

投資環境レポート

2025 年 2 月

本資料は 2025 年 2 月 6 日時点での利用可能な情報をもとに作成しています。



【目次】

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

経済見通し

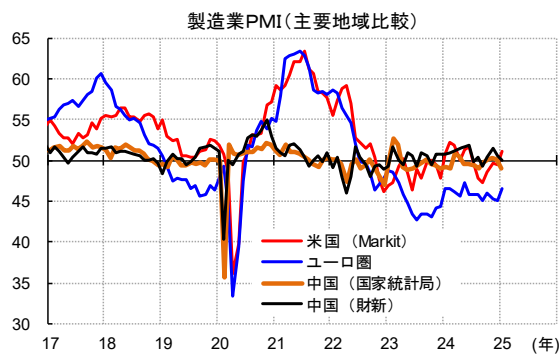
【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	24年	25年	26年	24年 4-6月	24年 7-9月	24年 10-12月
世界全体	3.2	3.3	3.3			
先進国	1.7	1.9	1.8			
アメリカ	2.8	2.7	2.1	3.0	2.7	2.5
日本	▲ 0.2	1.1	0.8	▲ 0.9	0.5	
英国	0.9	1.6	1.5	0.7	0.9	
ユーロ圏	0.8	1.0	1.4	0.5	0.9	0.9
ドイツ	▲ 0.2	0.3	1.1	0.1	0.1	▲ 0.4
フランス	1.1	0.8	1.1	1.0	1.2	0.7
イタリア	0.6	0.7	0.9	0.7	0.5	0.5
スペイン	3.1	2.3	1.8	3.3	3.5	3.5
カナダ	1.3	2.0	2.0	1.1	1.5	
新興国	4.2	4.2	4.3			
ブラジル	3.7	2.2	2.2	3.3	4.0	
ロシア	3.8	1.4	1.2	4.1	3.1	
インド	6.5	6.5	6.5	6.7	5.4	
中国	4.8	4.6	4.5	4.7	4.6	5.4
ASEAN5	4.5	4.6	4.5	5.1	5.1	

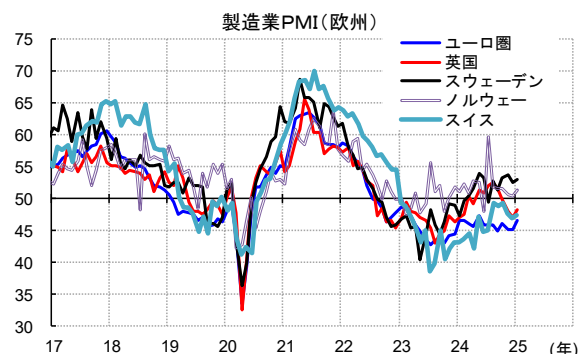
注: (1) IMF 見通しは、2025 年 1 月時点。2025 年、2026 年いずれも予測。(2) ASEAN5 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

出所: IMF World Economic Outlook、Bloomberg より TDAM 作成

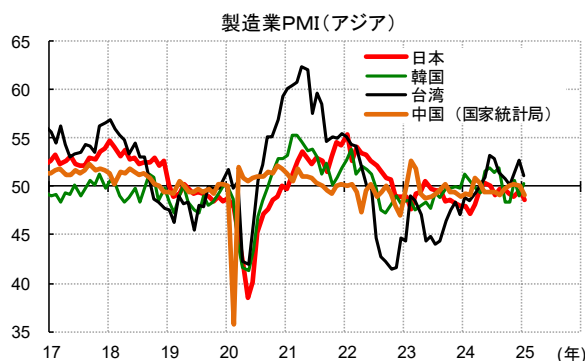
【世界製造業景況感の推移】



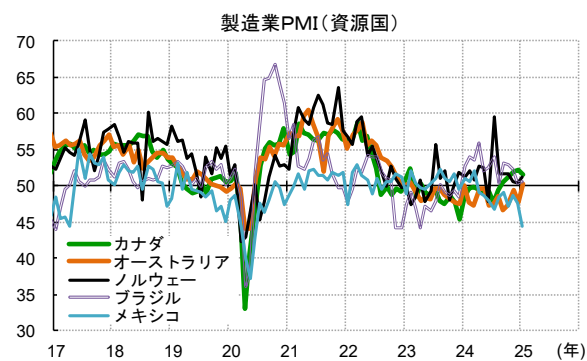
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



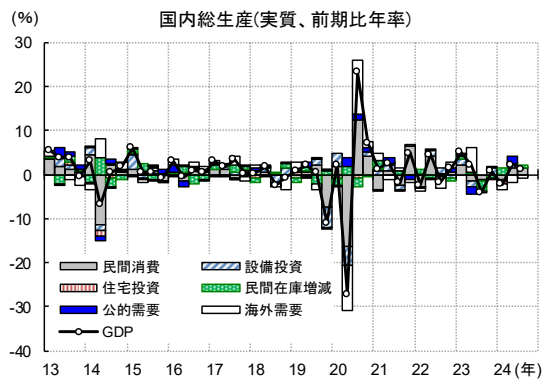
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

1. 日本経済

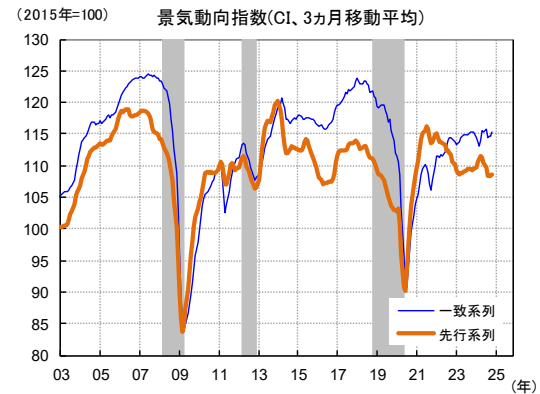
相次ぐ値上げのなかにあっても個人消費は底堅く、先行きも堅調に推移する見込み。設備投資も底堅く推移する公算

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%



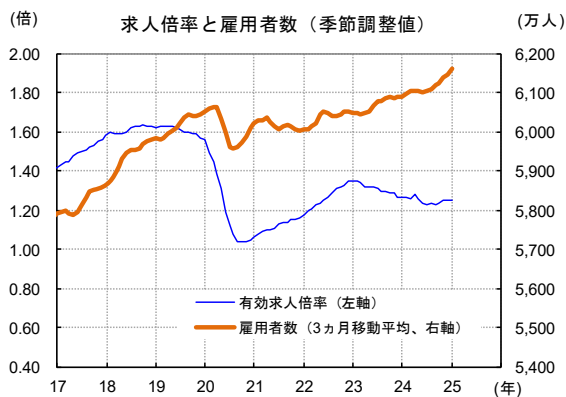
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

足許で、景気先行指数が軟調な点はやや気がかり



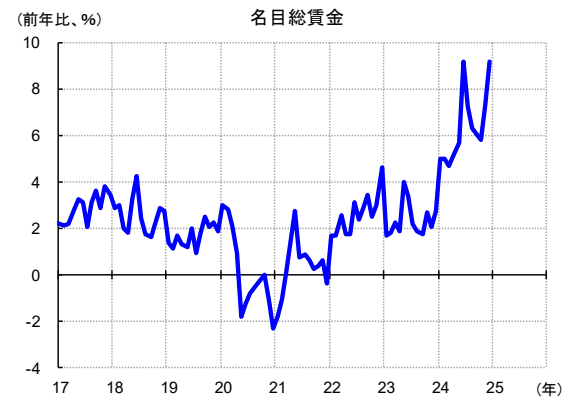
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

雇用者数は増加傾向



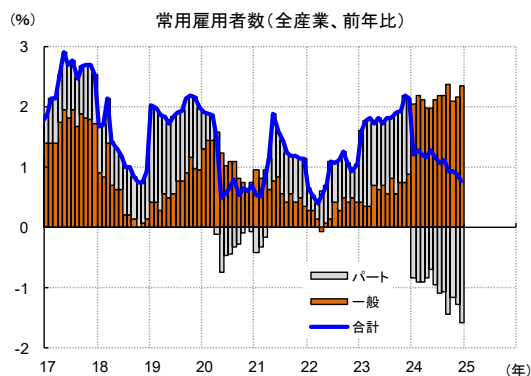
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



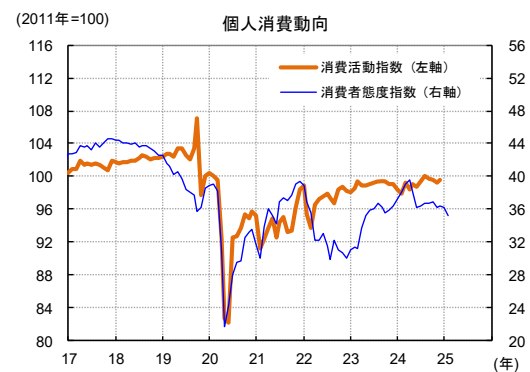
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

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

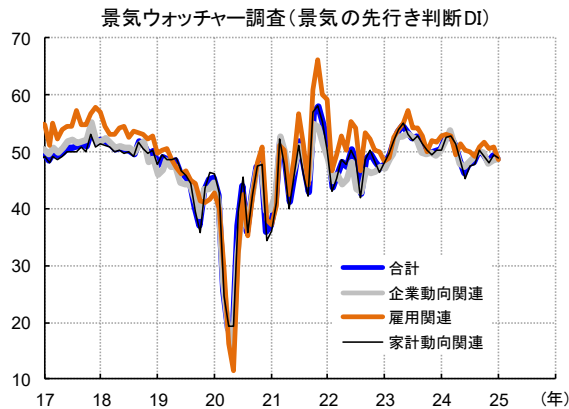
先行き、消費者態度指数がやや改善する公算



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

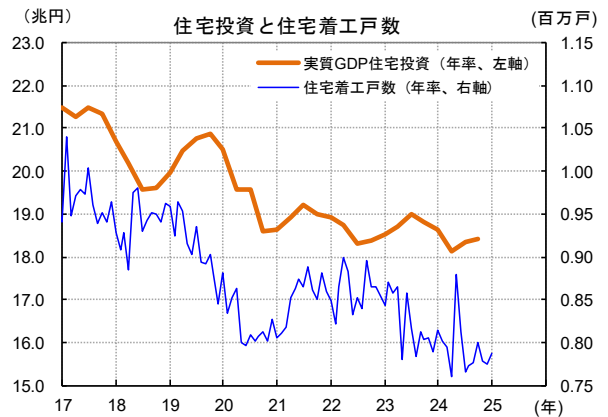
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

街角景気見通しは、企業動向関連が改善した一方、家計動向関連、雇用関連が悪化



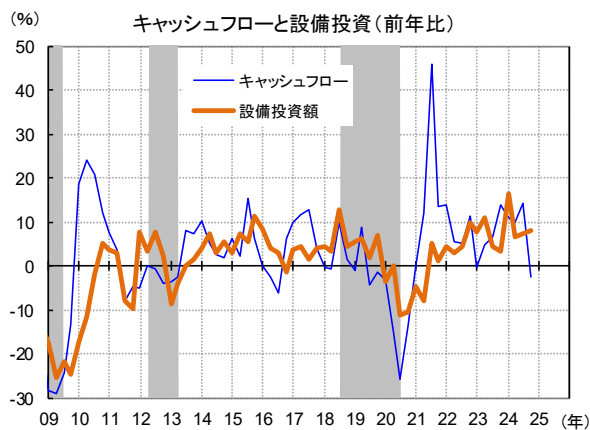
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

GDP の住宅投資は、先行き横ばい推移となる公算



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

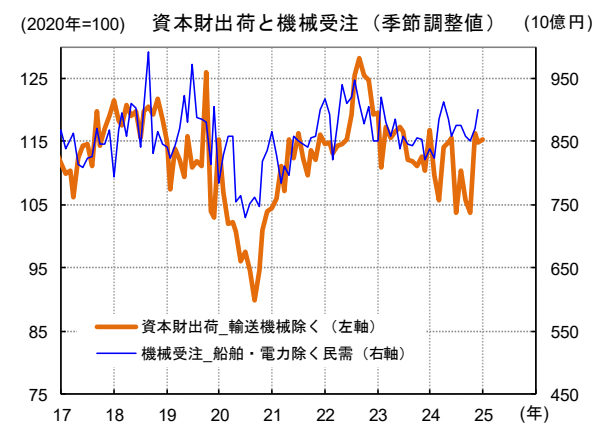
設備投資額(前年比)はプラス圏



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。

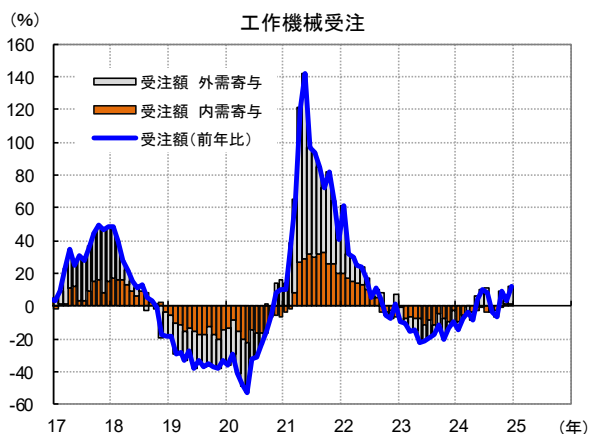
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

資本財出荷は堅調



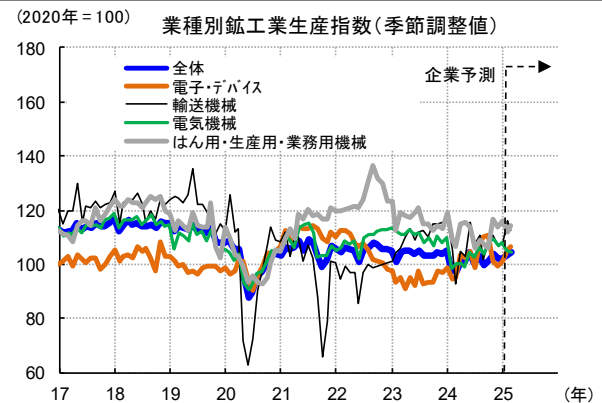
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)はプラス 2.6%



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

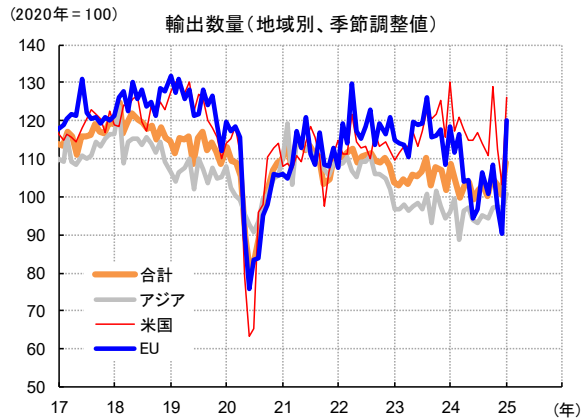
全体的には底堅い展開が予想されている模様



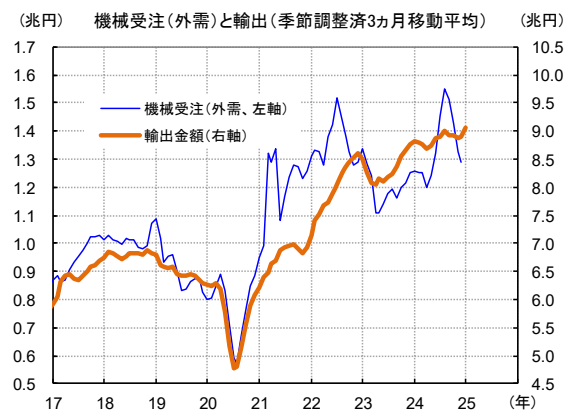
出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

