

# 投資環境レポート

2025 年 11 月

本資料は 2025 年 11 月 7 日時点での利用可能な情報をもとに作成しています。



## 【目次】

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

# 経済見通し

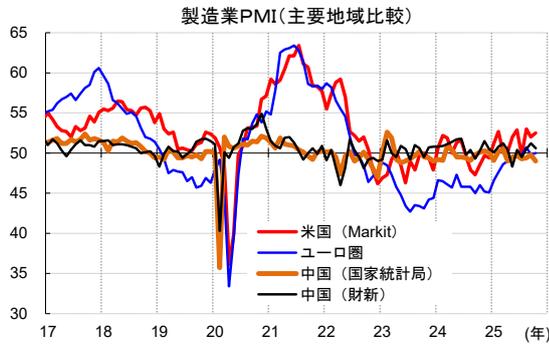
## 【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	(前年比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	(前年比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)
	24年	25年	26年	25年 1-3月	25年 4-6月	25年 7-9月
<b>世界全体</b>	3.3	3.2	3.1			
<b>先進国</b>	1.8	1.6	1.6			
アメリカ	2.8	2.0	2.1	2.0	2.1	
日本	0.1	1.1	0.6	1.7	1.7	
英国	1.1	1.3	1.3	1.7	1.4	
ユーロ圏	0.9	1.2	1.1	1.6	1.5	1.3
ドイツ	▲ 0.5	0.2	0.9	0.0	▲ 0.1	0.3
フランス	1.1	0.7	0.9	0.6	0.7	0.9
イタリア	0.7	0.5	0.8	0.7	0.5	0.4
スペイン	3.5	2.9	2.0	3.1	3.0	2.8
カナダ	1.6	1.2	1.5	2.3	1.2	
<b>新興国</b>	4.3	4.2	4.0			
ブラジル	3.4	2.4	1.9	2.9	2.2	
ロシア	4.3	0.6	1.0	1.4	1.1	
インド	6.5	6.6	6.2	7.4	7.8	
中国	5.0	4.8	4.2	5.4	5.2	4.8
ASEAN5	4.6	4.2	4.1	4.9	5.1	

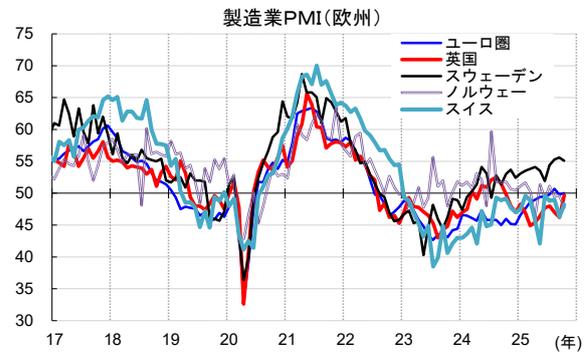
注: (1) IMF 見通しは、2025 年 10 月時点。2025 年、2026 年いずれも予測。(2) ASEAN5 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

出所: IMF World Economic Outlook、Bloomberg より TDAM 作成

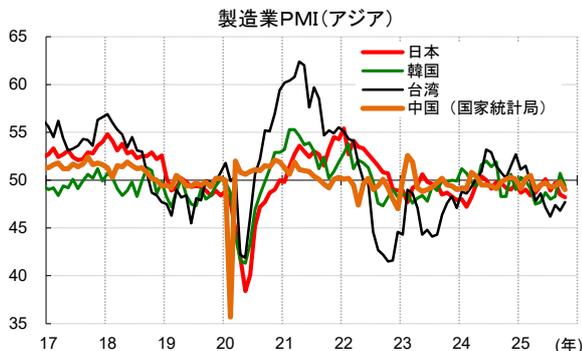
## 【世界製造業景況感の推移】



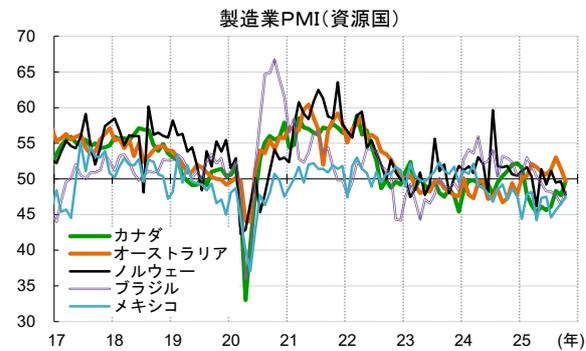
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



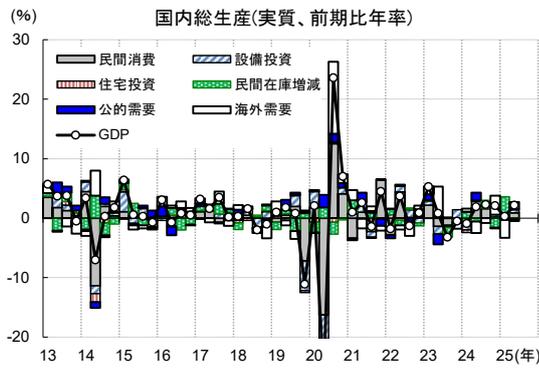
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

