

投資環境レポート

2025 年 10 月

本資料は 2025 年 10 月 6 日時点での利用可能な情報をもとに作成しています。



【目次】

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

経済見通し

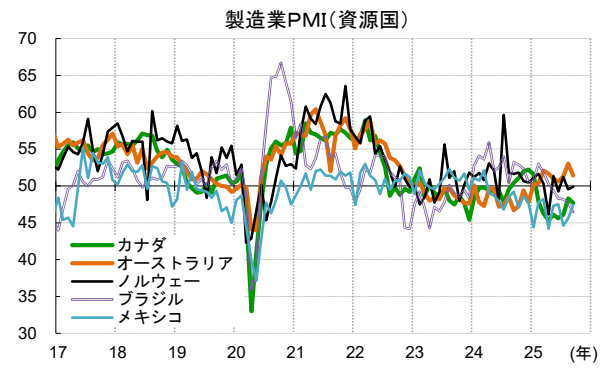
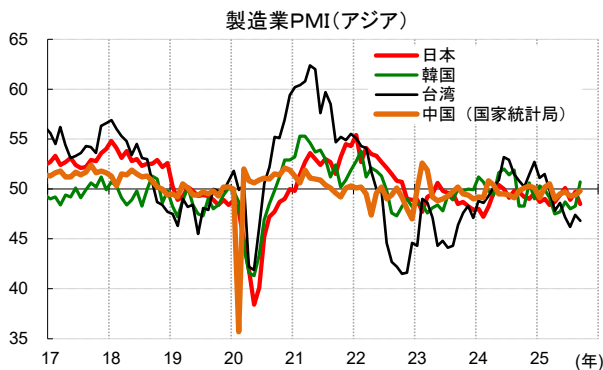
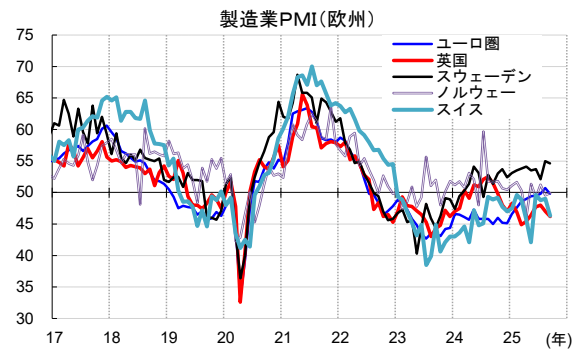
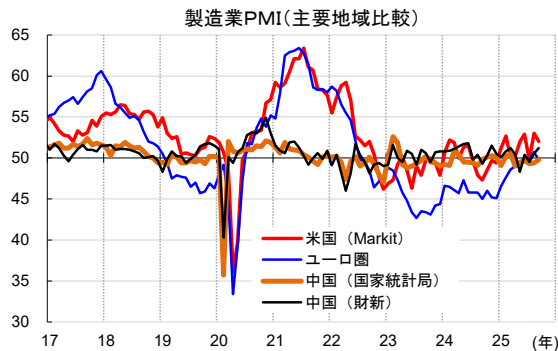
【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			(前年比、%)	四半期実績			(前年同期比、%)
	24年	25年	26年		24年 10-12月	25年 1-3月	25年 4-6月	
世界全体	3.3	3.0	3.1					
先進国	1.8	1.5	1.6					
アメリカ	2.8	1.9	2.0		2.4	2.0	2.1	
日本	0.2	0.7	0.5		1.2	1.7	1.7	
英国	1.1	1.2	1.4		1.9	1.7	1.4	
ユーロ圏	0.9	1.0	1.2		1.3	1.6	1.5	
ドイツ	▲ 0.2	0.1	0.9		▲ 0.4	0.0	▲ 0.2	
フランス	1.1	0.6	1.0		0.6	0.6	0.8	
イタリア	0.7	0.5	0.8		0.5	0.7	0.4	
スペイン	3.2	2.5	1.8		3.7	3.2	3.1	
カナダ	1.6	1.6	1.9		2.3	2.3	1.2	
新興国	4.3	4.1	4.0					
ブラジル	3.4	2.3	2.1		3.6	2.9	2.2	
ロシア	4.3	0.9	1.0		4.5	1.4	1.1	
インド	6.5	6.4	6.4		6.4	7.4	7.8	
中国	5.0	4.8	4.2		5.4	5.4	5.2	
ASEAN5	4.6	4.1	4.1		5.1	4.9	5.1	

注: (1) IMF 見通しは、2025 年 7 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】

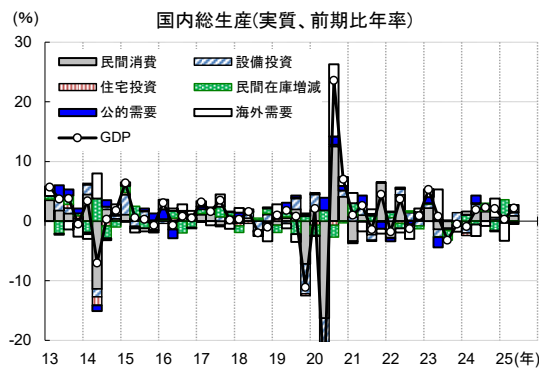


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

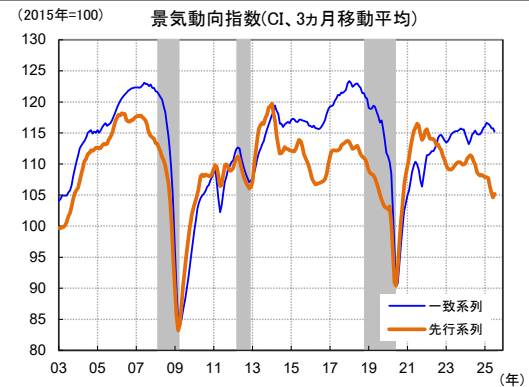
1. 日本経済

個人消費も設備投資もともに底堅く推移する見込み。この先、利上げがあったとしても堅調さを維持できる公算

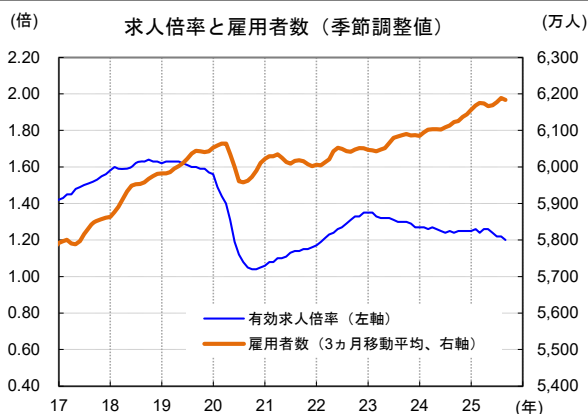
4－6 月期は民間消費や輸出の寄与もあり、GDP は前期比年率 2.2% 増



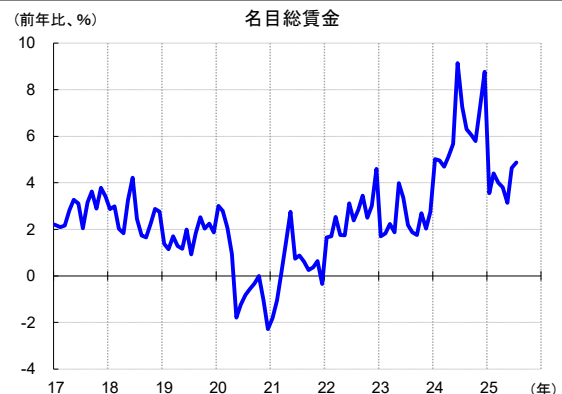
景気先行指数と一致指数が乖離した状態



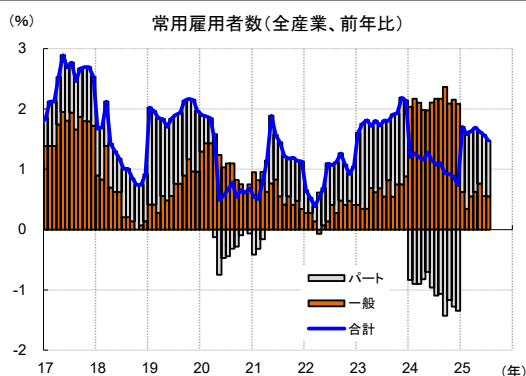
雇用者数は増加傾向



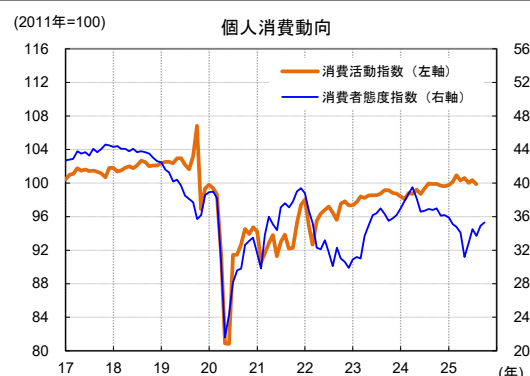
名目総賃金は前年比プラス圏



常用雇用者数全体は前年比プラス圏

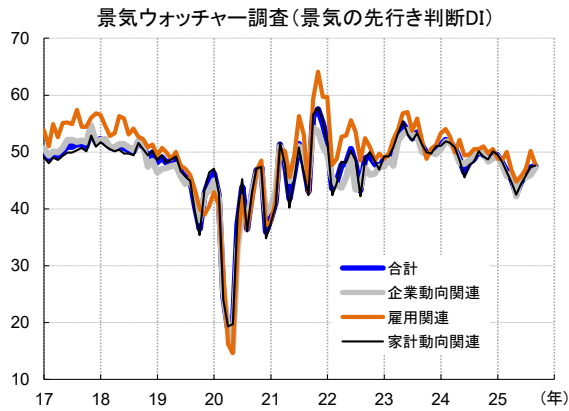


予想通り消費者態度指数がやや改善しつつあるが、今後にも期待



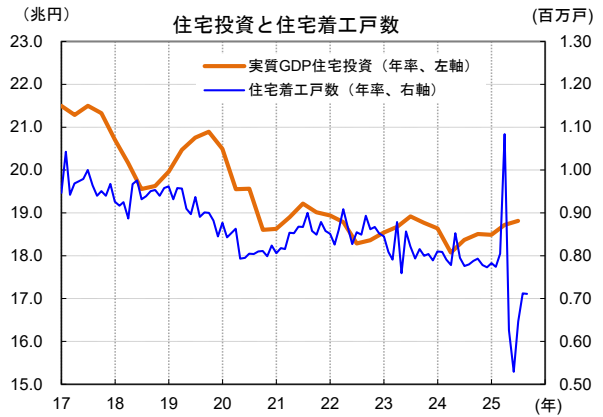
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、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、家計動向関連が改善した一方、雇用関連が悪化



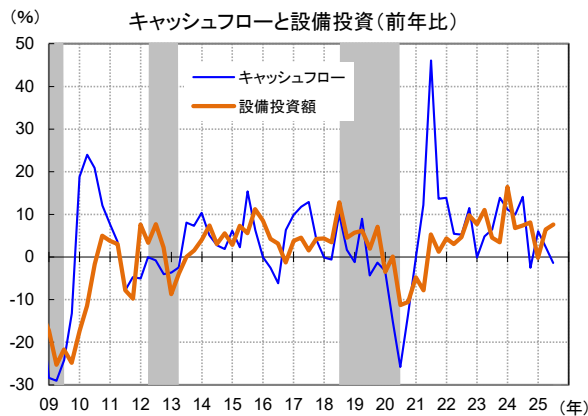
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

8 月の住宅着工戸数はおよそ 711 千戸



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

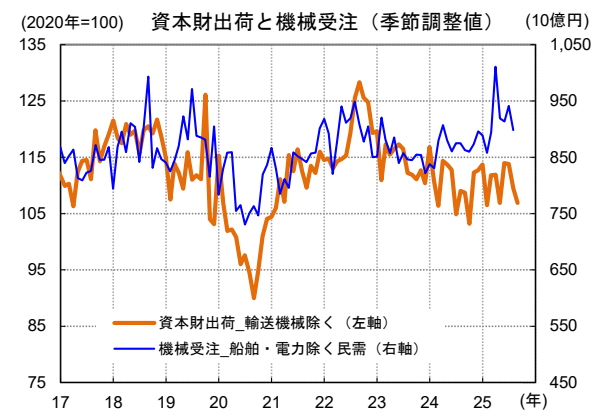
設備投資額(前年比)はプラス圏



注: キャッシュフロー＝経常利益(税金相当 50%控除)＋減価償却費。
グレー部分は景気後退期をあらわす。

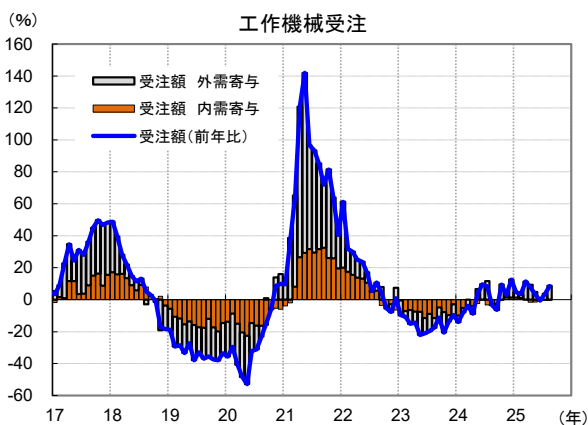
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

船舶・電力除く民需は比較的高水準ながらもやや減少



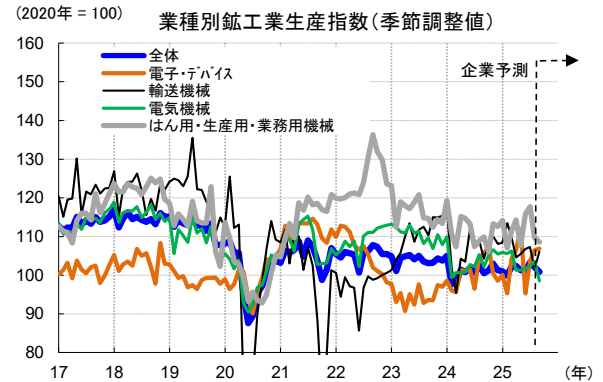
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)はプラス 8.5%



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

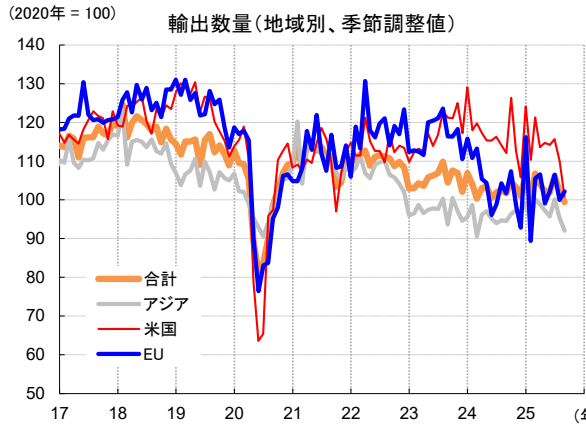
電子・デバイスはやや前向きな見通し



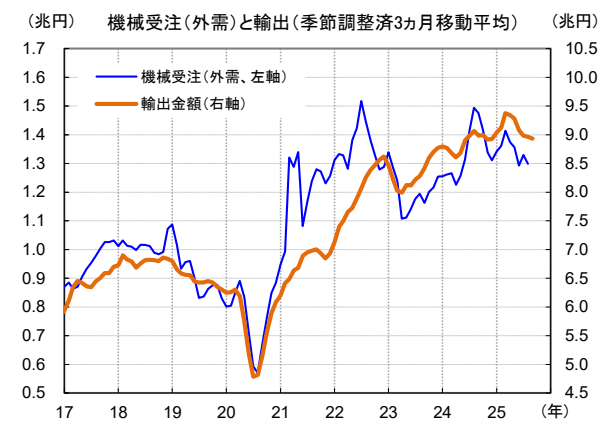
出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