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

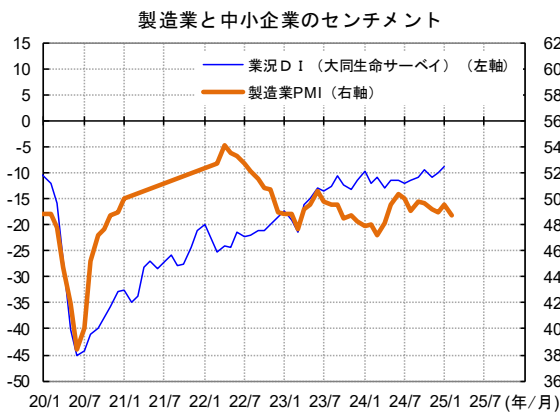
トランプ政権の関税引き上げが輸出数量に与える影響に注意



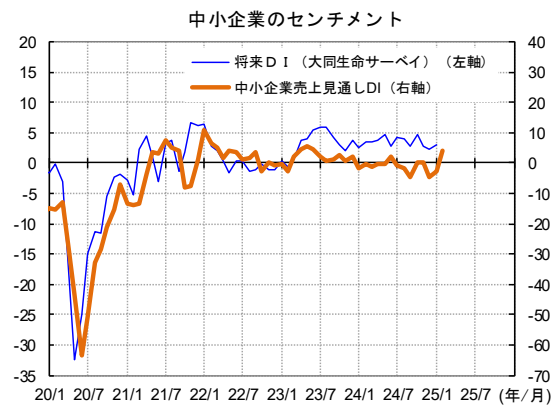
輸出金額は今後も高水準を維持する見通し



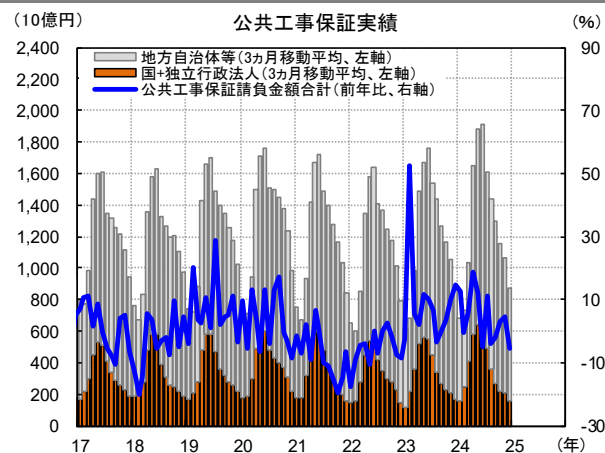
12月の業況DI(大同生命サーベイ)はマイナス8.7



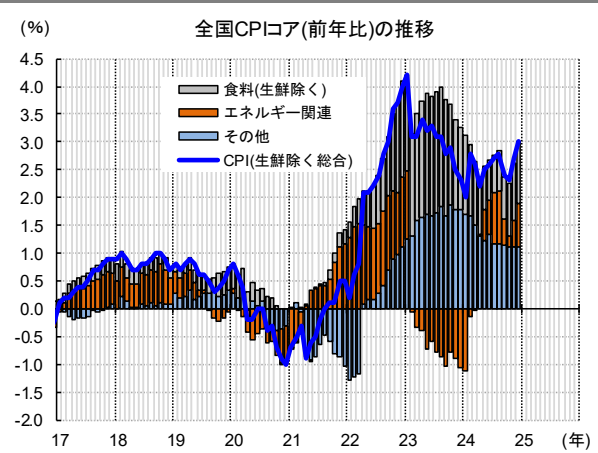
12月の将来DI(大同生命サーベイ)は3



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



12月CPI(生鮮除く総合)の前年比は3.0%

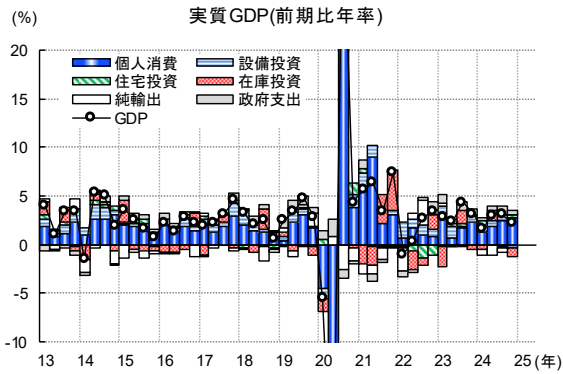


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2. 米国経済

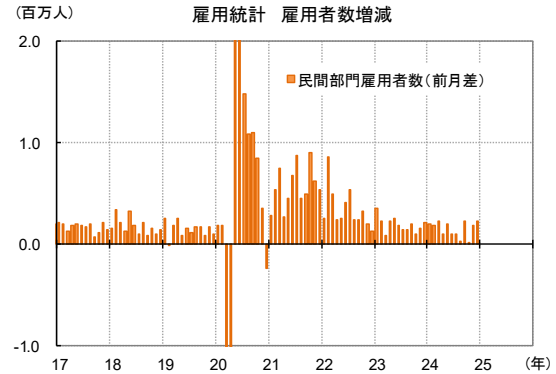
底堅い経済指標がみられているものの、トランプ新政権が行うとみられる政策には注意

経済成長率: 10-12 月期 GDP 成長率は個人消費などの寄与もあり前期比年率 2.3%



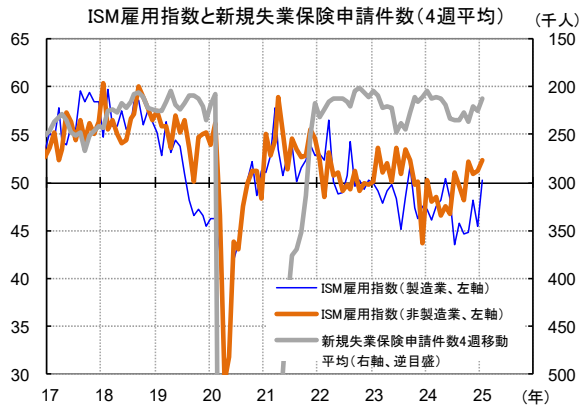
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 比較的堅調さを維持



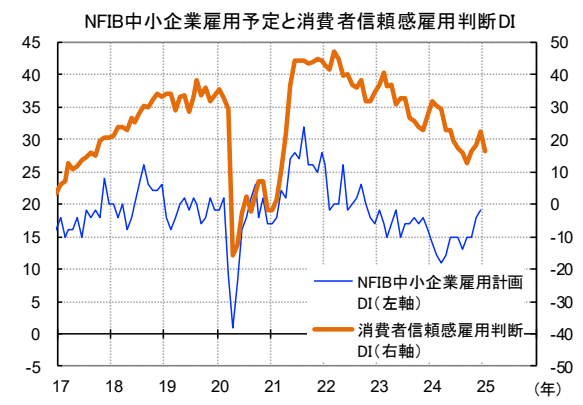
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 製造業の雇用指数は急ピッチで改善傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 中小企業の雇用に対するセンチメントは改善傾向

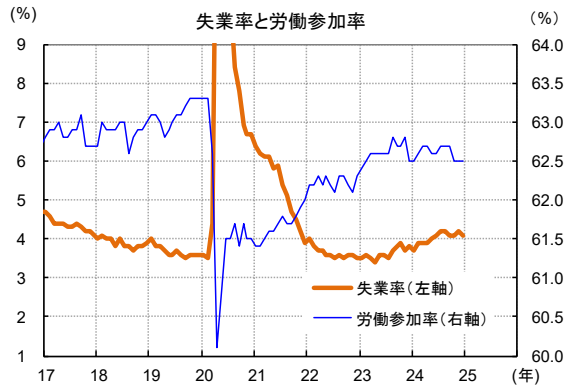


注: NFIB(全米独立企業連盟)

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

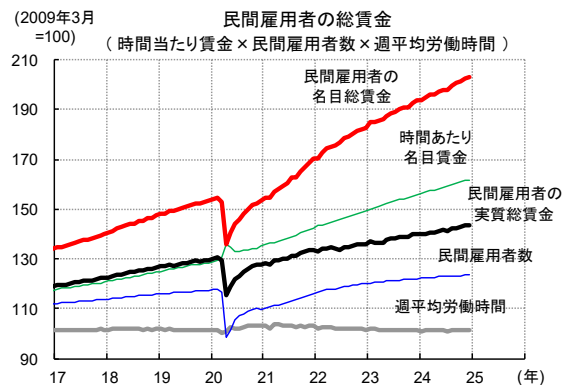
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 失業率の上昇は一服し、概ね横ばい推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 実質総賃金は増加傾向



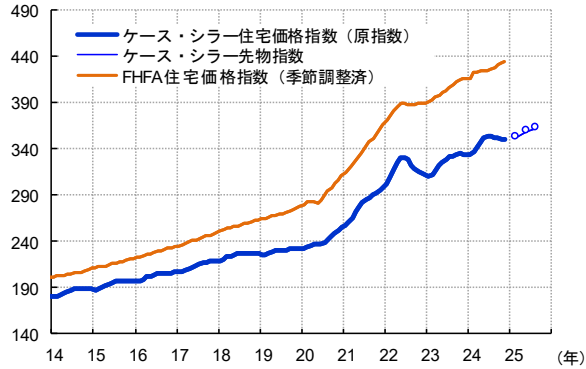
注: 民間雇用者の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。

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

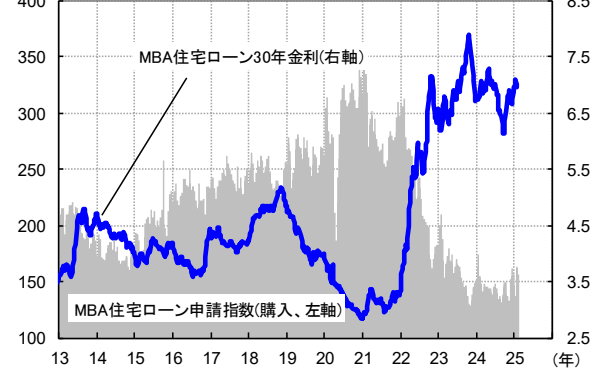
住宅価格指数の推移



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

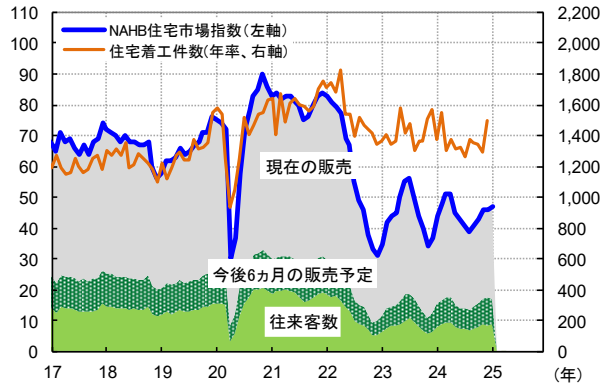
住宅ローン申請指数と金利



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

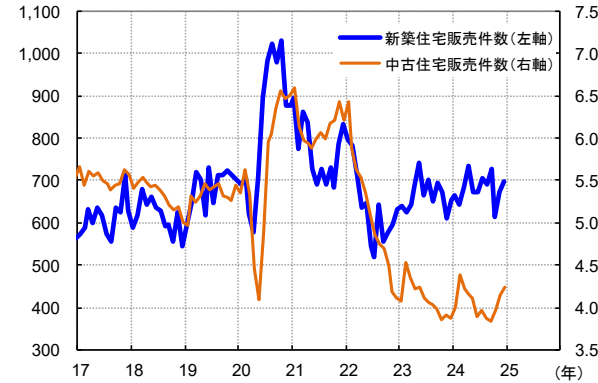
NAHB住宅市場指数と住宅着工件数



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

住宅市場: 新築・中古とも足許では改善

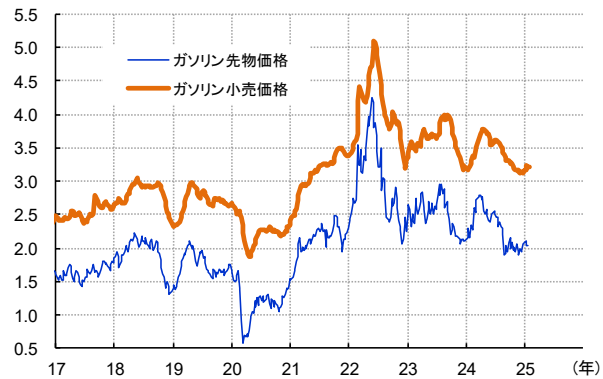
住宅販売件数(年率)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: ガソリン小売価格は底打ち気味

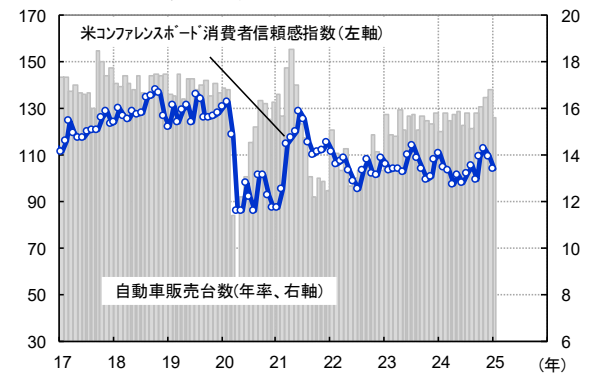
(ドル/ガロン) 米国 ガソリン先物価格とガソリン価格



出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: 自動車販売台数は前月と比べて減少

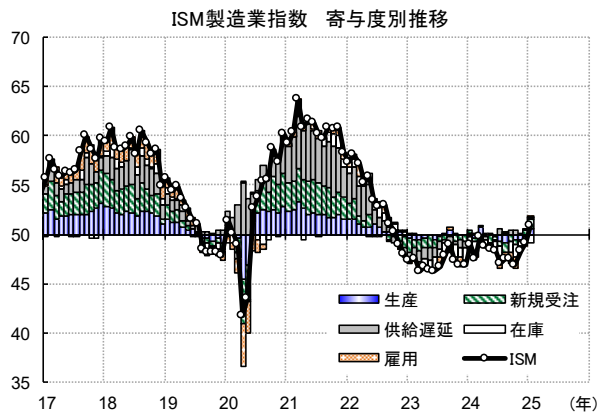
消費者信頼感と自動車販売(国内)



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

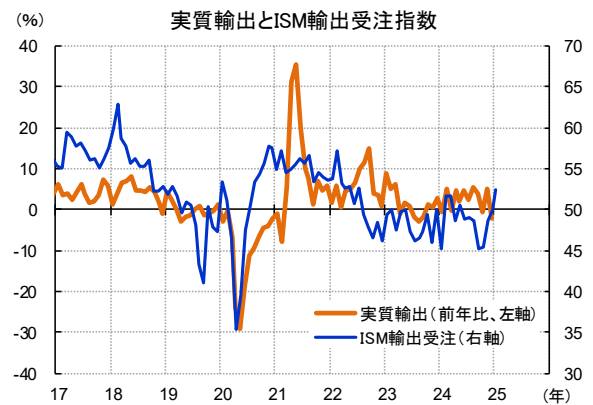
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(1 月)は 50.9



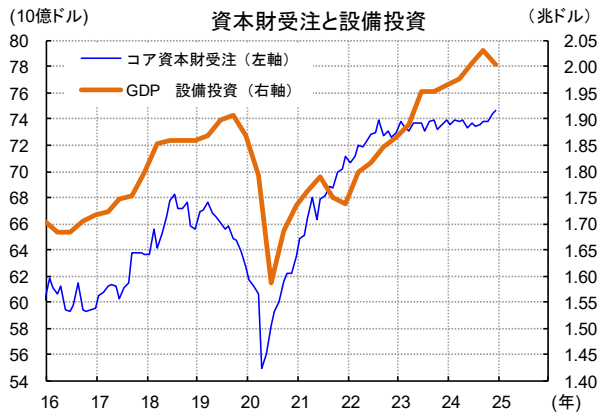
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(1 月)は 52.4



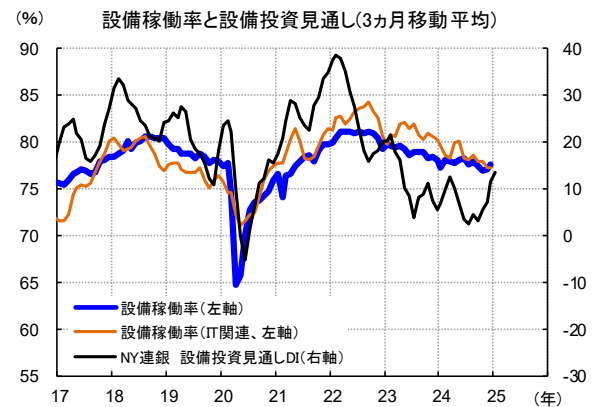
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資の拡大基調は小休止



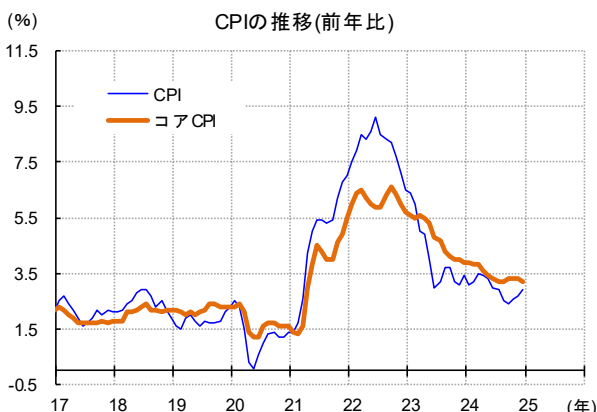
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: NY 連銀の設備投資見通し DI は回復傾向



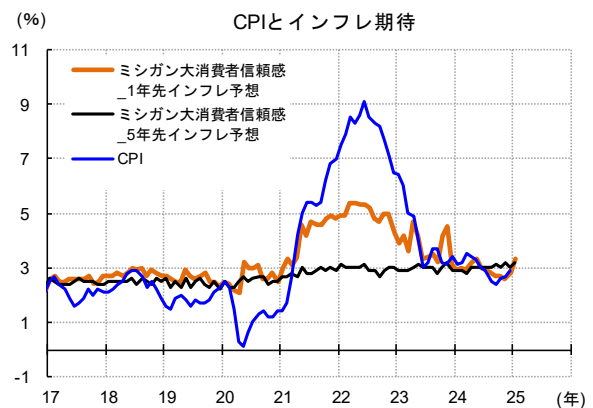
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 3.2%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1 年先のインフレ予想は 3.3%



