

投資環境レポート

2025 年 3 月

本資料は 2025 年 3 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		
	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)
	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	▲ 0.8	0.6	1.2
英国	0.9	1.6	1.5	0.7	1.0	1.4
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	0.9	1.3	0.6
イタリア	0.6	0.7	0.9	0.7	0.5	0.6
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	1.2	1.9	2.4
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	6.5	5.6	6.2
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	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

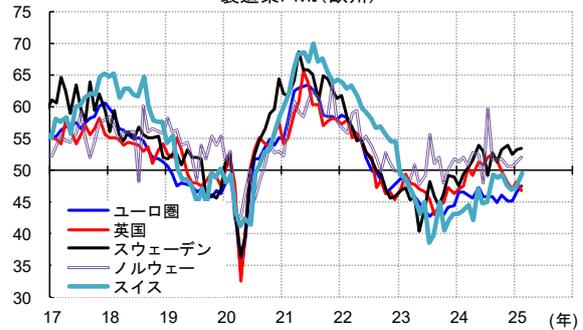
【世界製造業景況感の推移】

製造業PMI(主要地域比較)



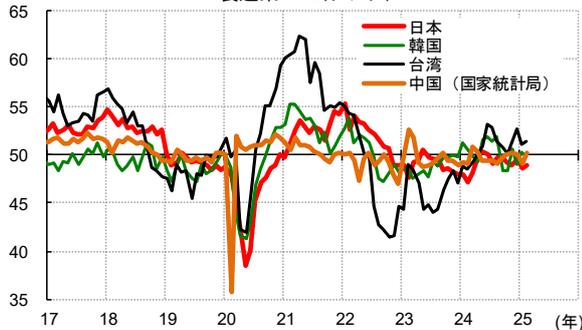
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(欧州)



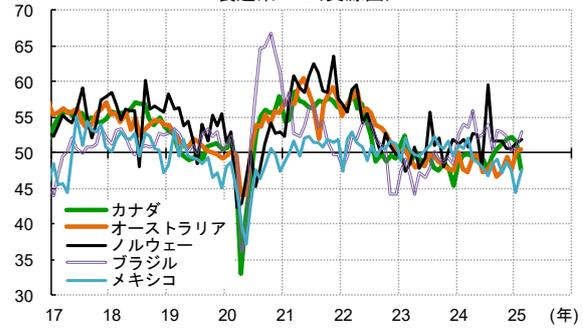
出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(アジア)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

製造業PMI(資源国)



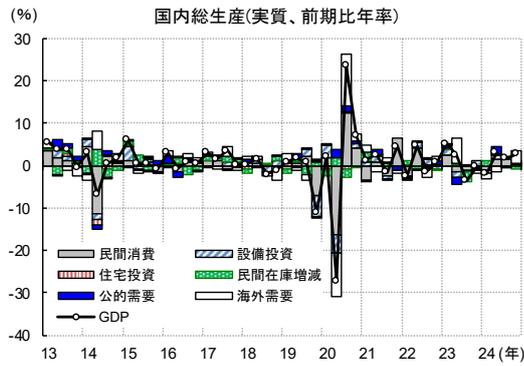
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

1. 日本経済

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。ただし、輸出への影響に注意

10-12 月期は輸入減少の影響もあり、GDP は前期比年率プラス 2.8%



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



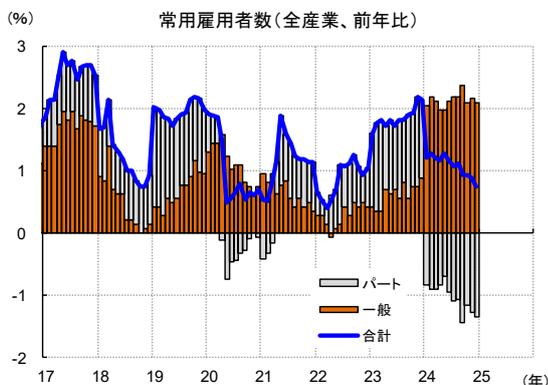
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



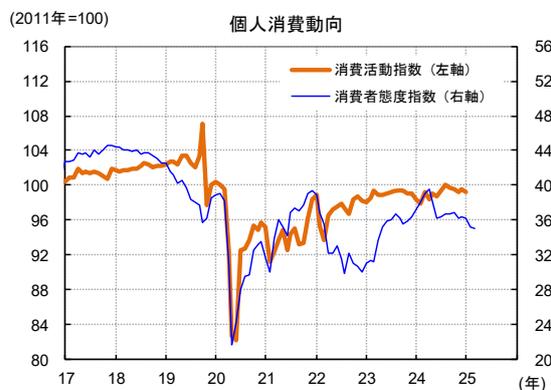
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

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

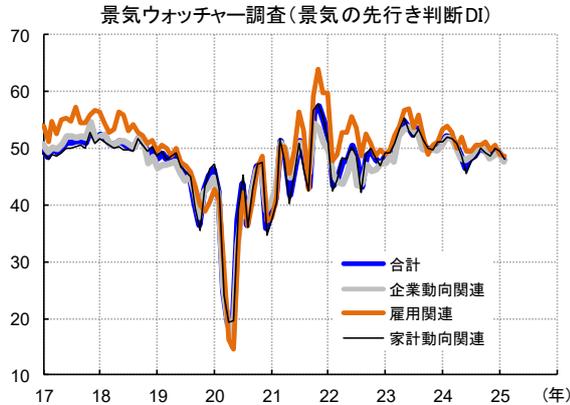
先行き、消費者態度指数がやや改善する公算



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

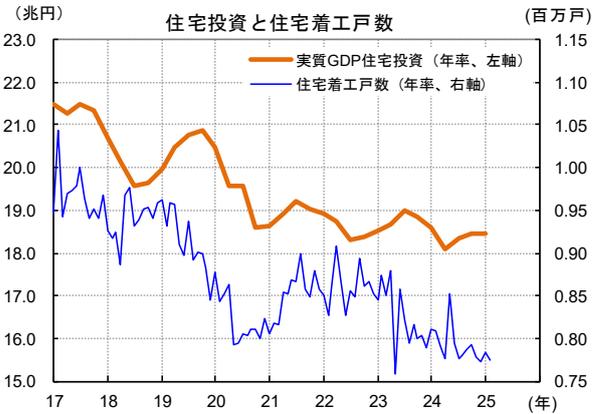
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

街角景気見通しは、全項目で悪化



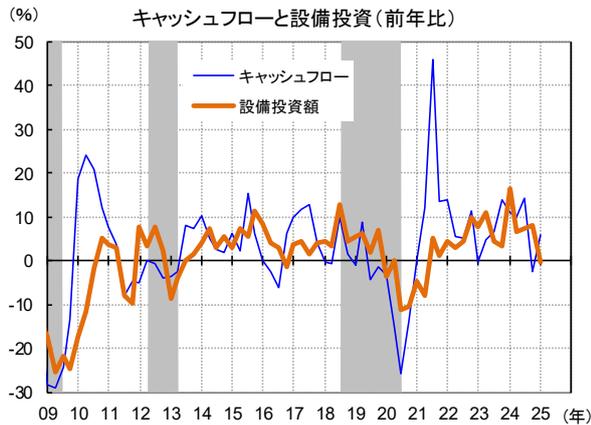
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

1月の住宅着工戸数はおよそ774千戸



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

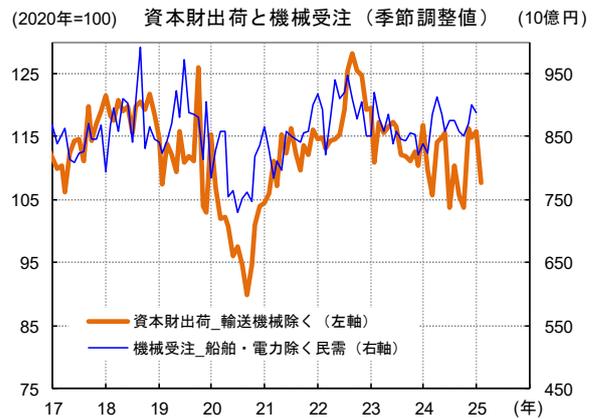
設備投資額(前年比)はマイナス圏



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。

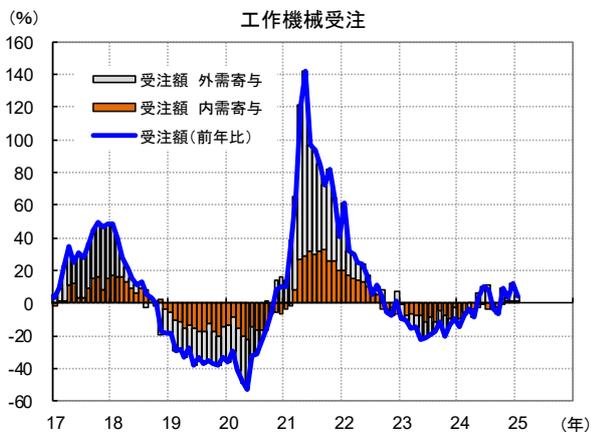
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

資本財出荷は減少



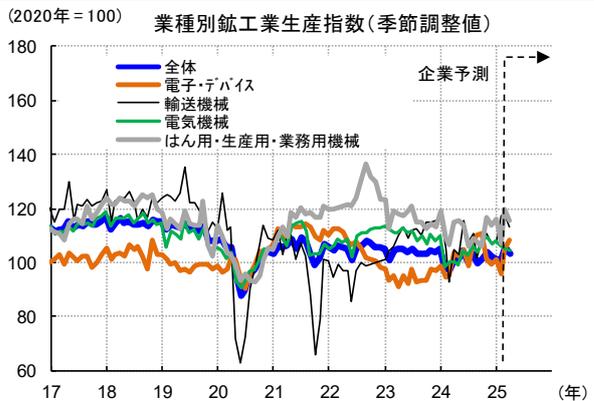
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)はプラス 4.7%