【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。

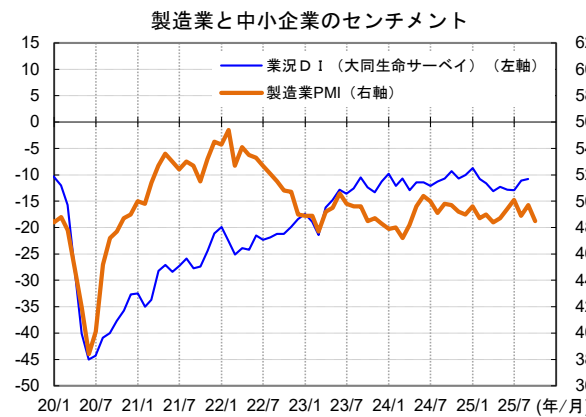
米国向けの輸出は数量ベースでは比較的底堅い状況であったが、足許で減少



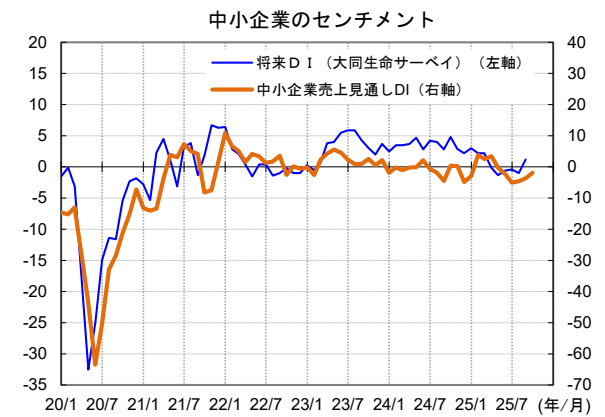
輸出金額は横ばい気味



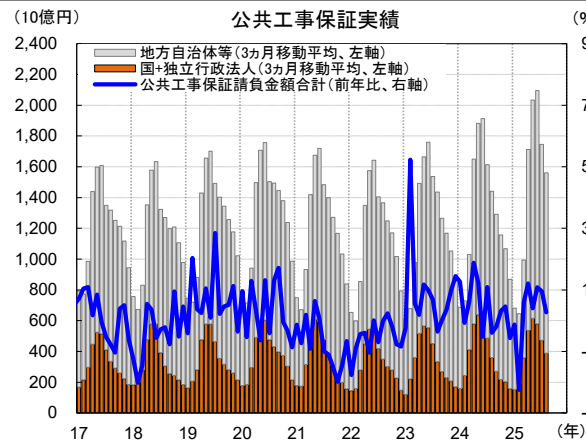
8 月の業況 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 10.8



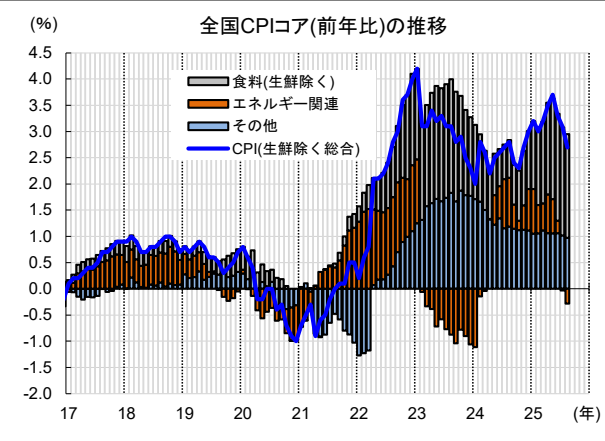
8 月の将来 DI(大同生命サーベイ)は 1.2



先行き、公共工事保証請負金額(前年比)は今後も高い伸びが続く見通し



8 月 CPI(生鮮除く総合)の前年比は 2.7%

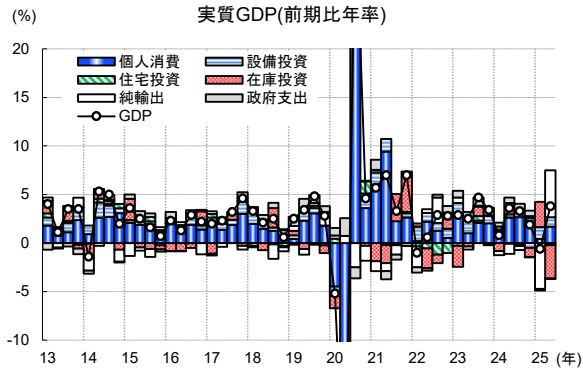


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

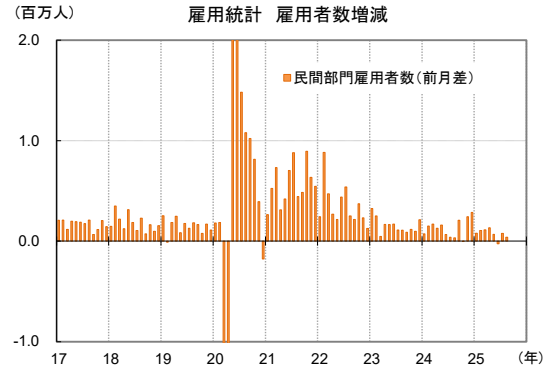
2. 米国経済

足許までの経済指標はまちまちの状況。先行きについては、全体的には緩やかな減速傾向を予想

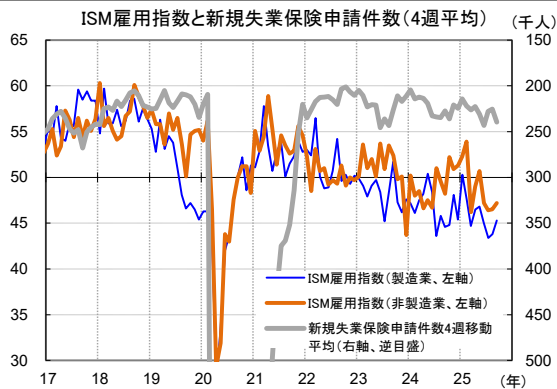
経済成長率: 4-6 月期 GDP 成長率は純輸出の前期の反動
などもあり前期比年率 3.8% 増



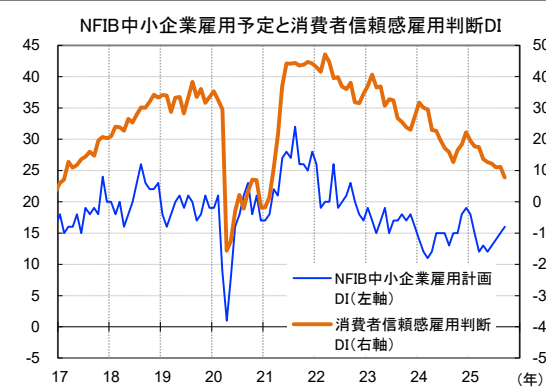
労働市場: 5 月以降、伸びが鈍化した点はやや気がかり



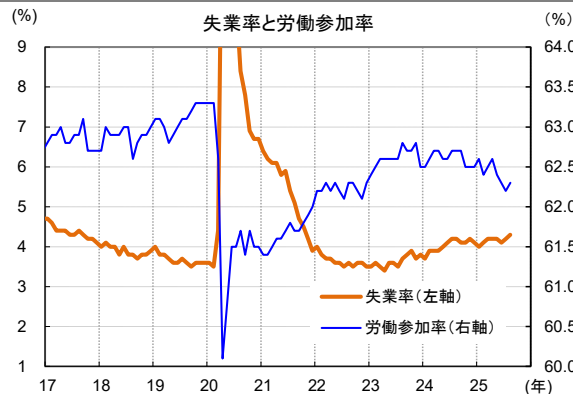
雇用環境: ISMの雇用指数は製造業、非製造業ともに反発気味



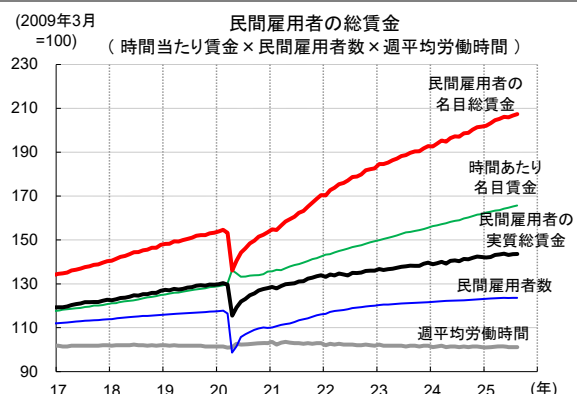
雇用環境: 消費者のセンチメントはさらに悪化



雇用環境: 失業率は小幅な上昇にとどまっている状況

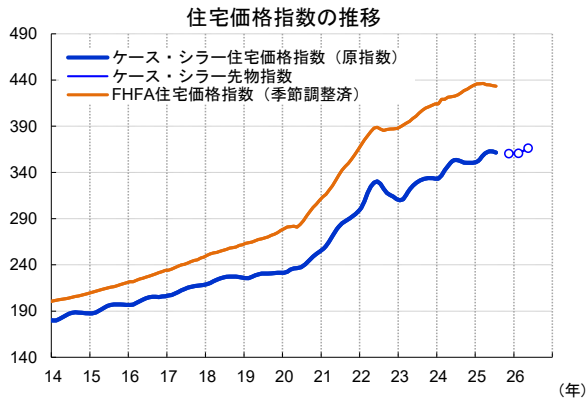


労働市場: 実質総賃金は増加傾向

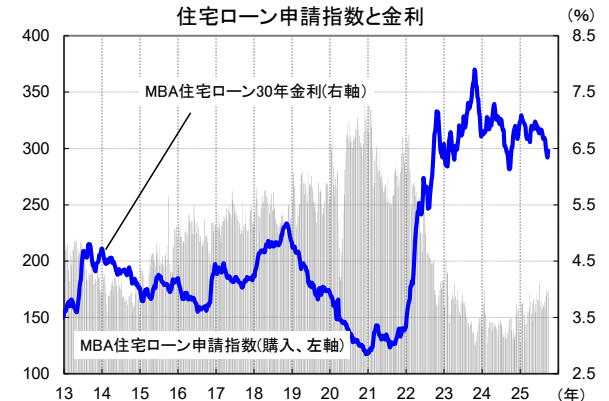


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

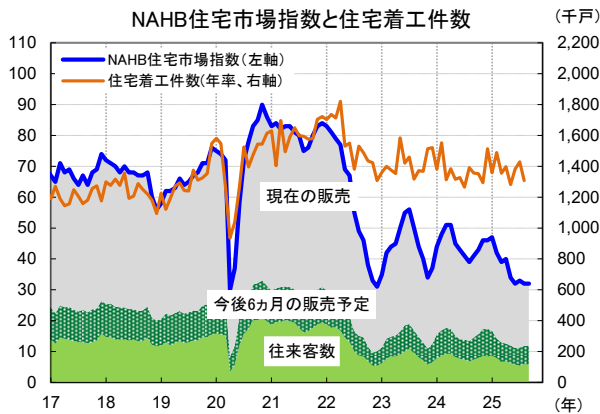
住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆



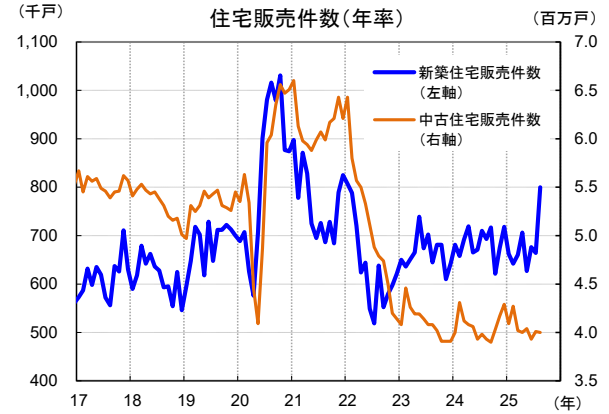
住宅市場: 住宅ローン金利は再度低下



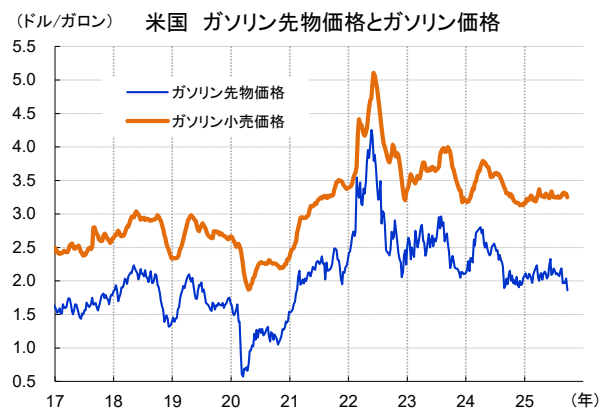
住宅市場: ソフトデータの弱さが目立つ状況



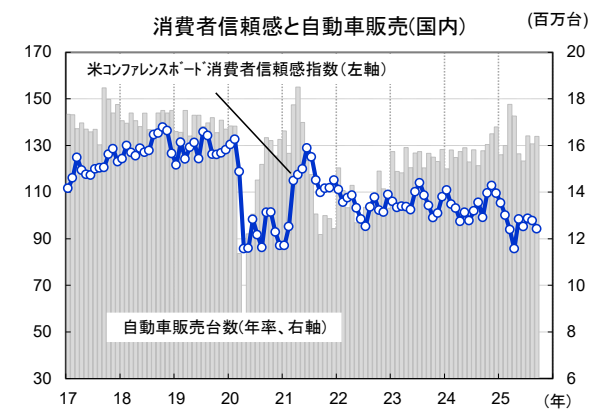
住宅市場: 新築住宅の販売件数は大幅に増加



個人消費: ガソリン価格が落ち着いていることは消費に追い風

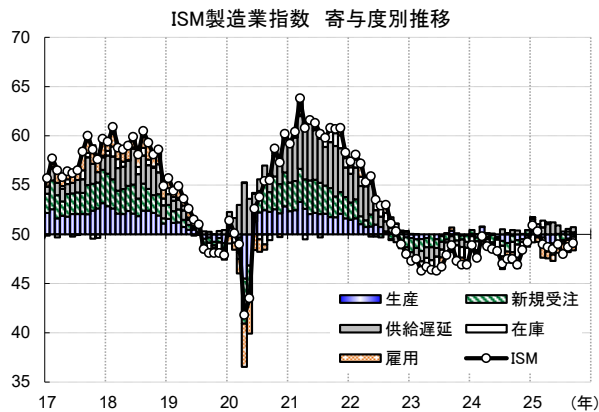


個人消費: 自動車販売台数は堅調を維持



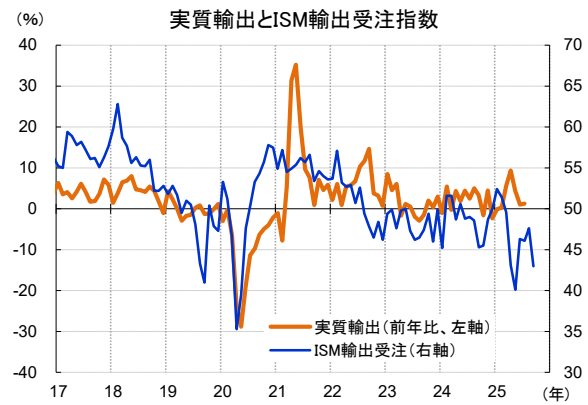
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(9 月)は 49.1



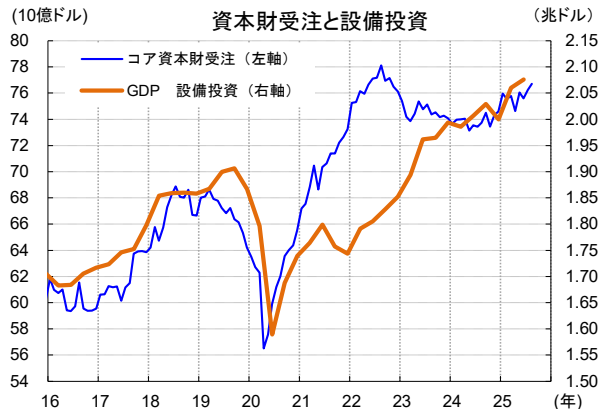
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(9 月)は 43.0



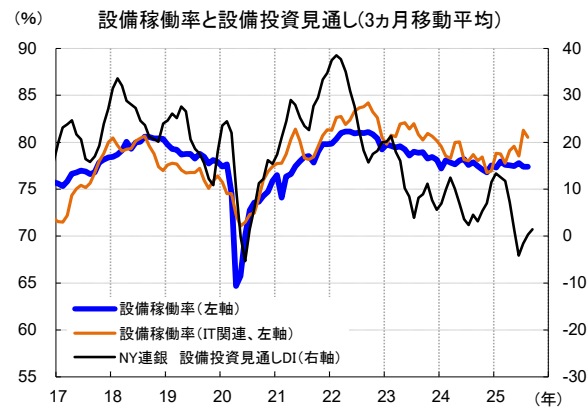
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資は増加基調



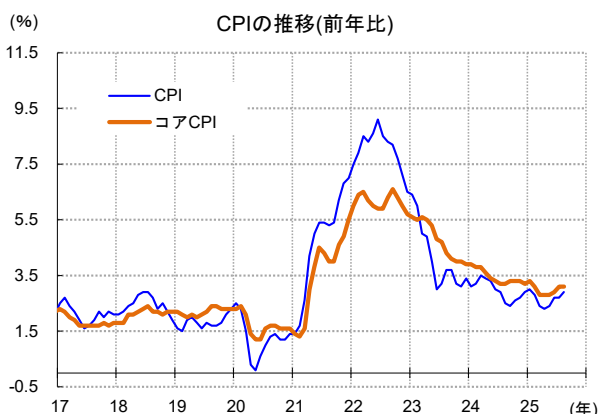
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備投資見通し DI は低水準で鈍い持ち直し



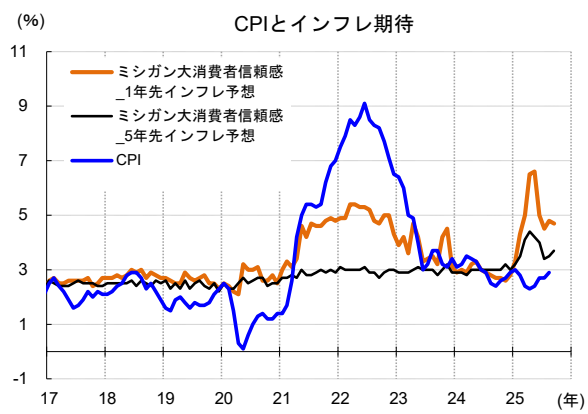
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 3.1%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1 年先のインフレ予想は 4.7%



