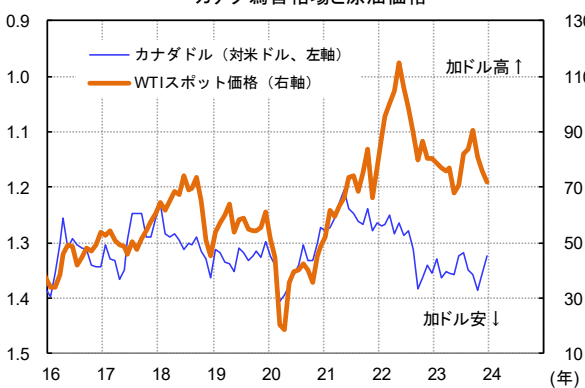
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



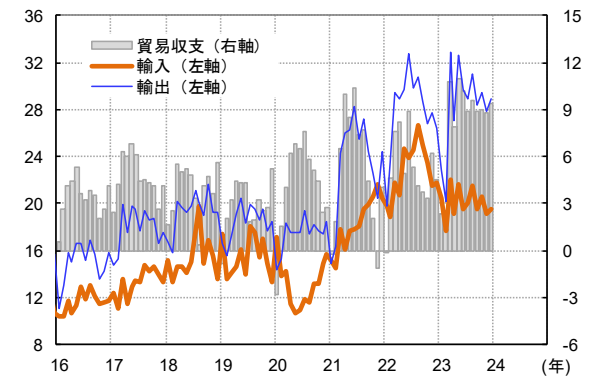
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



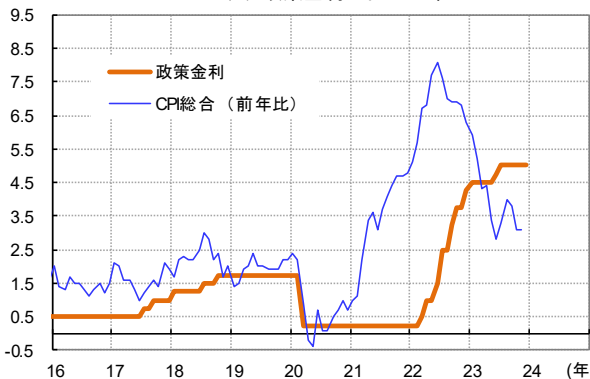
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



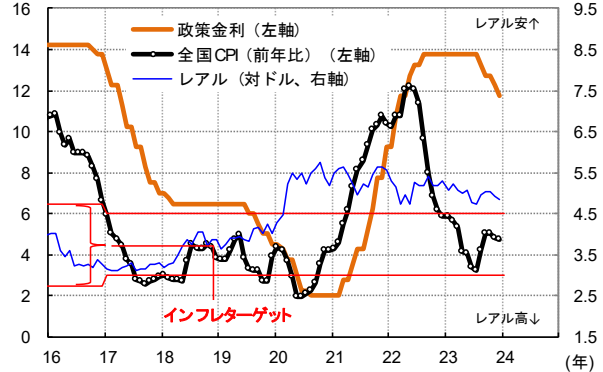
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(%) カナダ政策金利とインフレ率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

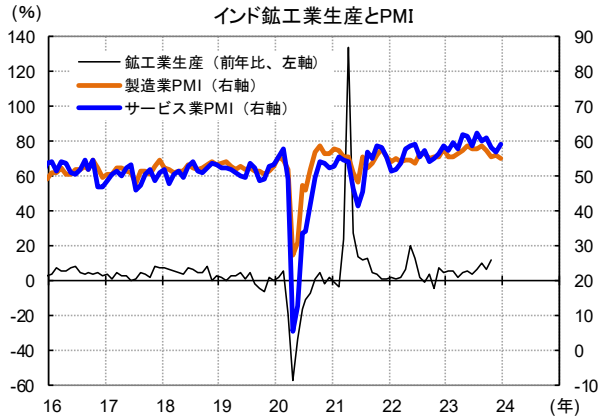
(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)



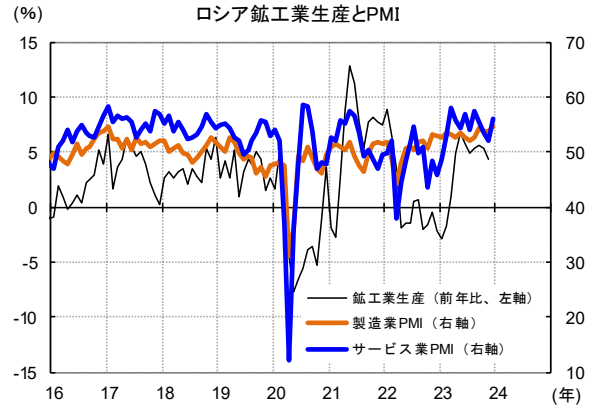
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

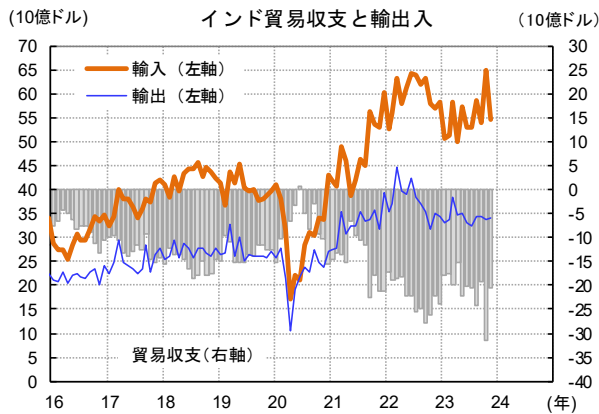
(5) インド経済・ロシア経済



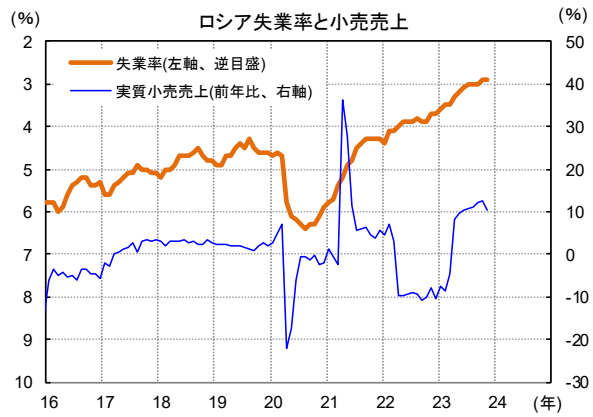
出所: Bloomberg より TDAM 作成



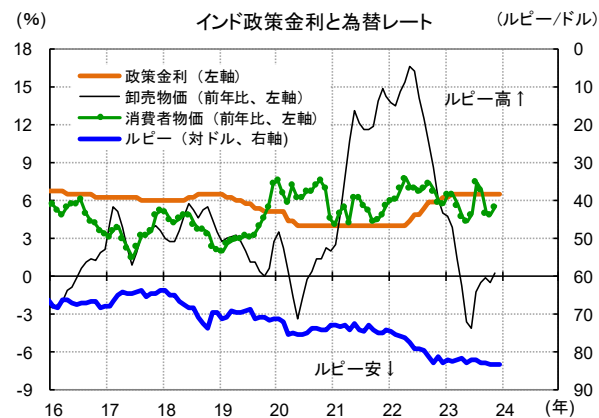
出所: Bloomberg より TDAM 作成



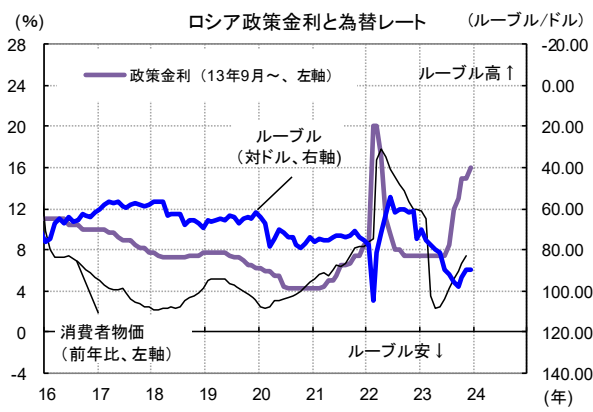
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