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

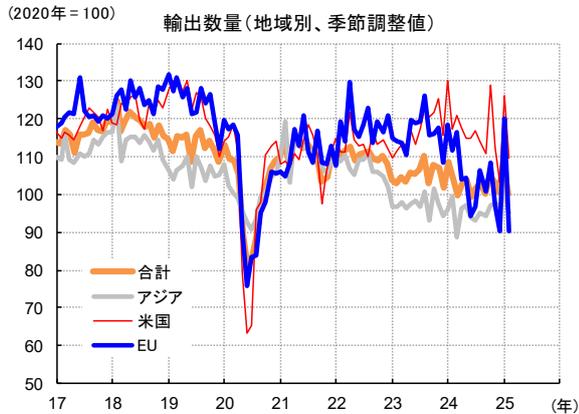
全体的にはやや慎重な予想



出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

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

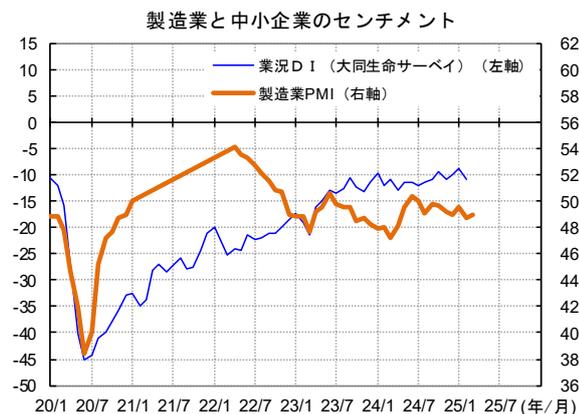
トランプ政権の関税引き上げが輸出数量に与える影響に注意



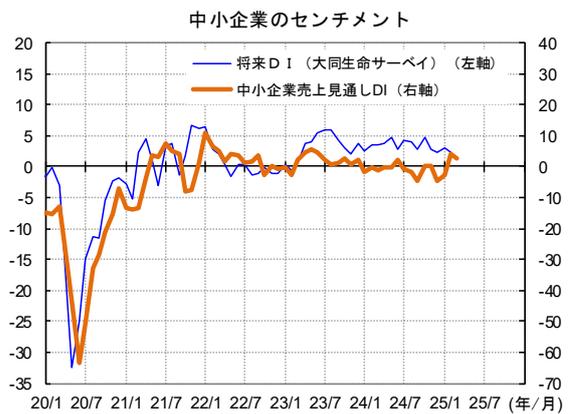
輸出金額は今後も高水準を維持する見通しであるものの、関税の影響に注意



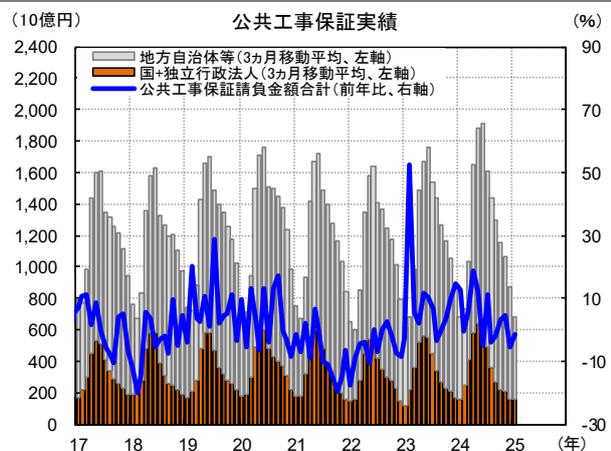
1月の業況DI(大同生命サーベイ)はマイナス10.8



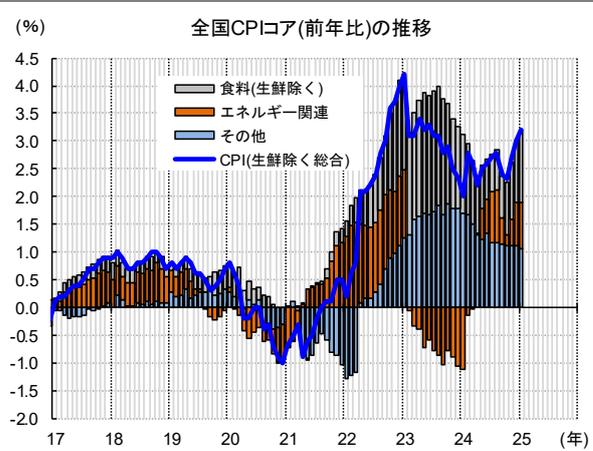
1月の将来DI(大同生命サーベイ)は2.2



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



1月CPI(生鮮除く総合)の前年比は3.2%

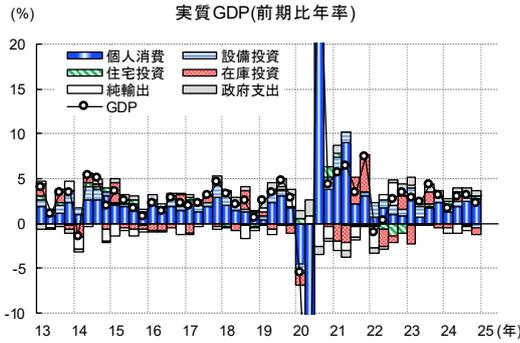


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2. 米国経済

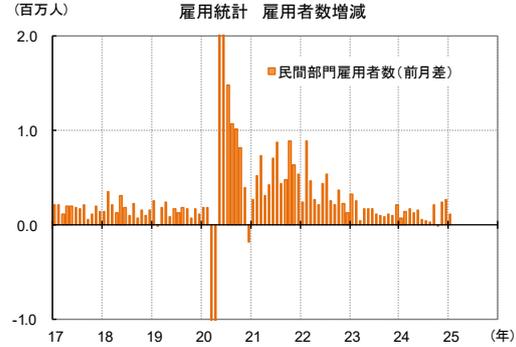
山火事等の影響もあってか、一部の経済指標には弱さが見られるものの、緩やかな減速という見通しは維持

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%



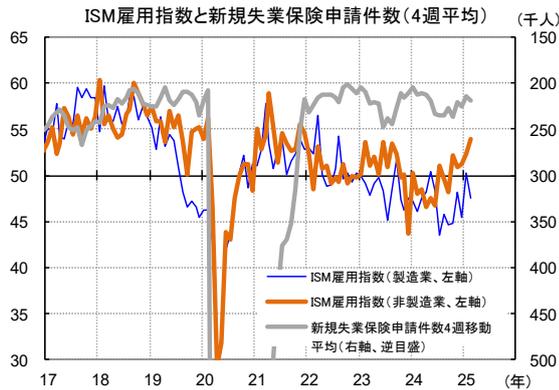
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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: 非製造業の雇用指数は改善傾向



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

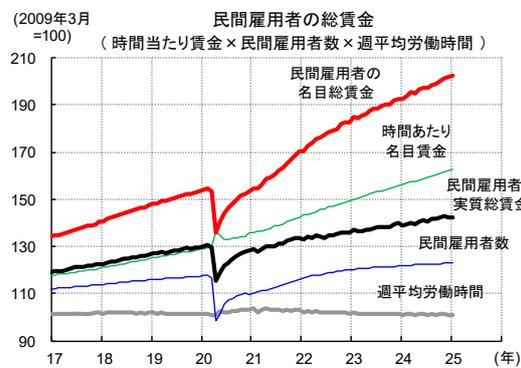
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

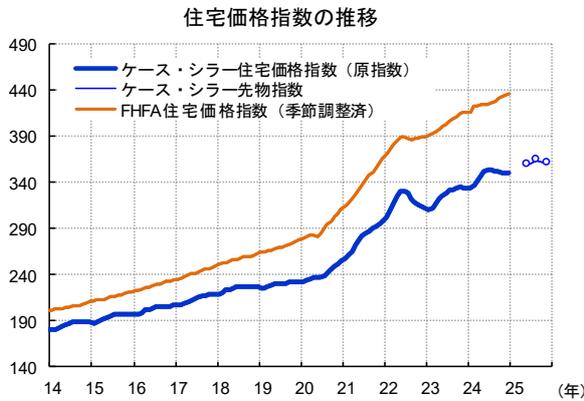


注: 民間雇員の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

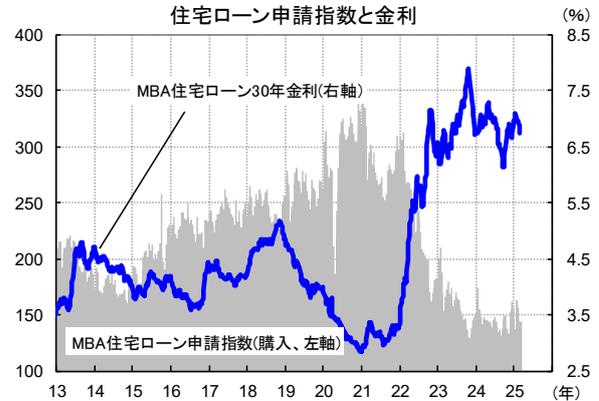
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



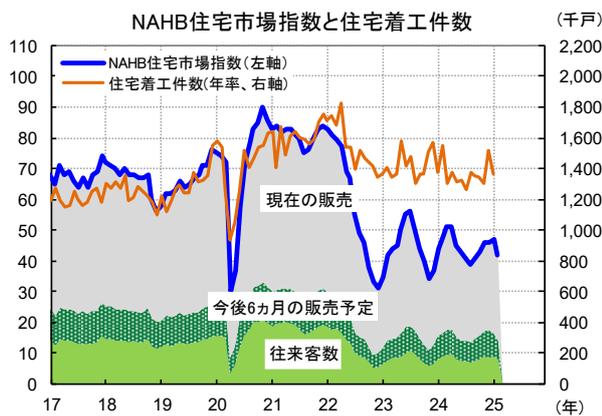
注: FHFA(米連邦住宅金融局)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 金利が再び上昇しつつあり、住宅市場への影響は懸念



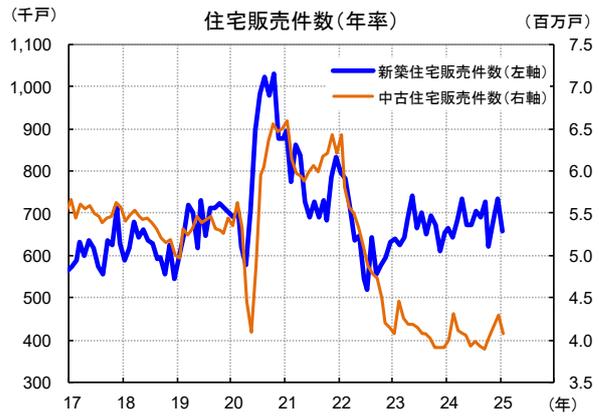
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: NAHB 住宅指数はやや冴えない状況



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・中古とも足許では悪化



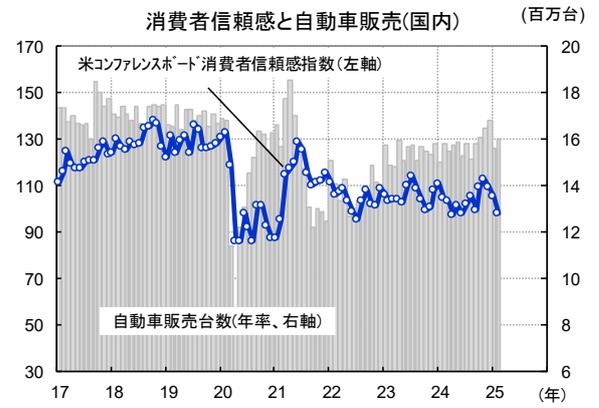
出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: ガソリン価格が落ち着けば消費に繋がる公算



出所: Bloomberg より TDAM 作成

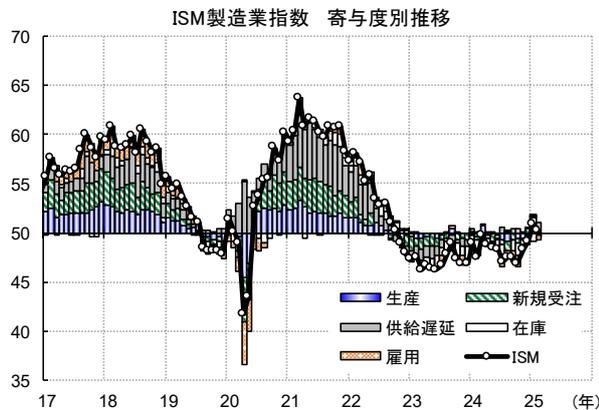
個人消費: 自動車販売台数は平均すると 16 百万台近傍での推移が続いている状況



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

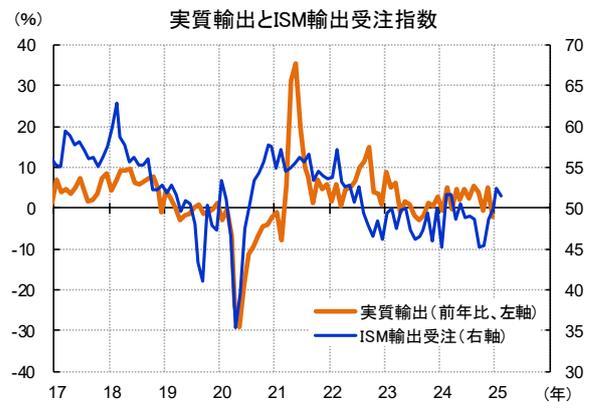
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(2 月)は 50.3



出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(2 月)は 51.4



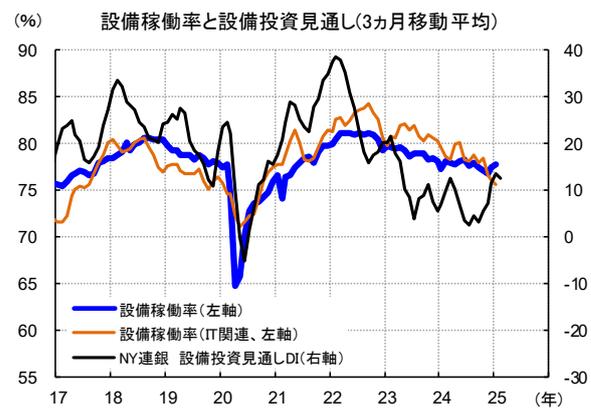
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資の拡大基調は小休止



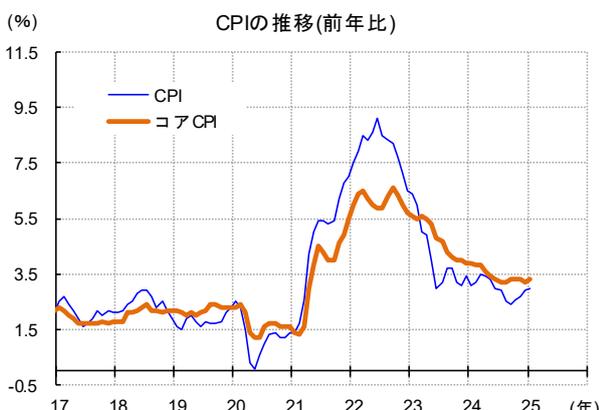
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: NY 連銀の設備投資見通し DI は回復傾向ながら先行き注意



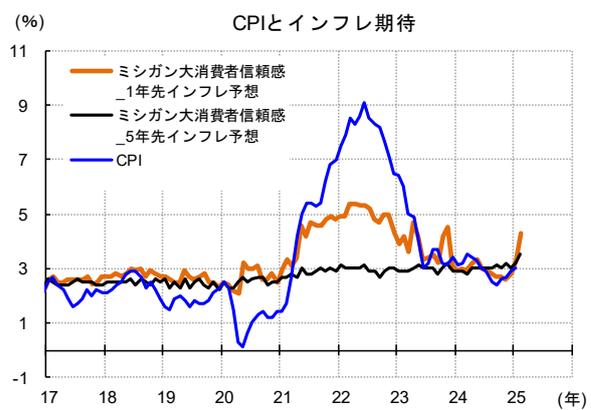
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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 4.3%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

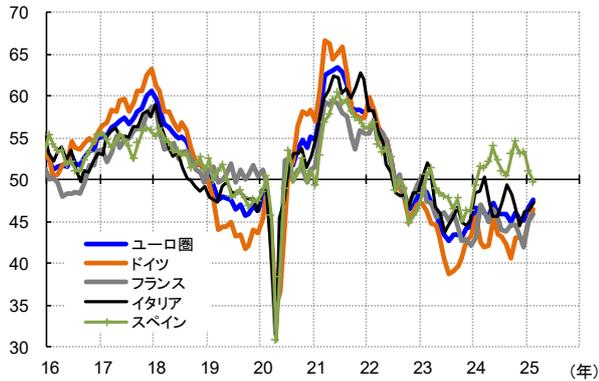
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

3. 欧州経済

停滞気味ながらも持ち直しの兆し。こうしたなか、ドイツでは財政が拡張的になる可能性も意識される状況

企業景況感: 2月のユーロ圏製造業 PMI は 47.6

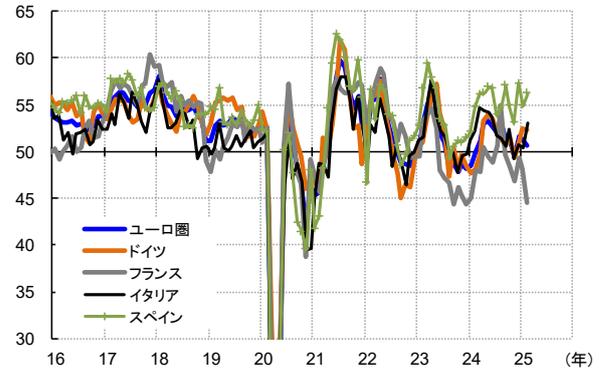
製造業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: 2月のユーロ圏サービス業 PMI は 50.7

