

投資環境レポート

2025 年 7 月

本資料は 2025 年 7 月 4 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

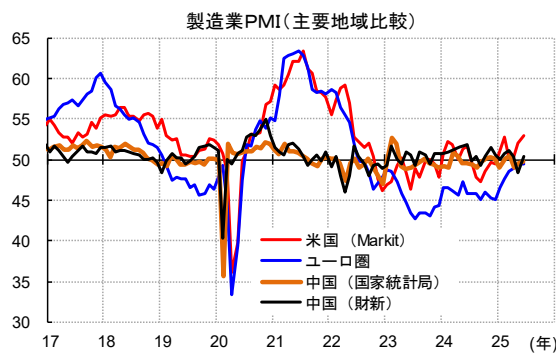
【世界経済実質成長率見通し】

	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	0.8	1.3	1.7
英国	1.1	1.1	1.4	1.2	1.5	1.3
ユーロ圏	0.9	0.8	1.2	0.9	1.2	1.5
ドイツ	▲ 0.2	0.0	0.9	0.1	▲ 0.4	▲ 0.2
フランス	1.1	0.6	1.0	1.1	0.6	0.6
イタリア	0.7	0.4	0.8	0.5	0.5	0.7
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	2.3	2.3
新興国	4.3	3.7	3.9			
ブラジル	3.4	2.0	2.0	4.1	3.6	2.9
ロシア	4.1	1.5	0.9	3.3	4.5	1.4
インド	6.5	6.2	6.3	5.6	6.4	7.4
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	4.9

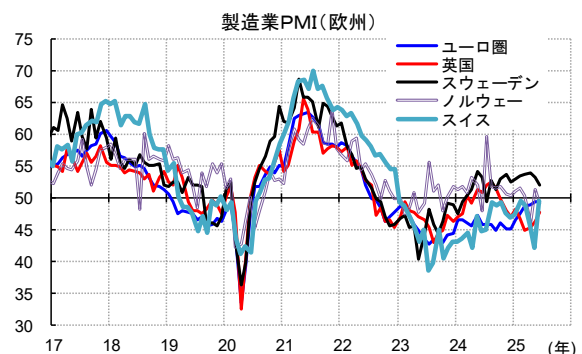
注: (1) IMF 見通しは、2025 年 4 月時点。2025 年、2026 年いずれも予測。(2) ASEAN5 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

出所: IMF World Economic Outlook、Bloomberg より TDAM 作成

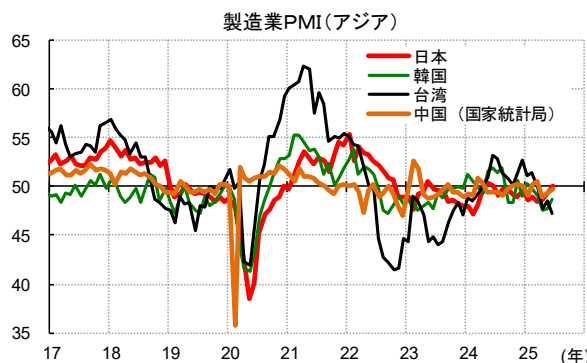
【世界製造業景況感の推移】



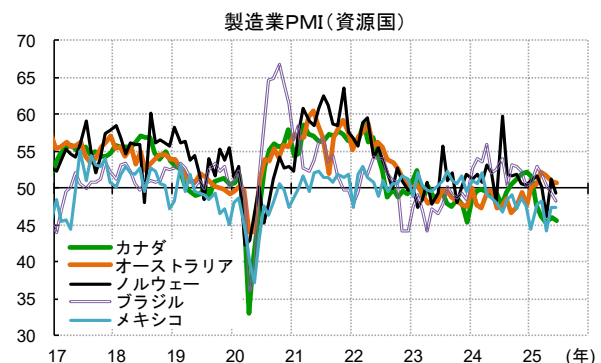
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



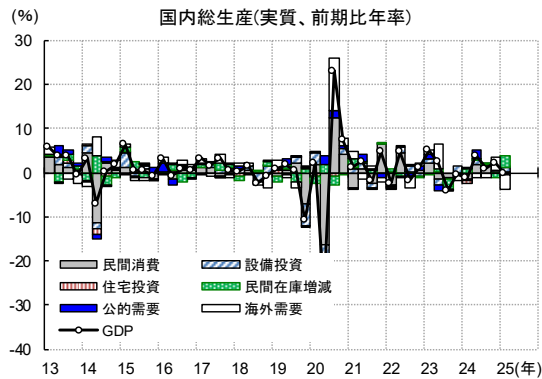
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

1. 日本経済

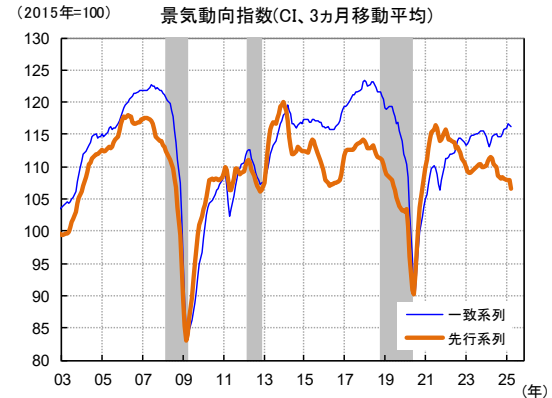
個人消費は先行き底堅く推移する見込み。現金給付がなされれば、さらに景気は上向く公算

1-3 月期は輸入減少の影響もあり、GDP は前期比年率マイナス 0.2%



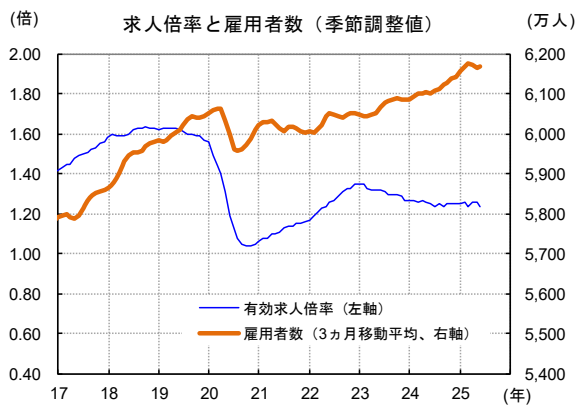
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

景気先行指数と一致指数が乖離した状態



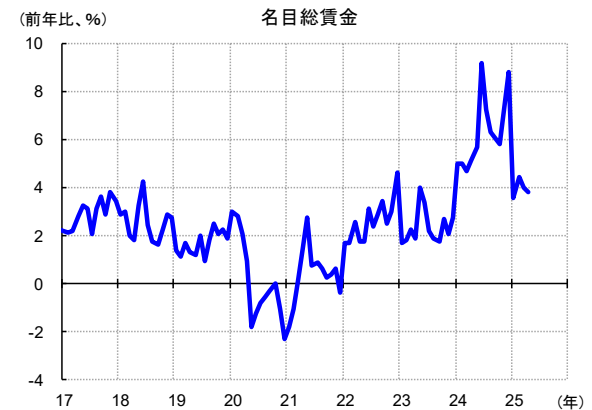
注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

雇用者数は増加傾向



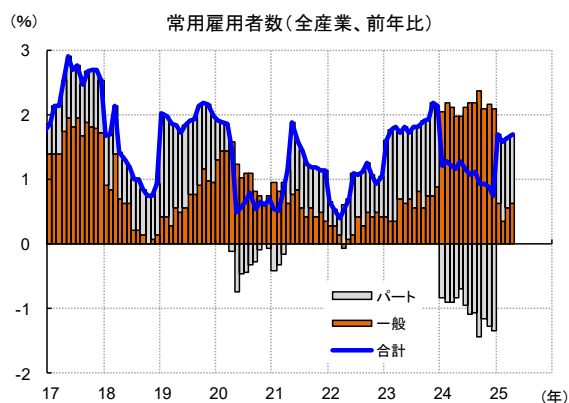
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



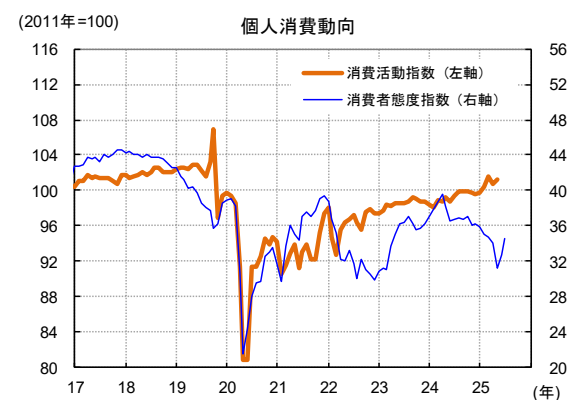
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

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

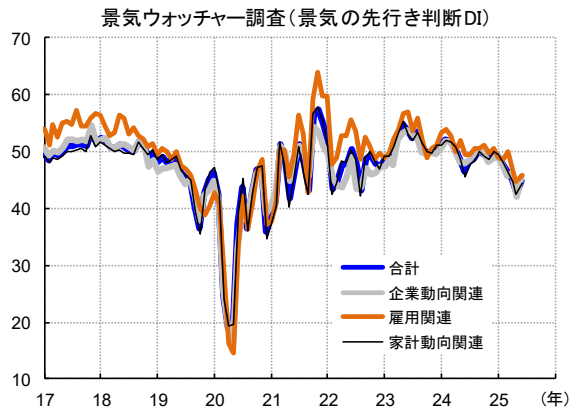
予想通り消費者態度指数がやや改善したが、今後にも期待



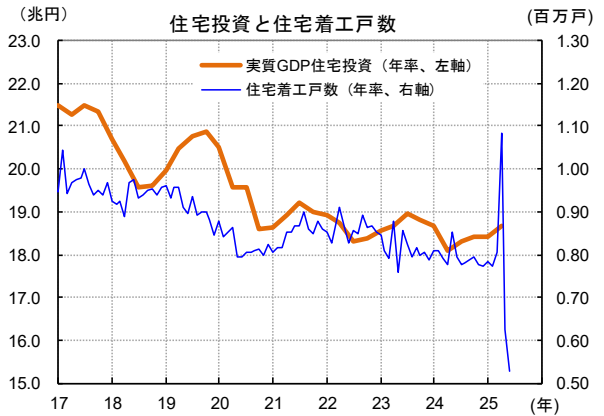
出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

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

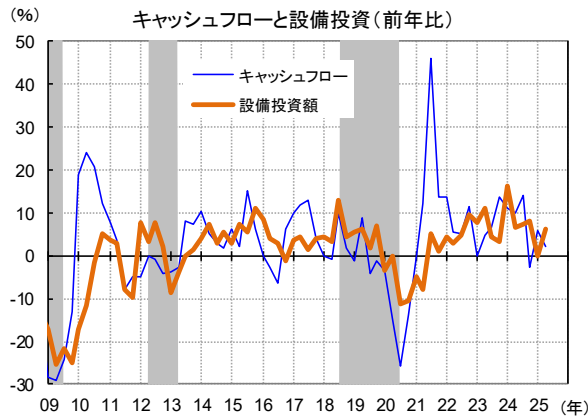
街角景気見通しは、全項目で改善



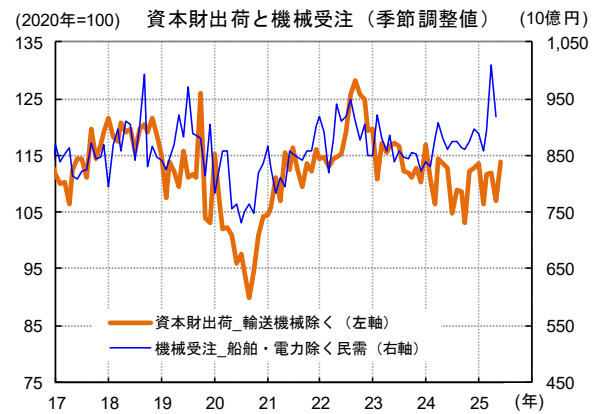
5 月の住宅着工戸数はおよそ 529 千戸



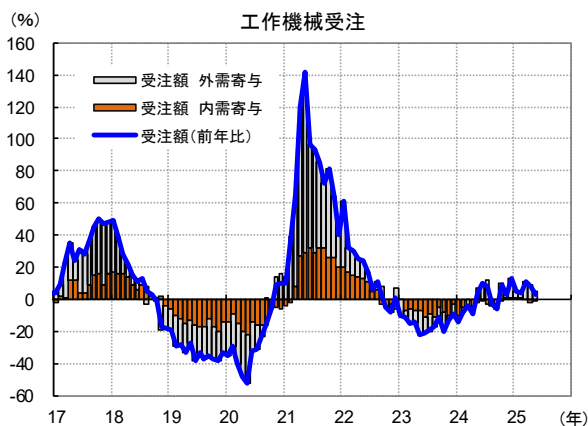
設備投資額(前年比)はプラス圏



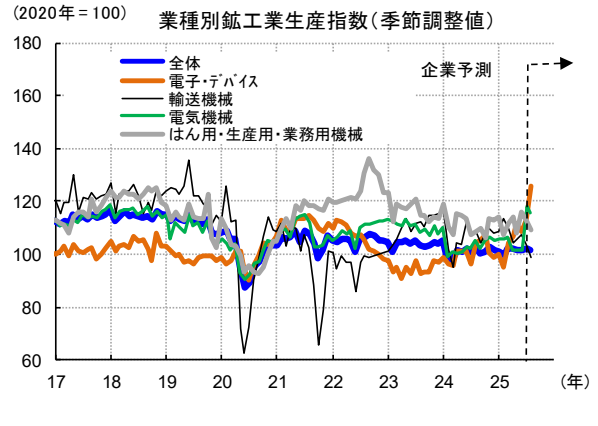
船舶・電力除く民需は大幅な伸びの後に足許は減少



工作機械受注(前年比)はプラス 3.4%

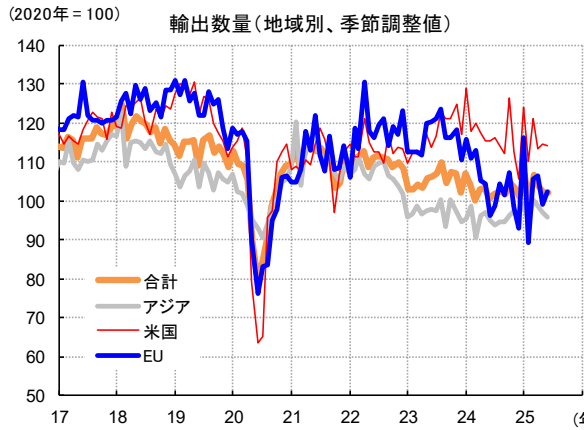


電子・デバイスはやや楽観的な見通し

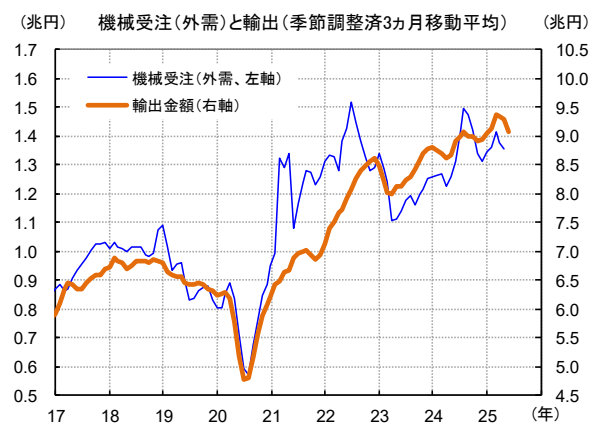


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

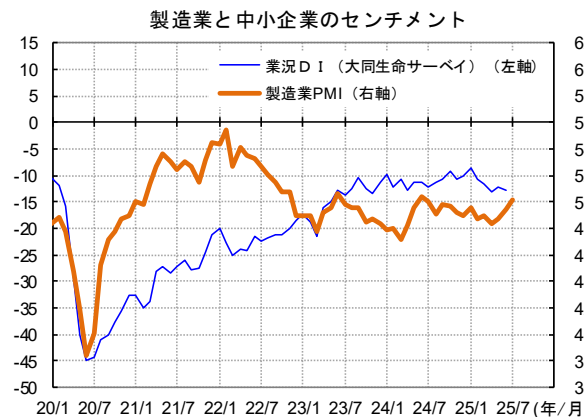
トランプ政権の関税引き上げが輸出数量に与える影響に注意



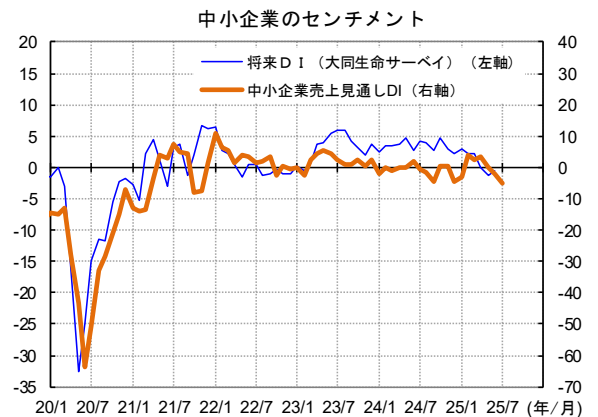
輸出金額は今後も高水準を維持する見通しであるものの、関税の影響に注意



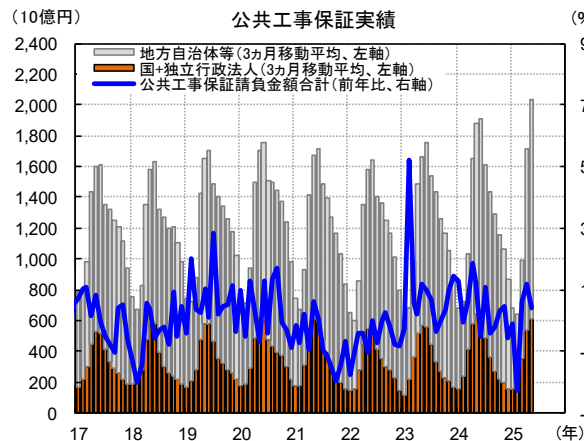
5 月の業況 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 12.8