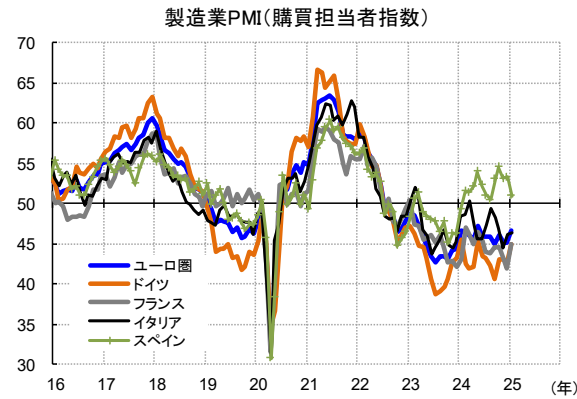
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

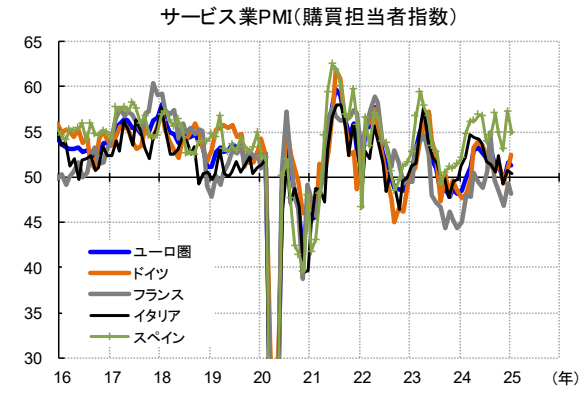
3. 欧州経済

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

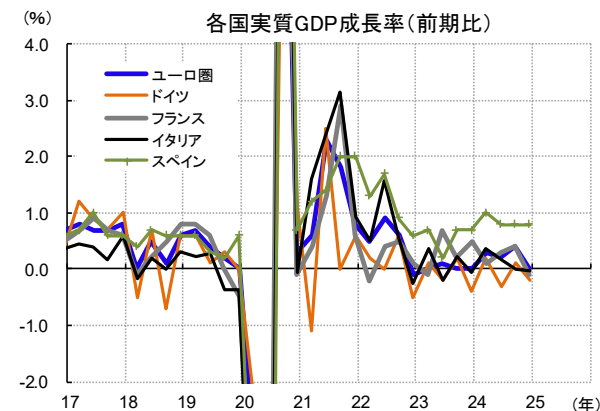
企業景況感: スペイン以外 50 割れ



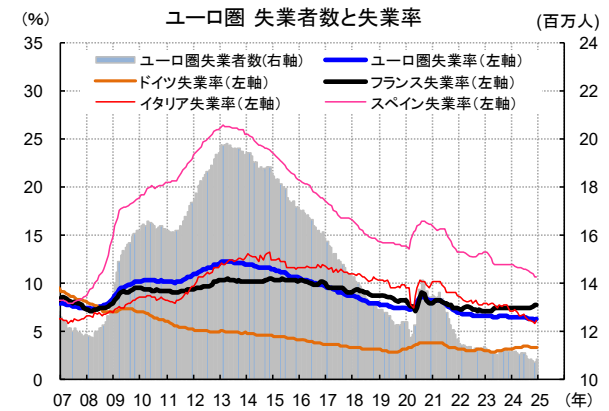
企業景況感: スペインは堅調



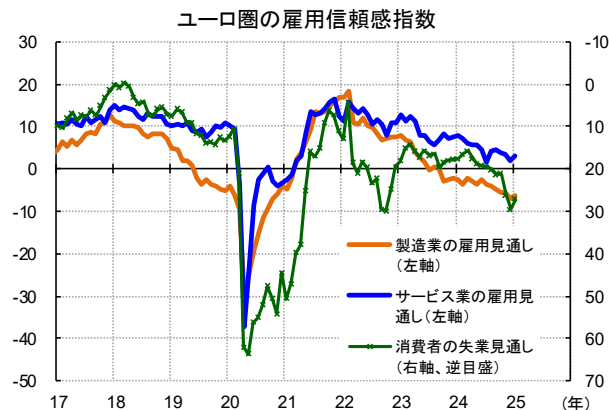
経済成長率: 4Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0%



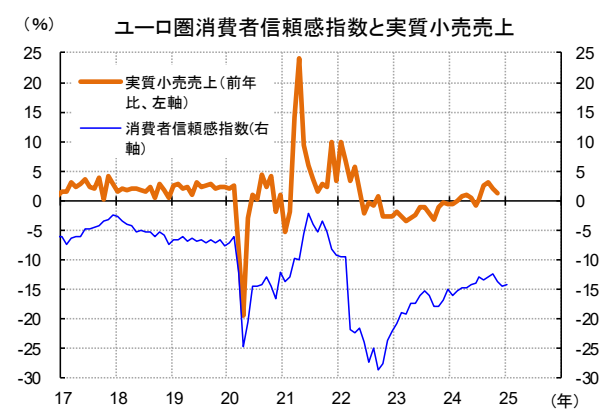
雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0.1%上昇



雇用: 工場閉鎖等の報道もあり、消費者の見通しは悪化傾向

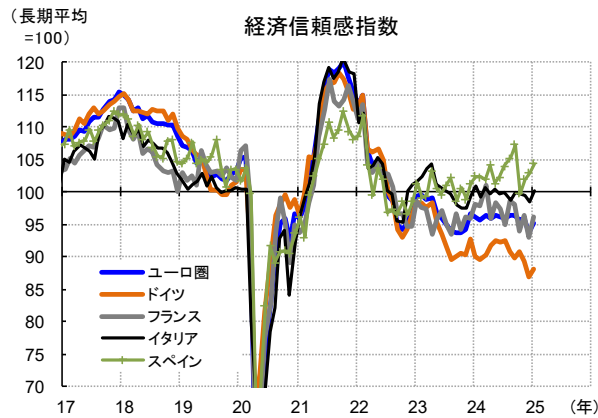


消費: 実質小売の先行きには懸念

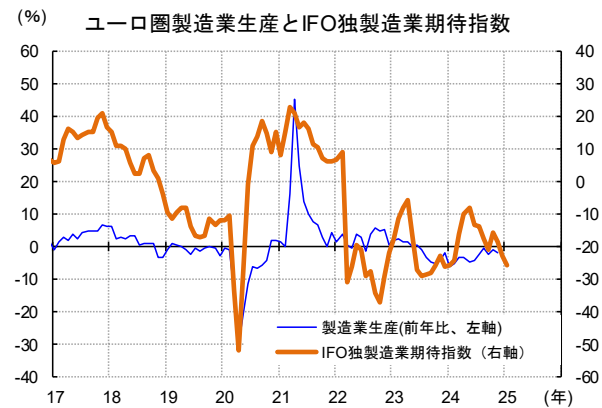


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

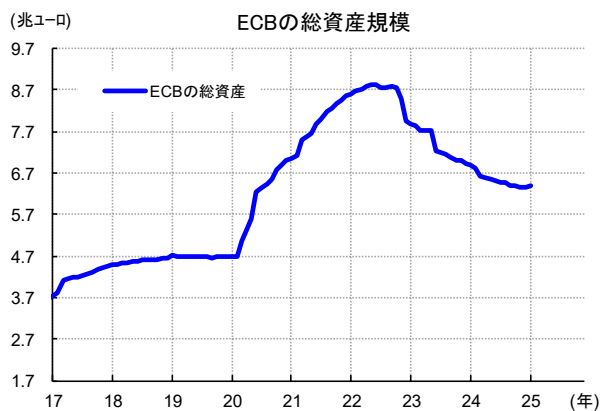
景況感指数: ドイツは軟調に推移



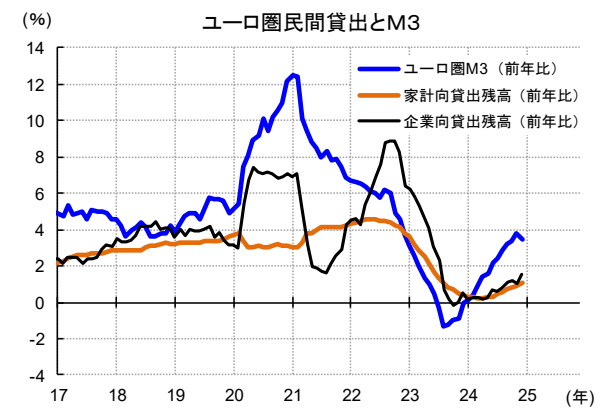
企業活動: 製造業生産は大幅な改善が見込み難い状況



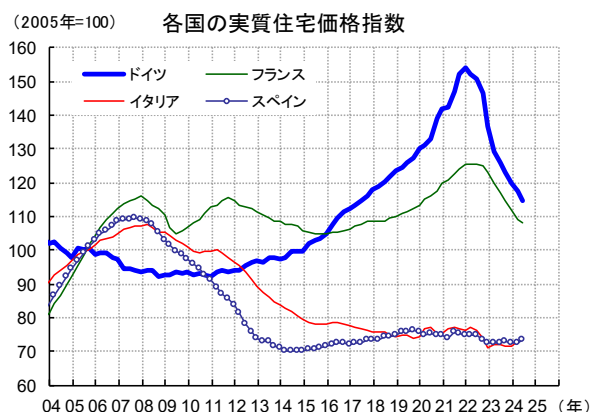
金融: ECB の総資産規模は横ばい気味



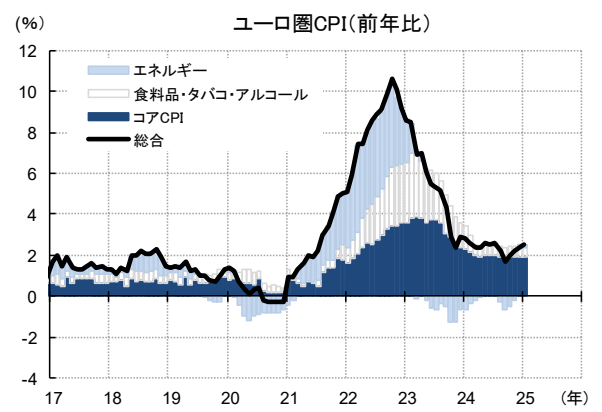
信用: M3(前年比)は持ち直しの傾向



住宅価格: ドイツの下落が鮮明



物価: 1 月の総合 CPI(前年比)は 2.5%

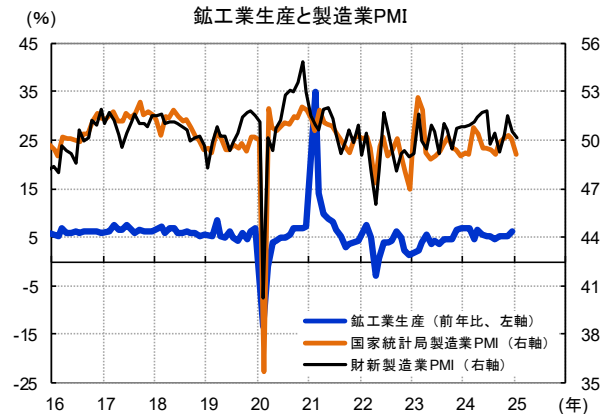


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

4. 中国経済

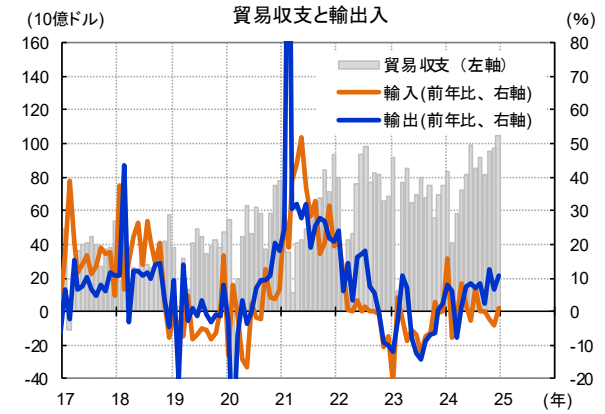
既往の経済対策の効果により一時的に景気が持ち直す可能性はあるものの、その期間や程度については過度に期待できない公算

景況感: 国家統計局製造業 PMI(1 月)は 49.1



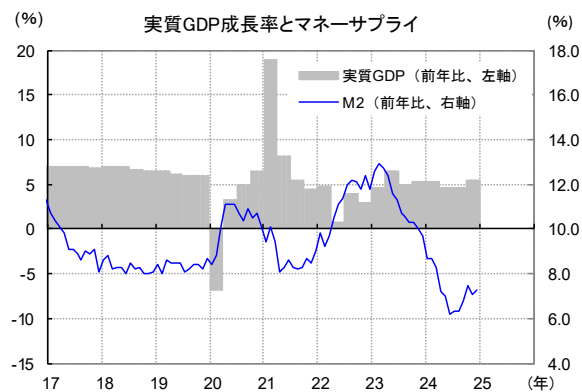
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 今後、米中関係が貿易に悪影響を及ぼす可能性



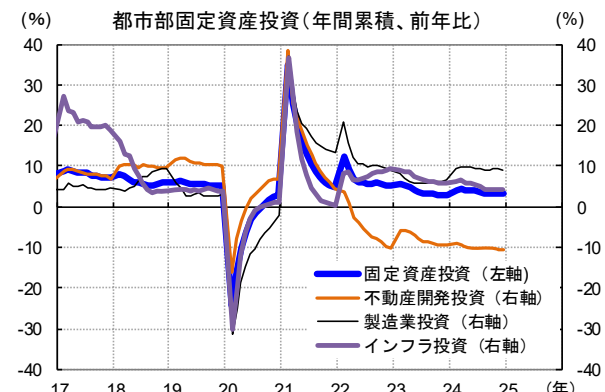
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 10-12 月期の GDP 成長率は前年比 5.4% 増



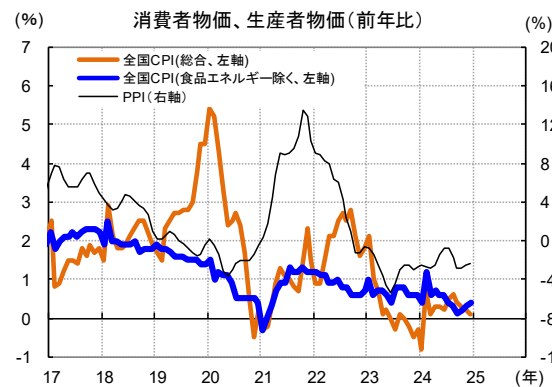
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



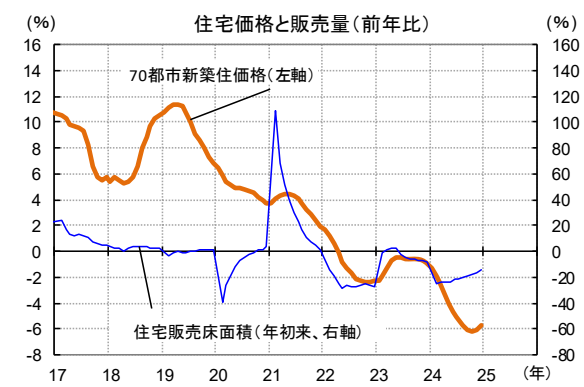
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

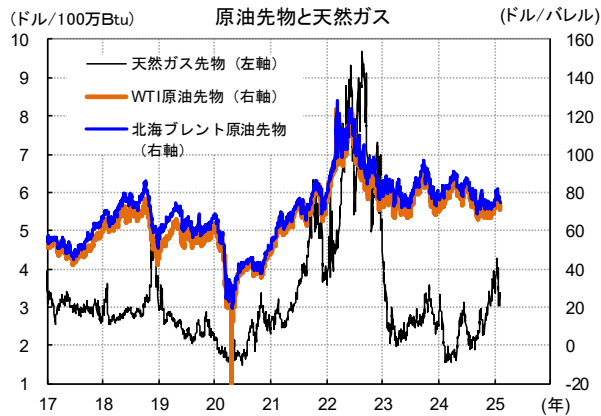


出所: Bloomberg より TDAM 作成

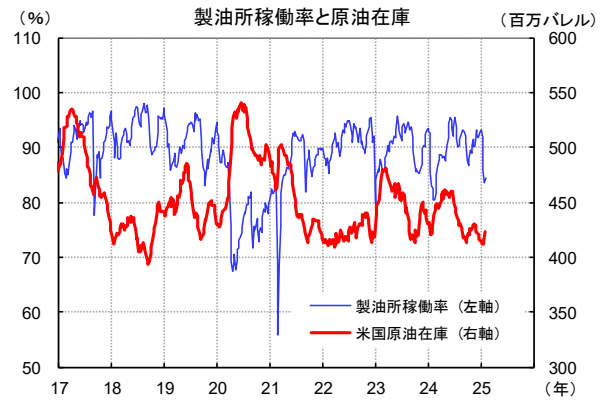
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