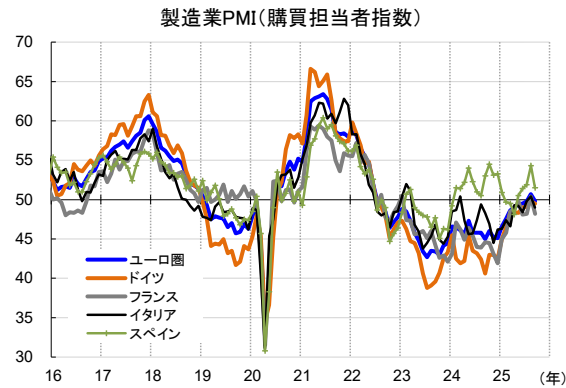
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

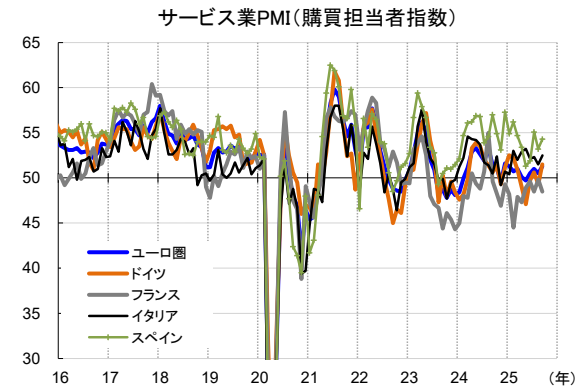
3. 欧州経済

拡張的な財政政策は景気を下支えするとみられるものの、企業や消費者のマインドも慎重で、持ち直しは緩やかなものにとどまる公算

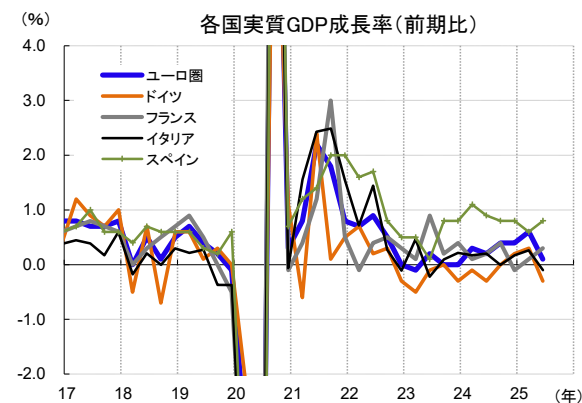
企業景況感: 9 月のユーロ圏製造業 PMI は 49.8



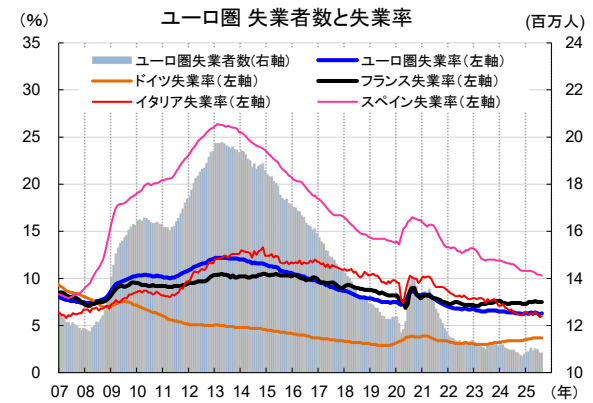
企業景況感: 9 月のユーロ圏サービス業 PMI は 51.3



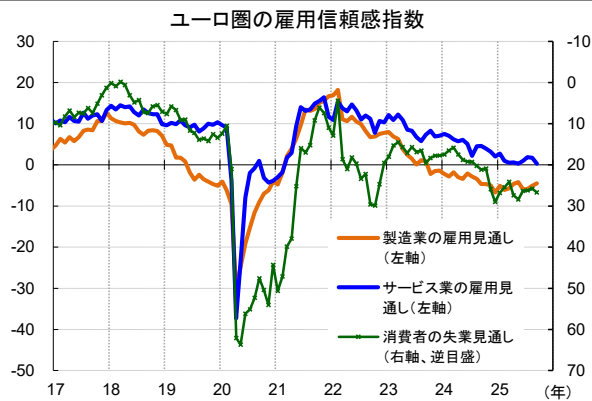
経済成長率: 2Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.1%増



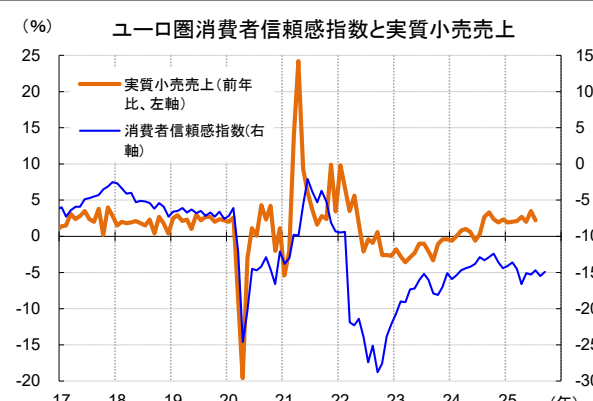
雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0%pt で横ばい



雇用: 消費者の見通しは一進一退気味

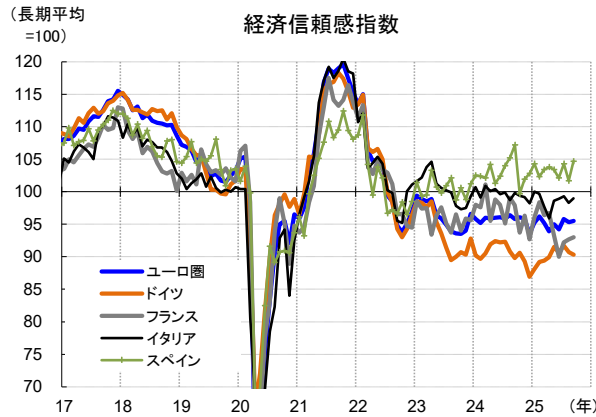


消費: 消費者信頼感の回復が鈍いなか、実質小売売上も失速

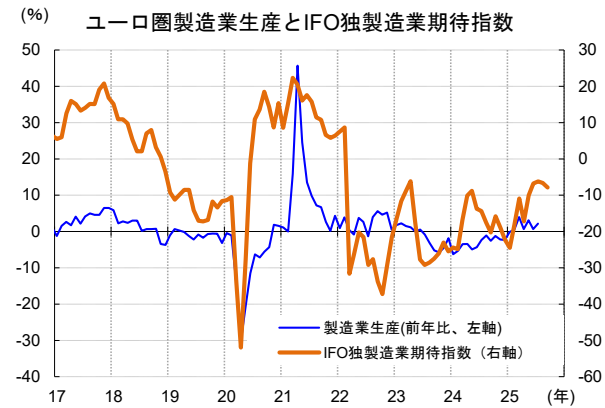


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

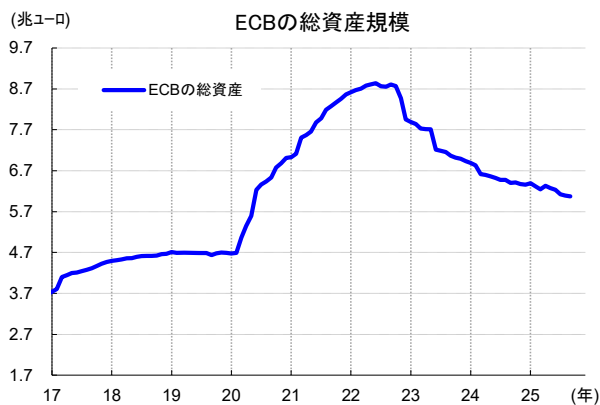
景況感指数: ドイツは回復傾向をたどっていたものの低水準でそうした動きも鈍化



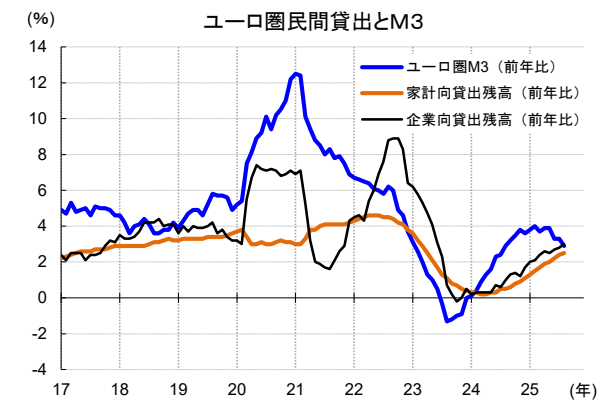
企業活動: IFO 製造業期待指数の上昇基調は足許で鈍化



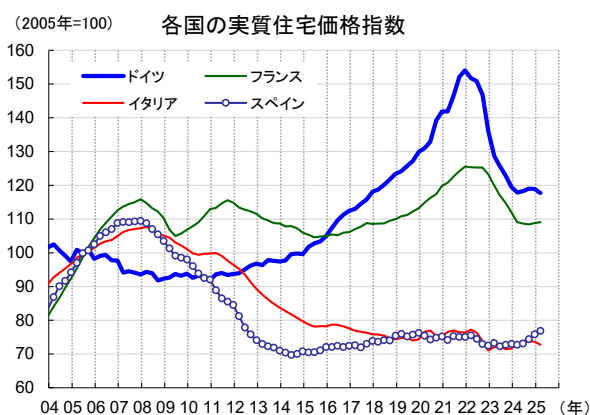
金融: ECB の総資産規模は僅かに減少傾向



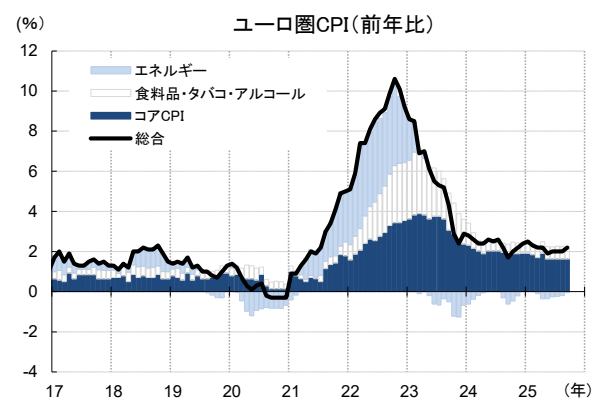
信用: M3(前年比)はやや鈍化気味



住宅価格: ドイツとイタリアはやや軟化



物価: 9月の総合CPI(前年比)は2.2%

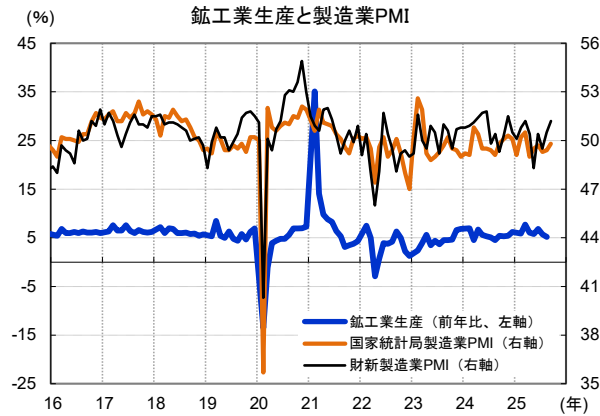


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

4. 中国経済

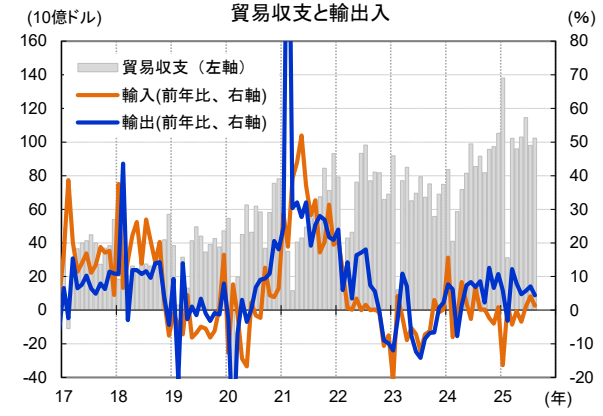
既往の経済対策の息切れや、米中間の貿易停滞が経済に与える影響は懸念される状況

景況感: 国家統計局製造業 PMI(9 月)は 49.8



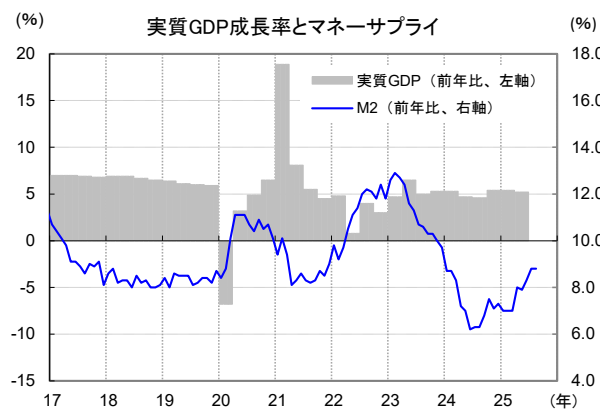
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 輸出入ともに前年同月比プラス圏で推移



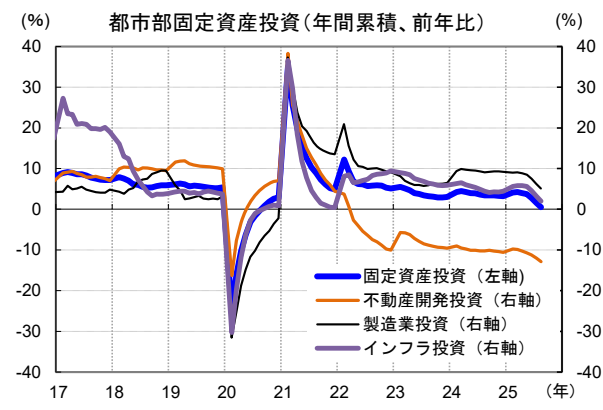
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 4-6 月期の GDP 成長率は前年比 5.2%増



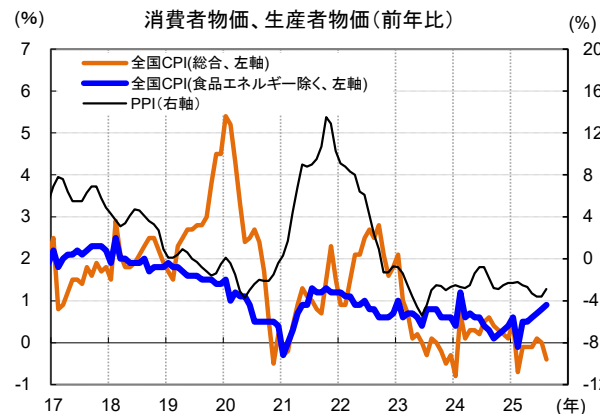
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 全体的に下振れている点はやや注意



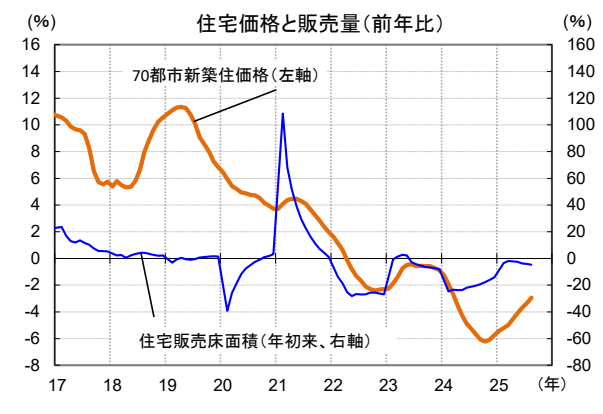
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 全国 CPI(総合)の前年比は 0.4%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

