

投資環境レポート

2025 年 5 月

本資料は 2025 年 5 月 8 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

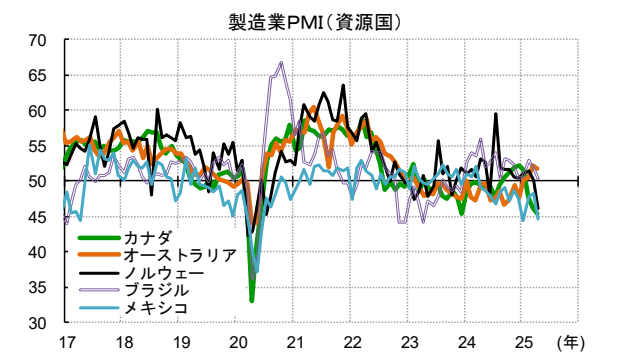
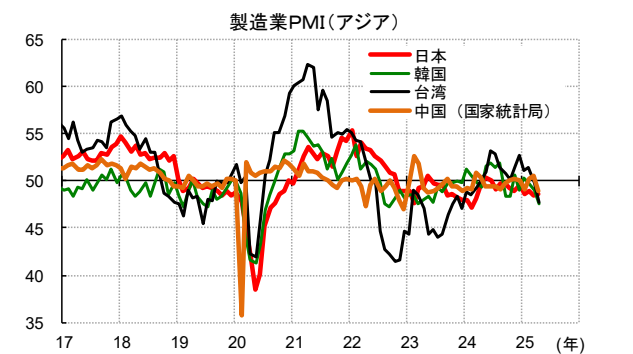
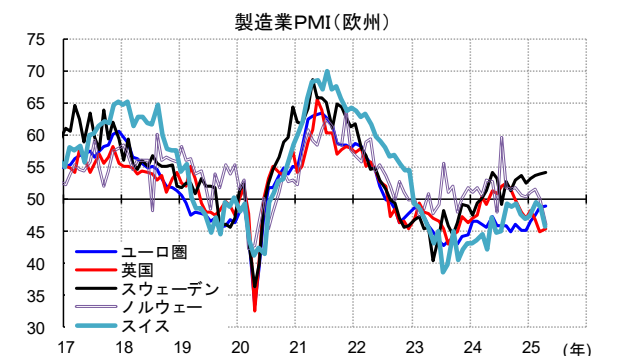
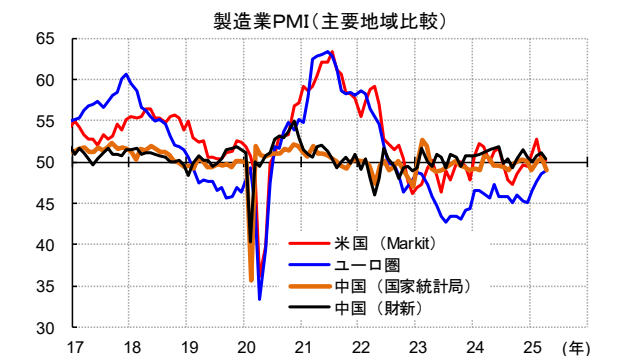
【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	24年	25年	26年	24年 7-9月	24年 10-12月	25年 1-3月
世界全体	3.3	2.8	3.0			
先進国	1.8	1.4	1.5			
アメリカ	2.8	1.8	1.7	2.7	2.5	2.0
日本	0.1	0.6	0.6	0.7	1.1	
英国	1.1	1.1	1.4	1.2	1.5	
ユーロ圏	0.9	0.8	1.2	1.0	1.2	1.2
ドイツ	▲ 0.2	0.0	0.9	0.1	▲ 0.4	
フランス	1.1	0.6	1.0	1.3	0.8	0.8
イタリア	0.7	0.4	0.8	0.5	0.5	0.6
スペイン	3.2	2.5	1.8	3.3	3.3	2.8
カナダ	1.5	1.4	1.6	1.9	2.4	
新興国	4.3	3.7	3.9			
ブラジル	3.4	2.0	2.0	4.1	3.6	
ロシア	4.1	1.5	0.9	3.3	4.5	
インド	6.5	6.2	6.3	5.6	6.2	
中国	5.0	4.0	4.0	4.6	5.4	5.4
ASEAN5	4.6	4.0	3.9	5.1	5.1	

注: (1) IMF 見通しは、2025 年 4 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】

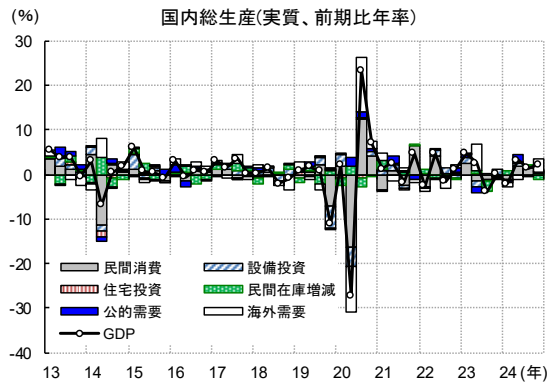


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

1. 日本経済

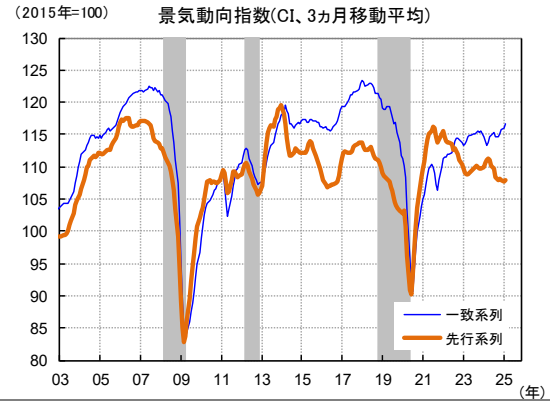
春闘におけるとても力強い賃上げの結果を受けて、個人消費は先行き底堅く推移する見込み。
ただし、輸出の減速に注意

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 2.2%



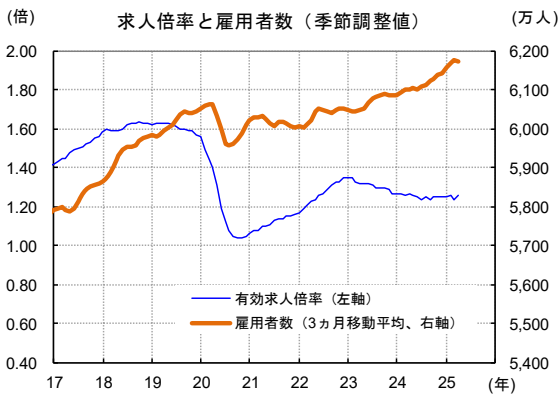
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

景気先行指数が軟調な点はやや気がかり



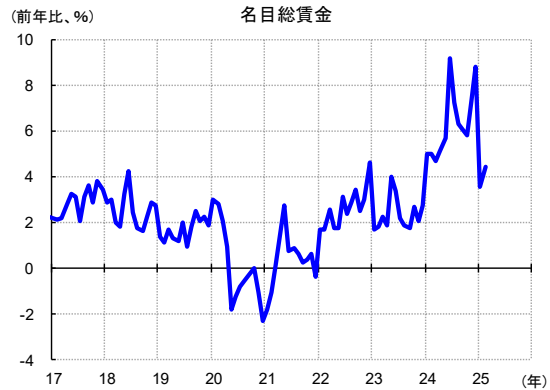
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

雇用者数は増加傾向



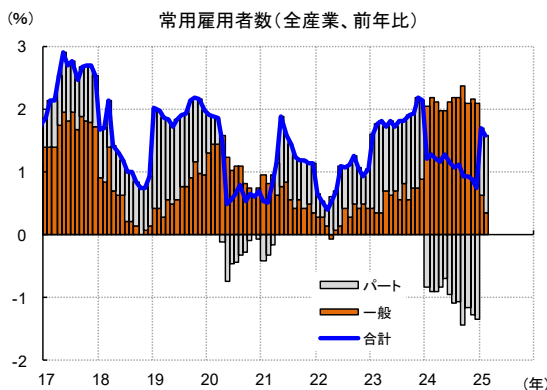
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



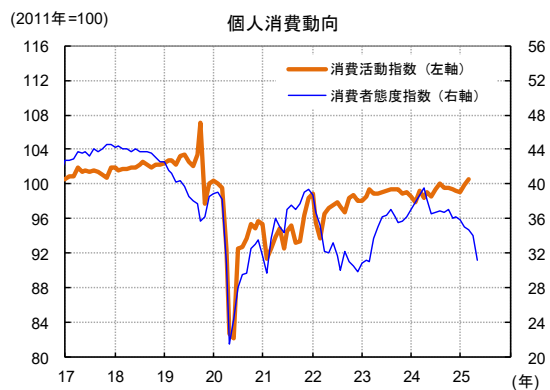
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

常用雇用者数全体は前年比プラス圏



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

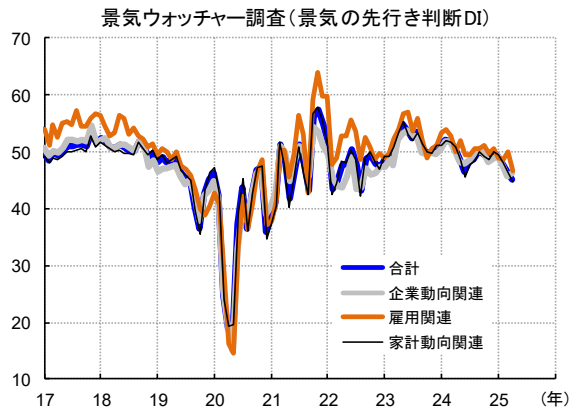
先行き、消費者態度指数がやや改善する算



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

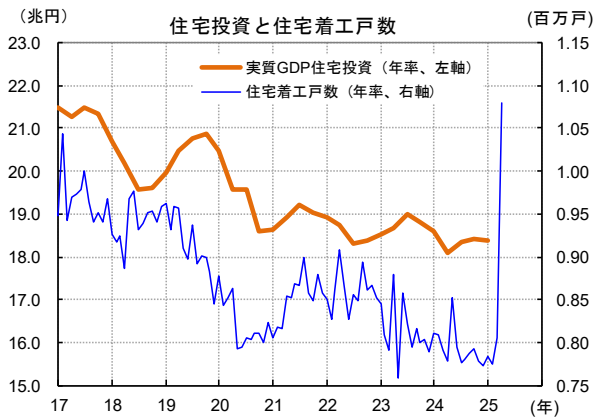
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

街角景気見通しは、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



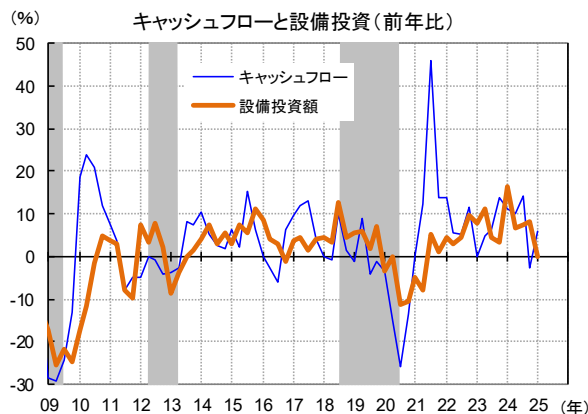
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

特殊要因により3月の住宅着工戸数はおよそ1080千戸



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

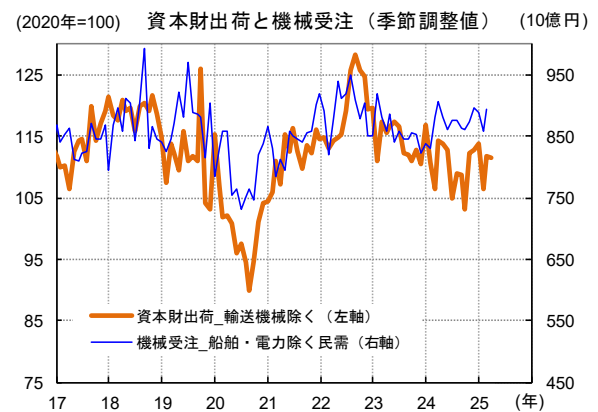
設備投資額(前年比)はマイナス圏



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。

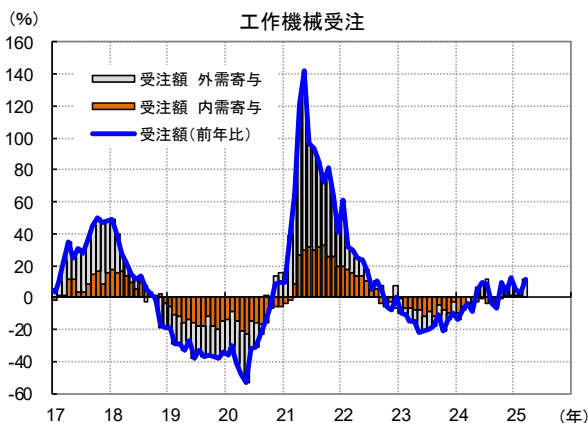
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

船舶・電力除く民需は概ね横ばい圏での推移



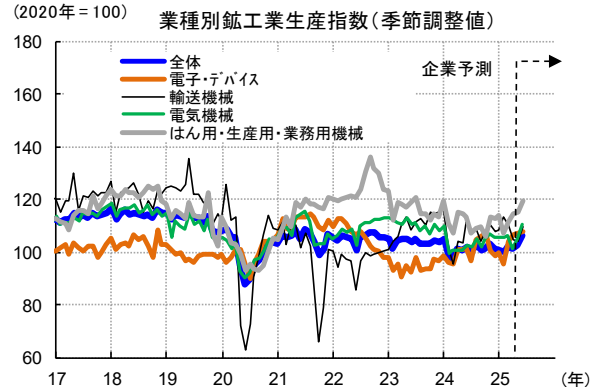
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)はプラス1.4%



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

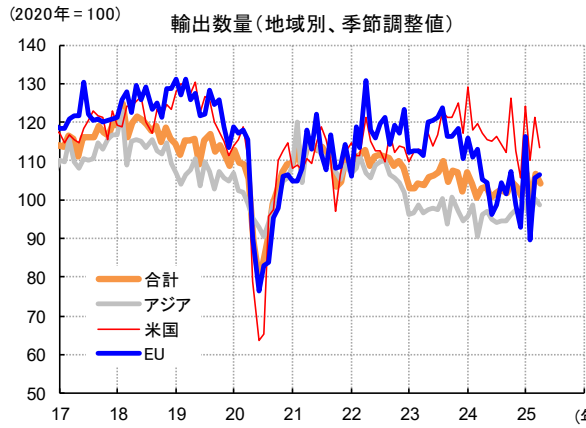
はん用・生産用・業務用機械はやや楽観的な見通し



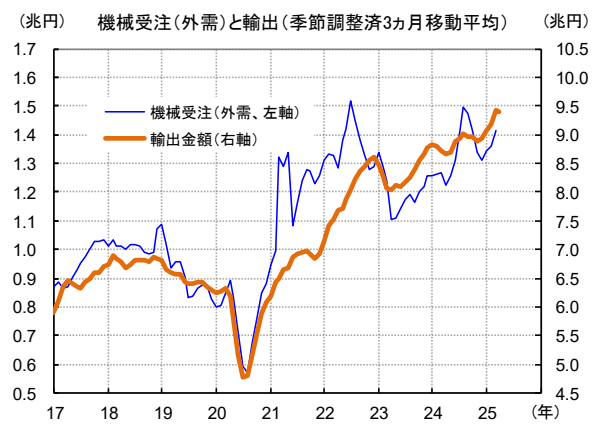
出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