市場見通し

1. 債券

1-1. 国内債券

能登半島地震が金融政策にもたらす可能性に注意。当面は、長期金利は横ばい推移する見通しであるが、長期的には地震の影響が解消に向かう中で上振れる可能性。

○ 金融政策について

日銀は12月18日～19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。比較的多くのエコノミストの予想通りであった。ただし、一部には、12月の変更を予想する向きもあったほか、1月の変更に向けてフォワードガイダンスが修正されるとの見方もあったことから、本決定は、市場に若干の影響を与え、当日や翌日の長期金利低下につながった。会合後の記者会見では、植田総裁から丁寧な説明がなされた。例えば、金融政策の変更に伴うサプライズに関しては、各金融政策決定会合間のデータをもとに政策が決定することから、サプライズが全く起こり得ないわけではない、という趣旨の発言があった。また、1月の金融政策決定会合での変更に関して、言質を与えず、1月の会合までに公表されるデータが多くはないものの、支店長会議がある、といった発言もなされた。なお、大幅な輸入物価上昇の価格転嫁等を指す「第一の力」は弱まりつつも、国内の賃金と物価の好循環を指す「第二の力」が増している、といった説明もされた。もともと、見極めが必要であるとの見解も示され、先行き賃金と物価の好循環が達成するかについては、十分な確度を持っているわけではない、と慎重な姿勢を維持した。金融政策の変更が企業決算に与える影響に関しては、特段議論していないことも明かしたほか、米国が利下げをしている局面で日銀がマイナス金利解除をできないわけではないことも、その背景等によっては可能であることを丁寧に説明していた点は印象的であった。

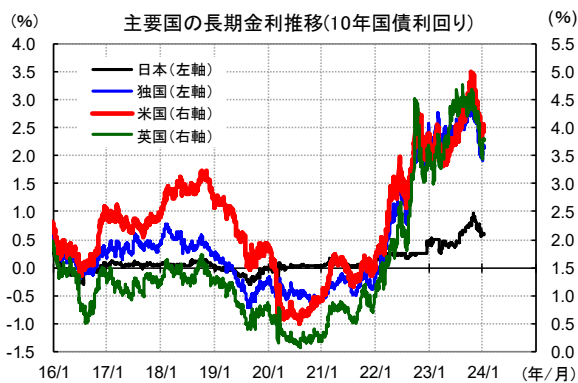
その後、植田総裁は、経団連の会合での講演において、2%の物価安定の目標が持続的かつ安定的に実現していく確度は少しずつ高まってきているとの認識を示したが、金融政策の変更を検討していく時期については、決め打ちできないといったことも明かした。

2024年になって直後に、能登半島での大地震が発生した。こうしたこともあり、市場では、1月の政策変更は難しいとの見方が広まっている。

○ 長期金利

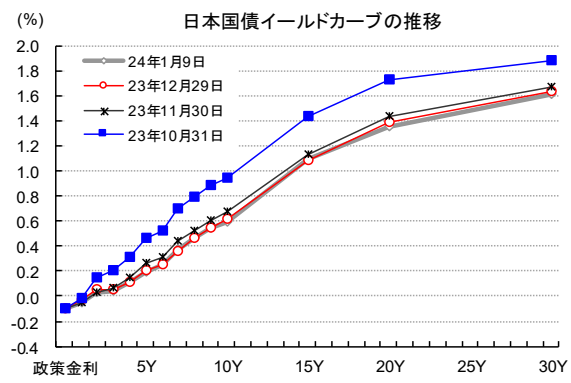
金融政策決定会合後の植田総裁の発言は、丁寧な説明のなかで踏み込んだものも増えてきた印象がある。12月の会合後の発言を踏まえれば、マイナス金利解除は視野に入れる必要があった。しかし、2024年になって直後に、能登半島での大地震が発生し、これがもたらす経済と金融への影響については見極めが必要だろう。こうした観点から、ひとまずは横ばい圏での推移を予想する。ただ、大規模緩和を行っていた黒田氏が総裁を務めていた期間を除いて、名目潜在成長率と長期金利の関係を推計すると、足許の水準は低い位置にあるとみている。地震の影響が解消したのちには、新しい金利観が醸成されて上振れる可能性もあるとみている。

国内金利は0.6%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

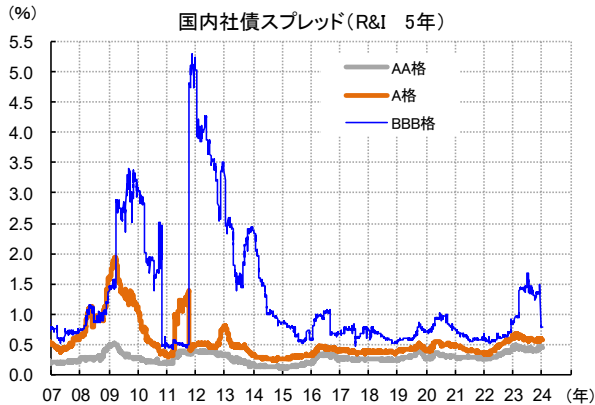
11月末と比べて足許はさほど変わっていない状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

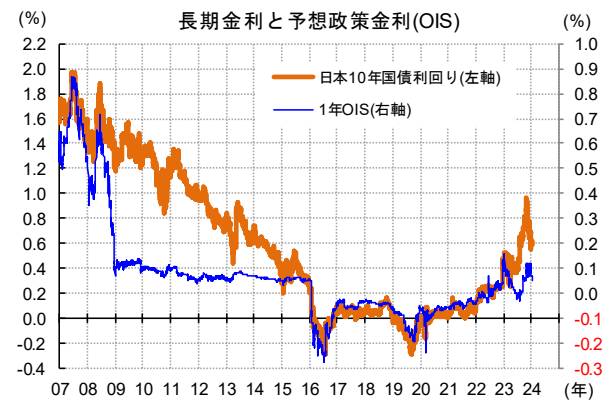
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

社債スプレッドは、BBB 格の利回りが急低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

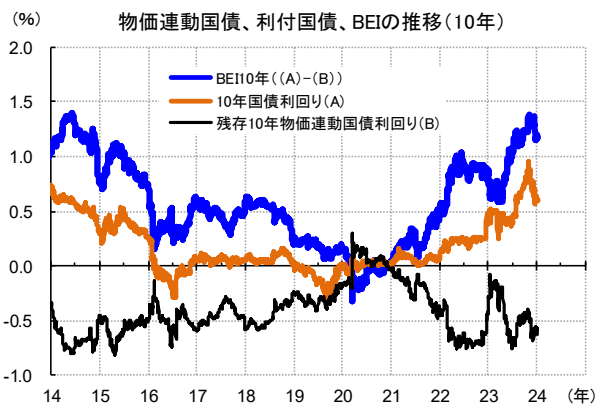
OIS は足許で低下気味



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。

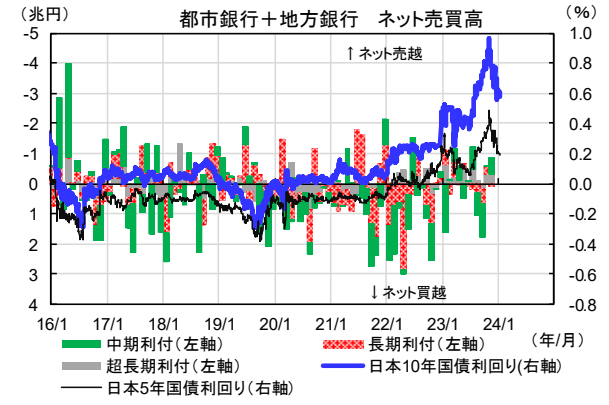
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

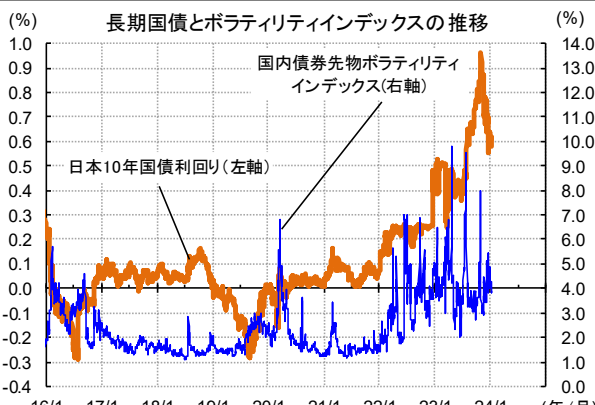
11 月は中期と超長期ゾーンで売り越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

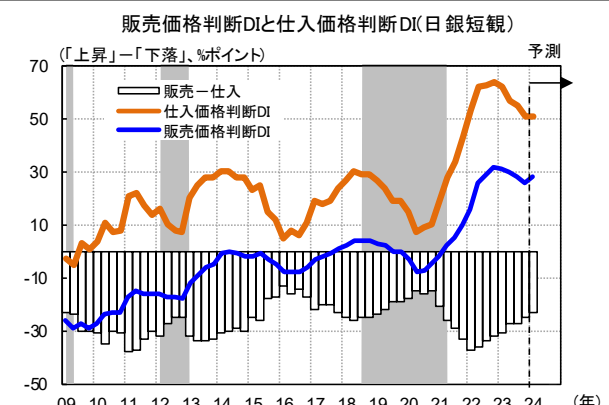
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