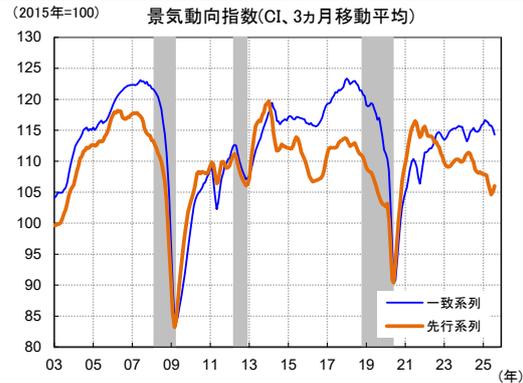
個人消費も設備投資もともに底堅く推移する見込み。この先、利上げがあったとしても堅調さを維持できる公算

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



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



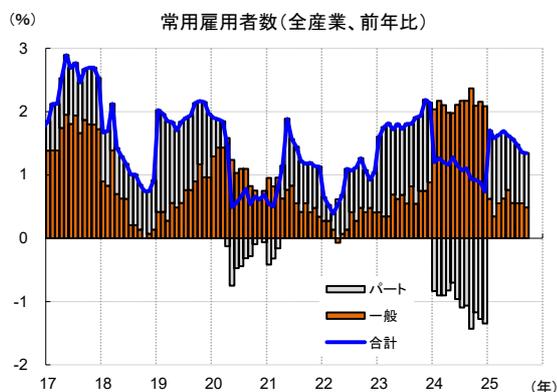
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年比プラス圏



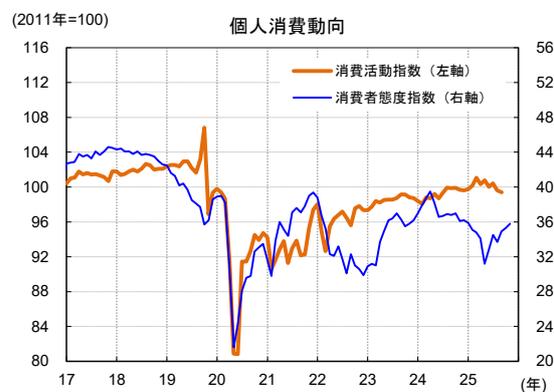
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

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

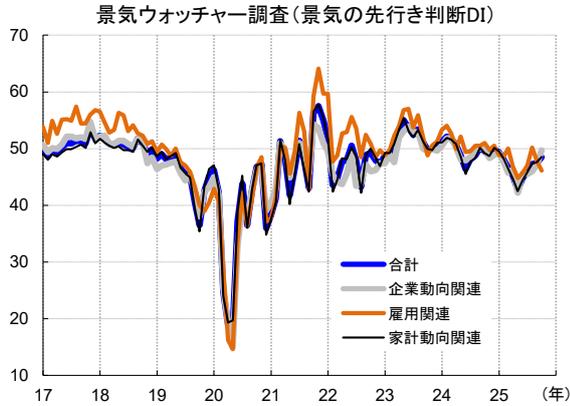
予想通り消費者態度指数がやや改善しつつあるが、今後にも期待



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

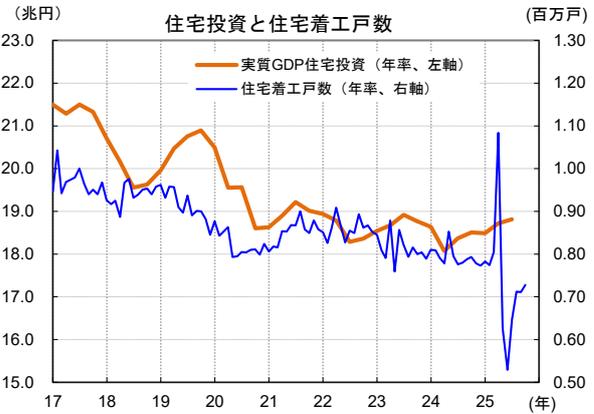
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目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

街角景気見通しは、企業動向関連、家計動向関連が改善した一方、雇用関連が悪化



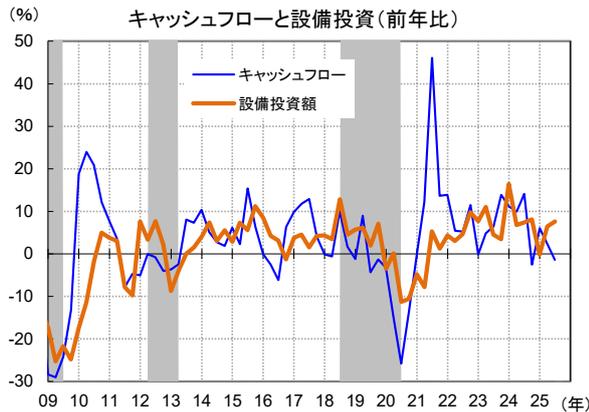
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

9月の住宅着工戸数はおよそ728千戸



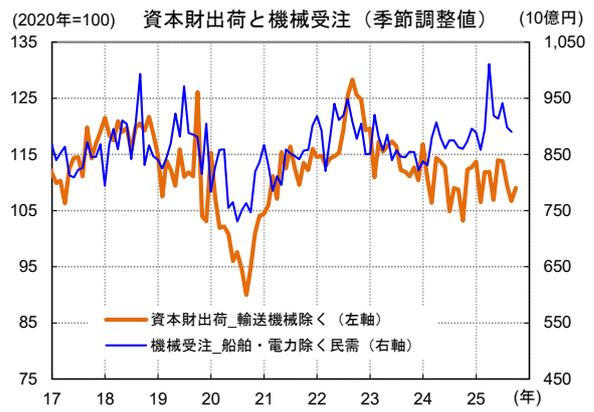
出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