【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。

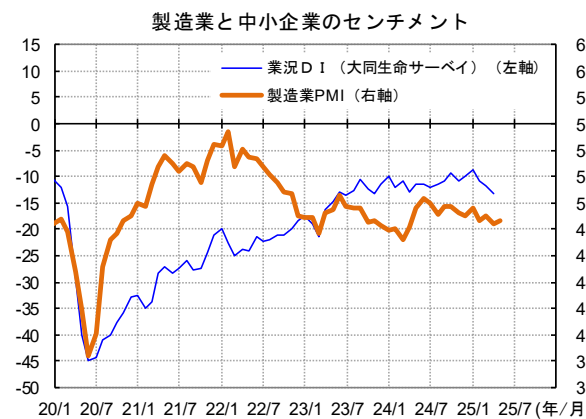
トランプ政権の関税引き上げが輸出数量に与える影響に注意



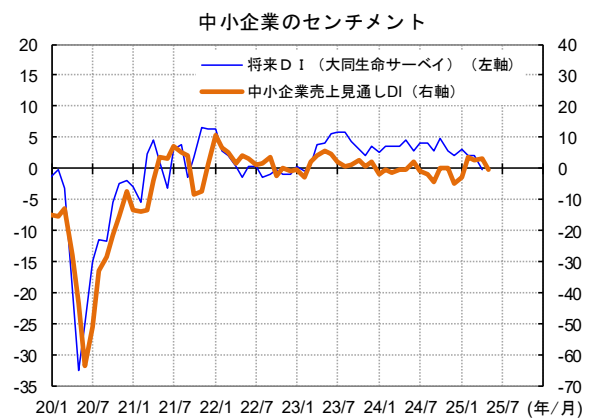
輸出金額は今後も高水準を維持する見通しであるものの、関税の影響に注意



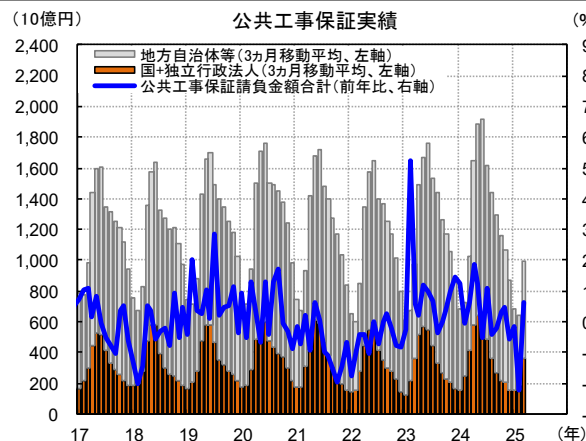
3 月の業況 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 13.1



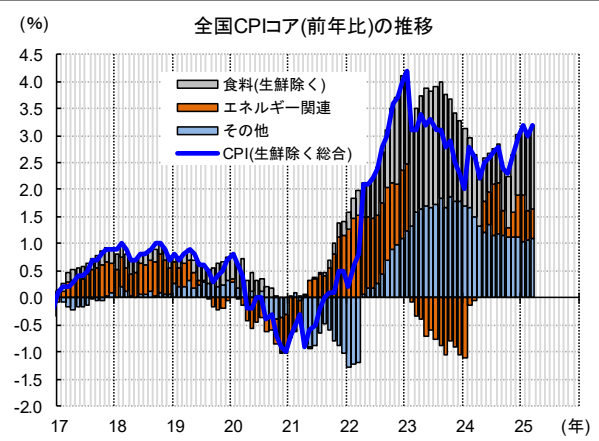
3 月の将来 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 0.1



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



3 月 CPI(生鮮除く総合)の前年比は 3.2%

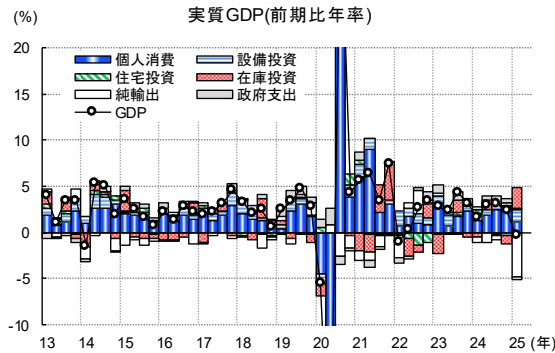


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2. 米国経済

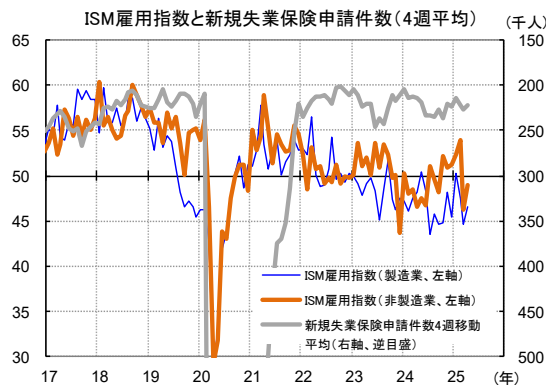
関税引き上げの影響により減速する見込み。ただし、今後の交渉次第で上下双方向に相応のリスクがある状況

経済成長率: 1-3 月期 GDP 成長率は純輸出の影響なども
あり前期比年率マイナス 0.3%



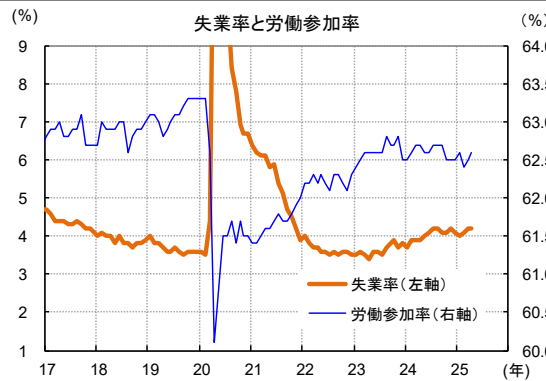
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 先行きは政府効率化省による人員削減の影響に注意



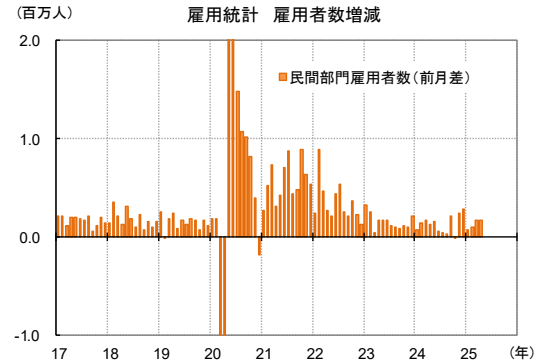
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 失業率は概ね横ばい推移



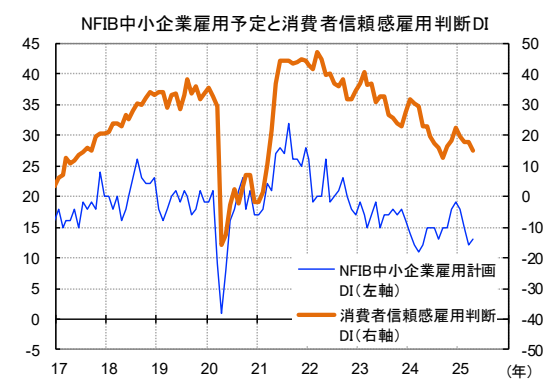
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 比較的底堅さを維持



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 中小企業、消費者ともにセンチメントはやや慎重気味

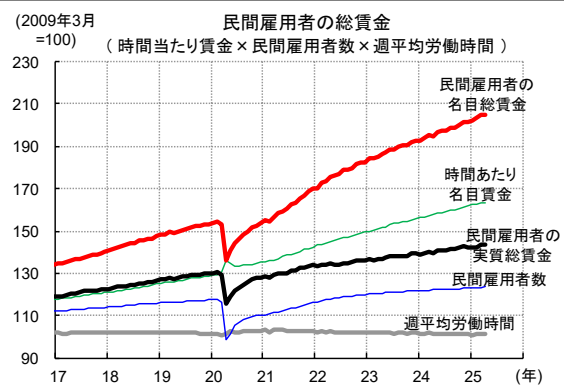


注: NFIB(全米独立企業連盟)

消費者信頼感雇用判断DI=職が豊富-職を見つけるのが困難

出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 実質総賃金は増加傾向

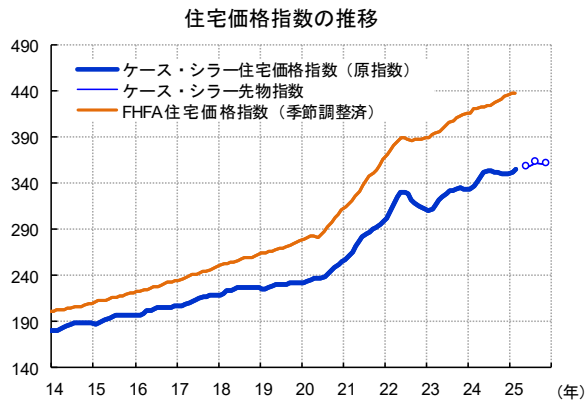


注: 民間雇用者の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。

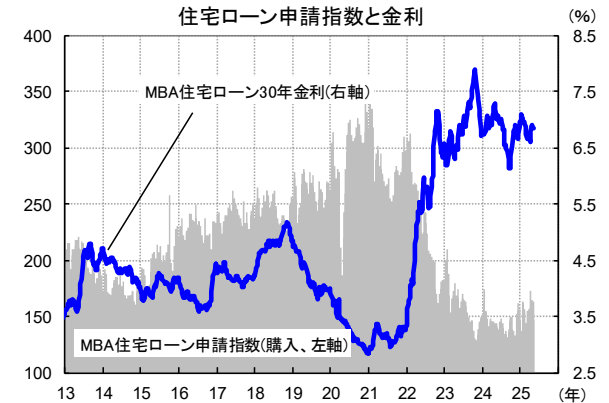
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

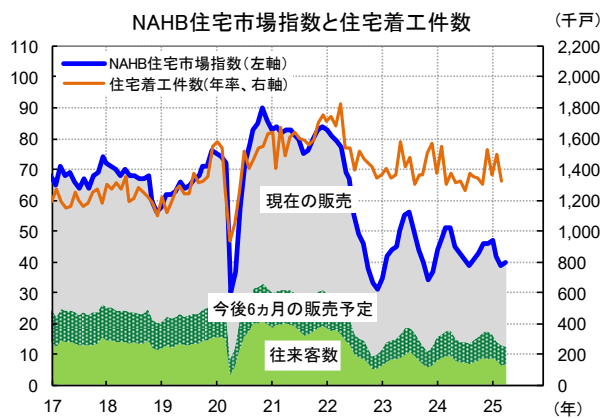
住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆



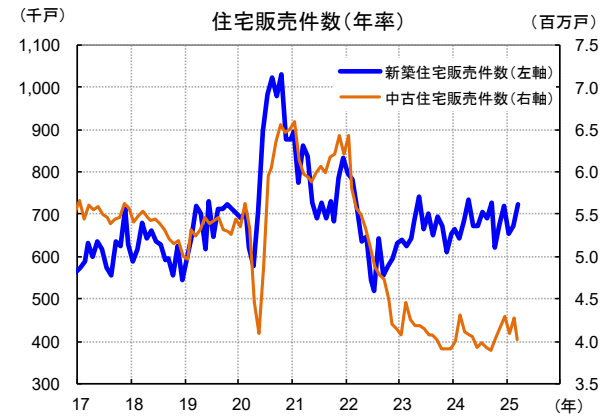
住宅市場: 変動を伴いながらも底割れは回避



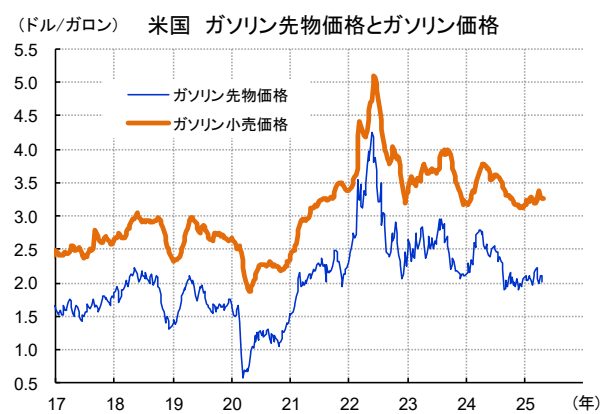
住宅市場: 足許、ソフトデータもハードデータも冴えない動き



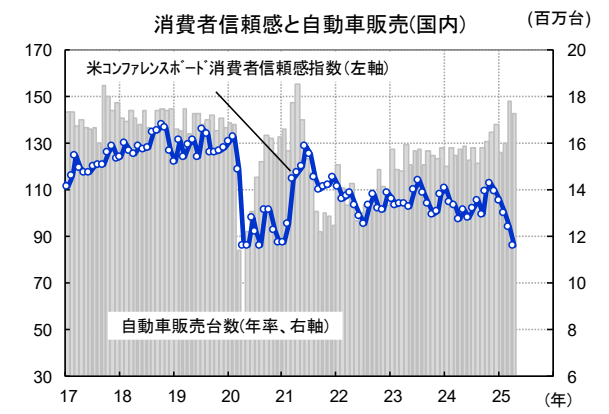
住宅市場: 足許では新築は改善気味、中古は冴えない展開



個人消費: ガソリン価格が落ち着けば消費に繋がる公算

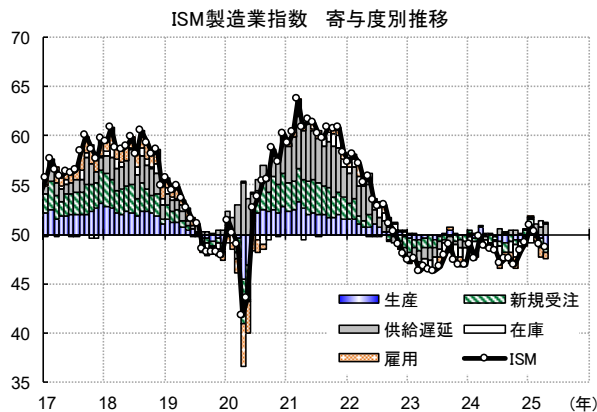


個人消費: 自動車販売台数は2ヵ月連続で17百万台越え



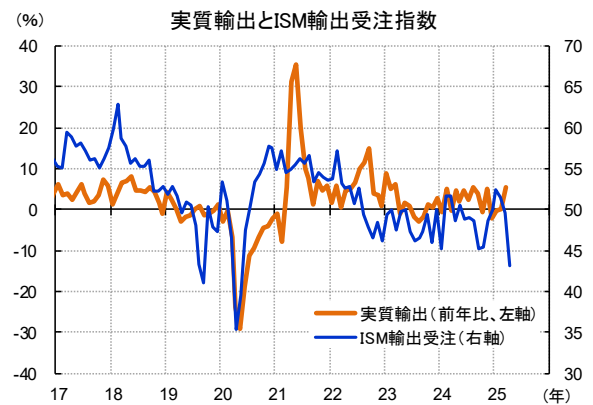
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(4 月)は 48.7



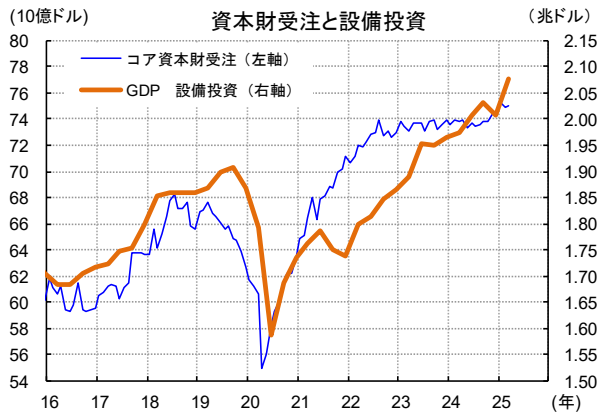
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(4 月)は 43.1



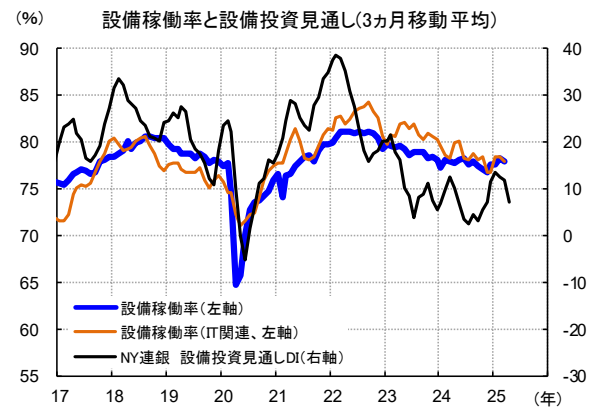
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資は再び拡大基調



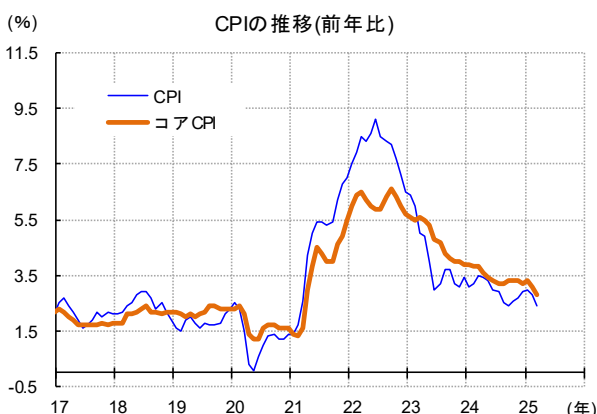
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備稼働率は底打ちして回復しつつある状況



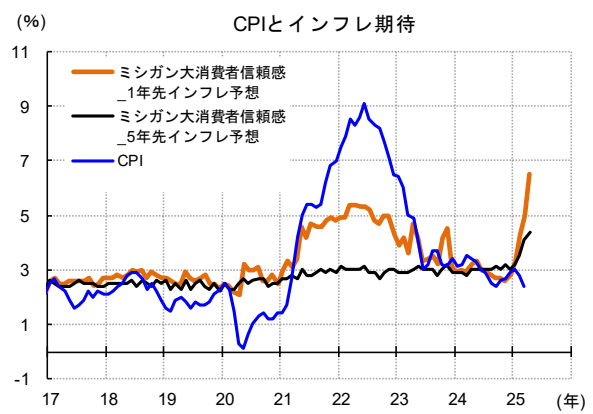
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 2.8%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1 年先のインフレ予想は 6.5%