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

金利については、長期的には低下圧力が加わると予想されるものの、利下げを強く織り込み過ぎた反動から上昇する可能性もあり、目先 3 ヶ月では横ばい推移を予想。

○ 金融政策について

FRB(米連邦準備制度理事会)は12月12日~13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。これにより、3会合連続での据え置きとなり、7月の利上げが、今回の利上げ局面における最後の利上げとなった可能性は高い。パウエル議長は記者会見において、会合メンバーの誰もが追加の利上げを示唆しなかったことを明かした。もっとも、追加利上げの可能性について「排除したくなかった」とも述べており、選択肢を確保しておきたい姿勢がうかがえる。

FOMC参加者の金利見通しを示すドットチャートでは、2024年末の中央値が4.6%となり、1回の変更幅を0.25%とすると、3回分が予想されていることになる。前回9月時点では、2023年末までに1回利上げを行った上で、2024年末までに2回利下げをする形で5.1%になると予想されていた。これと比較すると相当ハト派な印象を与えるドットチャートとなった。

このことは金融市場にインパクトを与え、株式市場で、主要株価指数が年末にかけて連日最高値更新をする原動力となった。もっとも、その後は、一部の参加者から軌道修正を図るようなコメントも聞かれた。ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁は、現時点では、われわれは実際に利下げについて話し合っていない、と述べた。シカゴ連銀のゲールズビー総裁は、インフレとの闘いに関して、勝利宣言するのは早すぎると言ったコメントをしていたほか、クリーブランド連銀のメスター総裁とサンフランシスコ連銀のデーリー総裁も来年早い時期の利下げ観測は時期尚早であるとけん制した。ただ、こうした発言を無視する形で、足許でも先物市場では2024年に5.5回の利下げが織り込まれている。

○ 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。特に、ドットチャートの影響は大きかった他、物価や企業景況感の弱さも金利低下を後押しした。ただ、FOMC参加者の金利見通しと先物市場における乖離もやや気かりなところである。多少の揺り戻しも生じうると考えられる。故に、目先、3ヵ月程度は横ばい圏での推移を見込む。

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

12月14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。2会合連続の据え置きとなった。この点は市場の予想通りであった。なお、以前より一部の当局者から前倒し終了を求められていたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)については、完全な再投資は2024年6月までとして、それ以降は月平均75億ユーロずつ削減し、2024年末で再投資を打ち切る方針が示された。この点については、事前にラガルド総裁が、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、との見解を示していた。

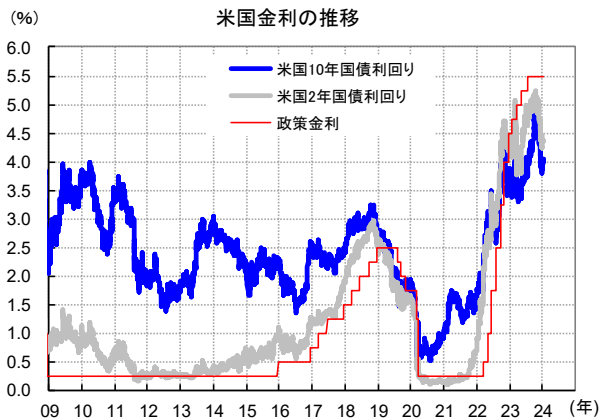
定例理事会後の記者会見において、ラガルド総裁はインフレについて警戒を緩めるべきではない、という発言をしたほか、利下げについても「全く議論しなかった」と発言し、ハト派なFOMCとは対照的なスタンスで市場からは注目を集めた。ただ、ユーロ圏経済は芳しくない状態が続いているほか、物価上昇の懸念も和らぎつつあることから、近くハト派な姿勢を見せると予想する。

○ 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きた。ユーロ圏経済は冴えない状況が続いているほか、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、直近2ヵ月程度の金利低下幅があまりにも大きいことから、既に実際に生じているように、反発には警戒したい。よって、目先3ヵ月では横ばい推移を予想する。

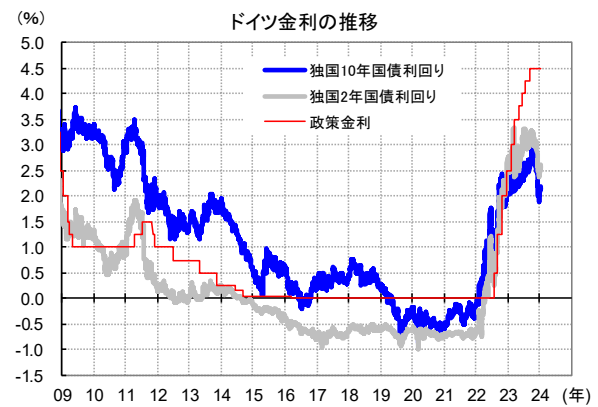
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

(米国) 10 年金利は 4.0%近傍で推移



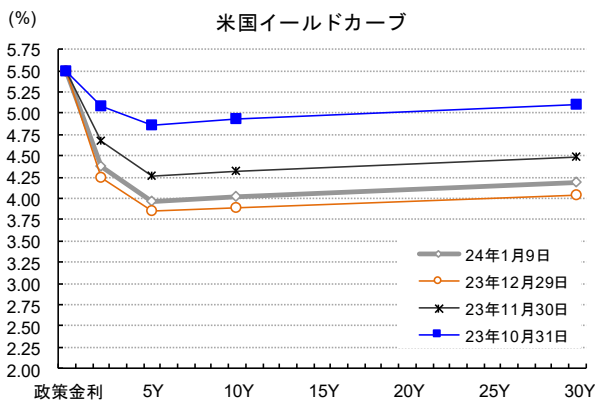
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 10 年金利は 2.1%近傍で推移



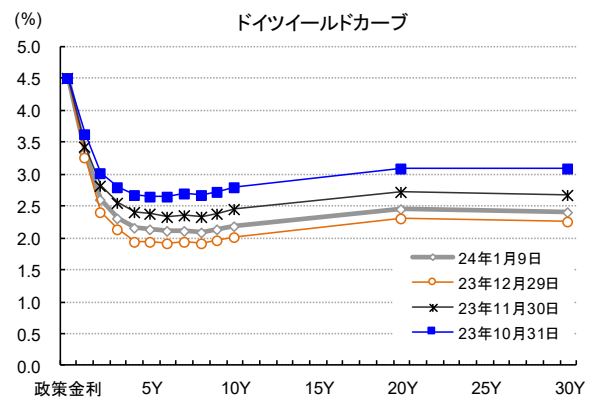
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 11 月末と比べて全般的に下方シフト



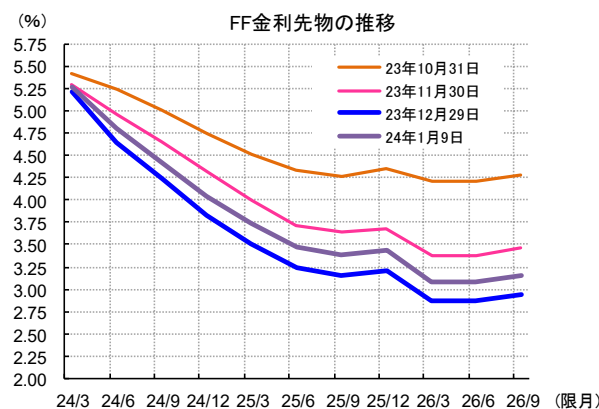
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 11 月末と比べて全般的に下方シフト



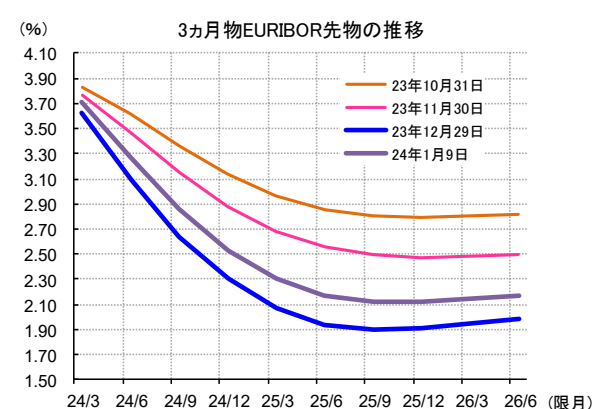
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 11 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) 11 月末と比べて、全般的に下振れ