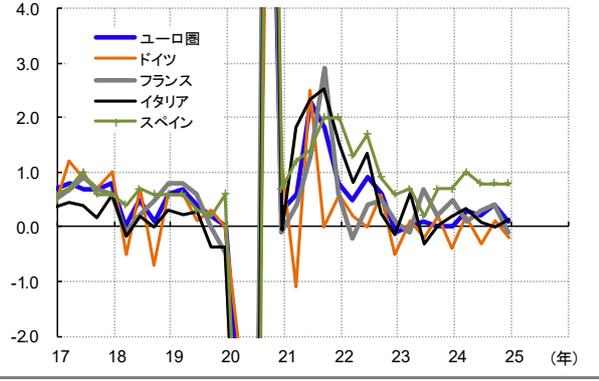
サービス業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 4Qのユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.1%

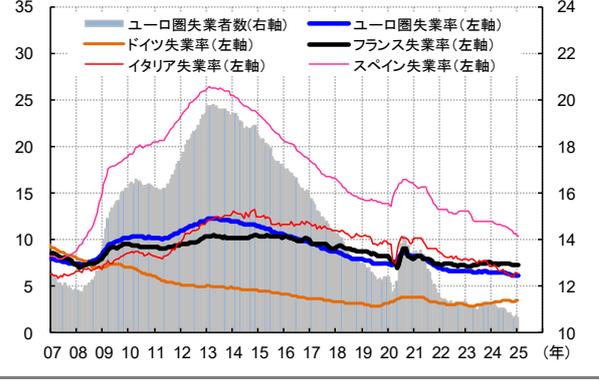
各国実質GDP成長率(前期比)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0.0%上昇

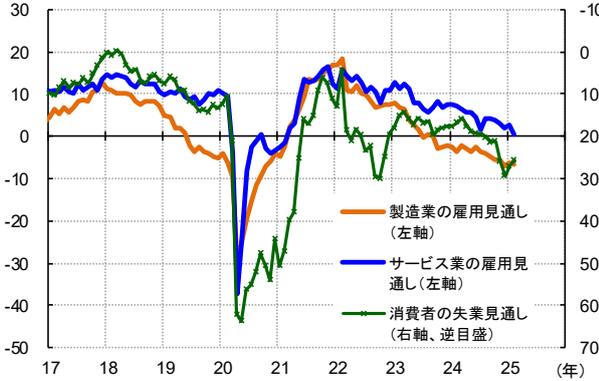
ユーロ圏 失業者数と失業率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 消費者の見通しは底打ち気味

ユーロ圏の雇用信頼感指数



出所: Bloomberg より TDAM 作成

消費: 実質小売はプラス圏で推移

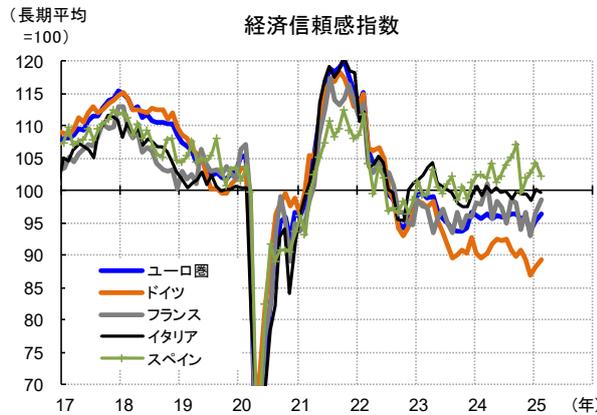
ユーロ圏消費者信頼感指数と実質小売売上



出所: Bloomberg より TDAM 作成

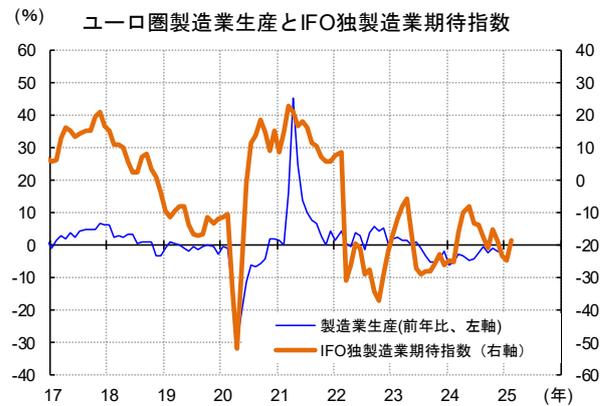
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

景況感指数: 一部に底打ちの動き



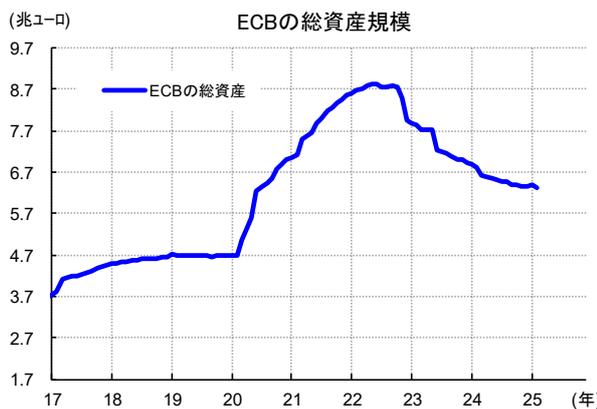
注: 長期平均=1990年~2016年
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: 製造業生産は持ち直す可能性



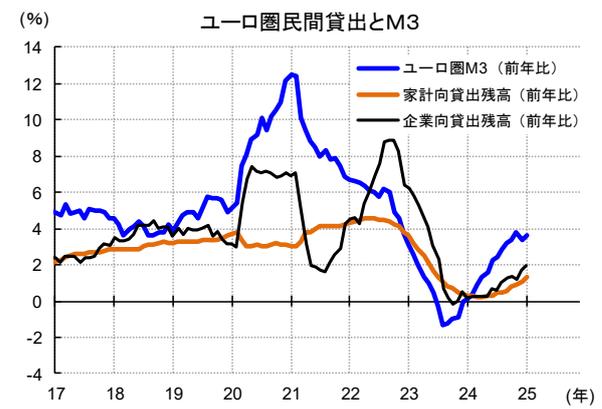
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECB の総資産規模は横ばい気味



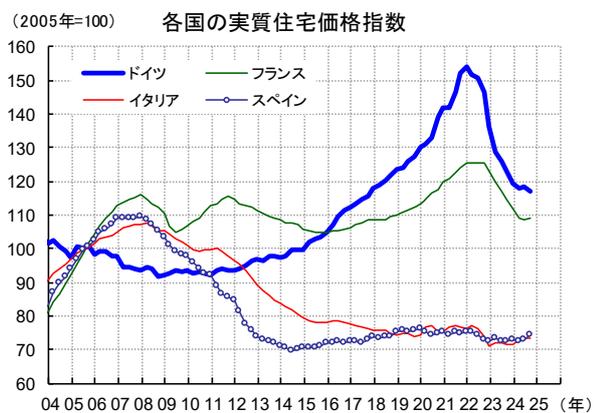
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: M3(前年比)は持ち直しの傾向



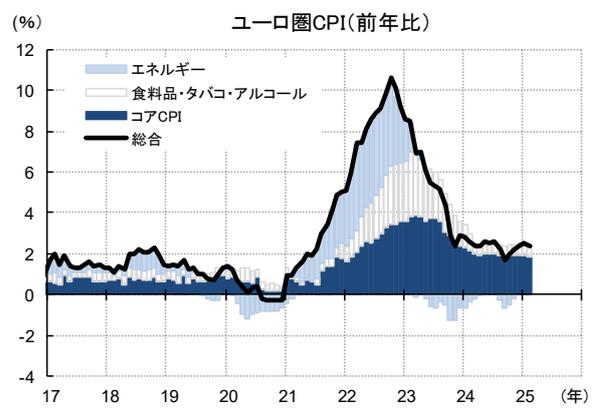
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格: ドイツの下落が鮮明



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 2月の総合CPI(前年比)は2.4%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

4. 中国経済

全人代では 5%前後の成長目標を掲げており、底割れの可能性は限られるものの、関税引き上げの影響に注意

景況感: 国家統計局製造業 PMI(2 月)は 50.2



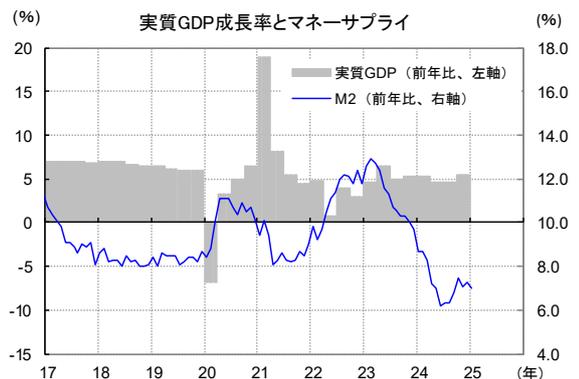
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 今後、米中関係が貿易に悪影響を及ぼす可能性



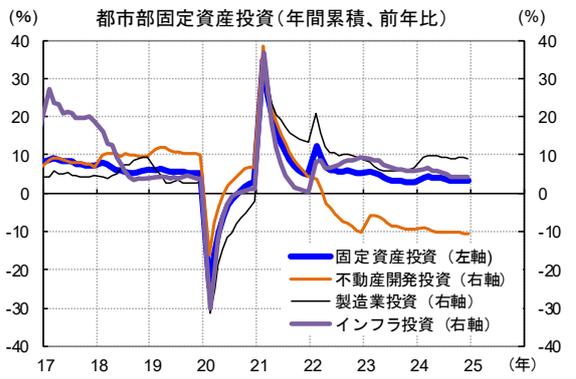
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 10-12 月期の GDP 成長率は前年比 4.6%増



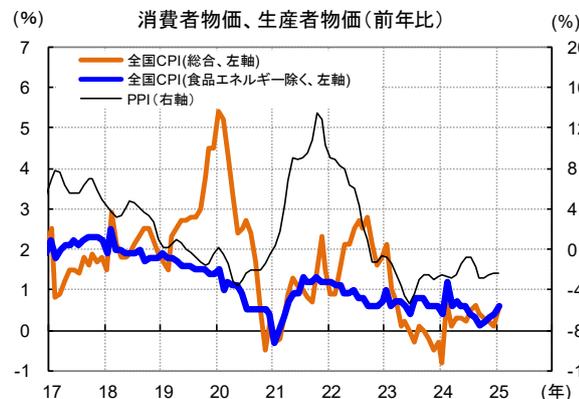
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



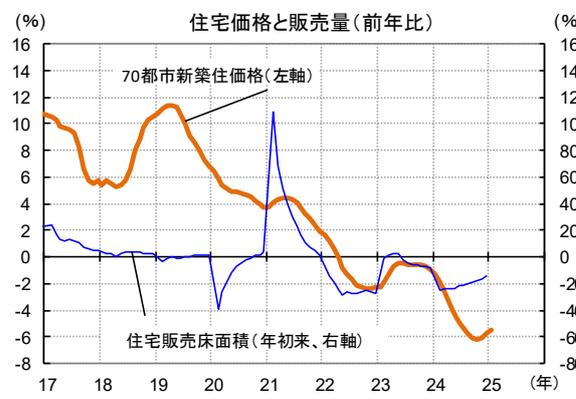
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 全国 CPI(総合)の前年比は 0.5%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

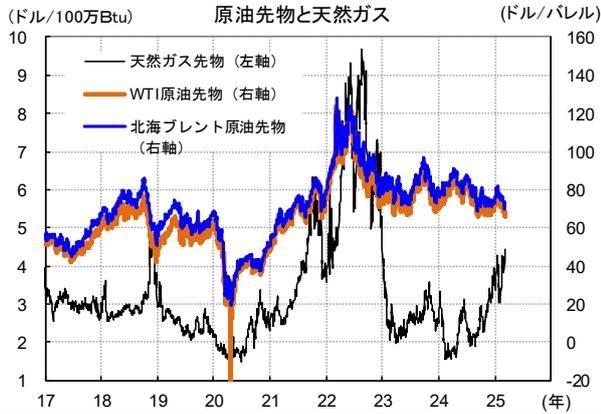


出所: Bloomberg より TDAM 作成

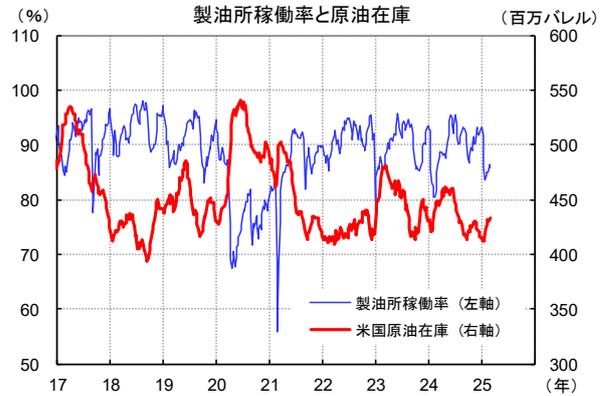
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済