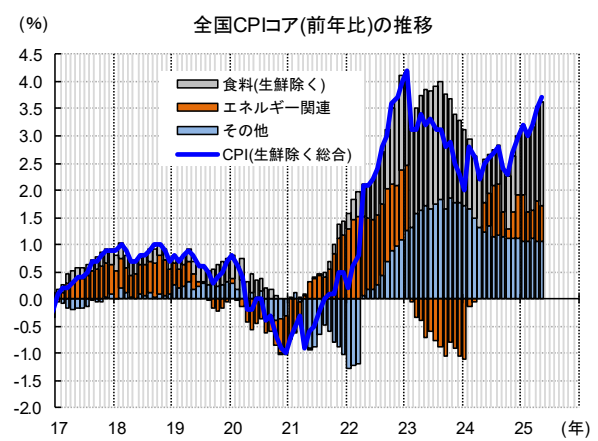
5 月の将来 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 0.6



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



5 月 CPI(生鮮除く総合)の前年比は 3.7%

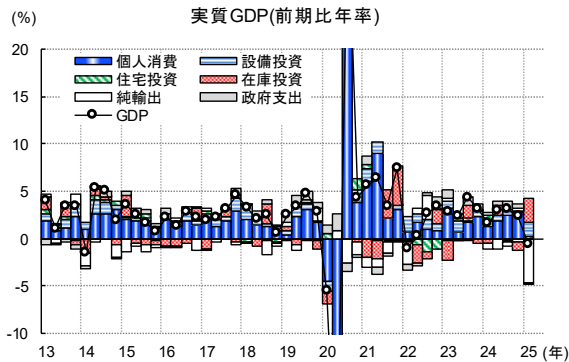


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

2. 米国経済

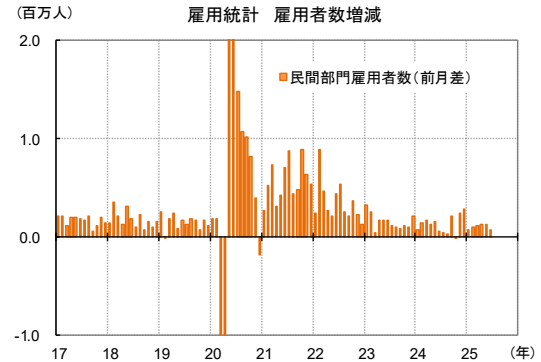
関税引き上げの影響により減速する見込み。ただし、ドル安や利下げ期待が景気を下支えすると予想

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 0.5%



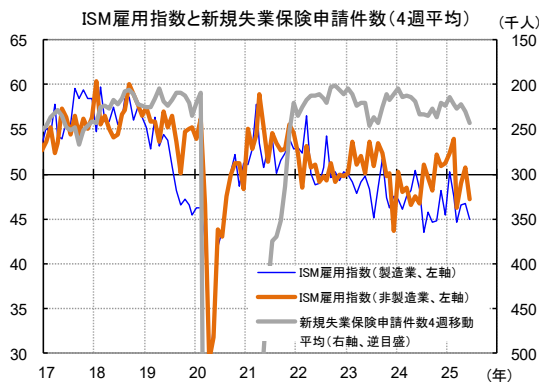
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 比較的底堅さを維持



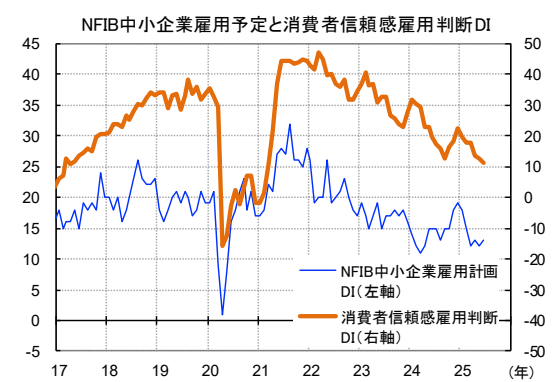
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 新規失業保険申請件数は増加気味



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化

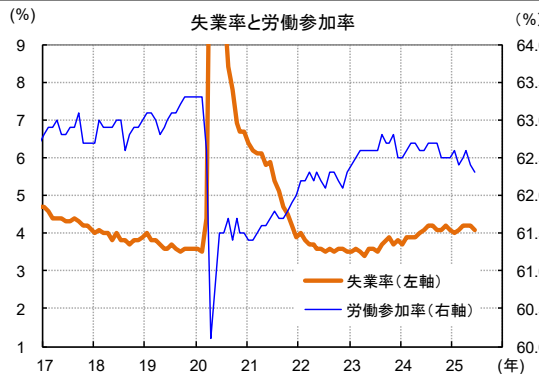


注: NFIB(全米独立企業連盟)

消費者信頼感雇用判断DI=職が豊富-職を見つけるのが困難

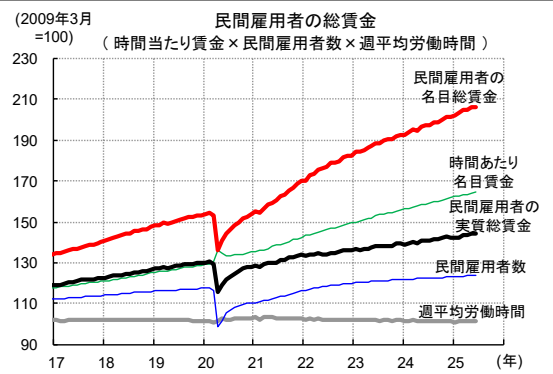
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 失業率は概ね横ばい推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 実質総賃金は増加傾向

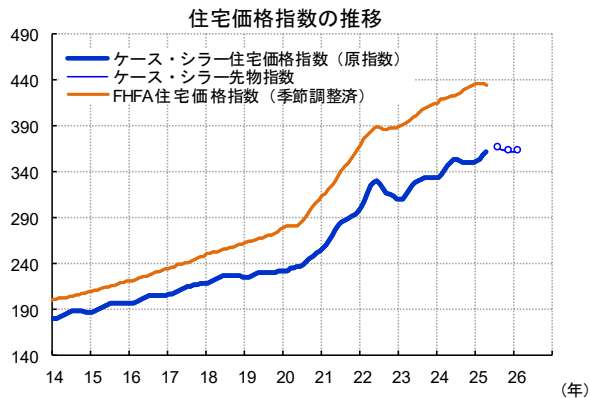


注: 民間雇用の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

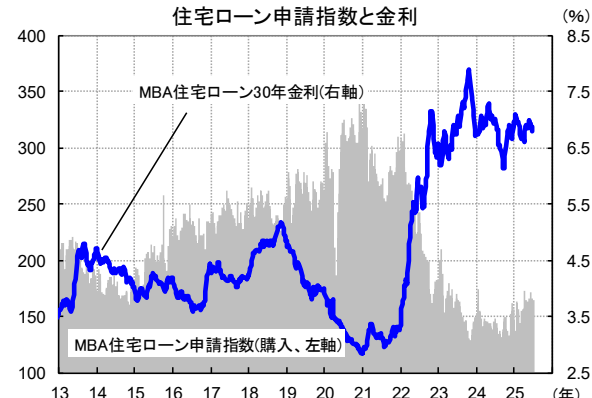
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆



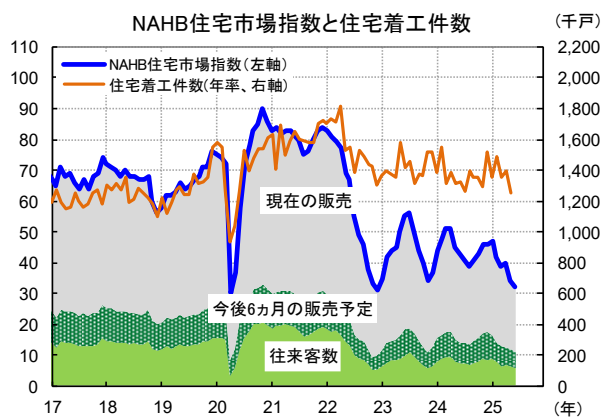
注: FHFA(米連邦住宅金融局)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 高金利ながらも申請指数は持ち直し気味



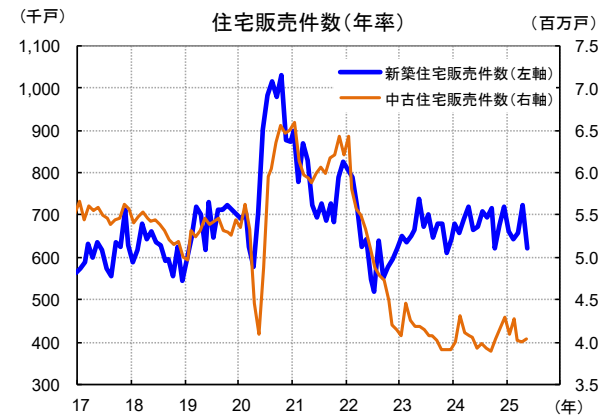
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



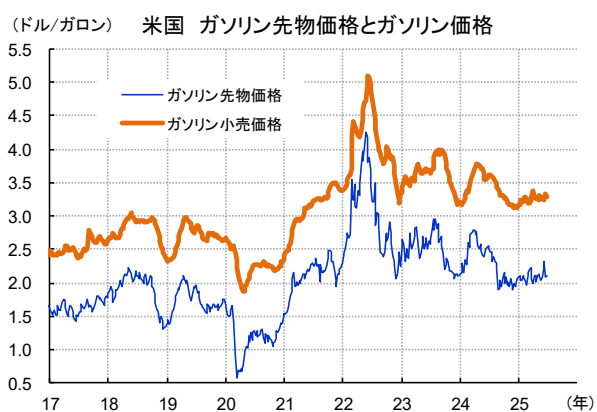
注: NAHB(全米住宅建設業者協会)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 足許では新築は悪化、中古も冴えない状況



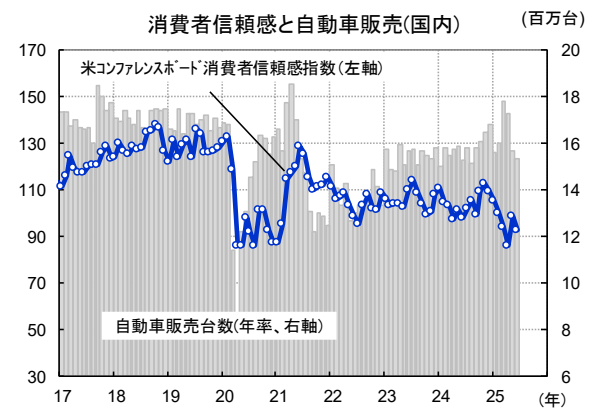
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

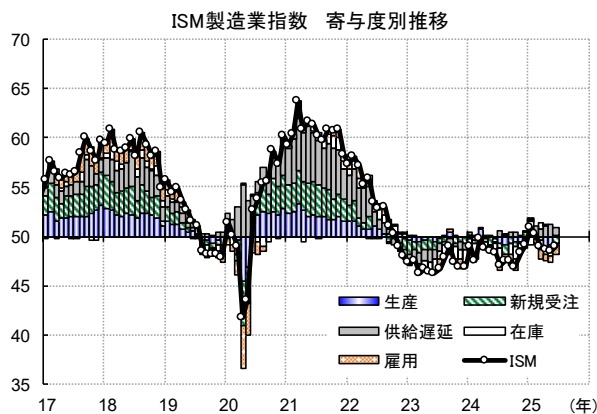
個人消費: 自動車販売台数は駆け込みと思われる需要が一巡し、やや冴えない状況



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

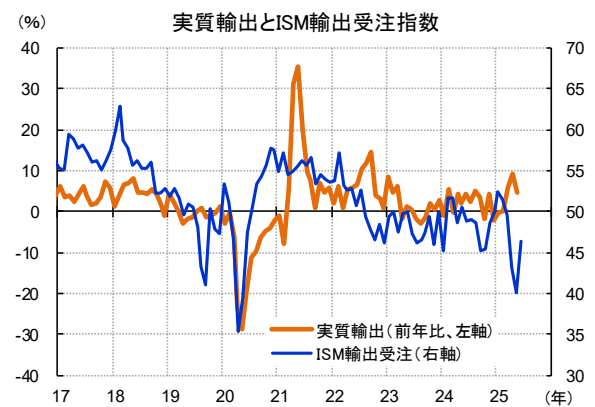
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(6 月)は 49



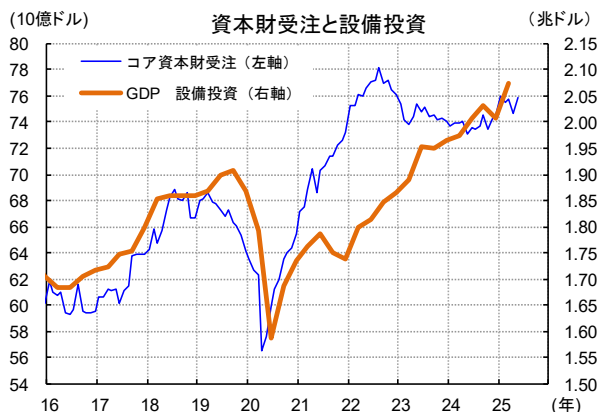
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(6 月)は 46.3



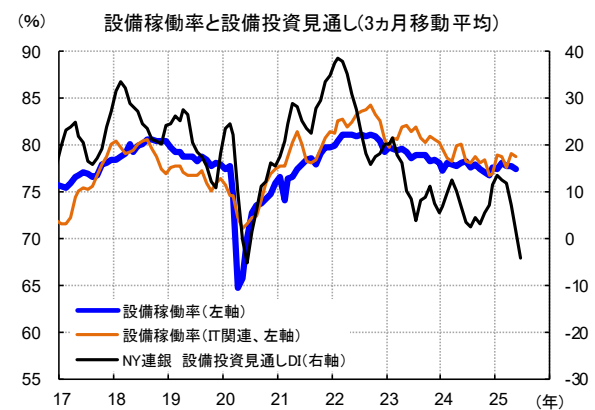
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資は再び拡大基調



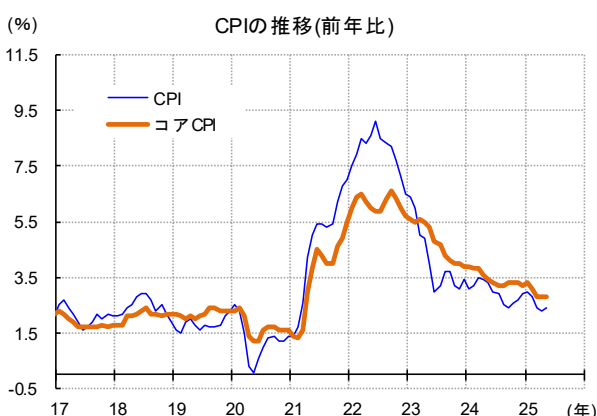
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備投資見通し DI の悪化は気がかり



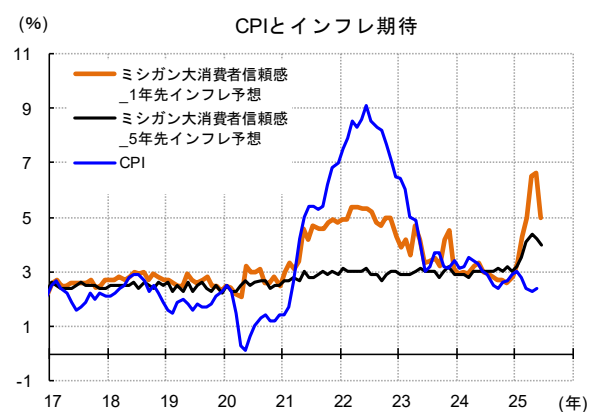
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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 5%