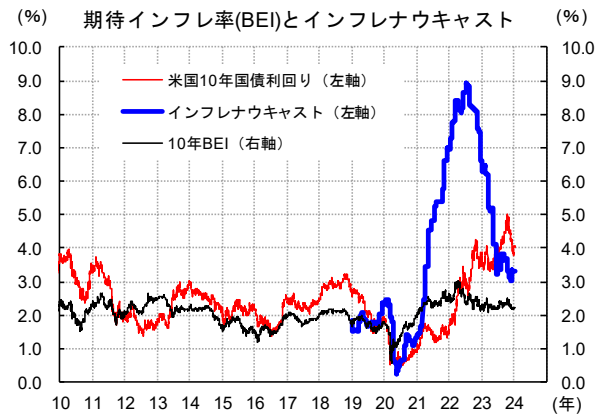


注: EURIBOR は欧州銀行間貸出金利でユーロ圏の短期指標金利。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

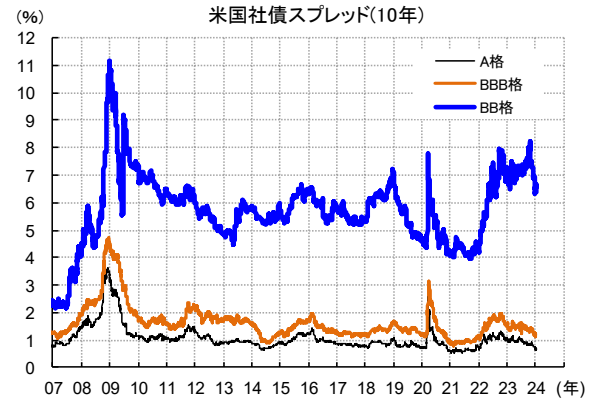
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国) インフレナウキャストの鈍化ペースが減速



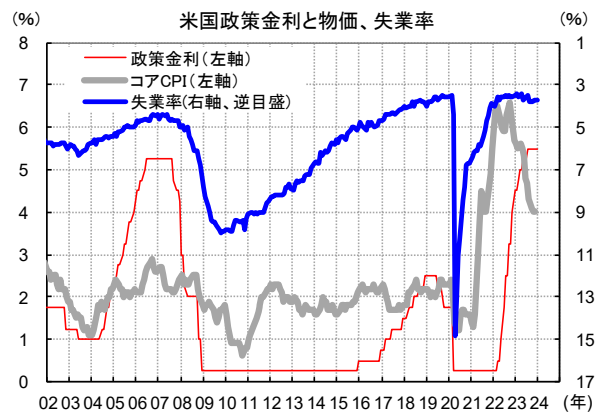
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クリーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BB 格は足許でタイト化



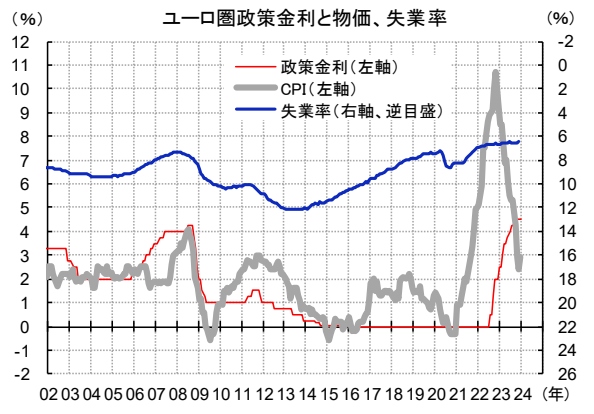
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 今後は利下げのタイミングに注目が集まる FRB



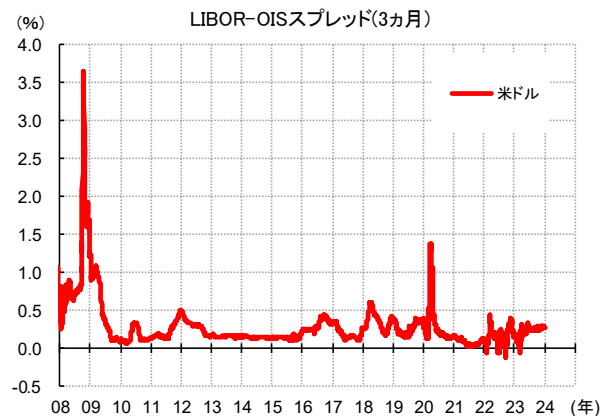
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) ECB は次第に雇用にも注意する可能性



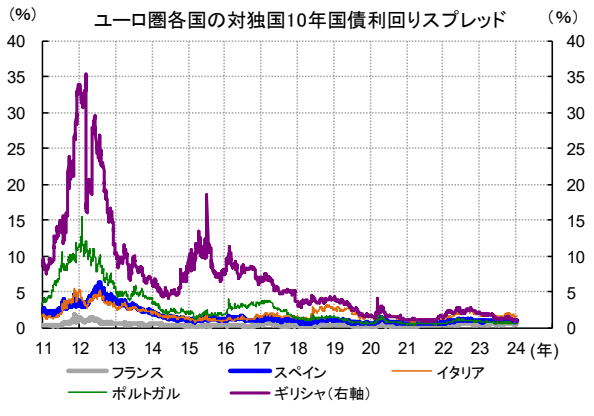
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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ワイド化



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

2. 株式

2-1. 国内株式

企業業績への期待はありつつも米国株が下落した場合に連れる可能性やその他懸念材料もあるため、目先は横ばいを予想。

[需給動向]

現物と先物を合わせた外国人投資家の動向(差引ベース)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。12月8日終了週以降は、金額も大きくはなく、方向感もあまりでない。

[バリュエーション]

TOPIXのPBRは1.32倍、PERは12ヵ月先予想ベースで13.7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1.68%程度である(数値は1月5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、小幅に低下している。12月公表の日銀短観では大企業製造業・非製造業ともに業況判断DIは良好であったことから、10-12月期の業績は大幅に悪化しないと考えられる。

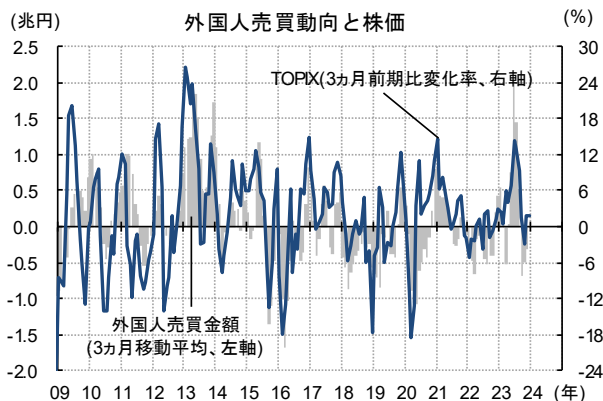
[株価見通し]

日本経済については次第に上向くとみている。足許で、実質賃金はマイナスであるが、賃上げの機運は高まっている。一方で、消費者物価や基調的なインフレ指標についても減衰の兆しがみられる。年後半にかけて消費が高まる可能性はある。輸出数量が冴えないことや工作機械受注の回復が鈍いことには注意を払いたい。また、目先は米国経済と株価の動向に注意が必要である。米国企業の景況感は軟調に推移している。次第に上向くとみているが、予断を許さない。またこれまでの米国株価上昇の反動から発生しうる調整には注意したい。米国株が下落した場合には、日本株にも相当の下落圧力がかかるだろう。

能登地方での地震の影響は見定めがたいところがある。被災の状況は東日本大震災のそれと比べれば大きくはないが、サプライチェーンをめぐる混乱が発生しないとも言えないことから、やや気に掛けておく必要はあろう。また、紅海を巡る地政学リスクへの注意も必要である。

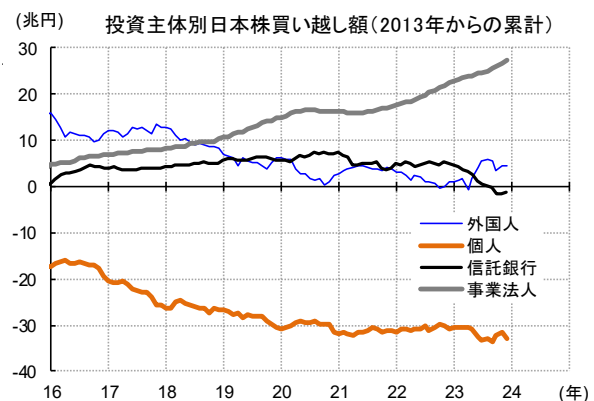
これらを総合的に判断して横ばいを予想する。

新NISA 制度には外国人投資家も関心を持っている模様で、先行きの買い越しに期待



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

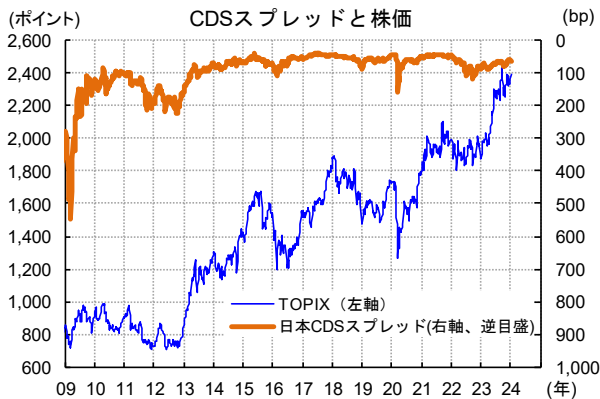
外国人投資家の買い越し額(2013 年からの累計)は足許で小幅に増加しつつある状況



