

投資環境レポート

2025 年 1 月

本資料は 2025 年 1 月 10 日時点での利用可能な情報をもとに作成しています。



【目次】

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

経済見通し

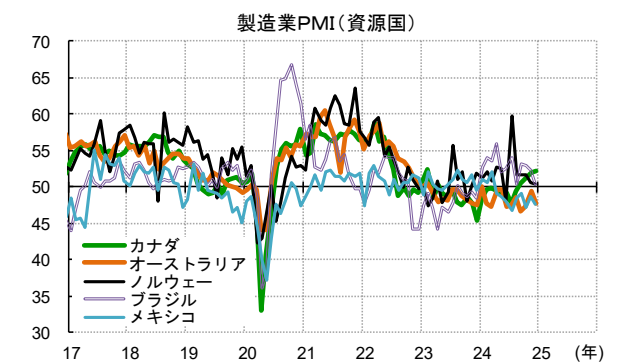
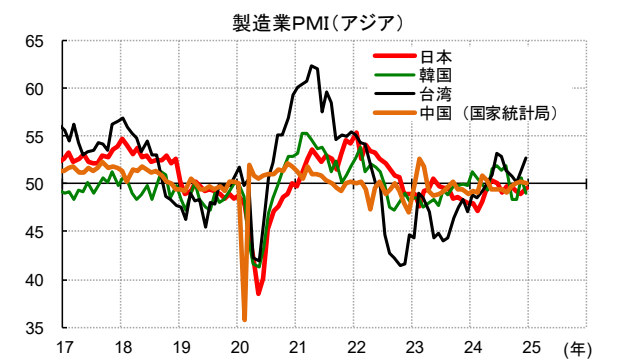
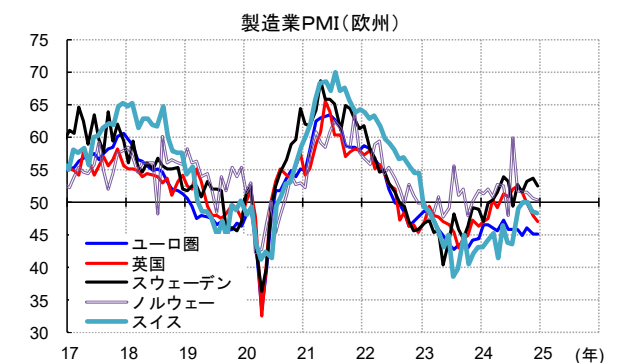
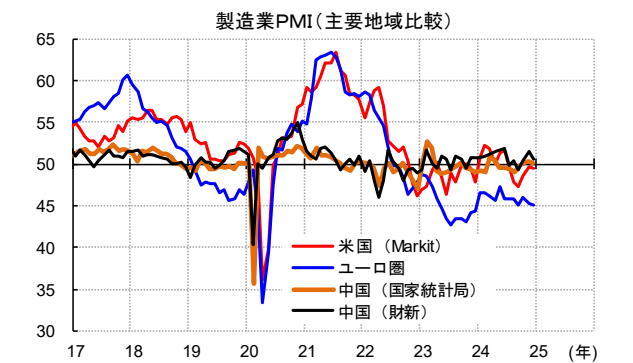
【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	(前年比、%)			(前年同期比、%)		
	23年	24年	25年	24年 1-3月	25年 4-6月	25年 7-9月
世界全体	3.3	3.2	3.3			
先進国	1.7	1.8	1.8			
アメリカ	2.9	2.8	2.2	2.9	3.0	2.7
日本	1.7	0.3	1.1	▲ 0.9	▲ 0.9	0.5
英国	2.9	2.8	2.2	0.3	0.7	0.9
ユーロ圏	0.4	0.8	1.2	0.4	0.5	0.9
ドイツ	▲ 0.3	0.0	0.8	▲ 0.8	0.1	0.1
フランス	1.1	1.1	1.1	1.4	0.9	1.2
イタリア	0.7	0.7	0.8	0.3	0.7	0.4
スペイン	2.7	2.9	2.1	2.6	3.2	3.3
カナダ	1.2	1.3	2.4	0.8	1.1	1.5
新興国	4.4	4.2	4.2			
ブラジル	2.9	3.0	2.2	2.6	3.3	4.0
ロシア	3.6	3.6	1.3	5.4	4.1	3.1
インド	8.2	7.0	6.5	7.8	6.7	5.4
中国	5.2	4.8	4.5	5.3	4.7	4.6
ASEAN5	4.0	4.5	4.5	4.6	5.1	5.1

注: (1) IMF 見通しは、2024 年 10 月時点。2024 年、2025 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】

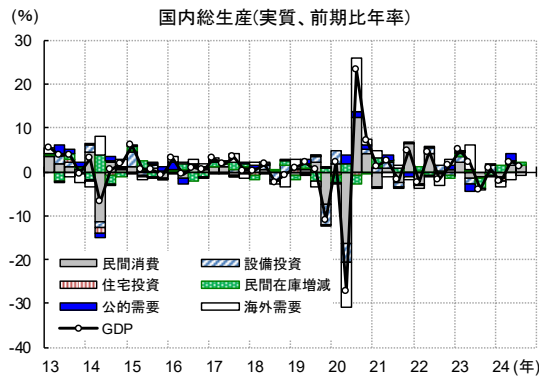


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

1. 日本経済

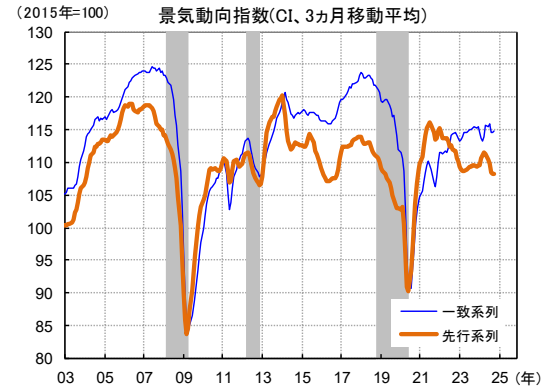
相次ぐ値上げのなかにあっても個人消費は底堅く、先行きも堅調に推移する見込み。設備投資も底堅く推移する公算

7-9 月期は家計消費の影響もあり、GDP は前期比年率プラス 1.2%



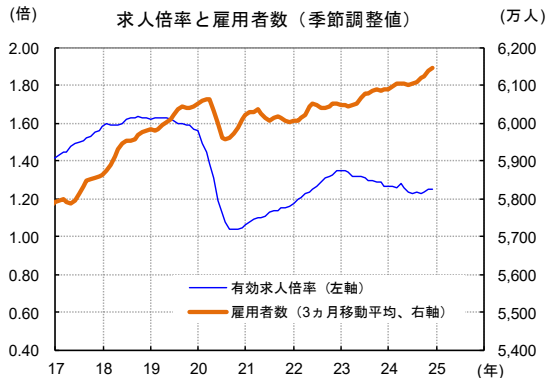
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

足許で、景気先行指数が軟調な点はやや気がかり



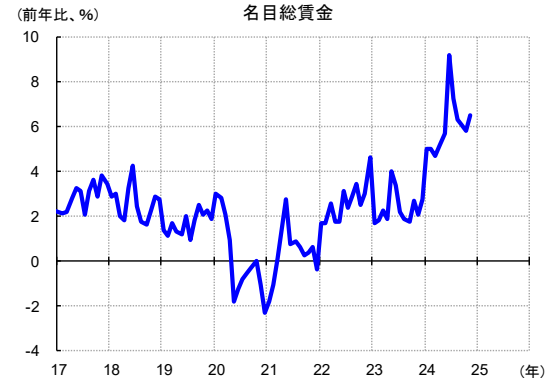
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

雇用者数は増加傾向



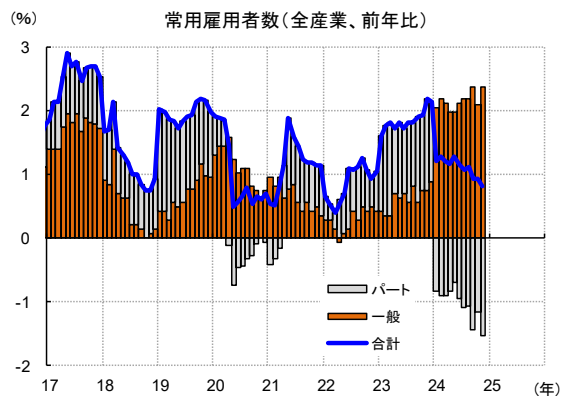
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



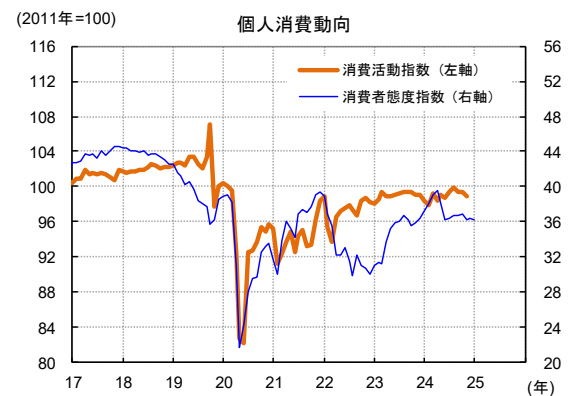
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

常用雇用者数全体は前年比プラス圏も、パートは前年比マイナス圏



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

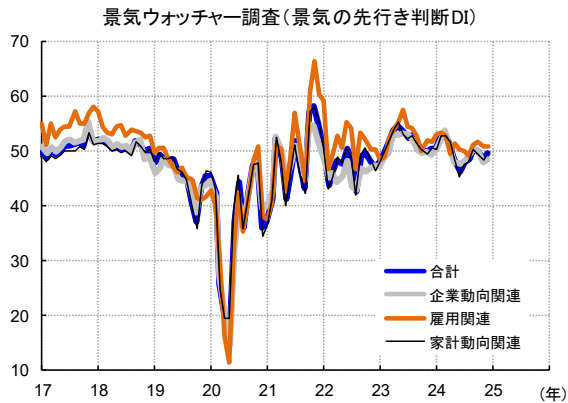
先行き、消費者態度指数がやや改善する公算



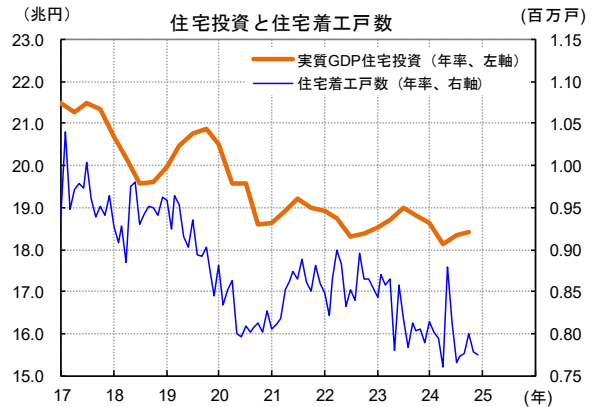
出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

【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。

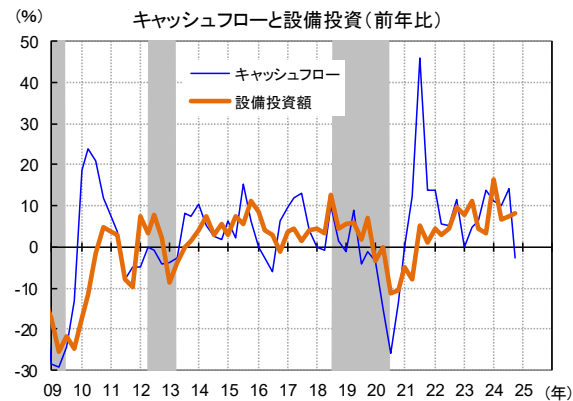
街角景気見通しは、全項目で改善



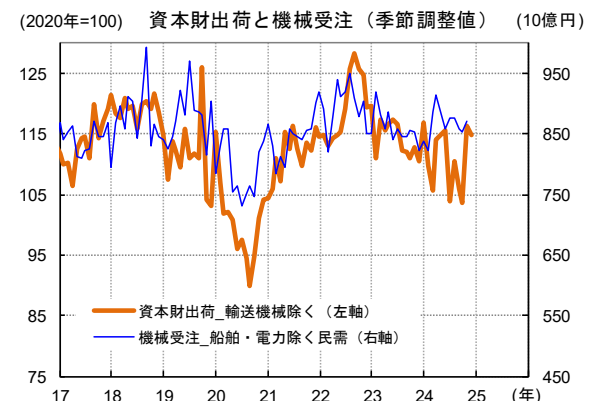
GDP の住宅投資は、先行き横ばい推移となる公算



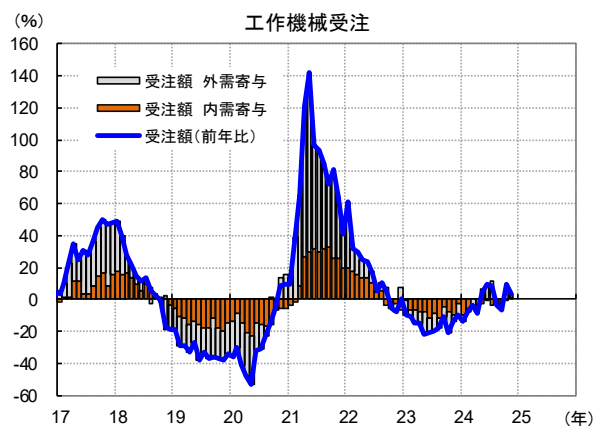
設備投資額(前年比)はプラス圏



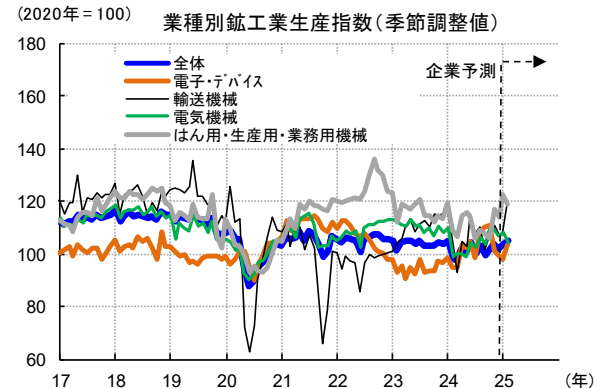
資本財出荷は堅調



工作機械受注(前年比)はプラス 3%

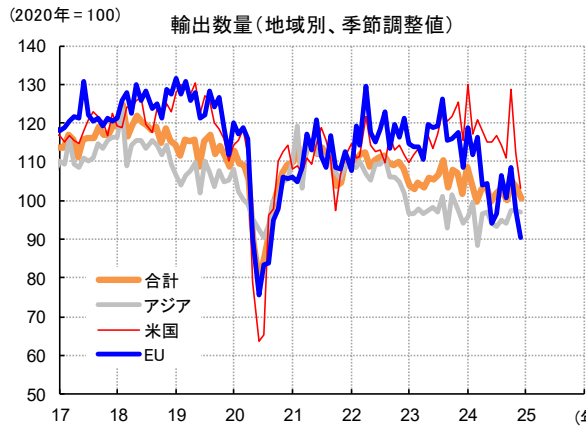


輸送用機器は持ち直す見込み

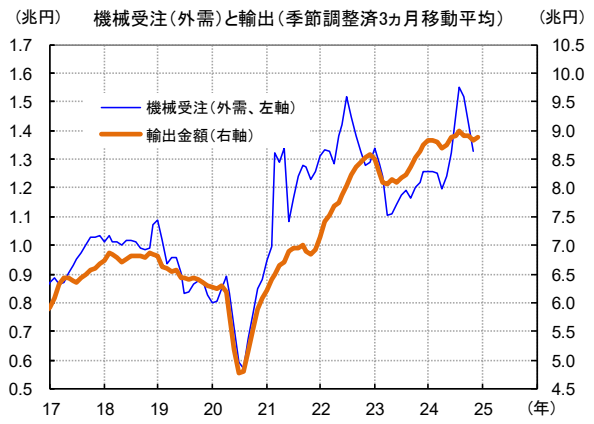


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

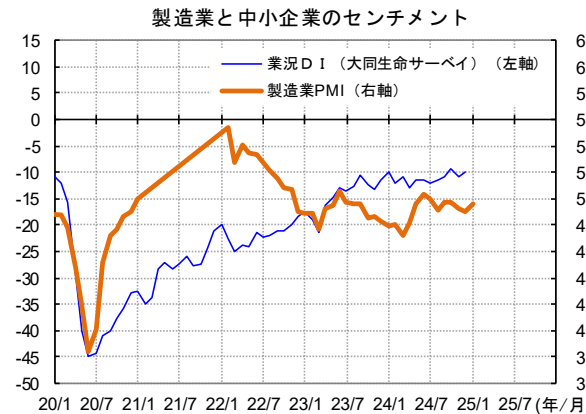
円安にもかかわらず伸びない輸出数量



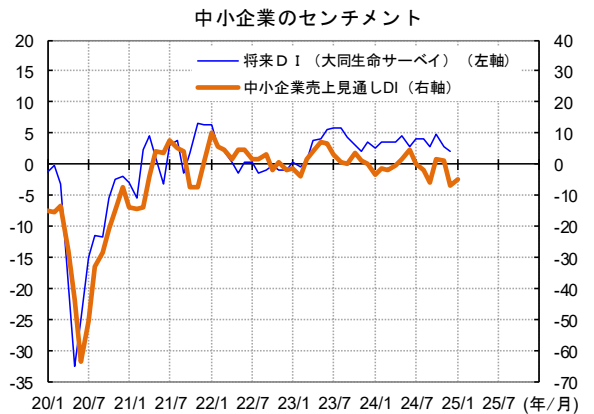
輸出金額は今後も高水準を維持する見通し



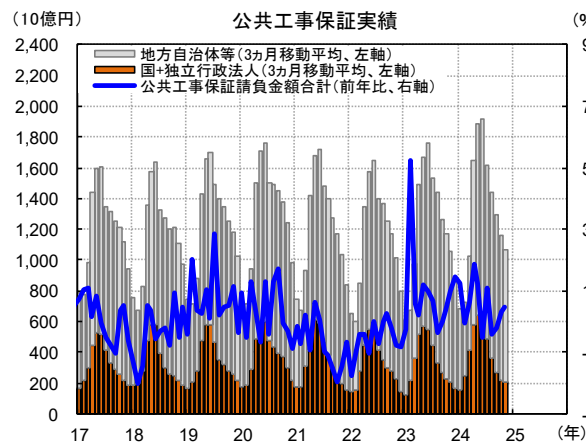
11 月の業況 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 10