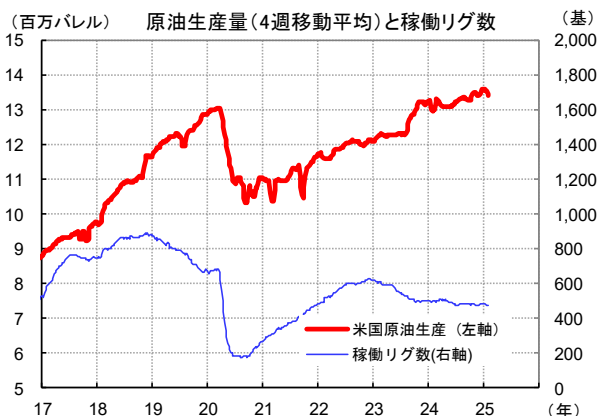
(1) 資源関連



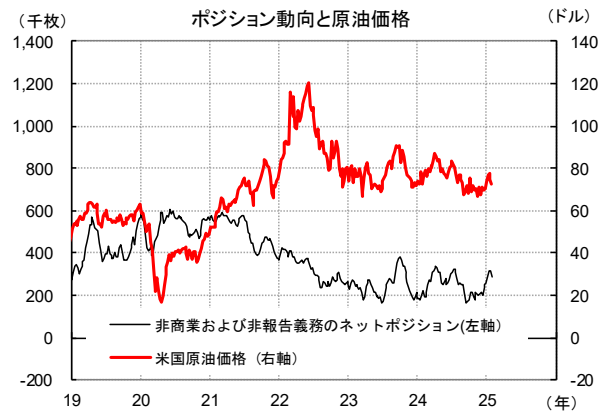
出所: Bloomberg より TDAM 作成



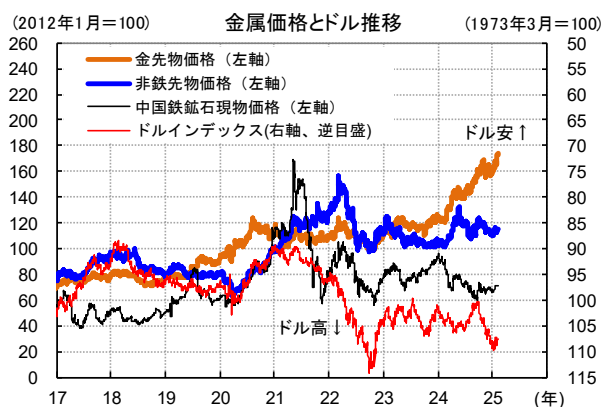
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

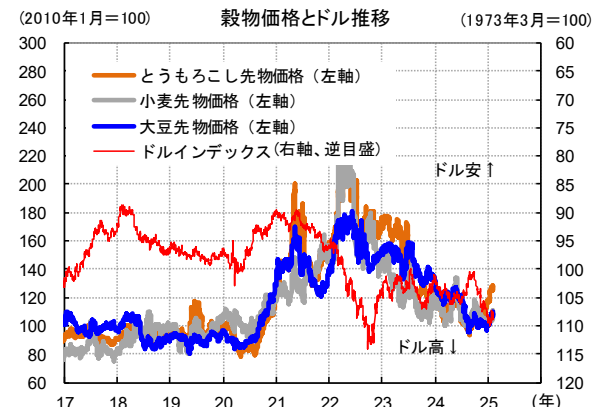


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

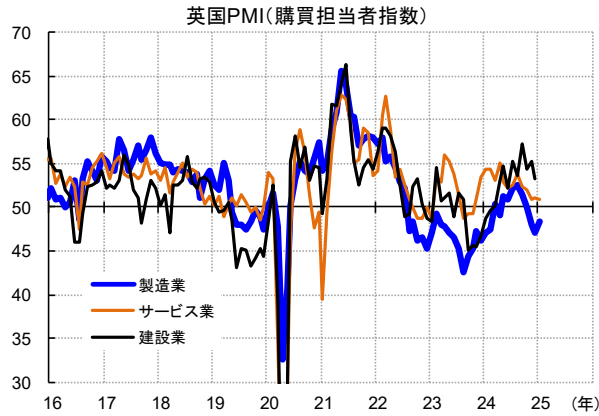


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

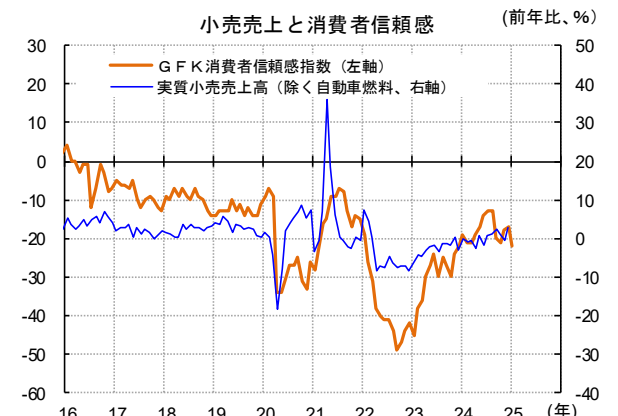
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

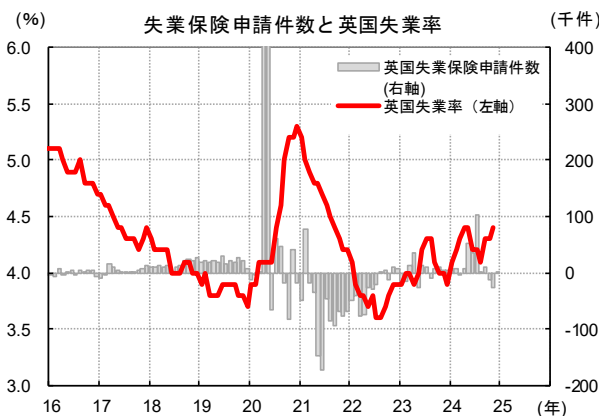
(2) 英国経済



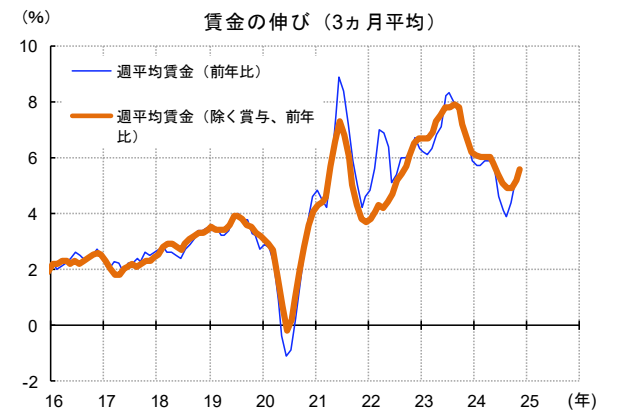
出所: Bloomberg より TDAM 作成



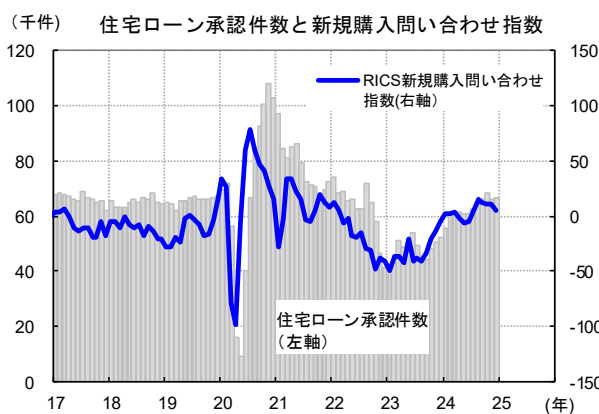
出所: Bloomberg より TDAM 作成



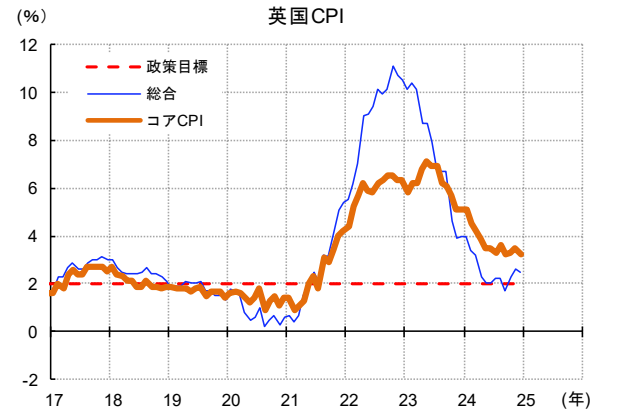
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



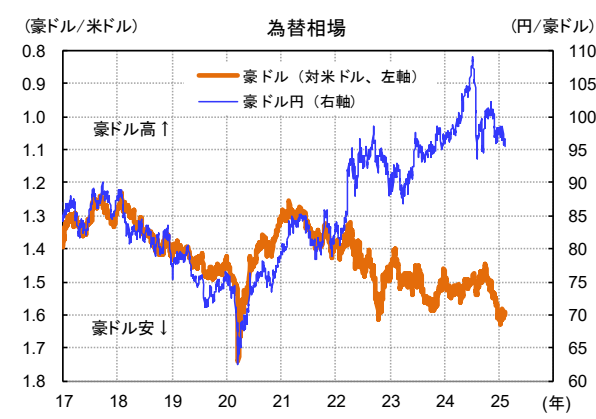
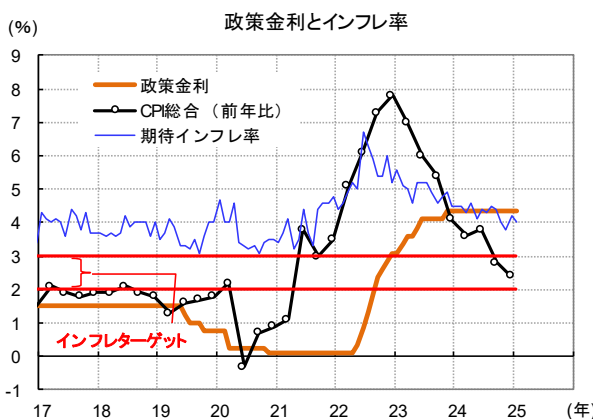
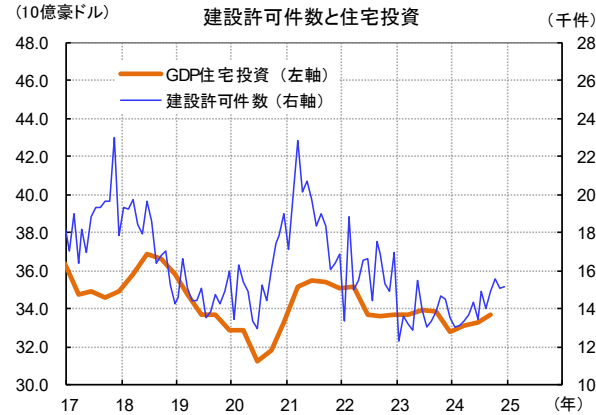
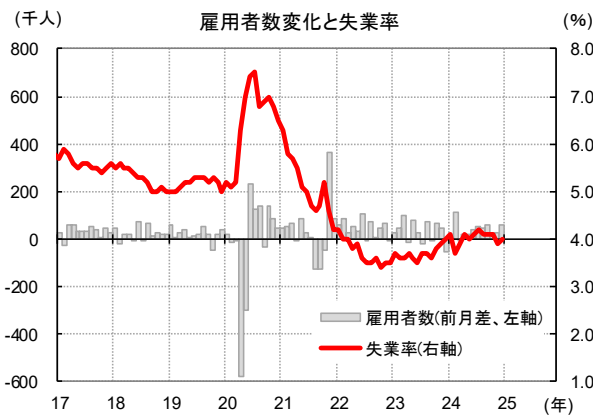
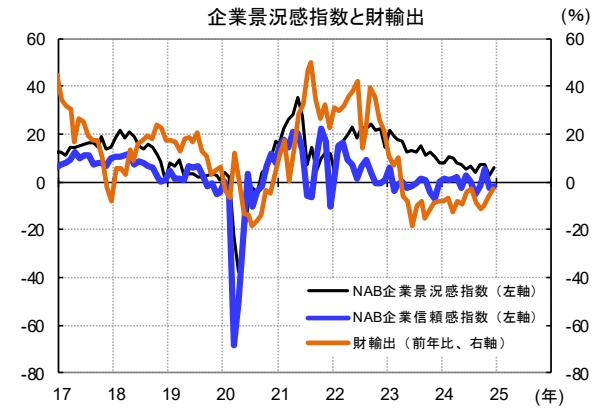
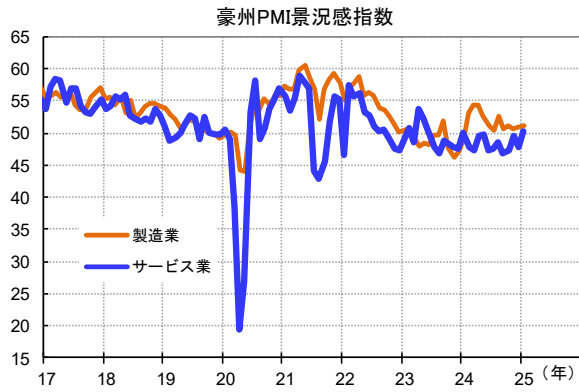
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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。

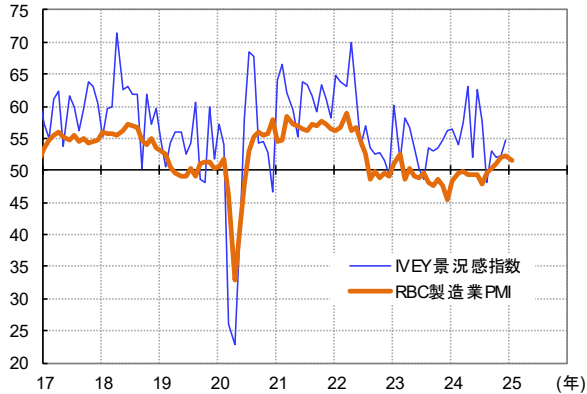
(3) オーストラリア経済



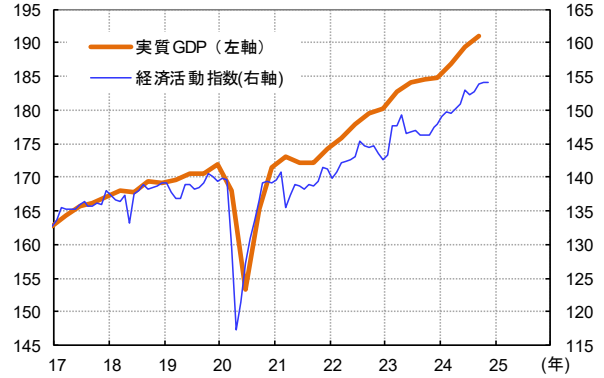
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(4) カナダ・ブラジル経済

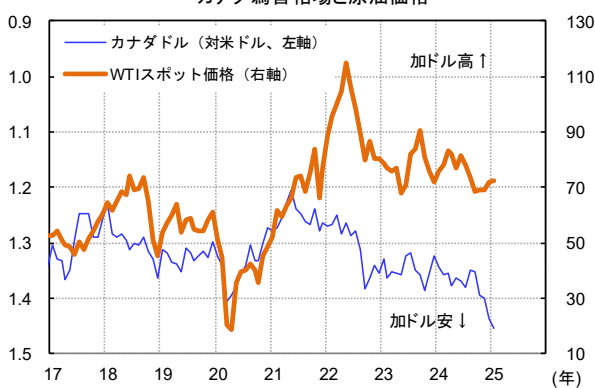
カナダ製造業PMI



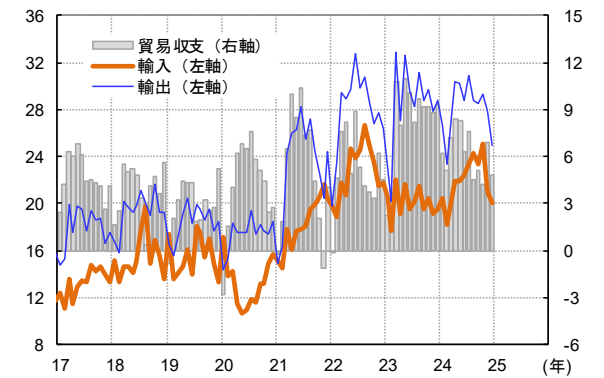
(1995年=100) ブラジル実質GDPと経済活動指数 (2002年=100)



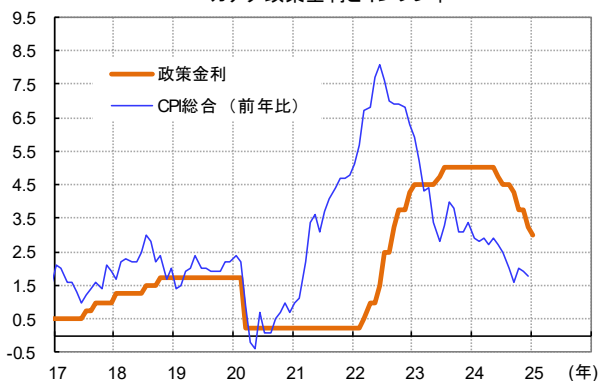
(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