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

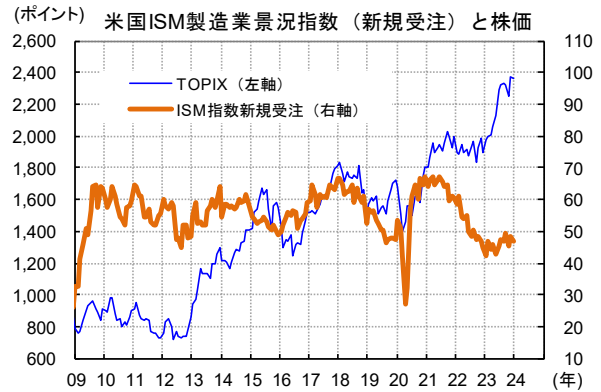
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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



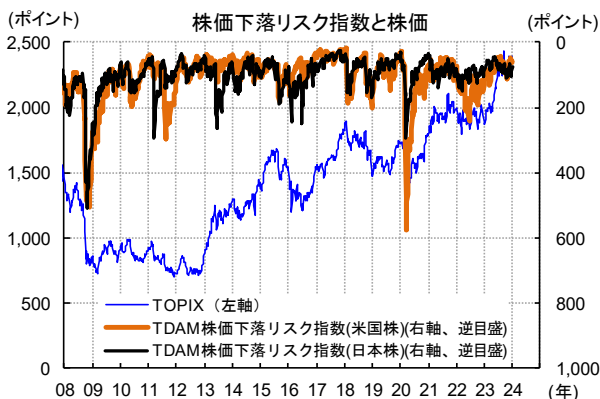
出所: (株)JPX 総研、BloombergよりTDAM作成

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

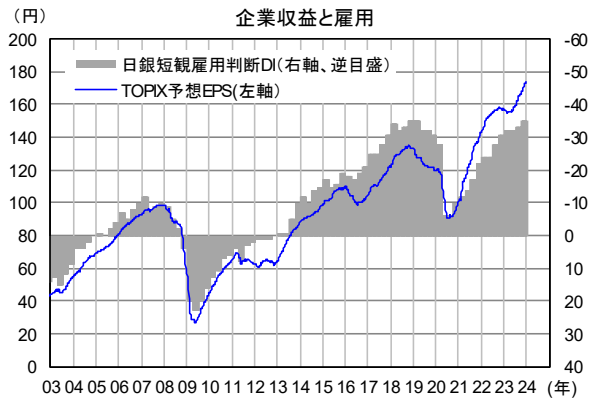
日米の株価下落リスク指数は低位で小動き



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



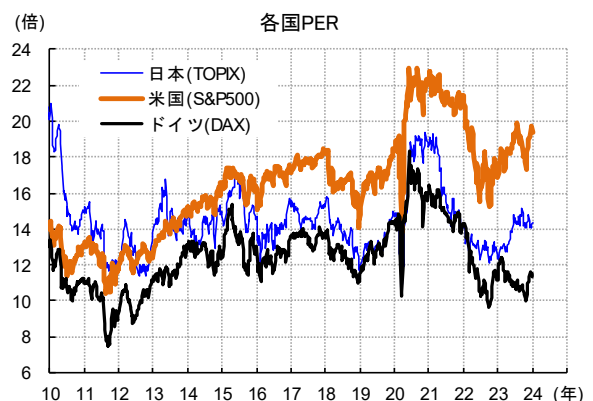
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、BloombergよりTDAM作成

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ヵ月先予想ベース。

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。

証券・商品先物取引は見通しが慎重化

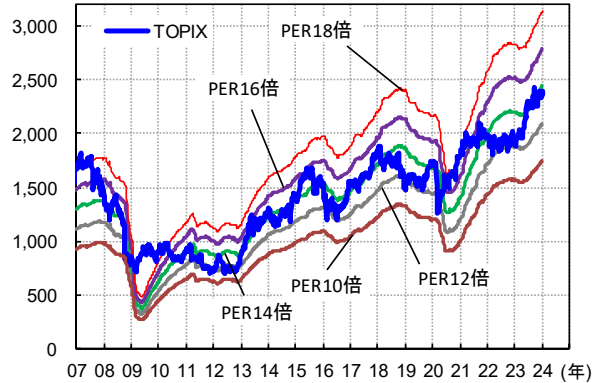
東証33業種12ヵ月先売上高予想(1ヵ月前比)

上位			下位		
順位	業種	変化率	順位	業種	変化率
1	その他金融業	6.6%	1	証券・商品先物取引	-8.9%
2	電気機器	2.8%	2	ガラス・土石製品	-7.8%
3	繊維製品	1.6%	3	水産・農林業	-7.0%
4	輸送用機器	1.5%	4	銀行業	-4.4%
5	倉庫・運輸関連	1.4%	5	保険業	-1.8%
6	石油・石炭製品	1.3%	6	鉱業	-1.1%
7	サービス業	0.8%	7	金属製品	-0.7%

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

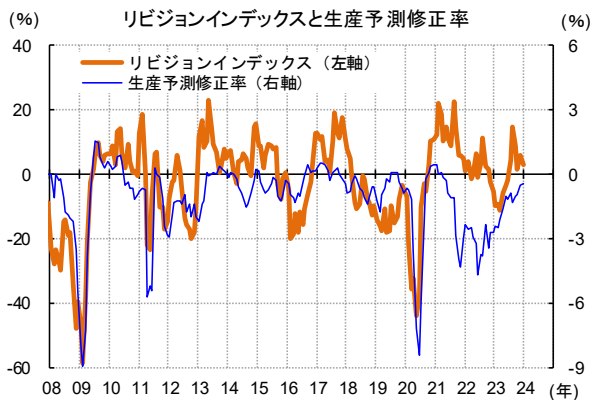
予想 PER(12ヵ月先)は足許 13.7 倍程度

(ポイント) 国内株式 予想PER



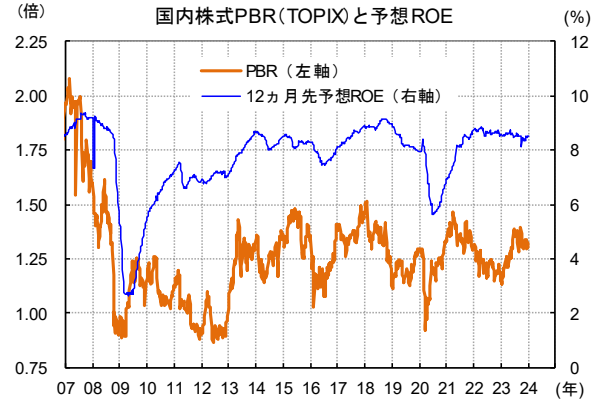
注: 12ヵ月先予想ベース。
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはプラス圏で小動き



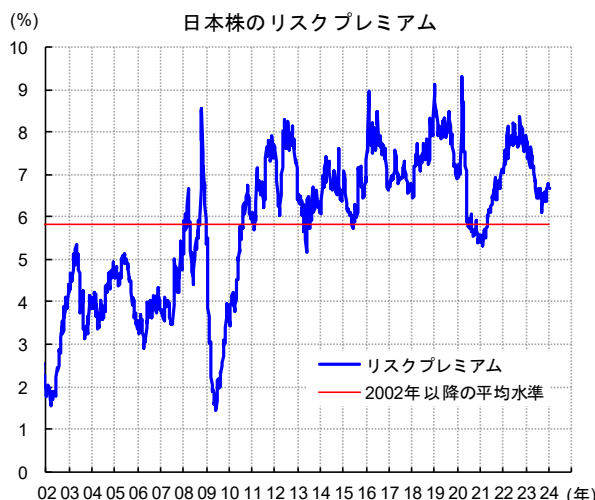
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBR は 1.30 倍、予想 ROE は 8.49%



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 2,327 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% (107.5)	7% (125.4)	8% (143.3)	9% (161.2)	10% (179.2)	11% (197.1)
リスクプレミアム	4%	1.31	1.52	1.74	1.96	2.18	2.40
	5%	1.07	1.25	1.43	1.61	1.79	1.97
	6%	0.91	1.06	1.21	1.37	1.52	1.67
	7%	0.79	0.92	1.05	1.19	1.32	1.45
	8%	0.70	0.81	0.93	1.05	1.16	1.28
9%	0.63	0.73	0.83	0.94	1.04	1.15	