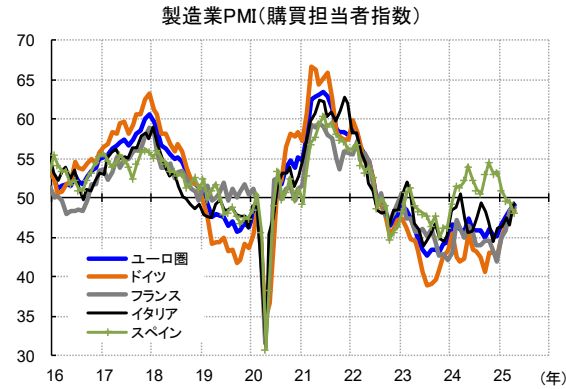
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

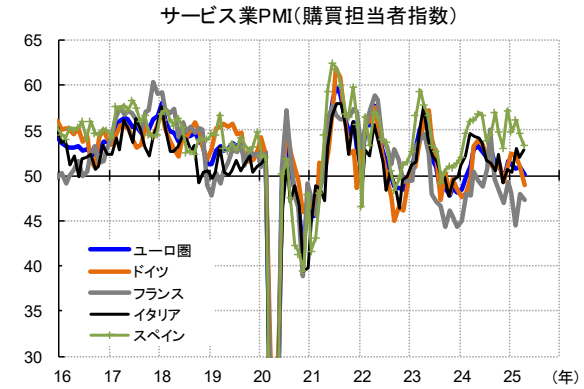
3. 欧州経済

ドイツでは拡張的な財政政策が景気を下支えする期待はあるものの、米国の関税政策の影響や中国経済の減速次第でやや景気が冴えない展開になると予想

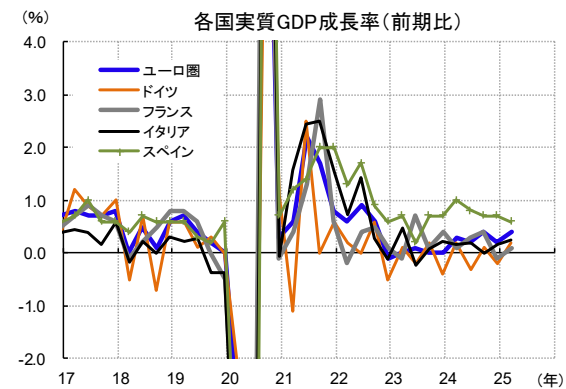
企業景況感: 4 月のユーロ圏製造業 PMI は 49



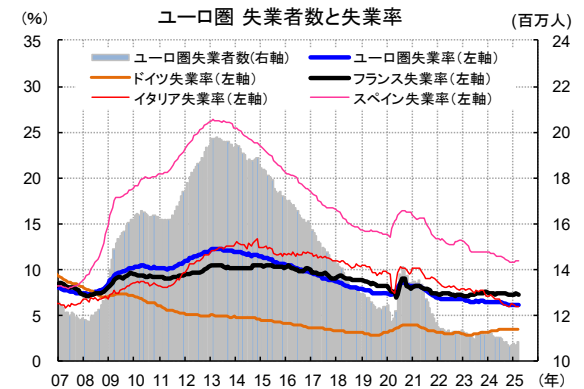
企業景況感: 4 月のユーロ圏サービス業 PMI は 50.1



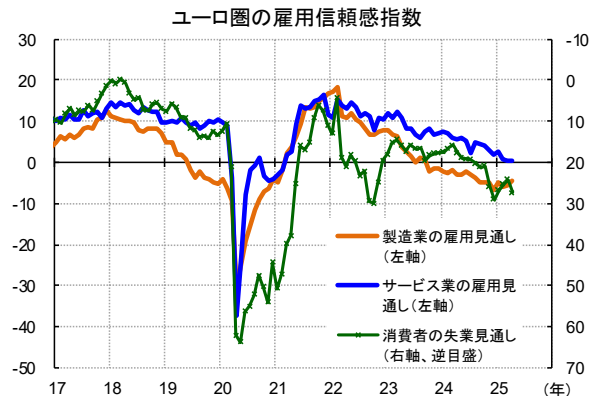
経済成長率: 1Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.4%



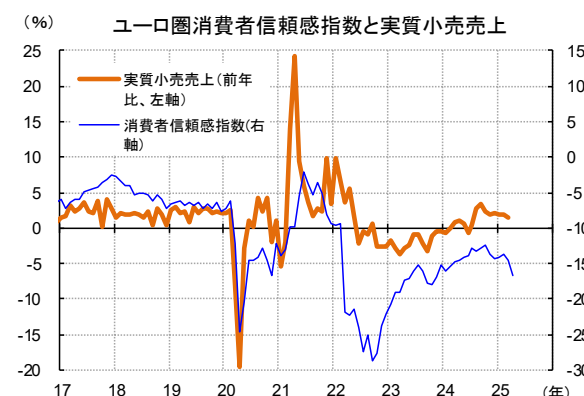
雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0%pt で横ばい



雇用: 消費者の見通しは回復傾向にあったが足許で悪化

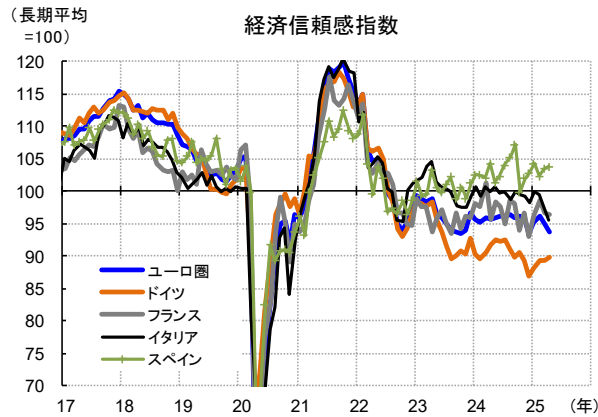


消費: 実質小売はプラス圏で推移しつつも、先行きの軟化に注意

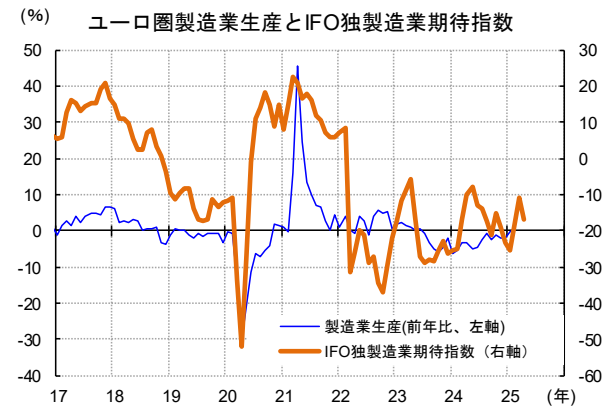


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

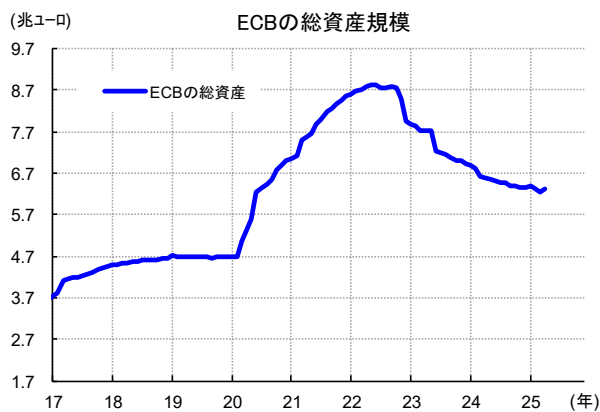
景況感指数: ドイツは低いながらも回復気味



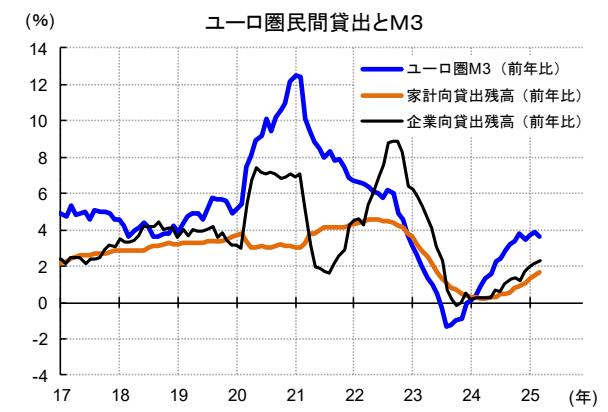
企業活動: 製造業生産は持ち直す可能性があるものの、程度は限られる公算



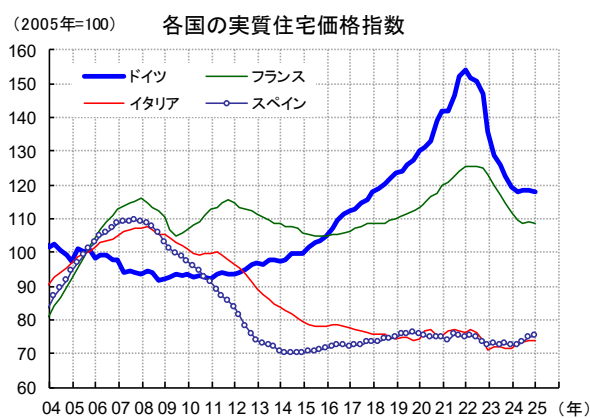
金融: ECB の総資産規模は横ばい気味



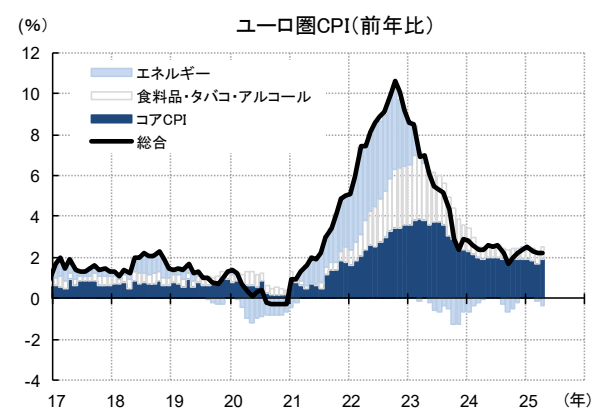
信用: M3(前年比)は持ち直しの傾向が一服気味



住宅価格: ドイツの下落が鮮明



物価: 4月の総合CPI(前年比)は2.2%

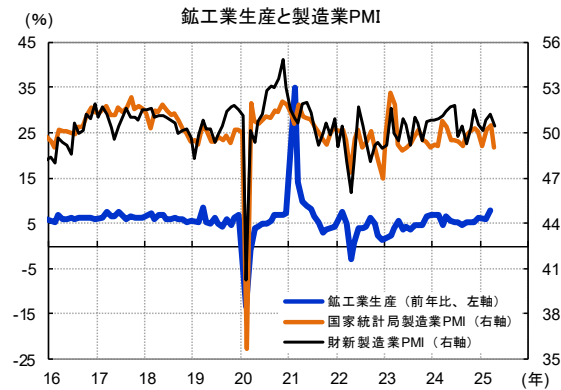


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

4. 中国経済

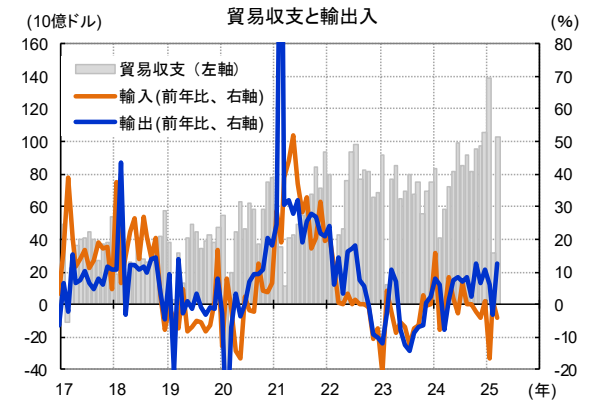
政府は経済にも目を向けるようになった模様ではあるが、米中間の貿易停滞が経済に与える影響は懸念される状況

景況感: 国家統計局製造業 PMI(4 月)は 49



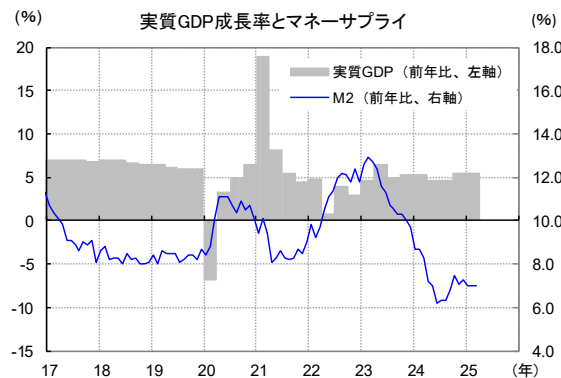
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 足許の輸出増は一時的なもので、先行きは悪化する可能性



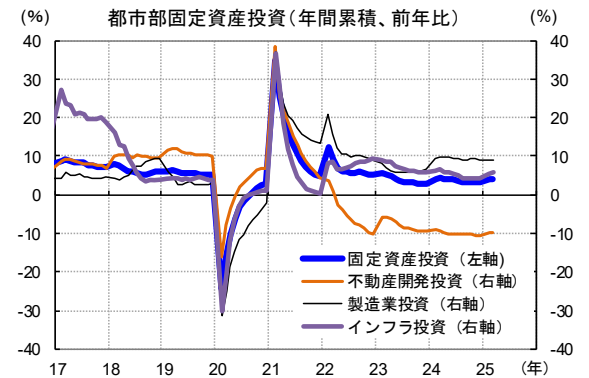
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 1-3 月期のGDP成長率は前年比 5.4%増



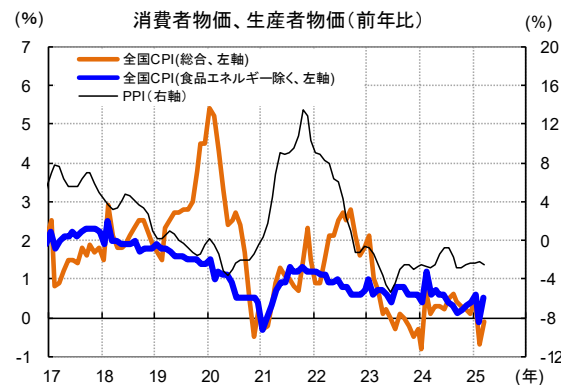
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 製造業投資は引き続き高めで過剰生産が懸念される状況



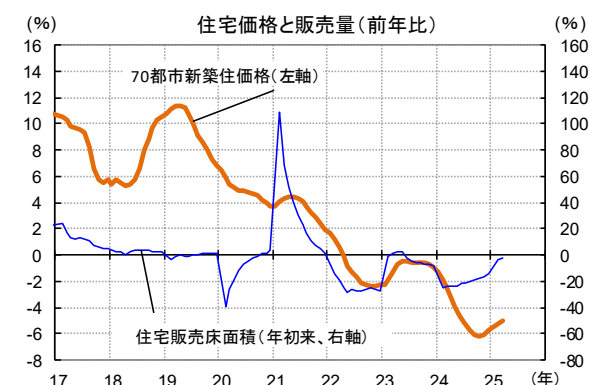
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 全国 CPI(総合)の前年比は 0.1%減



出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅: 住宅価格の前年比はマイナス圏

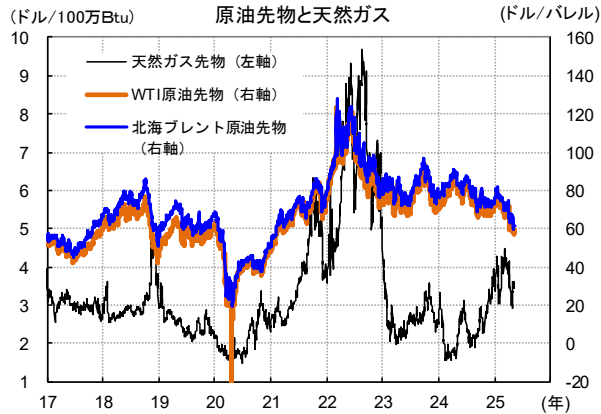


出所: Bloomberg より TDAM 作成

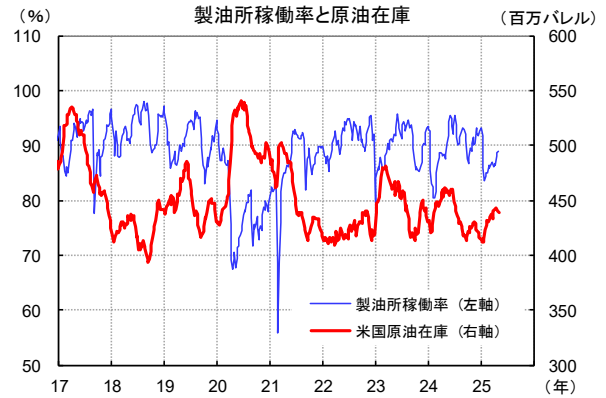
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