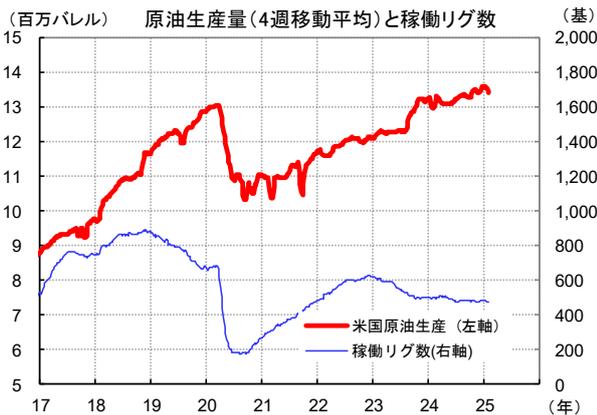
(1) 資源関連



出所: Bloomberg より TDAM 作成



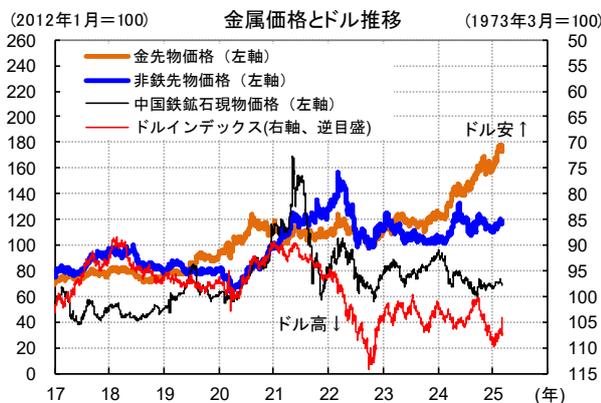
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

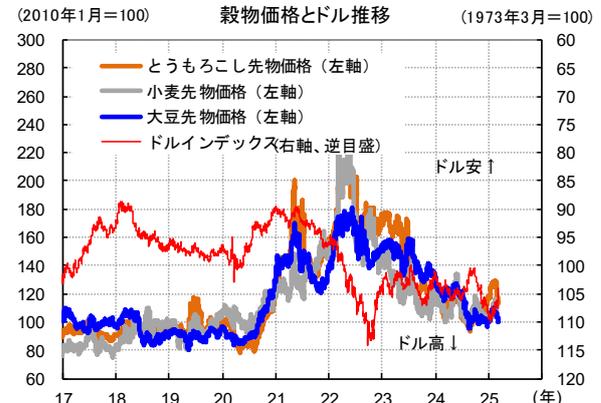


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

出所: Bloomberg より TDAM 作成

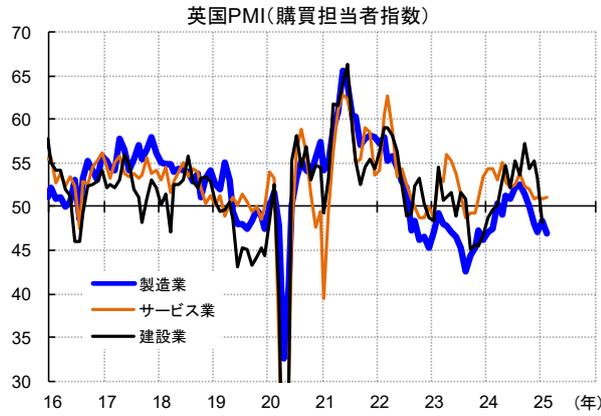


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

(2) 英国経済



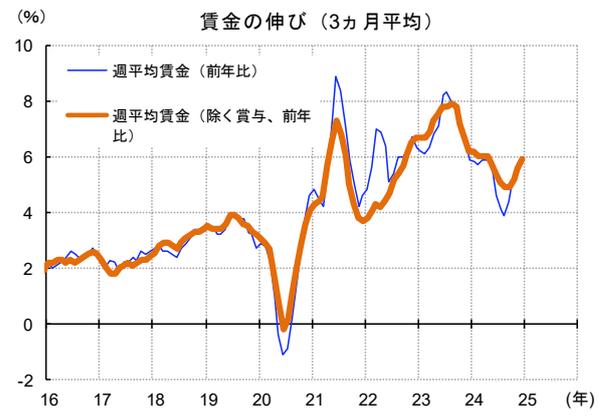
出所: Bloomberg より TDAM 作成



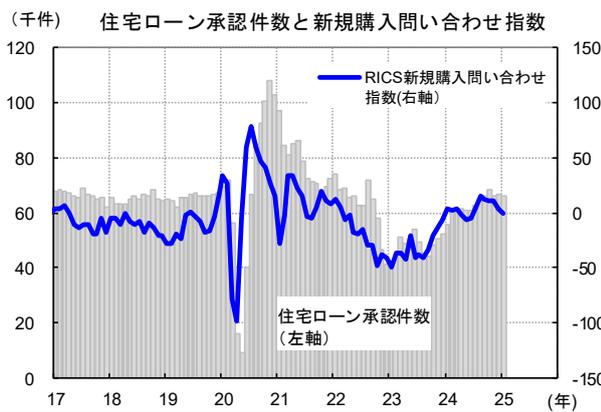
出所: Bloomberg より TDAM 作成



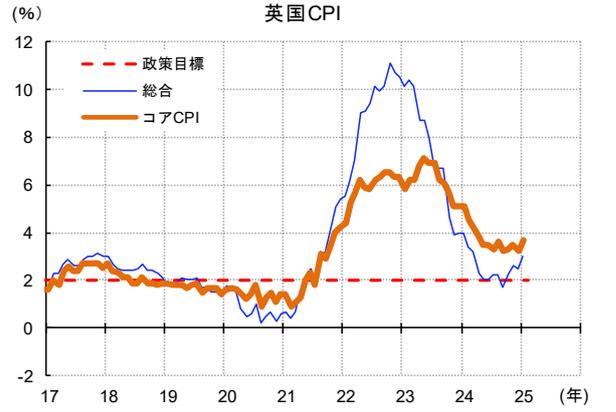
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



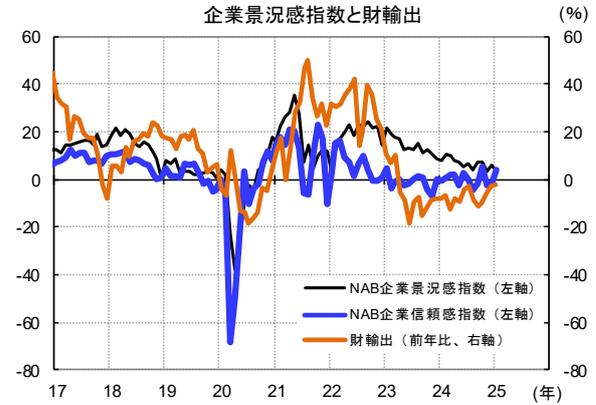
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

(3) オーストラリア経済



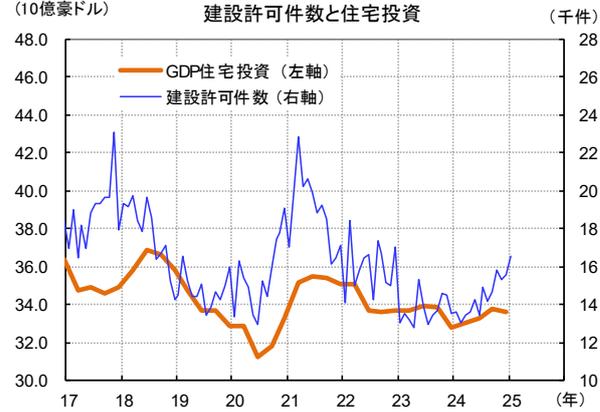
出所: Bloomberg より TDAM 作成



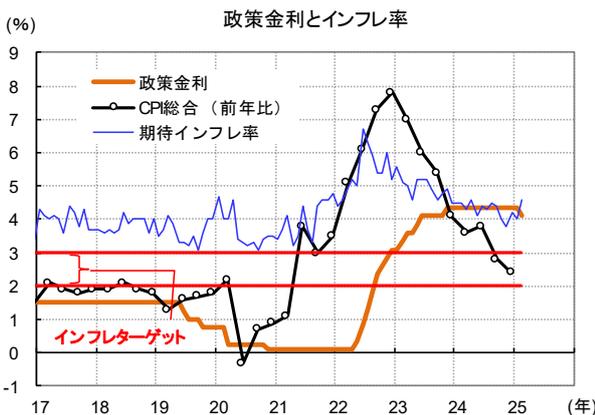
出所: Bloomberg より TDAM 作成



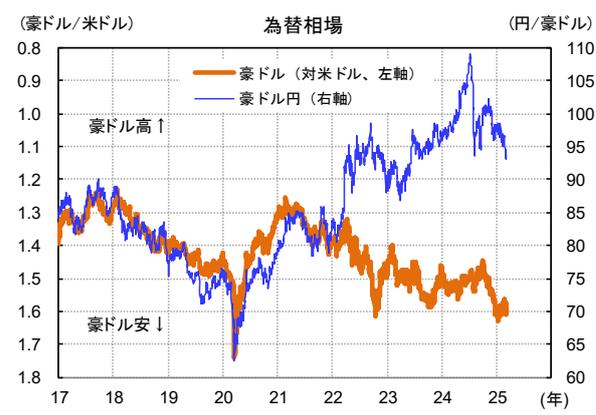
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

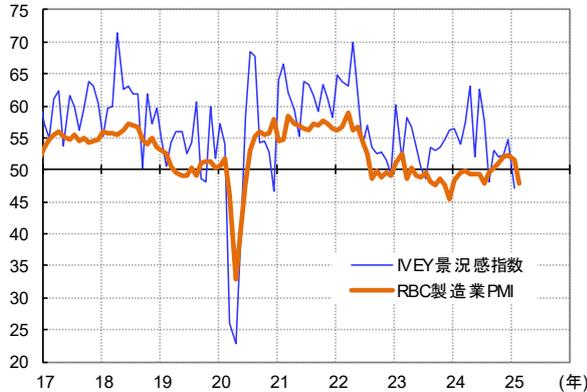


出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

(4) カナダ・ブラジル経済

カナダ製造業PMI



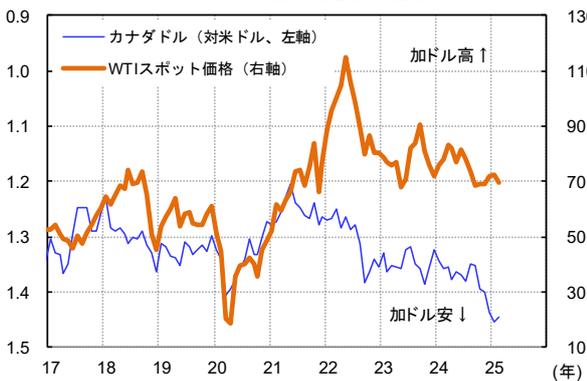
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



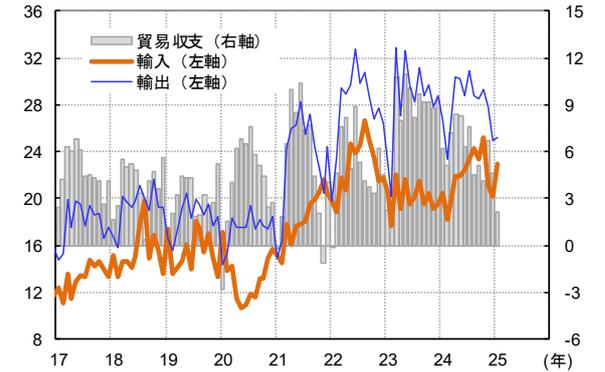
出所: Bloomberg より TDAM 作成

カナダ為替相場と原油価格 (加ドル/米ドル) (米ドル/バレル)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル) (10億ドル)



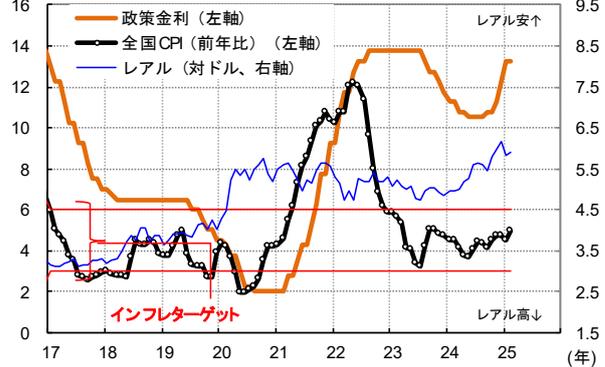
出所: Bloomberg より TDAM 作成

カナダ政策金利とインフレ率 (%)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

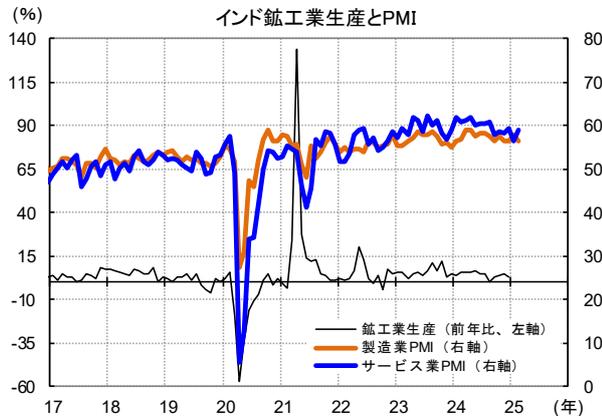
ブラジル政策金利とインフレ率 (%) (レアル/ドル)