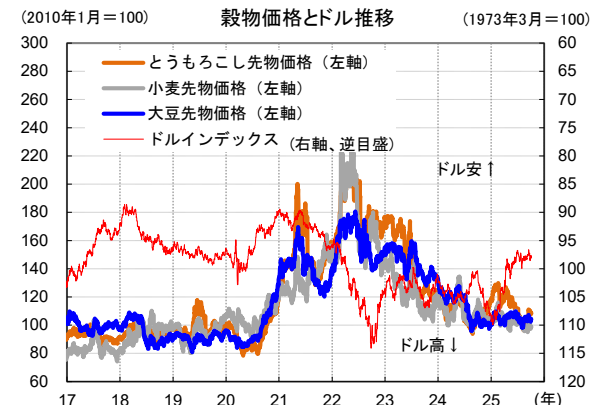
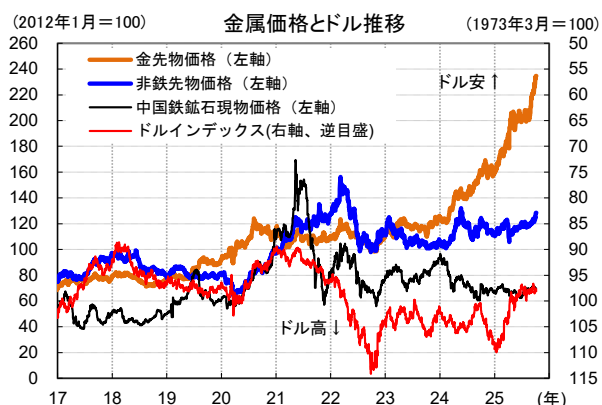
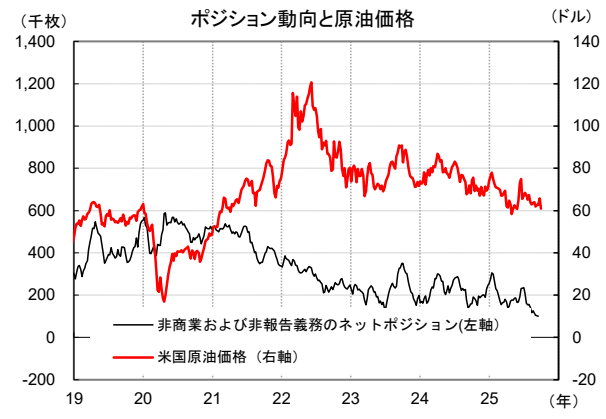
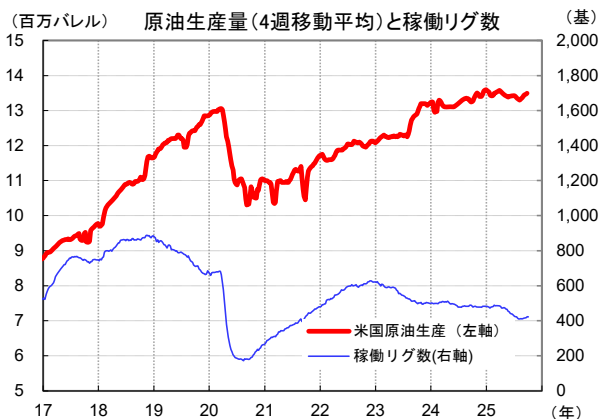
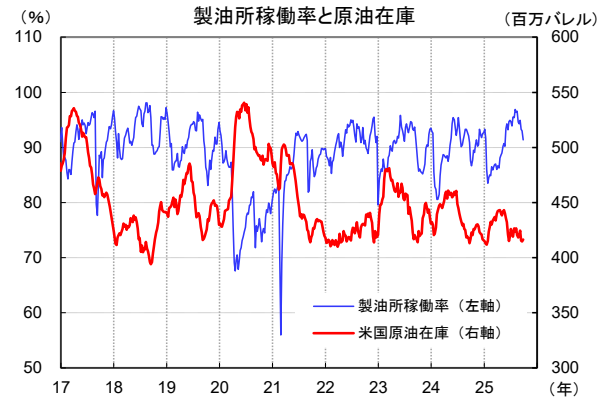
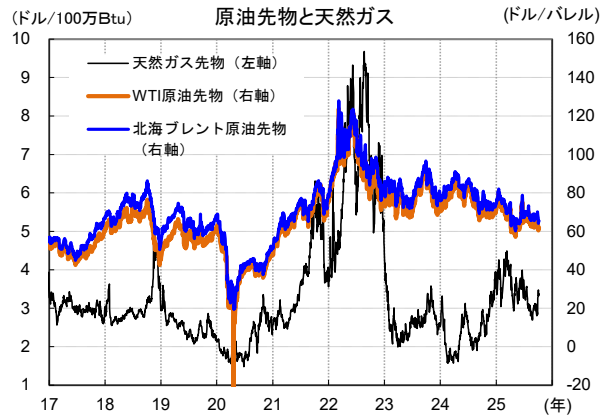


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済

(1) 資源関連



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%。)

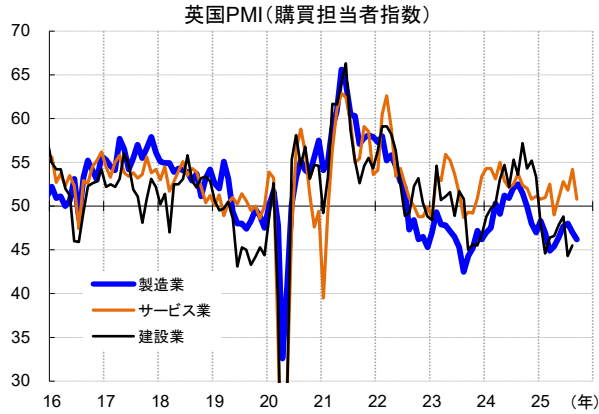
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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%。)

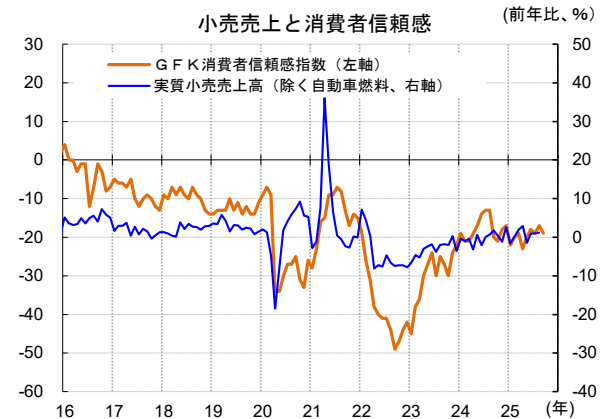
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

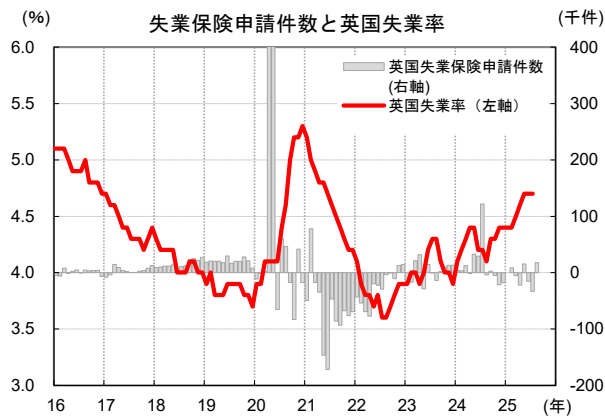
(2) 英国経済



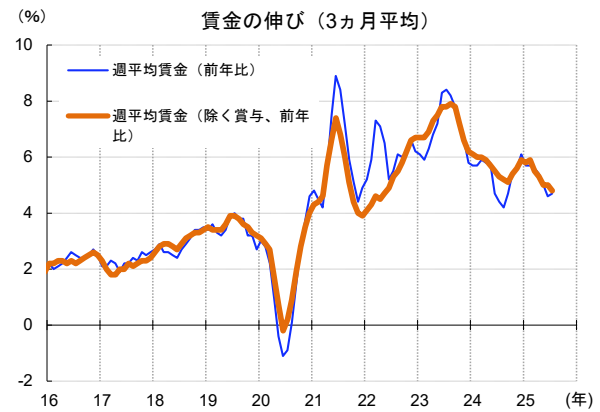
出所: Bloomberg より TDAM 作成



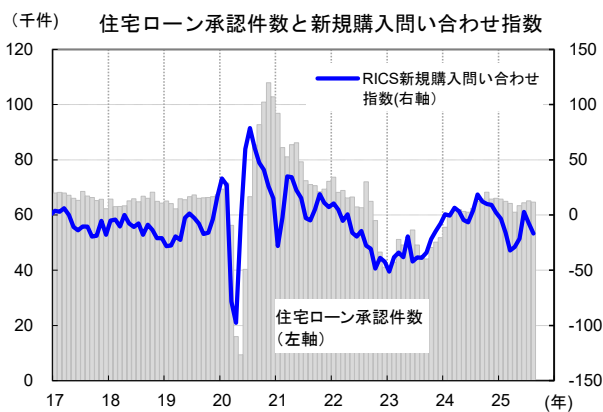
出所: Bloomberg より TDAM 作成



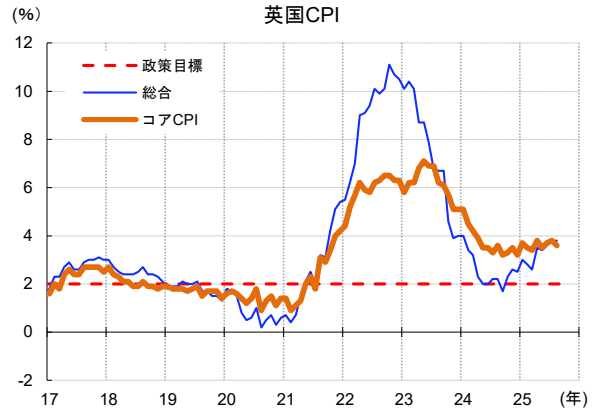
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



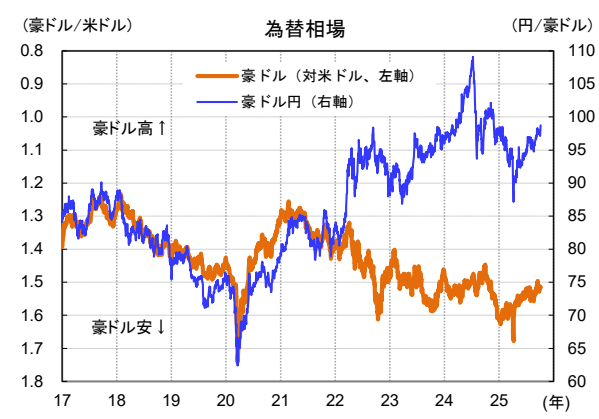
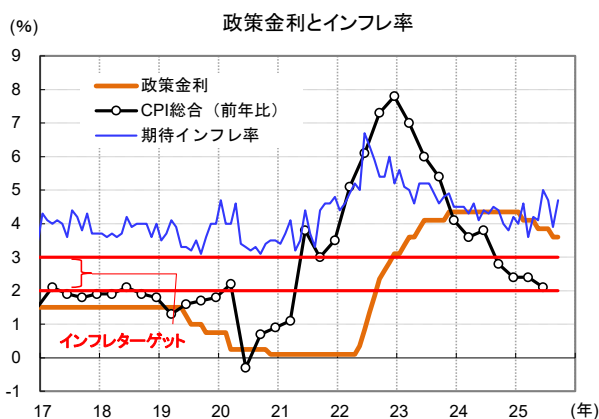
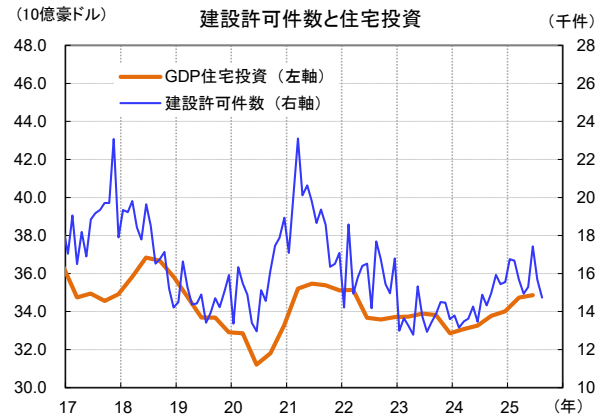
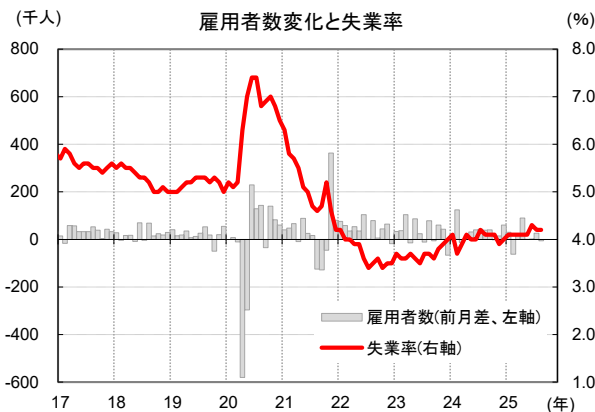
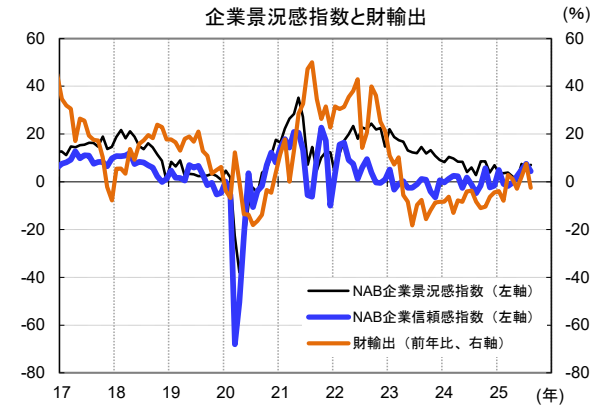
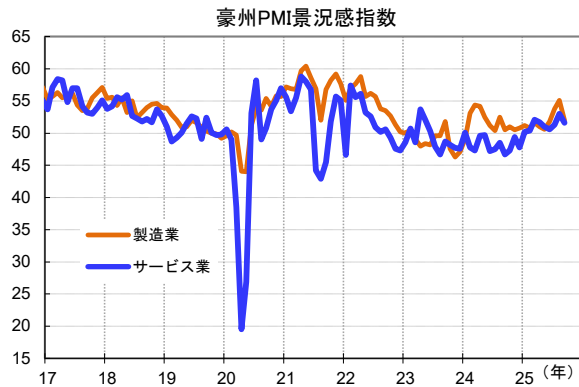
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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。

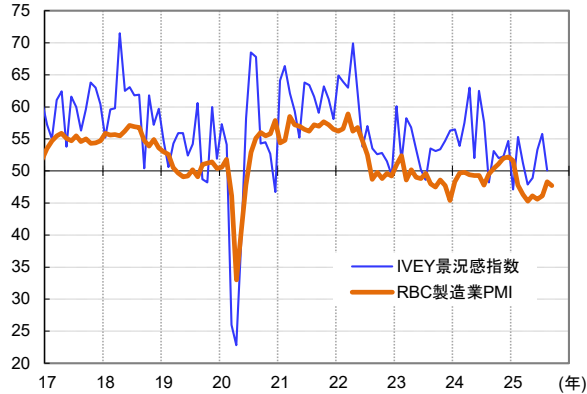
(3) オーストラリア経済



【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。

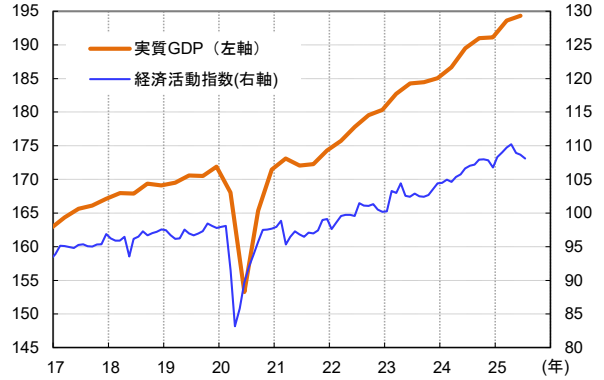
(4) カナダ・ブラジル経済

カナダ製造業PMI



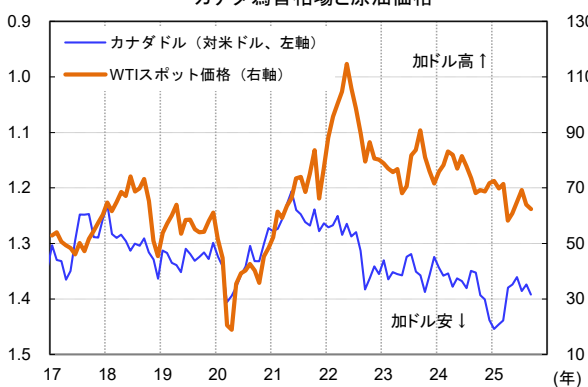
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



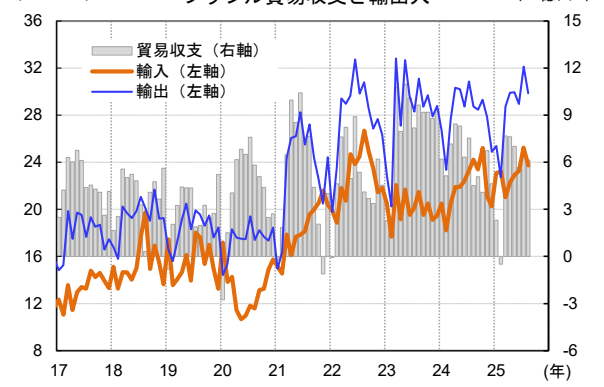
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



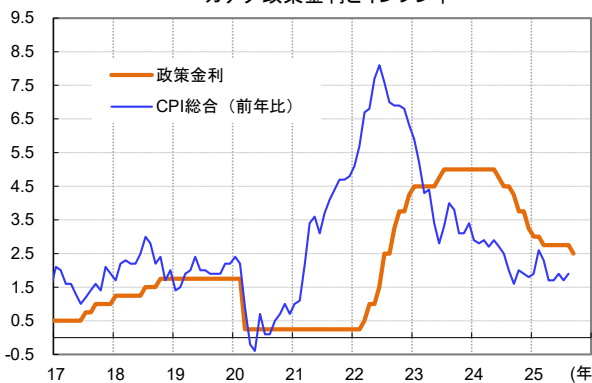
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