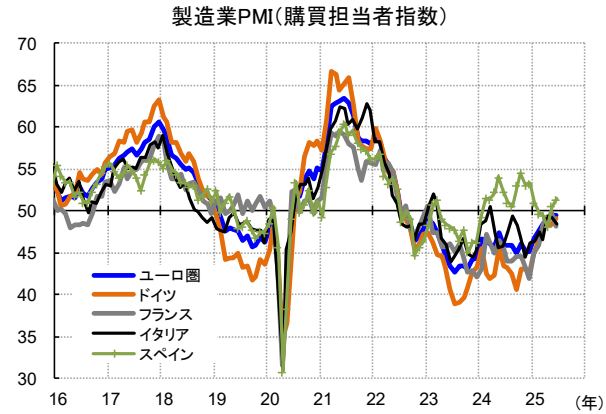
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

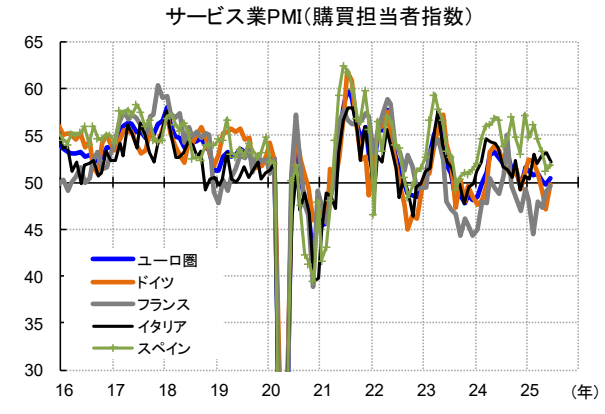
3. 欧州経済

ドイツでは景気は底打ちしつつある状況。既往の利下げの影響もあり緩やかに回復する見通し

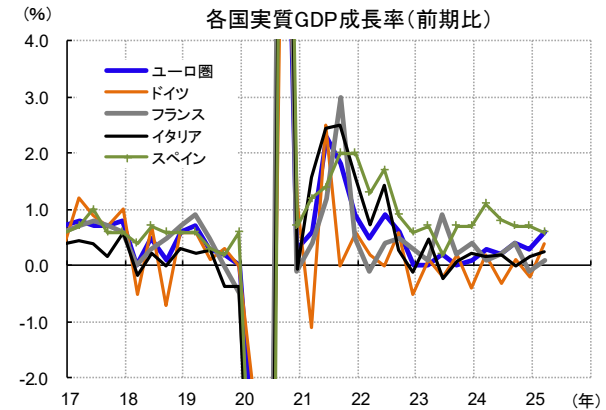
企業景況感: 6 月のユーロ圏製造業 PMI は 49.5



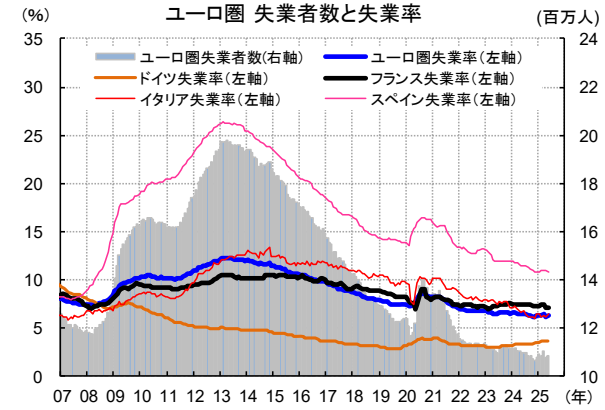
企業景況感: 6 月のユーロ圏サービス業 PMI は 50.5



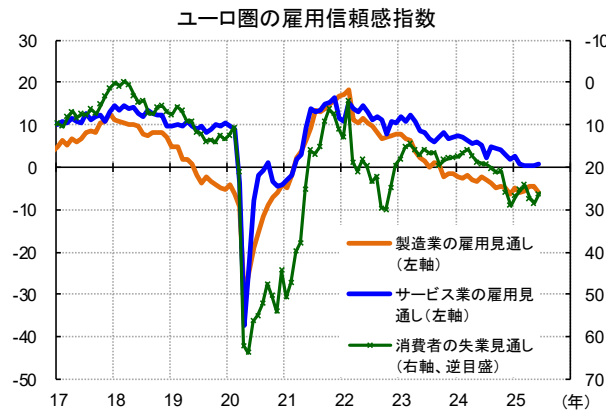
経済成長率: 1Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.6%



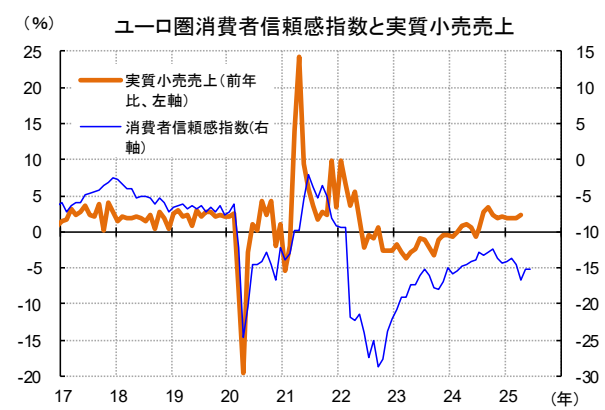
雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0.1%pt 上昇



雇用: 消費者の見通しは一進一退気味

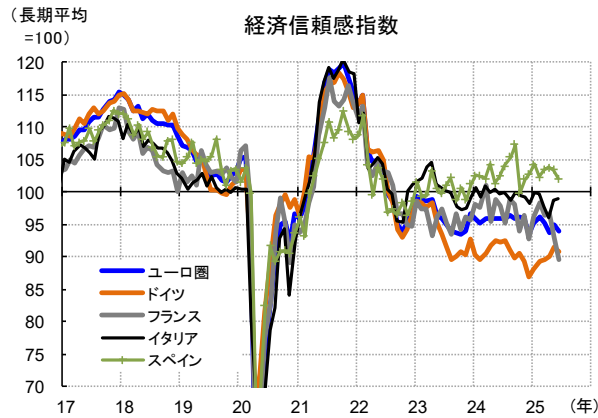


消費: 消費者信頼感は底打ちした模様

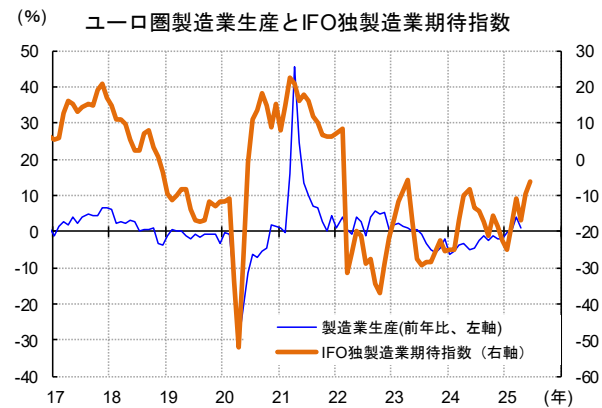


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

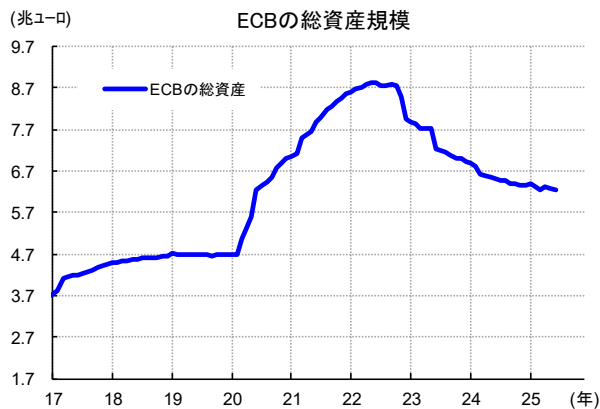
景況感指数: ドイツは低いながらも回復傾向



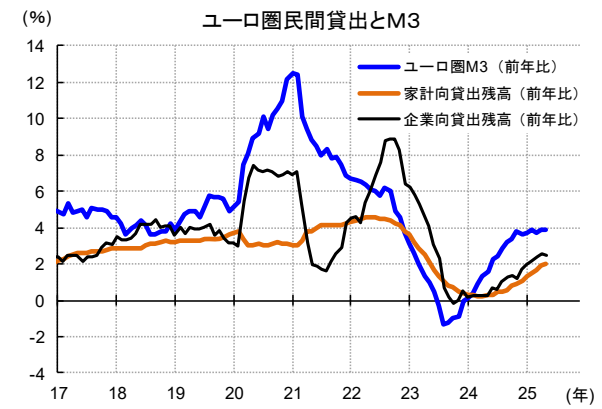
企業活動: 製造業生産は持ち直す可能性



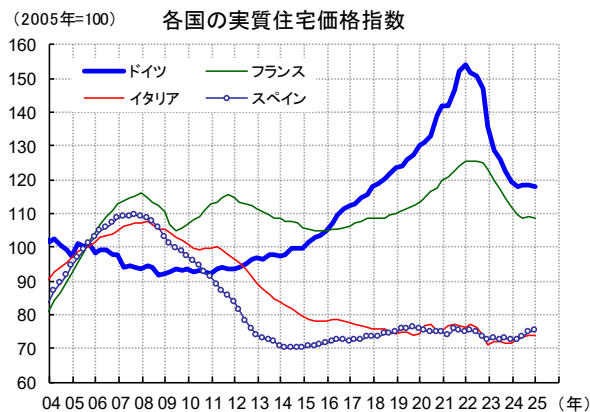
金融: ECB の総資産規模は横ばい気味



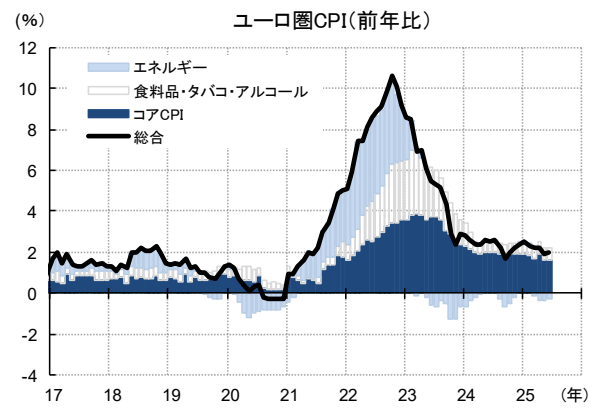
信用: M3(前年比)は前年比 4%近傍



住宅価格: ドイツは概ね横ばい推移



物価: 6 月の総合 CPI(前年比)は 2.0%

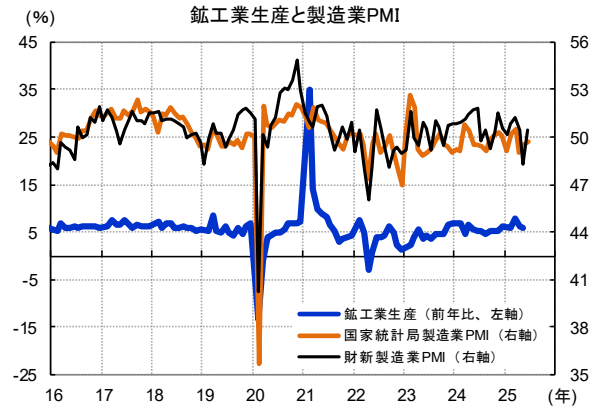


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

4. 中国経済

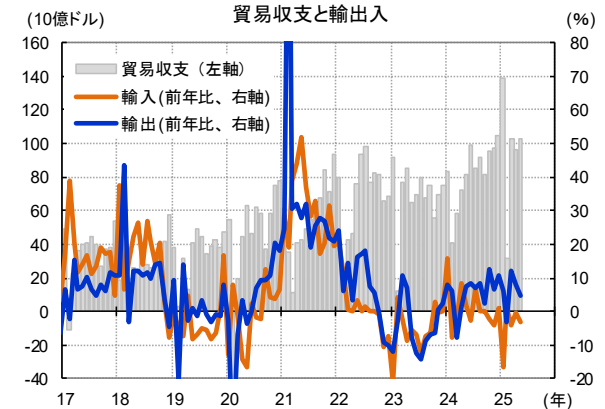
足許は比較的底堅いものの、引き続き米中間の貿易停滞が経済に与える影響は懸念される状況

景況感: 国家統計局製造業 PMI(6 月)は 49.7



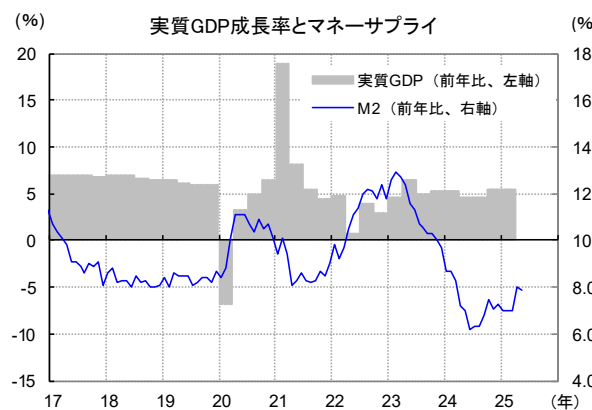
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 輸出は比較的底堅さがみられる状況



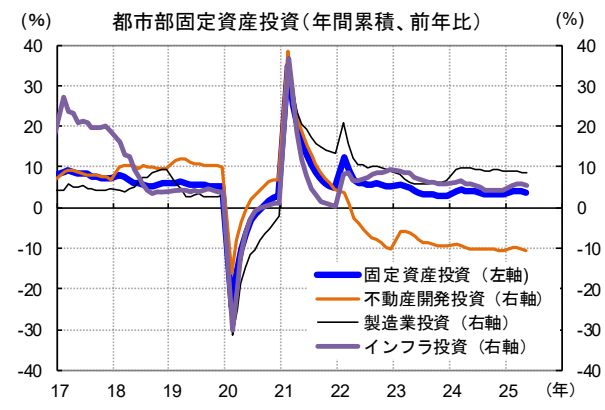
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 1-3 月期のGDP成長率は前年比 5.4%増



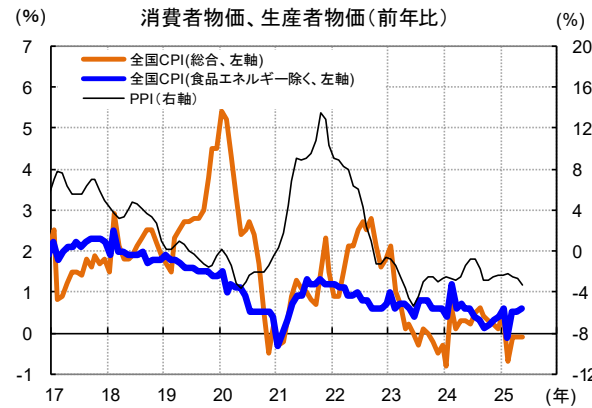
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



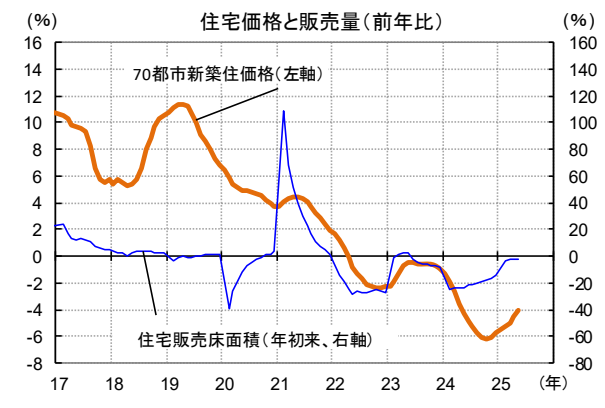
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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ながらも持ち直し

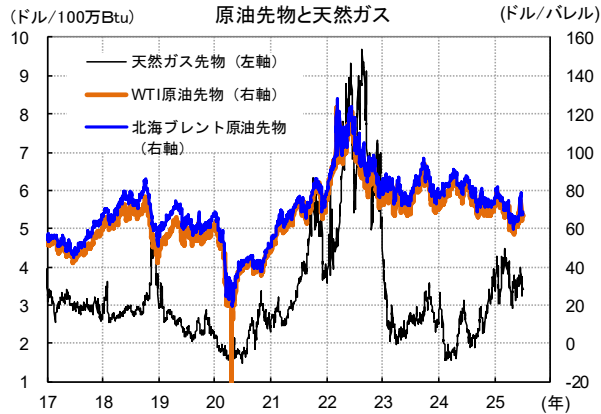


出所: Bloomberg より TDAM 作成

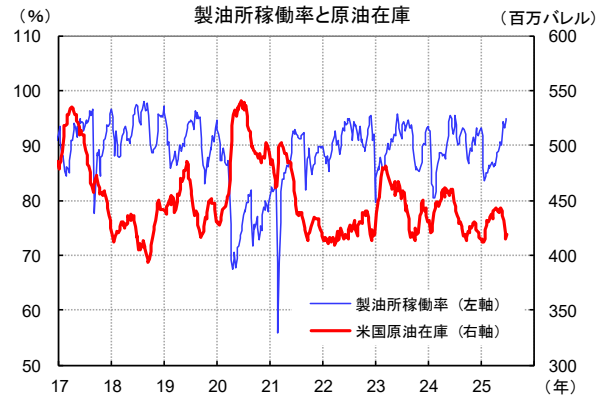
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