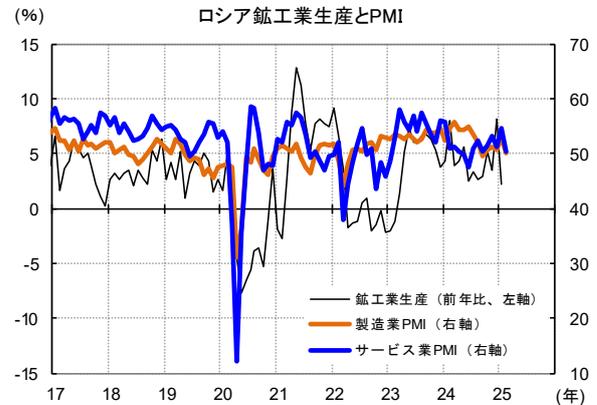
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

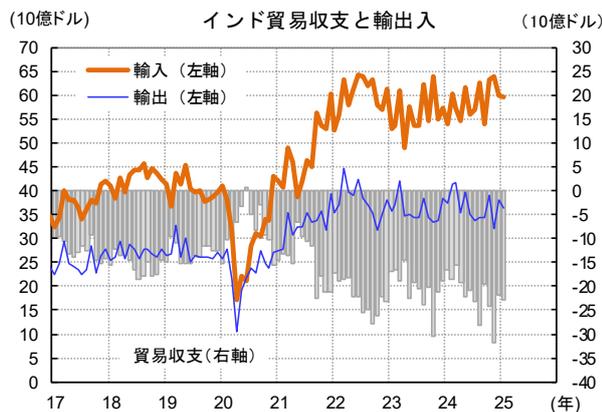
(5) インド経済・ロシア経済



出所: Bloomberg より TDAM 作成



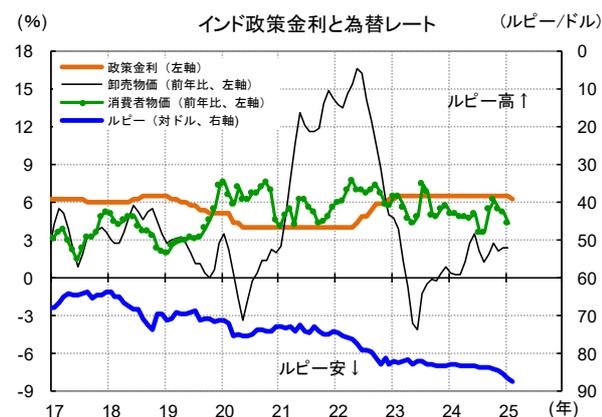
出所: Bloomberg より TDAM 作成



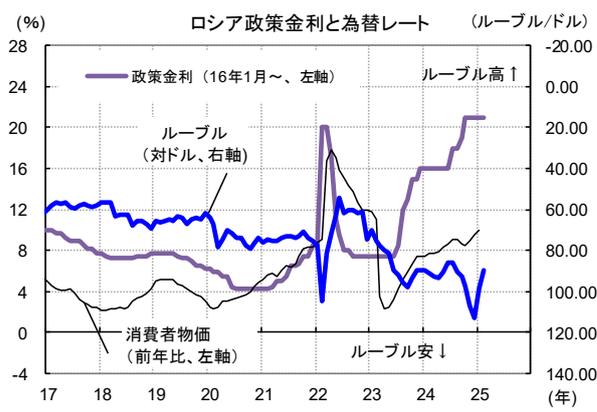
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

市場見通し

1. 債券

1-1. 国内債券

日銀の姿勢に加えて、イールドカーブがスティープ化する可能性から、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、赤沢再生相は、日本経済は足元で消費者物価が上昇しているインフレの状態であるとの認識を示したことで、先行きの利上げ観測が高まった。

審議委員の人事に関しては、3月に任期を迎える安達誠司審議委員の後任として、早稲田大学政治経済学術院教授の小枝淳子氏を充てる政府の同意人事案が衆議院、参議院で可決された。なお、ハト派として知られている中村審議委員については6月に任期を迎える。

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。

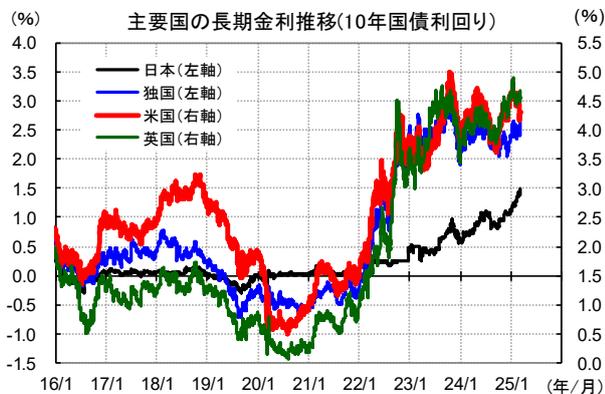
○ 長期金利

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らなかった。そうしたなかで、2月20日に植田総裁と石破首相の会談が行われた。これについて長期金利が話題に出なかった、と報じられて金利は更に上昇する場面もみられた。

その後、植田総裁は、衆院予算委員会で、長期金利が急激に上昇するような例外的な状況では、機動的に国債買い入れの増額を実施する、といった発言をして注目を集めたことで金利にやや低下圧力が加かった。もっとも、これは昨年7月に公表された「長期国債買い入れの減額計画について」において示されていた文章に沿ったものと言えるだろう。

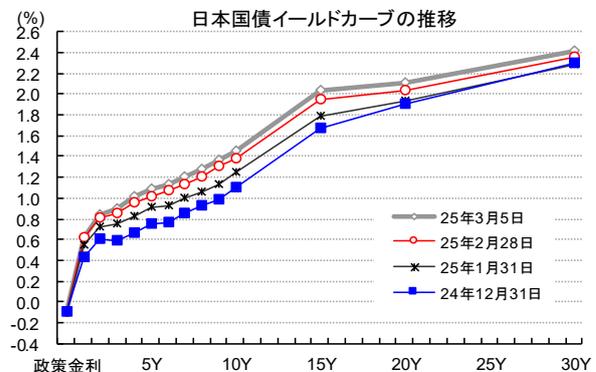
当社では、イールドカーブがスティープ化すると予想しており、長期金利は年末には1%台後半で推移しているとみている。

国内金利は 1.5%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

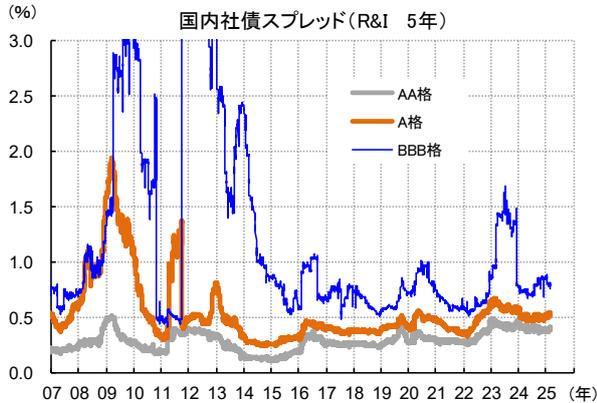
1 月末と比べて中期～長期ゾーン中心に上振れ気味



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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

BBB 格は 1 カ月前と比べて横ばい圏で推移



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。

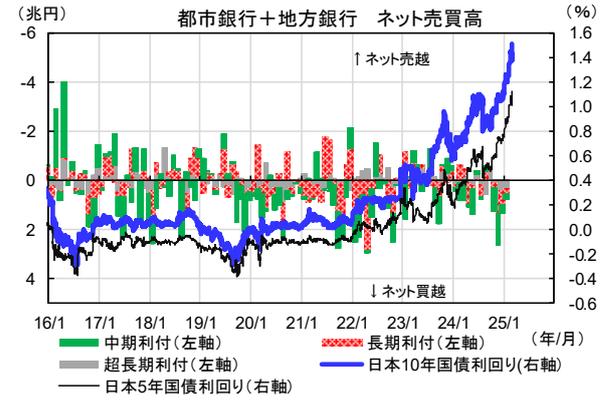
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

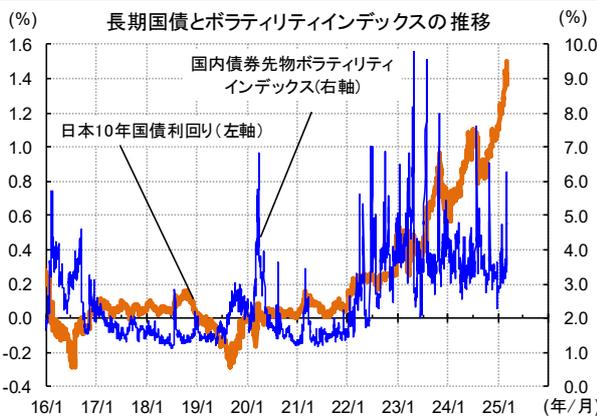
1 月は銀行が幅広いゾーンで買い越し気味



注: 割引国債及び国庫短期除く

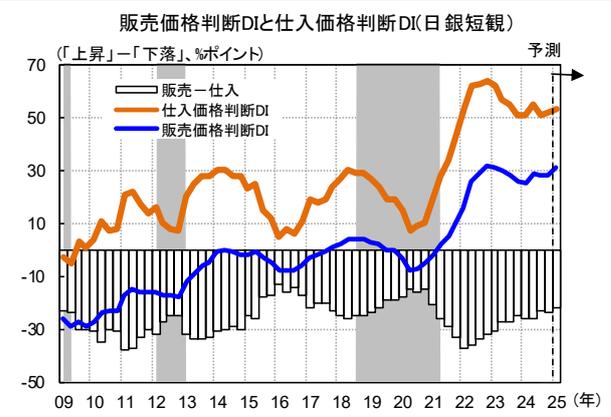
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは再び高まりを見せている状況



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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

1-2. 米国債券

今後の利下げやバランスシート政策への思惑(金利低下圧力)と、実体経済の底堅さや根強いインフレ(金利上昇圧力)が相殺することで、長期金利は横ばい推移を見込む

○ 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、見直しに関して変更するものではないと言及があった。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。

その後、このFOMCについての議事要旨が公表された。そこでは、バランスシートのランオフ(償還に伴う保有証券の減少)についての記述が注目された。一部の当局者は、連邦債務上限に関するリスクへの懸念を表明した。そして、このイベントが解決するまで、バランスシートのランオフの停止あるいは減速を検討するのが適切かもしれないと、複数の参加者が指摘したことも明らかになった。

くしくも、ほぼ同じタイミングで、NAR(全米不動産業者協会)のチーフ・エコノミストのローレンス・ユン氏が、FRB(米連邦準備制度理事会)による複数回にわたる利下げにもかかわらず、住宅ローン金利はここ数ヵ月全く動いていない、と発表文で指摘しており、バランスシートのランオフについては見直しのタイミングに近い可能性も意識される。

ベッセント財務長官が長期金利を意識していることも、ランオフについては一定の影響を及ぼすかもしれない。そもそも、GDP比でFRBのバランスシートの規模は20%台前半まで落ちてきている。

当社では、年内に2回の利下げを予想している。もっとも、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

米国の長期金利は昨年9月頃から、米国経済の底堅さやトランプ氏の政策を織り込む形で1月まで上昇基調をたどってきた。しかし、ベッセント財務長官の発言が意識されたり、米国経済指標の中にはやや弱さが見られたりして、低下気味で推移してきた。足許の経済指標の弱さは、山火事や寒波の影響もあったと指摘されている。実際に実体経済が冷え込んでいるのかはもう少し経済指標を眺める必要があろう。現時点では横ばい程度の推移を見込む。

1-3. ユーロ圏債券

ユーロ圏経済は弱いながらも、持ち直しの兆しもうかがえる状況。また、ドイツの財政拡張も意識されることから、長期金利は横ばいを見込む

○ 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。ディス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。

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。当社では、1月の利下げを含めて、年内に3回の利下げが行われると予想する。

○ 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。米金利とのスプレッド(独から米を減じている)に着目すると、9月以降はマイナス幅を大きく拡大させる展開となった。ただ、12月以降はそうしたマイナス幅を縮小している。米国経済指標の一部に弱さが見られることや、欧州経済について更なる悪化が予想されにくいこと、ドイツの選挙結果を受けて財政が拡張的になるとの思惑、ロシアとウクライナの停戦期待などが影響しているだろう。もっとも、こうした展開が今後も続くかは不透明である。よって、米国金利が横ばいと予想するなか、ドイツの長期金利についても横ばいを予想する。

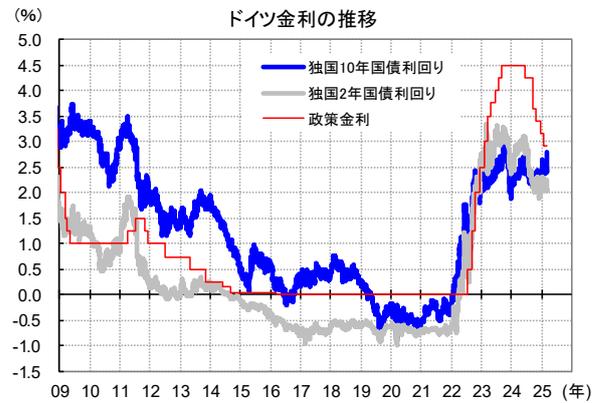
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国) 10年金利は4.3%近傍で推移



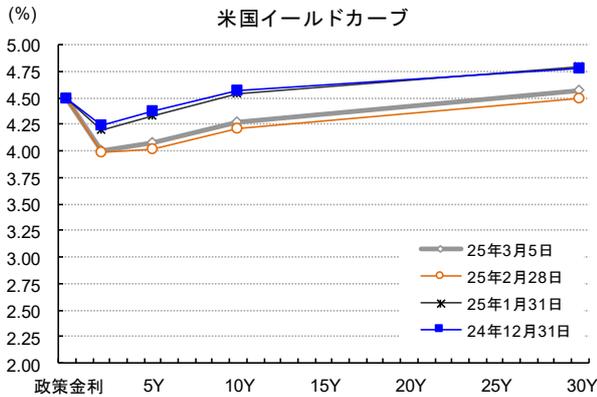
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ)10年金利は2.8%近傍で推移