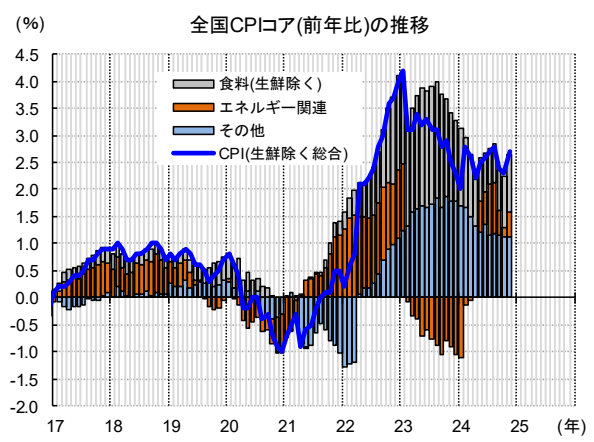
11 月の将来 DI(大同生命サーベイ)は 2.2



先行き、公共工事保証請負金額(前年比)は今後も高い伸びが続く見通し



11 月 CPI(生鮮除く総合)の前年比は 2.7%

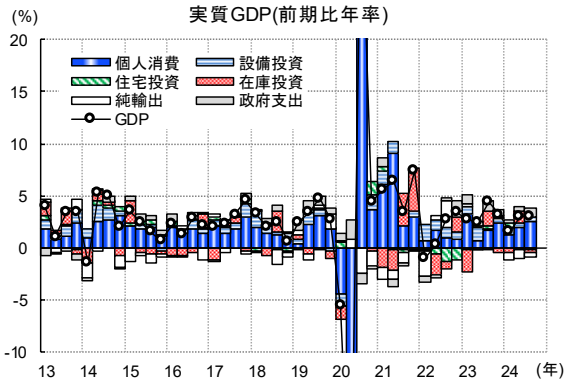


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

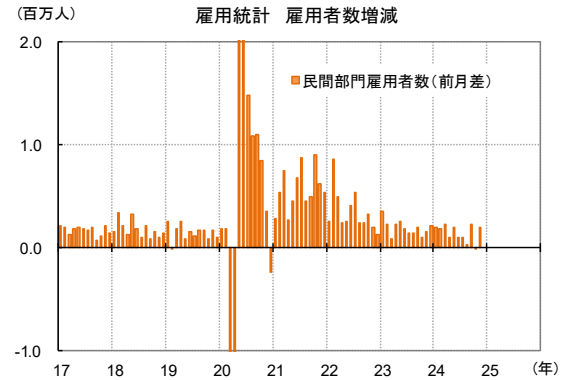
2. 米国経済

底堅い経済指標がみられているものの、トランプ新政権が行うとみられる政策には注意

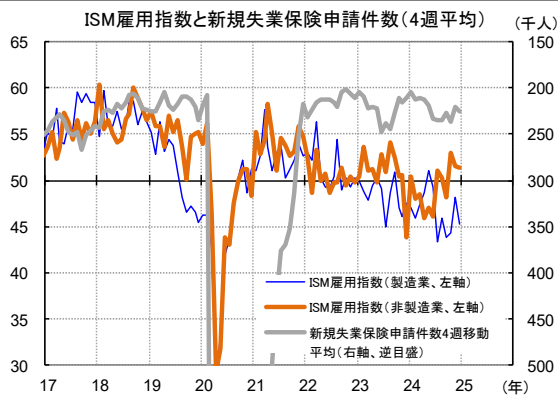
経済成長率: 7-9 月期 GDP 成長率は個人消費などの寄与もあり前期比年率 3.1%



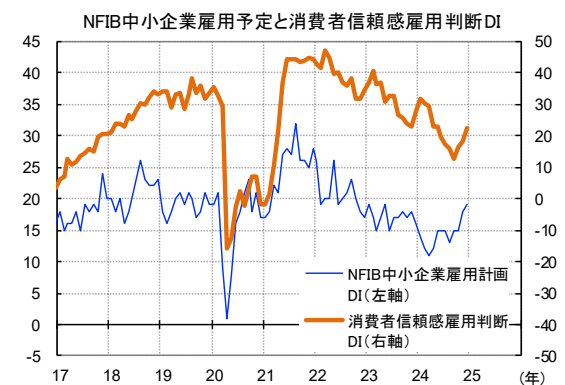
労働市場: 比較的堅調さを維持



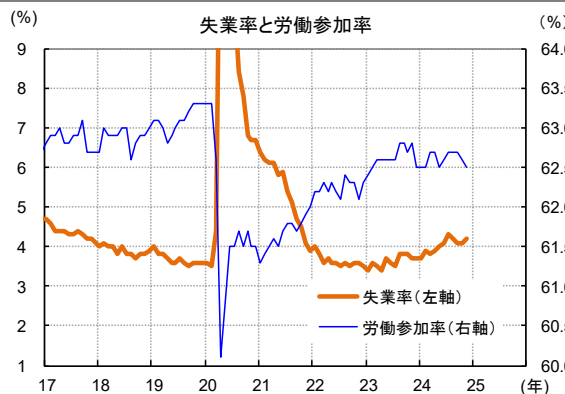
雇用環境: 製造業の雇用指数は 50 超を維持



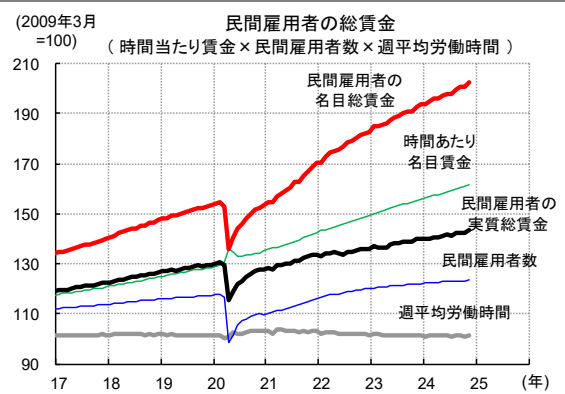
雇用環境: 消費者・中小企業ともに雇用に対するセンチメントは改善傾向



雇用環境: 失業率の上昇は一服気味



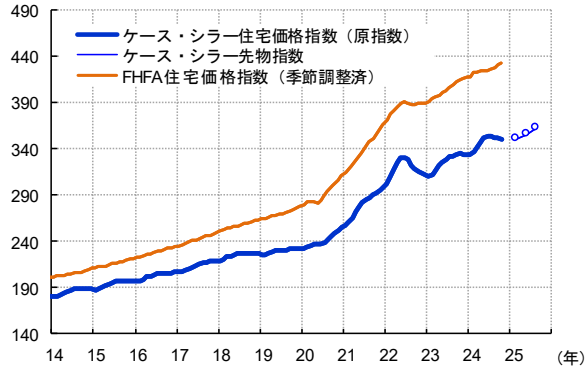
労働市場: 実質総賃金は増加傾向



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

住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆

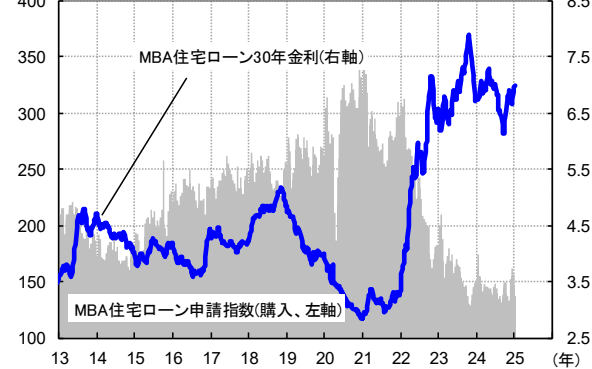
住宅価格指数の推移



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

住宅市場: 金利が再び上昇しつつも、申請指数は持ち直し気味

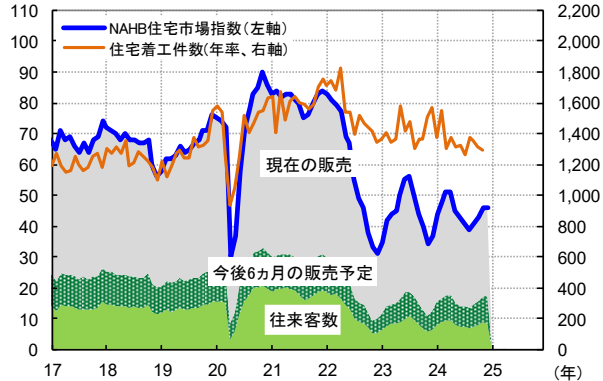
住宅ローン申請指数と金利



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 住宅指数は低位ながらも回復しつつある状況

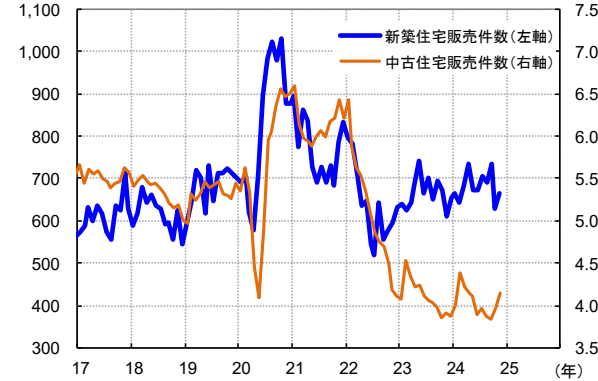
NAHB住宅市場指数と住宅着工件数



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

住宅市場: 中古は低迷気味ながらも、底打ち

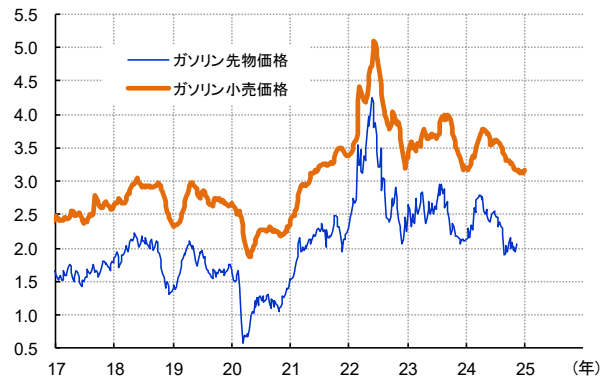
住宅販売件数(年率)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: ガソリン小売価格は軟調に推移

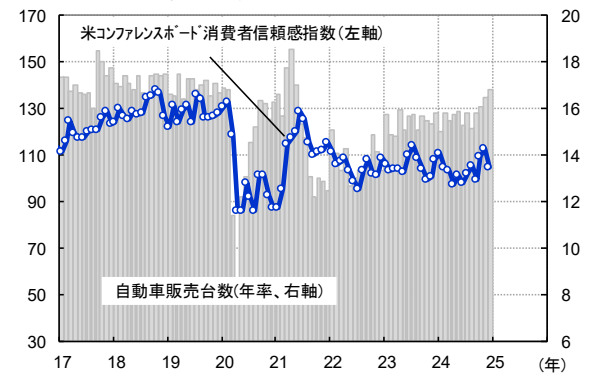
(ドル/ガロン) 米国 ガソリン先物価格とガソリン価格



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: 自動車販売台数はじわり増加

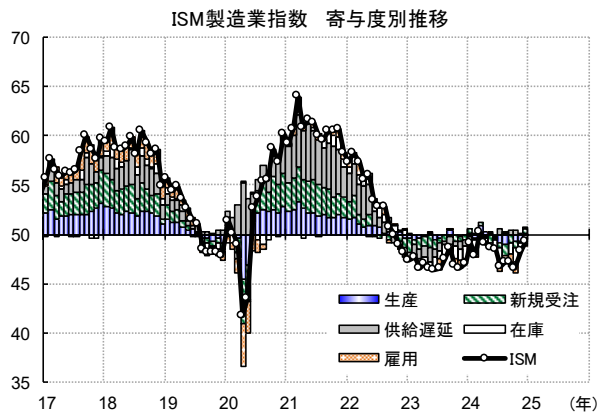
消費者信頼感と自動車販売(国内)



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

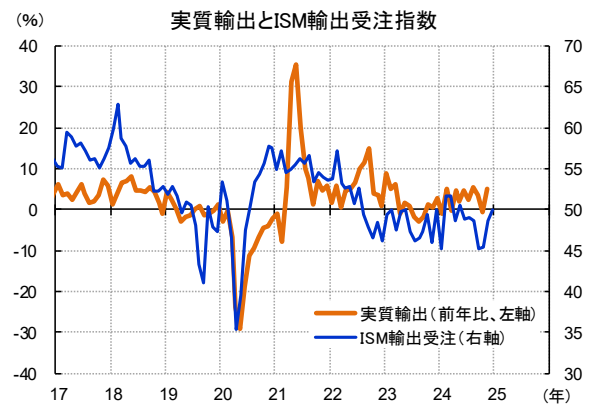
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(12 月)は 49.3



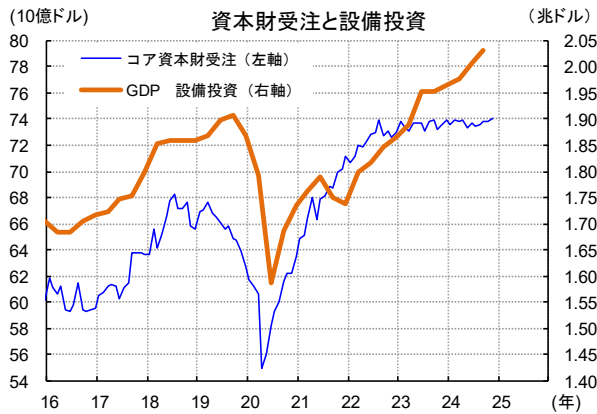
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(12 月)は 50



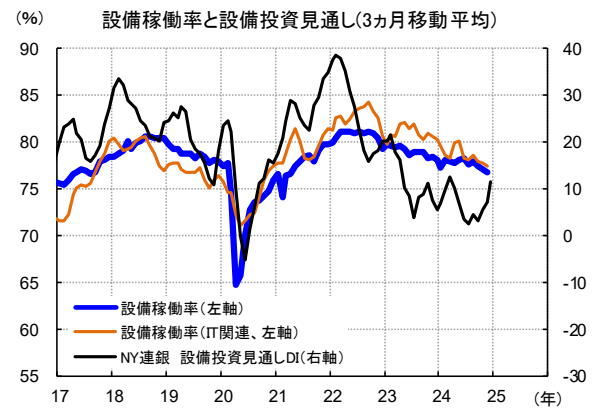
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資は緩やかな拡大



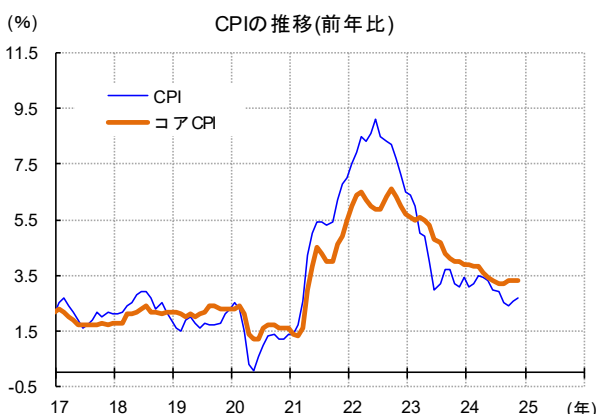
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備稼働率は低下傾向



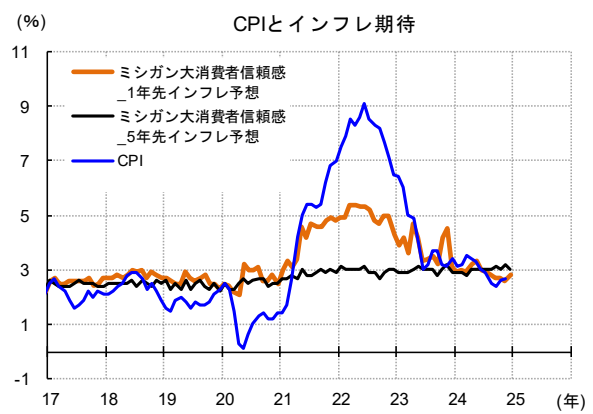
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 3.3%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1 年先のインフレ予想は 2.8%