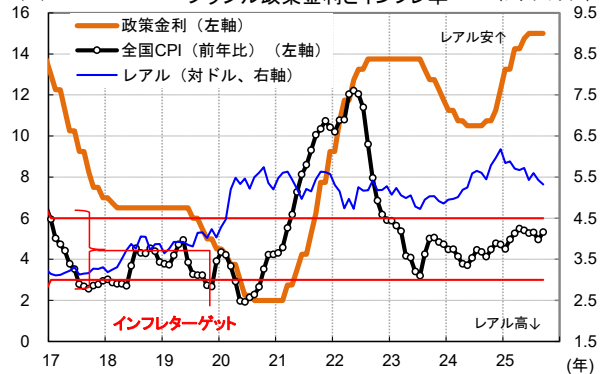
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(%) カナダ政策金利とインフレ率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

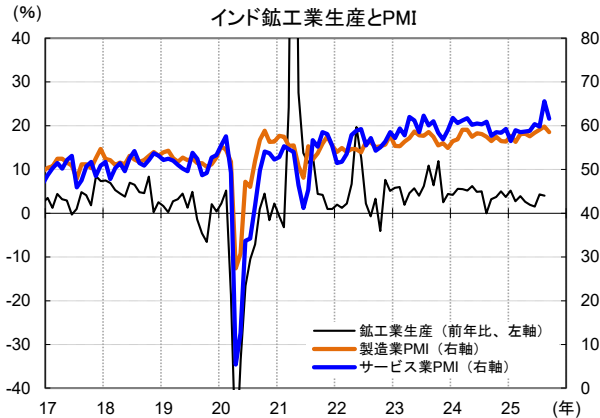
(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)



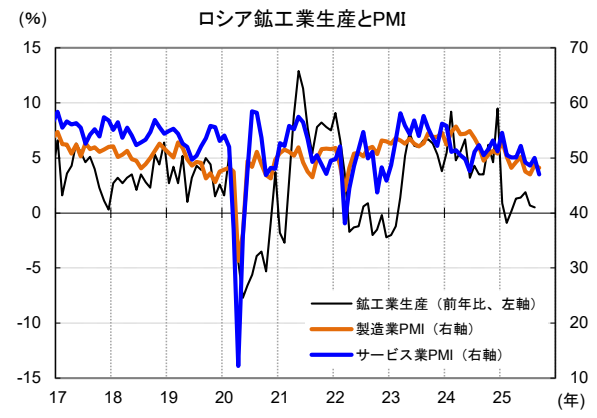
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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ください、お客様ご自身でご判断ください。

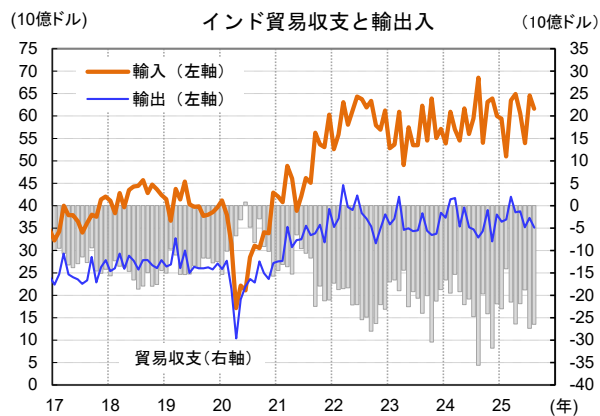
(5) インド経済・ロシア経済



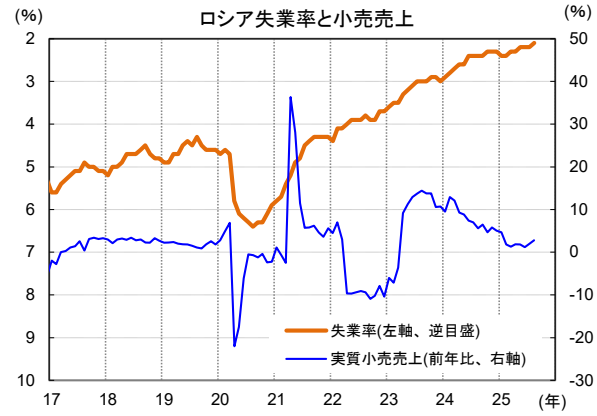
出所: Bloomberg より TDAM 作成



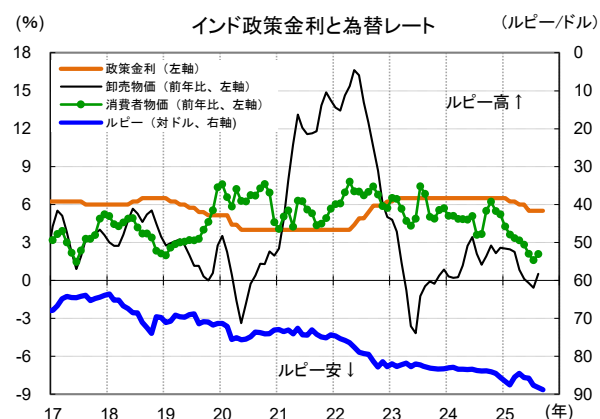
出所: Bloomberg より TDAM 作成



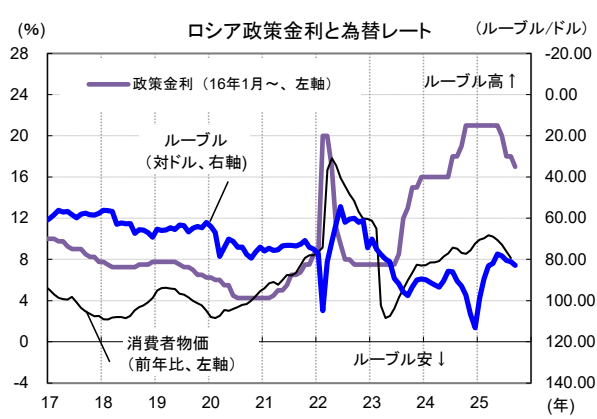
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

日本銀行は9月18～19日の金融政策決定会合にて、無担保コール翌日物金利の誘導目標を「0.50%程度」で据え置いた。賛成7票に対し、反対が2票も入ったことが注目された。高田創・田村直樹両審議委員が「0.75%程度」への引き上げを主張したが否決された。

加えて、日銀は保有するETFおよびJ-REITの市場売却を決定した。ETFは簿価ベースで年3,300億円、J-REITは同50億円を目安に、取引所市場での価格に基づき売却を進めることとなった。2025年3月末時点の時価はETF約6,200億円、J-REIT約55億円であり、売却ペースは極めて緩やかと言える。このペースが将来も続くとするれば、100年以上かかることとなり、市場の安定性に十分配慮した設計とみられている。

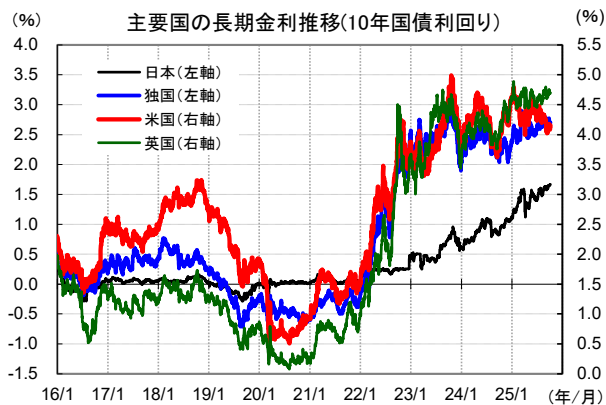
植田総裁の会見はハト派的なトーンで、利上げタイミングへの言及は避けていた。もっとも、10月利上げの判断材料として注目されていた「展望レポート」「支店長会議」という単語はさほど聞かれなかったものの、米国のクリスマス商戦に関するコメントが散見された点は特徴的である。クリスマス商戦が日本経済に与える影響を占う上では、アジアからの米国向けの荷動きを見ることが肝要となるが、これらのデータは10月の会合前には明らかになっているはずである。つまり、10月利上げの可能性も相応にあるかもしれない。なお、政策金利0.5%は「低い」との認識を示した。これは、今後の利上げに対して前向きな姿勢とも受け止められる。ちなみに、ETF売却については、再度の買い入れは現時点で想定していないことを明らかにした。一方で、売却ペース見直しの可能性には含みを持たせた。

市場では、賃金と物価の相互作用が続く中、利上げ観測がくすぶり、長期金利には上昇圧力がかかりやすい局面が続いている。日銀の利上げ回数については、市場の織り込みは年内0～1回にとどまっているが、当社では年内に残り1回の利上げを予想する。ただし、政治情勢や米国の政府閉鎖動向次第では利上げを見送る可能性がある点には留意したい。

○ 長期金利

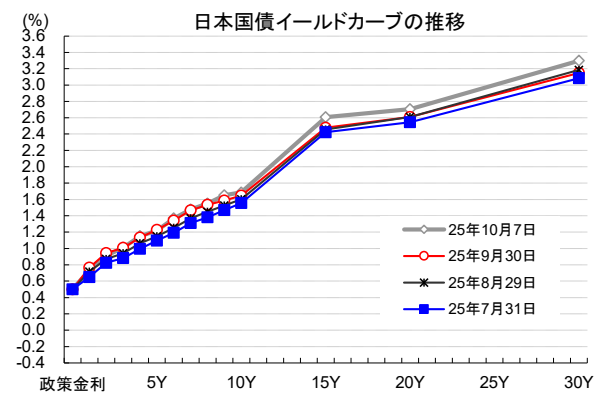
今年に入ってから長期金利は上昇基調をたどってきた。しかし、3月下旬から4月上旬にかけて大きく低下した。ただ、その後は超長期債の金利上昇の影響を受ける形で上振れてきた。もっとも、足許の超長期金利は、既往の金利上昇が急ピッチであったことの反動、財政拡張の織り込みが一定程度進んだことの反動、財務省の発行計画の変更観測を受けて低下気味で推移していた。ただしその後、高市氏が自民党総裁選において勝利したことで超長期金利は上昇している。もっとも長期金利については、動きはある程度抑制されている。利上げについての観測が後退して短期金利は低下しているが、拡張的な財政政策がインフレを招き、急いで利上げをせざるを得ないという可能性もある。こうした点を踏まえると、利上げについては年内に行われる可能性は高いだろう。そうした点を考慮すると、緩やかに長期金利は上昇する可能性がある。

国内金利は 1.7% 近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

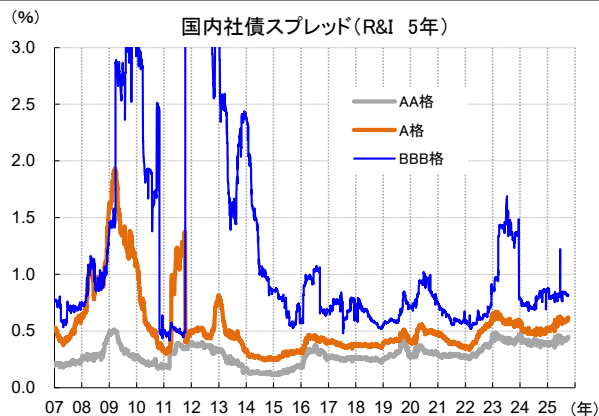
足許のイールドカーブは 8 月末と近似した状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

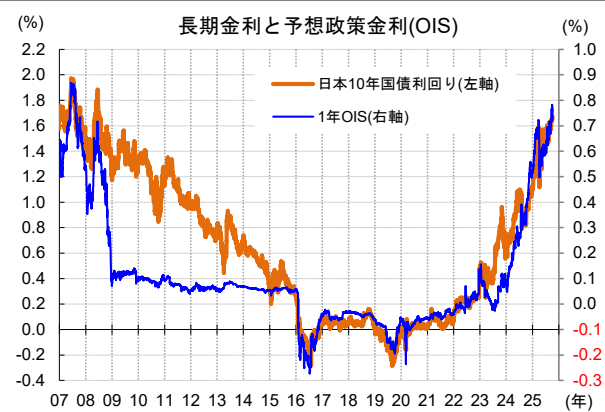
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

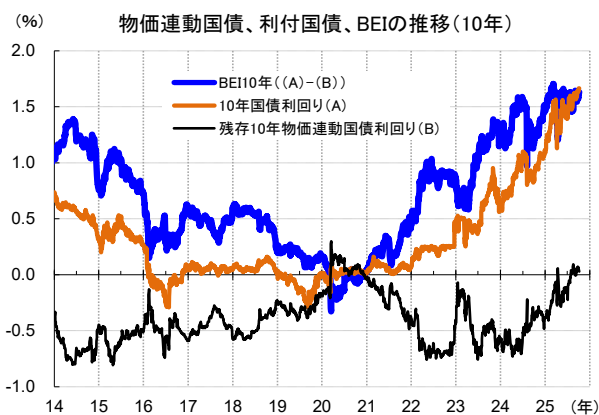
OIS は上昇基調



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

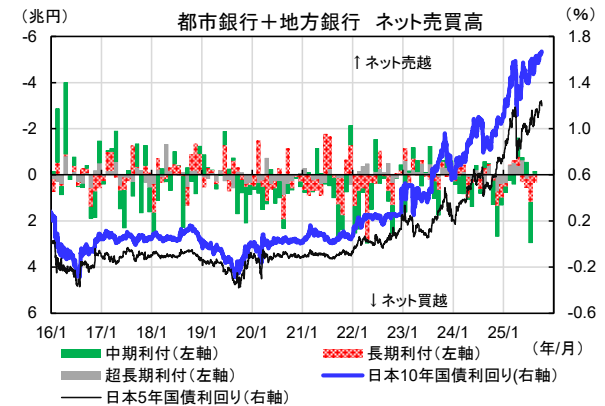
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

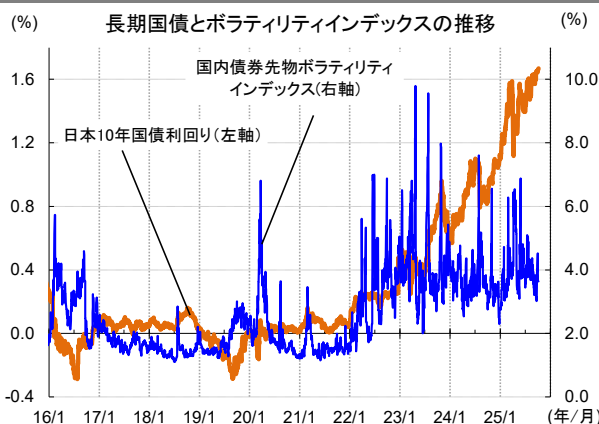
8 月は銀行が長期債を小幅に買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

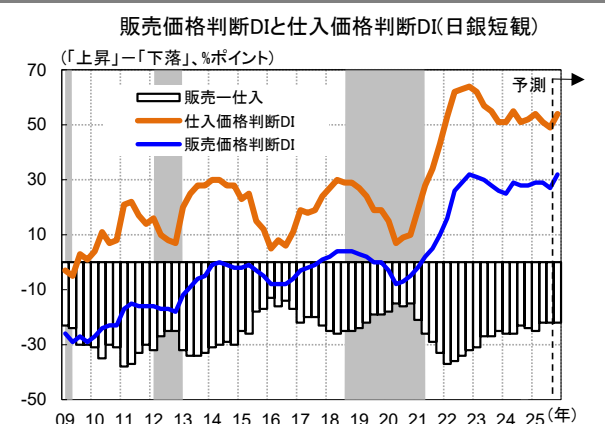
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは足許でやや高まりつつある状況



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市場の織り込み程度と予想されるなか、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

9月16～17日にFRB(米連邦準備制度理事会)はFOMC(米公開市場委員会)を開催し、政策金利(FF金利)を0.25%引き下げ、誘導目標レンジを4.00～4.25%とした。これは市場で概ね予想されていた通りの展開であった。また、8月のジャクソンホール会合でのパウエル議長の発言を踏まえれば、特段、違和感のない決定であった。ただし、今回の決定が11対1で可決された点は特徴的である。ミラン理事が0.5%の利下げを主張して注目を集めた。

併せて公表されたドット・チャートに基づく、年内に0.5%の利下げが行われるとの予想がFOMC参加者の中央値からうかがえた。もっとも、これは中央値であって見方にはばらつきがある。利下げに慎重な参加者も多数いることがうかがえた。一方で、3%を下回るとの見通しを持っている参加者も1名いた。

米国の雇用指標の弱さを踏まえると、年内に2回程度の利下げは妥当なところだろう。ただ、それ以外の指標についてはそこまで懸念するほどではないだろう。実質小売売上高などは堅調さを維持している。景況感指数も低位ながら安定している。金融機関の貸出態度も、景気後退時にみられるような急激な硬化という展開は、今のところ見られていない。4-6月期のGDP成長率は前期比年率3.8%と高めの成長率であった。このような状況を踏まえれば、年内にさらに利下げをするのか首を傾げたくところもある。