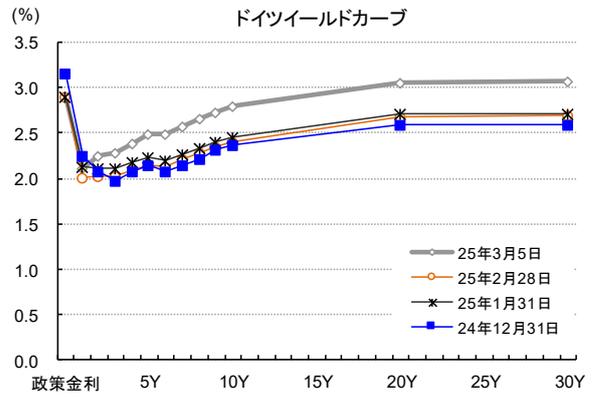
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 1月末と比べて下方シフト



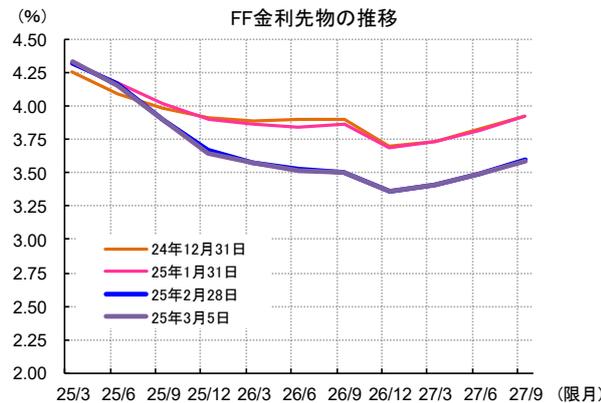
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 1月末と比べて上方シフト



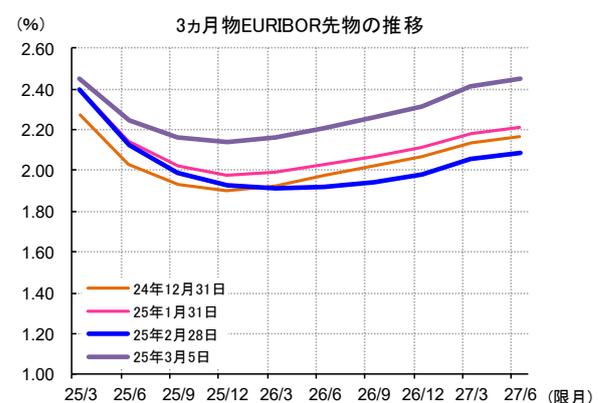
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 1月末と比べて下方シフト



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) 1月末と比べて上方シフト

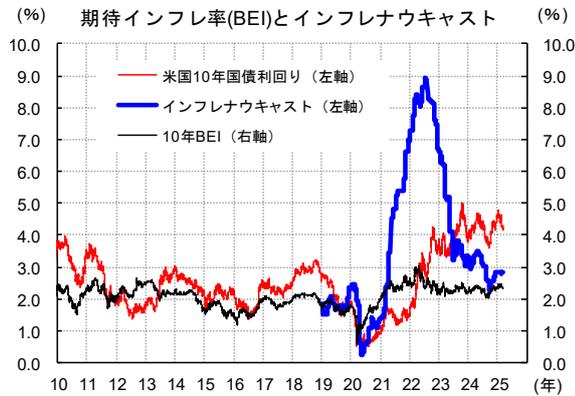


注: EURIBOR は欧州銀行間貸出金利でユーロ圏の短期指標金利。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

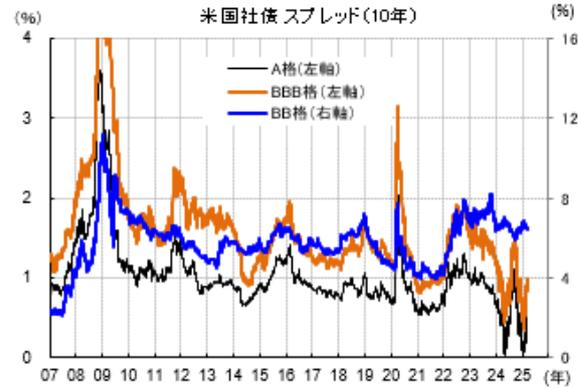
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国)インフレナウキャストは前月から低下



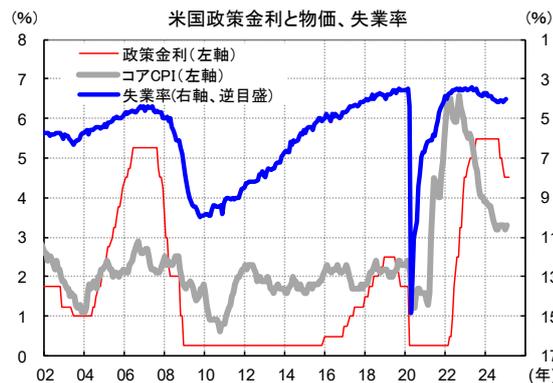
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クレーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BBB 格は 1 カ月前と比べてワイド化



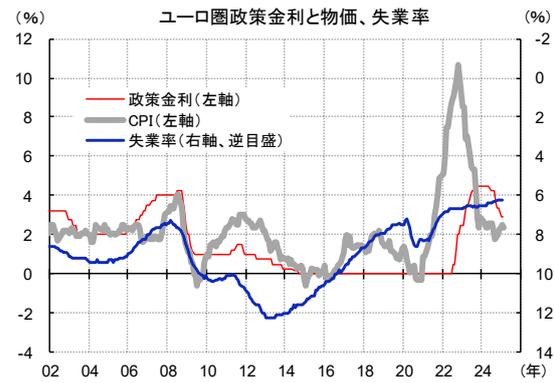
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



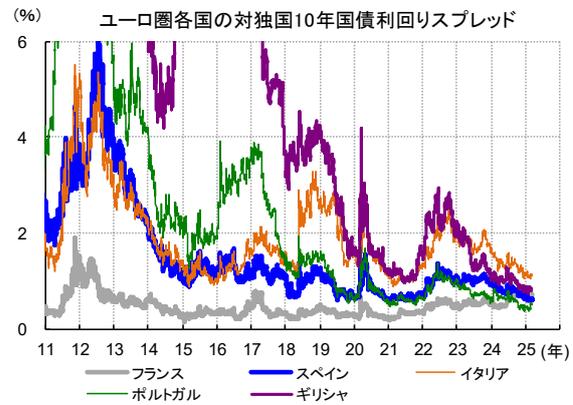
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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) 一時期懸念されたフランスの спреッドは落ち着いて推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

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]

各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、方向感に乏しい展開となっている。ただし、4週移動平均ではマイナス圏が続いている。

[バリュエーション]

TOPIXのPBRは1.39倍、PERは12ヵ月先予想ベースで13.2倍程度(過去5年平均:14.4倍、過去10年平均:14.0倍)、配当利回りと10年国債利回り差は0.92%程度である(数値は2月28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も比較的良好な内容が散見された。ただ、先行きについては各種不確実性が会社予想の重しになる点には注意したい。

[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円のレンジ相場を形成してきたが、足元では下振れている。

10-12月期の決算については、まずまずの内容だったと言えるだろう。売上高については、2021年10-12月期以降と比較して左程、遜色はない。EBIT(利払前・税引前利益)やEBITDA(利払前・税引前・減価償却前利益)については、比較的良好であった。売上高粗利益率は比較的高く、経営効率が高まっている印象がある。ただ、先行きについては企業の慎重な見方もうかがえる。もっとも、こうした傾向は第1期トランプ政権下でもみられた。先行きの不透明感の高まりを受けて企業は慎重な姿勢をみせざるを得ない。

投資家サイドもリスクテイクしにくい環境となっている。為替見通しも保守的に円高気味に想定しやすく、PERは低めで推移しやすいだろう。

もっとも、過度に保守的になる必要はないだろう。米国にとって日本は対内直接投資額首位の国であり、石破首相は無難に日米首脳会談を終えることができた。また、東アジアにおける地政学リスクの高まりが意識されるなかで、日本は防衛費を拡大しようとしており、米国にとってもこれは望ましい姿だろう。日本についてトランプ政権が強硬姿勢で臨む可能性は低いとみられる。

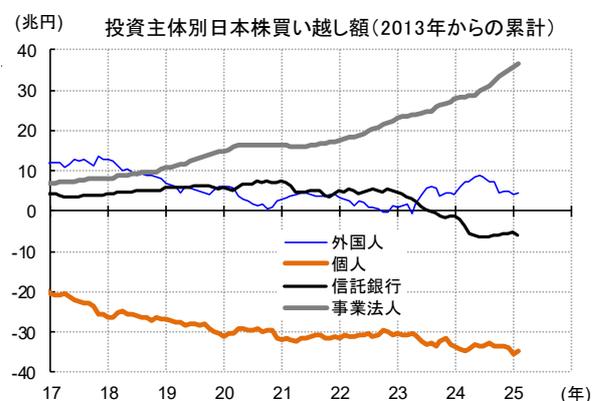
日本経済の堅調さ、資本効率改善に向けた取り組みのなかで日本株は堅調に推移するとみている。

1月までの3ヵ月平均では外国人投資家は売り越し



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

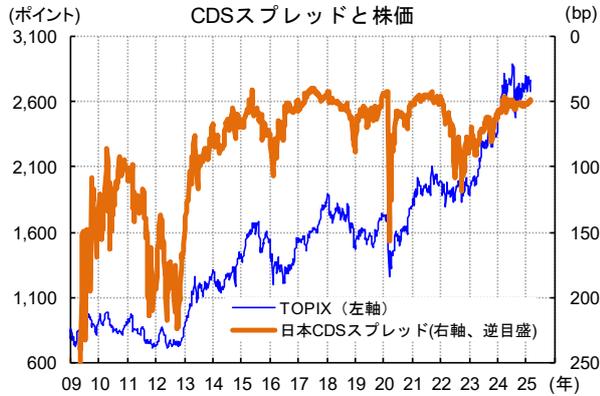
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は低空飛行



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

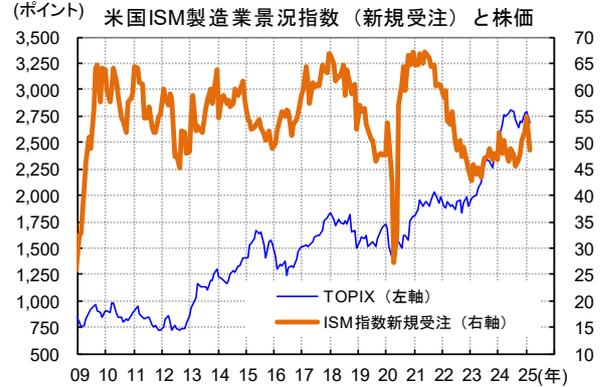
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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



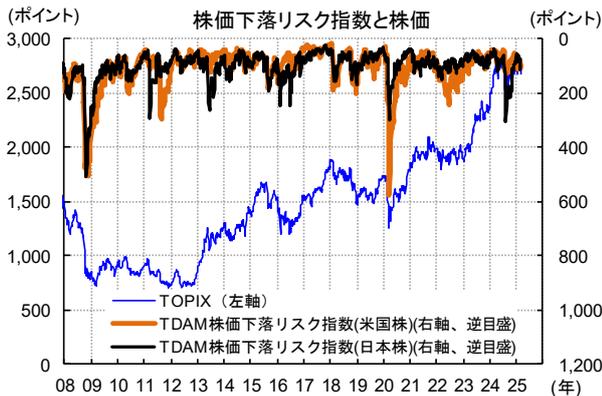
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数の新規受注が冴えず、株価もやや軟調



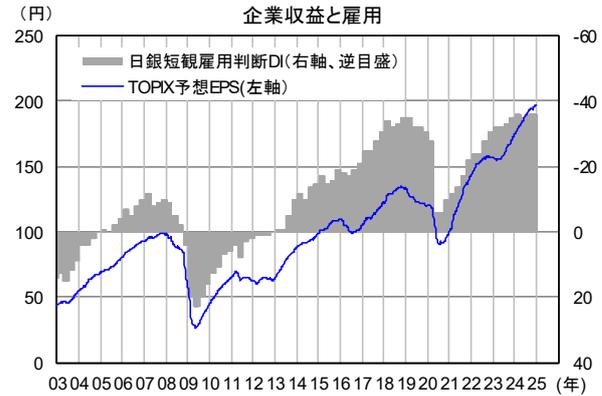
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

特に日本の株価下落リスク指数は足許で上昇気味



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



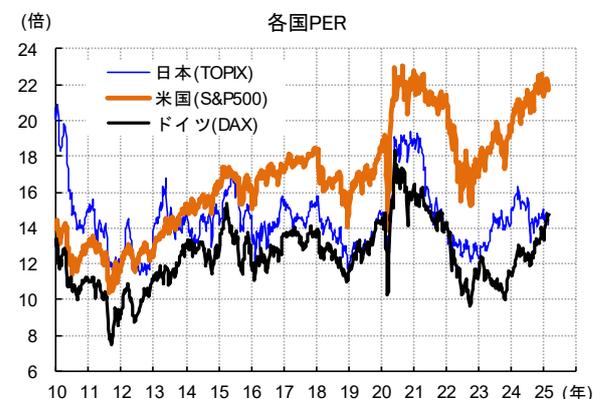
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は前々月末から下落