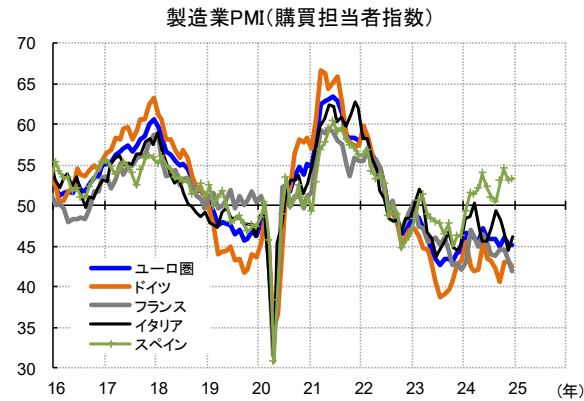
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

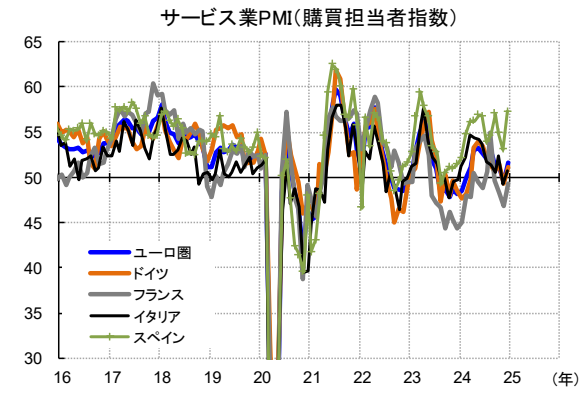
3. 欧州経済

当社の見通し通り停滞気味。政治情勢や天然ガス価格の動向次第では更に悪化する可能性もあり注意

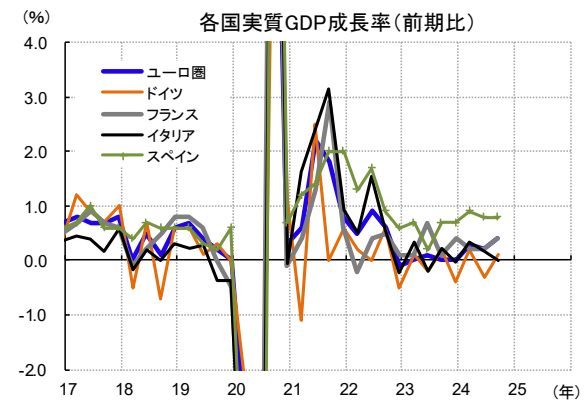
企業景況感: フランスやドイツは低水準



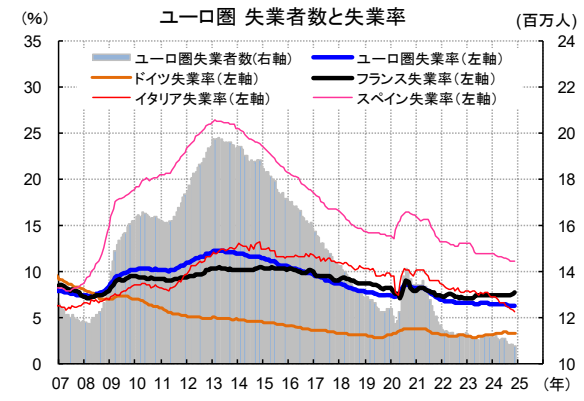
企業景況感: スペインは堅調



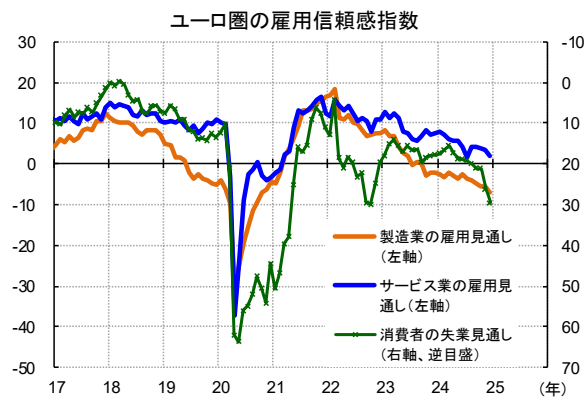
経済成長率: 3Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.4%



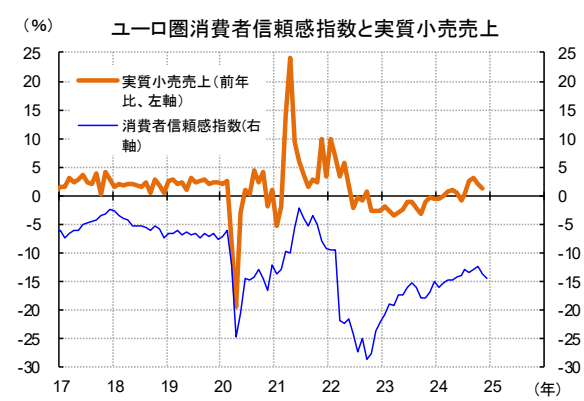
雇用: ユーロ圏の失業率は前月比±0%で横ばい



雇用: 工場閉鎖等の報道もあり、消費者の見通しは悪化気味

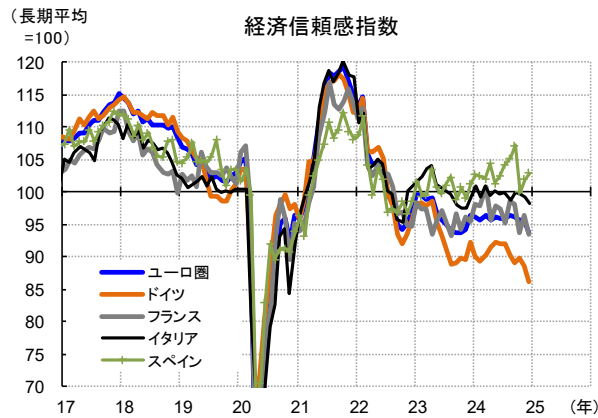


消費: 実質小売の先行きには懸念

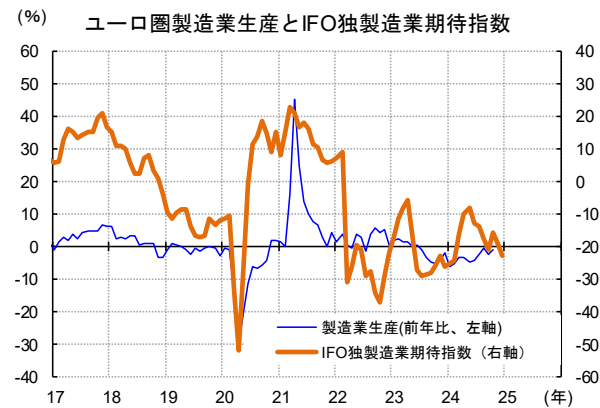


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

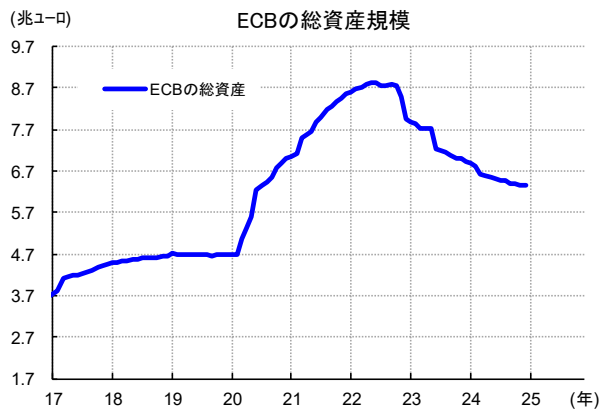
景況感指数: ドイツは軟調に推移



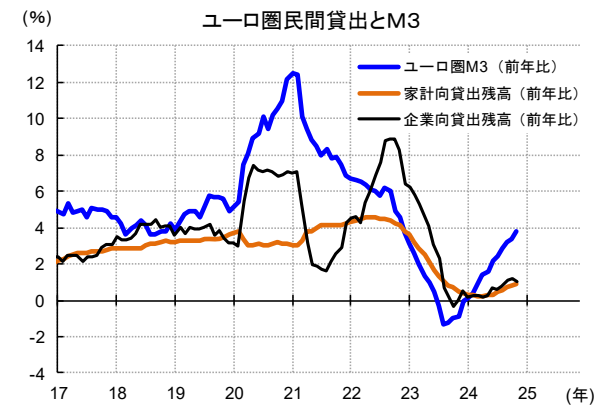
企業活動: 製造業生産は大幅な改善が見込み難い状況



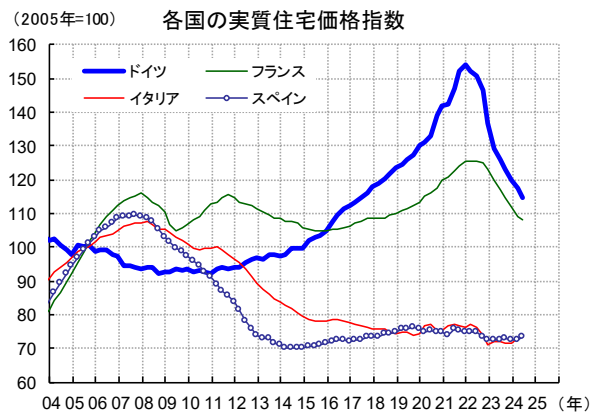
金融: ECBの総資産規模は縮小気味



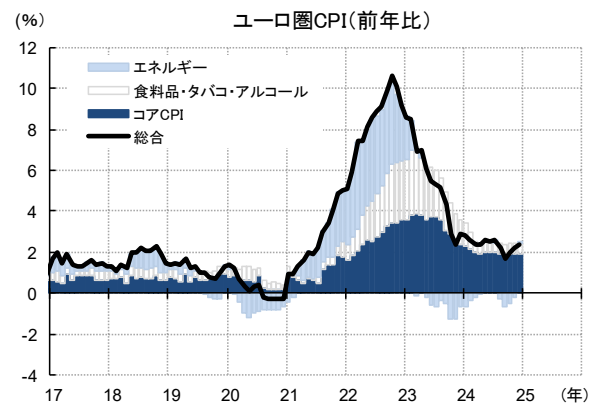
信用: M3(前年比)は持ち直し気味



住宅価格: ドイツの下落が鮮明



物価: 12月の総合CPI(前年比)は2.4%

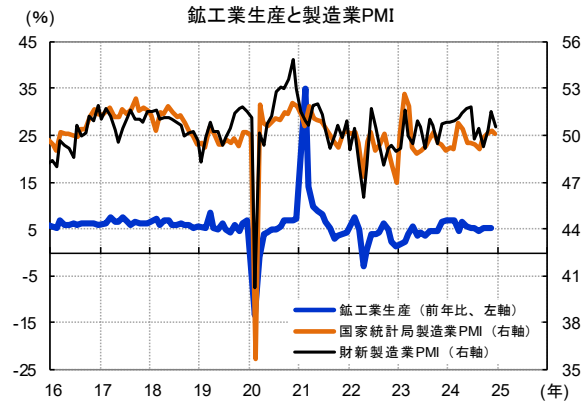


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

4. 中国経済

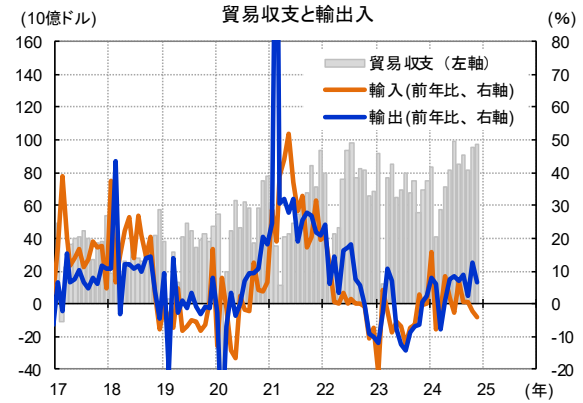
経済対策の効果により一時的に景気が持ち直す可能性はあるものの、その期間や程度については過度に期待できない公算

景況感: 国家統計局製造業 PMI(12 月)は 50.1



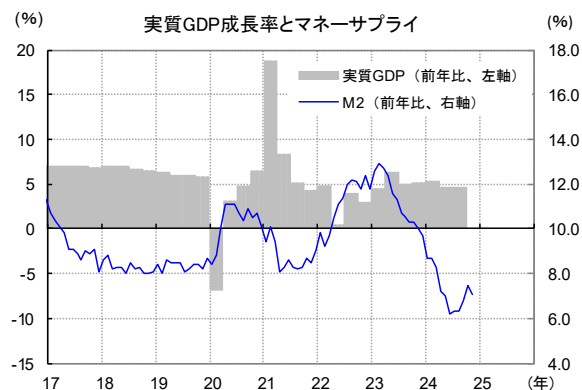
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 今後、米中対立が貿易に悪影響を及ぼす可能性



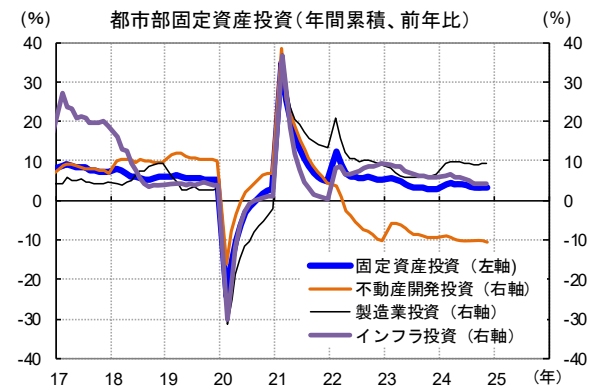
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 7-9 月期の GDP 成長率は前年比 4.6%増



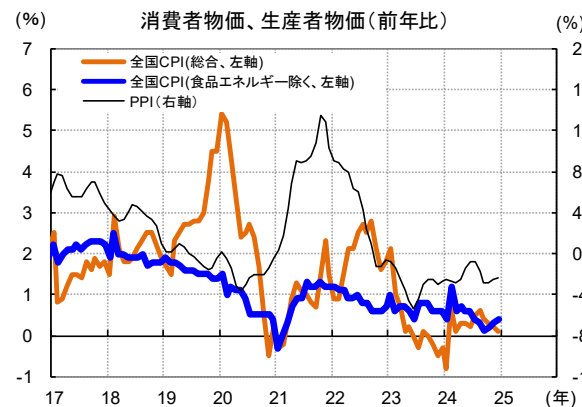
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 製造業投資が比較的堅調であるものの、過剰生産につながるおそれもあり注意



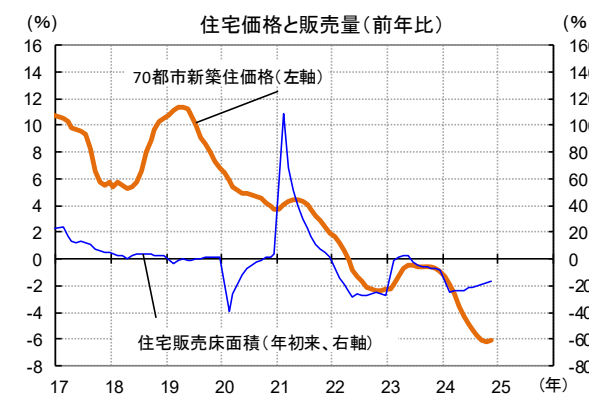
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 全国 CPI(総合)の前年比は 0.1%増



出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅: 住宅価格の前年比はマイナス圏

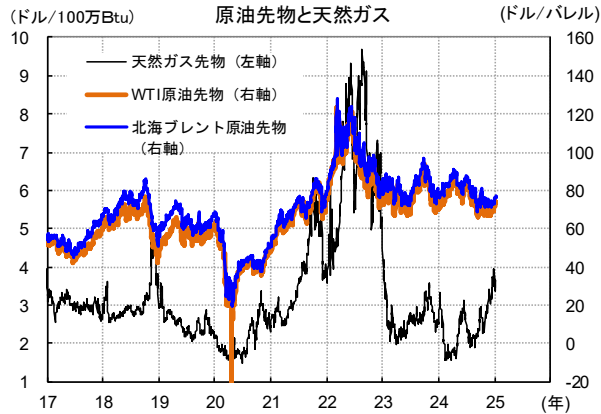


出所: Bloomberg より TDAM 作成

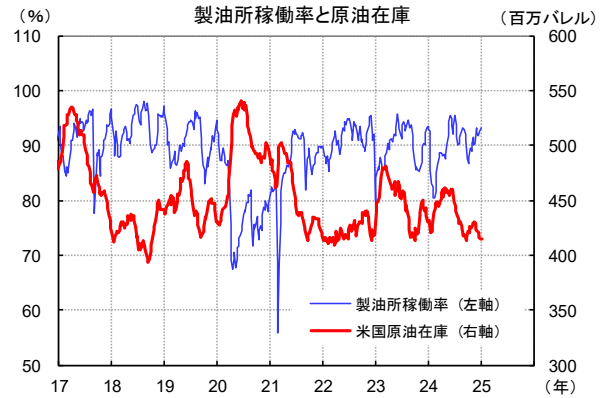
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