このような状況を踏まえて、当社では年内に25bpの利下げが1回と予想する。仮に景気が下振れた場合に限り、年内に50bpの利下げとなろう。

○ 長期金利

今年2月以降、概ね4.2%～4.6%のレンジを形成する形で横ばい推移してきた。関税政策の影響も意識されて、このレンジから外れる場面もあったが、「横ばい圏での推移」という当社の見方に近い動きで推移してきた。先行きについても多少は下振れつつも概ね横ばい圏推移を予想する。もっとも、9月の利下げもありレンジの上限はもう少し低くなる可能性がある。しかし結局は、先々の利下げが市場で織り込まれており、低下余地もやや限られそうな中、米国経済は潜在成長率を若干下回る程度の緩やかな減速が見込まれて、長期金利に低下圧力はやや加わりつつもその程度は極めて限定的とも言えよう。

1-3. ユーロ圏債券

景気が緩やかな回復にとどまるなか、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

9月11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%、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%でそれぞれ据え置いた。これは市場予想通りであった。むしろ、市場の関心は先々の金融政策に関するスタンスであった。声明文では、データ次第で会合ごとのアプローチをとることが示唆された。

ラガルド総裁は政策発表後の記者会見で、引き続き良好な状況にあるとの認識を表明した。つまり、インフレ率は望ましい水準にあるとしつつ、域内経済が堅調であることにも触れた。また、貿易合意によって不確実性が低下したことについても言及があった。

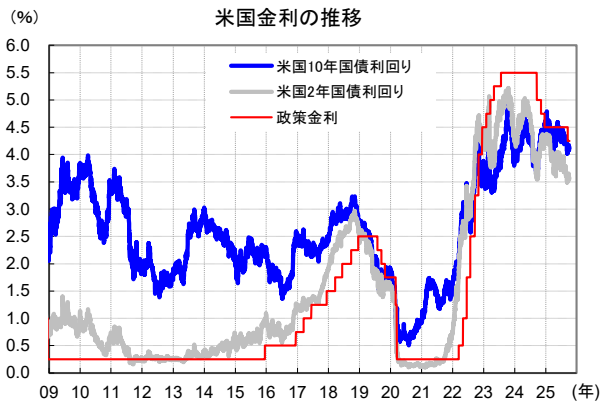
このようなECBの結果を受けて、市場ではしばらく政策金利は据え置かれると見方が広がった。当社でも少なくとも来年3月まで政策金利が据え置かれると予想する。

○ 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。しかし、4月後半以降は、緩やかに上昇基調をたどっている。ユーロ圏の実体経済の底堅さを映じているともいえよう。そして、ECBが利下げに対して思いのほか慎重な姿勢も、金利の底堅さにつながっているだろう。なお、財政拡張に対するリスクについては、一定程度、織り込まれていると考えられる。そのようなことを踏まえると大幅な金利上昇は避けられよう。一方で、実体経済についてはやや力強さに欠ける印象もあり、急速な景気後退は予想し難く、金利の急低下は免れるだろうが、概ね横ばい圏で推移する形になると予想する。米国との連動という観点からも横ばいを予想する。

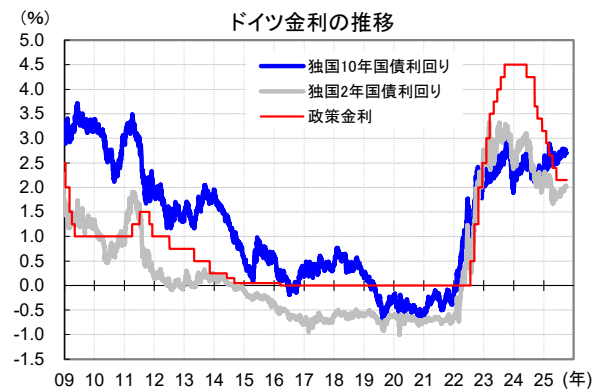
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご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

(米国) 10 年金利は 4.1%近傍で推移



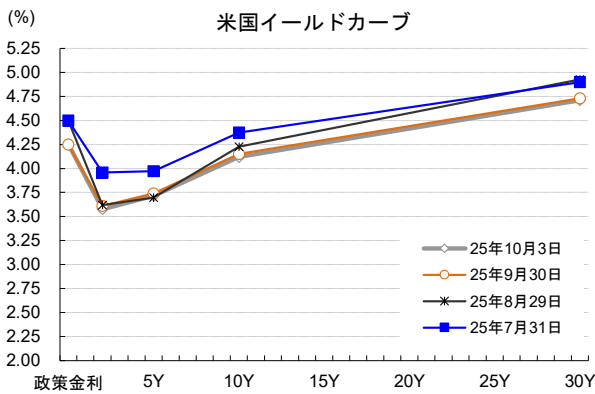
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ)10 年金利は 2.7%近傍で推移



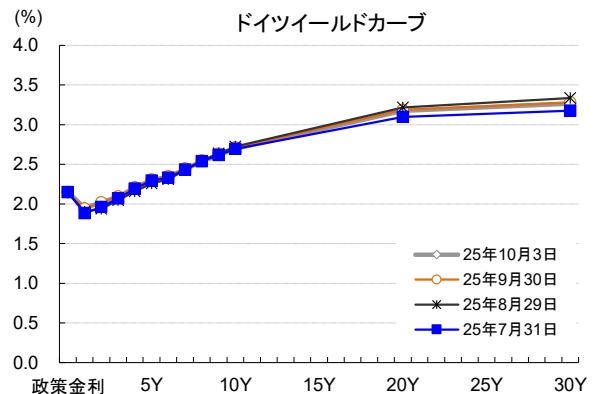
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 8 月末と比べてほぼ同様の形状



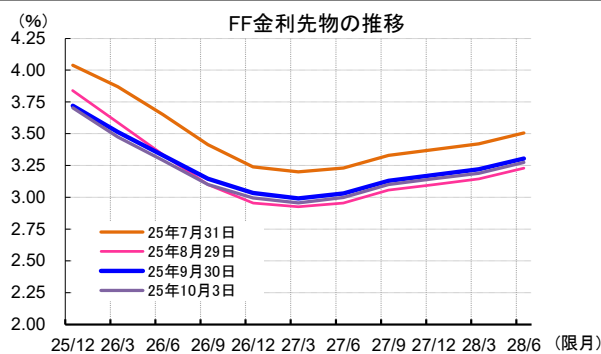
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 8 月末と比べてほぼ同様の形状



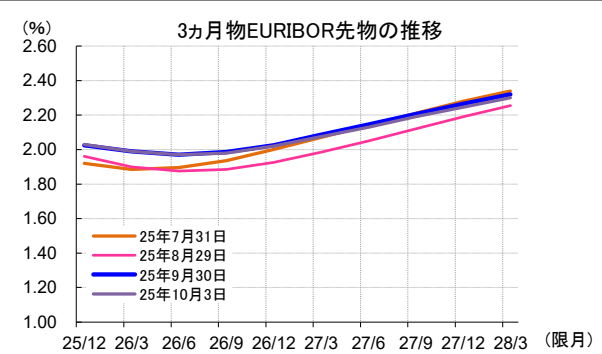
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 8 月末と比べてほぼ同様の形状



出所: Bloomberg より TDAM 作成

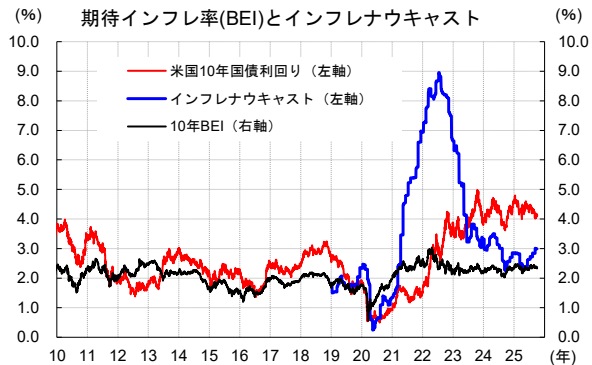
(ユーロ圏) 8 月末と比べて全体的にやや上振れ



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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

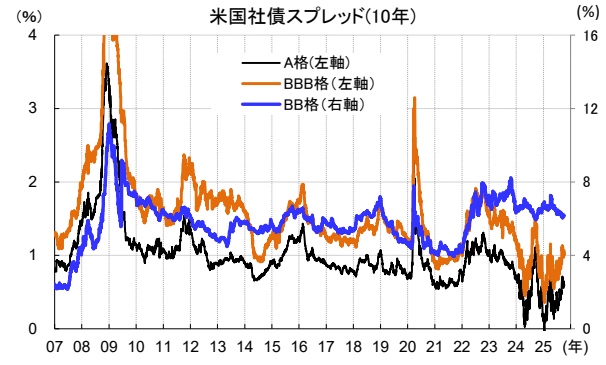
(米国)インフレナウキャストは前月から上昇



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。

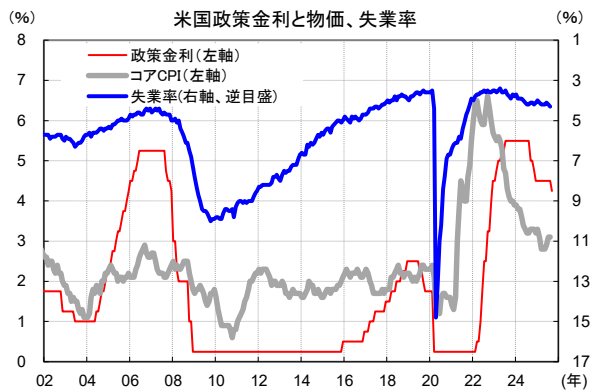
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BBB 格は 1 ヶ月前と比べてワイド化



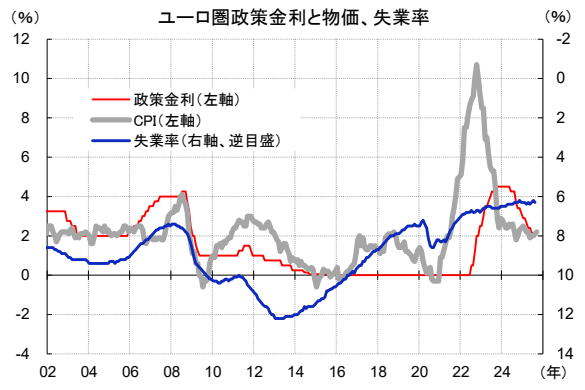
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



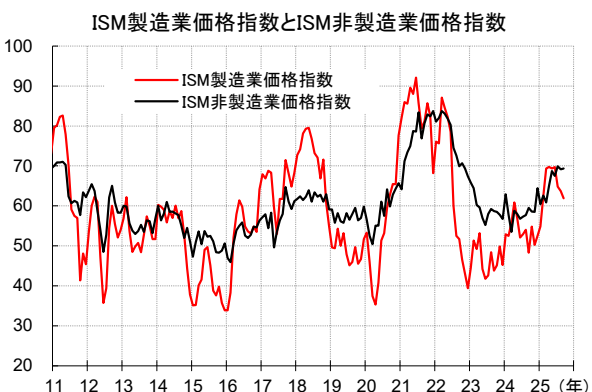
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) インフレがやや落ち着きつつある中、失業率も安定しており好ましい環境



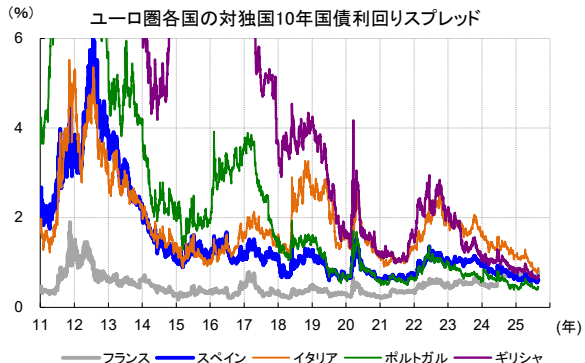
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 製造業価格指数は前月から低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) フランスについては政治情勢の影響もありスプレッドが拡大



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

これまでの急ピッチな上昇から目先については調整に警戒しており、横ばい圏での推移を見込む。もっとも、長期的には株価は緩やかな上昇基調をたどると見込む

〔需給動向〕

9月の日銀金融政策決定会合では、日銀が保有するETFの売却方針が決定された。ただし、市場に与える影響は限定的とみられる。もっとも、株式市場に影響を及ぼす外国人投資家の動向には気を付けたい。4月中旬から7月下旬にかけて、買い越しの週が多くみられたが、足許では方向感が出にくくなっている。これは今後の株価のトレンドを暗示している可能性がある。

〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.61倍、PERは12ヵ月先予想ベースで15.5倍程度(過去5年平均:14.3倍、過去10年平均:14.0倍)、配当利回りと10年国債利回り差は0.53%程度である(数値は9月26日現在)。

〔業績動向〕

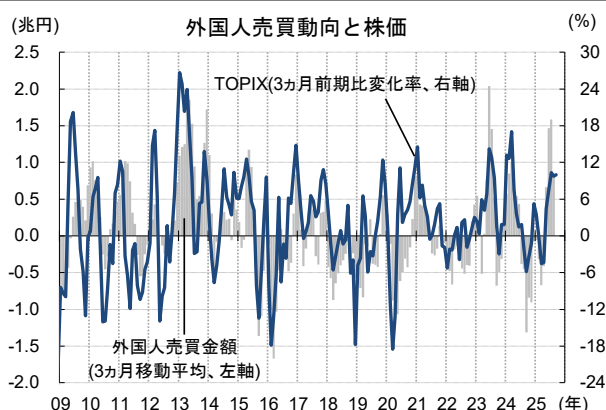
リビジョンインデックスの改善は一服しつつある。特に自動車、通信などについては下振れているが、一方で電気機器などは引き続き改善傾向。

〔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。そして、40,000円を超える水準での推移をみせるようになった。トランプ政権の関税政策についての懸念が後退したことが影響しているのだろう。もっとも、ここところの急上昇については急ピッチであった点は否めない。そして、高市氏が自民党総裁選で勝利し一段と上昇した。しかし、更なる上昇については歯止めがかかりやすいだろう。総裁選後の日本株買いについては、「アベノミクス」の再来を期待した投資家の買いが入っていると推測される。しかし、国民から強い期待を持たれていた当時の自民党と足許の自民党ではプレゼンスに違いがあるだろう。野党との連携も欠かせない足許の状況では、高市氏がどこまで自由に政治をすすめられるか懐疑的な部分もある。こうした点を踏まえると、「サナエノミクス」を期待した投資家が目先、慎重姿勢に変わる可能性もあり、調整には注意したい。

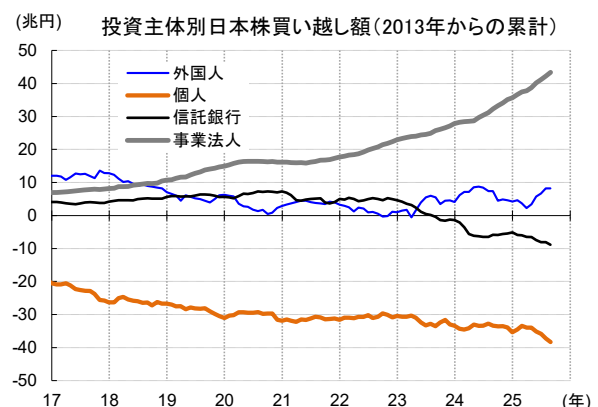
もっとも長期的にみれば企業の利益成長は期待できる。日本株は長期的には緩やかに上昇するとみている。

8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

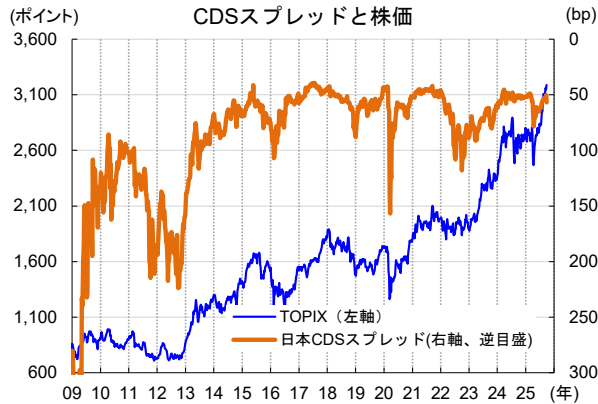
外国人投資家の買い越し額(2013 年からの累計)はプラス幅を拡大気味



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

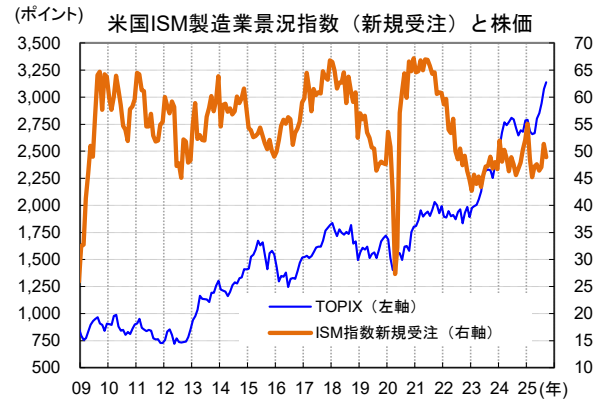
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