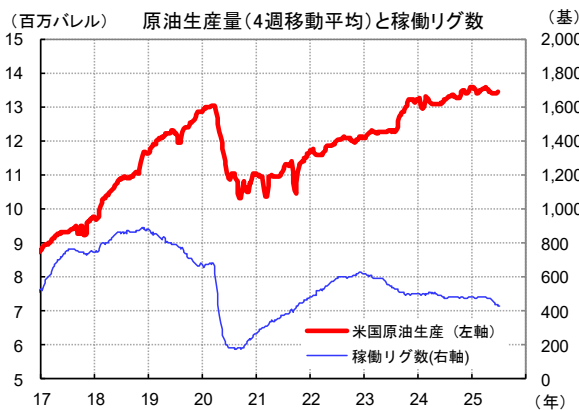
(1) 資源関連



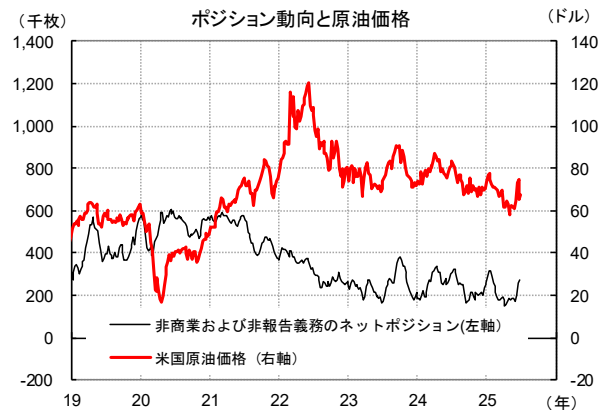
出所: Bloomberg より TDAM 作成



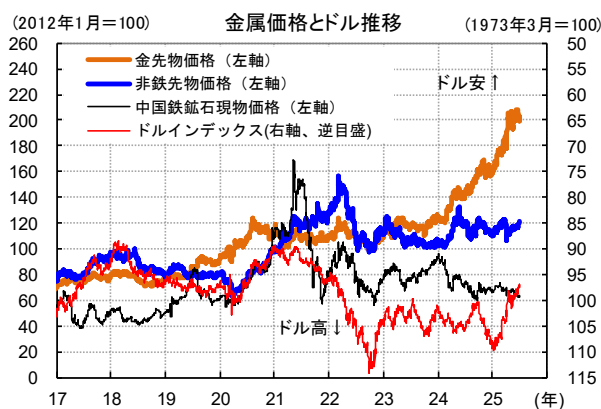
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

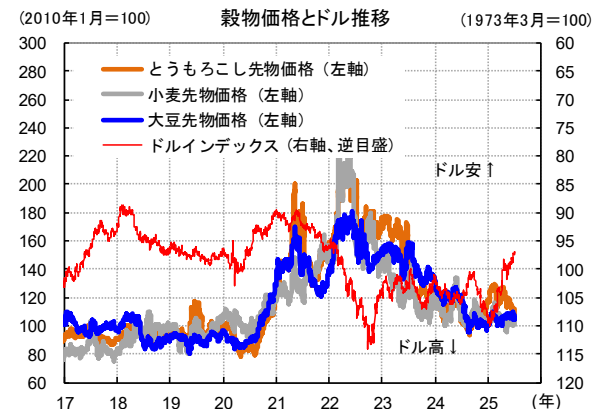


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

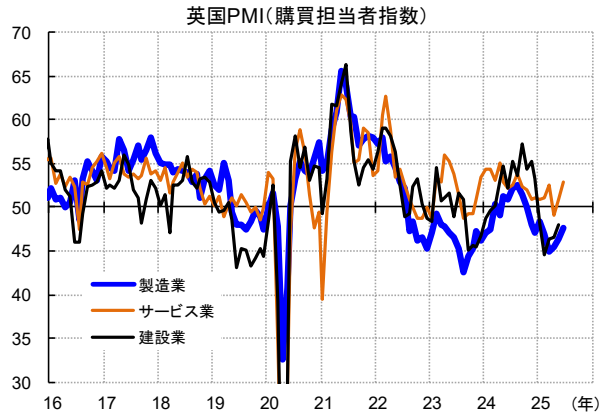


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

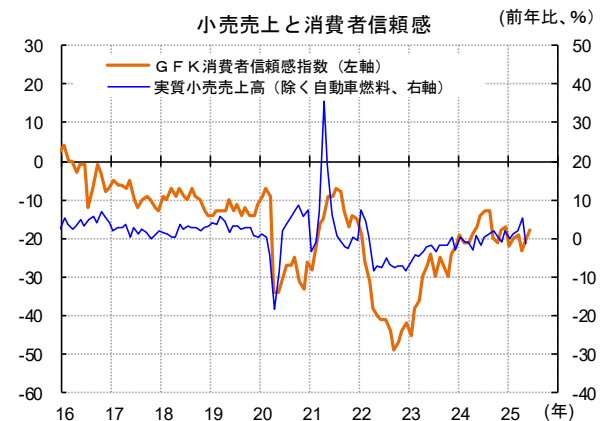
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

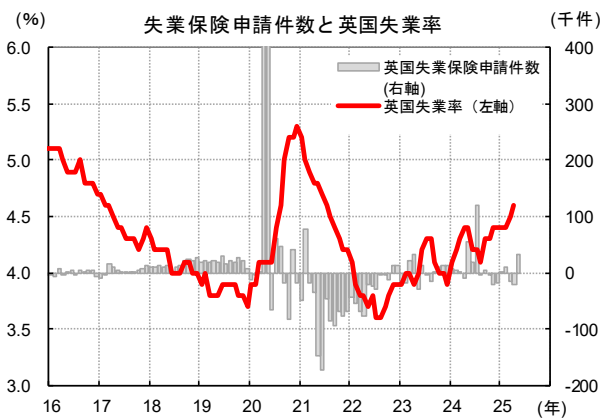
(2) 英国経済



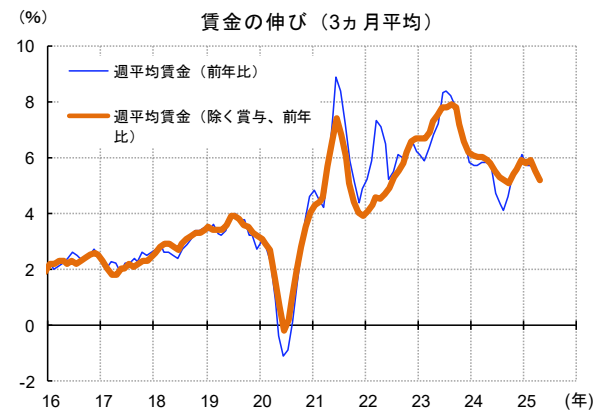
出所: Bloomberg より TDAM 作成



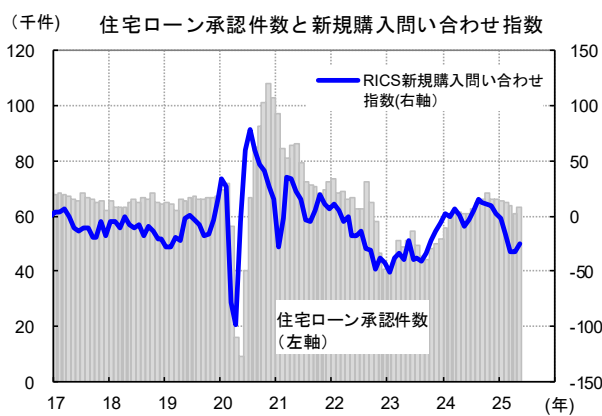
出所: Bloomberg より TDAM 作成



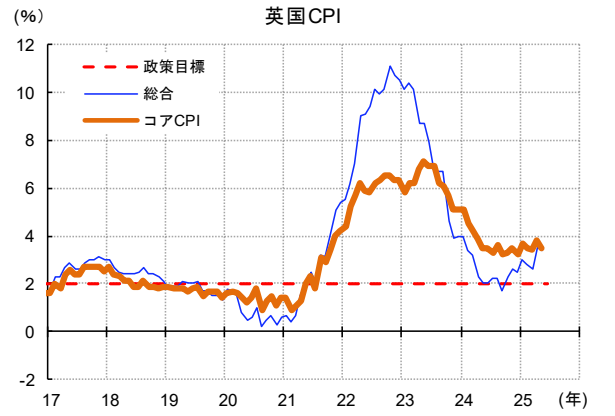
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



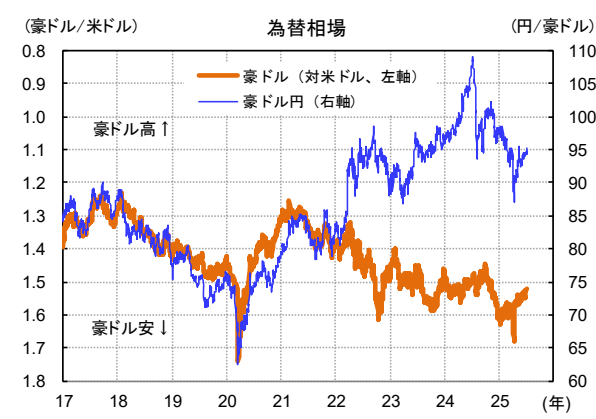
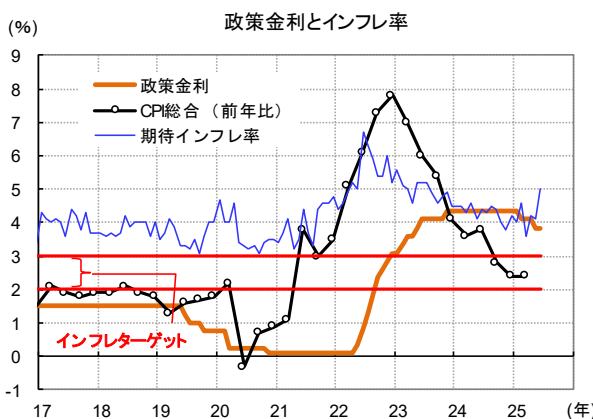
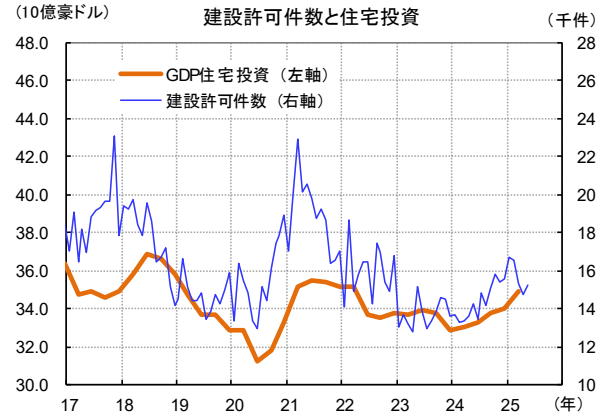
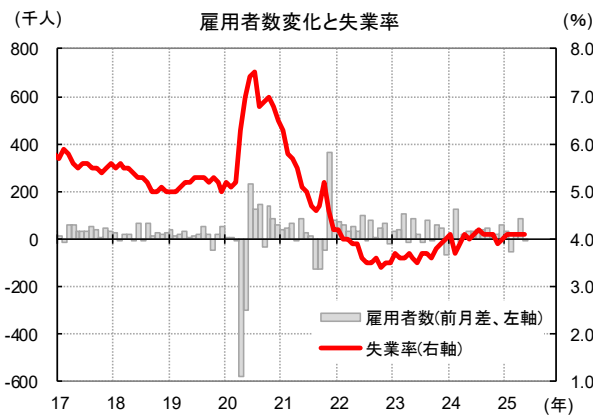
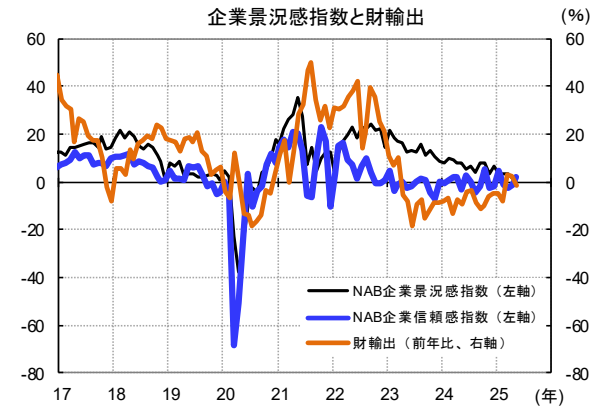
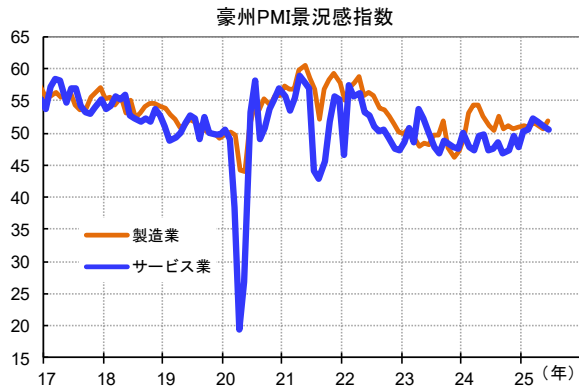
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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。

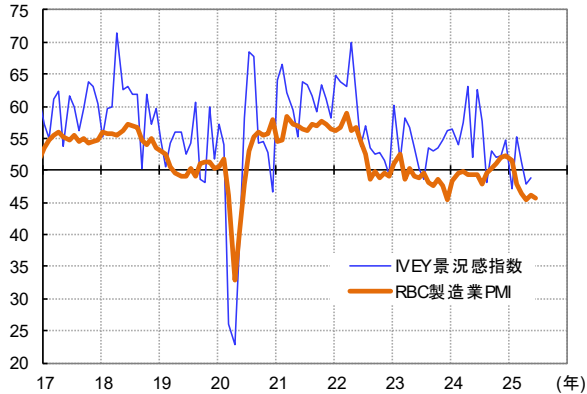
(3) オーストラリア経済



【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。

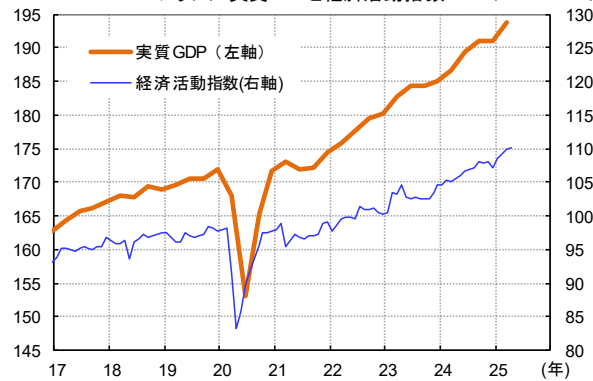
(4) カナダ・ブラジル経済

カナダ製造業PMI



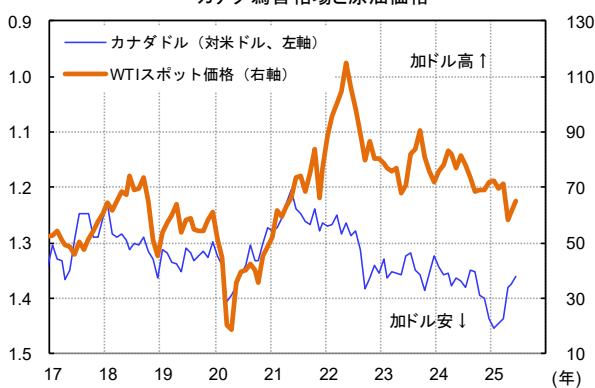
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



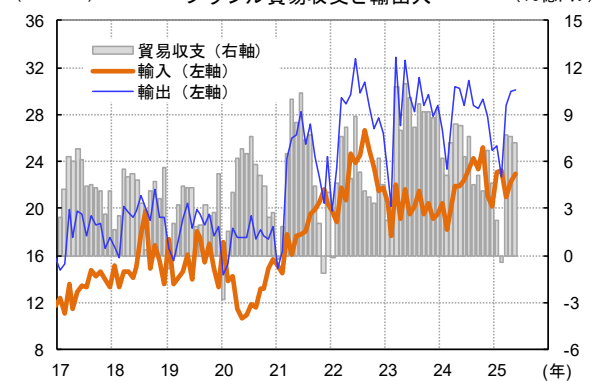
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



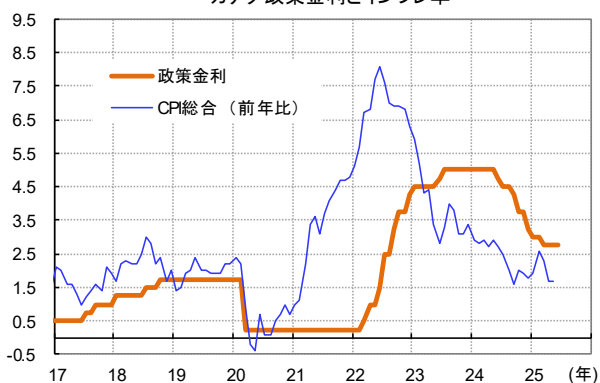
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