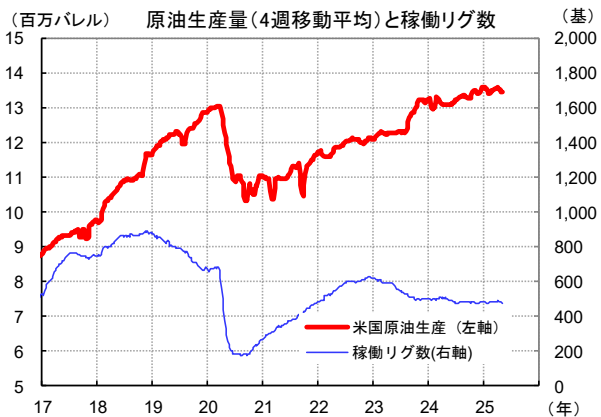
(1) 資源関連



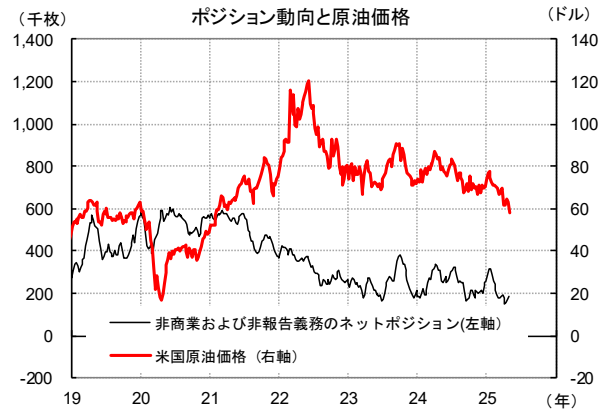
出所: Bloomberg より TDAM 作成



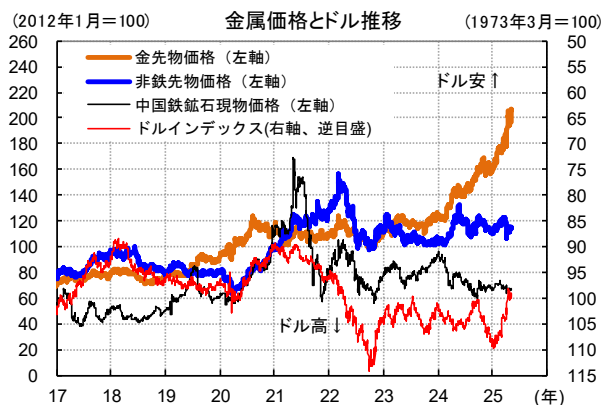
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

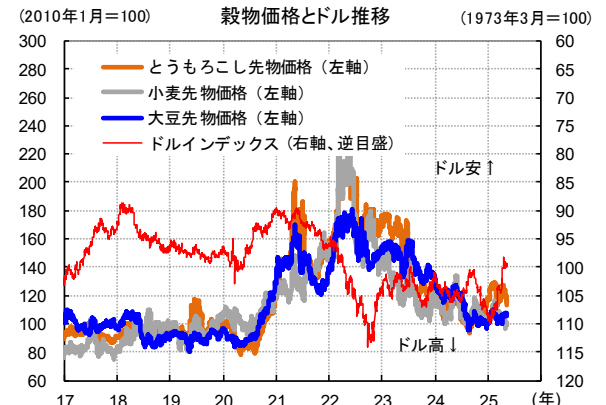


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

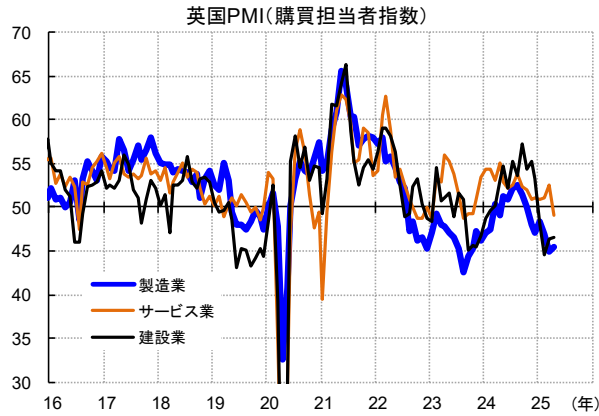


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

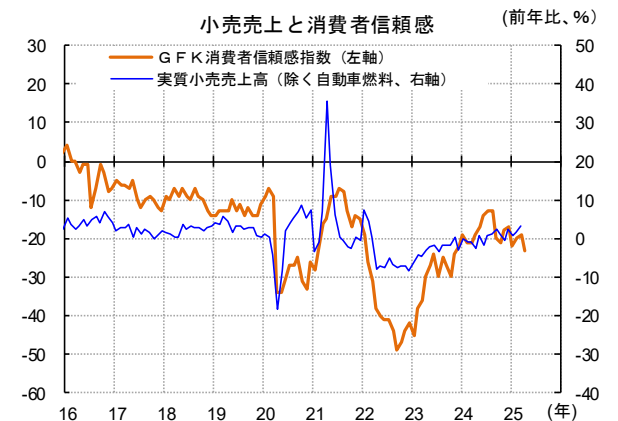
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

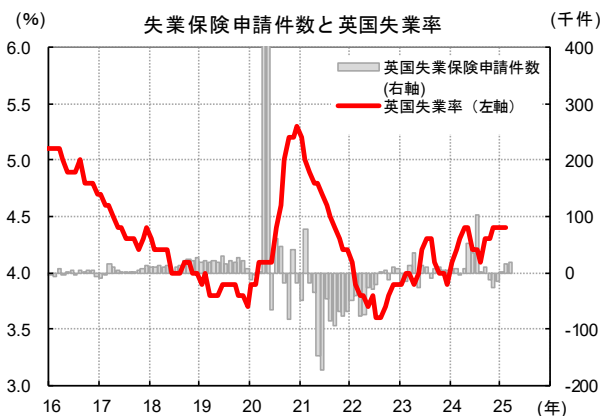
(2) 英国経済



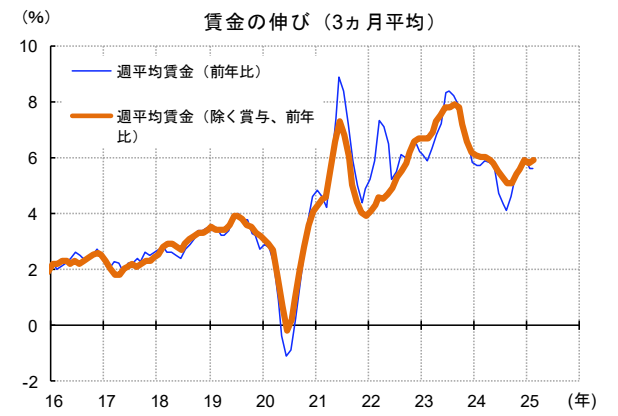
出所: Bloomberg より TDAM 作成



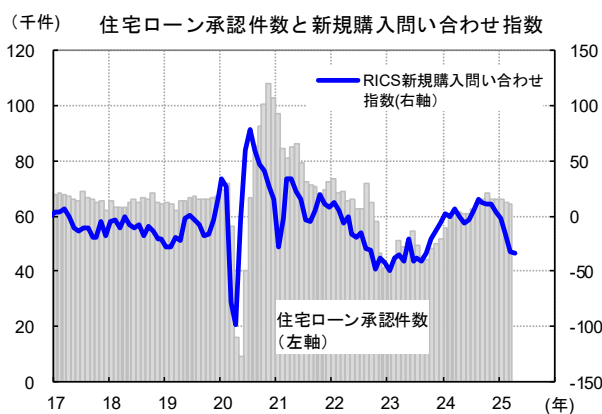
出所: Bloomberg より TDAM 作成



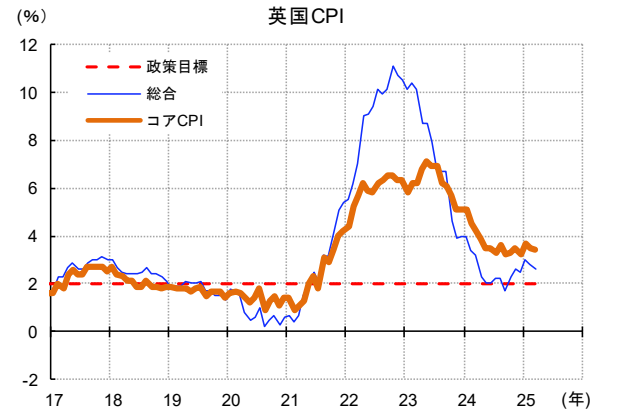
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



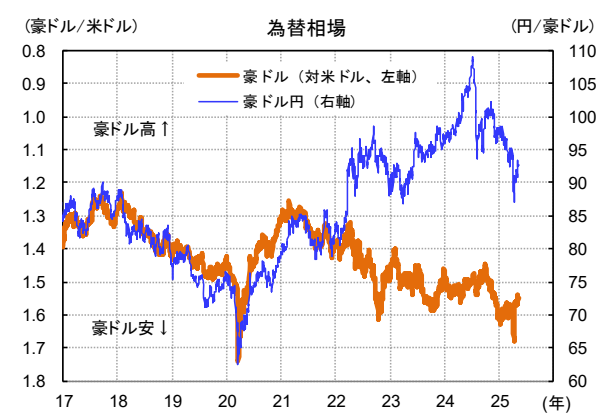
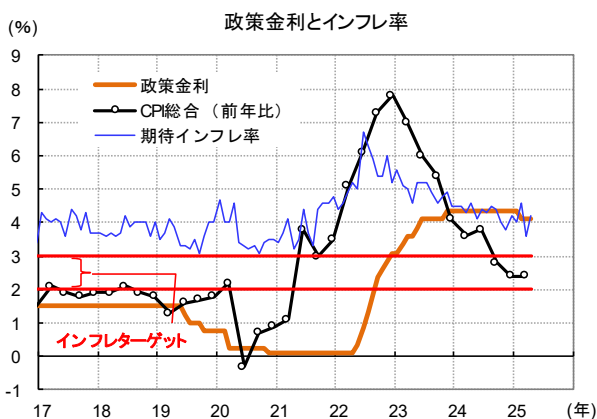
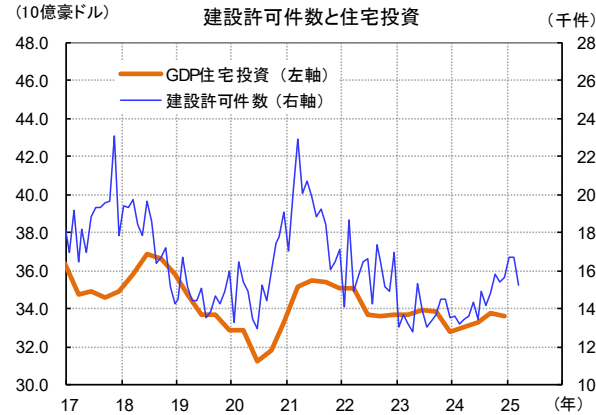
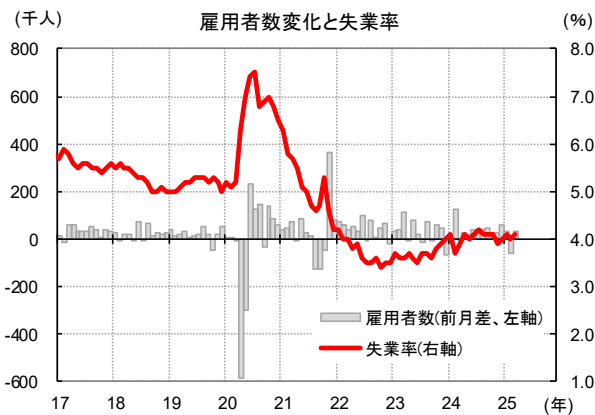
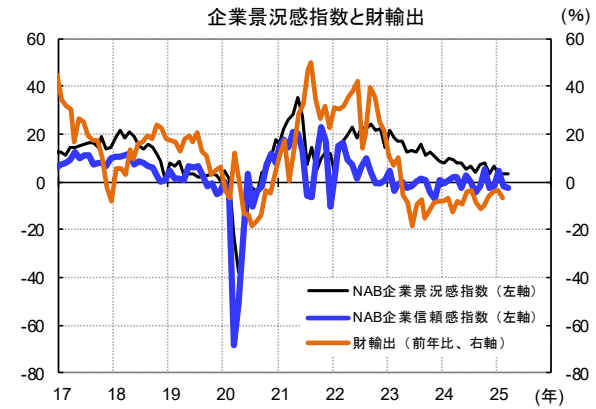
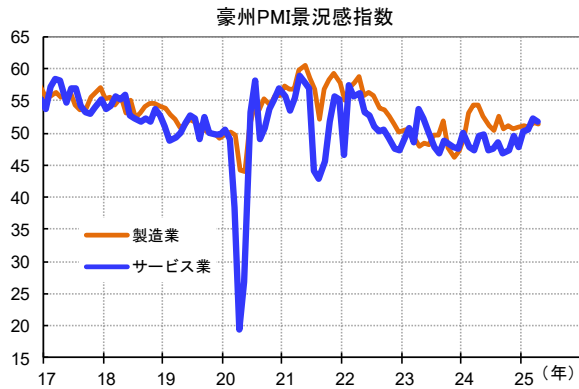
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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。

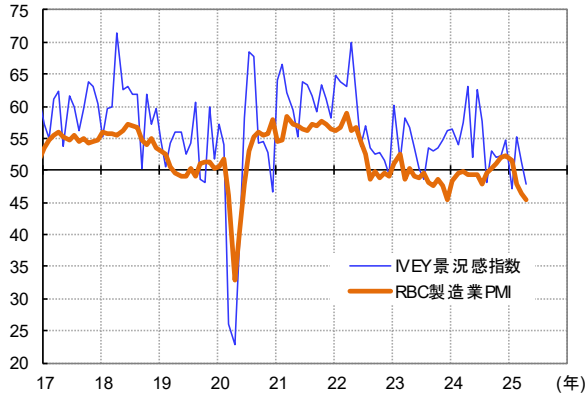
(3) オーストラリア経済



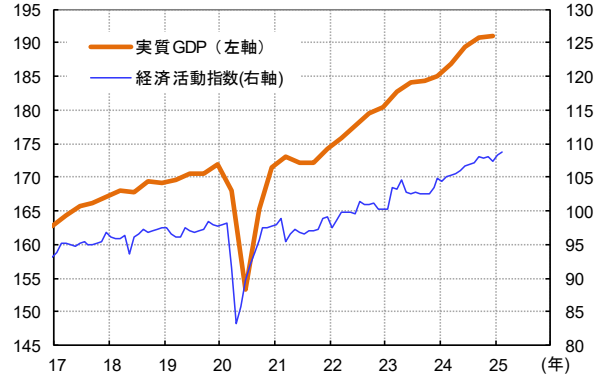
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(4) カナダ・ブラジル経済

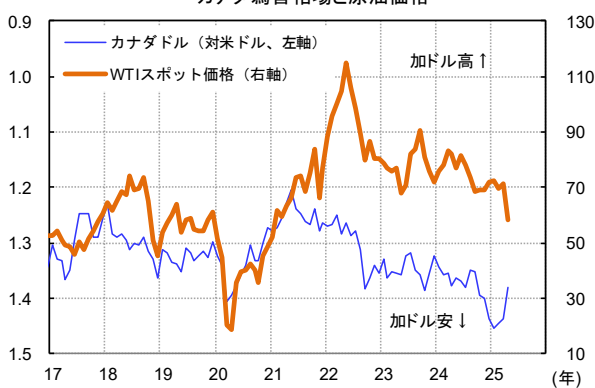
カナダ製造業PMI



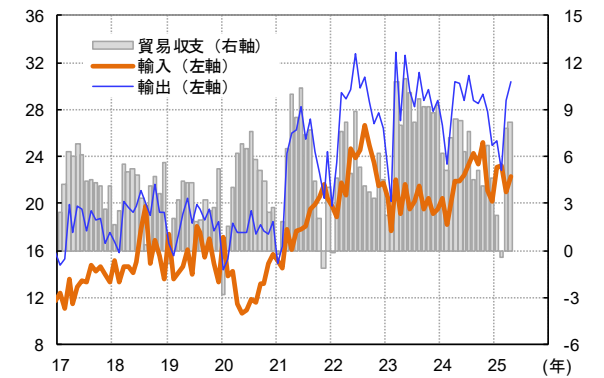
(1995年=100) ブラジル実質GDPと経済活動指数 (2002年=100)