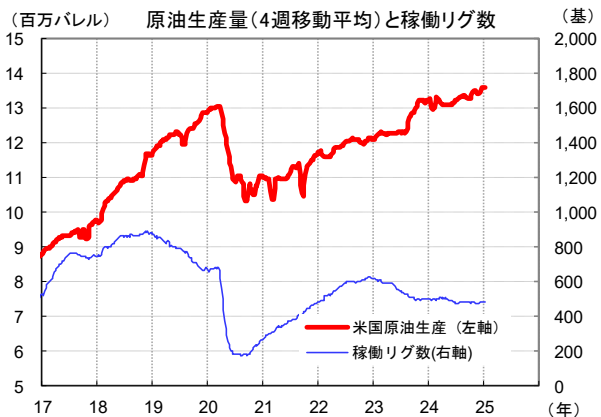
(1) 資源関連



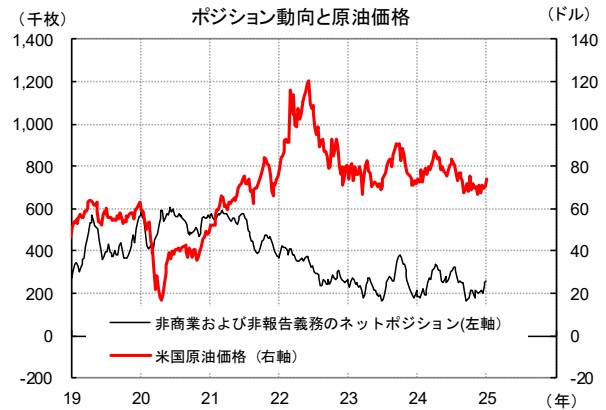
出所: Bloomberg より TDAM 作成



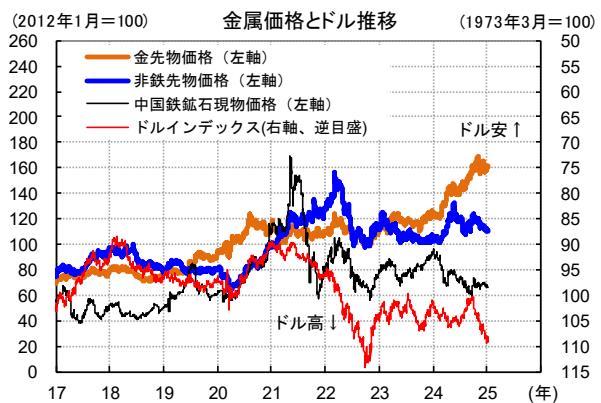
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

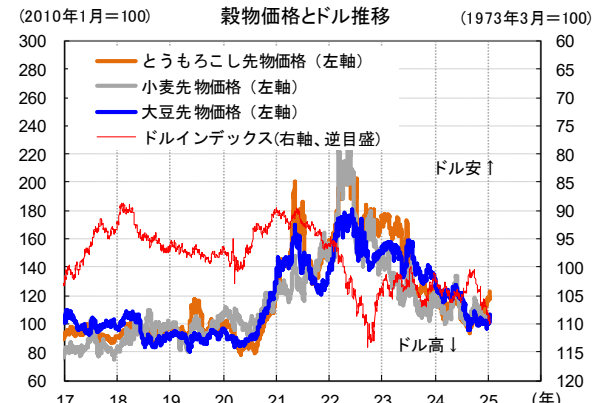


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

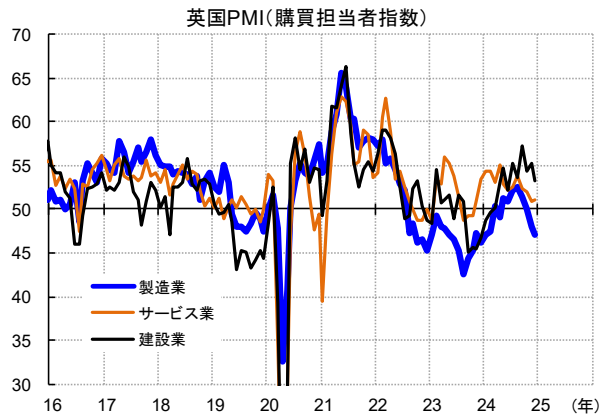


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

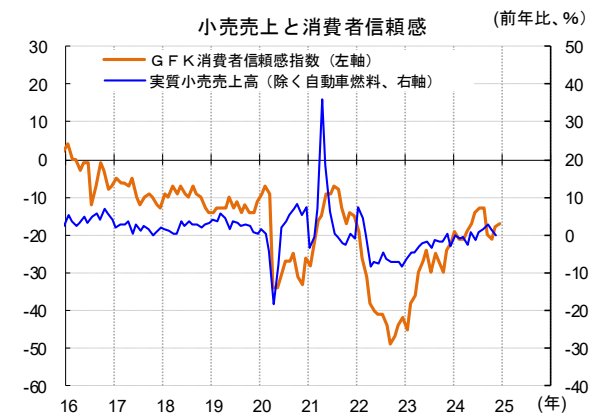
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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ください、お客様ご自身でご判断ください。

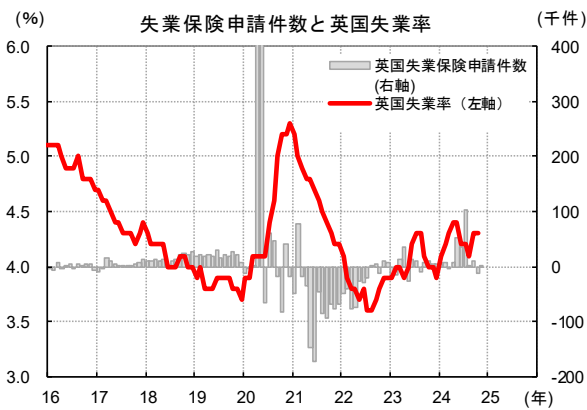
(2) 英国経済



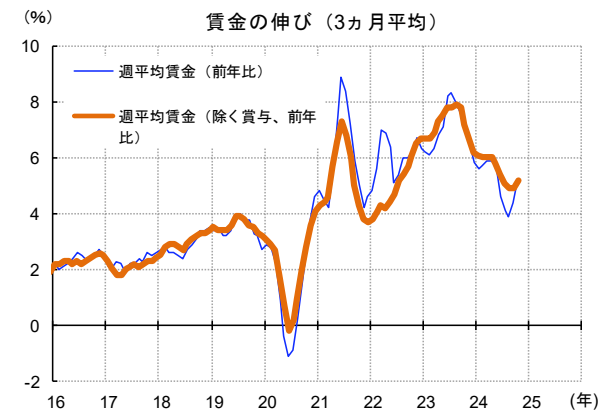
出所: Bloomberg より TDAM 作成



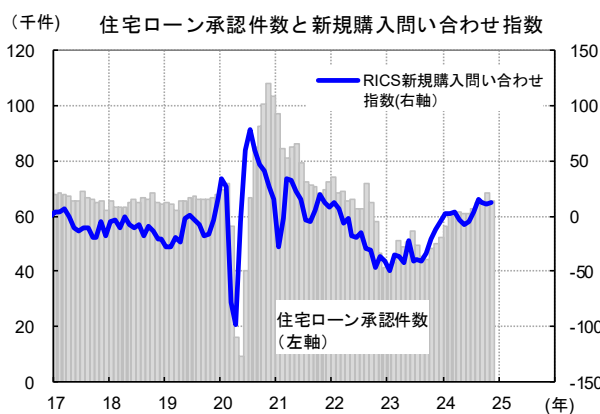
出所: Bloomberg より TDAM 作成



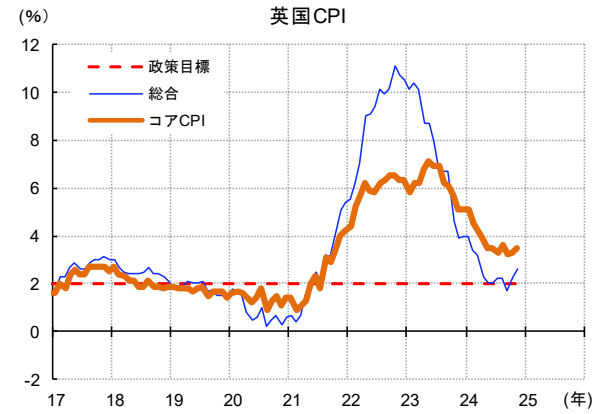
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



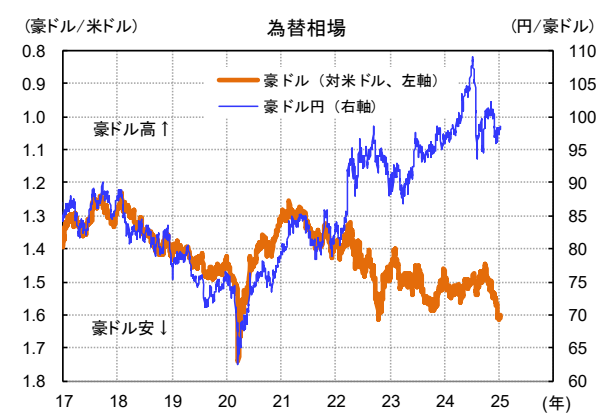
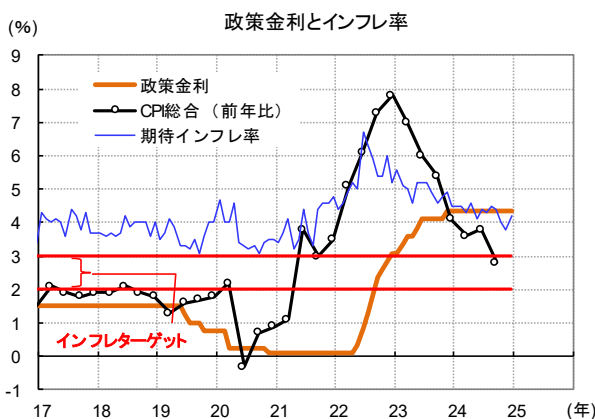
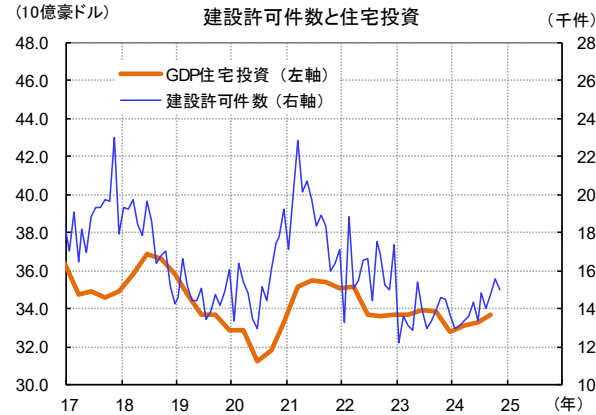
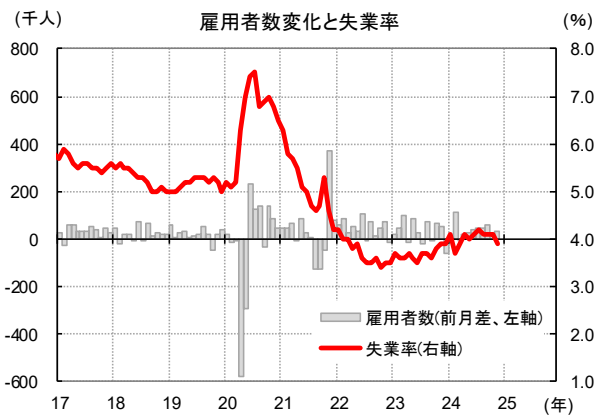
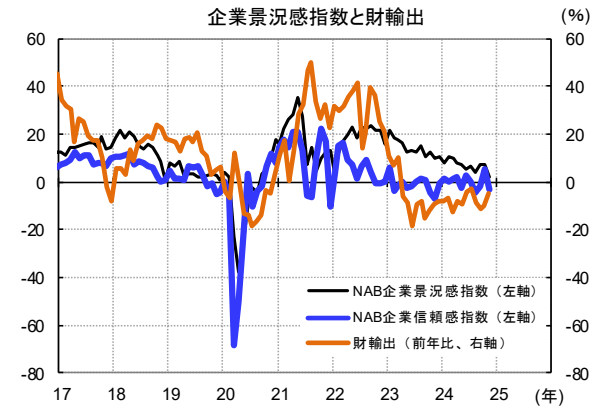
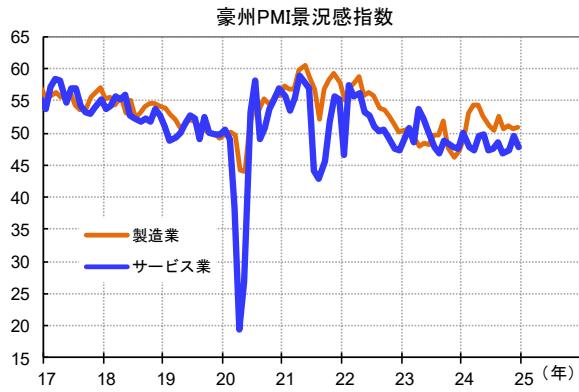
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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。

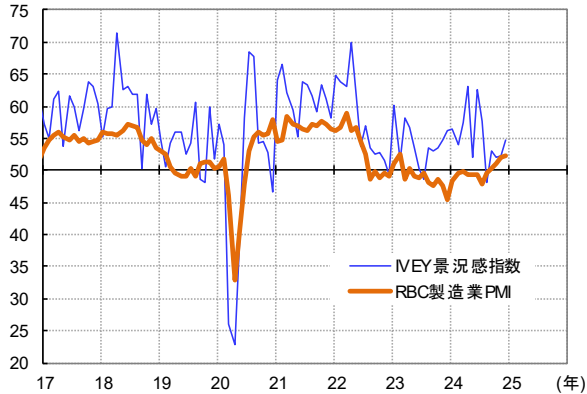
(3) オーストラリア経済



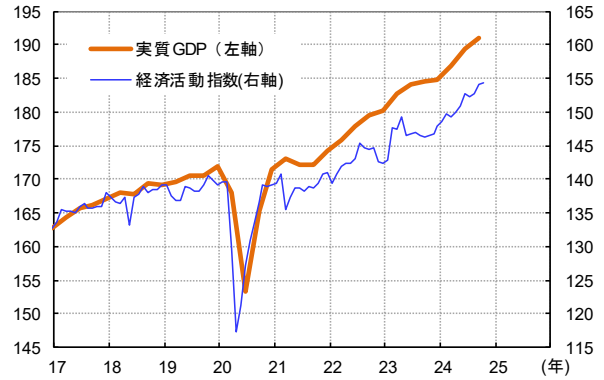
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(4) カナダ・ブラジル経済

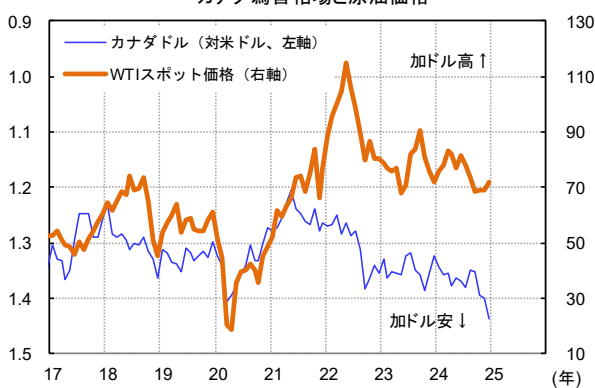
カナダ製造業PMI



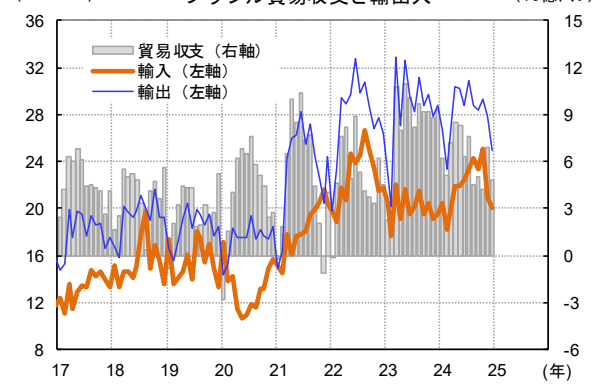
(1995年=100) ブラジル実質GDPと経済活動指数 (2002年=100)



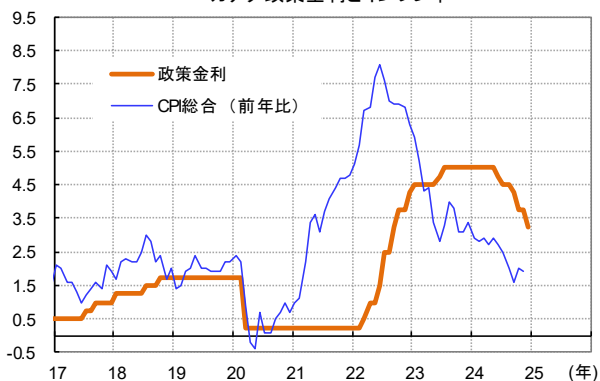
(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



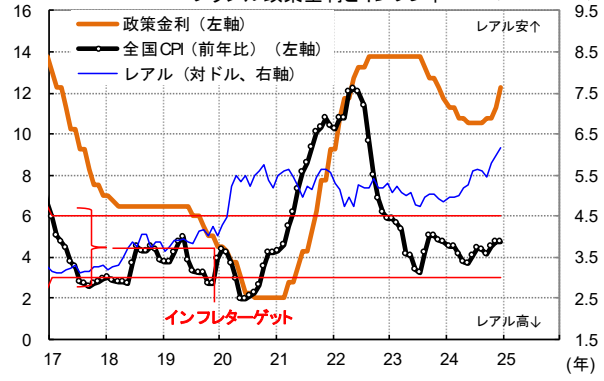
(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