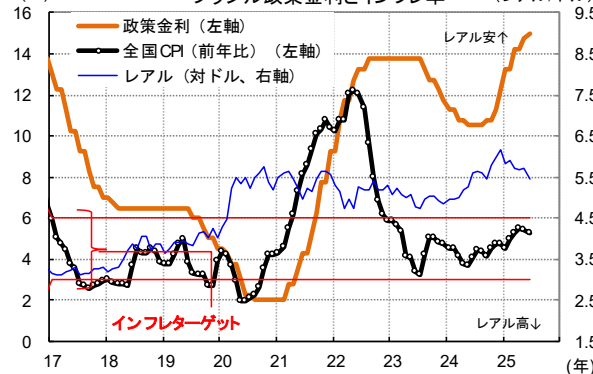
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(%) カナダ政策金利とインフレ率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

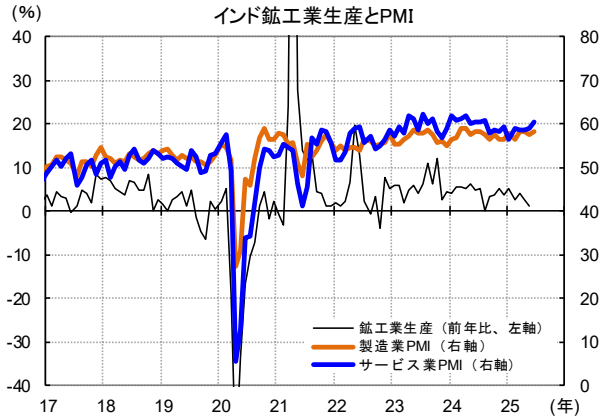
(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)



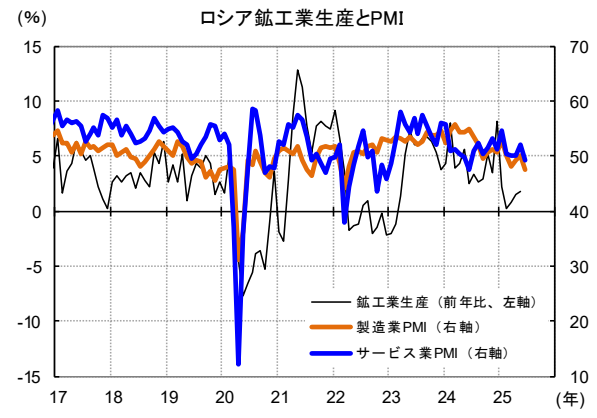
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

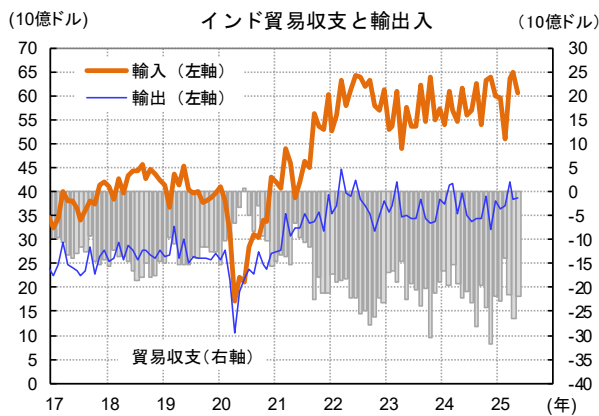
(5) インド経済・ロシア経済



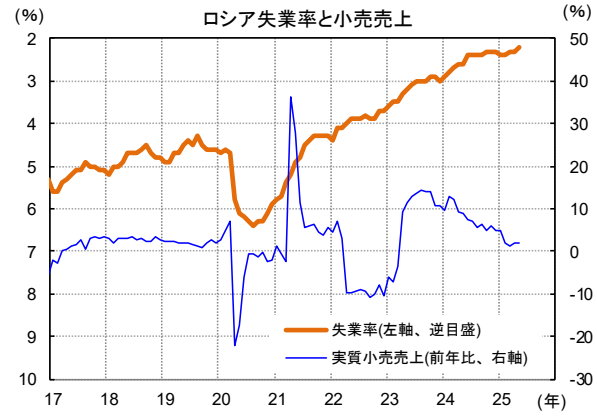
出所: Bloomberg より TDAM 作成



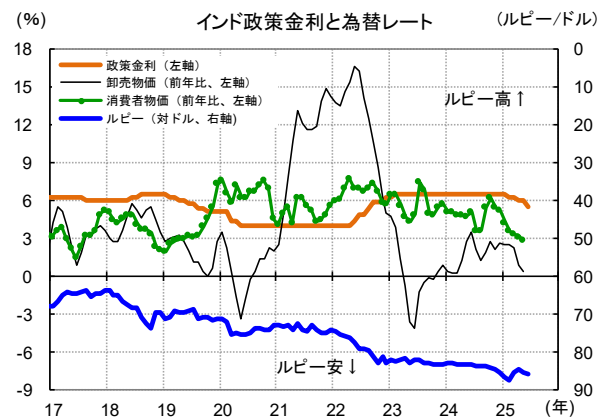
出所: Bloomberg より TDAM 作成



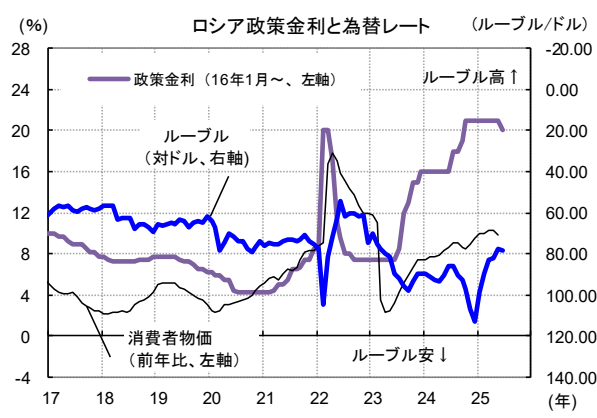
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



市場見通し

1. 債券

1-1. 国内債券

景気と物価に好循環が生まれるなかで、利上げの観測も高まり、長期金利は上昇する見通し

○ 金融政策について

日銀は6月16日～17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。一方で、注目されたのは長期国債買入れ減額についてであった。日銀は国債の買入れ額を毎四半期4,000億円のペースで減額してきた。ただし、足許での長期金利の急上昇を受けて、国債買入れの減額ペースについていくらかの思惑が広がった。例えば、直ちに減額を行う可能性や、来年度以降は減額を行わないとの見方も一部ではあるが見られた。もっとも、市場参加者の多くは、来年度より毎四半期2,000億円のペースで減額するというものであった。実際、そうした見通し通りとなった。直ちに減額すると、日銀が市場に介入している印象が強まることになり、これまで市場の価格形成メカニズムを重視してきた日銀の姿勢と異なる印象を与えることになる。こうしたことを避けたかったのではないかと推測される。また、来年度以降減額を行わないというものも同様の観点から見送られたと推測される。市場コンセンサスに沿うことで市場に波乱を与えることを阻止したかったかもしれない。

日銀は、政策の不透明感を理由に利上げに対して慎重な姿勢を示している。しかし、6月調査の日銀短観を見ると、大企業製造業は13と前回の12から改善した。大企業非製造業は34と前回の35から悪化した。高水準を維持した形となった。つまり、米国からの関税を受けて、企業のマインドが大幅に悪化しているような印象は得られなかった。

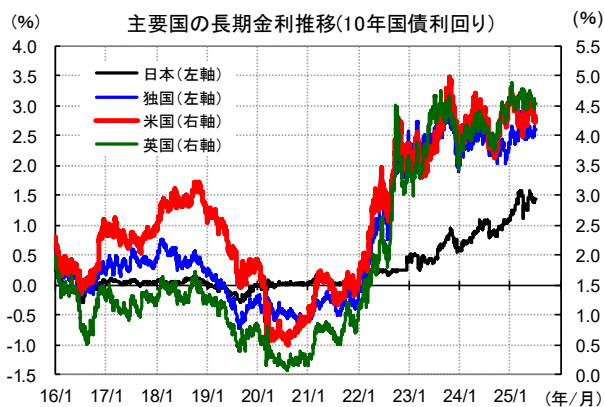
このような状況を踏まえると、年内に1回程度の利上げの可能性はあるとみている。

○ 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。ただ、その後は超長期債の金利上昇の影響を受ける形で上振れた。もっとも、超長期債の発行減額観測から超長期金利は低下し、長期金利も低下した。

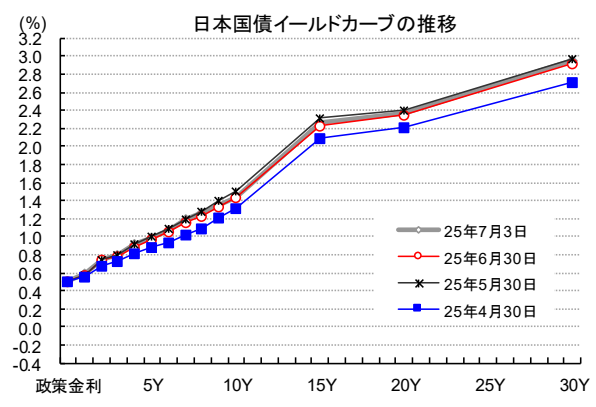
先行きについては、長期金利は基本的には上昇を予想する。景気と物価の好循環が生まれるなかで、日銀の利上げ観測が高まることを予想している。ただ、参議院選挙の結果で、与党が敗北し、一部の政党の発言力が強まるなか、財政が拡張的になるとの観測が高まれば、国債市場の需給の悪化が意識された「悪い金利上昇」につながる可能性もある。いずれにせよ、金利は上昇方向を予想する。

国内金利は 1.5%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

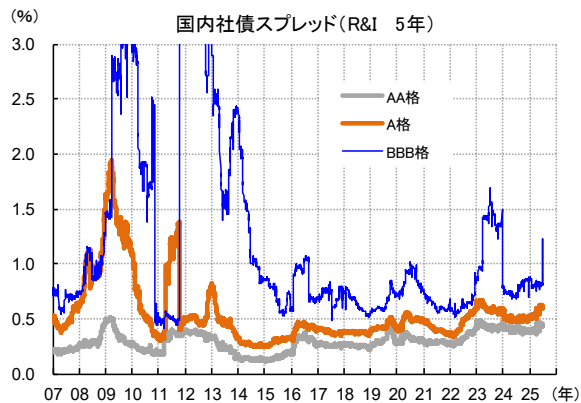
5 月末とほぼ同様か一部で若干の下振れ気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

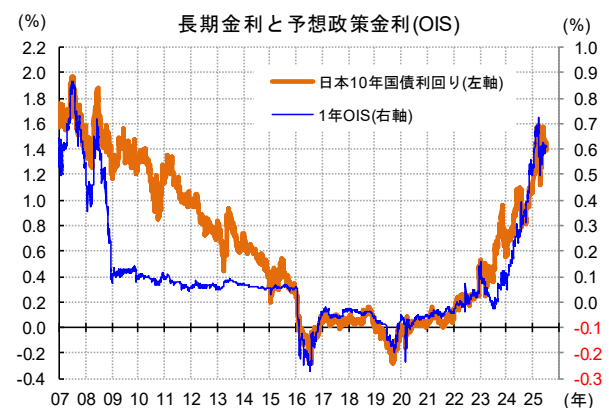
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

BBB 格は 1 カ月前と比べて横ばい圏で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

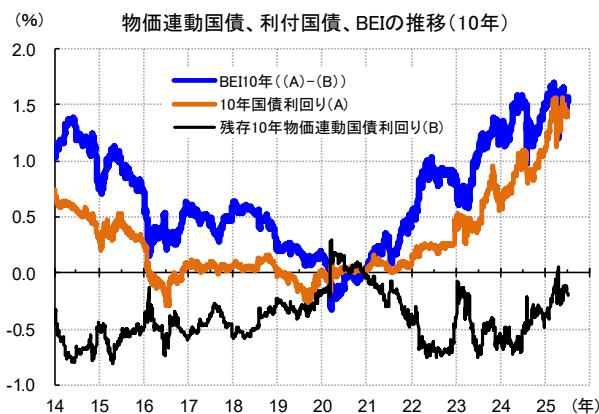
OIS は上昇基調



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。

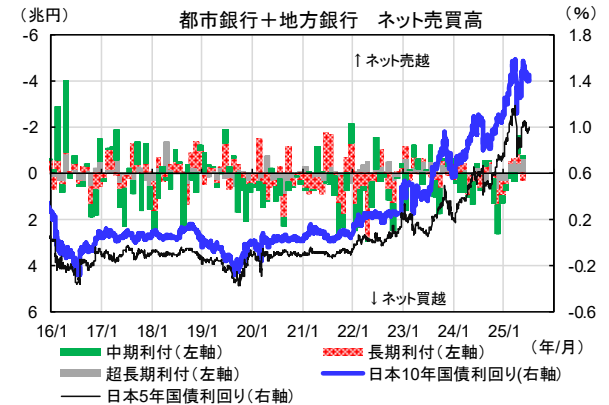
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

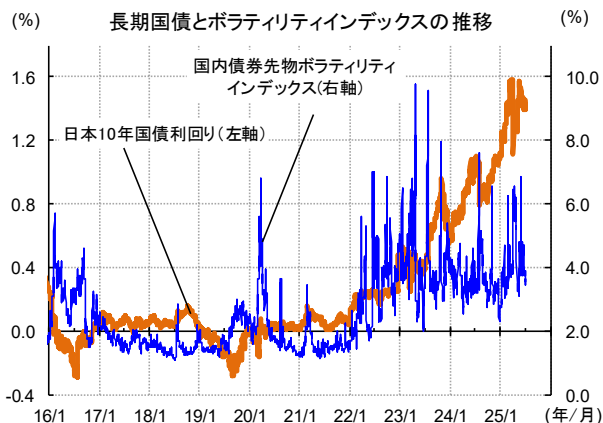
5 月は銀行が超長期債を中心に売り越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

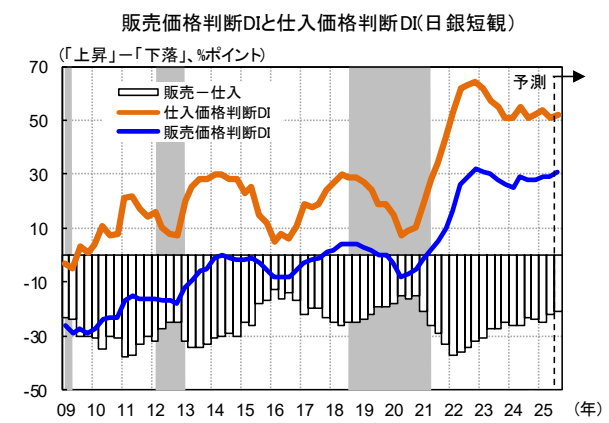
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは足許でやや落ち着きつつある状況



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

米国経済については潜在成長率を若干下回る程度の成長が見込まれる一方で、政策金利引き下げも限定的と予想されるなか、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

6月17～18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。声明文については若干の修正が行われた。経済見通しの不確実性について、これまでは「更に増している」としていた文言を「低下したが依然として高い」に変更した。これにより、利下げに慎重な印象を与えている。また、注目されていたドットチャートでは、年内「据え置き」を予想する参加者が増加し、「据え置き」派が(7人)と「二回の利下げ」派(8人)が概ね二分した状況になった。記者会見でのパウエル議長の発言では、「最終的に関税の負担は発生し、その一部は最終消費者にのしかかることになる」と指摘したほか、「その到来は分かっており、もう少し確認するまでは性急な判断を避けたいと考えている」と利下げに慎重な姿勢を示したことが注目された。ただ、こうしたパウエル議長の頑なな姿勢に対して、トランプ大統領やベッセント財務長官から批判の声が寄せられている。一方で、次期、FRB(米連邦準備制度理事会)議長候補の一人とみなされているウォーラー理事からは、早ければ7月にも利下げという発言がなされている。

さすがに、足許の状況において7月の利下げの可能性は低いと見られるが、9月以降の会合では利下げが視野に入ってくる可能性はあろう。当社では年内に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。そのうえ、ムーディーズが米国債の長期信用格付けを最上位の「Aaa」から「Aa1」に引き下げたことも、米国の金利上昇に繋がった。しかし、足許は利下げ観測の高まりから長期金利は低下気味で推移している。もっとも利下げの織り込みはある程度なされた印象がある。一方で、米国経済については潜在成長率を若干下回る程度の成長となろう。幾分かの減速が意識されるだろうが、底堅さも意識されるだろう。このような環境の下で長期金利は横ばい推移するとみている。

1-3. ユーロ圏債券

ECBは更なる利下げに慎重な模様。米国の金利との連動から横ばいを予想

○ 金融政策について

6月5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2.25%から2%に引き下げた。昨年9月から7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2.4%、主要リファイナンス・オペ金利を2.15%とした。