【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% (107.5)	7% (125.4)	8% (143.3)	9% (161.2)	10% (179.2)	11% (197.1)
リスクプレミアム	4%	2,341	2,732	3,122	3,512	3,902	4,293
	5%	1,923	2,243	2,564	2,884	3,204	3,525
	6%	1,631	1,903	2,175	2,446	2,718	2,990
	7%	1,416	1,652	1,888	2,124	2,360	2,596
	8%	1,251	1,460	1,668	1,877	2,085	2,294
9%	1,121	1,308	1,494	1,681	1,868	2,055	

注: 括弧は、BPS1,806 円の場合の EPS 水準
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg、TDAM 予想

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

2-2. 外国株式

米国の実体経済は緩やかながらも景気拡大を成し遂げると予想。ただし、需給面や短期的な値動きからは目先の調整のリスクもあることから、当面は横ばいを予想。

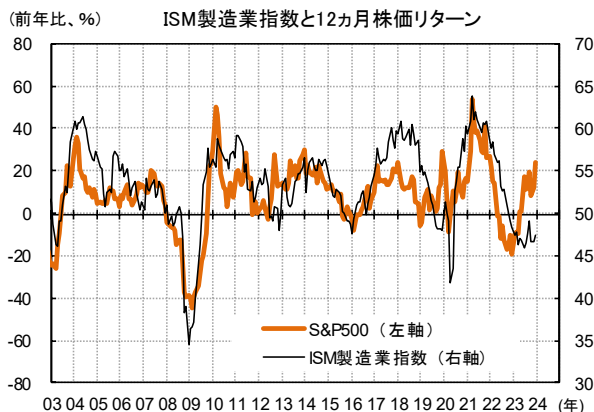
[米国株式]

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19.3倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:19.1倍、過去10年平均:17.8倍程度)をやや上回っている。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、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いるが、この成長軌道は確固たるものではないともみている。既往の高い金利が米国経済を減速させつつあるが、このペースについては緩やかなものとなるのか、思いの外ハードランディングになるのか、注意が必要である。特に、米国の企業景況感や地区連銀指数には冴えないものも散見されている点は気がかりである。

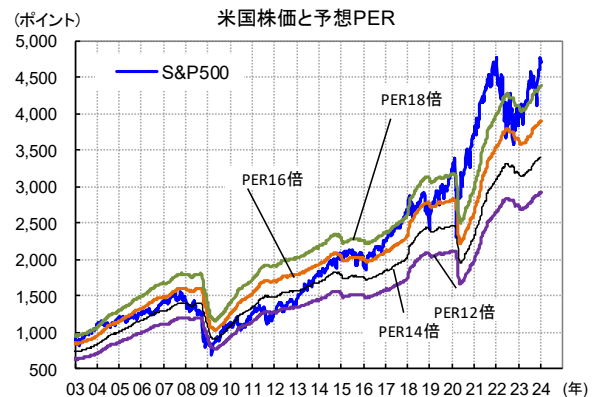
米国株は当社の見通しどおり上昇したが、実体経済は当社の見通しよりも軟調な指標がみられていることから、株価の調整リスクには注意したい。また需給の引緩みも懸念される。NASDAQ100指数の先物やダウ工業株30種平均の先物などのポジションについては、非商業および非報告部門に着目すると、2020年以降では比較的高水準の買い越しとなっている。FRBの利下げを期待して積み上がったと推察されるが、もしも市場の見通しに近い6回の利下げが起きるとすれば、それは米国経済が相応の悪化をしていることと表裏一体と言えよう。その場合には、業績の調整を余儀なくされよう。このような観点から下落リスクには注意したい。長期的には米経済は回復し株価も持ち直すと期待したいが、暫くは様子を見るべきタイミングに差し掛かっているとみている。

ISM 製造業指数は低水準で概ね横ばい推移するなか、株価のリターンは拡大



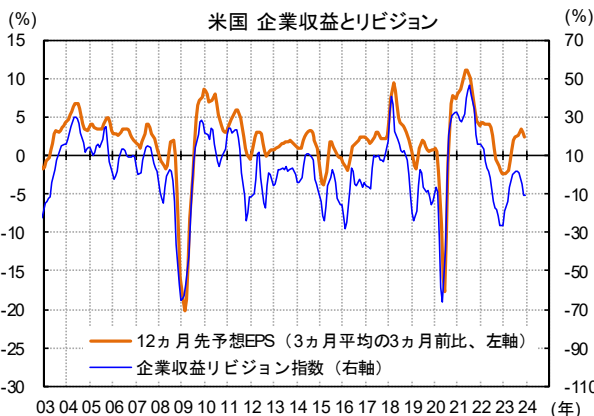
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 19.3 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

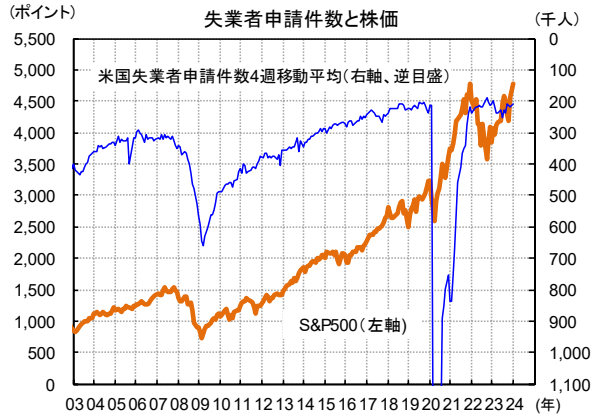
リビジョンインデックスは下振れ



注:12ヵ月先予想EPSはS&P500のデータを使用。

出所: FACTSET より TDAM 作成

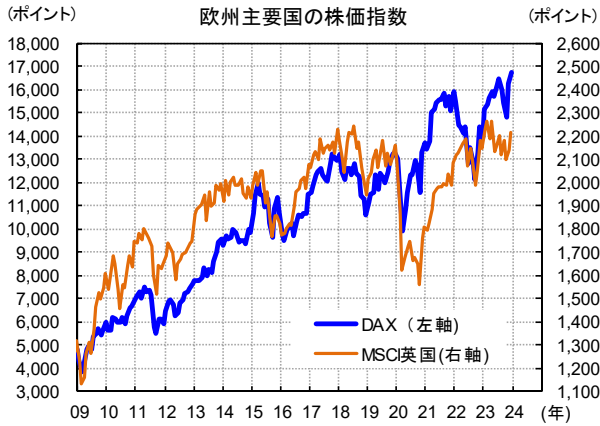
雇用市場は比較的堅調なかで、株価も堅調に推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

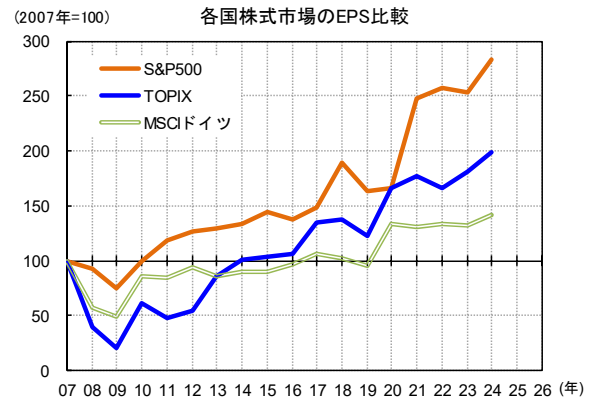
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

独・英とも足許は堅調



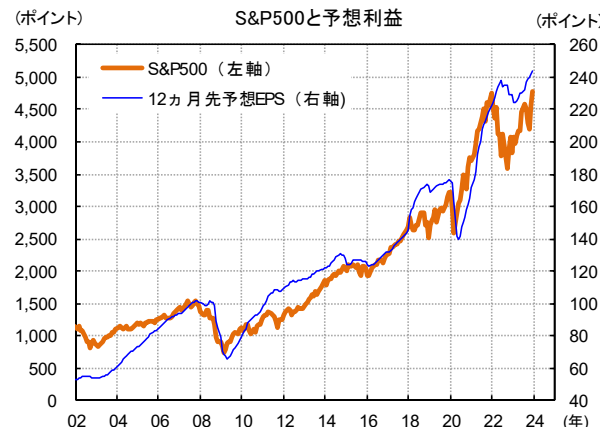
出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(23 年、24 年)は、米国: -2%、12%、
日本: 9%、10%、ドイツ: -1%、7%