(%) カナダ政策金利とインフレ率

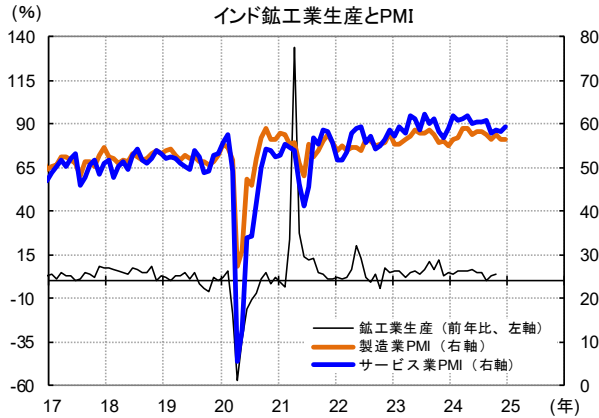


(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)

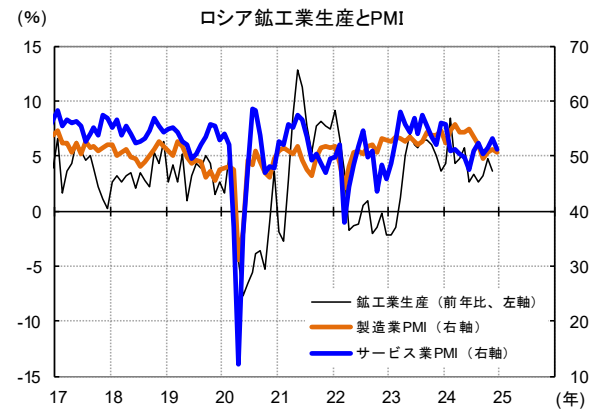


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

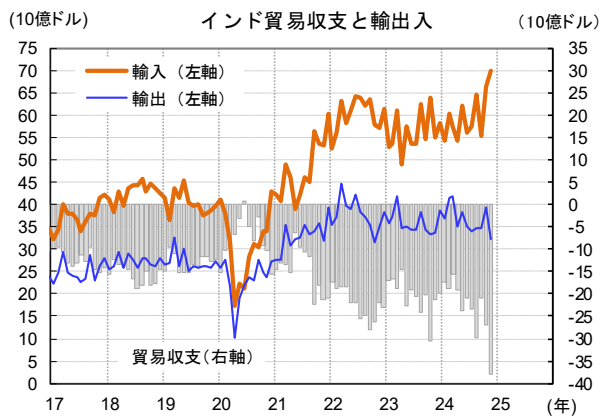
(5) インド経済・ロシア経済



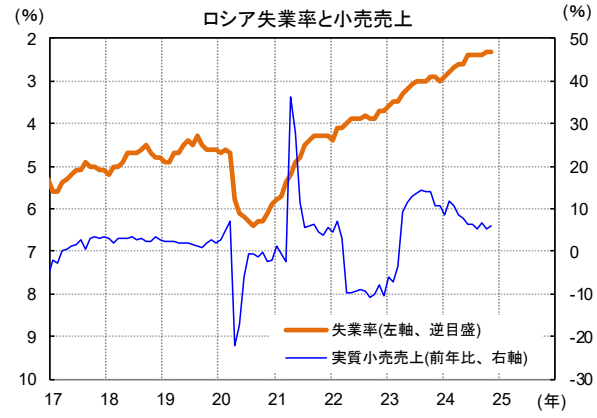
出所: Bloomberg より TDAM 作成



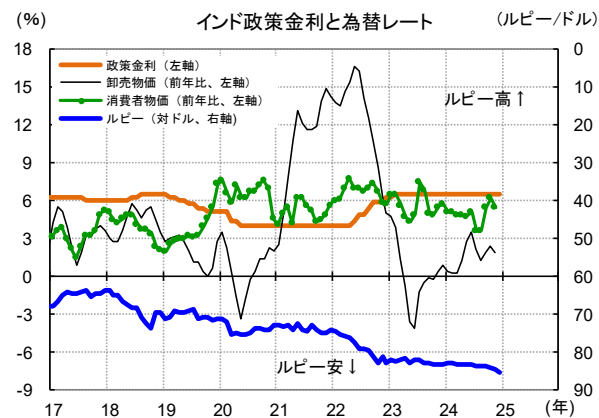
出所: Bloomberg より TDAM 作成



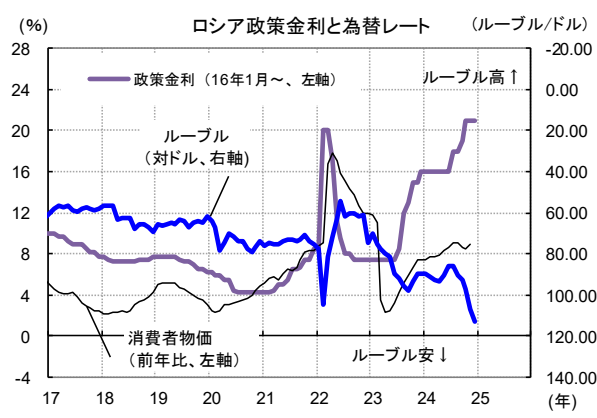
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

物価については相応の伸びが続く公算で、今年の春闘についても相応の賃上げが予想されるなか、金融政策正常化も見込まれて、長期金利は上昇する見通し

○ 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、政策金利である短期金利(無担保コール翌日物レート)の誘導目標を、「0.25%程度」で据え置きた。10月末の会合後の記者会見で、12月の利上げの可能性が意識される発言が植田総裁からあったことや、その後の植田総裁の発言でも12月の利上げにつながると、解釈できるような発言があったことから、一部の市場参加者は、今会合での利上げを予想していた。また、日本経済については、7-9月期のGDP成長率は、前期比年率1.2%と堅調であり、12月調査の日銀短観においても、大企業製造業のDIが14と良好さを保っているほか、11月の消費者物価指数は前年比2.9%、コア指数でも前年比2.4%と利上げを行うべき材料は揃っていた。このような環境を踏まえれば、利上げをするのが妥当と言える状況にあった。ただ、一部の政治家からは、春闘を見てから利上げをするべき、という声も聞かれていた。

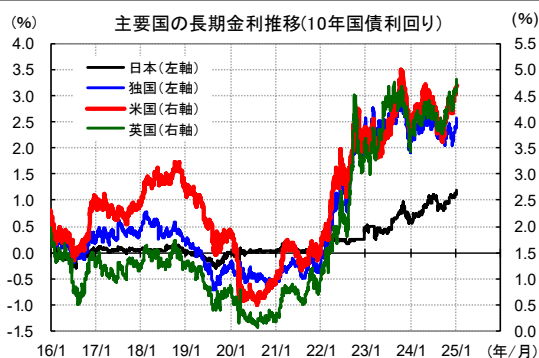
12月の決定会合後の記者会見では、植田総裁は、利上げを行わなかった理由として、春季労使交渉とランプ次期政権の政策の不確実性を挙げている。もう少し情報が欲しい、という趣旨の発言をしている。これに関しては、支店長会議の結果も参考に示している。なお、その後、植田総裁は経団連の審議委員会においての講演でも、中小企業の賃上げに向けた動きについて、「私どもの本支店ネットワークも活用しながら確認していきたいと考えています」と発言している。こうした状況を踏まえると、1月の会合では利上げがあり得ると考えられる。

もっとも、決定会合後の記者会見では、総合的に判断する、という姿勢を強く示していることから、春闘の動向だけが判断材料とはなり得ないだろう。そもそも、10月の会合では、米国経済をはじめとする海外経済や金融資本市場の動向を注視していく必要性から、利上げを見送っており、若干、論点をずらして12月もまた利上げを見送ったように見える。ということは、1月にも同様の手法をとる可能性もあり、利上げが見送られる可能性にも注意したい。

○ 長期金利

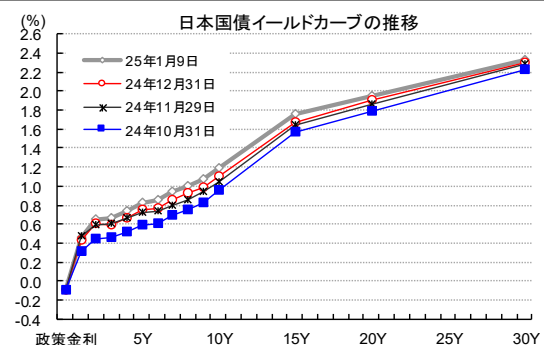
昨年7月の日銀の金融政策決定会合後は下振れた。特に日本株の急落を受けて、もはや年内の利上げは難しいとの見方が広まるなか大きく低下した。米国の長期金利に連れた面もあっただろう。しかし、その後上振れてきた。特に、12月の日銀金融政策決定会合において、利上げが見送られたにも関わらず、金利が上昇基調を保っていることは特筆に値するだろう。米金利上昇が主な要因だろうが、12月の金融政策決定会合に関する「主な意見」や経団連での植田総裁の発言を踏まえると、1月会合での利上げがあるかもしれないことが、金利の上昇圧力に繋がっている可能性もある。今後も、先行きの利上げが意識されて、金利上昇基調は続くともみている。

国内金利は 1.2%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

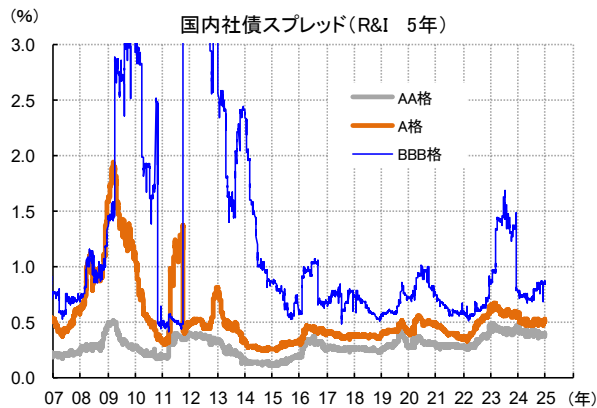
11 月末と比べて長期ゾーン中心に上振れ気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

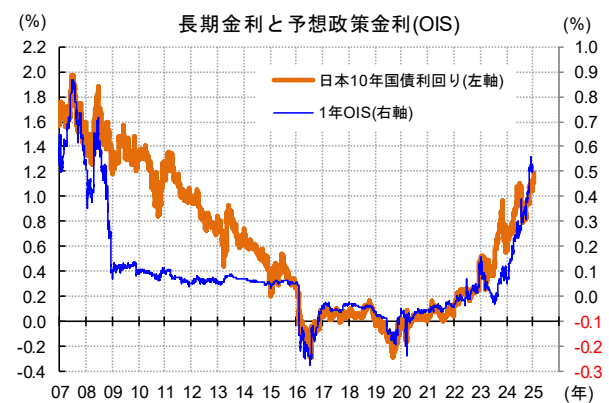
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

BBB 格は変動を伴いながらもややワイド化気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

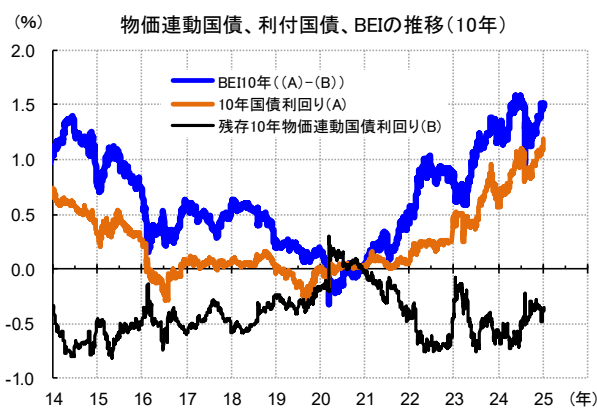
OIS は上昇基調



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

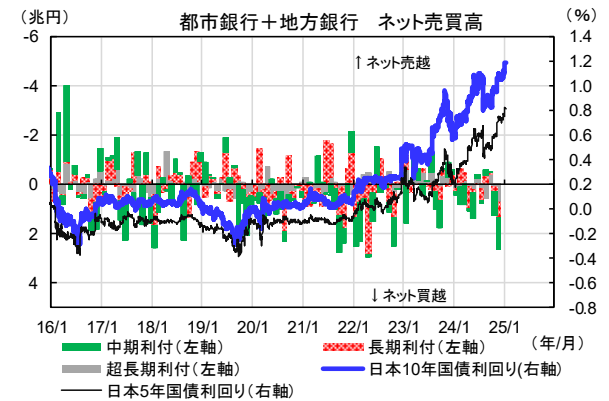
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

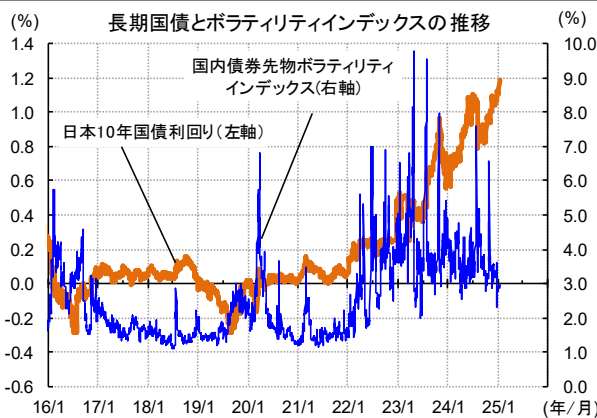
11 月は銀行が中期債中心に買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

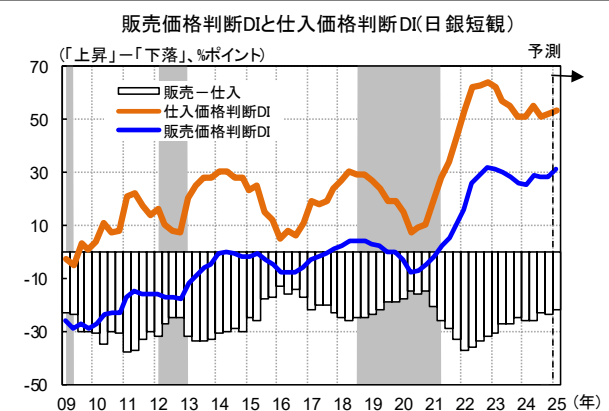
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは高水準ながらやや落ち着きつつある模様



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

米国経済は底堅く、利下げのペースは緩やかなものになると考えられる。トランプ新政権での政策次第で上下に幅を伴って変動するとみられるが、基本的には横ばいを予想する

○ 金融政策について

12月17～18日に米国ではFOMC(連邦公開市場委員会)が開催され、0.25%の利下げが決定された。市場参加者の多くがそのように予想していたことから、この点についてはさほどサプライズではなかった。ただ、FOMC参加者の政策金利見通しを示すドットチャートについては、2024年末の見通しに基づく4名が利下げを見込んでいなかった点は驚きであった。声明文ではクリーブランド連銀のハマック総裁のみが利下げに反対したことが明らかであるが、利下げに対して消極的な参加者が他にもいたことが浮き彫りになった。また、2025年末の見通しについては、中央値に基づく2回の利下げが予想されていた。前回のドットチャートでは4回の利下げが予想されていたことから、随分とタカ派化した印象を与えるものであった。FOMC後の会見においても、パウエル議長は利下げについて新たな段階に入ったとの認識を示したことは注目された。なお、トランプ次期政権の政策の織り込みについては、関税引き上げについての詳細が判然としていないことを踏まえて、結論を出すのは時期尚早とコメントした。もっとも、一部の参加者は見通しに関税の引き上げリスクを織り込んでいっているということも明らかにした。

声明文においては、「FF金利の目標レンジのさらなる調整について検討する際」というフレーズに、今回新たに、「程度と時期を」という文言が追加された。経済が予想通りに推移した場合、利下げのペースを緩めるのが適切な段階に来ていることを明確にすることが、この意図であったとパウエル議長は明かしており、やはり利下げについて一つの節目に差し掛かっていることが明らかと言えよう。

○ 長期金利

米国の長期金利は今年の夏場以降、低下基調をたどっていたが、米国経済の底堅さが意識される形で9月をボトムとして反発してきた。次期大統領のトランプ氏の政策は、インフレの再燃を招くようなものが多く、これも金利上昇に寄与しているだろう。ただ、見方を変えれば、市場においてトランプ次期政権の政策に対する構えは整ったとも言える。12月のFOMCを受けて、2025年の利下げが思いのほか進まないことも織り込まれた模様である。このような状況を踏まえると、更なる金利上昇には新たな相応の材料が不可欠であろう。よって、米国の長期金利については横ばい圏での推移を予想する。

1-3. ユーロ圏債券

ユーロ圏経済の弱さが懸念される状況。ただし、財政の引緩みが意識されれば金利の低下ペースは緩やかなものになる見込み

○ 金融政策について

12月12日にECB(欧州中央銀行)は定例理事会を開催し、中銀預金金利を3.25%から3%に引き下げた。9月から3会合連続の利下げとなった。2024年の利下げ幅は1%となった。