設備投資額(前年比)はプラス圏



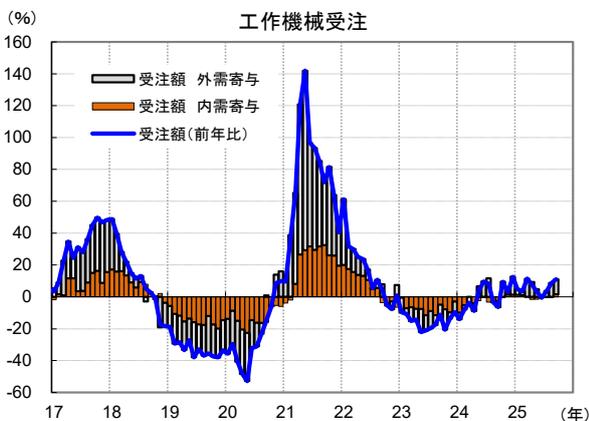
注: キャッシュフロー=経常利益(税金相当 50%控除)+減価償却費。  
グレー部分は景気後退期をあらわす。  
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

船舶・電力除く民需は比較的高水準ながらも減少傾向



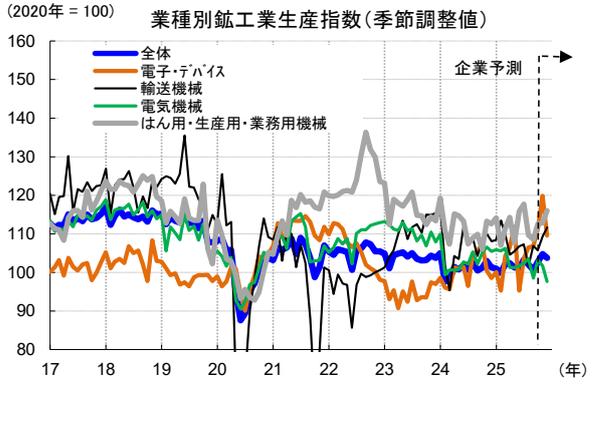
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)はプラス11%



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

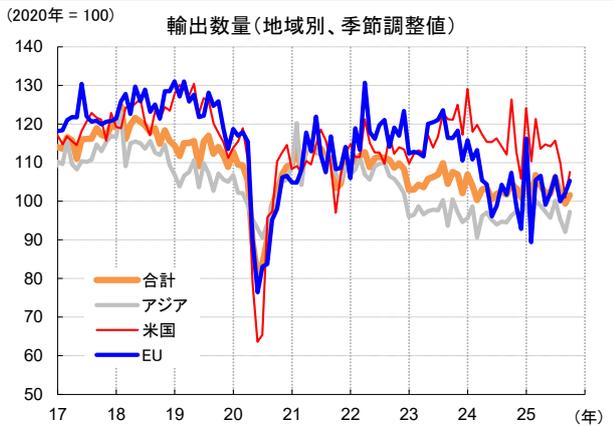
輸送用機械は前向きな見通し



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いただき、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足許で反発



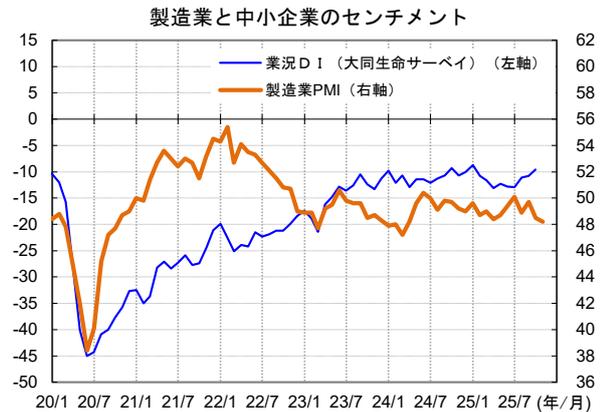
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

輸出金額は横ばい気味



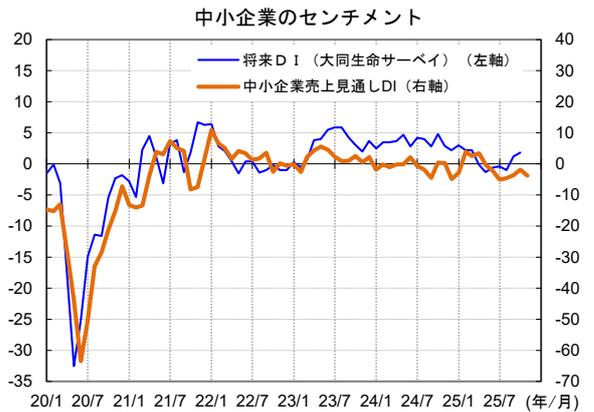
出所: 財務省、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

9 月の業況 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 9.6



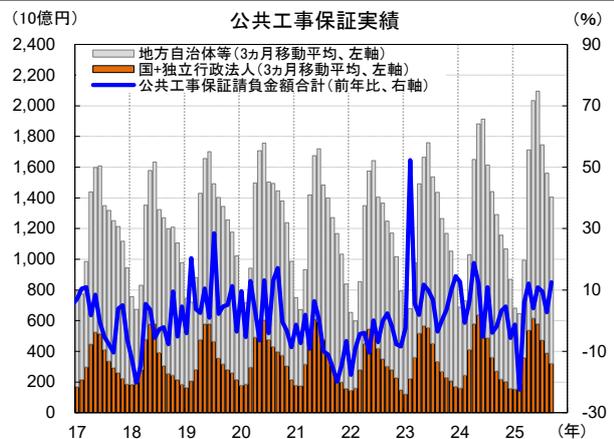
出所: 大同生命サーベイ(2025 年 9 月)、マークイット、Bloomberg より TDAM 作成