CDS のスプレッドは低位安定するなか、株価は堅調



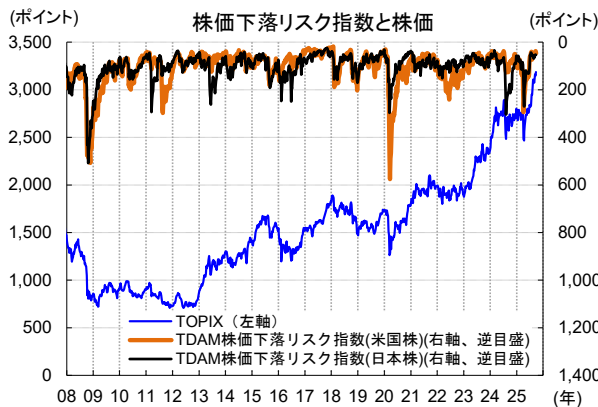
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

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

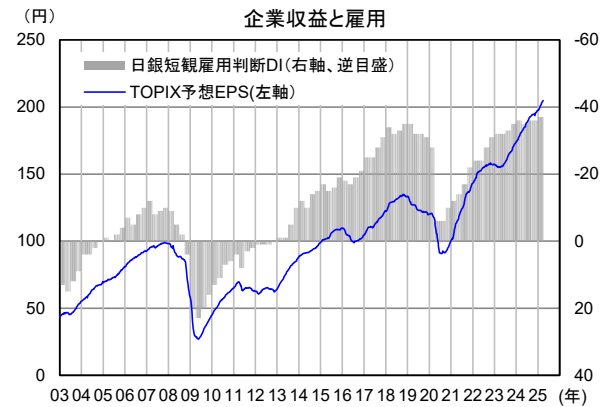
特に日本の株価下落リスク指数は足許で低下気味



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



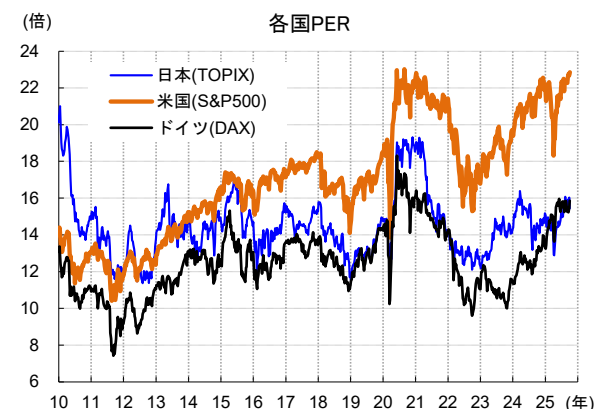
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

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 年平均を上回る水準



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。

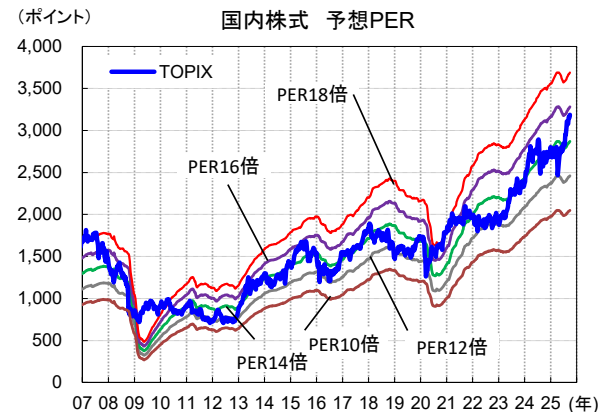
9 月末ではその他金融業の見通しが改善

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	その他金融業	2.4%	1	証券・商品先物取引	-2.7%
2	鉱業	1.8%	2	銀行業	-2.5%
3	非鉄金属	1.4%	3	情報・通信業	-2.1%
4	石油・石炭製品	1.3%	4	精密機器	-0.8%
5	医薬品	1.3%	5	空運業	-0.4%
6	不動産業	1.2%	6	電気・ガス業	-0.3%
7	サービス業	1.0%	7	卸売業	-0.3%

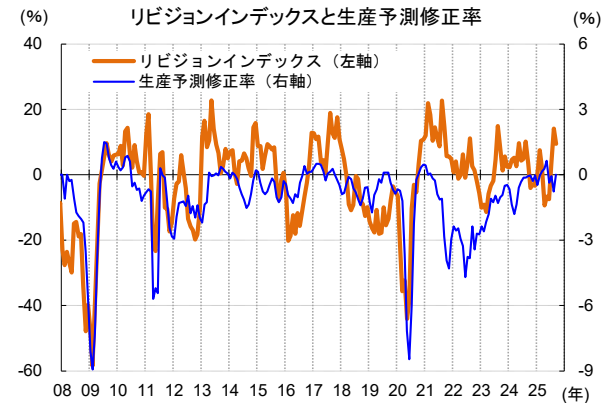
注: 12ヵ月先予想ベース(2025 年 9 月末現在)。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

予想 PER(12ヵ月先)は足許 15.5 倍程度



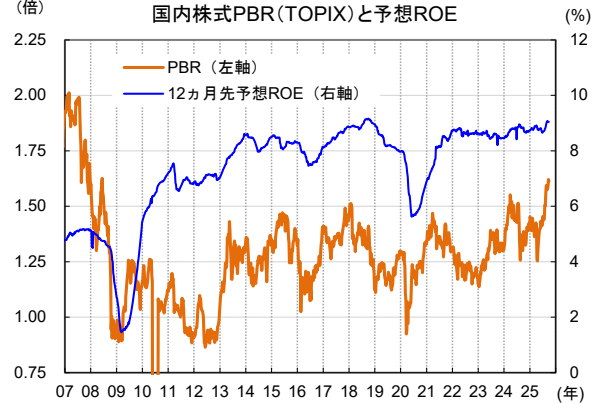
注: 12ヵ月先予想ベース。
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスは大幅に改善



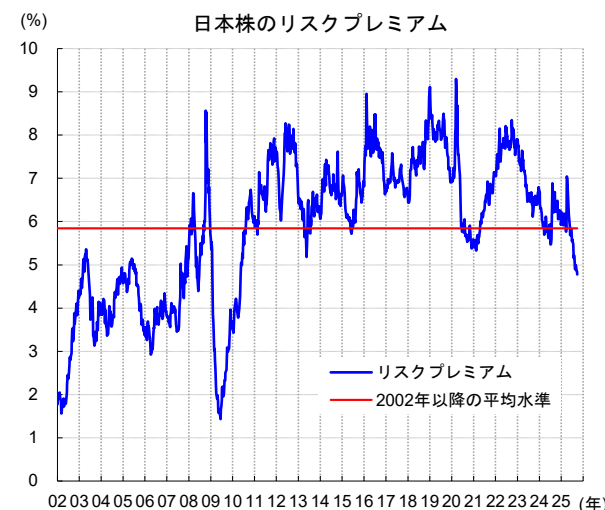
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBR は 1.61 倍、予想 ROE は 9.04%



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

リスクプレミアムは 5%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 2,301 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% (117.0)	7% (136.5)	8% (156.0)	9% (175.5)	10% (195.0)	11% (214.6)
リ ス ク プ レ ミ ア ム	4%	1.06	1.24	1.41	1.59	1.77	1.94
	5%	0.90	1.05	1.20	1.35	1.50	1.65
	6%	0.78	0.91	1.04	1.17	1.31	1.44
	7%	0.69	0.81	0.92	1.04	1.15	1.27
	8%	0.62	0.72	0.83	0.93	1.03	1.14
	9%	0.56	0.66	0.75	0.84	0.94	1.03

【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% (117.0)	7% (136.5)	8% (156.0)	9% (175.5)	10% (195.0)	11% (214.6)
リ ス ク プ レ ミ ア ム	4%	2,067	2,411	2,756	3,100	3,445	3,789
	5%	1,757	2,049	2,342	2,635	2,928	3,221
	6%	1,527	1,782	2,037	2,291	2,546	2,800
	7%	1,351	1,576	1,801	2,027	2,252	2,477
	8%	1,211	1,413	1,615	1,817	2,019	2,221
	9%	1,098	1,281	1,464	1,646	1,829	2,012

注: 括弧は、BPS1,977 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

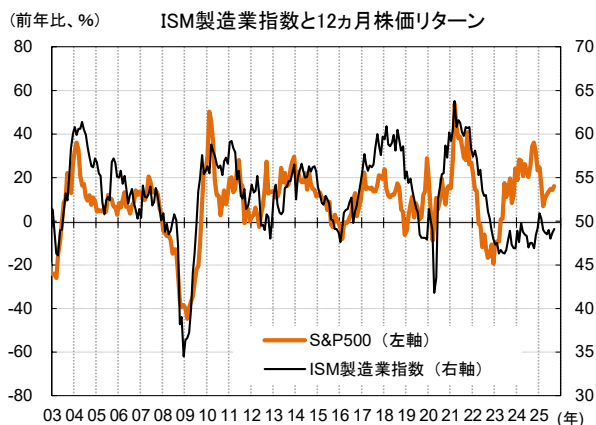
市場の過度な楽観が後退する場面では調整の可能性もあることから目先は横ばい圏での推移を見込むが、長期的には緩やかに上昇する見込み

[米国株式]

S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは22.7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:18.7倍程度)を上回っている。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、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。

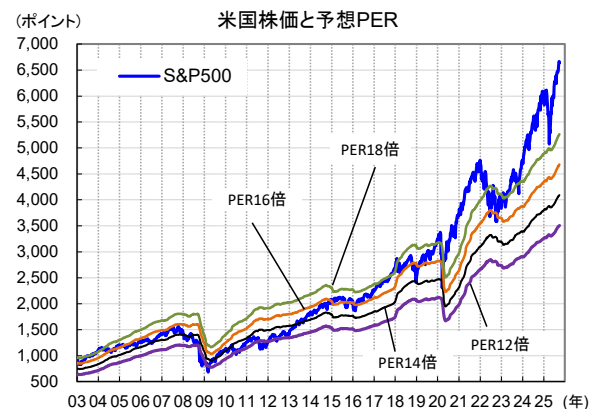
このところこの株高に関しては、当社が予想していたゴルディロックス相場が訪れ、かつそうした認識が市場で早くに共有されたものと言えよう。ただ、それゆえに先行きについてはやや気がかりな面もある。特に、ロシアとウクライナの地政学については注意が必要だろう。ロシアが力によって一方的な現状変更を試みる形で侵略が行われ、これに対してトランプ政権は外交によって和平の実現を進めようとしたがうまくいかない状況が続いている。そうしたなか、バンス副大統領が、ウクライナに巡航ミサイル「トマホーク」の供与を検討していると表明したことは象徴的である。ウクライナからモスクワを攻撃することも可能になる。そして仮にそれを行っても、国際社会はウクライナを非難することはないだろう。こうした点を踏まえると、ロシアとウクライナの戦闘が激化し、株価のボラティリティが高まる可能性はリスクシナリオの一つとして視野に入れておくべきだろう。それ以外にも、各種リスクシナリオが株価の上値を抑える公算は大きく、短期的には株価は横ばい圏のなかで調整をすることもあってみている。もっとも長期的には上昇基調をたどるとみている。

ISM 製造業指数が低位ながらも、株価パフォーマンスは堅調



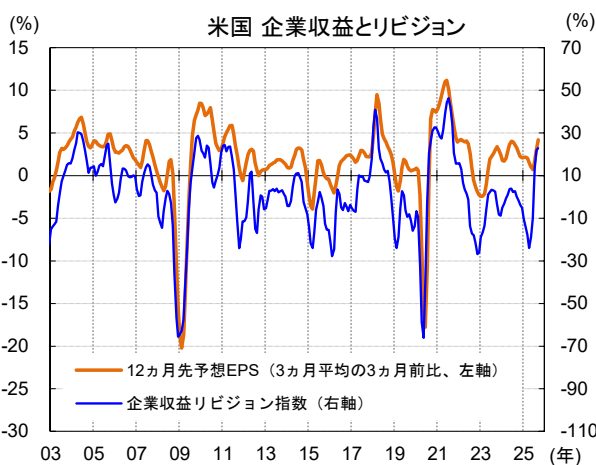
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想 PER は足許 22.7 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

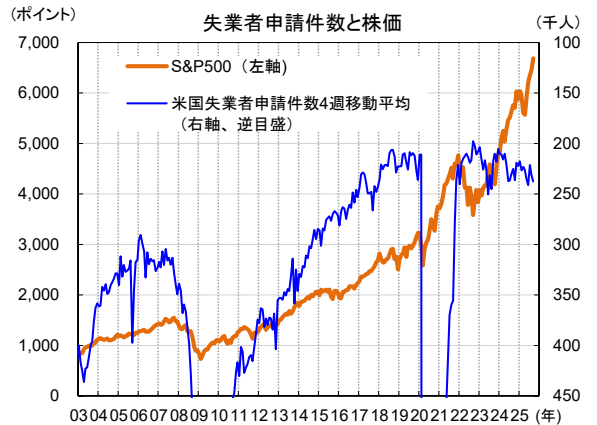
リビジョンインデックスは大幅に改善



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

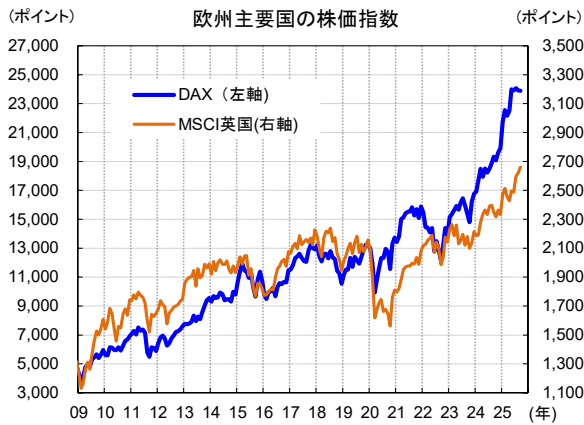
失業申請件数はやや上振れつつも株価は堅調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

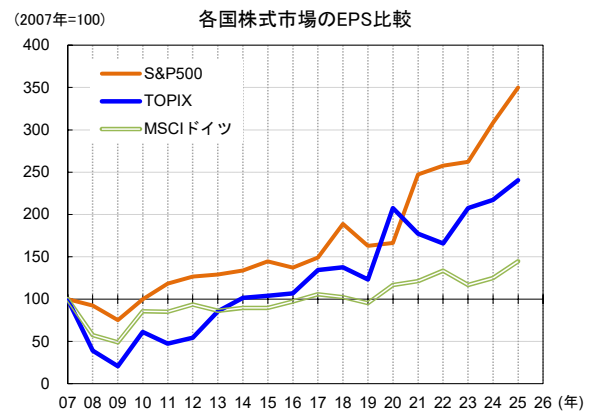
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

MSCI 英国は引き続き上昇基調



出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

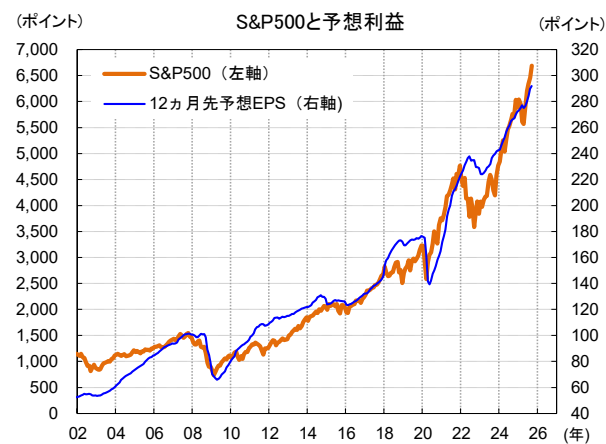
予想利益成長率(25 年、26 年)は、米国:17%、14%、日本:5%、11%、ドイツ:7%、16%



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

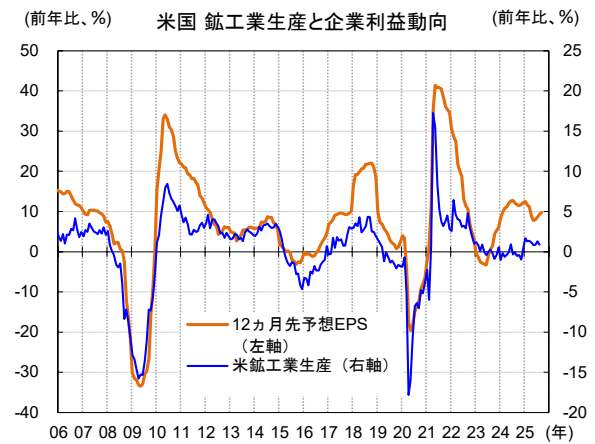
12 カ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



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

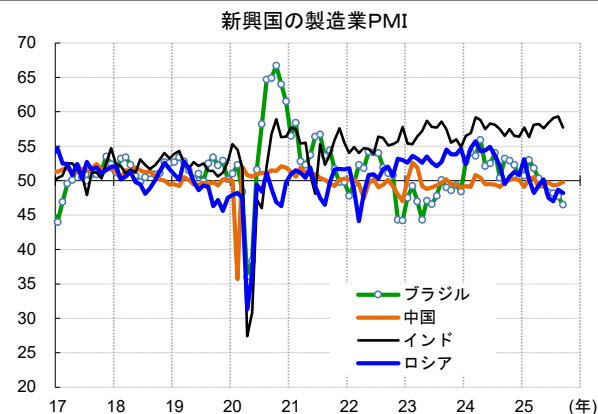
予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