なお、限界貸付ファシリティ金利を3.4%、主要リファイナンス・オペ金利を3.15%とした。

公表文においては、政策金利を必要な限り十分に景気抑制的な水準にとどめるという文言が削除された。これはややハト派的な修正として注目された。

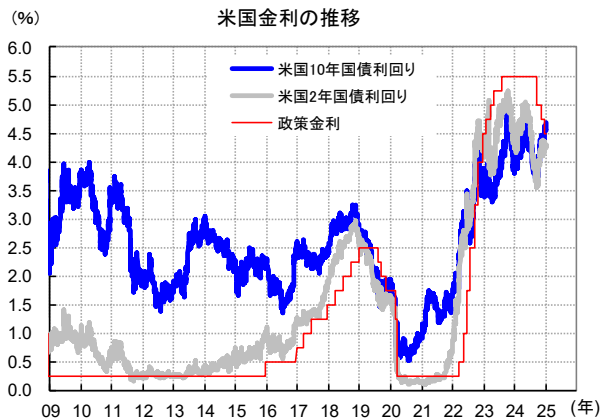
また、スタッフの見通しも注目された。2025年の実質GDP成長率は1.1%と前回の9月時点から0.2%pt引き下げられた。物価(HICP)見通しについては2.1%とこちらも前回から0.1%pt引き下げられた。その他、成長率や物価の見通しでは引き下げられた箇所が散見されており、ECBの慎重な姿勢がうかがえる。理事会後の記者会見において、ラガルド総裁は、インフレに対する勝利宣言はまだできないが、2%の目標達成に向けて順調に進んでいる、と述べるなどハト派姿勢を示した。これらの状況を踏まえると、利下げを継続的に行っていくと推察される。次回1月の理事会でも、3月の理事会でも利下げをするとみている。

○ 長期金利

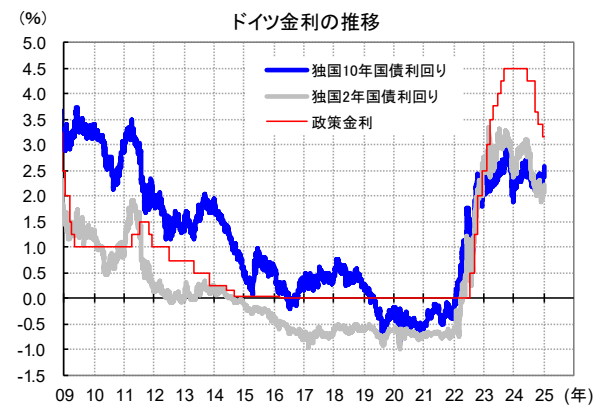
今年の夏場以降、米国の金利に連れる形で低下トレンドとなったが、10月以降は、米国金利に連れる形で再び上昇した。その後、ユーロ圏経済の弱さが意識されるなか、急ピッチで低下した。その反動や米金利の上昇もあって年末にかけて上昇する場面も見せた。その後も大幅上昇している。もっとも、こうした上昇はユーロ圏経済の弱さを踏まえれば行き過ぎだろう。近いうちに金利は低下するとみている。ただ、2月にドイツの総選挙を控える中、財政の引緩みが意識されることで、低下のペースについては緩やかなものになるとみている。

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

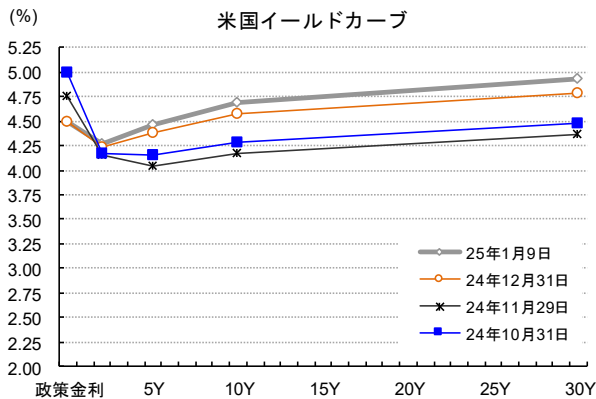
(米国) 10 年金利は 4.7%近傍で推移



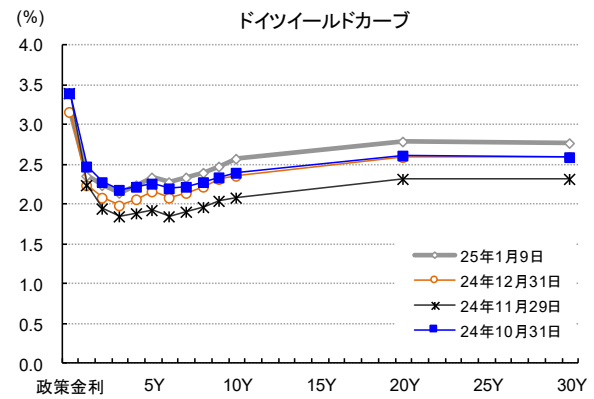
(ドイツ)10 年金利は 2.6%近傍で推移



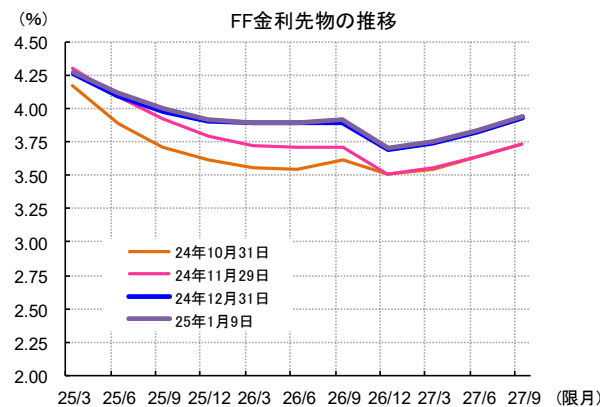
(米国) 11 月末と比べてスティープ化



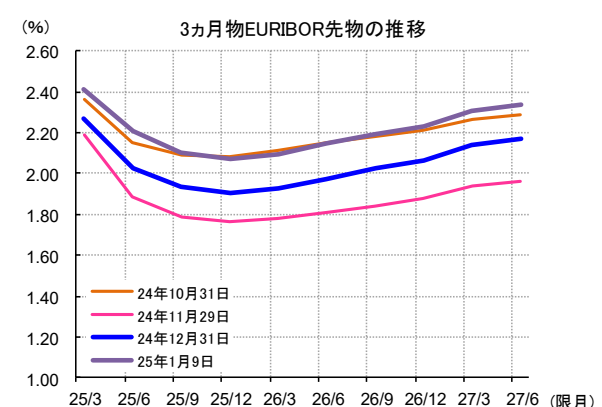
(ドイツ) 11 月末と比べてややスティープ化



(米国) 11 月末と比べて期先が上昇

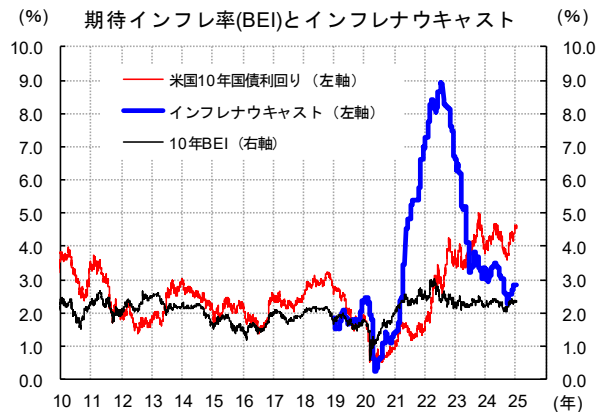


(ユーロ圏) 11 月末と比べて上振れ気味



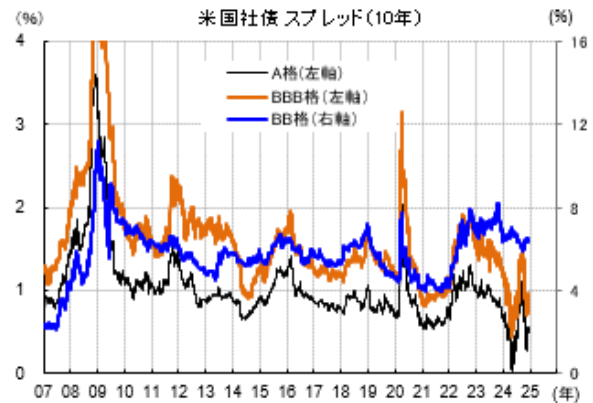
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国)インフレナウキャストは前月から上昇



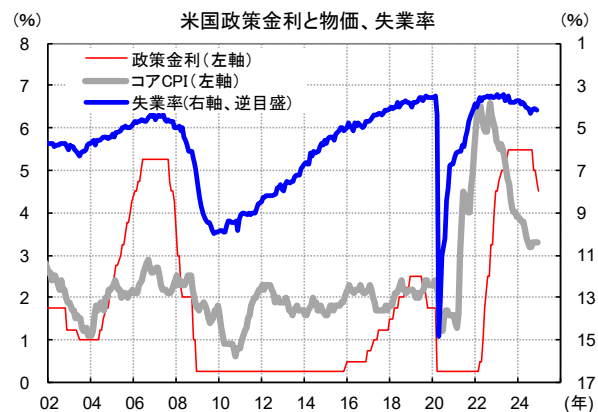
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クリーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 足許で、BB 格はワイド化気味



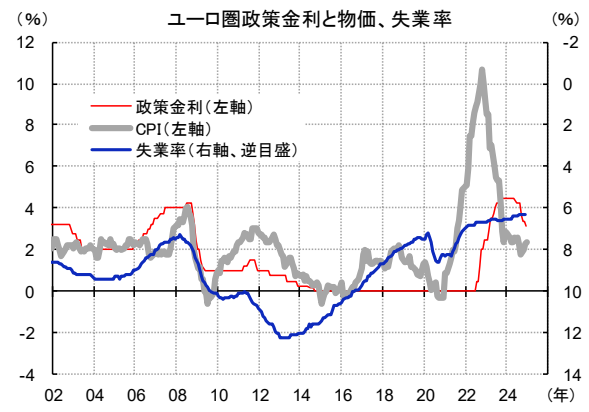
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 高い政策金利が失業率をどの程度悪化させるか注目



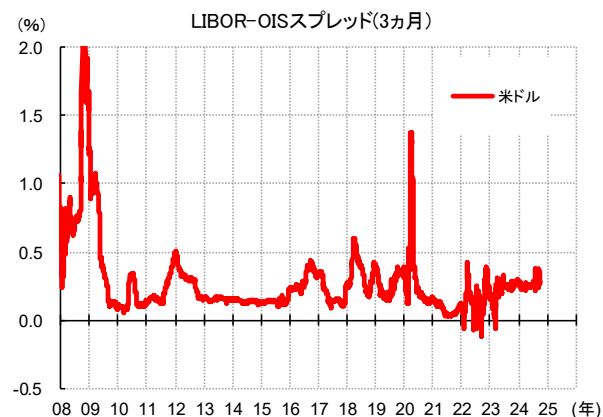
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) インフレがやや落ち着きつつある中、失業率の上昇にやや警戒



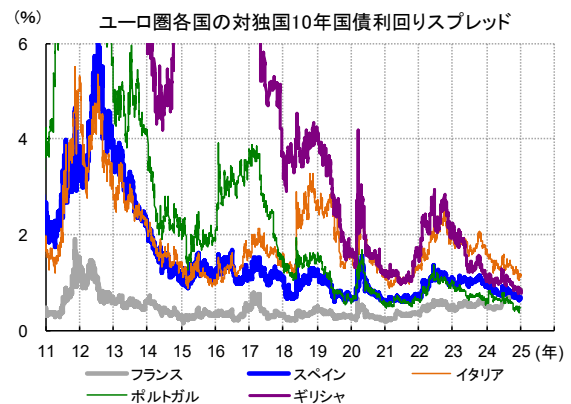
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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) フランスの上振れにやや注意



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

日本経済は堅調で、内需株を中心に上昇する見込み。資本効率改善に向けた動きも追い風になる見込み

〔需給動向〕

12月6日終了週から12月27日終了週の外国人投資家の買い越し額(現物と先物の合計ベース)は、1兆5千億円を上回っており、スタンスが前向きになりつつある点は評価できる。一方で、裁定取引に着目すると、足許では買い残が売り残を大きく上回っており、今後の解消売りには注意したいところである。

〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.45倍、PERは12ヵ月先予想ベースで14.1倍程度(過去5年平均:14.4倍、過去10年平均:14.0倍)、配当利回り10年国債利回り差は1.14%程度である(数値は12月30日現在)。

〔業績動向〕

昨年末までのリビジョンインデックスではゼロ近傍で推移しており、力強さは感じられない。今後決算シーズンを迎えるなかで、アナリストの見通しはブレやすくなるとみている。

〔株価見通し〕

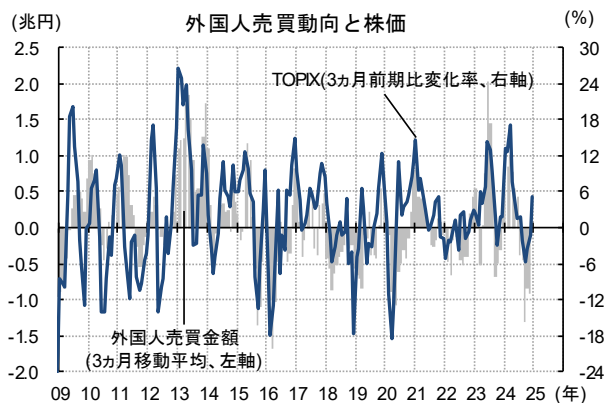
9月下旬以降は、日経平均株価については38,000円から40,000円のレンジ相場となっている。一方で、TOPIXは振れを伴いながら上昇基調で推移してきた。TOPIXでのウェイトが日経平均でのそれよりも比較的大きめの、銀行セクターや輸送用機器セクターが堅調であったことなどが影響している模様である。

このところ公表されている経済指標を見る限りは、日本経済の底堅さがうかがわれる。7-9月期のGDP成長率は、前期比年率1.2%と堅調であり、12月調査の日銀短観においても、大企業製造業のDIが14と良好さを保っているほか、大企業非製造業については33と前月の34から低下したものの高水準にある。

特に内需関連株には期待したい。米中対立の動向によっては、外需株は上値が重くなる可能性に注意したい。一方で、内需株は堅調に推移するとみている。長期金利が上昇すると予想するなか、銀行株や保険株が恩恵を受けるとみている。また、コロナ禍での外出自粛や現金給付等の関係で、家計の現金預金はこれまでの傾向と比べて50兆円以上は増えた模様である。これが、根強いインフレ下においても家計消費が相応に維持できている要因だろう。今後も内需株を中心に日本株は、長期的には上昇すると予想する。

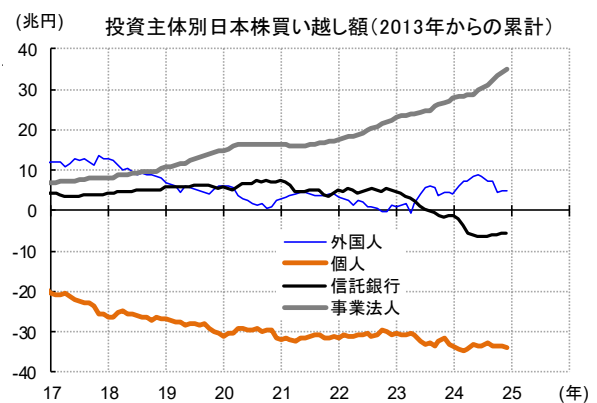
加えて、資本効率改善に向けた動きも株価の上昇に寄与するとみている。

11 月までの 3 ヶ月平均では外国人投資家は相応に売り越し



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

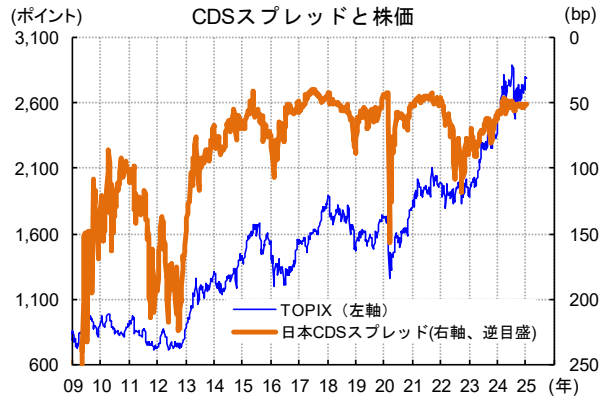
外国人投資家の買い越し額(2013 年からの累計)は低空飛行



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

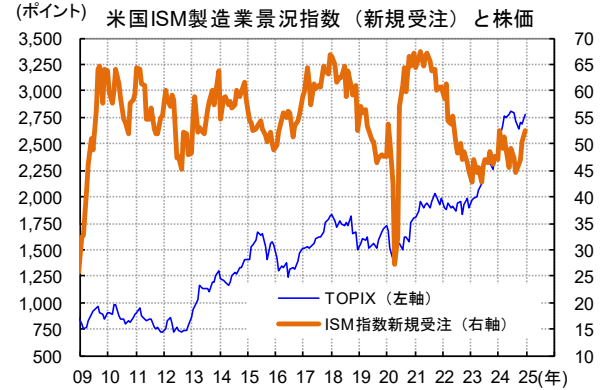
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