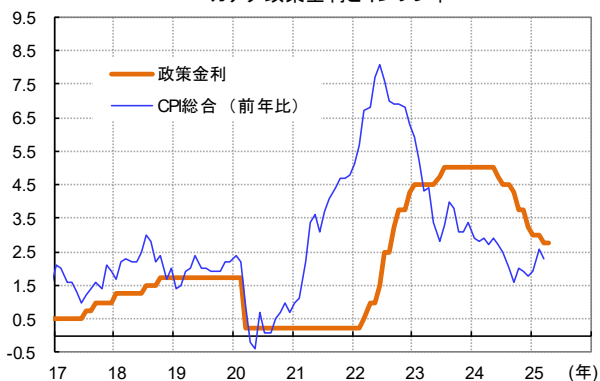
(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



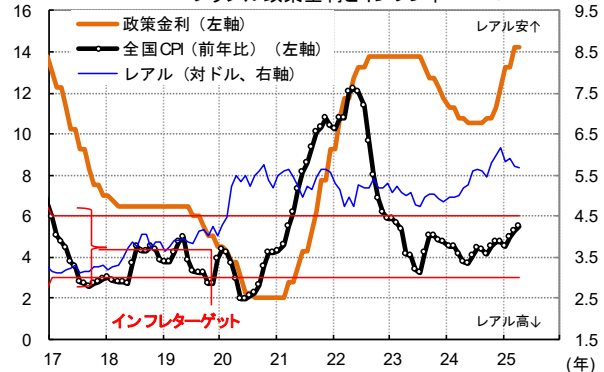
(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



(%) カナダ政策金利とインフレ率

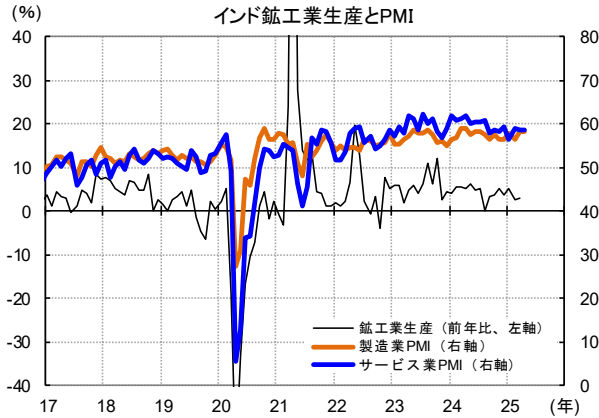


(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)

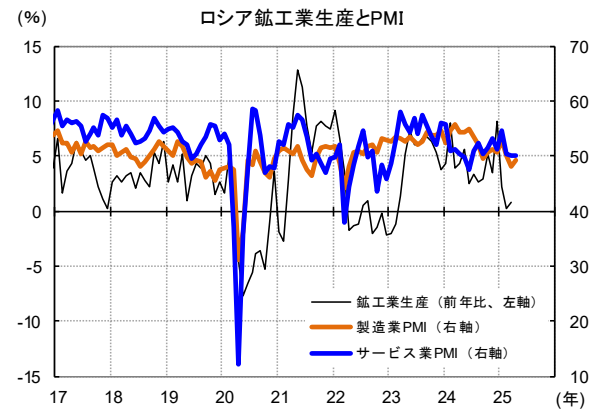


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

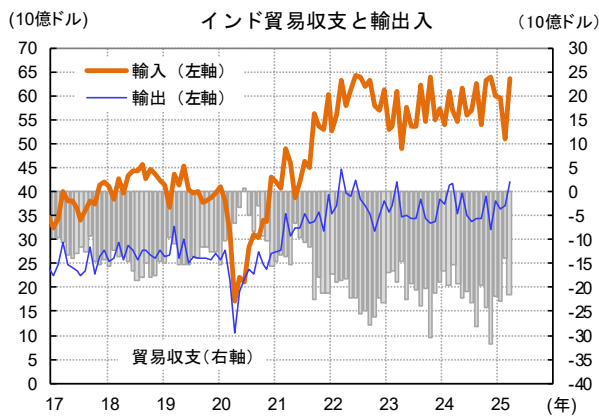
(5) インド経済・ロシア経済



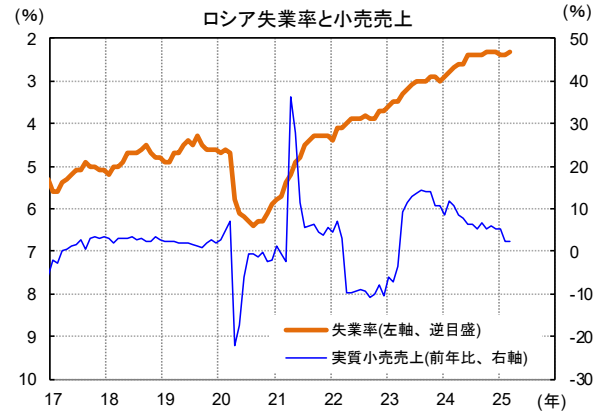
出所: Bloomberg より TDAM 作成



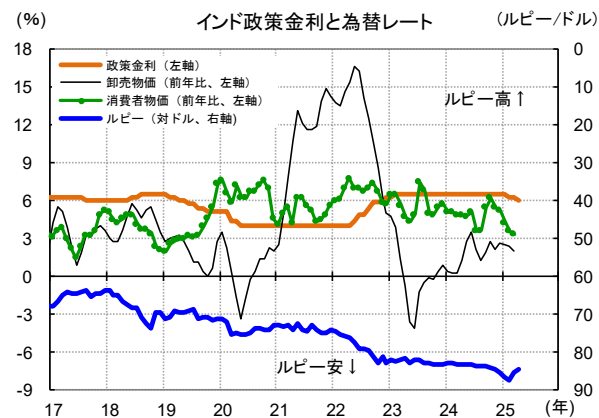
出所: Bloomberg より TDAM 作成



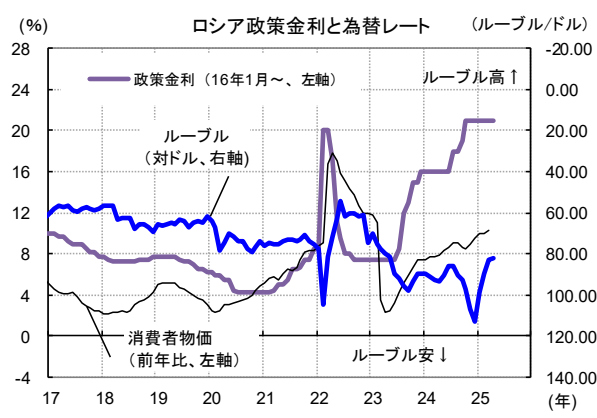
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

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4月30日～5月1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」で維持した。トランプ政権による関税引き上げの影響を見極めるべく据え置きするであろうとみられていたことから、特段のサプライズはなかった。ただし、これまで利上げを急いでいた印象の日銀がハト化したような印象を与える「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」を公表したことに関しては、市場ではややサプライズとして受け止められて、会合後に為替が円安、長期金利が低下する場面がみられた。展望レポートでは、2025年度、2026年度のGDP成長率(政策委員の見通しの中央値が)について、それぞれ0.6%pt、0.3%pt引き下げられた形となった。また、消費者物価指数(除く生鮮食品)については、2025年度は前回から0.2%pt引き下げられて前年比2.2%、2026年度は0.3%pt引き下げられて前年比1.7%となった。一方で、消費者物価指数(除く生鮮食品・エネルギー)については、2025年度は0.2%pt引き上げられて2.3%に、2026年度は0.3%pt引き下げられて1.8%となった。その上、リスクバランスについては、「2025年度と 2026年度は下振れリスクの方が大きい」と記載された。結局は、米国の関税引き上げの影響としては、日本の成長率が下押しされて、それに伴って物価にも下押し圧力がかかるという見方を示すものであった。もっとも、展望レポート内の、先行きの金融政策運営に関する記述では、「各国の通商政策等の今後の展開やその影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要と考えている」という文章が付け加えられていたほか、記者会見の場でも植田総裁はこの点を強調していた。

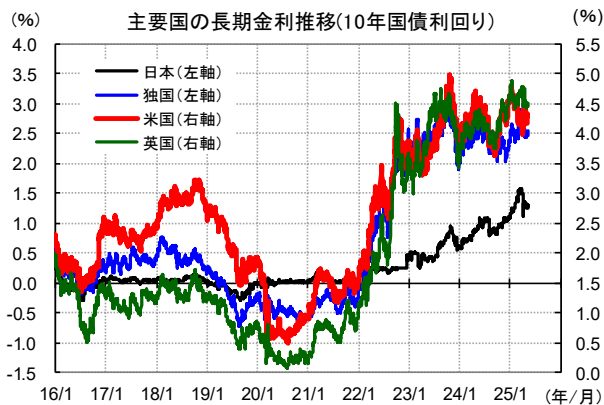
また、記者会見では、来年の春闘や冬のボーナスについての話もあったが、そこで、これらの情報が明らかとなる前でも、先行指標等をもとに予測をして利上げをすることが可能である、という趣旨の発言がされた点は重要だろう。また、展望レポート内の「政策委員の経済・物価見通しとリスク評価」では、2026年度と2027年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)の見通しについて、他の委員よりも明らかに低めに予想している委員が1人いることがグラフからは読み取れた。これまでの投票行動を踏まえると、ハト派の中村委員ではないかと推測される。同委員は6月30日に任期を迎える。今後は見通しの形も変わってくる可能性がある点には注意したい。

このような状況を踏まえると、年内に1回程度の利上げの可能性はあるとみている。

○ 長期金利

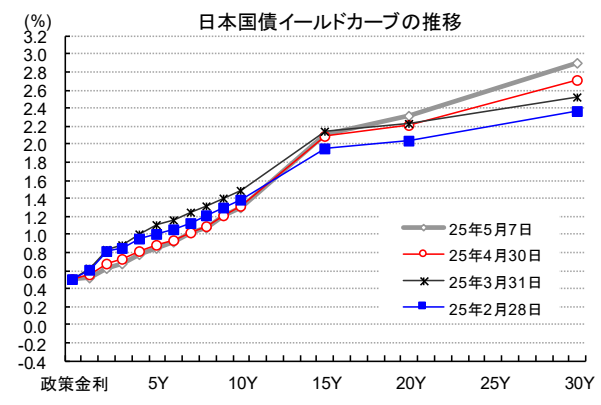
今年に入ってから長期金利は上昇基調をたどってきた。しかし、3月下旬から4月上旬にかけて大きく低下した。そして4月30日～5月1日の日銀金融政策決定会合を受けて下振れした。ただ、市場が過度に反応しているものと思われる。今後は、金利は緩やかながら上昇するとみている。

国内金利は 1.3%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

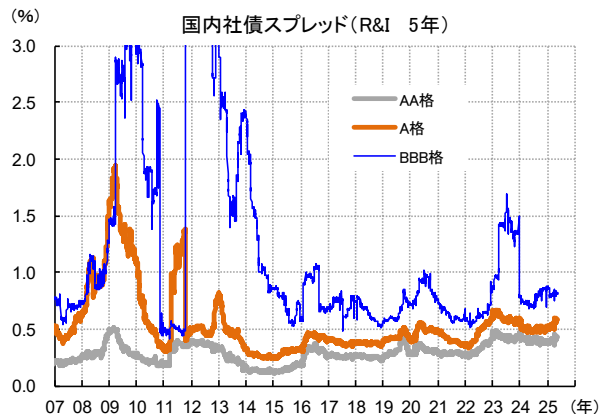
3 月末と比べて相応にイールドカーブがスティープ化した状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

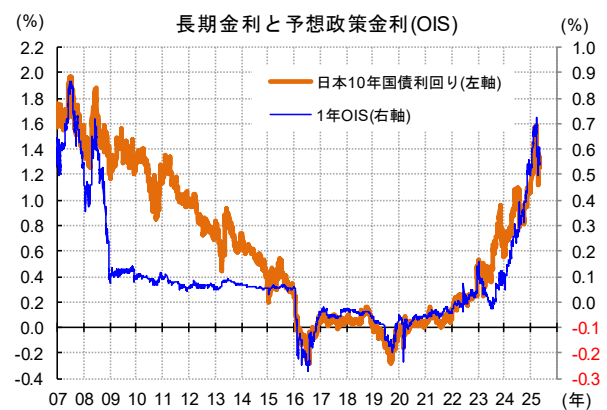
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

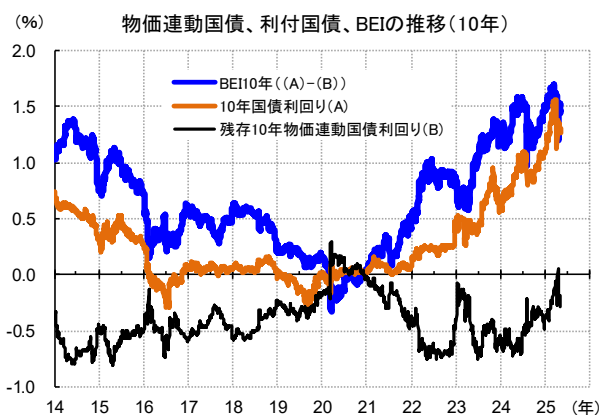
上昇基調であった OIS は足許で低下



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

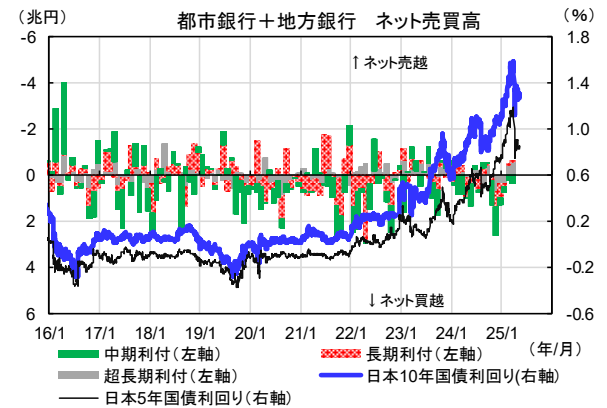
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

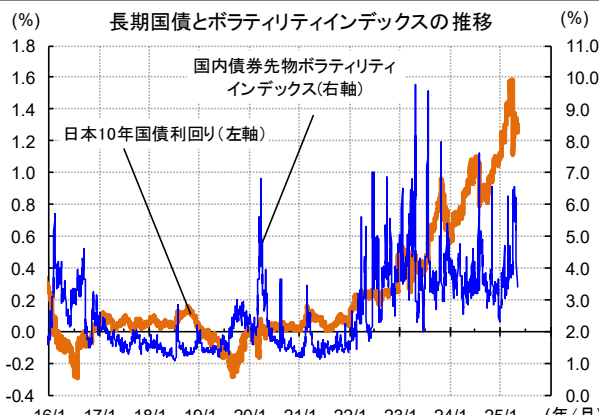
3 月は銀行が超長期ゾーンを売り越し気味



注: 割引国債及び国庫短期除く

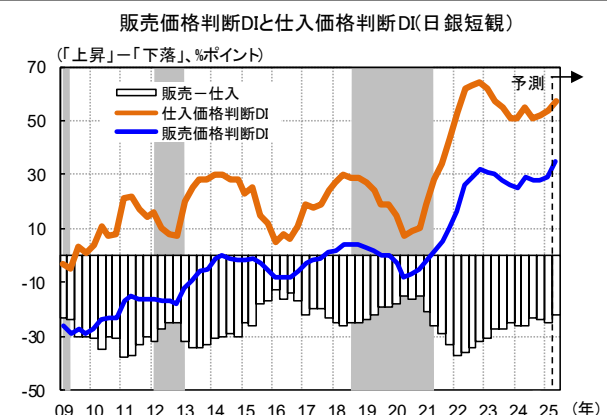
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは足許で低下気味



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

米国経済の堅調さによる金利上昇圧力と、一方で先行きの利下げ観測による金利低下圧力が相殺することで、長期金利は横ばいで推移すると見込む

○ 金融政策について

5月6～7日に米国ではFOMC(連邦公開市場委員会)が開催され、FF金利は4.25%～4.5%での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。声明文の冒頭に、「純輸出の変動がデータに影響を及ぼしているものの」という一言を入れて、関税の影響をメインテーマと印象付けつつも、実体経済が悪化しているとは示唆しないように、従前の文章「最近の複数の指標は経済活動が堅調なペースで拡大を続けていることを示唆する」を組み合わせた。こうしたところにFRB(米連邦準備制度理事会)の姿勢が表れている、といって良いだろう。「景気の見通しについての不確実性が増している」との従前の文章に、「further(さらに)」との文言が付け加えられ、不確実性をより強調する形となった。

FOMC後の記者会見においては、パウエル議長は、大幅な関税引き上げが維持されれば、インフレ加速と経済成長減速、そして失業増加をもたらす可能性が高い、という発言をした。足許までのハードデータについては、大幅な悪化はみられていないことを確認しつつ、先行きについては一定の警戒をしていることが示された。こうした点は株式市場にとっては波乱を生むものではなかったと言えるだろう。債券市場についても、サプライズを生むものではなかった。