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。

2 月末まででは鉱業の予想が改善

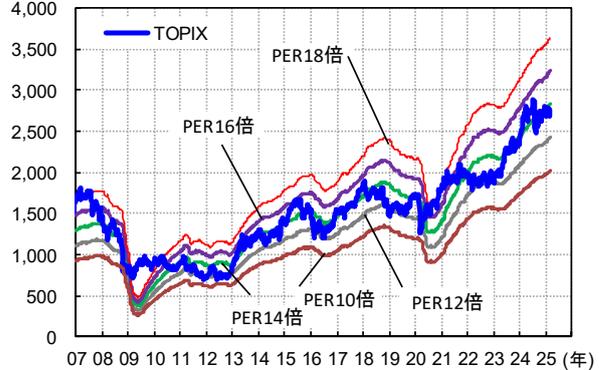
東証33業種12ヵ月先売上高予想(1ヵ月前比)

上位			下位		
順位	業種	変化率	順位	業種	変化率
1	鉱業	10.8%	1	石油・石炭製品	-1.7%
2	その他製品	5.3%	2	ハルブ・紙	-1.1%
3	情報・通信業	3.4%	3	精密機器	-0.8%
4	医薬品	1.8%	4	空運業	-0.6%
5	その他金融業	1.3%	5	保険業	-0.4%
6	輸送用機器	1.2%	6	証券・商品先物取引	-0.4%
7	食料品	1.0%	7	倉庫・運輸関連	-0.3%

注: 12ヵ月先予想ベース(2025年2月末現在)。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

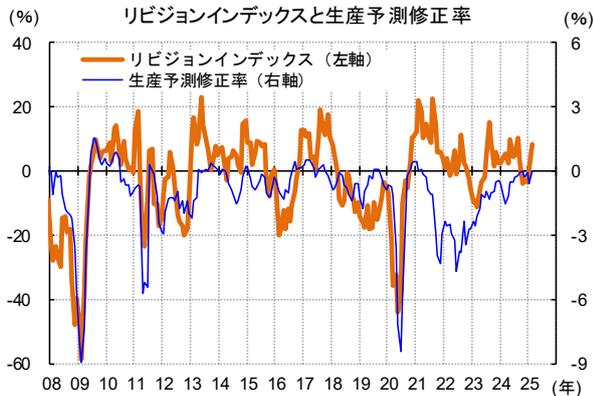
予想 PER(12ヵ月先)は足許 13.2 倍程度

(ポイント) 国内株式 予想PER



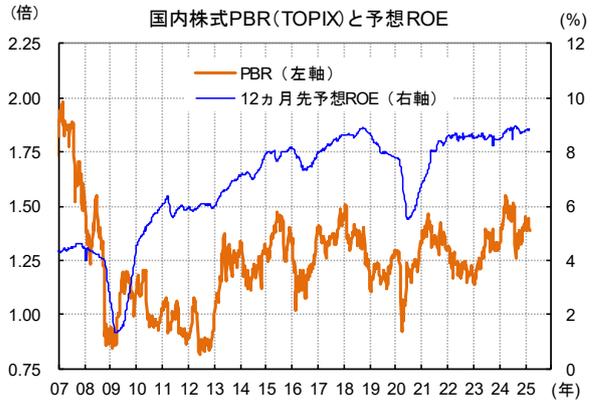
注: 12ヵ月先予想ベース。
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスは改善



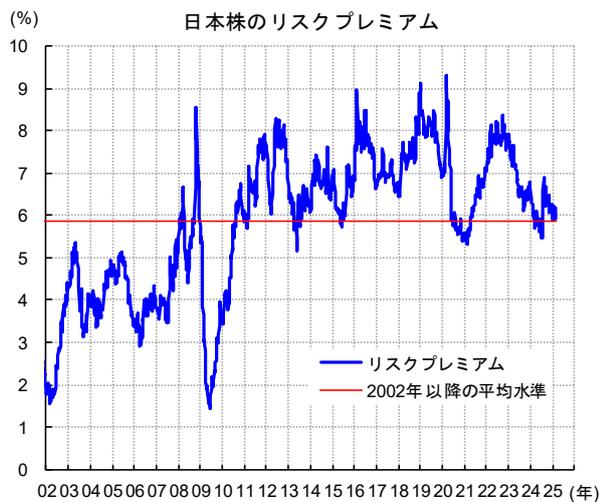
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBRは 1.39 倍、予想 ROE は 8.85%



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 2,345 ポイント近傍で推移する可能性

予想ROEとリスクプレミアムによるPBR、株価マトリクス

【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるPBR水準】 (倍)

		予想ROE					
		6%	7%	8%	9%	10%	11%
リ ス ク プ レ ミ ア ム	4%	1.10	1.28	1.47	1.65	1.84	2.02
	5%	0.93	1.09	1.24	1.40	1.55	1.71
	6%	0.81	0.94	1.07	1.21	1.34	1.48
	7%	0.71	0.83	0.95	1.07	1.18	1.30
	8%	0.64	0.74	0.85	0.95	1.06	1.16
	9%	0.57	0.67	0.77	0.86	0.96	1.05

【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるTOPIX】 (ポイント)

		予想ROE					
		6%	7%	8%	9%	10%	11%
リ ス ク プ レ ミ ア ム	4%	2,168	2,529	2,890	3,252	3,613	3,974
	5%	1,832	2,137	2,442	2,747	3,053	3,358
	6%	1,586	1,850	2,114	2,378	2,643	2,907
	7%	1,398	1,631	1,864	2,097	2,330	2,563
	8%	1,250	1,458	1,667	1,875	2,083	2,292
	9%	1,130	1,319	1,507	1,696	1,884	2,072

注: 括弧は、BPS1,974 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いただき、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、米国第一主義的な政策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]

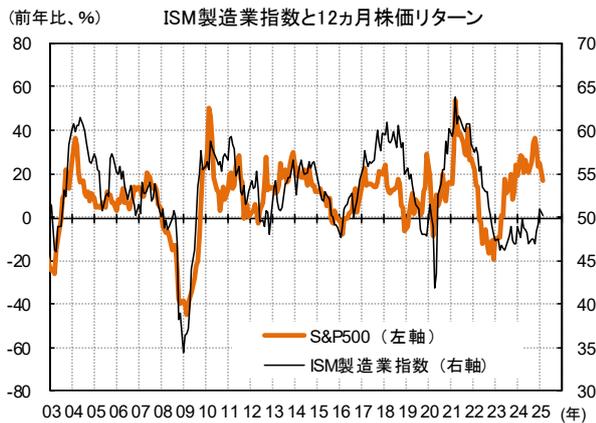
S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは21.6倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:20.0倍、過去10年平均:18.4倍程度)を上回っている。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2024年および2025年についてそれぞれ8%の増益と12%程度の増益が予想されている。

先行きの米国経済はとて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。

足許は関税引き上げの影響というネガティブな面が意識されているほか、一部の経済指標の弱さも意識されて、株価は横ばい圏で推移している。PERが切り下がっているが、12ヵ月先予想EPSは堅調に推移しており、懸念するほどではないだろう。

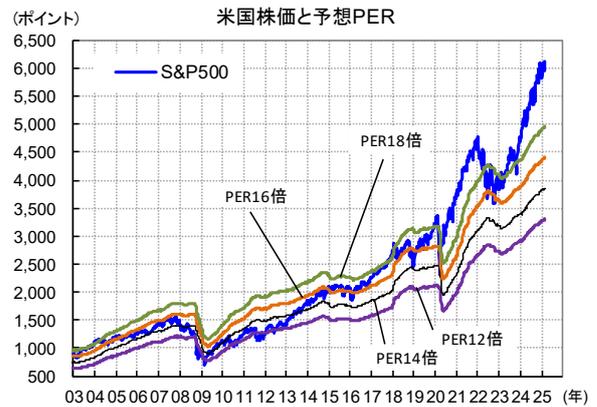
既往の割高感もあるため、上昇余地は限られるが、今後も緩やかな上昇を予想する。

ISM 製造業指数が改善するなか、株価はやや調整



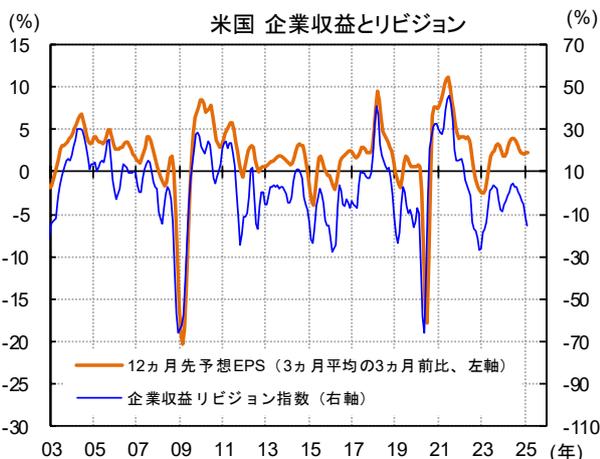
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 21.6 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

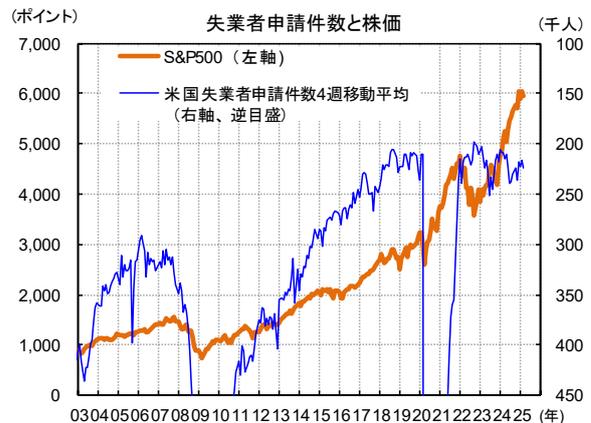
リビジョンインデックスは軟化気味



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

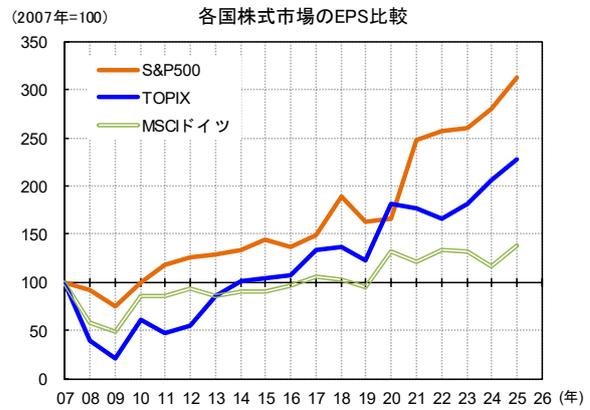
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

停戦期待もあって欧州株は比較的堅調



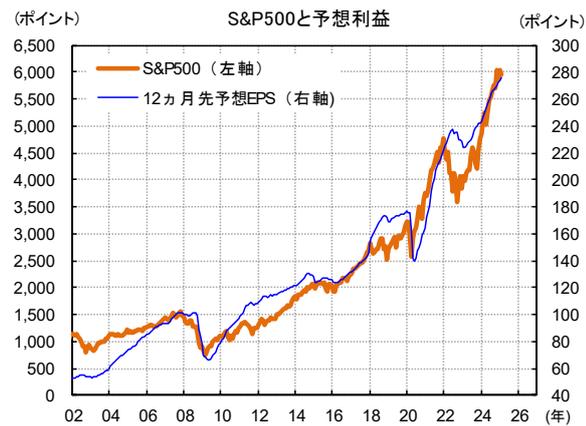
出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(24 年、25 年)は、米国:8%、12%、日本:14%、10%、ドイツ:-12%、18%



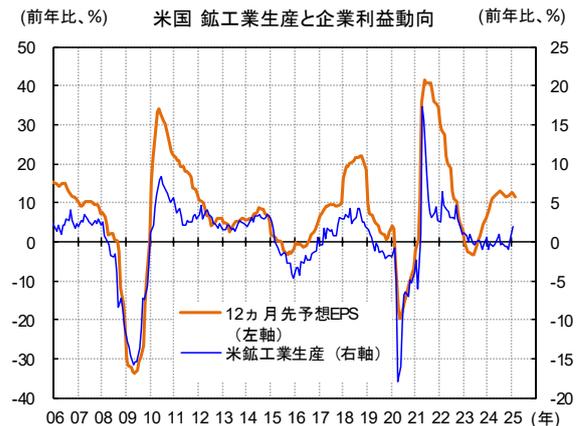
注: 23 年までは実績EPS、24 年以降は予想EPS
出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12 ヵ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



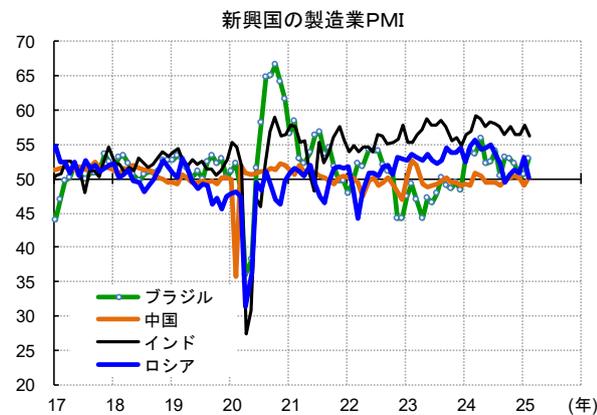
注: 12 ヵ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