注: 12 カ月予想EPSは、S & P500 のデータを使用。

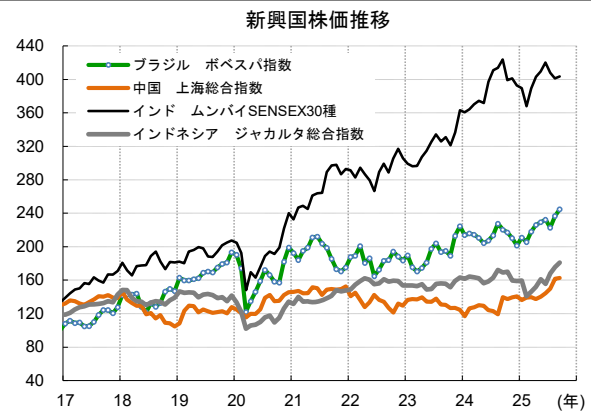
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドは足許で下振れ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

インドは下振れ気味ながらも、高水準



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

日米の金融政策の方向性の違いやキャリートレードの投資妙味が減退していることなどを踏まえると、緩やかな円高が進む見通し

今年1月から4月にかけて円高トレンドが生じていた。その後はやや円安気味で推移している。ただ、8月に公表された7月の米国雇用統計の結果が不芳であったことを受けて、FRBの利下げに対する投資家の期待が高まり、円安圧力は弱まっていた。もっとも、足許は、高市氏が自民党総裁選で勝利し円安に振れている。

ただ、構造的な円安圧力はありつつも、日米の金利差という観点からは円高圧力が意識されるだろう。米国経済が緩やかに減速するなかでFRBの利下げが意識される構図はしばらく続くともみている。もっとも、その程度は緩やかなものにとどまるとみている。一方で、日銀の利上げの可能性も意識される。日米金利差が縮小すれば、キャリートレードの投資妙味は落ちていくだろう。「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、この先は投資妙味の減退を示唆するだろう。また、リスクリバーサルやドル円のインプライドボラティリティの観点からは、マーケットのショックや円高への警戒の薄さを感じられる。何らかのショック時には急激に円高が進行するリスクがある。もっとも、日本の投資家からのドル買い需要がその程度を緩やかなものにする可能性はあろう。

なお、足許ではニューヨークの原油価格は軟調に推移している。原油在庫が比較的低位にあるなかでそうした状況となっている点は特筆すべきである。今後、製油所の稼働率が低下すれば、原油在庫の積み上がり、それに伴う原油価格下落の可能性も意識される。この場合、日本の貿易収支改善に寄与するだろう。

これらを総じて考えると、緩やかな円高という形になるとみている。

3-2. ユーロドル

金利差やその他の不確実性に関する事案でもユーロとドルに差をつけることが難しい状況と予想。ユーロドルは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。ただ、7月以降は概ね横ばい圏で推移している。既往のユーロ高がユーロ圏経済の重しとなる可能性が意識されているほか、輸入物価の上昇を抑制することも意識されていると考えられる。

こうした状況は先行きも続くだろう。なお、当社では米独の金利についてともに横ばいを予想している。よって、米独の金利差の変化を起点としてユーロドル相場が変動するというような流れは予想していない。

フランスでは、バイル首相の不信任案が可決し、その後、マクロン大統領の側近とされるルコルニュ氏が首相についたが、議会において反発する勢力も相応にあり安心はできない。もっとも、米国においてもトランプ政権がFRBにプレッシャーをかけたり中銀の独立性が脅かされる事案も見られている。こうした状況を踏まえても、ドルとユーロにそれぞれ下落の圧力がある形で、結局はユーロドルでは横ばい方向を見込む。

日米実質金利差は横ばいで推移したものの、ドル円は上昇



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

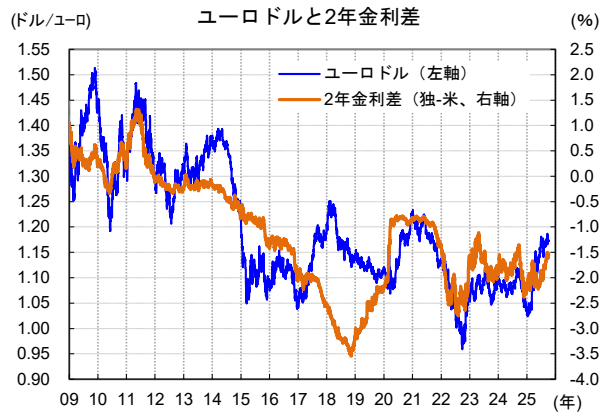
日独実質金利差は横ばいで推移したものの、ユーロ円は上昇



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

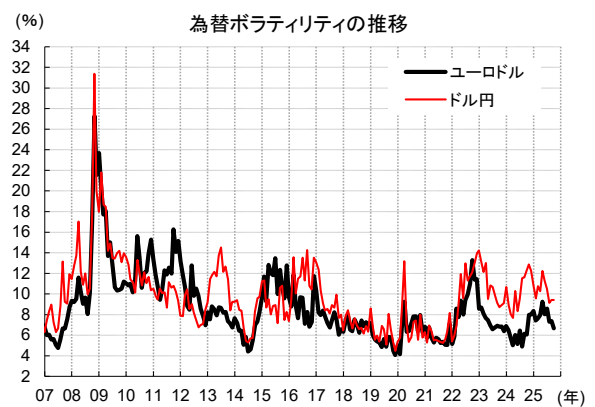
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

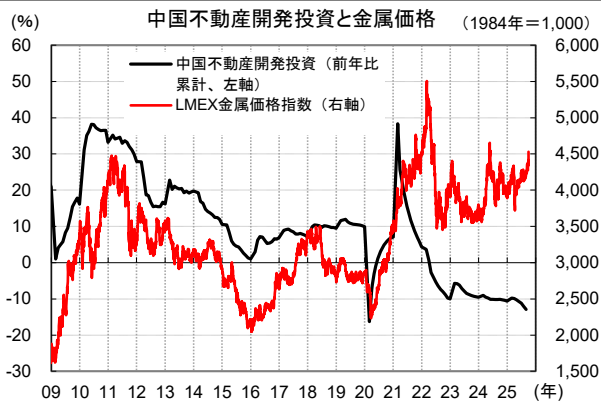
ドル円のボラティリティは1カ月前と比べて横ばい気味



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。

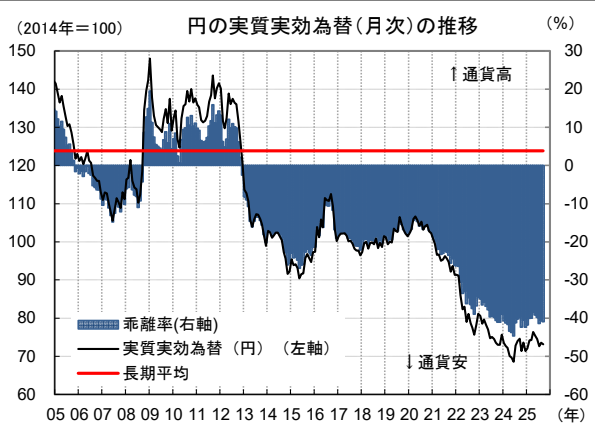
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金属価格指数は足許でやや軟調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

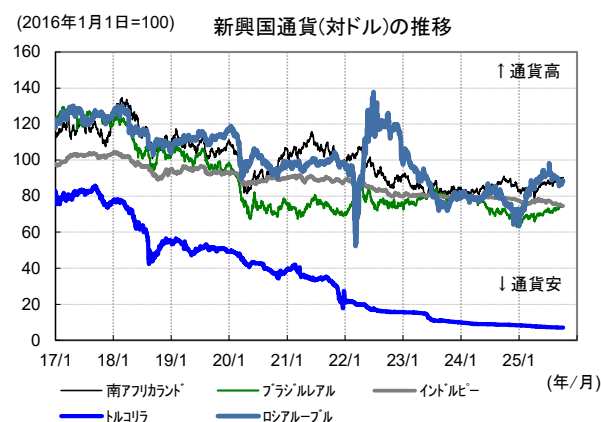
円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に41%程度



注: 「長期平均」は1995年1月～2024年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。

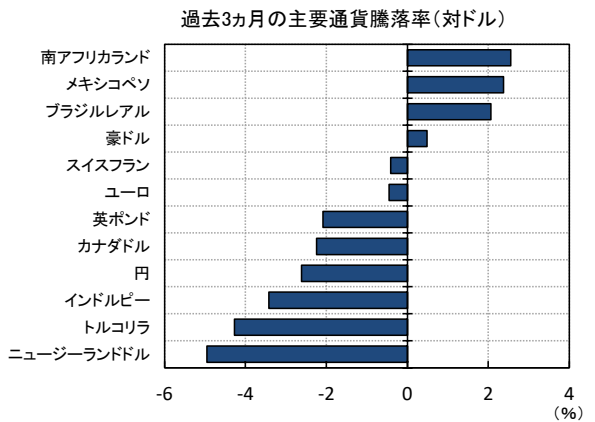
出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラ安気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ニュージーランドドルが軟調



注: 計算期間は2025年6月30日～2025年9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 2025年 9月4日	今月作成時 2025年 10月6日	2025年10～12月期		2026年1～3月期		2026年4～6月期	
日本	政策金利	%	0.50	0.50	0.50	～ 0.75	0.50	～ 0.75	0.75	～ 1.00
	10年国債利回り	%	1.60	1.69	1.40	～ 1.90	1.50	～ 2.00	1.50	～ 2.10
	TOPIX	ポイント	3,080	3,226	2,960	～ 3,340	2,990	～ 3,370	3,020	～ 3,400
	日経平均	円	42,580	47,945	44,000	～ 49,700	44,400	～ 50,200	44,800	～ 50,700
米国	FFレート	%	4.25～4.50	4.00～4.25	3.50	～ 4.25	3.25	～ 4.00	3.00	～ 3.75
	10年国債利回り	%	4.16	4.15	3.80	～ 4.50	3.80	～ 4.50	3.80	～ 4.50
	S&P500	ポイント	6,502	6,740	6,180	～ 6,980	6,240	～ 7,050	6,300	～ 7,120
	NY ダウ	ドル	45,621	46,695	43,020	～ 48,630	43,450	～ 49,120	43,880	～ 49,610
ユーロ圏	中銀預金金利	%	2.00	2.00	2.00	～ 2.00	1.75	～ 2.00	1.75	～ 2.00
	独10年国債利回り	%	2.72	2.72	2.40	～ 3.00	2.30	～ 2.90	2.25	～ 2.85
	DAX	ポイント	23,770	24,378	22,430	～ 25,230	22,430	～ 25,230	22,430	～ 25,230
為替	ドル円	円/ドル	148.49	150.35	139	～ 157	137	～ 155	135	～ 153
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.165	1.171	1.10	～ 1.23	1.10	～ 1.23	1.10	～ 1.23
	ユーロ円	円/ユーロ	172.98	176.07	160	～ 188	158	～ 186	156	～ 183

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。

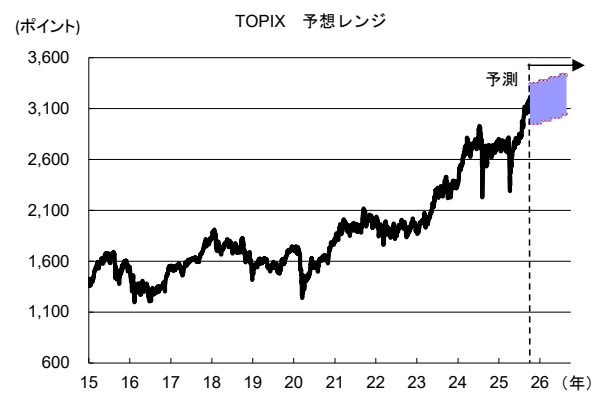
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード・&・プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

〔日本 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔日本 株価〕



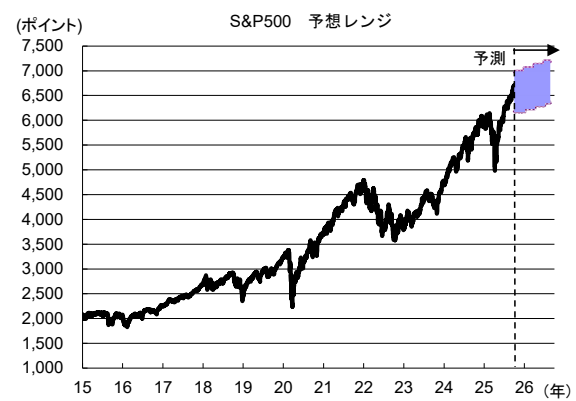
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

〔米国 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔米国 株価〕

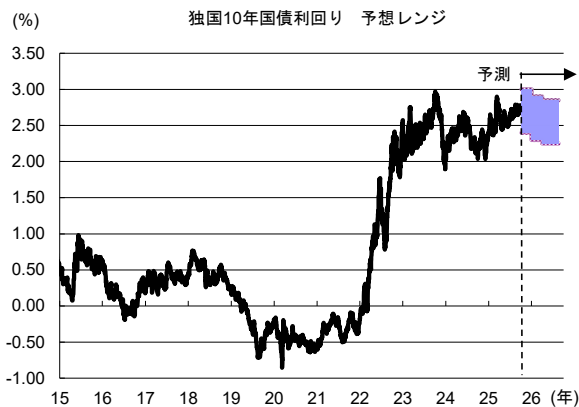


出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「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〕



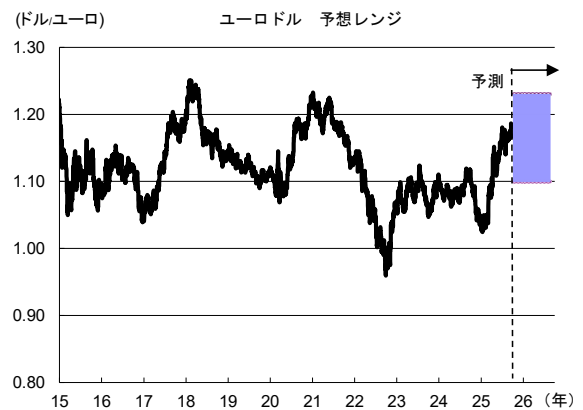
〔ドイツ 株価〕



〔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
		10/1 (ユーロ圏) 9月CPI(速報値) (米) 8月建設支出 (米) 9月ISM製造業景況指数 (米) 9月自動車販売台数	10/2 (日) 9月消費者態度指数	10/3 (日) 8月失業率 (米) 9月ISM非製造業景況指数 (米) 9月雇用統計
10/6	10/7 (日) 8月家計調査 (米) 8月貿易収支	10/8 (日) 9月景気ウォッチャー調査 (米) 9/16-17分FOMC議事録	10/9	10/10 (米) 10月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
10/13 ◎スポーツの日 ◎Columbus Day 米国休場 (中) 9月貿易収支	10/14 (米) 9月NFIB中小企業楽観指数	10/15 (中) 9月CPI (米) 9月CPI (米) 10月NY連銀製造業景況指数	10/16 (日) 8月機械受注 (米) 8月企業在庫 (米) 9月小売売上高 (米) 10月NAHB住宅市場指数 (米) 10月フィラデルフィア連銀景況指数	10/17 (米) 9月住宅着工・建設許可件数 (米) 9月鉱工業生産
10/20 (中) 7-9月期GDP (中) 9月鉱工業生産 (中) 9月固定資産投資 (中) 9月小売売上高 (米) 9月景気先行指数	10/21	10/22 (日) 9月貿易収支	10/23 (米) 9月中古住宅販売件数	10/24 (日) 9月CPI (ユーロ圏) 10月PMI(速報値) (米) 9月新築住宅販売件数 (米) 10月製造業PMI(購買担当者景気指数、速報値)
10/27 (ユーロ圏) 9月マネーサプライ (独) 10月IFO景況感指数 (米) 9月耐久財受注(速報値)	10/28 (米) 8月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米) 10月消費者信頼感指数	10/29 (日) 10月消費者態度指数 (米) 9月中古住宅販売仮契約指数 (米) FOMC結果発表	10/30 (日) 日銀金融政策決定会合(結果発表) (ユーロ圏) ECB理事会 (ユーロ圏) 7-9月期GDP(一次速報値) (米) 7-9月期GDP(一次速報値) (米) 7-9月期個人消費支出	10/31 (日) 9月失業率 (中) 10月製造業PMI (ユーロ圏) 10月CPI(速報値)

注: 10月6日付で作成。公表予定日は変更される場合があります。一部の統計は、期日が定まっていないため、過去の公表日等から類推した日を公表日として扱っています。

出所: Bloomberg、各種HPよりTDAM作成

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

【リスク情報】

(1) 国内株式

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

(2) 外国株式

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

(3) 国内債券

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

(4) 外貨建債券

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

(5) 国内新株予約権付社債

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

(6) 投資信託

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

(7) 先物・オプション取引

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

【お客様にご負担いただく費用等について】

投資信託に係る費用等について

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

投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

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

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

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