CDS のスプレッドは落ち着いているなか、株価は高値圏で緩やかに上昇



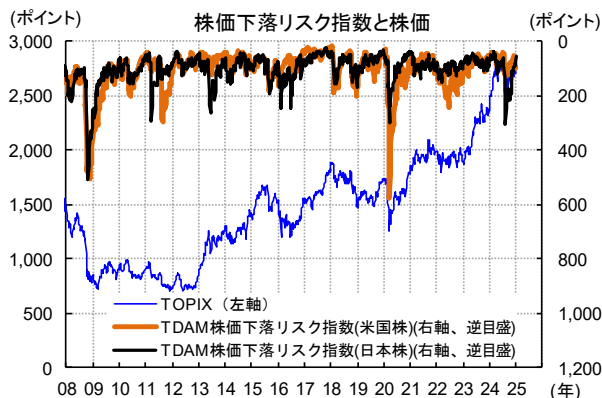
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数の新規受注が改善しつつ、株価は上振れ気味



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

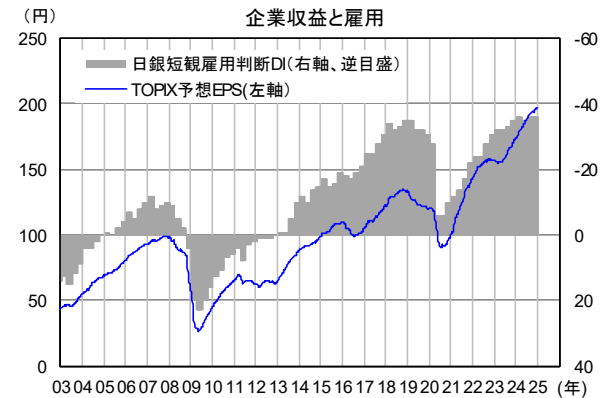
特に日本の株価下落リスク指数は足許で低下気味



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



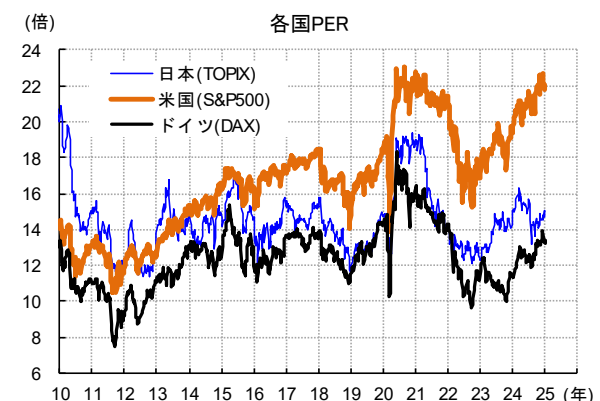
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は横ばい推移



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

日本株のバリュエーションは過去5年平均を下回る水準



注: 各国PERは、12 カ月先予想ベース。

出所: (株)JPX 総研、ドイツ証券取引所、スタンダード・&・プアーズ、MSCI、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

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

12 月末までは銀行業の見通しが慎重化

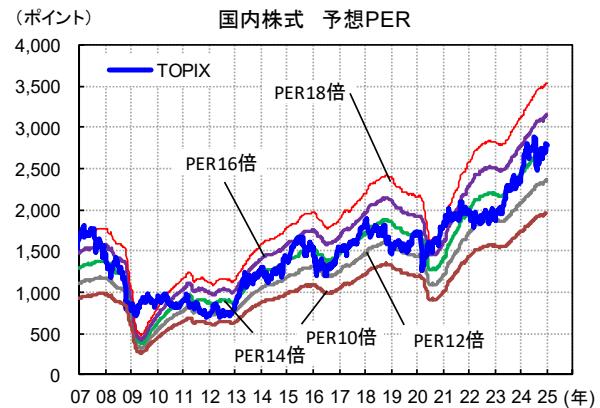
東証33業種12ヵ月先売上高予想(1ヵ月前比)

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	2.9%	1	銀行業	-6.6%
2	医薬品	2.9%	2	証券・商品先物取引	-6.5%
3	小売業	2.1%	3	鉱業	-3.6%
4	金属製品	1.8%	4	鉄鋼	-2.6%
5	輸送用機器	1.7%	5	電気・ガス業	-2.2%
6	卸売業	1.2%	6	石油・石炭製品	-1.4%
7	不動産業	1.2%	7	ゴム製品	-1.4%

注: 12ヵ月先予想ベース(2024 年 12 月末現在)。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

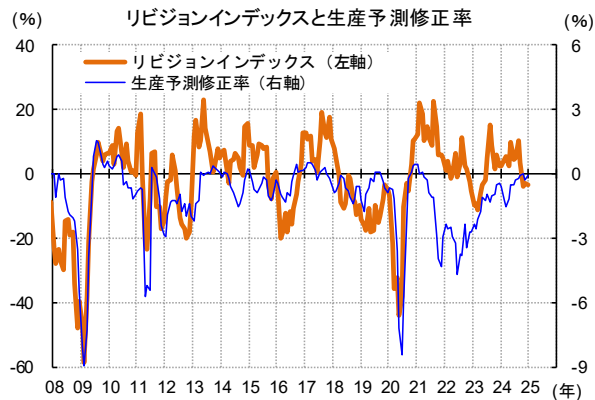
予想 PER(12ヵ月先)は足許 14.1 倍程度



注: 12ヵ月先予想ベース。

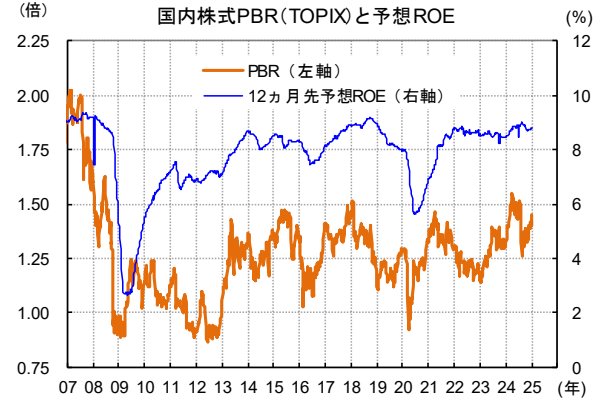
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはゼロ近傍



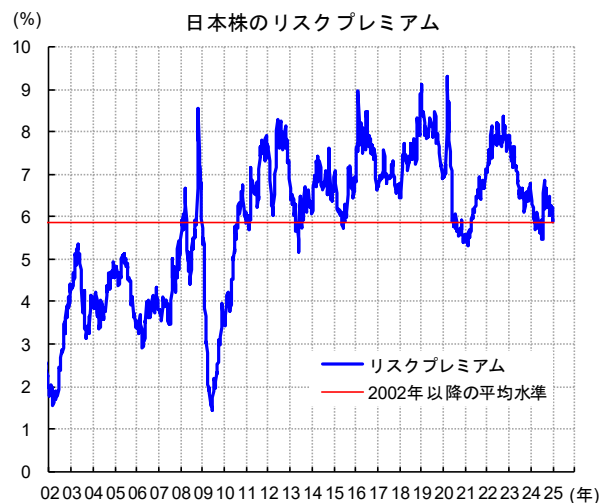
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBR は 1.45 倍、予想 ROE は 8.77%



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

リスクプレミアムは 6%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 2,359 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%
		(115.8)	(135.1)	(154.4)	(173.7)	(193.0)	(212.3)
リスクプレミアム	4%	1.16	1.35	1.54	1.74	1.93	2.12
	5%	0.97	1.13	1.29	1.46	1.62	1.78
	6%	0.84	0.98	1.11	1.25	1.39	1.53
	7%	0.73	0.86	0.98	1.10	1.22	1.35
	8%	0.65	0.76	0.87	0.98	1.09	1.20
	9%	0.59	0.69	0.79	0.88	0.98	1.08

【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%
		(115.8)	(135.1)	(154.4)	(173.7)	(193.0)	(212.3)
リスクプレミアム	4%	2,236	2,609	2,981	3,354	3,727	4,099
	5%	1,874	2,186	2,499	2,811	3,123	3,436
	6%	1,613	1,882	2,151	2,419	2,688	2,957
	7%	1,416	1,652	1,888	2,124	2,360	2,596
	8%	1,261	1,472	1,682	1,892	2,102	2,313
	9%	1,138	1,327	1,517	1,706	1,896	2,085

注: 括弧は、BPS1,921 ポイントの場合の 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

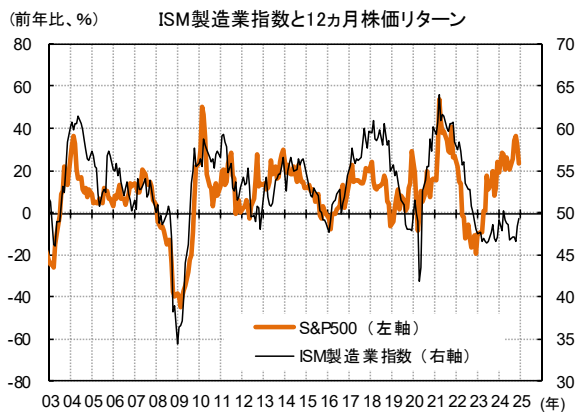
米国経済は極めて緩やかな減速にとどまるなか、一部の AI 関連銘柄や暗号資産関連銘柄を中心に底堅く推移する見込み

[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21.8倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:19.9倍、過去10年平均:18.4倍程度)を上回っている。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2024年および2025年についてそれぞれ6%の増益と15%程度の増益が予想されている。

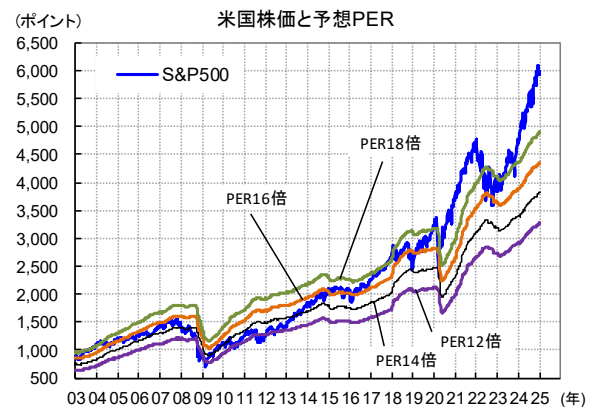
先行きの米国経済はとても緩やかな減速に向かうとみている。在庫循環サイクルから考えると、減速局面にあると推測されるが、今回のサイクルについてはピークがあまり高くなかったことから、落ち込みも限定的だろう。AI 関連については、これまでのようにエヌビディアやその関連銘柄に注目が集まるというよりは、AIを使ってどういうサービスを提供するか、という観点が注目されるようになってみている。つまり、ソフトウェア関連のほうが選好されやすいのではないだろうか。特に、これらのセクターは米中間での対立を受けにくいだろう。こうした点からも選好されやすいとみている。また、決済関連や暗号資産関連も期待しやすい。トランプ次期政権下では米証券取引委員会(SEC)の委員長にポール・アトキンス氏が、就く見込みだが、同氏は暗号資産の推進派として知られており、前任のゲンスラー委員長体制からの方針転換が一部で期待されている。実際に仮想通貨の推進がなされれば、暗号資産関連の銘柄やこれに付随して一部の決済関連銘柄も選好される可能性があるかとみている。こうしたセクターにけん引されつつ、米国株は堅調に推移するとみている。

ISM 製造業指数が改善するなか、株価の上昇率も高めを維持



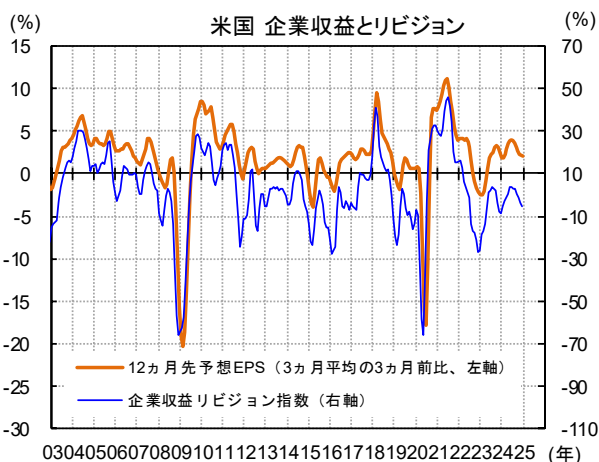
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 21.8 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

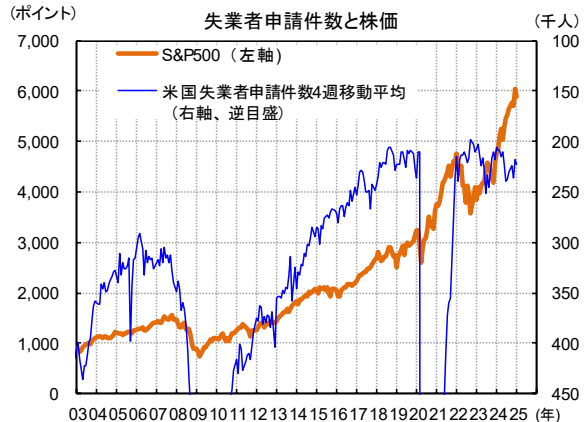
リビジョンインデックスは軟化



注:12ヵ月先予想EPSはS&P500 のデータを使用。

出所: FACTSET より TDAM 作成

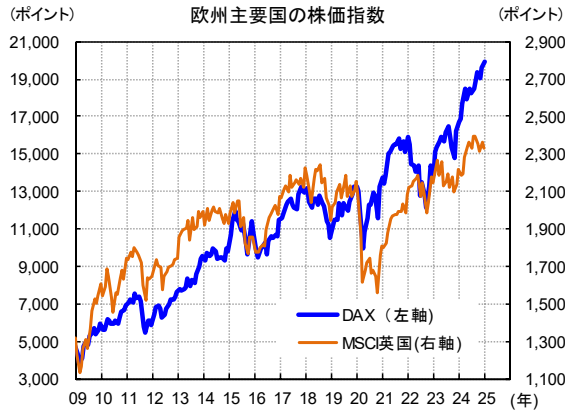
失業申請件数は比較的低水準ななかで、株価は上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

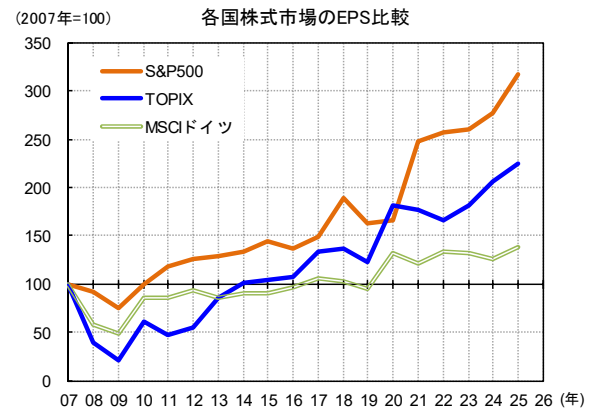
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

政治面でのリスクが意識されつつも堅調な DAX 指数



出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

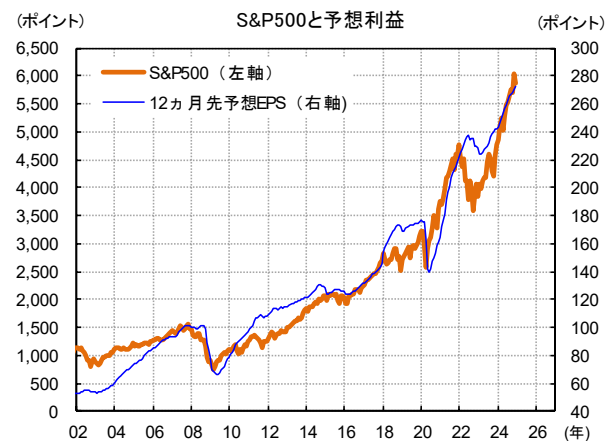
予想利益成長率(24 年、25 年)は、米国:6%、15%、日本:14%、9%、ドイツ:-4%、9%



注: 23 年までは実績EPS、24 年以降は予想EPS

出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

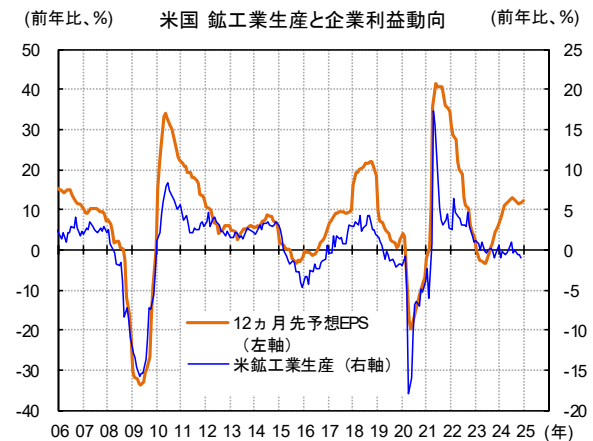
12 カ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



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

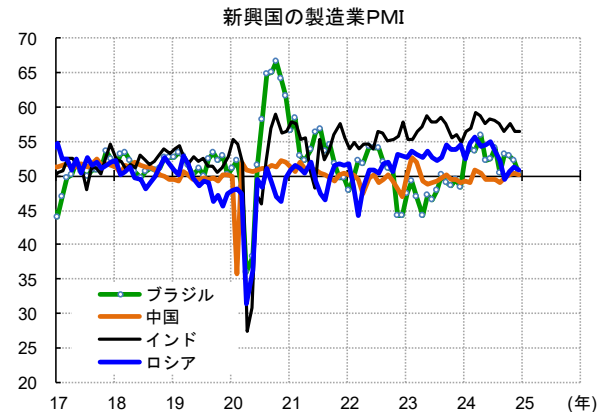
予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