ラガルド総裁は、現在の金融政策に関して、「良好な立場」にあると発言した。市場では、今後も段階的に利下げを行っていくとみられていたもので、これはタカ派サプライズとして受け止められた。ただ、最近のユーロ圏経済の底堅さをみれば違和感のある決定とは言いがたい。

なお、ECBのスタッフ見通しが公表されて、2025年のHICP(消費者物価指数)については2.0%、2026年については1.6%といずれも3月の見通しから0.3%ptずつ下方修正された。実質GDP成長率は、2025年は0.9%、2026年は1.1%と予想され、前者は3月の見通しから変わらず、後者は0.1%引き下げられた。

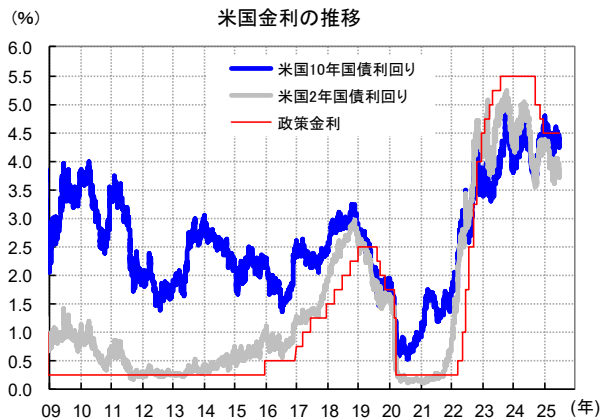
当社は市場のコンセンサス通り、年内に残り1回の利下げを予想する。

○ 長期金利

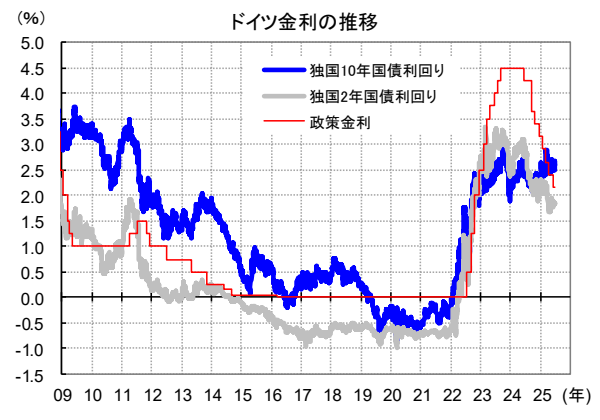
ドイツの長期金利については、3月前半に大幅上昇したが、その後は低下傾向で推移してきた。4月後半以降は、2.5%前後で推移し、一時は上振れる場面があったものの、また、2.5%近傍に回帰してきた。なお、ここところのドイツと米国の長期金利の前営業日差について相関をとると0.3程度あり、やや相関している。この先も、米国との金利の連動は続く予想され、米国の長期金利について横ばいと予想するなか、ドイツの長期金利についても横ばい圏で推移するとみている。ユーロ圏経済の底堅さは意識されて、金利上昇圧力が強まる可能性は否定できないが、ただ、依然として利下げ局面であるとみなすことができる状況を踏まえれば、その程度は限られるだろう。やはり横ばい圏の推移を予想することが妥当だろう。

【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。

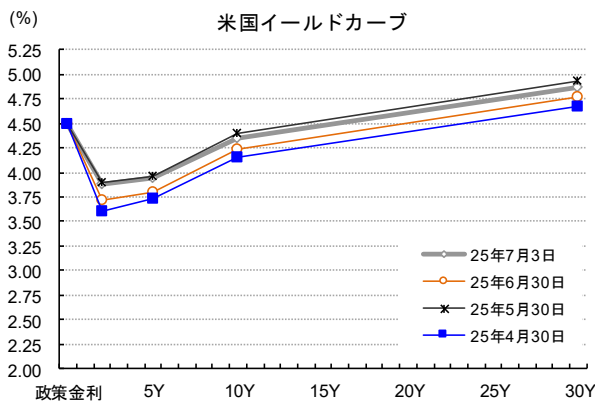
(米国) 10年金利は4.3%近傍で推移



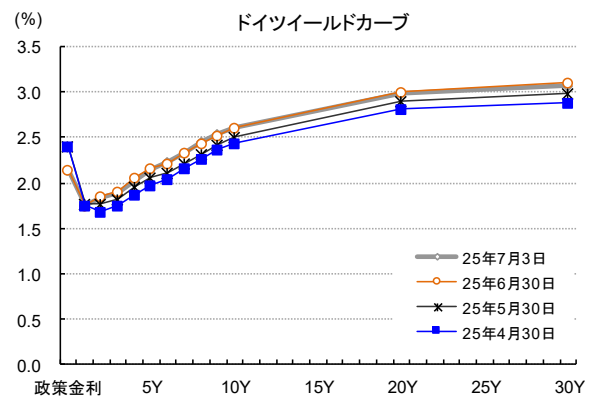
(ドイツ)10年金利は2.7%近傍で推移



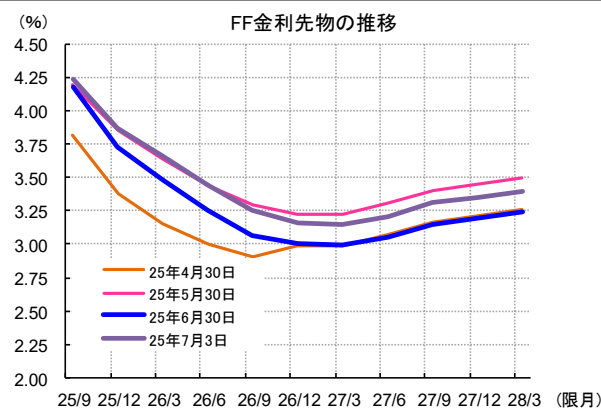
(米国) 5月末と比べて全体的に小幅に下振れ



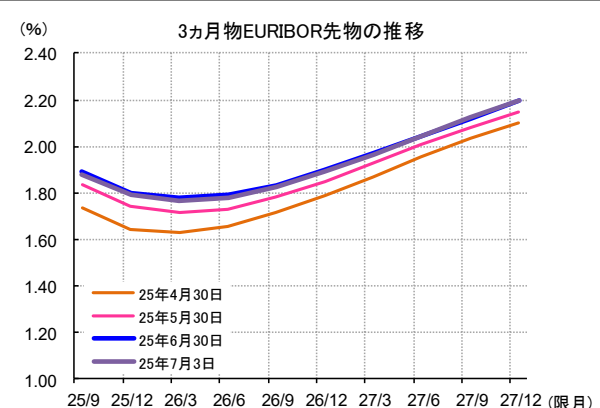
(ドイツ) 5月末と比べて、長期から超長期ゾーンを中心に若干上振れ



(米国) 5月末と比べて期先を中心に下振れ



(ユーロ圏) 5月末と比べて全般的に若干上振れ

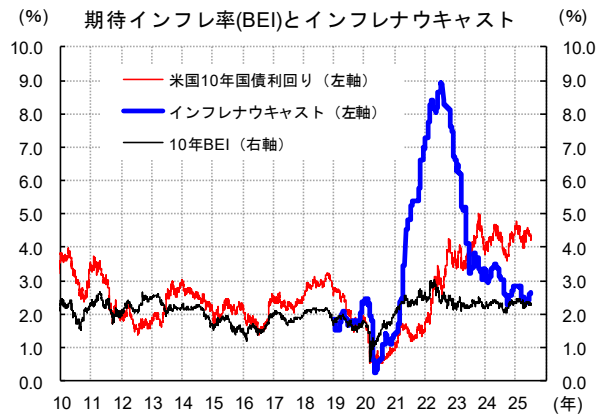


注: EURIBOR は欧州銀行間貸出金利でユーロ圏の短期指標金利。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

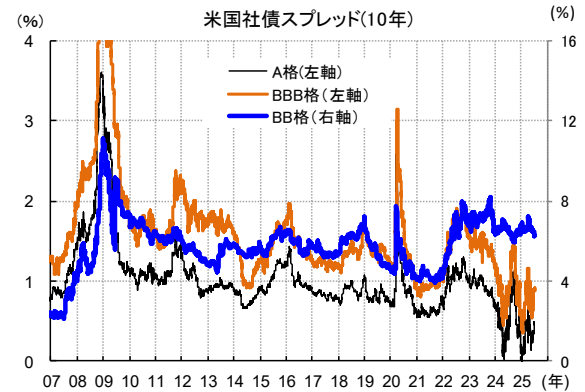
(米国)インフレナウキャストは前月から上昇



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

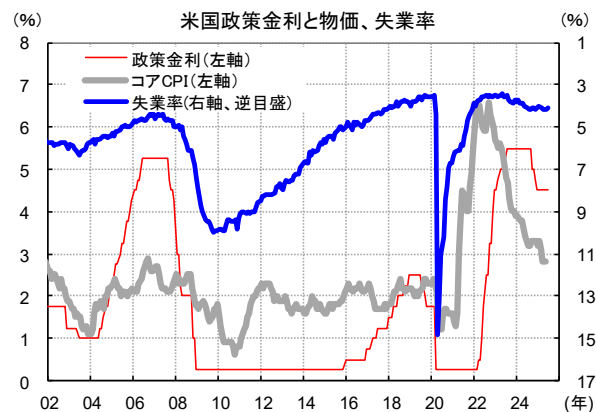
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BBB 格は1ヵ月前と比べてワイド化



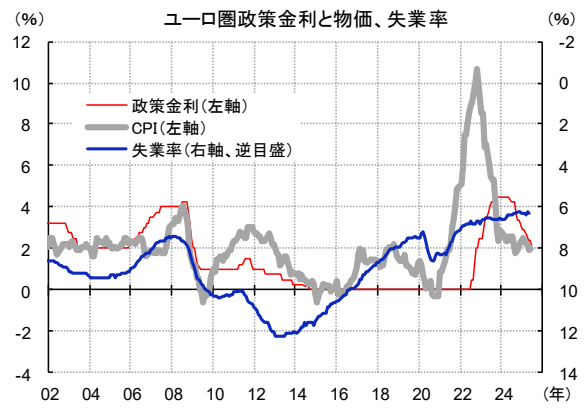
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



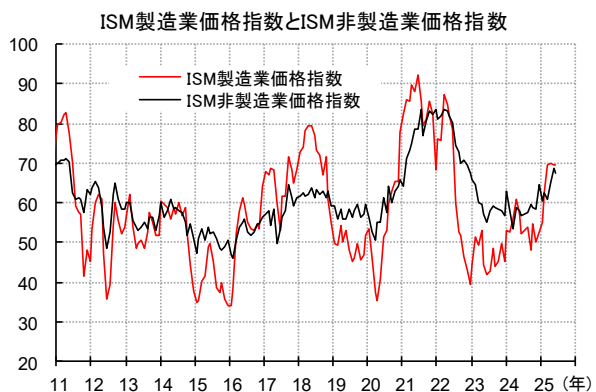
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



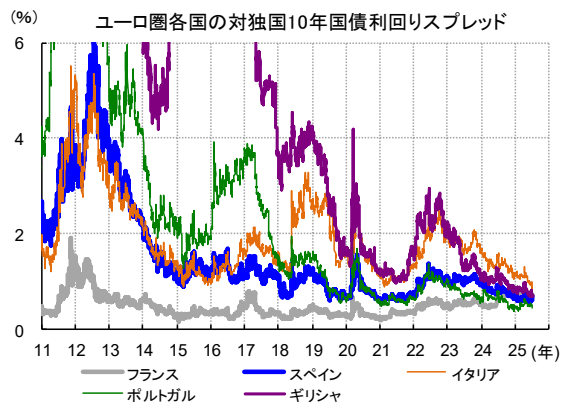
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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) 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動向を見ると、4月4日終了週から6月27日終了週までの13週連続で現物株を買い越している。一方で、裁定取引の状況、特に実質ベースの差し引き(買い残から売り残を引いたもの)を見ると、買い余力はややある模様である。

〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.41倍、PERは12ヵ月先予想ベースで14.3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1.02%程度である(数値は6月27日現在)。

〔業績動向〕

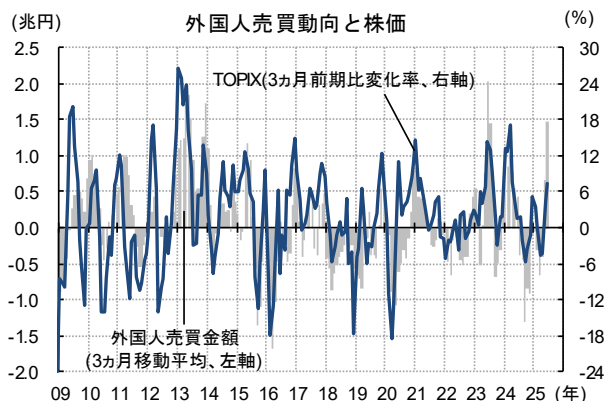
リビジョンインデックスは悪化してマイナス圏で推移している。当然のことながら、関税の動向次第で上下双方向に変動する可能性があるだろう。

〔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。また、米国のハイテク株高に連れた面もある。日本のGDP成長率見通しやドル円の見通しを踏まえると、足許の株価は比較的妥当な水準にあるとみている。ただし、長期的には、物価の伸びがやや抑制されつつ、賃金の伸びは継続する中、実質賃金は改善基調をたどる公算で、内需は底堅く推移するとみている。

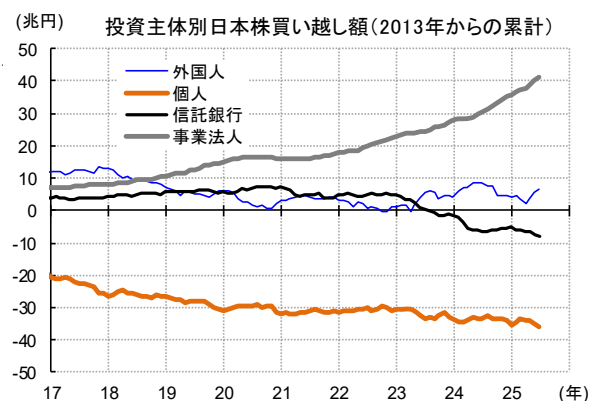
また、貯蓄から投資の流れにも期待したい。7月より金融庁は、資産運用業界を監督する「資産運用課」を発足させた。銀行や証券、保険に並ぶ課として、位置付けた点は大きいだろう。これまで、資産運用業の認知度は低かったが、これを機に存在感を示すことに繋がれば、投資家の裾野は広がり、日本株にも資金が流入してくるとみている。2024年に新NISA制度が導入され、口座数も増えている模様である。こうしたことも、日本株にとっては追い風となろう。いずれにしても、日本株は長期的には緩やかに上昇するとみている。

5月までの3ヵ月平均では外国人投資家は買い越し



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

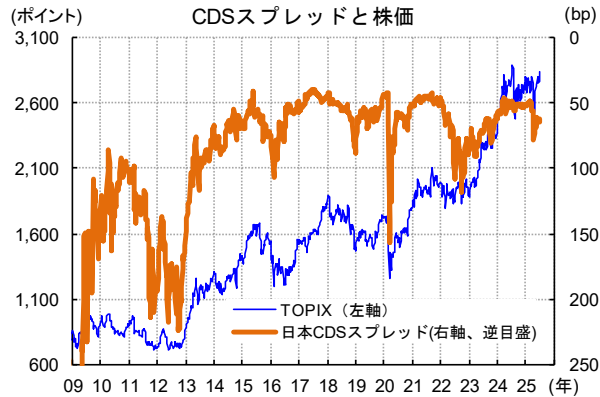
外国人投資家の買い越し額(2013 年からの累計)はプラス圏を拡大



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

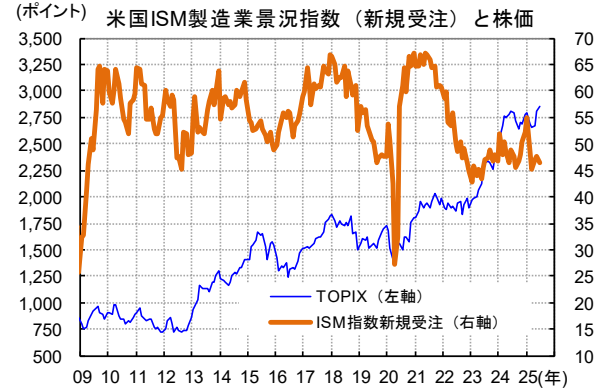
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

CDS のスプレッドは横ばい圏のなか、株価は堅調



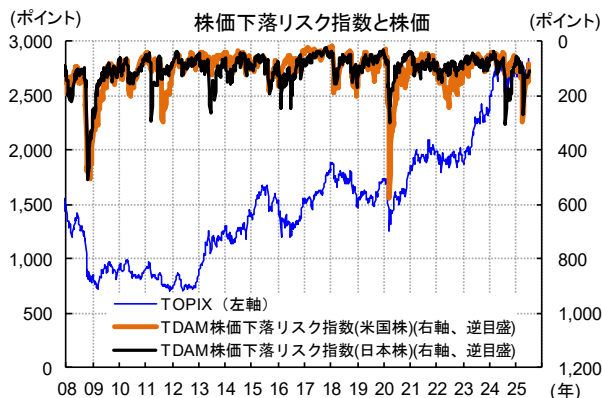
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数の新規受注が冴えないものの、株価は上昇