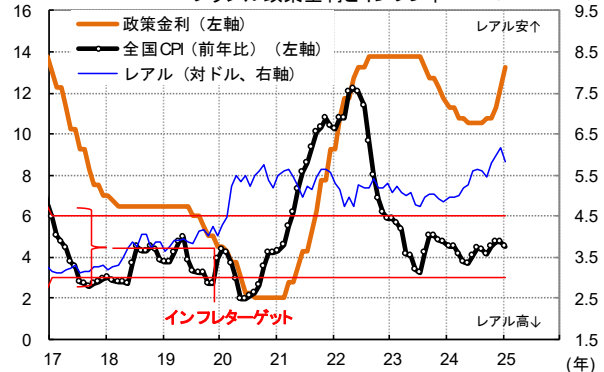
(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



(%) カナダ政策金利とインフレ率

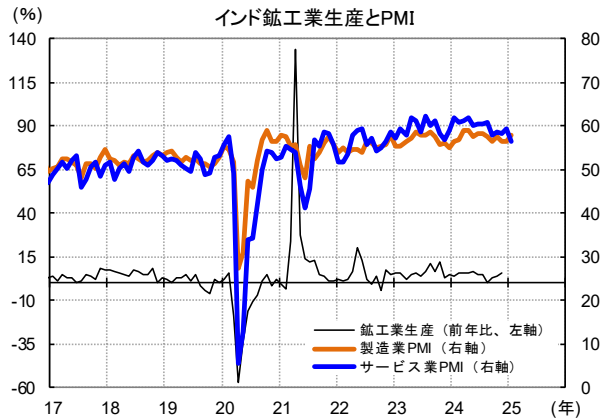


(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)

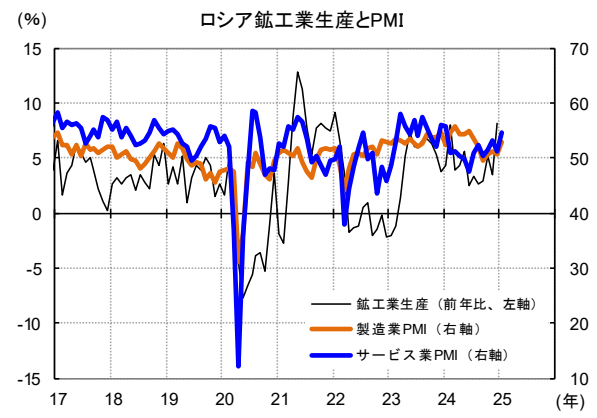


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

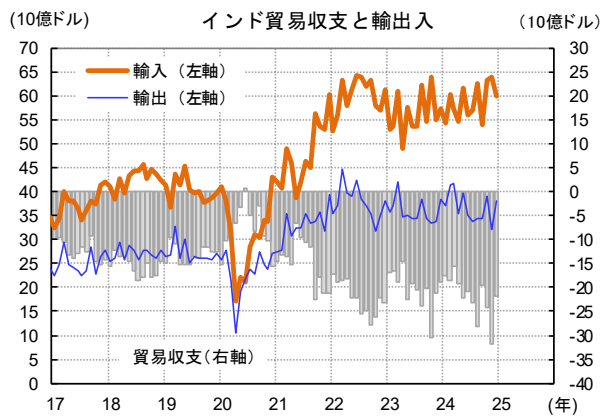
(5) インド経済・ロシア経済



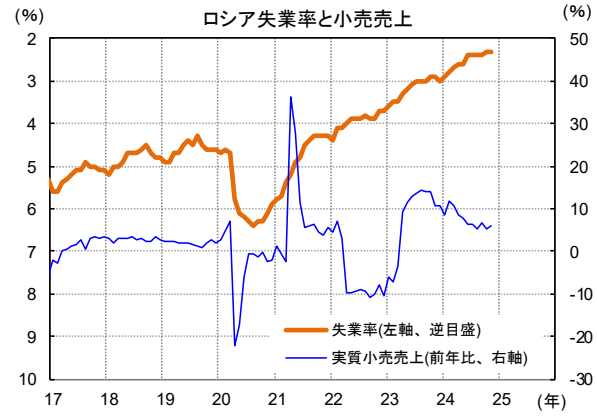
出所: Bloomberg より TDAM 作成



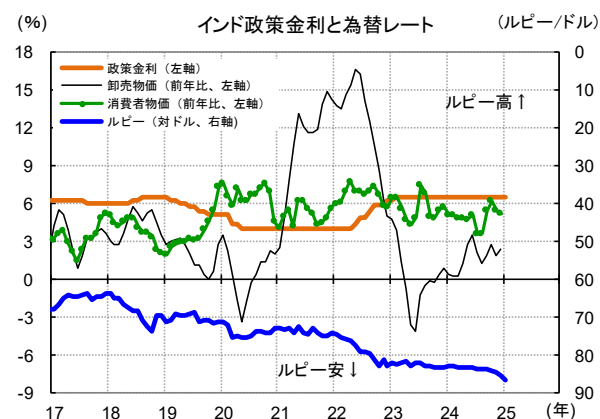
出所: Bloomberg より TDAM 作成



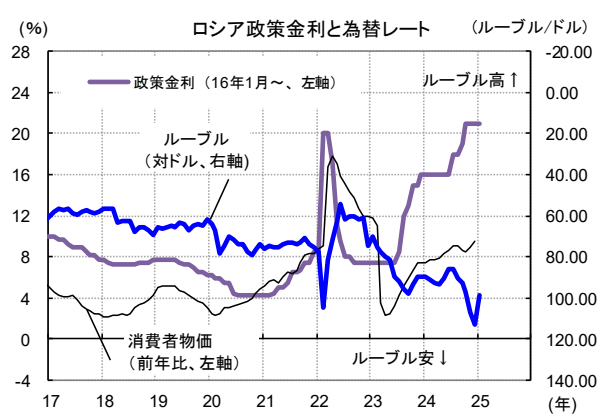
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

日銀の姿勢はこれまでよりも緩和の後退に前向きになっている模様で、長期金利は上昇する見通し

○ 金融政策について

日銀は1月23日～24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、「0.5%程度」に引き上げた。会合前の氷見野副総裁、植田総裁の発言などから、市場では引き上げが予想されていたことから、決定自体はさほどサプライズとはならなかった。ただ、同時に公表された「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)の物価見通しが上方修正されたことはサプライズとなった。消費者物価指数(除く生鮮食品・エネルギー)の見通しについては、2024年度が2.2%と前回から0.2%pt上方修正された。2025年度は2.1%とこちらも0.2%pt上方修正された。こうした点が注目されたほか、リスクバランスについての記述では、「物価の見通しについては、2024年度と2025年度は上振れリスクの方が大きい。」としたことも注目された。それまでは2025年度のみ触れられていたが、2024年度についても触れた点が注目された。もっとも、この点については記者会見の場で植田総裁よりコストプッシュの影響が大きいとの説明がなされて、タカ派的との印象が和らぐ場面もあった。

その後、氷見野副総裁による講演「金利のある世界」は、それまでの講演内容に近い内容であったが、「『お金を貸したり預けたりしても、物価の上昇分を考えると目減りしてしまう』という実質金利マイナスの状態は続いています。」とのコメントや「実質金利がマイナス、ということは、『事業の実質価値が今後少しずつ毀損していくプロジェクトに、借金をして投資しても見合う』ということを意味します。」など、マイナスの実質金利に対して批判的なコメントが目立った。

また、その後、「主な意見」が公表されたが、これもタカ派であった。「コストプッシュとはいえ、経済主体の物価観は累積的に高まっている」との意見や「アメリカのインフレ再燃と世界的な貿易摩擦の激化が同時に起こり、スタグフレーション型シナリオとなる可能性もある。単に緩和度合いを強くしておけば乗り切れるという状況ではない。」という厳しい意見も見られた。

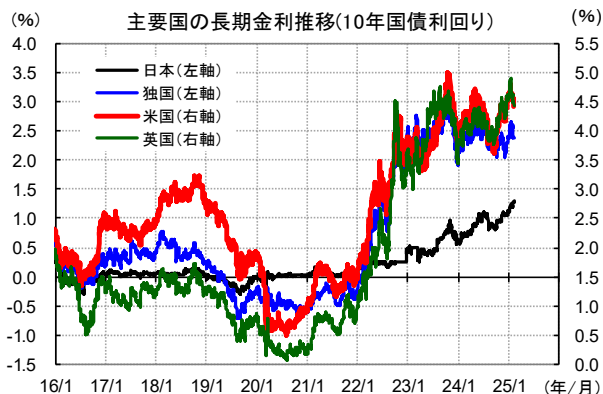
なお、審議員の人事を巡る報道などを見る限り、リフレ派や緩和を志向する委員が減り、中立的な委員の割合が増える展開が意識される。

当社はこの先も利上げをするとみている。年央の利上げを予想するが、場合によってはやや早まる可能性もあるとみている。

○ 長期金利

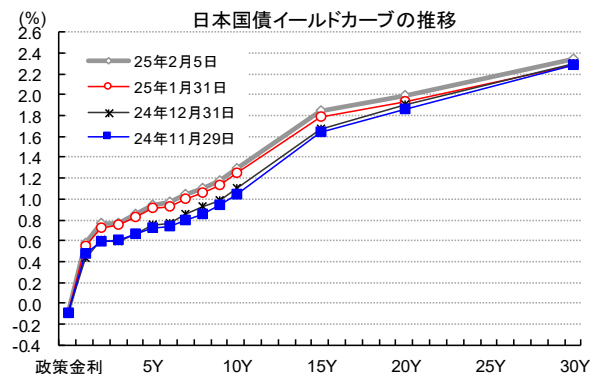
昨年7月の日銀の金融政策決定会合後は下振れた。特に日本株の急落を受けて、もはや年内の利上げは難しいとの見方が広まるなか大きく低下した。米国の長期金利に連れた面もあっただろう。しかし、その後上振れてきた。12月の日銀金融政策決定会合において、利上げが見送られたに関わらず、金利は上昇基調を保ってきた。1月に利上げを行ったが、それでもって材料出尽くし、となるような展開にはなっていない。日銀の姿勢の変化やこうした展開を踏まえると今後も上昇基調を保つとみている。

国内金利は1.3%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

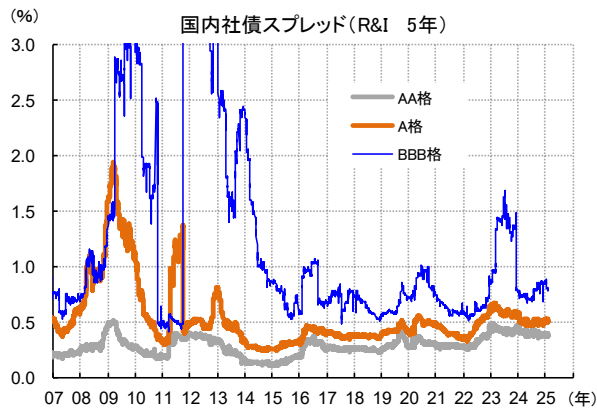
12月末と比べて短期～長期ゾーン中心に上振れ気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

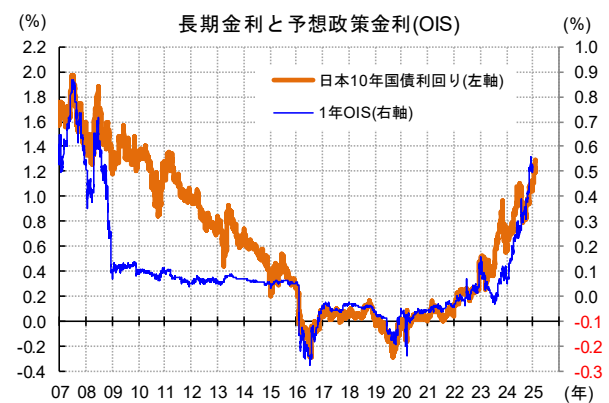
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

BBB 格は足許でタイト化気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

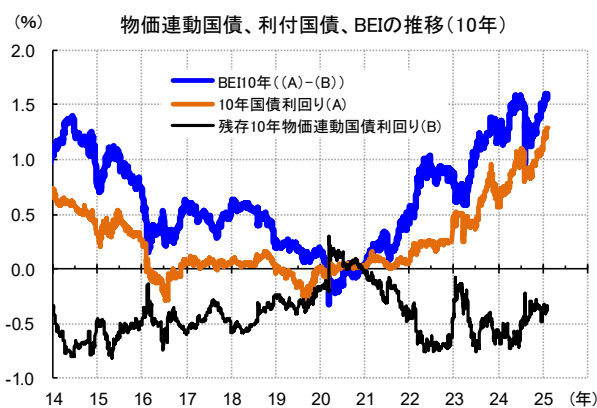
OIS は上昇基調



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。)

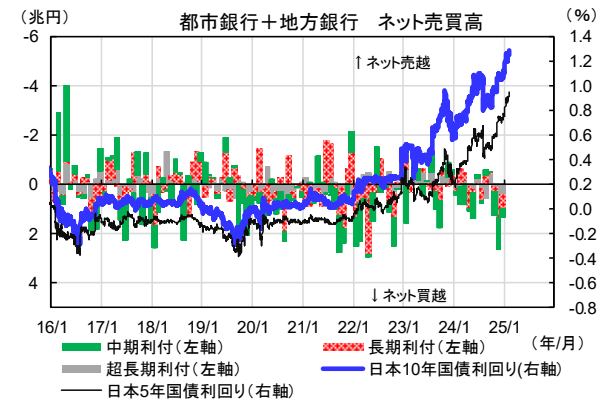
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

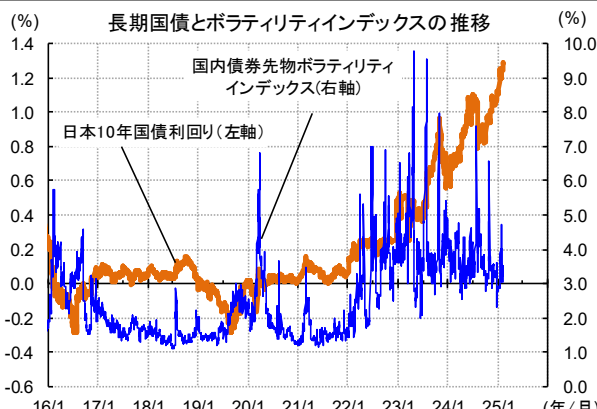
12 月は銀行が中長期債中心に買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

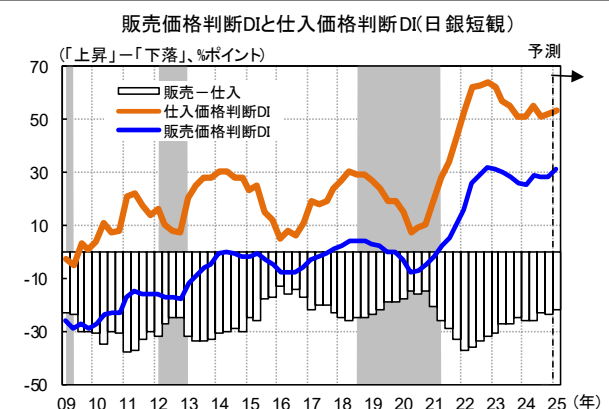
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは引き続き変動しつつも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

1月28～29日に米国ではFOMC(連邦公開市場委員会)が開催され、据え置きが決定された。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注目されなかった。ただ、声明文が修正された点は注目された。特に、物価に関して、目標である2%に向けて前進しているという文言が削除されたことはタカ派的と受け止められた。この他、失業率は上昇してきたが依然として低水準という表現から、失業率は低位安定しているという文言に修正された。もっとも、記者会見においてパウエル議長より、物価に関する記述は、文章を整えたもので、見通しに関して変更するものではないとの言及があった。これにより、今回のFOMCはタカ派とのマーケットの見方が修正された。

なお、記者会見では、トランプ政権下での政策に関しての質問もあった。これに対して、委員会は、どのような政策が制定されるかを非常に注意深くみている、ということに回答していた。関税、移民、財政政策、規制政策に対しては何が起きるかわからない、としており、ようやく見え始めたばかりの段階で、それらの政策が経済にどのような影響を与えるかについて妥当な評価を始める前に、それらの政策を明確に示す必要がある、としている。こうした点を踏まえると、まだ、具体的にどういった金融政策を行うかは観察することができないと言えよう。

なお、政策、経済ともに非常に良い状況にあるため、急いで政策を調整する必要はない、とのコメントや、予め定められたコースはない、とのコメントも注目された。今後も経済指標次第で、利下げのペースは変わってくるものと予想される。