注: 12 カ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。

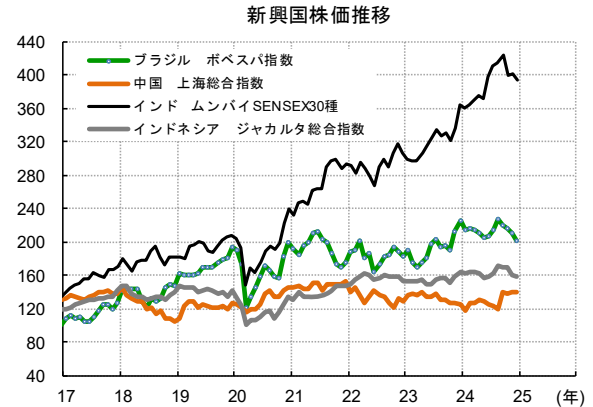
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドは高水準を維持



出所: Bloomberg より TDAM 作成

新興国株は足許では、横ばいから下落気味



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ください、お客様ご自身でご判断ください。



3. 為替

3-1. ドル円

長期的には、日米の金融政策スタンスの違いや購買力平価の観点から円高進行するとみているものの、目先は、米長期金利の高止まりや構造的な円安要因もあって、横ばいでの推移を予想する

9月の金融政策決定会合での植田総裁の発言がハト派的と受け止められて、ドル円は上昇基調で推移してきた。12月の日銀の利上げ観測の高まりや、トランプ次期政権下での関税引き上げのリスクを踏まえて円高に振れた場面もあったが、その後は日銀の利上げ観測の後退と実際に利上げが見送られたこともあり、円安に再び振れつつある。

12月のFOMCでは、市場の予想よりもタカ派な姿勢が示された一方で、日銀金融政策決定会合では、市場の予想よりもハト派な姿勢が示されて、急速に円安進行する場面が見られた。12月の日銀金融政策決定会合に関する「主な意見」では、「円キャリーが積み上がる状況でもない」と言った意見が一部の委員から示されていたが、そのような見通しは甘かった可能性がある。当社の「TDAMキャリートレード投資妙味指数」は、以前よりも投資妙味が薄れていることを示唆しているが、それでも投資妙味が完全には至っていない。まだまだ、投資妙味があると言って良く、「円キャリーが積み上がる状況でもない」とはとも言い難い状況にある。

もっとも、円安基調が生じるとは予想し難い。日米の金融政策スタンスは、日本は利上げに、米国は利下げにという、明らかに異なるスタンスであるほか、円安の進行は日銀の利上げを促す側面もある。

日米の購買力平価の観点からみても、円は明らかに割安である。一般的には、長期的にこうした割安感が修正される傾向にある。日本が米国以上に物価上昇するか、円がドルに対して上昇するか、いずれか、あるいはこの両面により、この割安感は解消すると、考えられる。どういう展開が想定されるかと言えば、日本の物価上昇が根強く、これに対して日銀が対応せざるを得なくなり、結果為替が調整(円高進行)する形で、割安感が修正される、とみている。もっとも、こうした展開は、一般的に時間をかけて起こるものと予想する。目先は、米国金利の高止まりや、構造的な円安要因も相まって、円高進行は起きにくく横ばいでの推移を予想する。

3-2. ユーロドル

先行きの経済の動向や欧米の金融政策の方向性の違いから、ユーロドルは緩やかに下落する見込み

当社は昨年10月に、ユーロドルの見通しを緩やかな下落に変更した。この見通し通り、10月以降、ユーロドルは、下落基調をたどった。今後も下落基調が続くとみている。

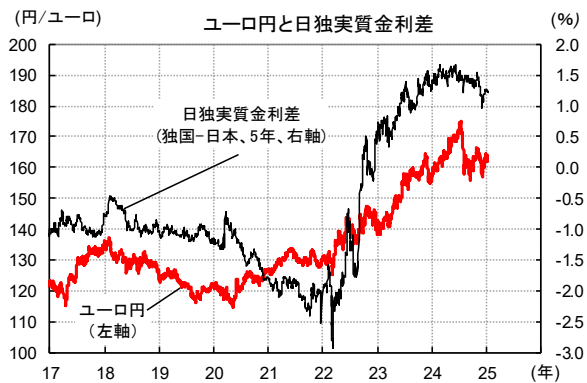
ユーロ圏経済については、ドイツの主要な貿易パートナーである中国の経済動向が不振に起因している部分が多い。こうした内容は、これまで何度も記載してきたが、足許に至ってもこの記載を削除するだけの材料がそろっていない。すなわち、相応の経済対策が中国において打たれていない。中国については、地方政府による特別債発行による投資対象を拡大するとともに、承認プロセスを簡素化する方針が報じられている。もっともこれでは、バブル期の日本においてハコモノが多く作られ、その後、管理が問題視される事態となったが、これと同様の展開をたどる懸念がある。ましてや、こうした経済対策によって、ドイツ経済を浮上させるとの期待はとても抱きにくい。2月に行われるドイツの総選挙ではキリスト教民主同盟・社会同盟(CDU・CSU)が第一党に返り咲くと予想されるが、過半数を取るには至らないだろう。連立交渉が長引く可能性もあり、この点もユーロの重しとなる。ユーロドルが上昇する展開としては、トランプ氏が中国の円安にメスを入れ、元高ドル安となるような政策が打たれる展開、中国政府が抜本的な経済対策を打つ展開、2月の総選挙でCDU・CSUが過半数をとるような展開、が挙げられるが、現時点ではそれらの蓋然性は低いとみている。

日米実質金利差が拡大し円安気味



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

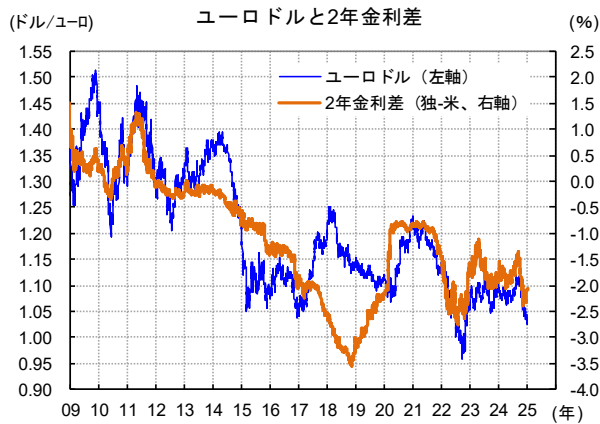
日独実質金利差が拡大するなか、ユーロ円も反発気味



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

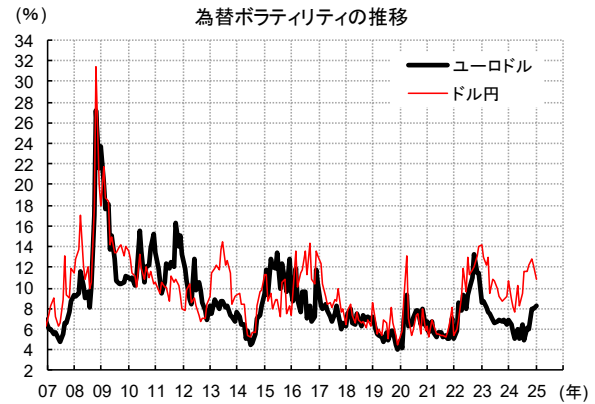
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2 年金利差のマイナス幅が拡大する中、ユーロドルは下落気味



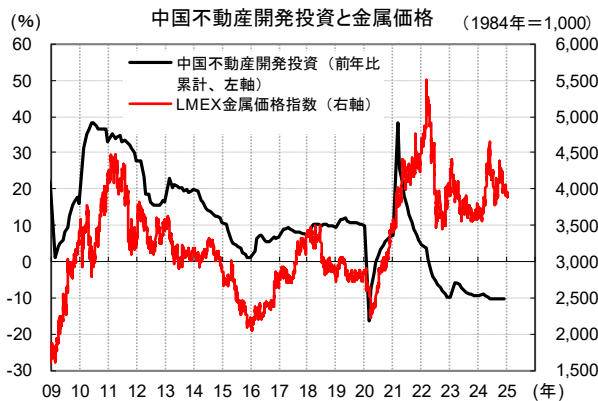
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ユーロドルのボラティリティは上昇気味



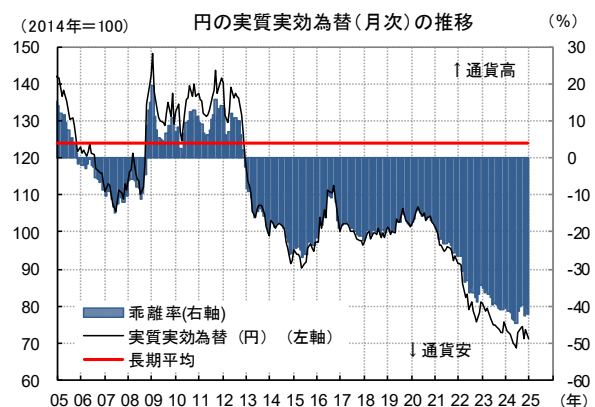
注: ボラティリティは、1 カ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金属価格指数は経済対策の効果への期待も一服し横ばい気味



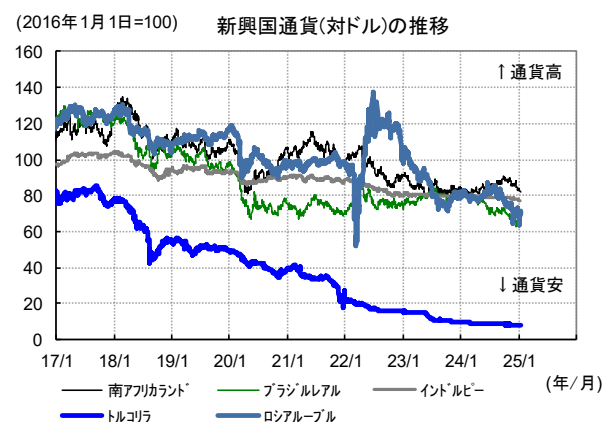
出所: Bloomberg より TDAM 作成

円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に 42%程度



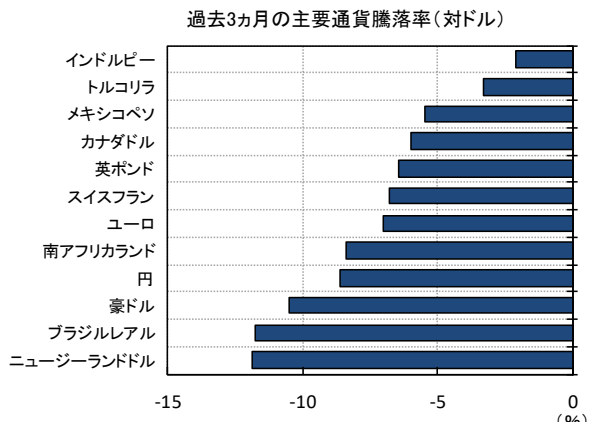
注: 「長期平均」は1995年1月～2023年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

地政学リスクも意識されるなか、ロシアルーブルは下落基調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ニュージーランドドルが軟調



注: 計算期間は2024年9月30日～2024年12月31日
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、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	2025年1～3月期		2025年4～6月期		2025年7～9月期		2025年10～12月期					
			2024年 12月5日	2025年 1月10日												
日本	政策金利	%	0.25	0.25	0.25	～	0.50	0.50	～	0.50	0.50	～	0.75	0.75	～	0.75
	10年国債利回り	%	1.07	1.20	0.90	～	1.50	1.00	～	1.50	1.00	～	1.60	1.00	～	1.60
	TOPIX	ポイント	2,742	2,714	2,560	～	2,920	2,580	～	2,940	2,600	～	2,960	2,620	～	2,990
	日経平均	円	39,396	39,190	36,800	～	41,900	37,100	～	42,200	37,300	～	42,400	37,500	～	42,600
米国	FFレート	%	4.50～4.75	4.25～4.50	4.00	～	4.50	4.00	～	4.25	4.00	～	4.25	3.75	～	4.00
	10年国債利回り	%	4.18	4.76	4.10	～	5.20	4.00	～	5.10	4.00	～	5.10	4.00	～	5.10
	S&P500	ポイント	6,075	5,827	5,440	～	6,210	5,490	～	6,270	5,540	～	6,330	5,600	～	6,390
	NY ダウ	ドル	44,766	41,938	39,220	～	44,770	39,610	～	45,220	40,010	～	45,670	40,410	～	46,130
ユーロ圏	中銀預金金利	%	3.25	3.00	2.50	～	3.00	2.00	～	2.50	1.75	～	2.25	1.75	～	2.00
	独10年国債利回り	%	2.11	2.60	2.10	～	3.00	1.95	～	2.85	1.85	～	2.75	1.80	～	2.70
	DAX	ポイント	20,359	20,215	18,790	～	21,640	18,790	～	21,640	18,790	～	21,640	18,790	～	21,640
為替	ドル円	円/ドル	150.10	157.73	149	～	166	148	～	165	147	～	164	147	～	164
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.059	1.024	0.97	～	1.09	0.96	～	1.08	0.95	～	1.07	0.94	～	1.06
	ユーロ円	円/ユーロ	158.91	161.59	152	～	176	149	～	173	147	～	170	145	～	169

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。

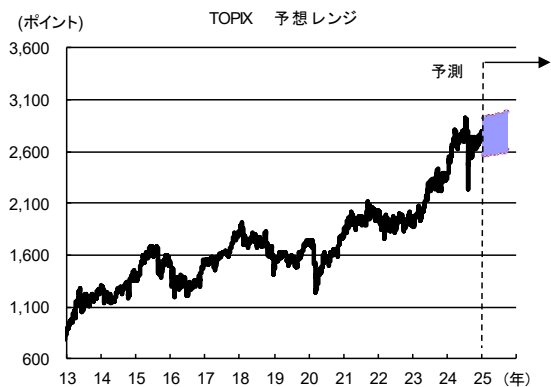
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

〔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〕

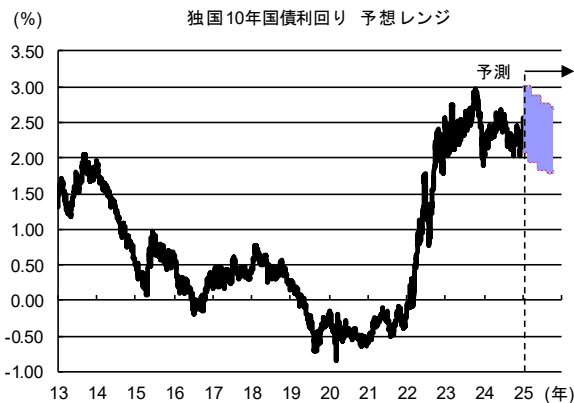


出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「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〕



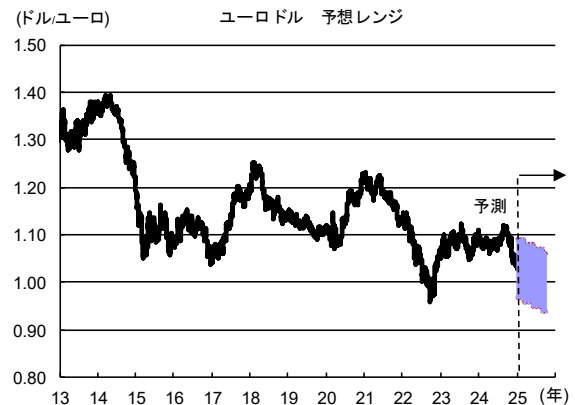
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔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
		1/1 休業日 ◎New Year's Day 欧米休場	1/2 休業日 (ユーロ圏) 12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
1/6	1/7 (米) 11月貿易収支 (米) 12月ISM非製造業景況指数	1/8 (日) 12月消費者態度指数 (米) 12/17-18分FOMC議事録	1/9 (中) 12月CPI	1/10 (日) 11月家計調査 (米) 12月雇用統計 (米) 1月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
1/13 成人の日 (中) 12月貿易収支	1/14 (日) 12月景気ウォッチャー調査 (米) 12月NFIB中小企業楽観指数	1/15 (米) 12月CPI (米) 1月NY連銀製造業景況指数	1/16 (米) 11月企業在庫 (米) 12月小売売上高 (米) 1月フィラデルフィア連銀景況指数 (米) 1月NAHB住宅市場指数	1/17 (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 (中) 7-9月期GDP (米) 12月鉱工業生産 (米) 12月住宅着工・建設許可件数
1/20 (日) 11月機械受注	1/21	1/22 (米) 12月景気先行指数	1/23 (日) 12月貿易収支	1/24 (日) 12月CPI (日) 日銀金融政策決定会合(結果発表) (ユーロ圏) 1月PMI(速報値) (米) 12月中古住宅販売件数 (米) 1月製造業PMI(購買担当者景気指数、速報値)
1/27 (中) 1月製造業PMI (独) 1月IFO景況感指数 (米) 12月新築住宅販売件数	1/28 (米) 11月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米) 12月耐久財受注(速報値) (米) 1月消費者信頼感指数	1/29 (米) FOMC結果発表	1/30 (ユーロ圏) 10-12月期GDP(一次速報値) (ユーロ圏) ECB理事会 (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月中古住宅販売仮契約指数	1/31 (日) 12月失業率

注: 1月9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。