なお、声明文やパウエル議長の発言を踏まえると、次回の利上げの可能性は乏しいとみている。

先物市場においては、年内3回程度の利下げが予想されている。当社では、今後の関税交渉の帰趨にもよるが、実体経済の堅調さや減税の可能性などから、2回の利下げを予想する。

○ 長期金利

今年1月から3月までは、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。トランプ政権の関税政策を受けて、4月上旬には金利低下する場面もみられたが、その後は米国資産を敬遠する動きから大幅に上昇する場面も見られた。足許は、こうした動きは収束している。ただ、米国経済の堅調さが意識されて金利をやや下支えする形となろう。一方で、先行きはFRBの利下げもあり、若干は低下圧力となろう。これらが相殺する形で長期金利は横ばいで推移すると予想する。

1-3. ユーロ圏債券

ECBは積極的に利下げをすると予想されるが、一方で、ドイツの財政拡張も意識されるだろう。もともと、いずれも相応に消化されつつあることも影響し、長期金利は横ばいを見込む

○ 金融政策について

4月17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2.5%から2.25%に引き下げた。9月から6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2.65%、主要リファイナンス・オペ金利を2.4%とした。

声明文については、「金融政策は実質的に抑制的でなくなりつつある」との文言を削除した点は注目された。これについては、記者会見でも議論になった。ラガルド総裁は、中立金利はショックのない世界では機能する概念とし、ショックのある世界では、中立金利に基づく政策の引き締め度合いの検証はもはや機能していないと判断した、という趣旨の発言をした。

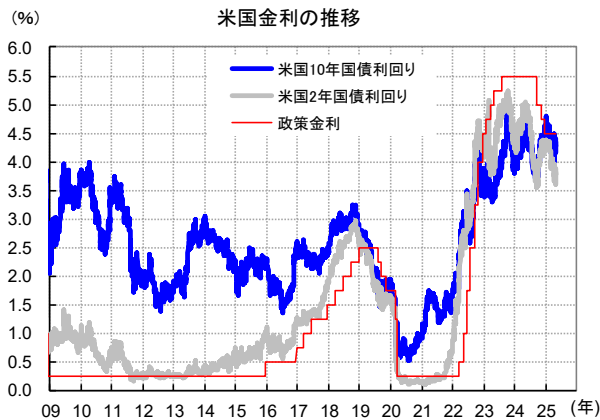
こうした状況を踏まえると、中立金利が近づくなかも利下げペースを調整せず、利下げを継続する可能性が高まっているとみている。

○ 長期金利

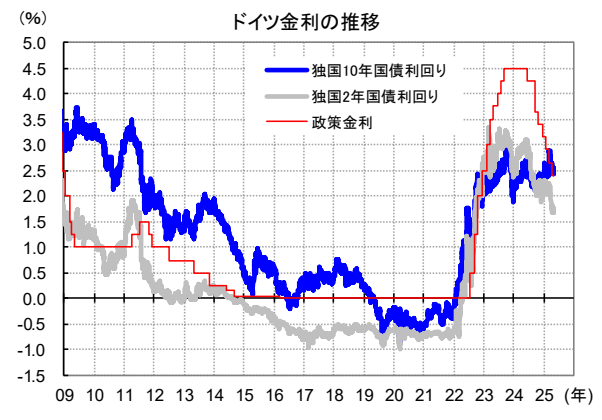
ドイツの長期金利については、3月前半に大幅上昇したが、その後は低下傾向で推移してきた。4月後半以降は、2.5%前後で推移している。ドイツの財政拡張に対する思惑は概ね市場で消化されたとと言えるだろう。一方で、ECBの利下げ圧力も既に市場で消化されたとと言えるだろう。こうした状況を踏まえると、上下にトレンドを持って推移させるような材料は既に消化済みといえることから、目先は横ばいでの推移を予想する。

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

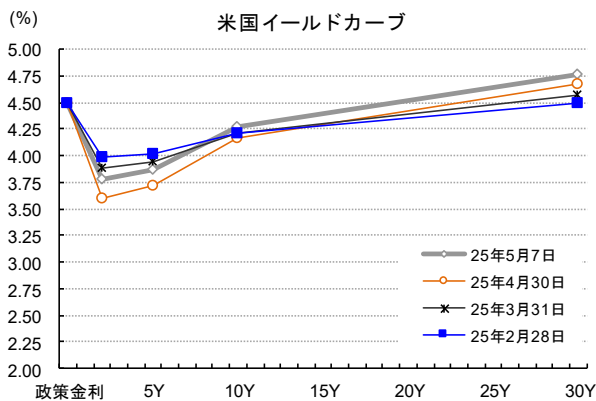
(米国) 10 年金利は 4.3%近傍で推移



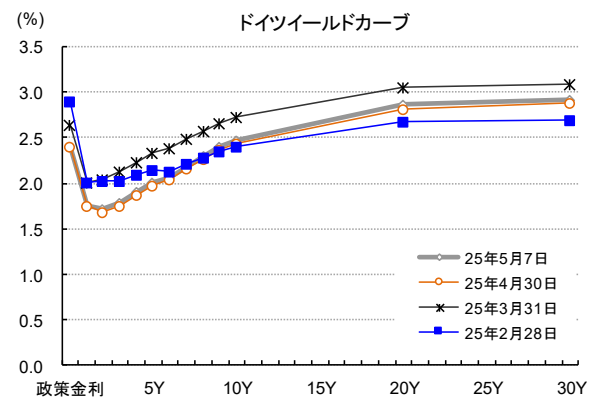
(ドイツ)10 年金利は 2.5%近傍で推移



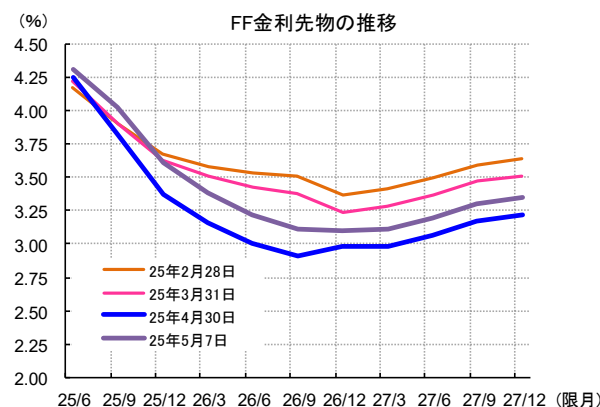
(米国) 3 月末と比べてスティープ化



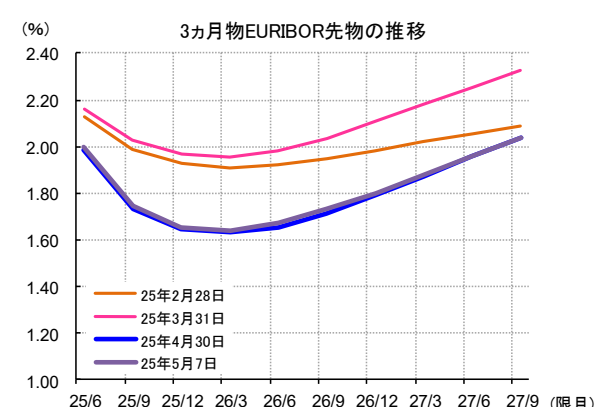
(ドイツ) 3 月末と比べてスティープ化



(米国) 3 月末と比べて期先は下振れ

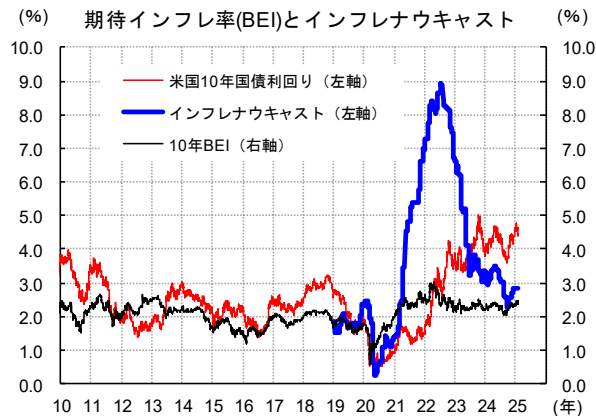


(ユーロ圏) 3 月末と比べて下振れ



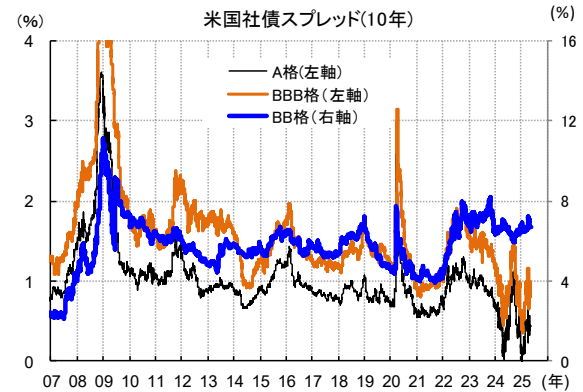
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



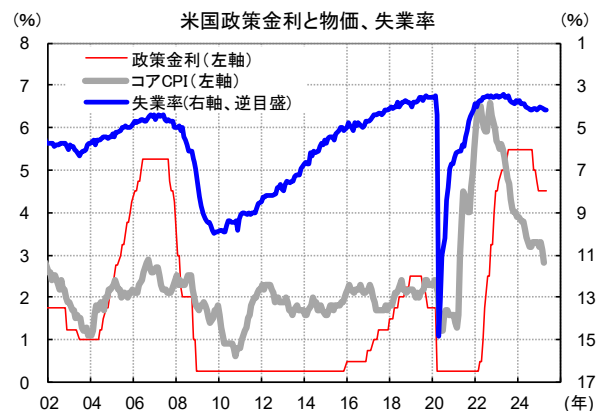
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クリーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BBB 格は 1 カ月前と比べてタイト化



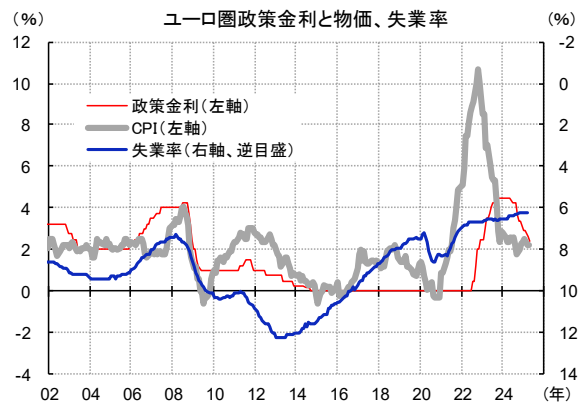
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



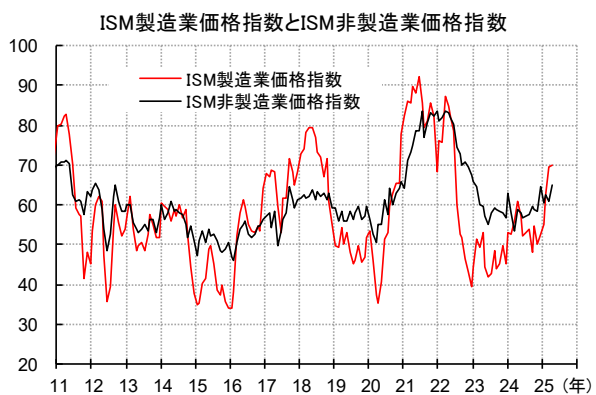
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



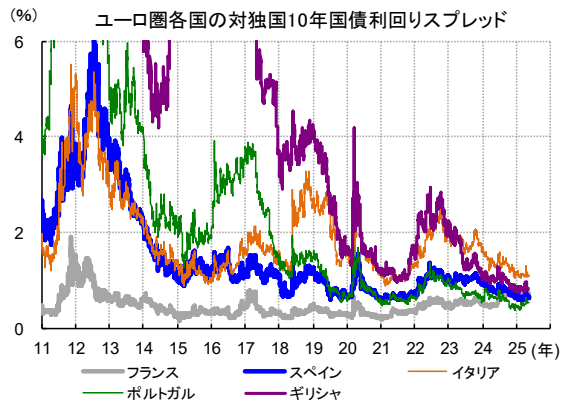
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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) 全般的に比較的安定



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

日本経済は内需については底堅いと考えられるものの、外需については変動要因も多く、株価は緩やかな上昇にとどまる見通し

〔需給動向〕

各週の外国人投資家の買い越し額は、4月4日終了週から4月25日終了週において、現物株では買い越しが続いていた。一方で、4月4日終了週は1兆4千億円程度もの売り越しも見られた。戦略や主体によって、異なるポジションを取っているものと推察される。

過去半年間の価格帯別の売買代金を見ると、日経平均株価が37,000円～40,000円のゾーンにおいて、積み上がっている模様で、株価がこの水準に到達すると戻り待ちの売りが増えて上値は重くなりやすいだろう。

〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.33倍、PERは12ヵ月先予想ベースで13.1倍程度(過去5年平均:14.4倍、過去10年平均:14.0倍)、配当利回り10年国債利回り差は1.27%程度である(数値は5月2日現在)。

〔業績動向〕

リビジョンインデックスは悪化してマイナス圏に突入した。また、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。関税の動向次第で上下双方向に変動する可能性があるだろう。

〔株価見通し〕

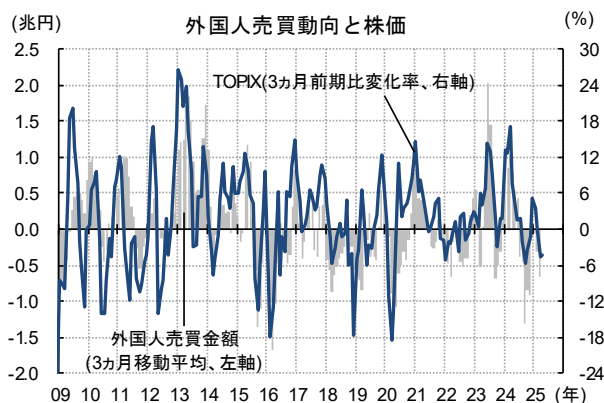
昨年9月下旬以降は、日経平均株価については38,000円から40,000円のレンジ相場を形成してきたが、トランプ政権の関税政策についての懸念から、3月下旬から下振れて4月には大幅下落する場面もあった。その後は関税交渉の行方に対する楽観的な見方などもあり反発基調で推移してきた。

先行きについては、米国の関税政策次第で振られる自体は予想し易いが、方向感を予想することが難しい状況は続くだろう。ただ、米国の関税政策が日本経済に深刻な影響を及ぼすような展開が予想されるのであれば、財政政策により景気を下支えすると考えられる。こうした状況を踏まえると、内需株の堅調さはしばらく続く可能性がある。

もっとも、外需株については、緩やかな上昇にとどまるとみている。為替が円高に振れる可能性が相応にあるなかで、企業業績には一定程度重しとなるだろう。

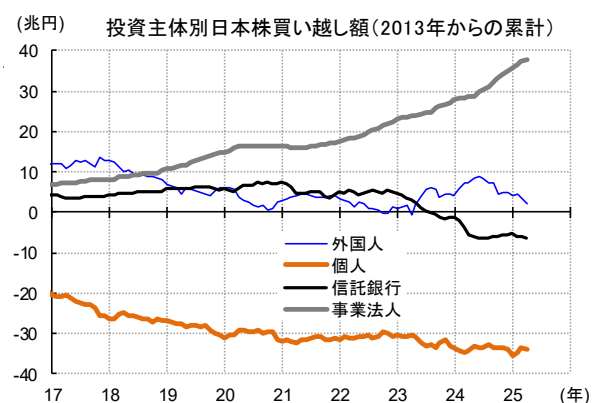
総じて、緩やかな上昇を予想する。

3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

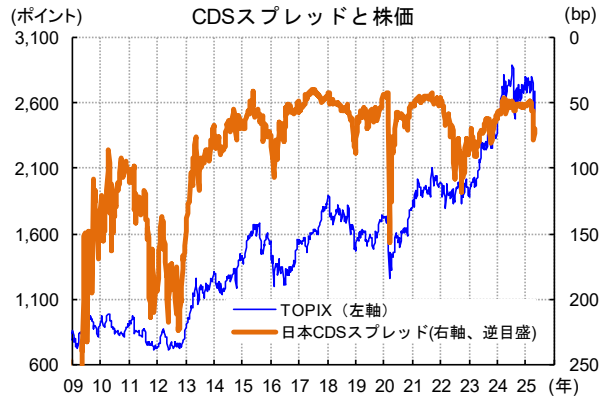
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は減少気味