当社は、年内に2回の利下げを予想しているが、当然、これは今後のトランプ政権の政策や経済指標次第で変わり得るものと見ており、幅をとってみる必要があると考えている。

○ 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。これにはトランプ氏の政策を織り込む動きがあったと解釈できる。言い換えれば、市場においてトランプ政権の政策に対する構えは整ったとも言える。市場では年内に1～2回程度の利下げが織り込まれている。これは当社の見方と大きく変わるものではない。長期金利がトレンドを持って上下するには、相応の材料が不可欠とみている。だが、現時点ではそうした材料は見られない。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、財政拡張や金融緩和の終盤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

1月30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%から2.75%に引き下げた。9月から4会合連続の利下げとなった。限界貸付ファシリティ金利を3.15%、主要リファイナンス・オペ金利を2.9%とした。

声明文については、金融政策のスタンスについて、特段、大幅な変更を示唆するものは見られなかった。デフインフレのプロセスは着実に進行しているとの認識を示している。

もっとも、政策委員会の協議に詳しい関係者が明らかにした内容として、次回の政策決定会合において、金融政策スタンスについて「景気抑制的」との文言を削除する可能性があるといった報道もある。

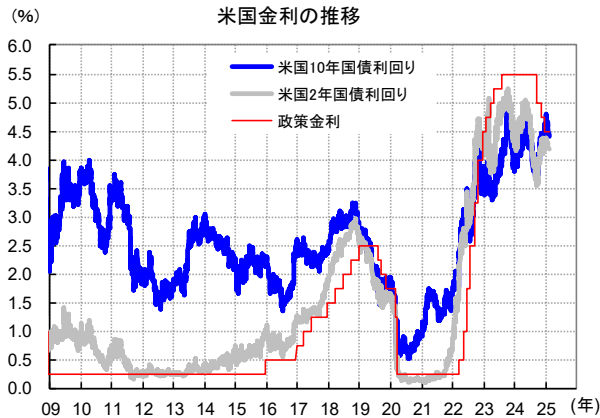
記者会見において、ラガルド総裁は、利下げのペースや程度について、今後のデータ次第であるとの考えを示した。

○ 長期金利

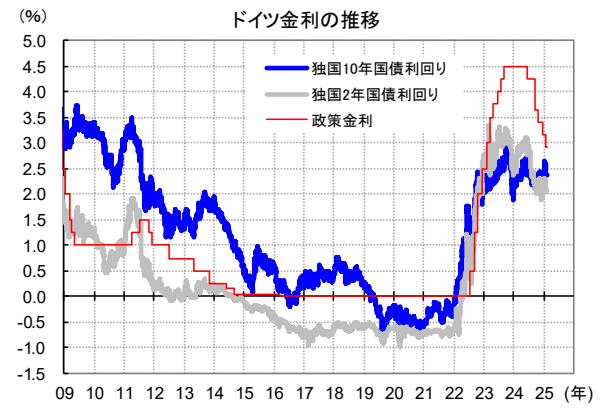
ドイツの長期金利については、昨年を振り返ると、大まかには米金利に連れる形で推移してきた。ただ、9月以降は米国とのスプレッド(独から米を減じている)はマイナス幅を大きく拡大させる展開となった。今年1月にはその反動ともみられる動きがあったが、足許で再び、マイナス幅が拡大している。ユーロ圏経済の弱さが意識されている。今後についてもドイツの長期金利には低下圧力が続くとみる。もっとも、財政の拡張が意識されることで、低下のペースについては緩やかなものになるとみている。また、これはやや先の話になるだろうが、ECBの利下げの終盤が意識されると、金利低下に歯止めがかかりやすくなるとみている。

【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。

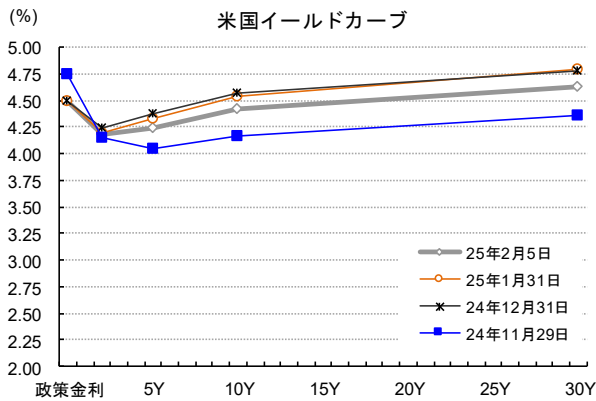
(米国) 10 年金利は 4.4%近傍で推移



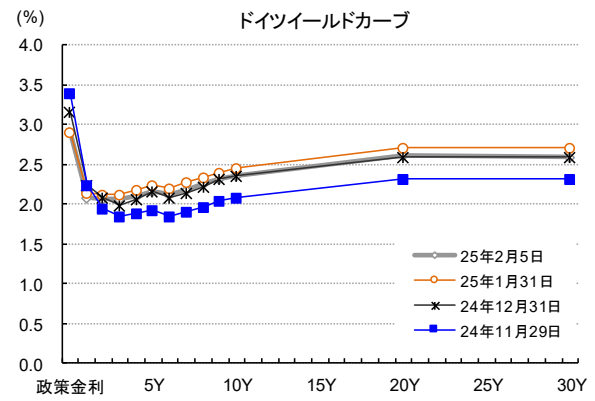
(ドイツ)10 年金利は 2.4%近傍で推移



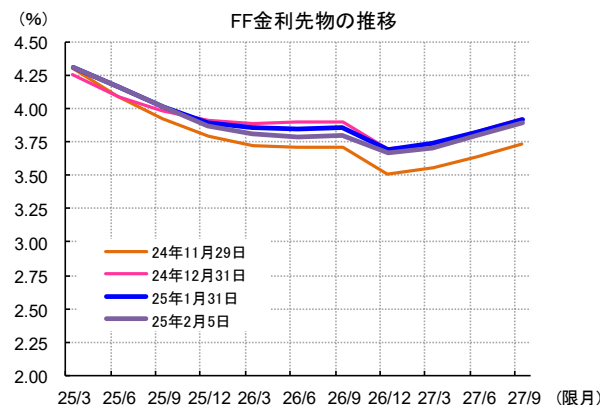
(米国) 12 月末と比べてほぼ同様の形状



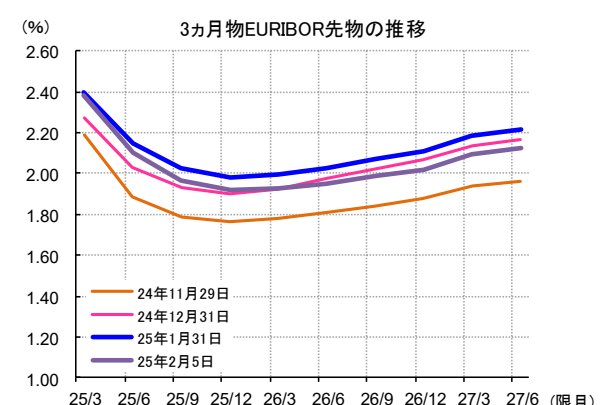
(ドイツ) 12 月末と比べてほぼ同様の形状



(米国) 12 月末と比べてほぼ同様の形状

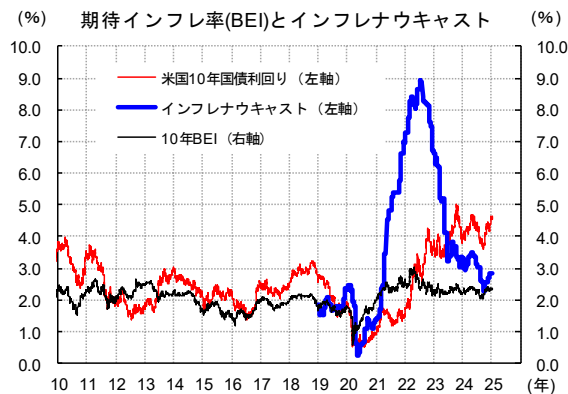


(ユーロ圏) 12 月末とほぼ同様の水準



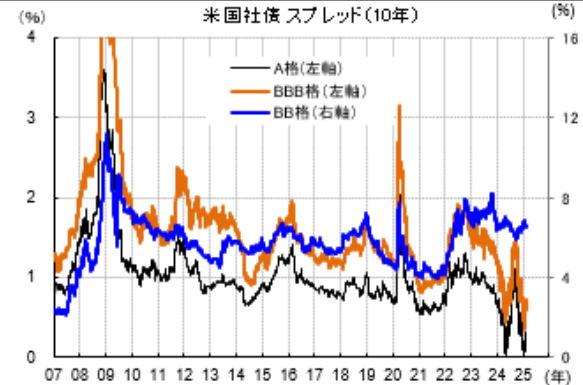
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



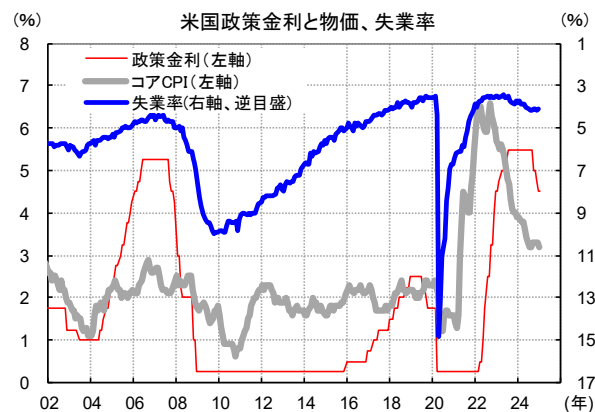
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クリーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 足許で、BB 格はワイド化が一服気味



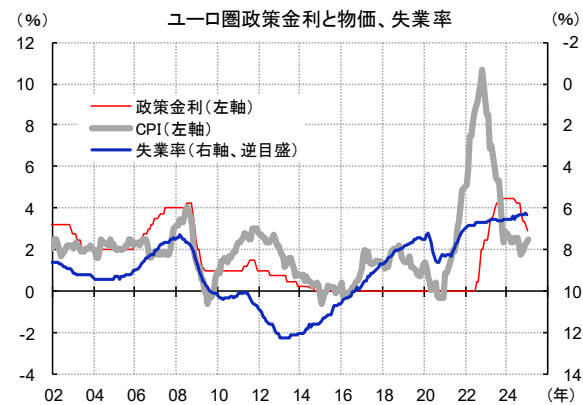
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



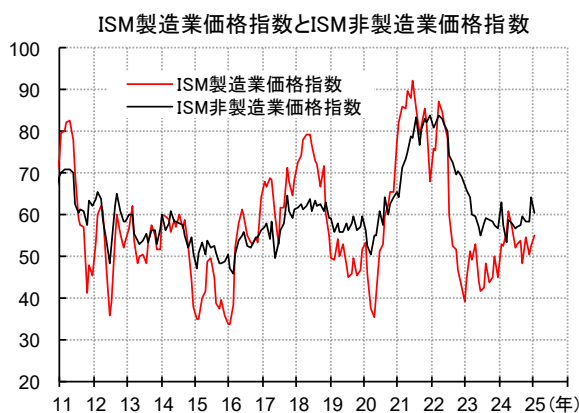
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



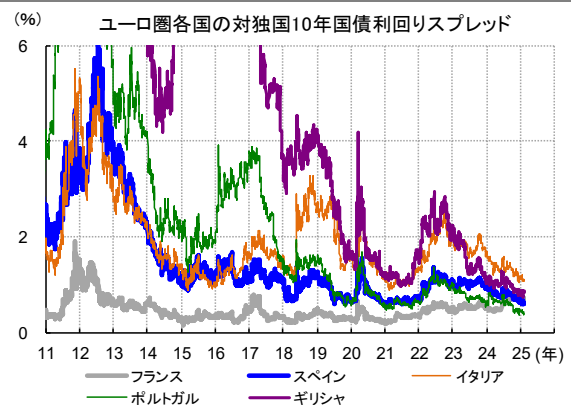
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 製造業価格指数は前月から上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) フランスの上振れは一服気味



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。



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〕

外国人投資家の買い越し額(現物と先物の合計ベース)は、方向感に乏しい展開となっている。一方で、裁定取引の残高においては、買い残から売り残を差し引いた値は、過去の数値と比べて極端に大きいとも言い難い状況にある。

〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.43倍、PERは12ヵ月先予想ベースで14.0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1.04%程度である(数値は1月31日現在)。

〔業績動向〕

リビジョンインデックスはやや改善してきた。特に、自動車については昨年の秋ごろに、相応にマイナスであったが足許にかけて大幅に改善してきた点は注目に値する。今回の決算シーズンでは比較的良好な内容も報じられている。

〔株価見通し〕

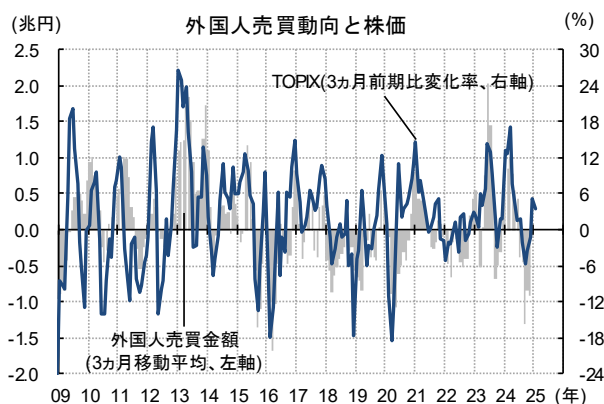
昨年9月下旬以降は、日経平均株価については38,000円から40,000円のレンジ相場となっている。

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。先行きについても期待ができる。昨年12月の現金給与総額は前年比4.8%上昇と高い伸びが示された。実質賃金は0.6%上昇と、物価の伸びを上回る賃金上昇が確認されるなか、今後の消費活動が堅調に推移すると予想している。こうしたこともあり、内需株は堅調に推移するとみている。また、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。

AI関連については、DeepSeekに関する報道もあり、半導体セクターの投資妙味については先行き不透明なところもある。ただ、米国の大手ハイテク企業は設備投資に対して引き続き積極的な姿勢を示していることから過度に懸念する必要はないだろう。また、AIの利用がしやすくなるとすれば、SaaS系企業には良い展開となろう。米中対立も懸念されるなかで、こうしたセクターに焦点が当たるとみている。

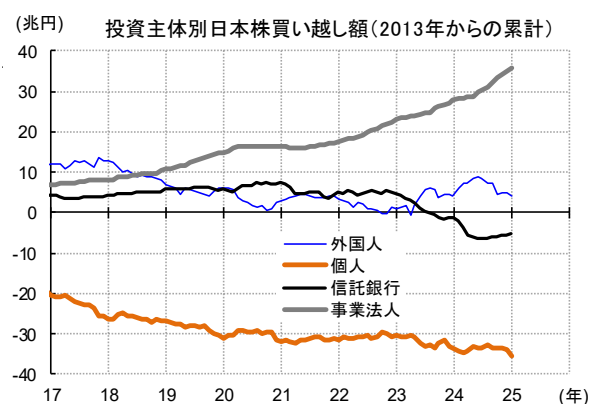
加えて、全体相場については、資本効率改善に向けた動きも追い風になろう。日本株は堅調に推移すると予想する。

12月までの3ヵ月平均では外国人投資家はやや売り越し



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

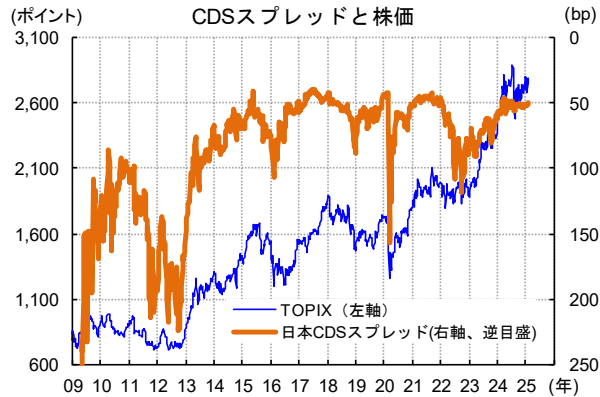
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は低空飛行



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

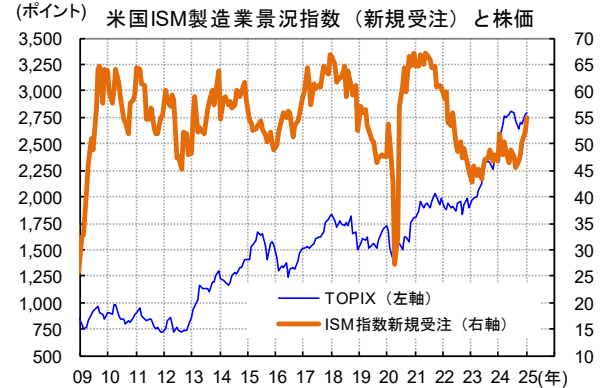
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