9 月の将来 DI(大同生命サーベイ)は 1.8



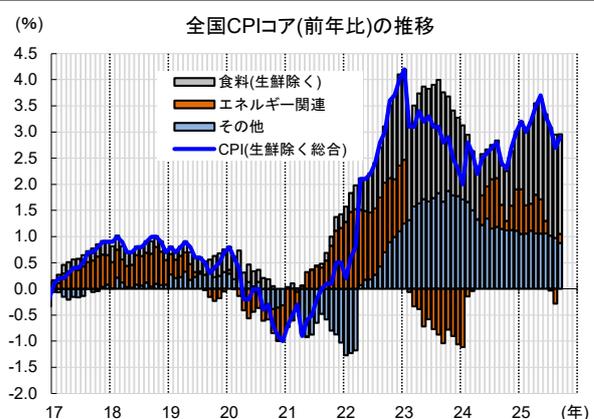
出所: 大同生命サーベイ(2025 年 9 月)、日本政策金融公庫、Bloomberg より TDAM 作成

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



出所: 公共工事前払金保証統計より TDAM 作成

9 月 CPI(生鮮除く総合)の前年比は 2.9%



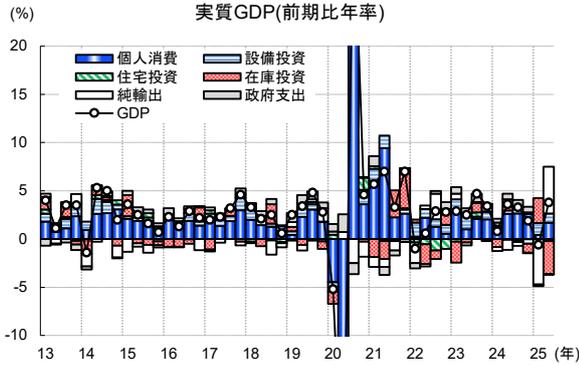
出所: 総務省、Bloomberg より TDAM 作成

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

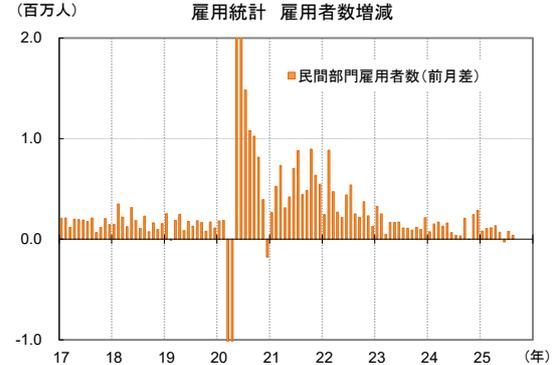
## 2. 米国経済

政府閉鎖により取得できるデータは限られるが、大幅な減速は免れている模様。先行きも、政府閉鎖の影響は懸念されるが、全体的には緩やかな減速傾向を予想

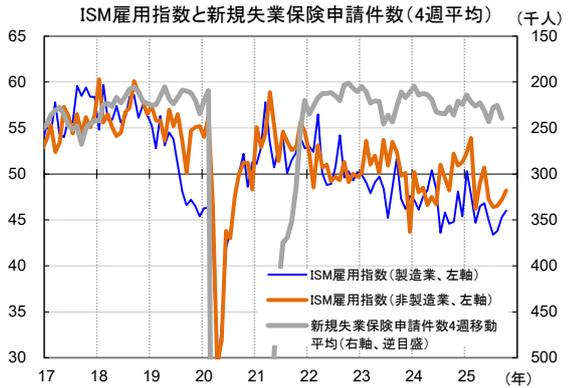
経済成長率: 4-6 月期 GDP 成長率は純輸出の前期の反動などもあり前期比年率 3.8%増