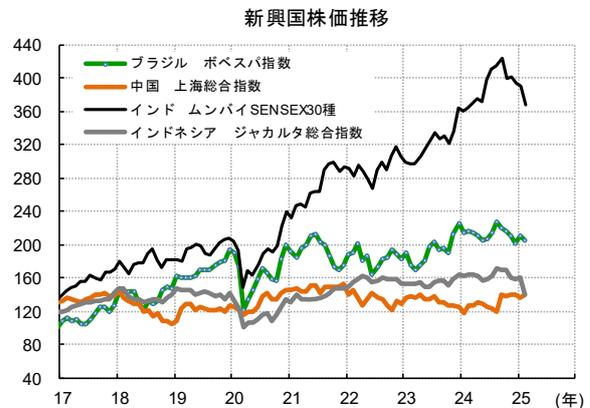
注: 12 ヵ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドは高水準を維持



出所: Bloomberg より TDAM 作成

インド株の下落がやや懸念材料



注: 2013 年 1 月末の株価を 100(基準値)として指数化。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

3. 為替

3-1. ドル円

目先は、米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が、長期的には、購買力平価の観点から円高進行する見込み

昨年9月以降、ドル円は円安気味で推移し、1月にピークを形成してその後、円高気味で推移している。これは、米国の長期金利とやはり連動的である。

その米国の長期金利については、横ばいを予想しており、米国の長期金利という面からは円高を予想することは難しい。もっとも、日本の金利が上がることで金利差が縮小しての円高は予想されるが、程度が限られるだろう。加えて、デジタル赤字や新NISAによる海外資産への投資の流れ、といった構造的な円安圧力は続くだろう。特に後者については、1月の投資信託委託会社等による海外株・投資ファンドの買越額が1兆7千億円ほどとなり、相応の円安圧力が働いていることがうかがえる。もっとも、長期的には円高圧力が影響するとみている。

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。

ただし、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。長期的には円高進行を予想する。

3-2. ユーロドル

ユーロ圏経済の弱さがある程度は織り込まれた模様。各種の好材料と悪材料が綱引きする中での横ばい推移を見込む

昨年10月以降、ユーロドルは下落基調をたどってきたが、1月以降はややユーロの持ち直しの動きが見られている。ユーロ圏経済の弱さについて市場で概ね織り込まれたことや、足元では、ウクライナの停戦に関する期待やドイツの財政拡張への思惑などが影響しているだろう。

ユーロ圏経済については、楽観的な展開を予想し難い。経済政策についての不確実性は高いほか、米国からの風当たりも強く、関税引き上げの可能性も意識される。仮に関税が引き上げられれば、实体经济の持ち直しは限られるかもしれない。また、欧州の主要貿易パートナーの中国は米国の関税引き上げによって冴えない状況が続く可能性がある。こうした展開はユーロの重しになるだろう。もっとも、通貨としてのユーロにはこうした展開がある程度織り込まれている面もある。一方で、ロシアとウクライナの停戦が実現した場合に、ユーロ圏経済が相応に改善する可能性もある。またそれを見込んで、停戦の直前には投機的な動きも高まる可能性がある。また、ドイツでは総選挙がおこなわれたが、CDU・CSU(キリスト教民主同盟・社会同盟)が予想通り第1党に返り咲いた。一方で、極右政党のAfD(ドイツのための選択)が躍進し第2党となった。SPD(社会民主党)は大敗を喫したが、CDU・CSUによる次期政権樹立に向けて連立交渉中である。防衛とインフラに関する特別基金の設置、という報道もされており、財政拡張政策が意識される。こうした状況はユーロ圏経済を下支えする可能性があるほか、ドイツの長期金利も下支えされる形になるかもしれない。こうしたなかでユーロドルは横ばい推移すると予想する。

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

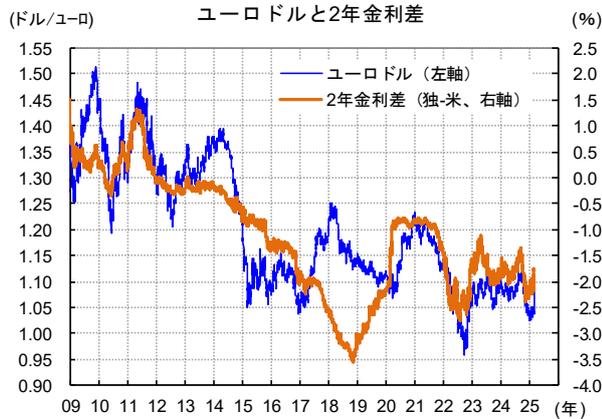
日独実質金利差が縮小するなか、ユーロ円も下落気味



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

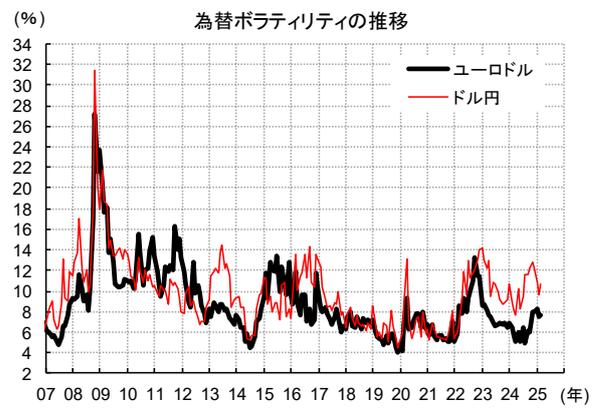
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

ユーロドルはやや持ち直し



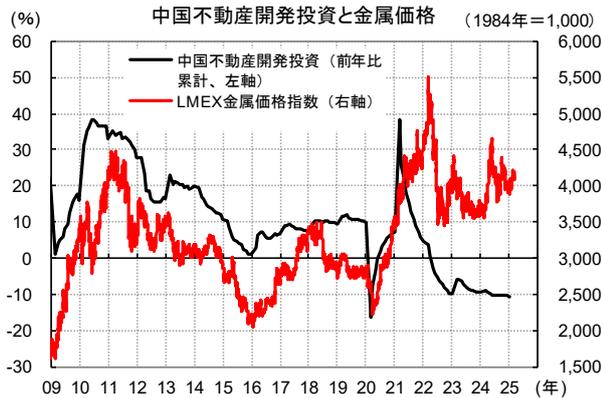
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティは1カ月前と比べて上昇気味



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40%程度



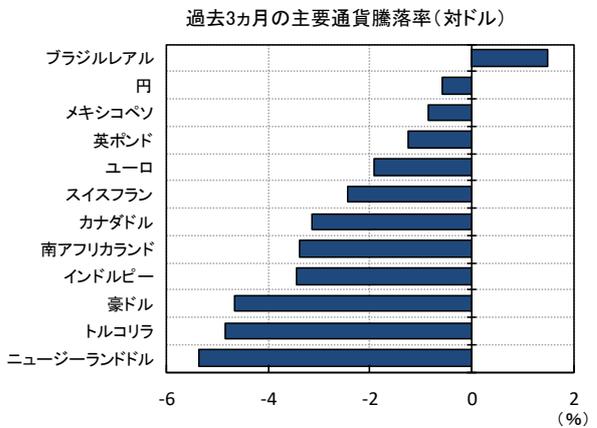
注: 「長期平均」は1995年1月～2023年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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11月29日～2025年2月28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 2月6日	今月作成時 2025年 3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	%	0.50	0.50	0.25 ~ 0.50	0.50 ~ 0.75	0.75 ~ 0.75	0.75 ~ 1.00			
	10年国債利回り	%	1.28	1.54	1.10 ~ 1.70	1.20 ~ 2.00	1.30 ~ 2.00	1.30 ~ 2.00			
	TOPIX	ポイント	2,752	2,751	2,620 ~ 2,900	2,650 ~ 2,930	2,670 ~ 2,950	2,680 ~ 2,960			
	日経平均	円	39,067	37,705	35,900 ~ 40,100	36,300 ~ 40,500	36,600 ~ 40,800	36,800 ~ 41,000			
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	%	4.44	4.28	3.90 ~ 4.80	3.90 ~ 4.80	3.90 ~ 4.80	3.80 ~ 4.70			
	S&P500	ポイント	6,084	5,739	5,550 ~ 6,190	5,610 ~ 6,250	5,670 ~ 6,310	5,730 ~ 6,370			
	NY ダウ	ドル	44,748	42,579	40,860 ~ 45,590	41,270 ~ 46,050	41,680 ~ 46,510	42,100 ~ 46,980			
ユーロ圏	中銀預金金利	%	2.75	2.50	2.50 ~ 3.00	2.00 ~ 2.50	2.00 ~ 2.25	2.00 ~ 2.00			
	10年国債利回り	%	2.38	2.83	2.30 ~ 3.10	2.30 ~ 3.10	2.30 ~ 3.10	2.25 ~ 3.05			
	DAX	ポイント	21,902	23,419	19,850 ~ 24,000	19,850 ~ 24,000	19,850 ~ 24,000	19,850 ~ 24,000			
為替	ドル円	円/ドル	151.41	147.98	140 ~ 159	139 ~ 158	138 ~ 157	138 ~ 157			
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.038	1.079	1.02 ~ 1.12	1.02 ~ 1.12	1.02 ~ 1.12	1.02 ~ 1.12			
	ユーロ円	円/ユーロ	157.27	159.60	150 ~ 173	149 ~ 172	148 ~ 171	148 ~ 171			

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。

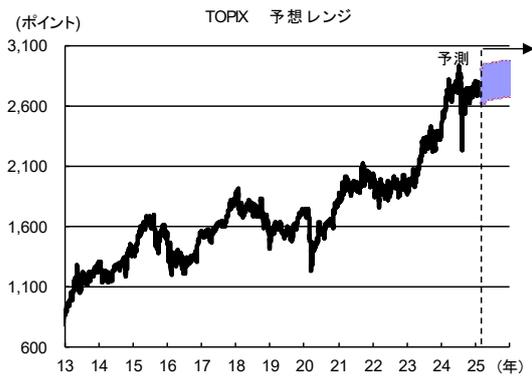
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

〔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〕

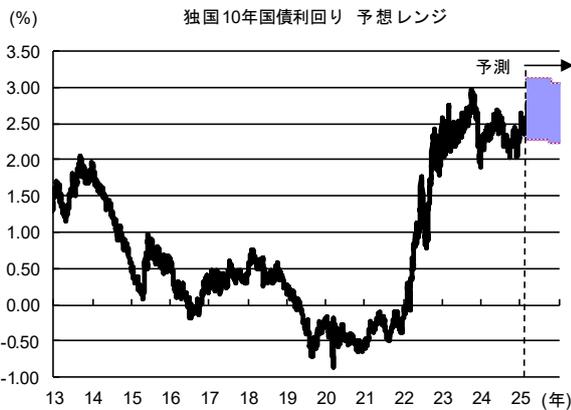


出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「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]



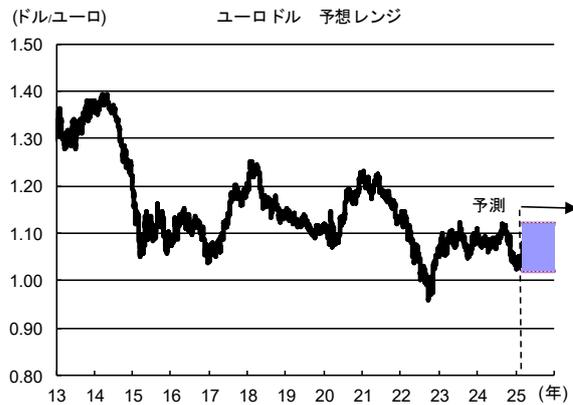
出所: Bloomberg より TDAM 作成

[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、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、知的財産権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は日経平均株価を継続的に公表する義務を負うものではなく、その誤謬、遅延又は中断に関して責任を負いません。

・MSCI ドイツインデックスおよび MSCI 英国インデックスは、MSCI が開発したドイツおよび英国の株式市場全体の動きを捉える株価指数です。同指数に関する情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その正確性及び完全性を MSCI は何ら保証するものではありません。その著作権は MSCI に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的ないかなる手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

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

【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー

月曜日	火曜日	水曜日	木曜日	金曜日
3/3 (米)1月建設支出 (米)2月自動車販売台数 (米)2月ISM製造業景況指数	3/4 (日)1月失業率 (日)2月消費者態度指数	3/5 (米)2月ISM非製造業景況指数	3/6 (ユーロ圏)ECB定例理事会 (米)1月貿易収支	3/7 (中)2月貿易収支 (米)2月雇用統計
3/10 (日)2月景気ウォッチャー調査	3/11 (日)1月家計調査 (日)10-12月期GDP(二次速報値) (米)2月NFIB中小企業楽観指数	3/12 (米)2月CPI	3/13	3/14 (米)3月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
3/17 (中)2月固定資産投資 (中)2月鉱工業生産 (中)2月小売売上高 (米)1月企業在庫 (米)2月小売売上高 (米)3月NY連銀製造業景況指数 (米)3月NAHB住宅市場指数	3/18 (米)2月鉱工業生産 (米)2月住宅着工・建設許可件数	3/19 (日)1月機械受注 (日)2月貿易収支 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (米)FOMC(結果発表)	3/20 春分の日 (英)BOE金融政策委員会(結果発表) (米)2月景気先行指数 (米)2月中古住宅販売件数 (米)3月フィラデルフィア連銀景況指数	3/21 (日)2月CPI
3/24 (ユーロ圏)3月PMI(速報値) (米)3月製造業PMI(購買担当者景況指数、速報値)	3/25 (独)3月IFO景況感指数 (米)2月新築住宅販売件数 (米)1月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)3月消費者信頼感指数	3/26 (米)2月耐久財受注(速報値)	3/27 (ユーロ圏)2月マネーサプライ (米)2月中古住宅販売契約指数 (米)10-12月期GDP(確定値) (米)10-12月期個人消費支出	3/28
3/31 (中)3月製造業PM				

注: 3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。