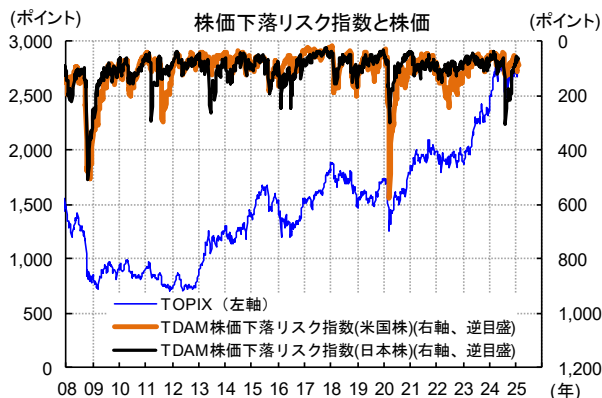
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

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

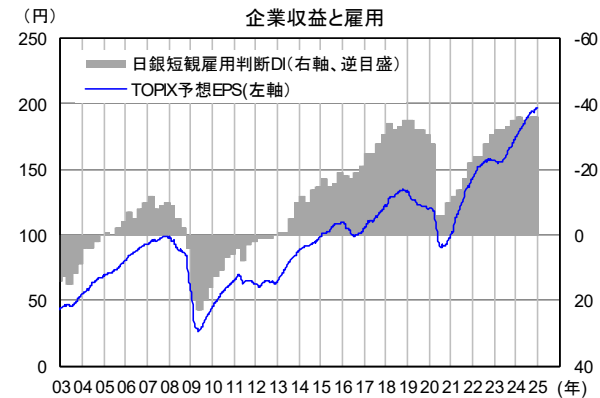
特に日本の株価下落リスク指数は足許でやや低下気味



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



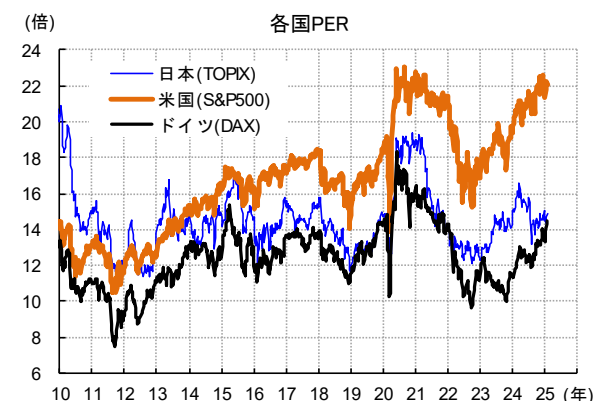
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

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。

1 月末までではその他製品の見通しが積極化

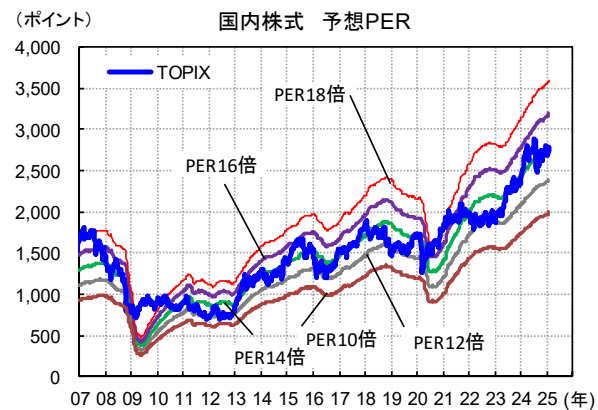
東証33業種12ヵ月先売上高予想(1ヵ月前比)

上位			下位		
順位	業種	変化率	順位	業種	変化率
1	その他製品	6.8%	1	海運業	-2.4%
2	卸売業	3.6%	2	その他金融業	-2.4%
3	医薬品	1.7%	3	金属製品	-0.6%
4	銀行業	1.6%	4	証券・商品先物取引	-0.3%
5	精密機器	1.0%	5	電気・ガス業	-0.3%
6	食料品	1.0%	6	小売業	-0.2%
7	保険業	0.9%	7	機械	0.0%

注: 12ヵ月先予想ベース(2025 年 1 月末現在)。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

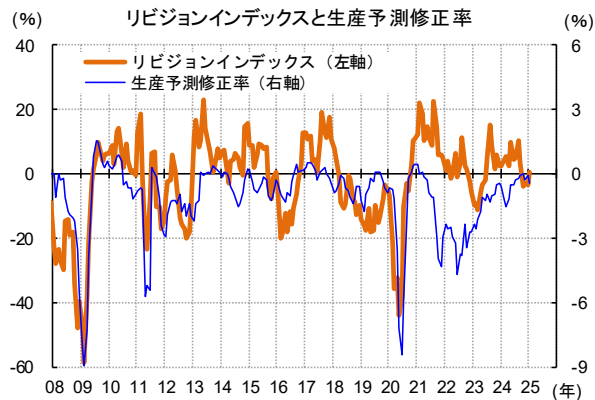
予想 PER(12ヵ月先)は足許 14.0 倍程度



注: 12ヵ月先予想ベース。

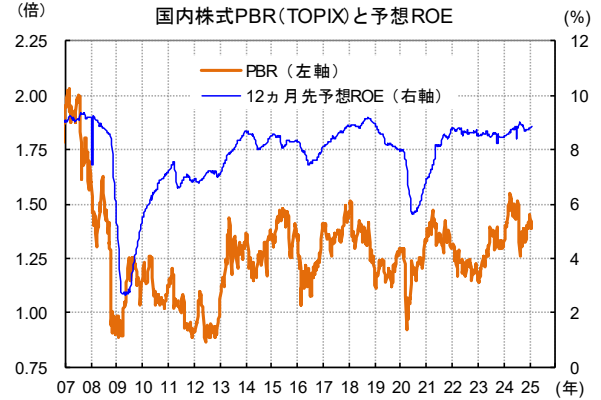
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはゼロ近傍



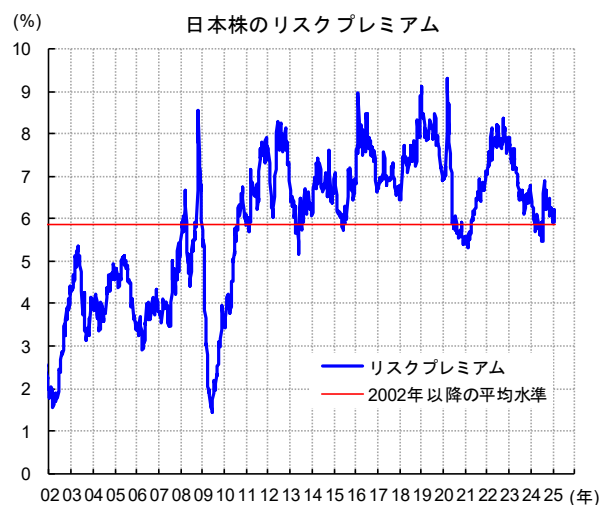
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBR は 1.43 倍、予想 ROE は 8.82%



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 2,336 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%	1.13	1.32	1.51	1.70	1.89	2.08
	5%	0.95	1.11	1.27	1.43	1.59	1.75
	6%	0.82	0.96	1.10	1.23	1.37	1.51
	7%	0.72	0.84	0.97	1.09	1.21	1.33
	8%	0.65	0.75	0.86	0.97	1.08	1.18
	9%	0.58	0.68	0.78	0.87	0.97	1.07

【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%	2,189	2,554	2,919	3,284	3,649	4,014
	5%	1,841	2,148	2,455	2,762	3,069	3,376
	6%	1,589	1,853	2,118	2,383	2,648	2,912
	7%	1,397	1,630	1,863	2,095	2,328	2,561
	8%	1,247	1,454	1,662	1,870	2,078	2,285
	9%	1,125	1,313	1,500	1,688	1,876	2,063

注: 括弧は、BPS1,935 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

関税の引き上げによる悪影響は懸念しつつも、規制緩和等がもたらしうる好材料も意識されるなか、底堅く推移する見込み

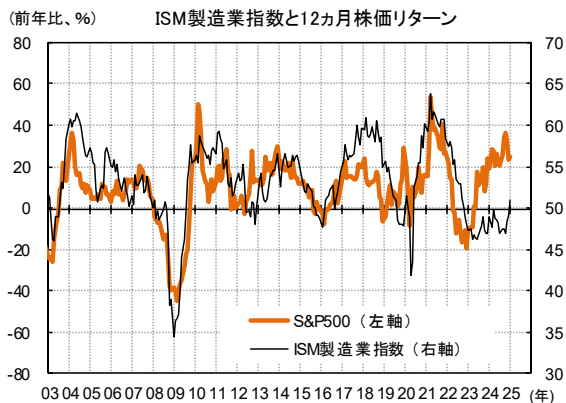
[米国株式]

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22.0倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:20.0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14%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、FRB(米連邦準備制度理事会)の利下げがカウンターシクリカルな影響を及ぼすとみている。つまり、減速をかなり和らげるだろう。また、トランプ政権が行うであろう規制緩和や米国第一主義的な外交が、米国企業に恩恵をもたらす可能性も意識される。トランプ氏は法人税引き下げについて前向きな姿勢を示しており、これが実施されて米国企業の税引き後の利益を改善させる点にも期待したい。エネルギー政策においても、パリ協定離脱について、正式な離脱は来年1月になるようだが、大統領令には署名している。化石燃料の規制緩和は進むだろう。こうした展開は、米国の産業界にとっては経済活動という面では活発化させる形になるだろう。

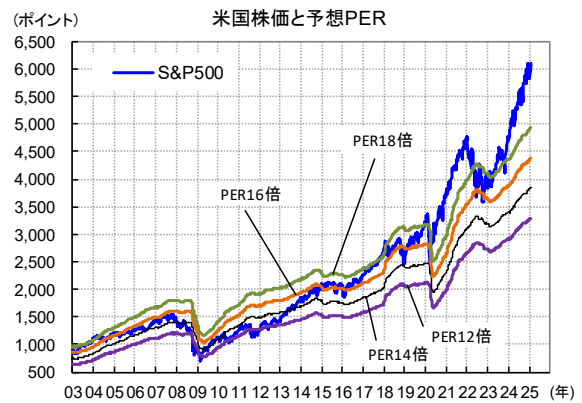
もっとも、トランプ政権の目玉政策である関税引き上げについてはそれ自体がもたらす影響のみならず、相手国からの報復関税の影響も懸念される。既存のサプライチェーンの寸断を招いて、効率的な生産がしにくくなるデメリットも懸念される。よって、それぞれの材料が綱引きするなかで、緩やかな株価の伸びにとどまるとみている。

ISM 製造業指数が改善するなか、株価はやや調整



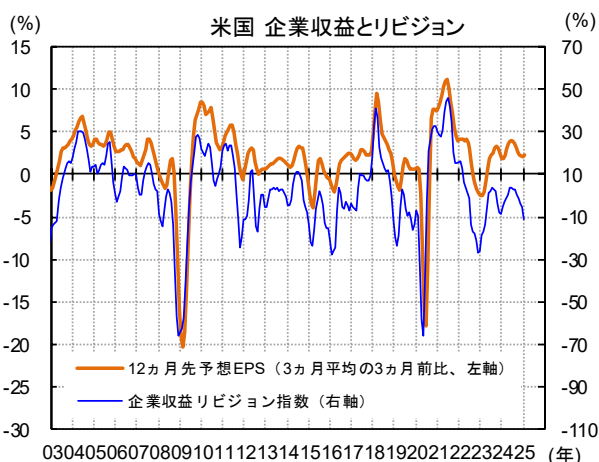
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 22.0 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

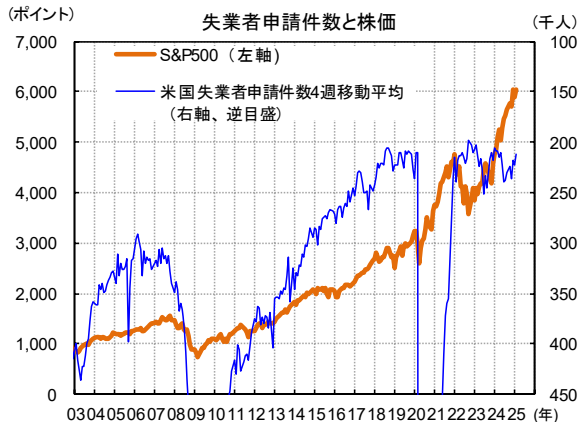
リビジョンインデックスは軟化



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

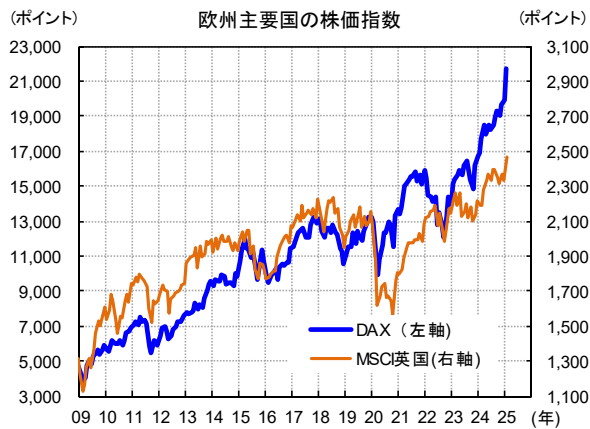
失業申請件数は比較的低水準ななかで、株価は高値圏



出所: Bloomberg より TDAM 作成

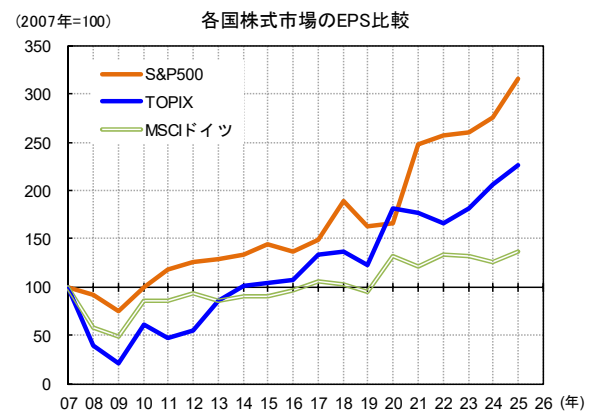
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

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

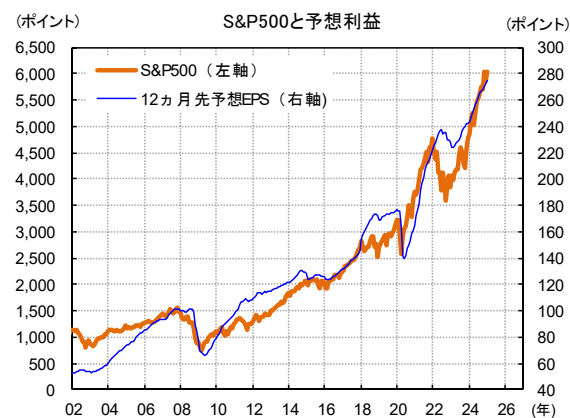
予想利益成長率(24 年、25 年)は、米国:6%、14%、日本:14%、10%、ドイツ:-4%、8%



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

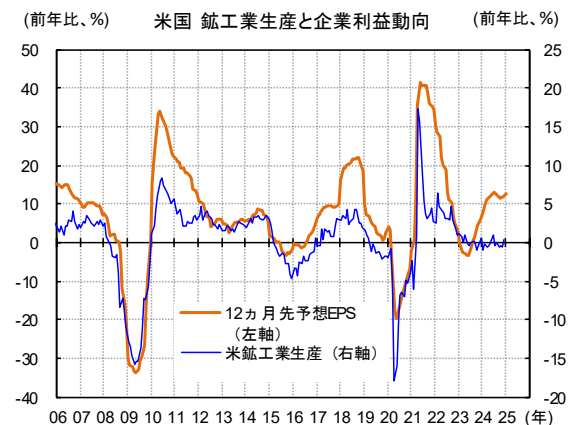
12 カ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



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

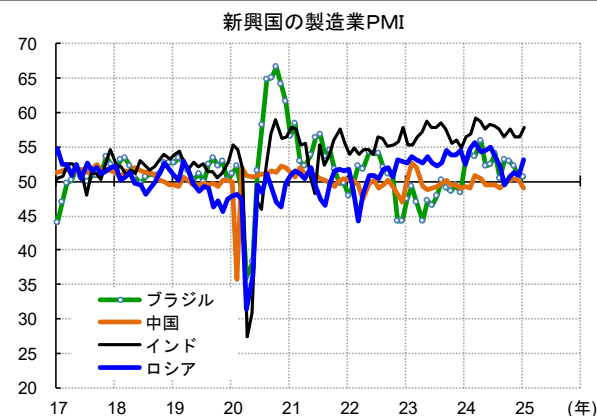
予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



注: 12 カ月予想EPSは、S & P500 のデータを使用。

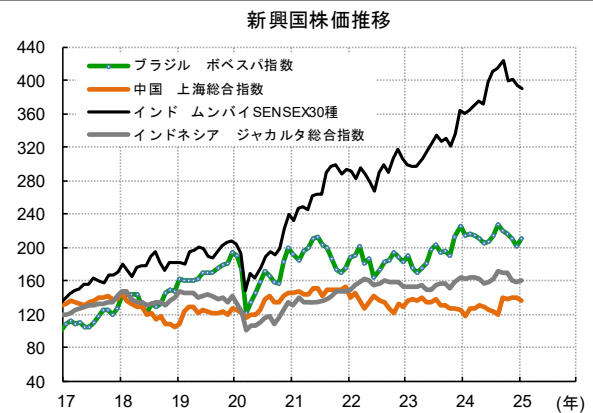
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドは高水準を維持