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

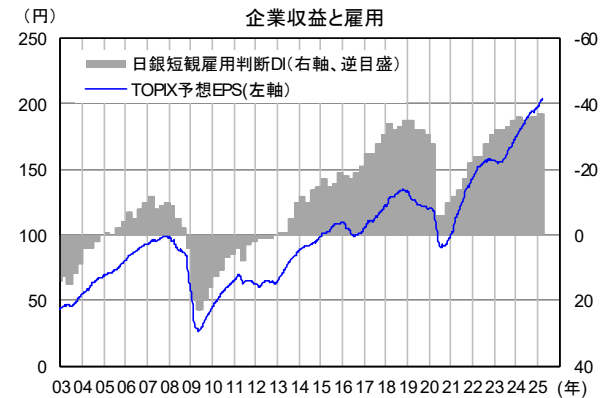
特に日本の株価下落リスク指数は足許で低下気味



注: TDAM 株価下落リスク指数とは、T&D アセットマネジメントが、株価動向をもとに、下落方向に特化してリスクの度合いを指数化したもの。

出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通しは改善基調のなか、雇用判断DIは人手不足な状況を示唆



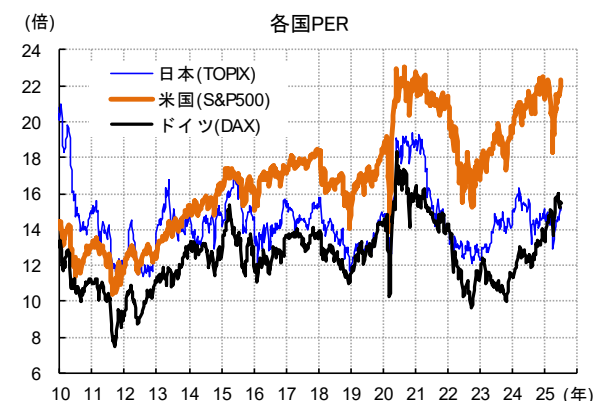
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は前々月末から上昇



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。

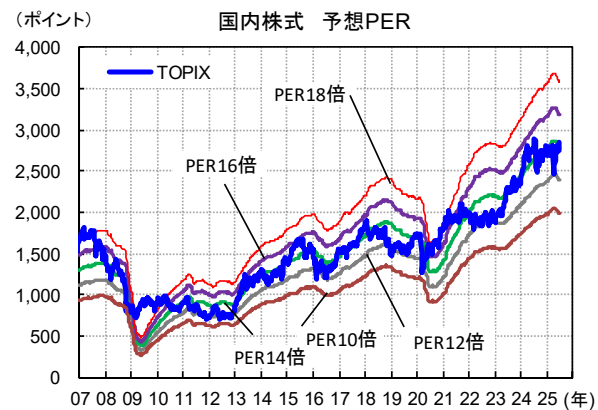
6 月末では海運業の見通しが改善

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	海運業	3.5%	1	鉱業	-5.3%
2	小売業	3.3%	2	石油・石炭製品	-4.6%
3	鉄鋼	1.7%	3	水産・農林業	-3.0%
4	その他金融業	1.6%	4	保険業	-3.0%
5	サービス業	1.5%	5	卸売業	-2.9%
6	不動産業	1.4%	6	証券・商品先物取引	-1.8%
7	金属製品	1.2%	7	銀行業	-1.4%

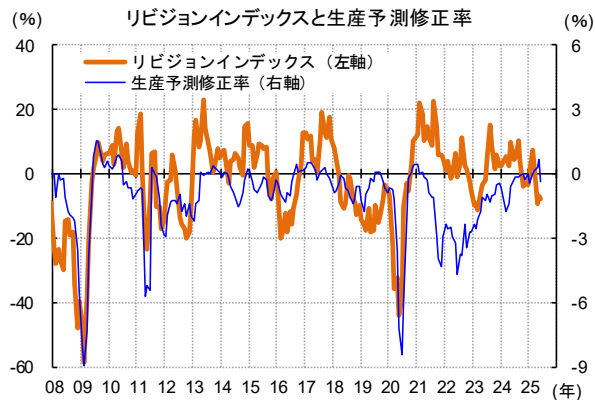
注: 12ヵ月先予想ベース(2025年6月末現在)。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

予想 PER(12ヵ月先)は足許 14.3 倍程度



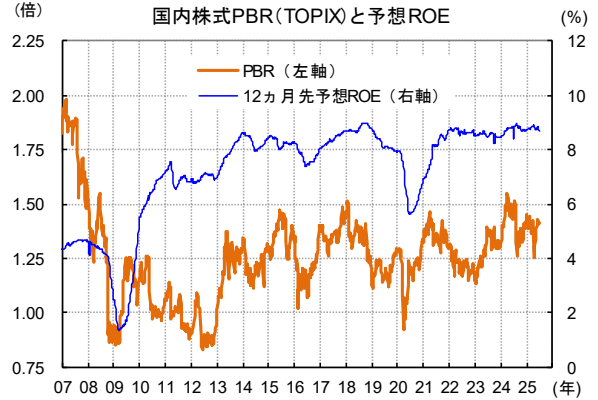
注: 12ヵ月先予想ベース。
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはマイナス圏



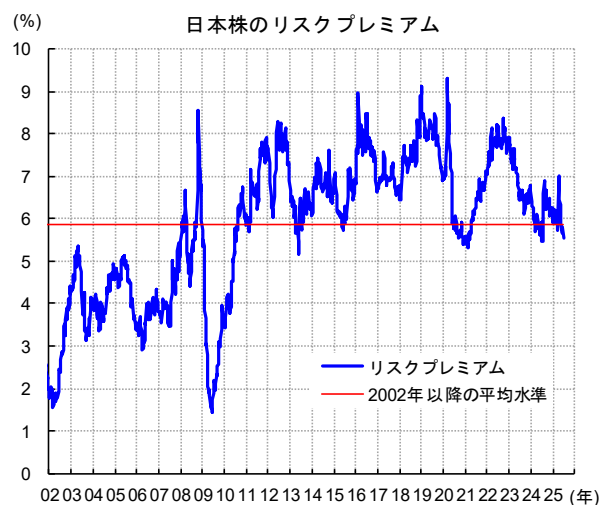
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBR は 1.41 倍、予想 ROE は 8.66%



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 2,287 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%
		(117.9)	(137.5)	(157.2)	(176.8)	(196.5)	(216.1)
リスクプレミアム	4%	1.10	1.29	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	1.17
	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%
		(117.9)	(137.5)	(157.2)	(176.8)	(196.5)	(216.1)
リスクプレミアム	4%	2,166	2,527	2,888	3,249	3,610	3,971
	5%	1,830	2,135	2,440	2,745	3,050	3,355
	6%	1,584	1,848	2,112	2,376	2,640	2,904
	7%	1,396	1,629	1,862	2,094	2,327	2,560
	8%	1,248	1,456	1,665	1,873	2,081	2,289
	9%	1,129	1,317	1,505	1,693	1,881	2,070

注: 括弧は、BPS1,965 ポイントの場合の EPS 水準
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg、TDAM 予想

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

2-2. 外国株式

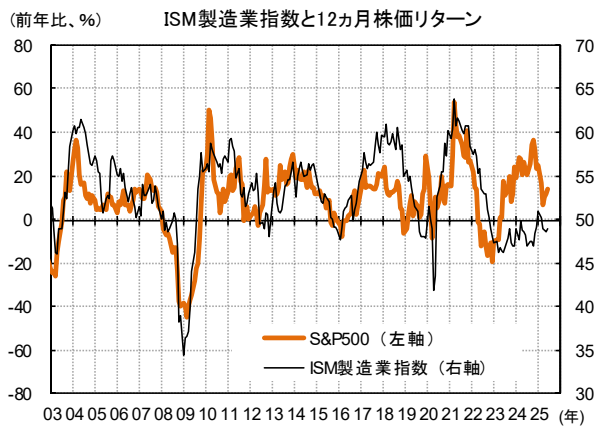
米国の景気は比較的底堅いなか、先行きの利下げも意識されてゴールドロックス相場に向かいつつも、割高感があり緩やかな上昇にとどまる公算

[米国株式]

S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは22.0倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:20.1倍、過去10年平均:18.6倍程度)を明確に上回る。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16%の増益と14%程度の増益が予想されている。

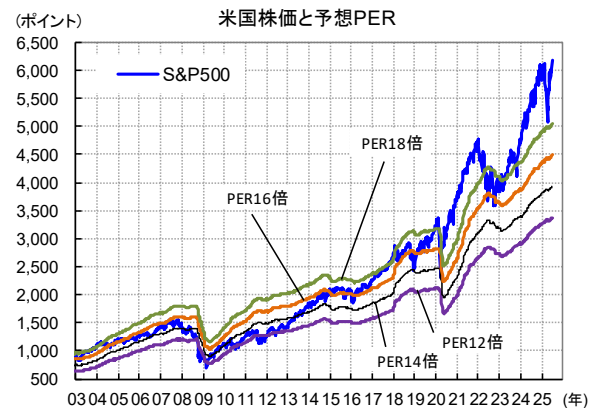
先行きの米国経済は緩やかな減速ながらも、底堅く推移するとみている。つまり潜在成長率を若干下回る程度だろう。そうしたなかで利下げが行われるとみており、ゴールドロックス的な展開になると予想している。加えて、トランプ政権の対外強硬的な姿勢がハイテク企業にとって追い風となる可能性が意識される。また、各国の防衛費拡大はAI技術や高性能な半導体ニーズにもつながるだろう。こうした点も米国のハイテク株を上昇させる要因になるとみている。もっとも、株価の割高感は強い。PERのZ値(月次のデータをもとに算出)では、1.6程度となっている。1を上回っていることから、株価の脆弱性についてはやや懸念される。アクティブ運用者のポジション動向を示す統計においても、一時期は相応に慎重化していた米国株に対して積極化していることがうかがえる。そうした状況を踏まえれば、株価の上昇余地は限られるだろう。

ISM 製造業指数がやや持ち直し、株価パフォーマンスも改善



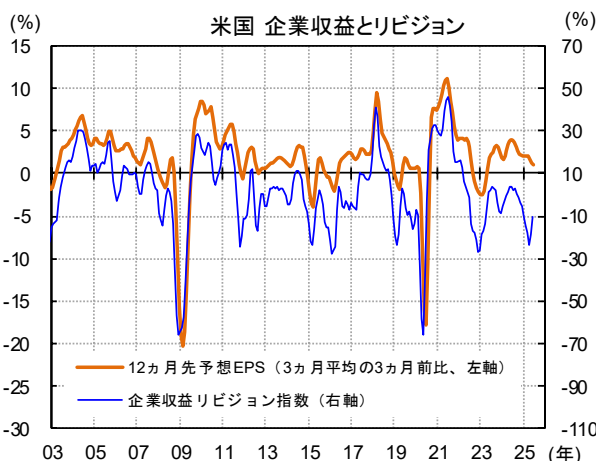
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 22.0 倍程度



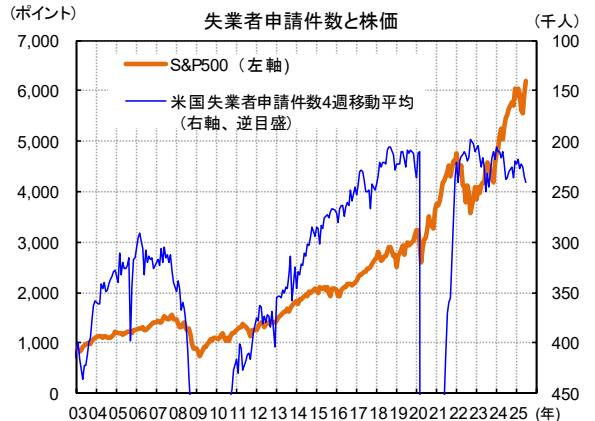
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

リビジョンインデックスはマイナス圏



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

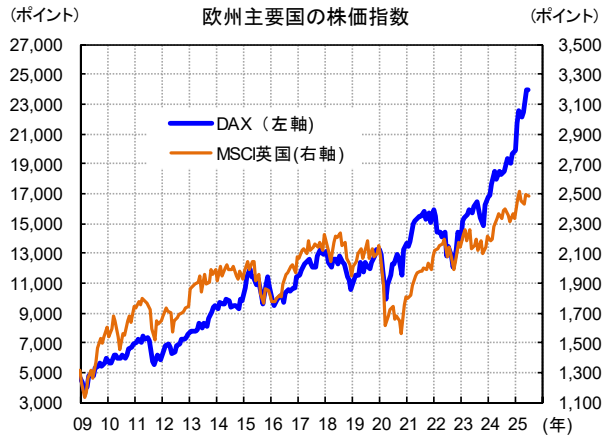
失業申請件数はやや悪化しつつも、株価は堅調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

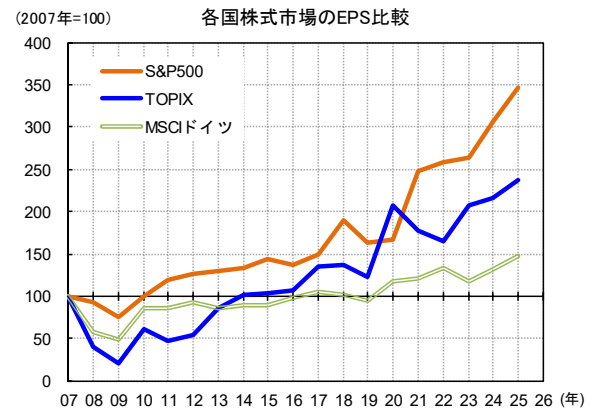
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

DAX は引き続き上昇



出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

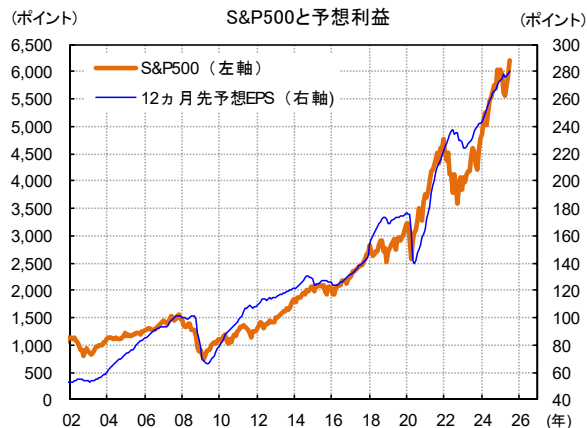
予想利益成長率(25 年、26 年)は、米国: 16%、14%、日本: 5%、10%、ドイツ: 12%、13%



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

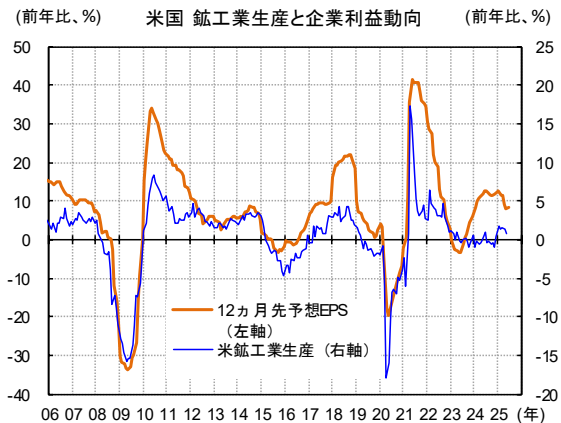
12 カ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



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

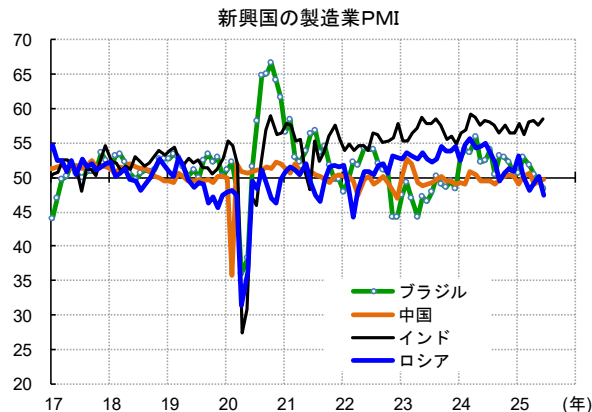
予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



注: 12 カ月予想EPSは、S&P500 のデータを使用。

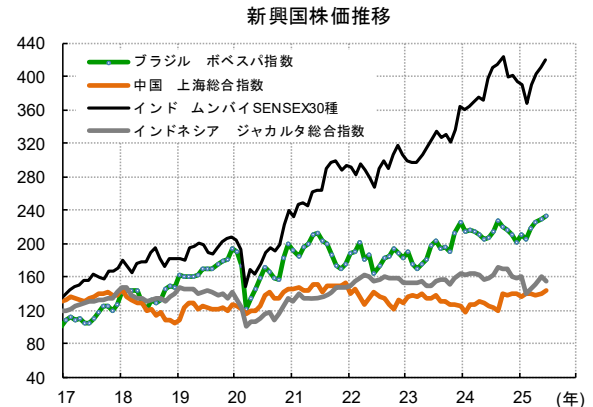
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