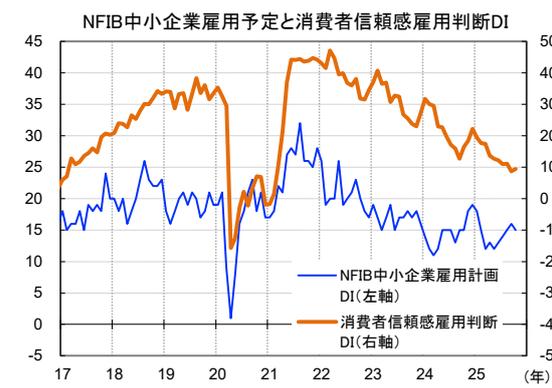
労働市場: 政府閉鎖の影響については要注意



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



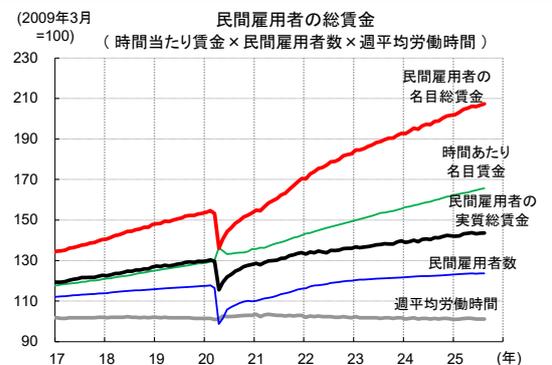
雇用環境: 消費者のセンチメントは低水準



雇用環境: 失業率は政府閉鎖の影響で上振れる可能性に注意

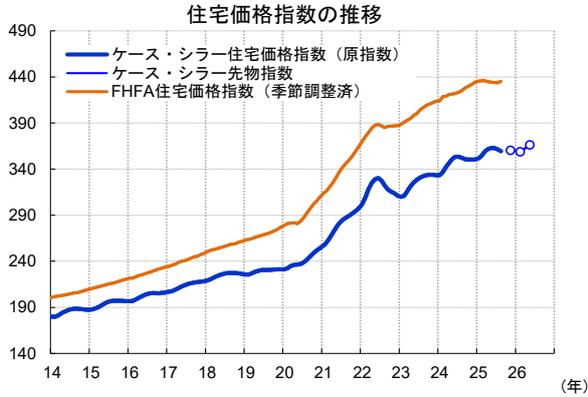


労働市場: 実質総賃金は増加傾向



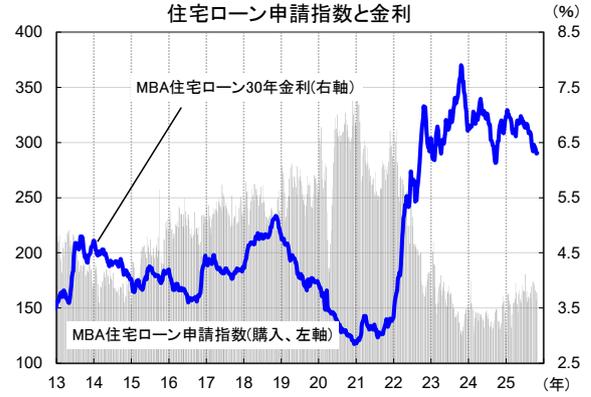
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆



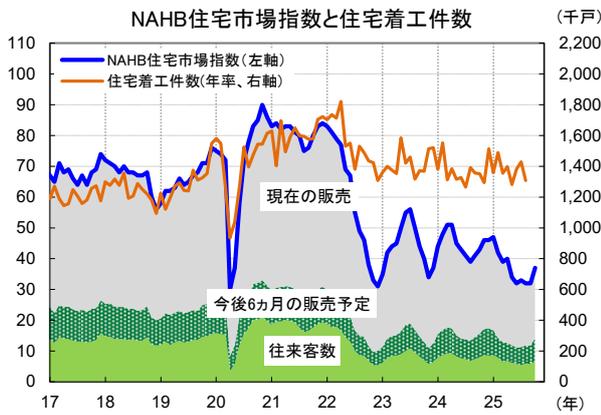
注: FHFA(米連邦住宅金融局)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 住宅ローン金利は再度低下



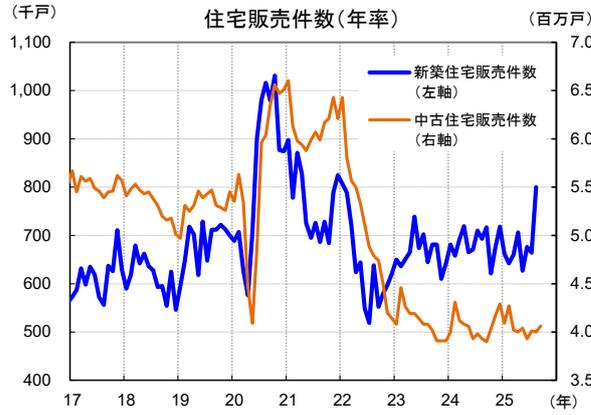
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: ソフトデータに底打ちの兆し



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

住宅市場: 新築住宅の販売件数は大幅に増加



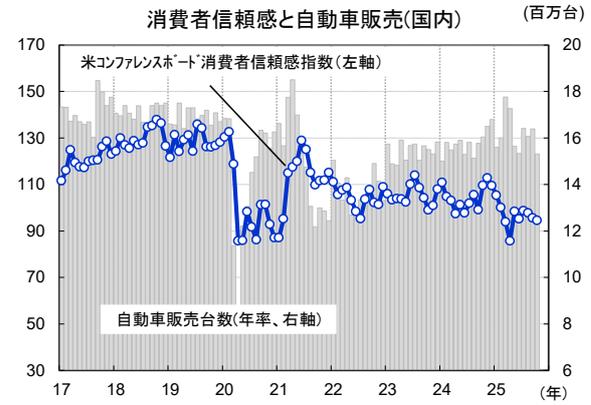
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