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

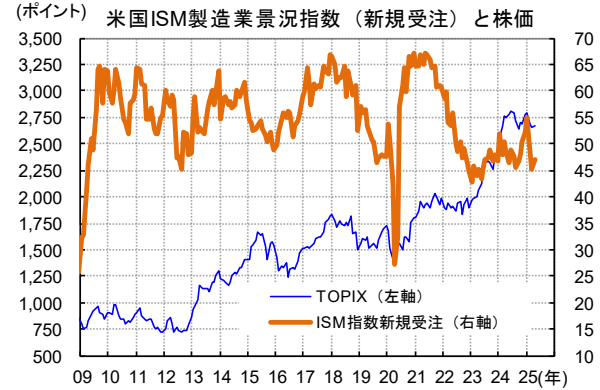
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

CDS のスプレッドはワイド化し、株価も一時は大幅下落



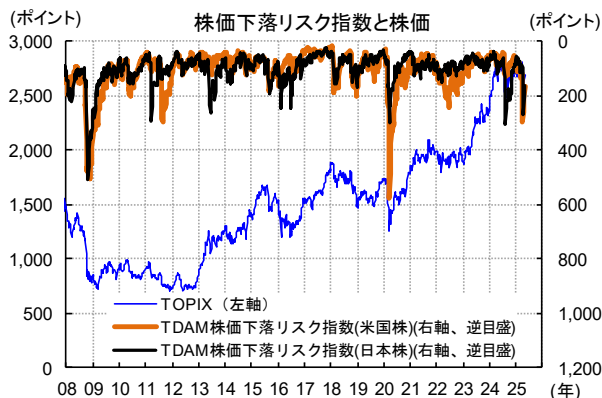
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数の新規受注が冴えず、株価も冴えない展開



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

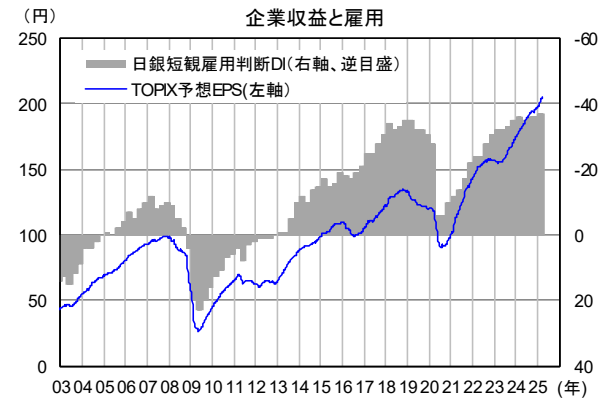
特に日本の株価下落リスク指数は足許で上昇気味



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



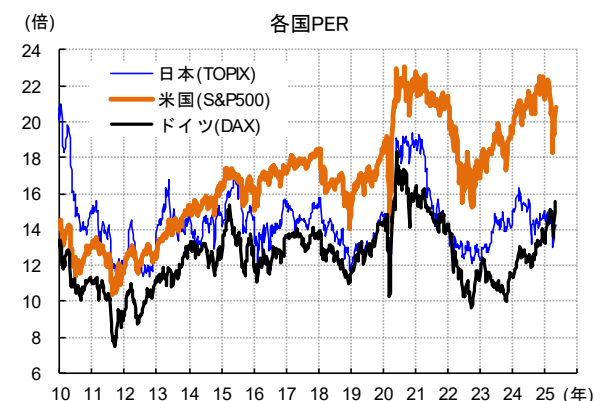
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は前々月末から上昇



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

日本株のバリュエーションは過去5年平均を下回る水準



注: 各国PERは、12 カ月先予想ベース。

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

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

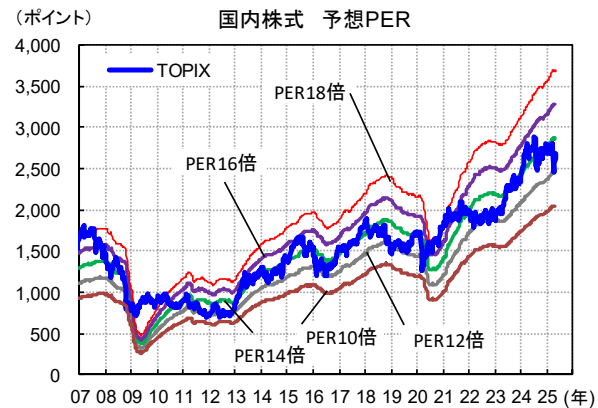
4 月末まででは石油・石炭製品や鉱業の見通しが悪化

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	卸売業	3.8%	1	石油・石炭製品	-8.0%
2	海運業	3.2%	2	鉱業	-3.8%
3	倉庫・運輸関連	2.0%	3	小売業	-2.6%
4	金属製品	1.8%	4	非鉄金属	-1.3%
5	繊維製品	1.7%	5	陸運業	-0.9%
6	銀行業	1.6%	6	空運業	-0.4%
7	保険業	1.5%	7	輸送用機器	-0.3%

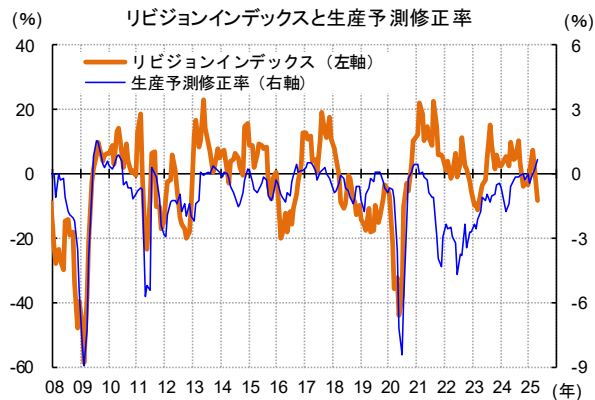
注: 12ヵ月先予想ベース(2025年4月末現在)。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

予想 PER(12ヵ月先)は足許 13.1 倍程度



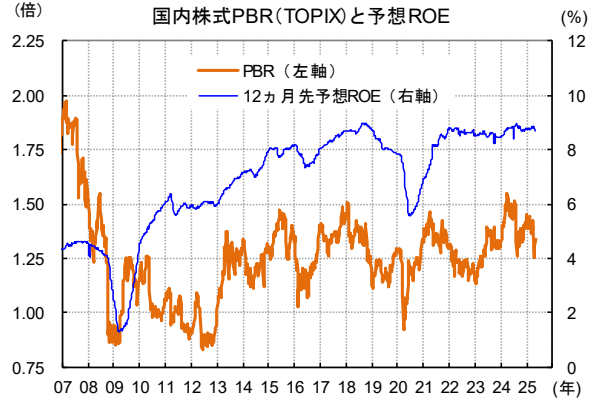
注: 12ヵ月先予想ベース。
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはマイナス圏



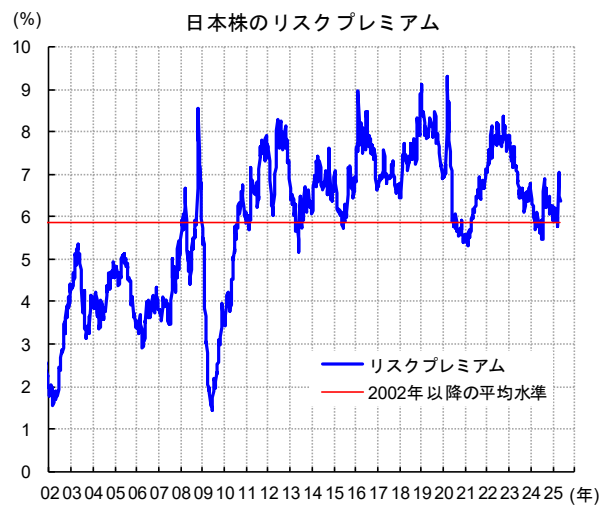
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBR は 1.33 倍、予想 ROE は 8.67%



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 2,337 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%
		(118.1)	(137.8)	(157.5)	(177.2)	(196.9)	(216.6)
リスクプレミアム	4%	1.13	1.32	1.51	1.70	1.88	2.07
	5%	0.95	1.11	1.27	1.43	1.59	1.74
	6%	0.82	0.96	1.09	1.23	1.37	1.51
	7%	0.72	0.84	0.96	1.08	1.20	1.32
	8%	0.64	0.75	0.86	0.97	1.07	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%
		(118.1)	(137.8)	(157.5)	(177.2)	(196.9)	(216.6)
リスクプレミアム	4%	2,226	2,597	2,968	3,339	3,710	4,081
	5%	1,873	2,185	2,497	2,810	3,122	3,434
	6%	1,617	1,886	2,156	2,425	2,694	2,964
	7%	1,422	1,659	1,896	2,133	2,370	2,607
	8%	1,269	1,481	1,692	1,904	2,115	2,327
	9%	1,146	1,337	1,528	1,719	1,910	2,101

注: 括弧は、BPS1,980 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、米国経済に対する懸念はやや行き過ぎともみられるなか、見方の修正が株価を底堅く推移させると予想

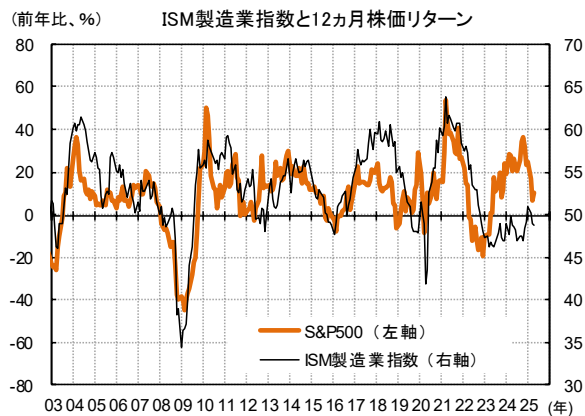
[米国株式]

S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは20.6倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:20.1倍、過去10年平均:18.5倍程度)をやや上回る。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2025年および2026年についてそれぞれ17%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緩やかな減速に向かうとみている。もっとも、市場では相応に景気の悪化が意識されており、そうした状況を踏まえれば、米国経済に対する懸念が後退するとすれば、株価には追い風となろう。トランプ政権による関税引き上げは、米国の実体経済に悪影響が及ぶとの見方が支配的であるが、生産拠点の誘致や米国における生産の拡大という点では、トランプ政権の思惑通りとなるかもしれない。先進国にありながら、生産年齢人口の面では優位性を持っている米国を蔑ろにすることは多くのグローバル企業にとっては現実的ではなく、米国での生産を進める形になる。また、年後半にかけてトランプ政権は来年の中間選挙を見据えて、減税等の政策にも舵をきるとみている。こうしたことが、年後半に景気を底堅く推移させるとみている。株価はそうした展開を予見する形で、堅調に推移するとみている。

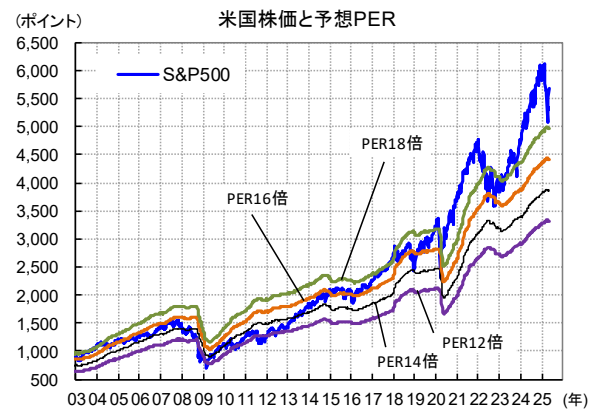
また、足許でアクティブ運用者が米国株式に対して慎重との統計データもあるほか、投機筋の米国株先物のポジション動向からも、今後の買戻し余地があるとみており、これも株価の上昇に寄与すると予想する。

ISM 製造業指数が悪化基調のなか、株価はやや調整気味



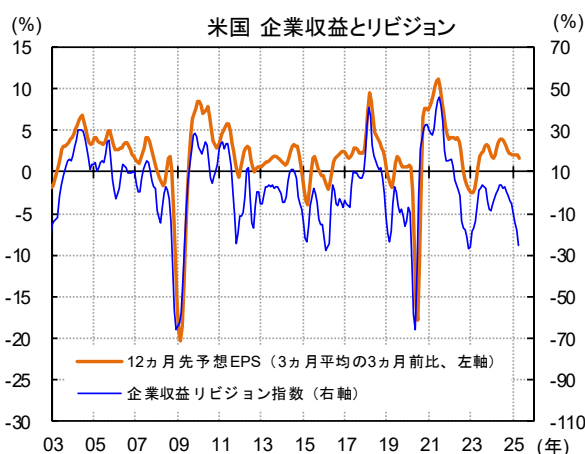
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 20.6 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

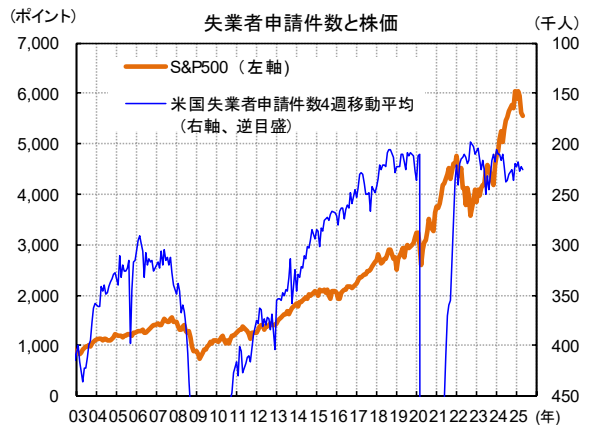
リビジョンインデックスは悪化気味



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

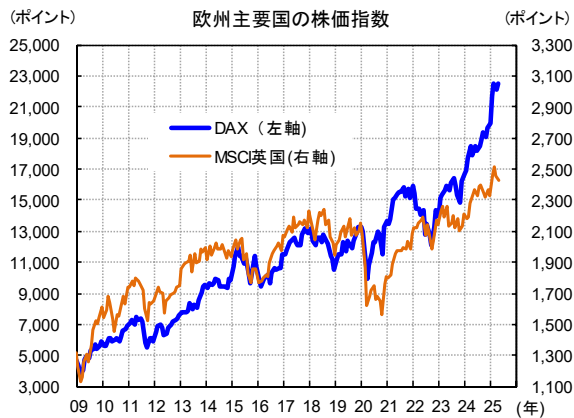
失業申請件数は比較的低水準ななかで、株価は高値から調整気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

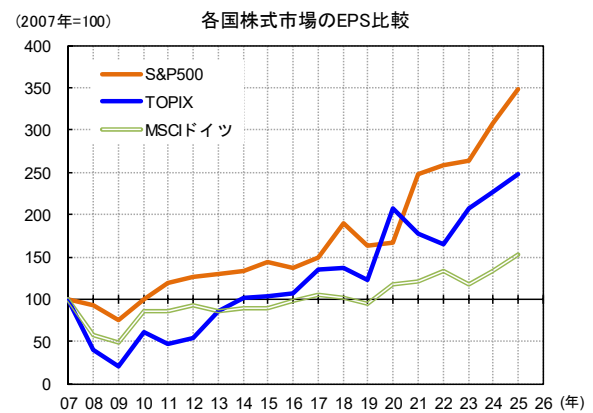
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

DAX は変動しつつも高値圏で推移



出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

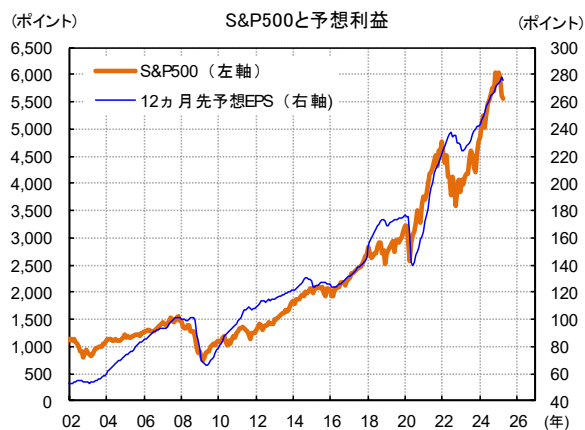
予想利益成長率(25 年、26 年)は、米国:17%、14%、日本:10%、9%、ドイツ:15%、13%



注: 24 年までは実績EPS、25 年以降は予想EPS

出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

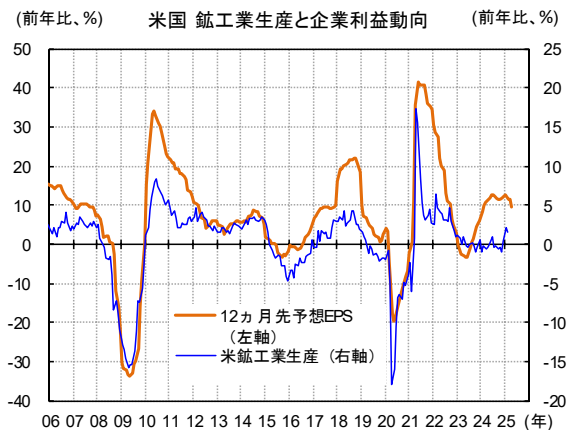
12 カ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