ロシアは悪化気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

インドは堅調



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

名目金利差の先行きや、日本経済の底堅さなどを踏まえると円高が進む見通し

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。その後、ドル円が上振れる場面もあり、75日移動平均を上抜ける場面もあったが、上値抵抗線と意識された模様で下抜け円高気味で推移している。

先行きについても円高の流れは緩やかながらも続くとみている。日本については金利が上昇に向かい、一方で米国では横ばい(長期的には低下)という構図のなかで円高方向に進むとみている。また、これに関連するが日本経済の底堅さが影響するだろう。6月調査の日銀短観公表時には、比較的堅調な内容を受けて円高気味に推移する場面もみられた。こうした形で、日本の経済指標の良好さが円高に繋がるとみている。

加えて、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、基調としては減退しつつあることを示唆している。

なお、先物ポジションのアンワインドがドル円相場に与える影響が限定的である点も注目材料である。円の買い越しポジションは4月29日に18万枚に近づいた。このところのピーク時である。市場参加者の一部にはアンワインドのタイミングで円安が進むという予想もあった。しかし、6月24日は13万枚程度とピーク時と比べて相応にポジションは解消したが、ドル円相場はこの2時点と比較すると2、3円ほど円安に振れた程度に過ぎない。つまり、アンワインドが相場に与えた影響は限定的であった。

むしろ、円の割安感を解消させる形で、円高が進む展開を予想する。

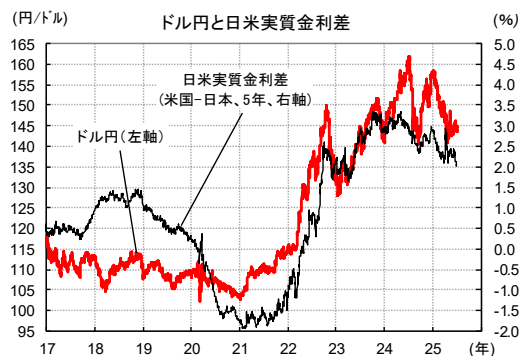
3-2. ユーロドル

ECB の利下げ局面終盤やユーロ圏経済の底堅さが意識されつつも、急速なユーロ高がユーロ圏経済に重しとなる可能性も意識され、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。ECBの利下げも終盤に差し掛かっていることや、ユーロ圏経済の持ち直しもユーロ高に繋がっているだろう。

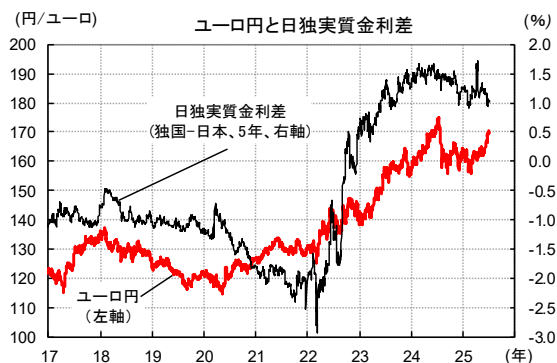
ただ、急速なユーロ高はユーロ圏経済の重しとなる、という見方もある。ECB高官もユーロ高に対して慎重な姿勢を示している。ECBのデギンドス副総裁は、1.17ドル、1.20ドルでさえ、見過ごすことができない水準ではない、という指摘をしており、また、それ以上になると、かなり複雑になる、という発言もしている。こうした発言を踏まえると、更なるユーロ高はECBの利下げに繋がる可能性を高めよう。とすると、皮肉にもユーロ高がユーロ安を招くという展開になろう。こうした状況を踏まえてユーロは横ばいを予想する。

日米実質金利差が概ね横ばい推移し、ドル円は横ばい推移



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

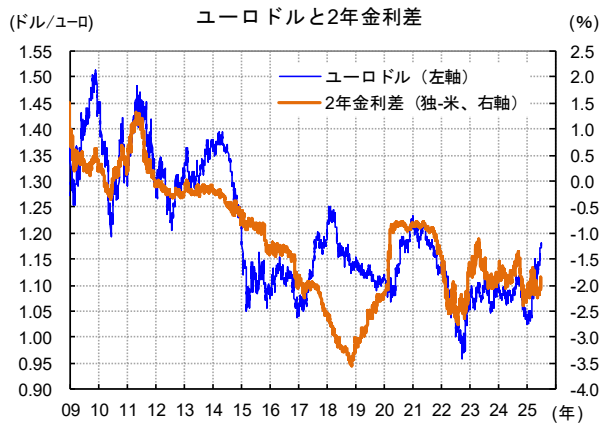
日独実質金利差が概ね横ばい推移したなか、ユーロ円は上昇



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

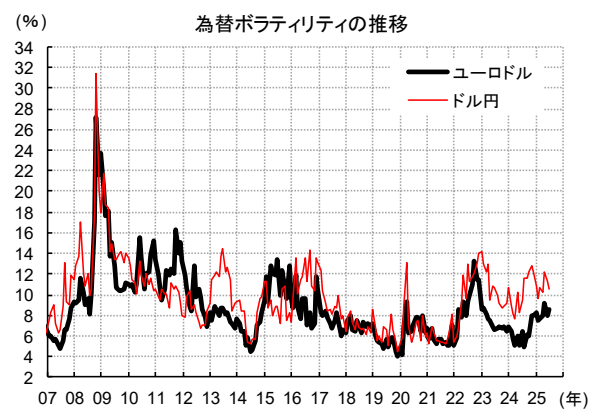
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

ユーロドルは横ばい推移



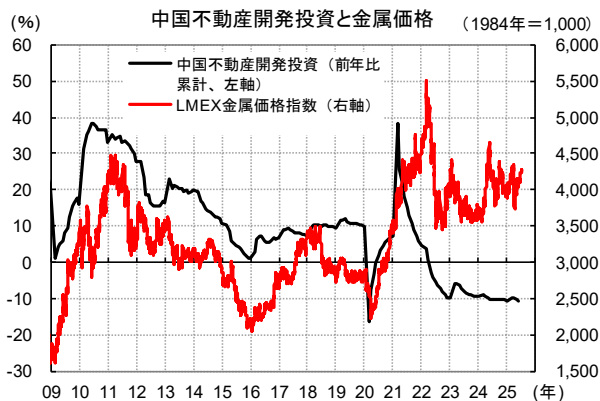
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティは1カ月前と比べて横ばい気味



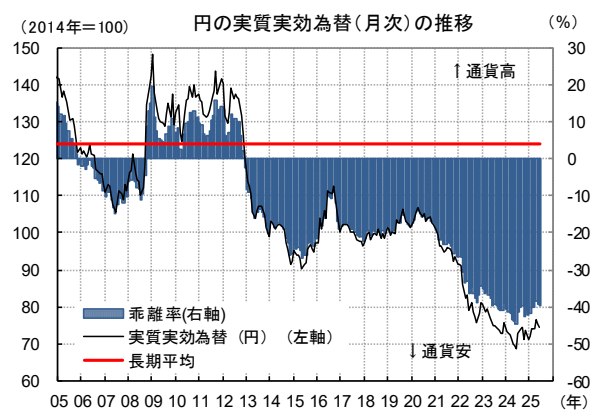
注: ボラティリティは、1ヵ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金属価格指数はこのところ概ね横ばい推移



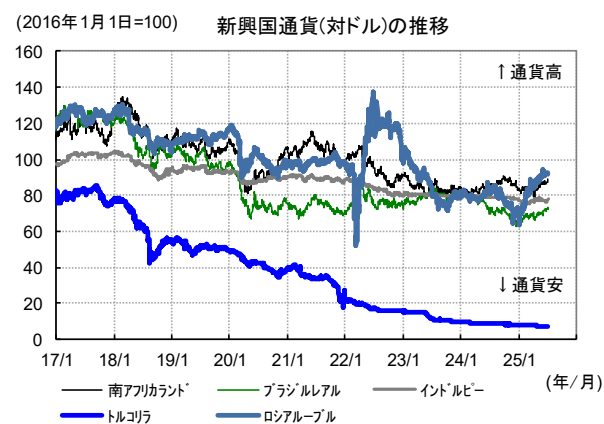
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



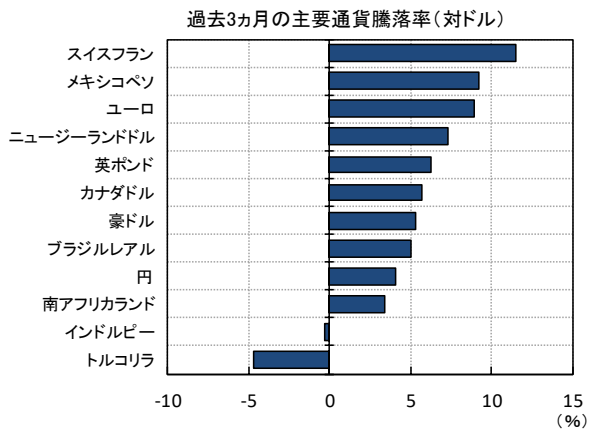
注: 「長期平均」は1995年1月～2023年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラ安気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

スイスフランが堅調



注: 計算期間は2025年3月31日～2025年6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7～9月期		2025年10～12月期		2026年1～3月期		2026年4～6月期					
			2025年 6月5日	2025年 7月4日												
日本	政策金利	%	0.50	0.50	0.50	～	0.50	0.50	～	0.75	0.75	～	0.75	0.75	～	1.00
	10年国債利回り	%	1.47	1.44	1.30	～	1.80	1.40	～	1.90	1.50	～	2.00	1.50	～	2.00
	TOPIX	ポイント	2,756	2,828	2,600	～	2,970	2,630	～	3,000	2,660	～	3,030	2,690	～	3,060
	日経平均	円	37,554	39,811	36,600	～	41,800	37,000	～	42,200	37,400	～	42,600	37,800	～	43,000
米国	FFレート	%	4.25～4.50	4.25～4.50	4.00	～	4.50	3.75	～	4.25	3.50	～	4.00	3.25	～	3.75
	10年国債利回り	%	4.39	4.35	3.90	～	4.70	3.90	～	4.60	3.70	～	4.50	3.60	～	4.40
	S&P500	ポイント	5,939	6,279	5,780	～	6,590	5,870	～	6,690	5,960	～	6,790	6,050	～	6,890
	NY ダウ	ドル	42,320	44,829	41,240	～	47,070	41,860	～	47,780	42,490	～	48,500	43,130	～	49,230
ユーロ圏	中銀預金金利	%	2.00	2.00	1.75	～	2.00	1.75	～	2.00	1.75	～	1.75	1.75	～	1.75
	独10年国債利回り	%	2.58	2.61	2.30	～	2.80	2.20	～	2.70	2.15	～	2.65	2.15	～	2.65
	DAX	ポイント	24,324	23,787	21,610	～	25,000	21,610	～	25,000	21,610	～	25,000	21,610	～	25,000
為替	ドル円	円/ドル	143.53	144.47	136	～	152	135	～	150	134	～	149	133	～	148
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.145	1.178	1.12	～	1.24	1.12	～	1.24	1.12	～	1.24	1.12	～	1.24
	ユーロ円	円/ユーロ	164.29	170.17	159	～	183	158	～	181	157	～	180	156	～	179

注: 日本の政策金利は、日銀当座預金のうち政策金利残高に適用されるマイナス金利を表記。

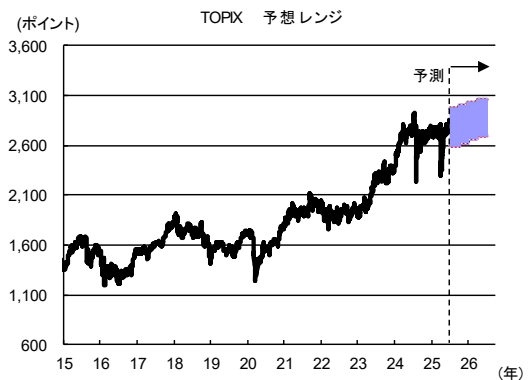
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

〔日本 長期金利〕



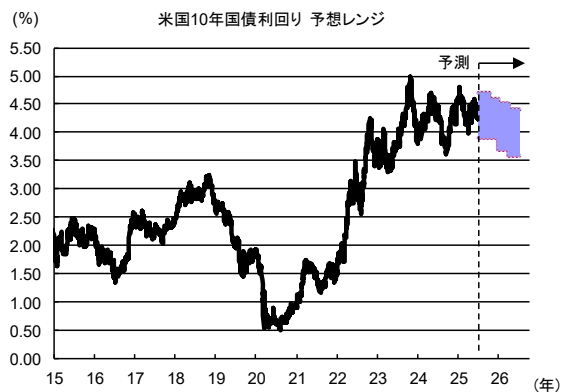
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔日本 株価〕



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

〔米国 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔米国 株価〕

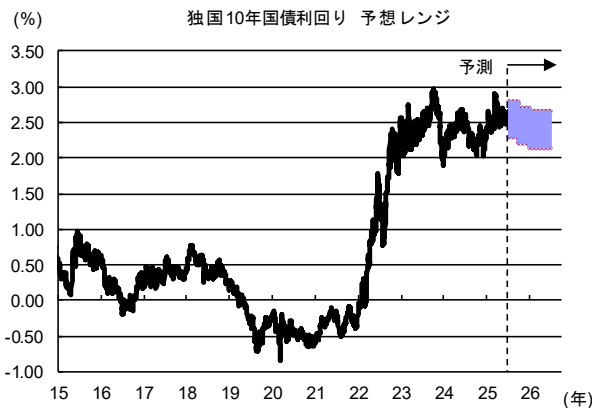


出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

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

〔ドイツ 長期金利〕



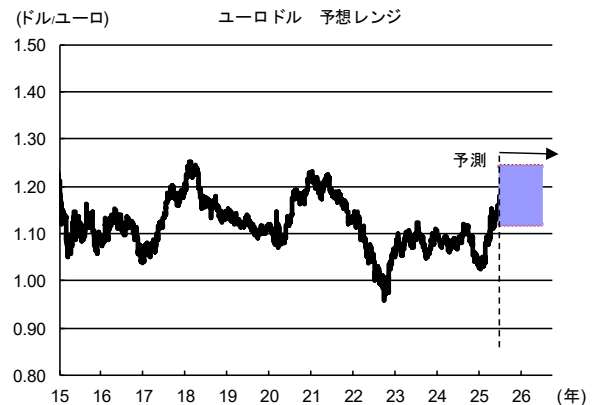
〔ドイツ 株価〕



〔為替 ドル円〕



〔為替 ユーロドル〕



〔為替 ユーロ円〕



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

【当資料で使用するデータについて】

・東証株価指数(TOPIX)の指数値及び東証株価指数(TOPIX)に係る商標又は商標は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社(以下「JPX」といいます。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数(TOPIX)に関するすべての権利・ノウハウ及び東証株価指数(TOPIX)に係る商標又は商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、東証株価指数(TOPIX)の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。本商品は、JPXにより提供、保証又は販売されるもので、は、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
	7/1 (日)6月消費者態度指数 (ユーロ圏)6月CPI(速報値) (米)5月建設支出 (米)6月ISM製造業景況指数 (米)6月自動車販売台数	7/2	7/3 (米)5月貿易収支 (米)6月ISM非製造業景況指数 (米)6月雇用統計	7/4 ◎Independence Day 米国休場 (日)5月家計調査
7/7	7/8 (日)6月景気ウォッチャー調査 (米)6月NFIB中小企業楽観指数	7/9 (中)6月CPI (米)6/18分FOMC議事録	7/10	7/11
7/14 (日)5月機械受注 (中)6月貿易収支	7/15 (中)6月鉱工業生産 (中)6月固定資産投資 (中)6月小売売上高 (中)4-6月期GDP (米)6月CPI (米)7月NY連銀製造業景気指数	7/16 (米)6月鉱工業生産	7/17 (日)6月貿易収支 (米)5月企業在庫 (米)6月小売売上高 (米)7月NAHB住宅市場指数 (米)7月フィラデルフィア連銀景況指数	7/18 (日)6月CPI (米)6月住宅着工・建設許可件数 (米)7月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
7/21 ◎海の日 (米)6月景気先行指数	7/22	7/23 (米)6月中古住宅販売件数	7/24 (ユーロ圏)7月PMI(速報値) (ユーロ圏)ECB理事会 (米)6月新築住宅販売件数 (米)7月Markit 製造業PMI(速報値)	7/25 (独)7月IFO景況感指数 (ユーロ圏)6月マネーサプライ (米)6月耐久財受注(速報値)
7/28	7/29 (米)5月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)7月消費者信頼感指数	7/30 (ユーロ圏)4-6月期GDP(一次速報値) (米)6月中古住宅販売仮契約指数 (米)4-6月期GDP(1次速報値) (米)4-6月期個人消費支出(速報値) (米)FOMC結果発表	7/31 (日)7月消費者態度指数 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (中)7月製造業PMI	

注: 7月4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。