出所: Bloomberg より TDAM 作成

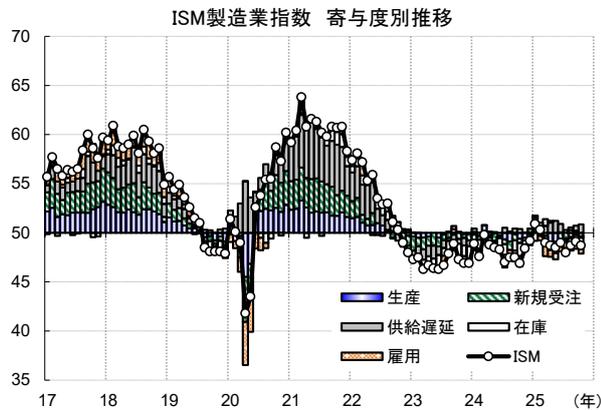
個人消費: 自動車販売台数は前月から減少



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

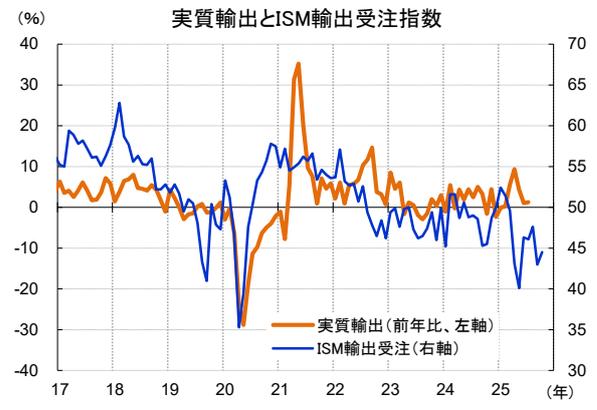
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(10月)は 48.7



出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(10月)は 44.5



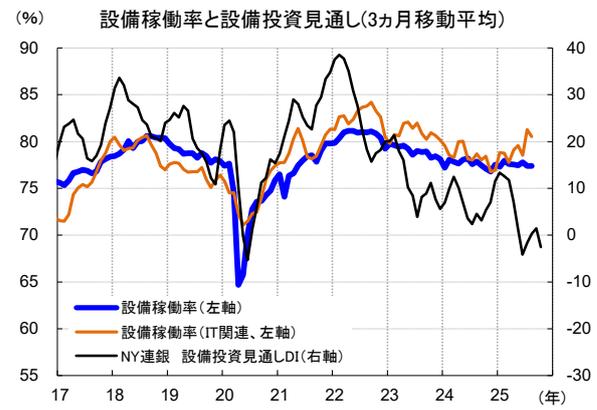
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資は増加基調



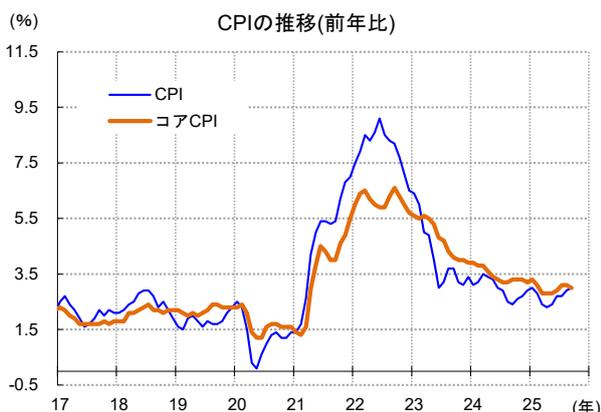
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備投資見通し DI は低水準で推移



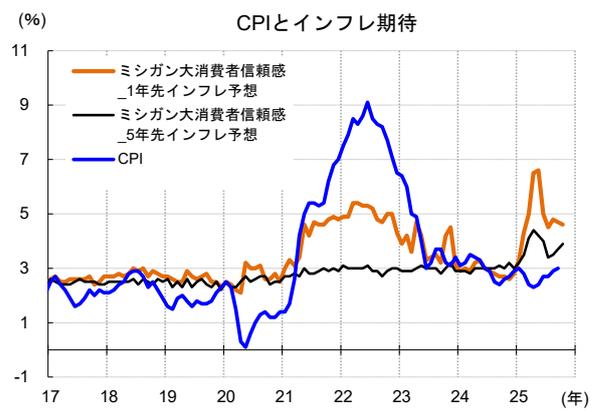
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 3.0%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1年先のインフレ予想は 4.6%



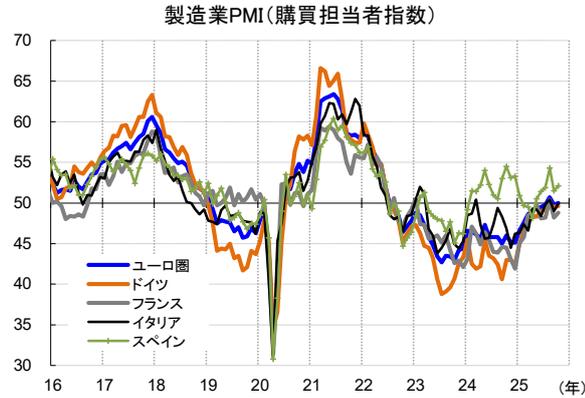
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

### 3. 欧州経済

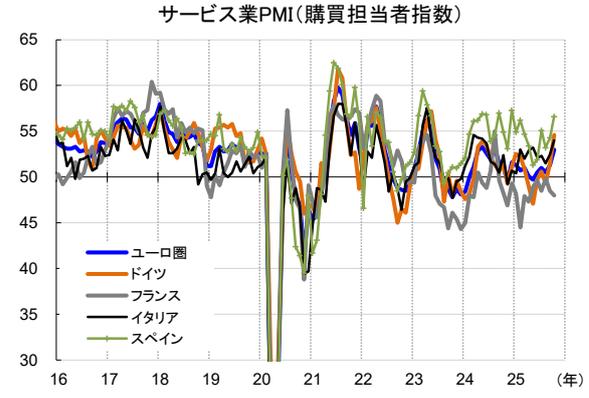
拡張的な財政政策は景気を下支えするとみられるものの、消費者のマインドも慎重で、持ち直しは緩やかなものにとどまる公算