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

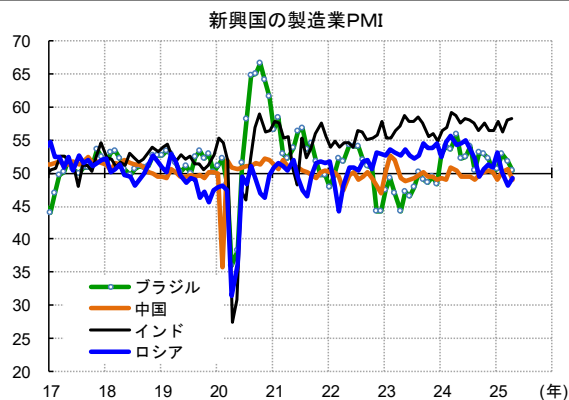
鉱工業生産が堅調なかで、予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



注: 12 カ月予想EPSは、S & P500 のデータを使用。

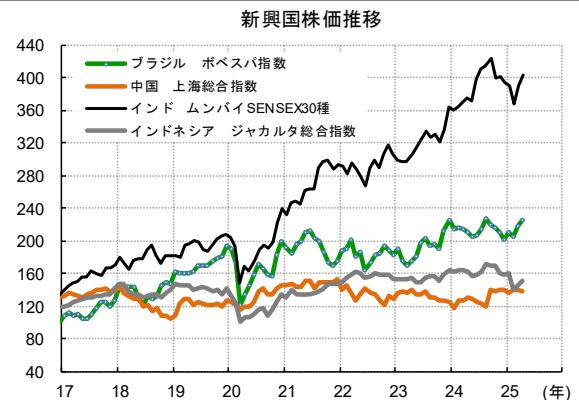
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドは高水準を維持



出所: Bloomberg より TDAM 作成

インド株は持ち直し



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

これまで円安の要因とされてきたキャリートレードについては、先行き機能し難くなると予想し、緩やかな円高を予想

今年1月以降は、円高トレンドが生じている。とりわけ、4月については、トランプ政権の関税政策やFRBに対する姿勢などから、ドルを敬遠するような動きが生じて、ドル円は円高ドル安の流れが強まる場面も見られた。

先行きについてもこうした流れは緩やかながらも続くとみている。背景の一つには、これまで円安圧力の要因とされてきたキャリートレードの投資妙味減退が挙げられるだろう。当社が独自に計算している「TDAMキャリートレード投資妙味指数」については、投資妙味は引き続きあることが示唆されつつも、その程度は相応に減退したことを示唆している。こうした状況に呼応するように、円の投機筋のポジションは、売り越しが解消し、むしろ足許は買い越しとなっている。

足許において、ドル円と金利差の相関等が崩れていることも、こうしたキャリートレードの投資妙味が減退していることと関係しているだろう。

円のポジションを細かく分析すると、アセットマネージャーの買い越しが目につく。こうした主体は、頻繁にポジションを変化させる傾向が乏しく、アンワインド(巻き戻し)を懸念するような状況ではないと推察される。

一方で、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ともっており、これが円高進行のペースを緩やかなものにするともみている。

バリュエーション面に着目すれば、円は実質実効為替レートから大きく下方に乖離している。また、ドル円については、購買力平価からみれば円は割安な水準にある。こうした状況は長期的には解消に向かうだろう。

総じて、緩やかな円高進行を予想する。

3-2. ユーロドル

不確実性のなかで、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

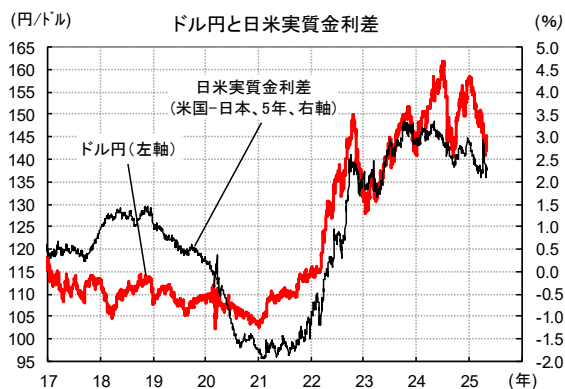
3月以降にユーロ高が急速に進んだ。当初はウクライナの停戦に関する期待やドイツの財政拡張政策がユーロ圏景気を持ち直すとの見通しが影響していたとみられるが、その後は、米国の関税引き上げにより米国債や米国株を売る動きのなかで、ドル自体への警戒感も相応にあったと言えるだろう。

関税政策への懸念が払しょくしない限りは、こうしたドル離れのような力は一定程度働くともみている。しかし一方で、米国経済を切り離して活動できるグローバル企業は少なく、米国への投資は一定程度続くともみている。これがドルを下支えするだろう。

なお、ECBの利下げについては、今後も粛々と進められると予想するが、これは市場において既に概ね織り込まれており、このことが為替市場に影響を及ぼす程度は限られるとみている。

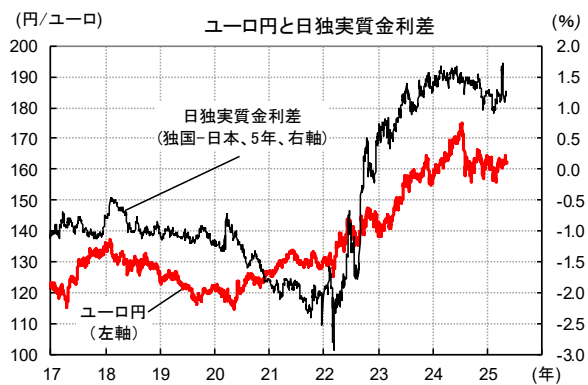
欧州経済については、基本的には低迷するとみているが、ドイツの財政拡張政策による景気の上振れリスクも少なからずある。こうした状況を踏まえると、ユーロドルについては概ね横ばいで推移すると予想する。

日米実質金利差が拡大する場面がみられたものの円高気味



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

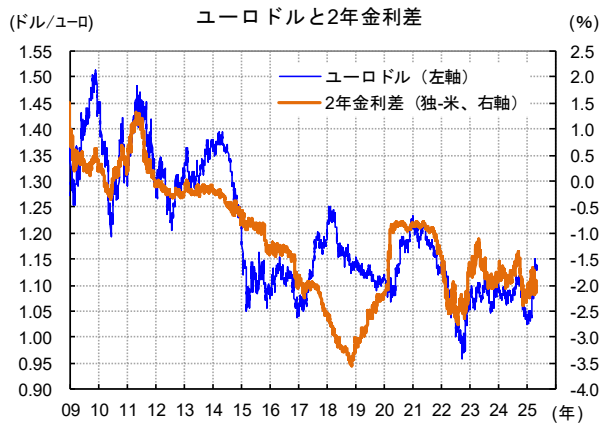
日独実質金利差が拡大する場面がみられたものの、ユーロ円は概ね横ばい推移



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

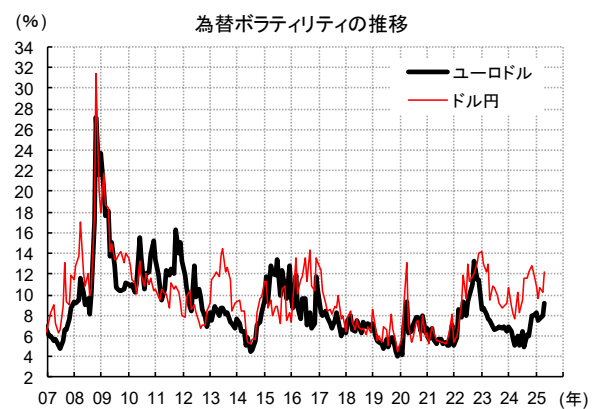
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

ユーロドルは上昇気味



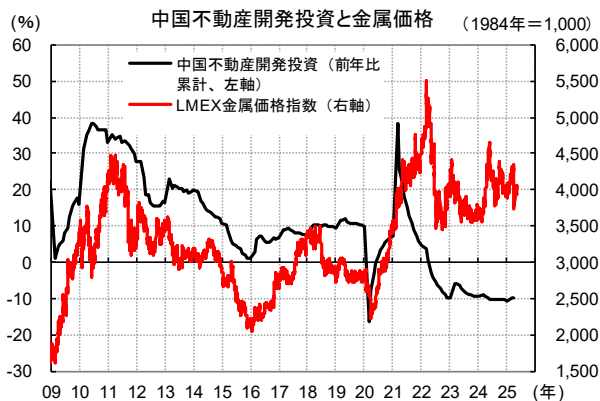
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティは1カ月前と比べて上昇気味



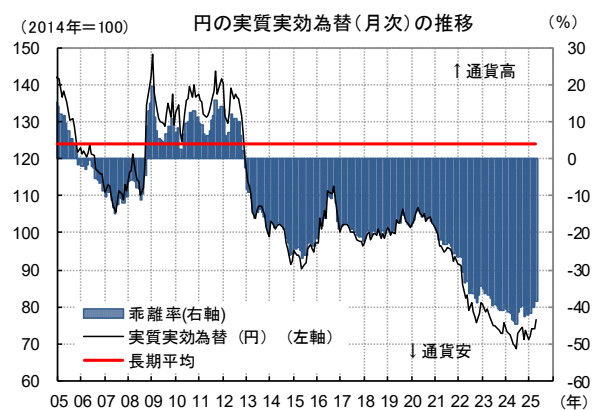
注: ボラティリティは、1 カ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金属価格指数は3月末と比べて低い水準で推移



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38%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。

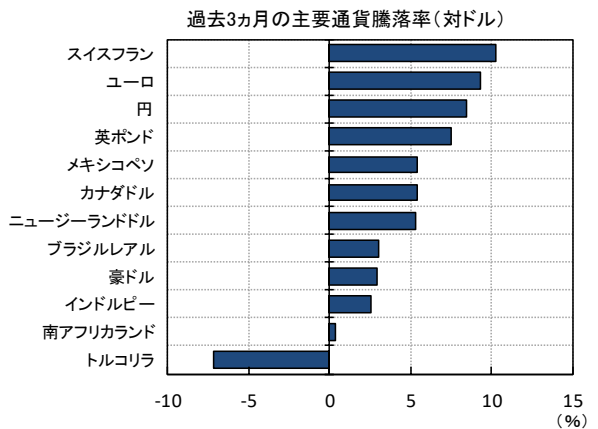
出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラ安気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

スイスフランが堅調



注: 計算期間は2025年1月31日～2025年4月30日

出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

4. 市場見通し(まとめ)

			実績		予想											
			前月作成時	今月作成時	2025年4～6月期		2025年7～9月期		2025年10～12月期		2026年1～3月期					
			2025年 4月4日	2025年 5月8日												
日本	政策金利	%	0.50	0.50	0.50	～	0.50	0.50	～	0.75	0.50	～	0.75	0.75	～	1.00
	10年国債利回り	%	1.22	1.34	1.00	～	1.70	1.10	～	1.80	1.20	～	1.90	1.30	～	2.00
	TOPIX	ポイント	2,482	2,699	2,270	～	2,830	2,290	～	2,860	2,310	～	2,890	2,330	～	2,920
	日経平均	円	33,781	36,929	31,100	～	38,700	31,400	～	39,100	31,700	～	39,500	32,000	～	39,900
米国	FFレート	%	4.25～4.50	4.25～4.50	4.25	～	4.50	4.00	～	4.50	3.75	～	4.25	3.75	～	4.00
	10年国債利回り	%	4.00	4.38	3.90	～	4.70	3.90	～	4.70	3.90	～	4.70	3.80	～	4.60
	S&P500	ポイント	5,074	5,664	4,960	～	5,910	5,030	～	6,000	5,110	～	6,090	5,190	～	6,180
	NY ダウ	ドル	38,315	41,368	37,000	～	43,170	37,560	～	43,820	38,120	～	44,480	38,690	～	45,150
ユーロ圏	中銀預金金利	%	2.50	2.25	2.00	～	2.50	1.50	～	2.00	1.50	～	1.75	1.50	～	1.50
	独10年国債利回り	%	2.58	2.54	2.30	～	2.80	2.30	～	2.80	2.20	～	2.70	2.15	～	2.65
	DAX	ポイント	20,642	23,353	19,650	～	24,270	19,650	～	24,270	19,650	～	24,270	19,650	～	24,270
為替	ドル円	円/ドル	146.93	145.91	135	～	151	134	～	149	133	～	148	132	～	147
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.096	1.123	1.07	～	1.19	1.08	～	1.19	1.08	～	1.19	1.08	～	1.19
	ユーロ円	円/ユーロ	160.91	163.82	153	～	175	152	～	172	151	～	171	150	～	170

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。

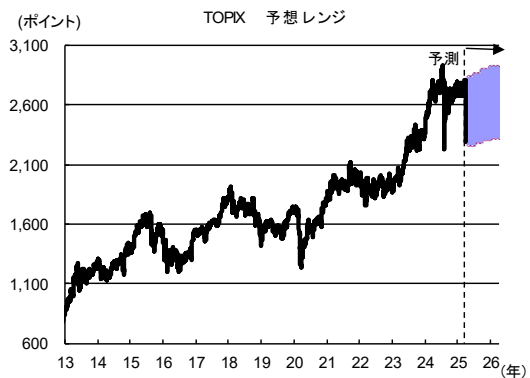
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

〔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〕

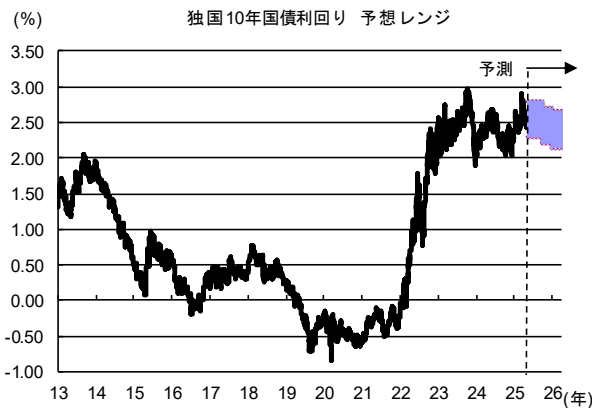


出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「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ください、お客様ご自身でご判断ください。

〔ドイツ 長期金利〕



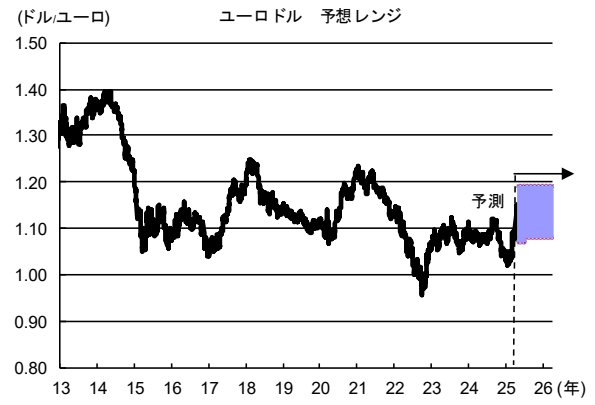
〔ドイツ 株価〕



〔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、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

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

【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー

月曜日	火曜日	水曜日	木曜日	金曜日
			5/1 (日)4月消費者態度指数 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (米)3月建設支出 (米)4月自動車販売台数 (米)4月ISM製造業景況指数	5/2 (日)3月失業率 (ユーロ圏)4月CPI(速報値) (米)4月雇用統計
5/5 こどもの日 (米)4月ISM非製造業景況指数	5/6 振替休日 (米)3月貿易収支	5/7 (米)FOMC結果発表	5/8 (英)BOE金融政策委員会(結果発表)	5/9 (日)3月家計調査 (中)5月貿易収支
5/12 (日)4月景気ウォッチャー調査	5/13 (米)4月NFIB中小企業楽観指数 (米)4月CPI	5/14	5/15 (ユーロ圏)1-3月期GDP(速報値) (米)3月企業在庫 (米)4月小売売上高 (米)4月鉱工業生産 (米)5月NY連銀製造業景況指数 (米)5月NAHB住宅市場指数 (米)5月フィラデルフィア連銀景況指数	5/16 (日)1-3月期GDP(一次速報値) (米)4月住宅着工・建設許可件数 (米)5月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
5/19 (中)4月鉱工業生産 (中)4月固定資産投資 (中)4月小売売上高 (米)4月景気先行指数	5/20	5/21 (日)4月貿易収支	5/22 (日)3月機械受注 (ユーロ圏)5月PMI(速報値) (独)5月IFO景況感指数 (米)4月中古住宅販売件数 (米)5月製造業PMI(購買担当者景況指数、速報値)	5/23 (日)4月CPI (米)4月新築住宅販売件数
5/26	5/27 (米)3月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)4月耐久財受注(速報値) (米)5月消費者信頼感指数	5/28 (米)5/6-7分FOMC議事録	5/29 (日)5月消費者態度指数 (米)4月中古住宅販売仮契約指数 (米)1-3月期GDP(2次速報値) (米)1-3月期個人消費支出	5/30 (ユーロ圏)4月マネーサプライ

注: 5月8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。