出所: Bloomberg より TDAM 作成

新興国株はまちまち



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

途中、円高に振れる場面もあったが、米国経済の底堅さや日銀のハト派姿勢もあって、昨年9月から今年の1月まで円安基調で推移してきた。ただ、足許は日銀の姿勢がこれまでよりはタカ派的になりつつあることや、米国の長期金利上昇基調が一服しつつあることもあり、幾分か円高気味に推移している。

今後については、日米の金融政策スタンスの違いが意識されるだろう。米国は緩慢ながらも利下げ方向であることは変わらず、と言ってよいだろう。一方で、1月の日銀の金融政策決定会合の「主な意見」はこれまでと比べて相当タカ派化していた。また、今回の日銀の利上げについては、これまで利上げに対して慎重なスタンスを見せてきた野口委員が賛成に回った点は注目に値する。今回の利上げに反対票を投じたのは、中村委員のみだったが、同氏は今年の6月で任期が終了となる予定だ。このような状況を踏まえると、日銀の姿勢はこれまでよりもタカ派化しやすくなるかもしれない。

また、購買力平価からみても、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。この見直し通り、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。こうしたなか、1月の中国の国家統計局が公表したPMIは、製造業が49.1と前月から1ポイント、非製造業が50.2と前月から2ポイント、それぞれ低下した。ユーロ圏の10-12月期のGDP成長率は、前期比0.0%と前回の0.4%から減速し、市場予想の0.1%を下回った。なお、ドイツについてはマイナス0.2%と冴えない状況が目立っている。

ドイツについては、政治面から先行きも懸念される。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、実体経済にネガティブに作用する可能性もある。いずれにせよ、ユーロには厳しい環境が続くとみている。

日米実質金利差が縮小し円高気味



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

日独実質金利差が縮小するなか、ユーロ円も下落気味

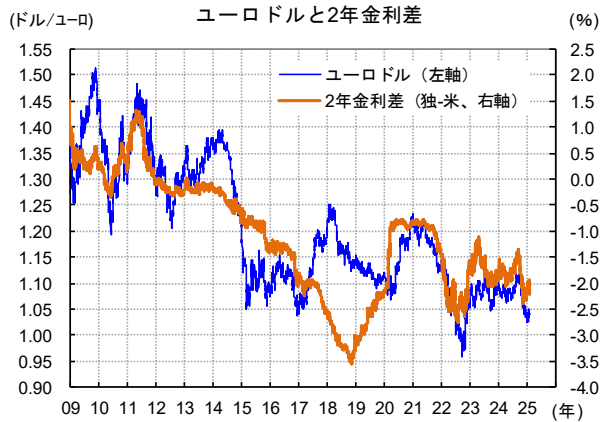


注: 実質金利は、5 年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を 5 年国債利回りから差し引いて計算

出所: Bloomberg より TDAM 作成

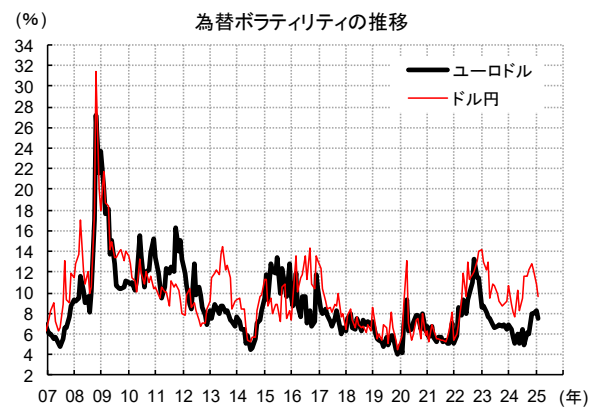
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2年金利差はさほど変わらず、ユーロドルは横ばい



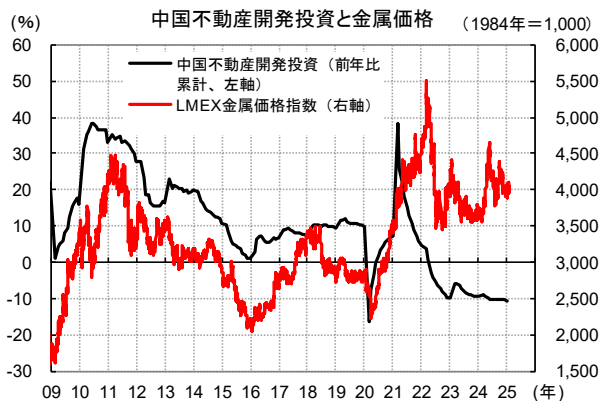
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティは低下気味



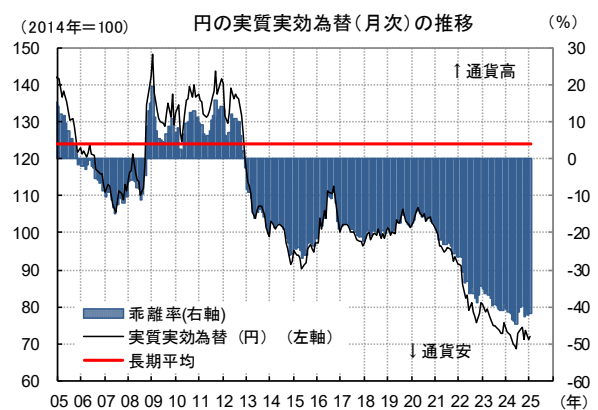
注: ボラティリティは、1ヵ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



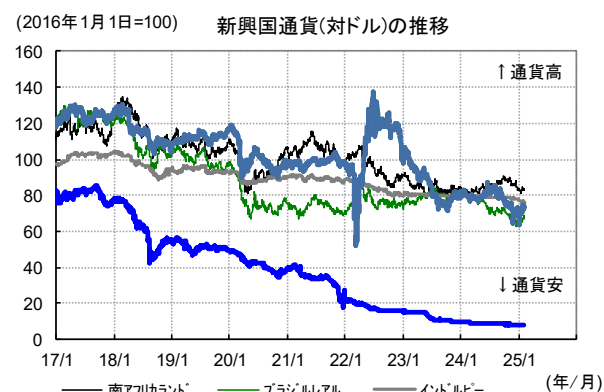
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



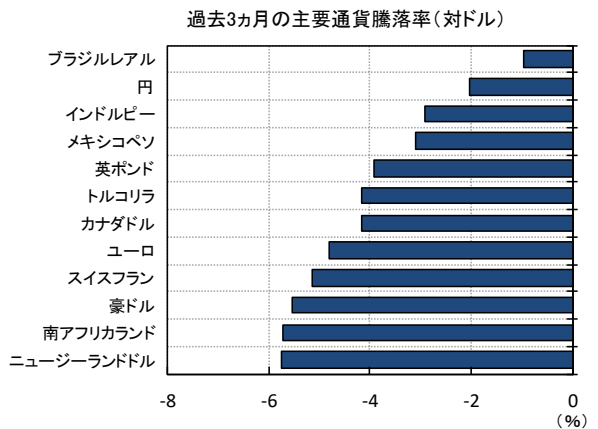
注: 「長期平均」は1995年1月～2023年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラ安気味



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10月31日～2025年1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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

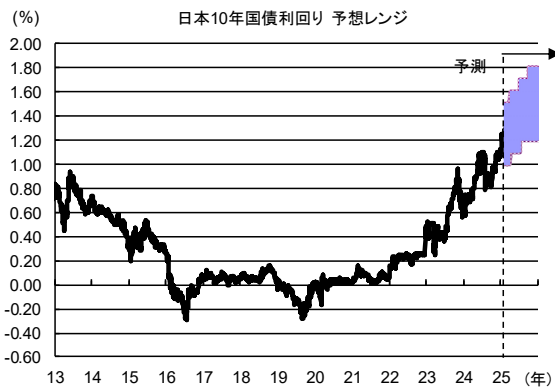
4. 市場見通し(まとめ)

			実績		予想							
			前月作成時 2025年 1月10日	今月作成時 2025年 2月6日	2025年1～3月期		2025年4～6月期		2025年7～9月期		2025年10～12月期	
日本	政策金利	%	0.25	0.50	0.25	～ 0.50	0.50	～ 0.75	0.50	～ 0.75	0.75	～ 1.00
	10年国債利回り	%	1.20	1.28	1.00	～ 1.50	1.10	～ 1.60	1.20	～ 1.70	1.20	～ 1.80
	TOPIX	ポイント	2,714	2,752	2,620	～ 2,900	2,650	～ 2,930	2,670	～ 2,950	2,680	～ 2,960
	日経平均	円	39,190	39,067	37,100	～ 41,000	37,500	～ 41,400	37,800	～ 41,700	38,000	～ 41,900
米国	FFレート	%	4.25～4.50	4.25～4.50	4.00	～ 4.50	4.00	～ 4.50	4.00	～ 4.25	3.75	～ 4.25
	10年国債利回り	%	4.76	4.44	3.90	～ 4.90	3.80	～ 4.80	3.80	～ 4.80	3.80	～ 4.80
	S&P500	ポイント	5,827	6,084	5,700	～ 6,360	5,760	～ 6,420	5,820	～ 6,480	5,880	～ 6,540
	NY ダウ	ドル	41,938	44,748	41,730	～ 47,120	42,150	～ 47,590	42,570	～ 48,070	43,000	～ 48,550
ユーロ圏	中銀預金金利	%	3.00	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	%	2.60	2.38	1.90	～ 2.80	1.75	～ 2.65	1.65	～ 2.55	1.60	～ 2.50
	DAX	ポイント	20,215	21,902	19,860	～ 22,670	19,860	～ 22,670	19,860	～ 22,670	19,860	～ 22,670
為替	ドル円	円/ドル	157.73	151.41	143	～ 160	142	～ 159	141	～ 158	141	～ 158
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.024	1.038	0.98	～ 1.09	0.97	～ 1.08	0.96	～ 1.07	0.95	～ 1.06
	ユーロ円	円/ユーロ	161.59	157.27	147	～ 169	145	～ 167	142	～ 164	141	～ 162

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。

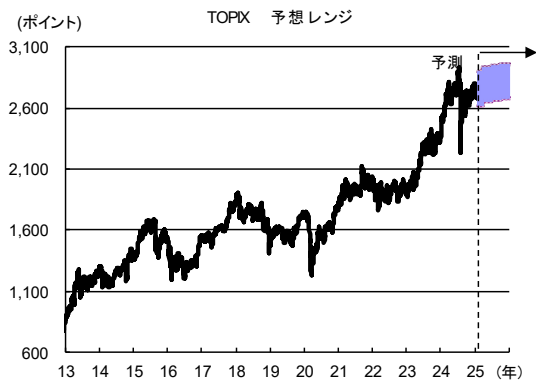
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード・&・プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

〔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〕

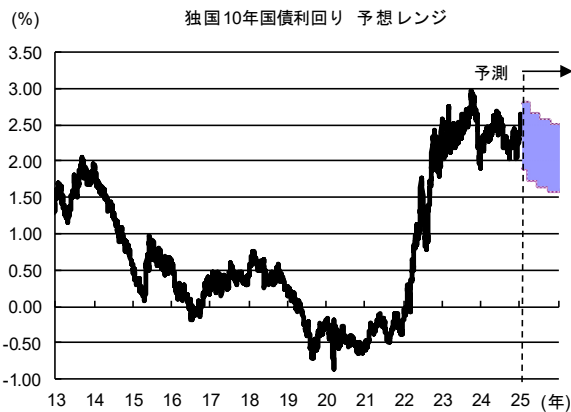


出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「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〕



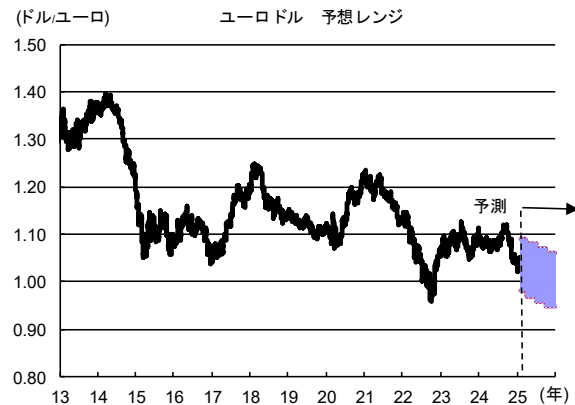
〔ドイツ 株価〕



〔為替 ドル円〕



〔為替 ユーロドル〕



〔為替 ユーロ円〕



*「市場見通し(まとめ)」は、本資料作成時における見解であり、将来を示唆、保証するものではありません。

【当資料で使用するデータについて】

・東証株価指数(TOPIX)の指数値及び東証株価指数(TOPIX)に係る標章又は商標は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社(以下「JPX」といいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数(TOPIX)に関するすべての権利・ノウハウ及び東証株価指数(TOPIX)に係る標章又は商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、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、機械的ないし他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
2/3 (米)12月建設支出 (米)1月ISM製造業景況指数 (米)1月自動車販売台数	2/4	2/5 (米)12月貿易収支 (米)1月ISM非製造業景況指数	2/6 (英)BOE金融政策委員会(結果発表)	2/7 (日)12月家計調査 (米)1月雇用統計 (米)2月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
2/10 (日)1月景気ウォッチャー調査	2/11 建国記念日 (米)1月NFIB中小企業楽観指数	2/12 (米)1月CPI	2/13	2/14 (ユーロ圏)10-12月期GDP(速報値) (米)12月企業在庫 (米)1月小売売上高 (米)1月鉱工業生産
2/17 (日)10-12月期GDP(一次速報値)	2/18 (米)2月NY連銀製造業景況指数 (米)2月NAHB住宅市場指数	2/19 (日)12月機械受注 (日)1月貿易収支 (米)1月住宅着工・建設許可件数 (米)1/28-1/29分FOMC議事録	2/20 (米)1月景気先行指数 (米)2月フィラデルフィア連銀景況指数	2/21 (日)1月CPI (ユーロ圏)2月PMI(速報値) (米)1月中古住宅販売件数 (米)2月製造業PMI(購買担当者景況指数、速報値)
2/24 (独)2月IFO景況感指数	2/25 (米)12月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)2月消費者信頼感指数	2/26 (米)1月新築住宅販売件数	2/27 (ユーロ圏)1月マネーサプライ (米)1月耐久財受注(速報値) (米)1月中古住宅販売仮契約指数 (米)10-12月期GDP(改定値) (米)10-12月期個人消費支出(改定値)	2/28

注: 2月6日付で作成。公表予定日は変更される場合があります。一部の統計は、期日が定まっていないため、過去の公表日等から類推した日を公表日として扱っています。

出所: Bloomberg、各種HPよりTDAM作成

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

【リスク情報】

(1) 国内株式

発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動して、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて株価の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行者が民事再生手続や破産等になった場合、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。

(2) 外国株式

前述した国内株式に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。発行者が主に外国で企業活動を行っており、外国の証券取引所(または店頭市場)に上場されていることから、各国における政治・経済・社会情勢の変動等により、企業業績の悪化、株式の売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また、通貨不安の発生により、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建株式の取扱い、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(3) 国内債券

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

(4) 外貨建債券

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

(5) 国内新株予約権付社債

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

(6) 投資信託

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

(7) 先物・オプション取引

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

【お客様にご負担いただく費用等について】

投資信託に係る費用等について

- ◇ 投資者が直接的に負担する費用：
 - 購入時手数料・・・**上限 4.40%(税込)**
 - 購入時信託財産留保額・・・**上限 購入金額の 0.90%**
 - 換金時信託財産留保額・・・**上限 解約金額の 0.90%または1口(設定時1口1万円)あたり 250 円**
- ◇ 投資者が信託財産で間接的に負担する費用：運用管理費用(信託報酬)・・・**上限 年 1.98%(税込)**
- ◇ その他費用・手数料：上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託証券を組み入れる場合には、間接的にご負担いただく費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの間接的な費用のご負担額に関しましては、その時々各投資信託証券の組入比率や取引内容等により金額が変動しますので、予めその料率、上限額等を具体的に示すことができません。
- ※ 当該手数料等の合計額については、投資者がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。
- ※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、T&D アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。詳しくは**投資信託説明書(交付目論見書)**でご確認ください。

投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

- (1) 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬額は、下記①または①と②の組合せにより、お客様との協議に基づいて決定させていただきます。
 - ① 定率報酬型

お客様の契約資産額に、一定の料率を乗じて算出します。料率は2.0%(年率、税抜き)を上限とし、契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により報酬額を決定させていただきます。
 - ② 成功報酬型

成功報酬の割合については、予め取り決めたベンチマーク等を超過した収益部分の 20%(年率、税抜き)を上限とし、お客様の契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により決定させていただきます。
- (2) 報酬額には消費税相当額が上乗せされます。
- (3) その他証券取引に伴う手数料、有価証券売買時に売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用等。(その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。)
- (4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。
- ※ 投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はお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。