企業景況感: 10月のユーロ圏製造業 PMI は 50.0



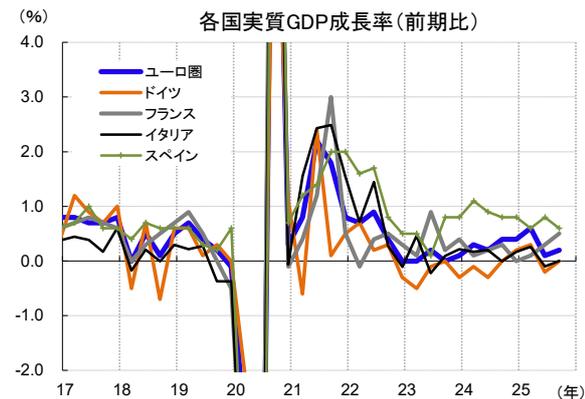
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: 10月のユーロ圏サービス業 PMI は 53.0



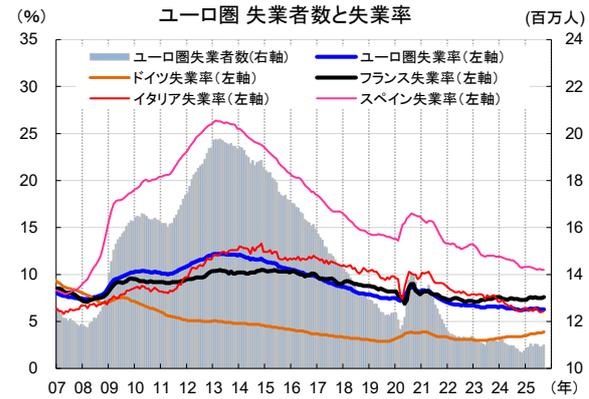
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 3Qのユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.2%



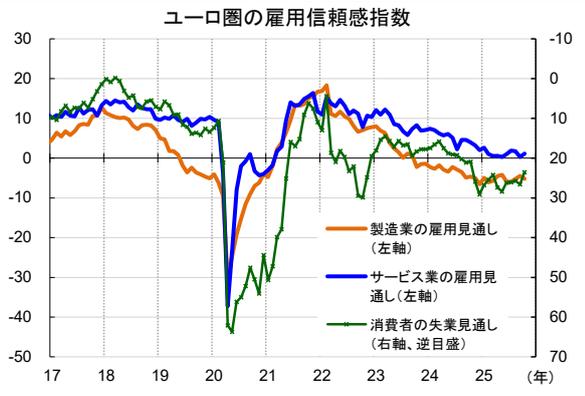
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0%pt で横ばい



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 消費者の見通しは改善気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

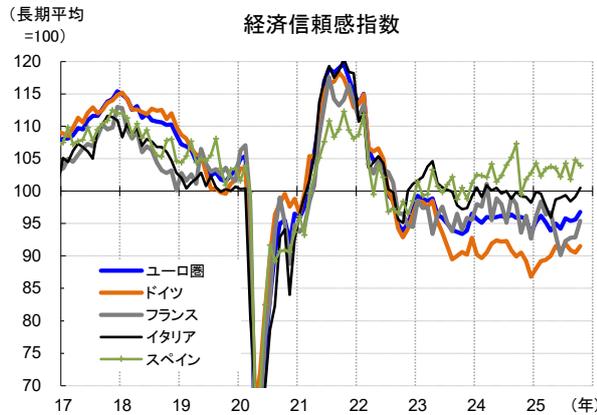
消費: 消費者信頼感の回復が鈍いなか、実質小売売上も失速



出所: Bloomberg より TDAM 作成

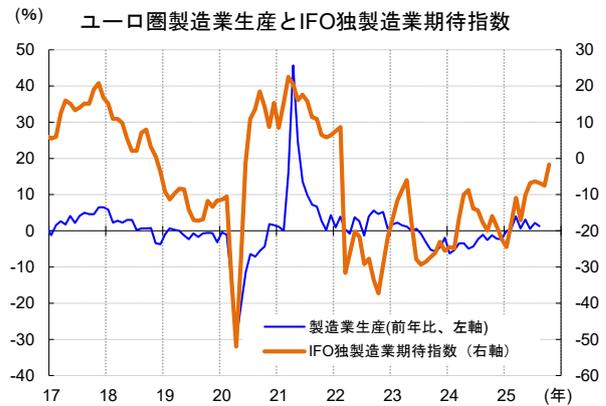
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

景況感指数: ドイツの回復はやや足踏み



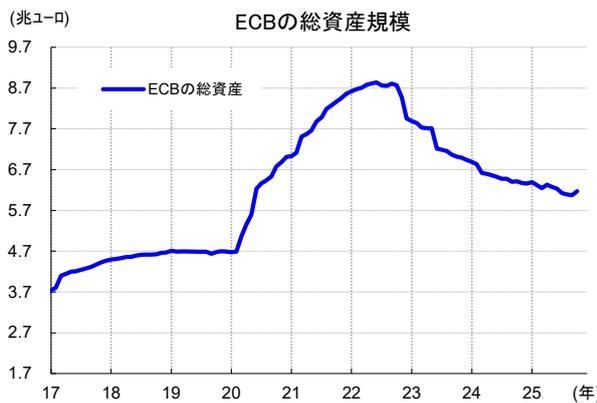
注: 長期平均=1990年~2016年  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: IFO 製造業期待指数はさらに上昇