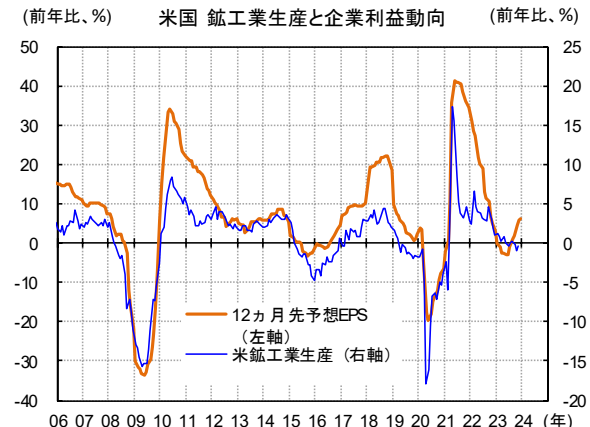
注: 22 年までは実績EPS、23 年以降は予想EPS
出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12 カ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



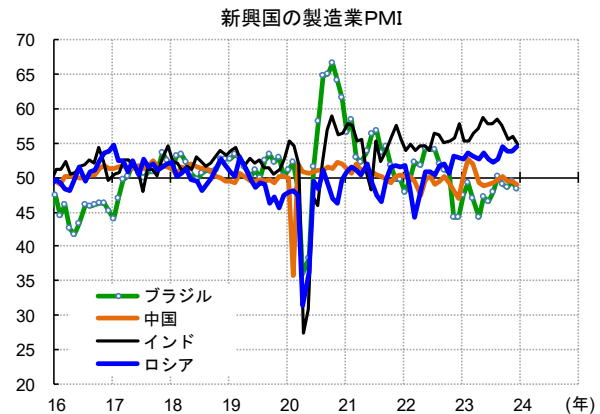
注: 12 カ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

予想 EPS の前年比はプラス圏で伸び率拡大気味



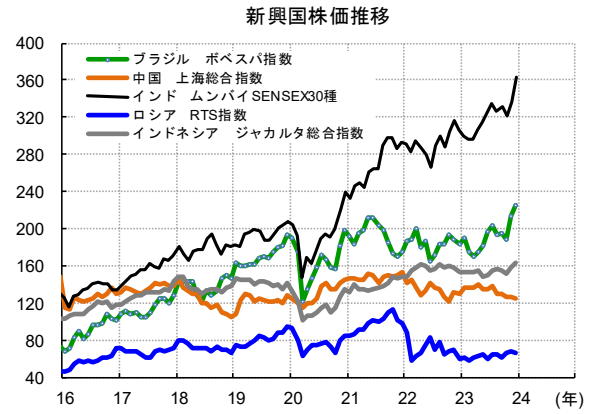
注: 12 カ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドは高水準にありながらもやや低下気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

軟調に推移する中国株



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

目先は米金利の影響を受けた展開を予想。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。

昨秋以降、ドル円はやや下落気味で推移している。FRBのタカ派姿勢に変化が見られたことや、米国のインフレ率鈍化が着実に進展していることが影響している模様である。

目先は、これまでそうであったように米国10年金利と連動的に推移すると考えている。当社では、当面は、米金利は横ばい推移すると予想しており、ドル円についても横ばい推移を予想する。

ただし、長期的に円高進行しよう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えれば、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まだそれなり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、10月以降は上振れ気味で推移している。

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。

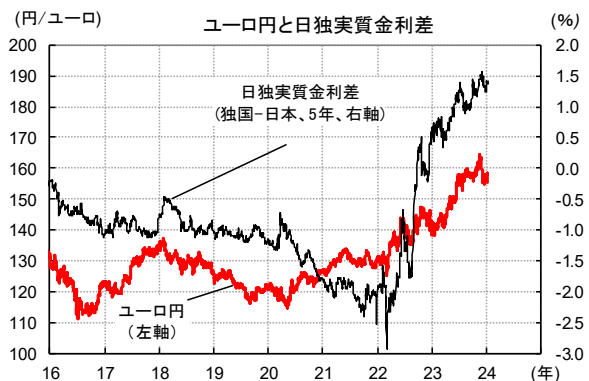
先物市場では、ユーロ圏と米国ではほぼ同じ幅の金利低下が予想されている。しかし、ユーロ圏経済と米国経済では温度差があると考えられることから、この織り込みには修正が入ると予想される。消費者物価に影響を与える生産者物価に着目しても、11月のユーロ圏のPPIは前月比、前年比ともにマイナスだが、米国では前月比は横ばい、前年比ではプラスとなっている。12月のユーロ圏の消費者物価指数は、現時点で公表されているものを参照すると、前年比で2.9%、コアCPIは3.4%である。米国の消費者物価指数は、まだ公表されていないが、現時点の市場予想ではそれぞれ、3.2%、3.8%である。現時点の物価動向からみても、ユーロ圏の緩和のペースが米国より早くて然るべきだろう。このような観点からユーロ安を見込む。

12 月末にかけて円高進行したものの、その後は円安に振れる展開



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

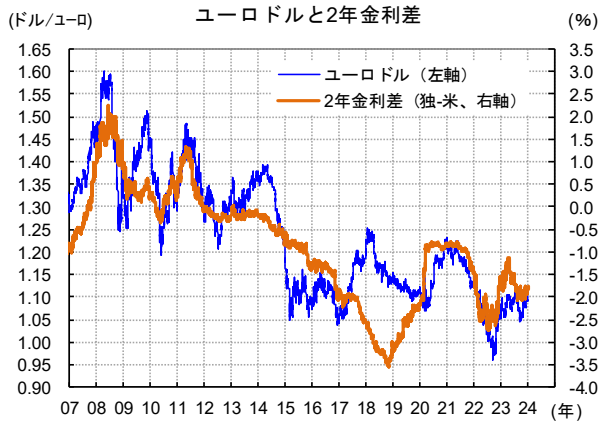
日独実質金利差は方向感にかけ始めて、ユーロ円も足許は横ばい気味



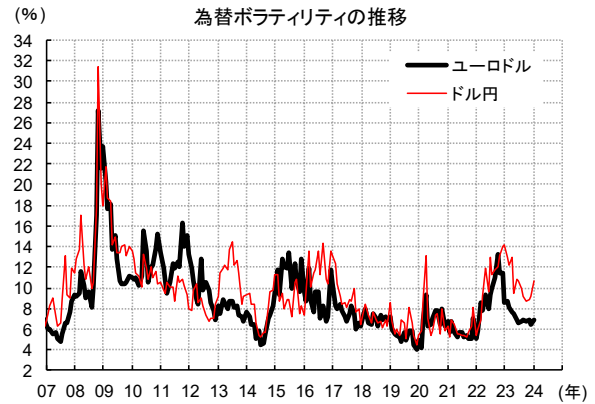
注: 実質金利は、5 年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を 5 年国債利回りから差し引いて計算
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

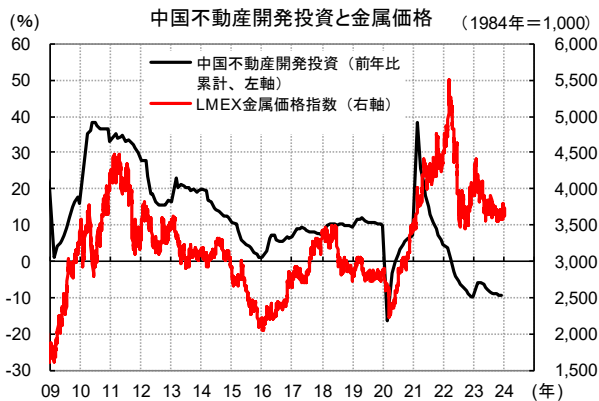
足許では、2 年金利差は方向感に欠けて、ユーロドルも概ね横ばい推移



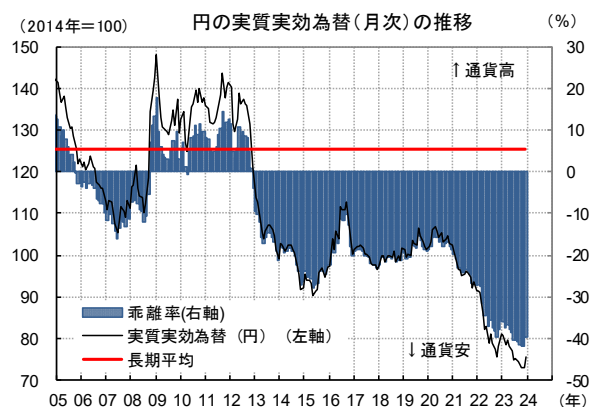
ドル円のボラティリティは足許でやや上昇



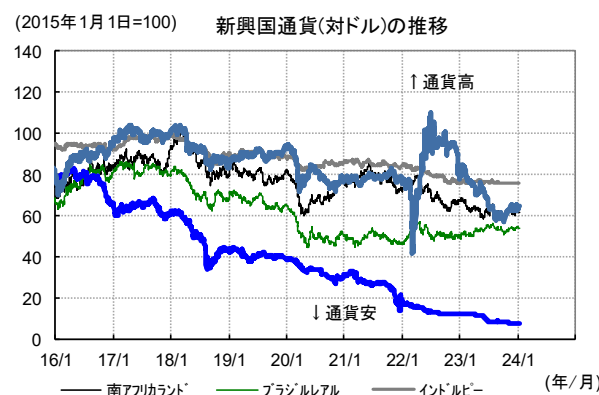
金属価格指数は足許で底打ちの兆し



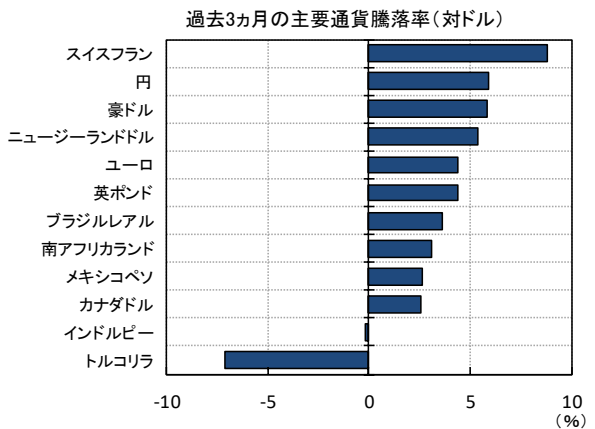
円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に 40%程度



トルコリラは軟調な地合いが継続



ドルは比較的多くの通貨に対して軟調



【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。

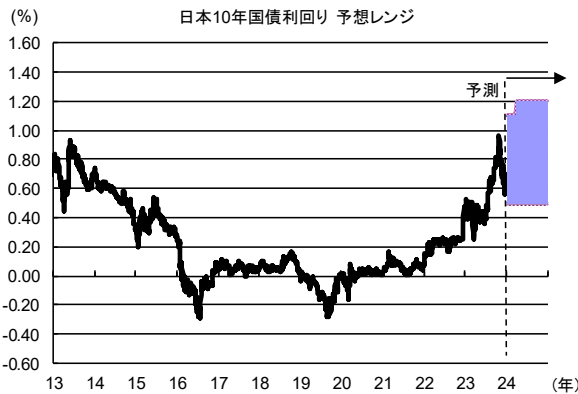
4. 市場見通し(まとめ)

			実績		予想							
			前月作成時	今月作成時	2024年1~3月期		2024年4~6月期		2024年7~9月期		2024年10~12月期	
			2023年 12月5日	2024年 1月10日								
日本	政策金利	%	-0.10	-0.10	-0.10	~ 0.00	-0.10	~ 0.00	0.00	~ 0.10	0.10	~ 0.10
	10年国債利回り	%	0.67	0.59	0.50	~ 1.10	0.50	~ 1.20	0.50	~ 1.20	0.50	~ 1.20
	TOPIX	ポイント	2,343	2,444	2,270	~ 2,560	2,270	~ 2,560	2,290	~ 2,580	2,320	~ 2,620
	日経平均	円	32,776	34,442	31,700	~ 35,800	31,700	~ 35,800	31,900	~ 36,100	32,400	~ 36,600
米国	FFレート	%	5.25~5.50	5.25~5.50	5.25	~ 5.50	5.00	~ 5.50	4.50	~ 5.75	4.25	~ 5.50
	10年国債利回り	%	4.17	4.03	3.50	~ 4.40	3.30	~ 4.30	3.20	~ 4.30	3.10	~ 4.20
	S&P500	ポイント	4,567	4,783	4,430	~ 5,000	4,430	~ 5,000	4,460	~ 5,040	4,530	~ 5,120
	NY ダウ	ドル	36,125	37,696	35,050	~ 39,570	35,050	~ 39,570	35,310	~ 39,870	35,840	~ 40,470
ユーロ圏	中銀預金金利	%	4.00	4.00	3.75	~ 4.00	3.50	~ 4.00	3.00	~ 3.50	2.75	~ 3.25
	独10年国債利回り	%	2.25	2.21	1.70	~ 2.50	1.60	~ 2.40	1.55	~ 2.40	1.50	~ 2.35
	DAX	ポイント	16,533	16,690	15,460	~ 18,120	15,460	~ 18,120	15,580	~ 18,260	15,810	~ 18,530
為替	ドル円	円/ドル	147.15	145.76	138	~ 149	134	~ 145	131	~ 142	129	~ 140
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.080	1.097	1.04	~ 1.14	1.03	~ 1.13	1.02	~ 1.12	1.01	~ 1.11
	ユーロ円	円/ユーロ	158.87	159.94	145	~ 163	141	~ 161	137	~ 156	133	~ 152

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。

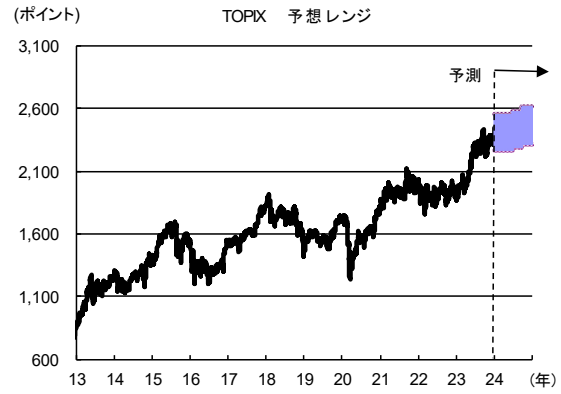
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

〔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〕

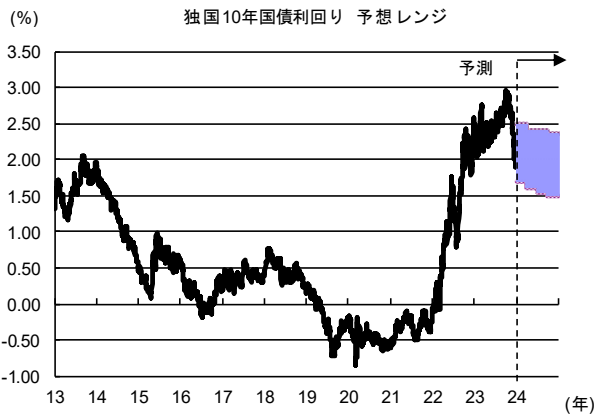


出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「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〕



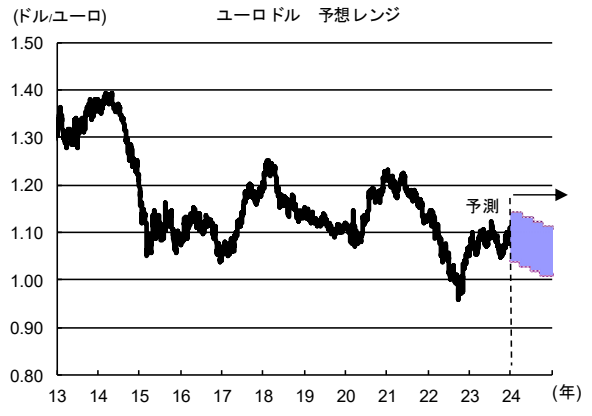
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔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、機械的ないかなる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
1/1 休業日 ◎New Year's Day 欧米休場	1/2 休業日 (ユーロ圏)11月マネーサプライ (米)11月建設支出	1/3 休業日 (米)12月ISM製造業景況指数 (米)12月自動車販売台数 (米)12/12-13分FOMC議事録	1/4	1/5 (日)12月消費者態度指数 (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
1/8 成人の日 (中)12月貿易収支 (中)12月CPI	1/9 (日)11月家計調査 (米)11月貿易収支 (米)12月NFIB中小企業楽観指数	1/10	1/11 (米)12月CPI	1/12 (日)12月景気ウォッチャー調査
1/15	1/16 (中)10-12月期GDP (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)1月NY連銀製造業景況指数	1/17 (米)12月小売売上高 (米)11月企業在庫 (米)12月鉱工業生産 (米)1月NAHB住宅市場指数	1/18 (日)11月機械受注 (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	1/19 (日)12月CPI (米)1月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値) (米)12月中古住宅販売件数
1/22 (米)12月景気先行指数	1/23 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表)	1/24 (日)12月貿易収支 (ユーロ圏)1月PMI(速報値) (米)1月Markit 製造業PMI(速報値)	1/25 (ユーロ圏)ECB理事会 (独)11月IFO景況感指数 (米)10-12月期GDP(速報値) (米)10-12月期個人消費支出(速報値) (米)12月耐久財受注(速報値) (米)12月新築住宅販売件数	1/26 (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
1/29	1/30 (日)12月失業率 (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	1/31 (米)FOMC結果発表		

注: 1月10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。