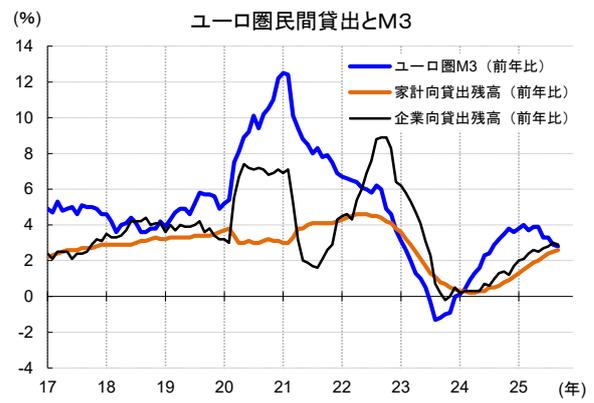
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECB の総資産規模の減少傾向は一服気味



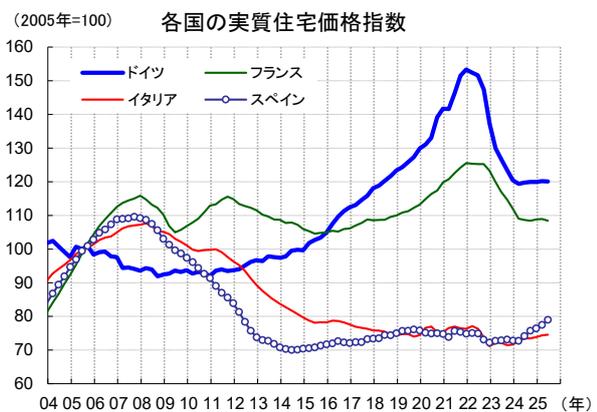
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: M3(前年比)はやや鈍化気味



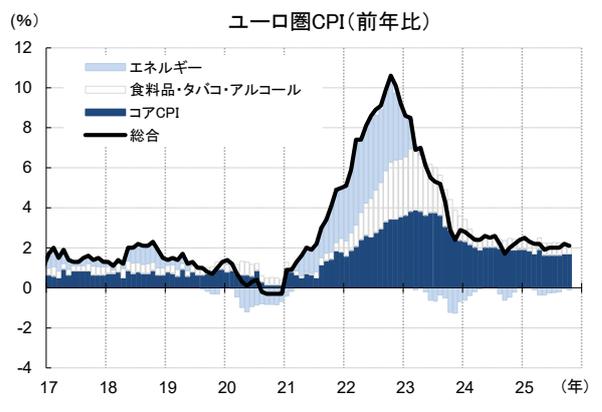
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格: ドイツは横ばい推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 10月の総合CPI(前年比)は2.1%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

## 4. 中国経済

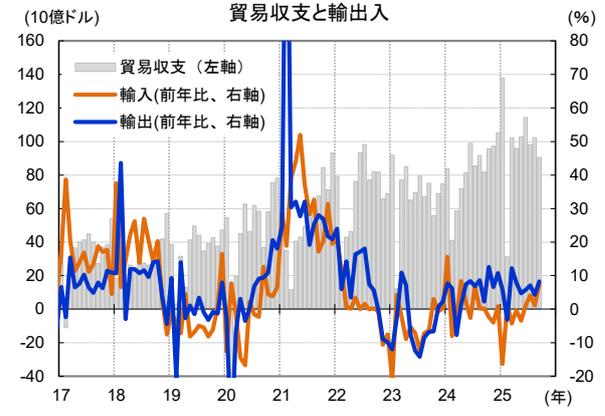
既往の経済対策の息切れや各国が経済安保の観点から中国との貿易を抑制する可能性には注意

景況感: 国家統計局製造業 PMI(10 月)は 49.0



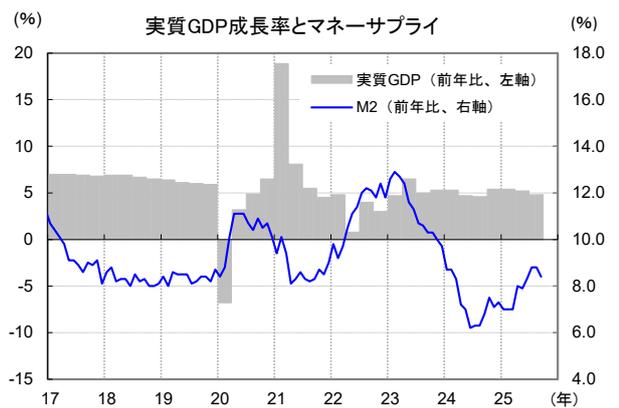
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 輸出入ともに前年同月比プラス圏で推移



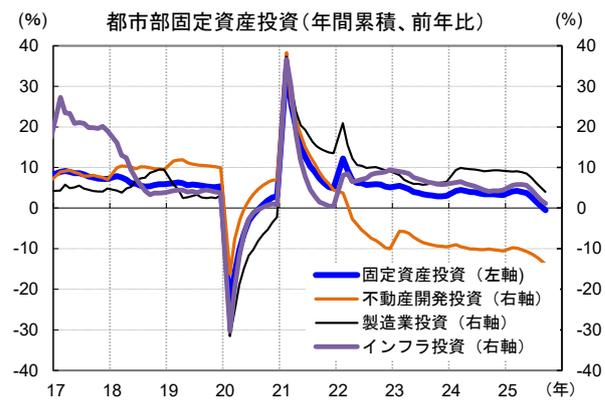
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 7-9 月期のGDP成長率は前年比 4.8%増



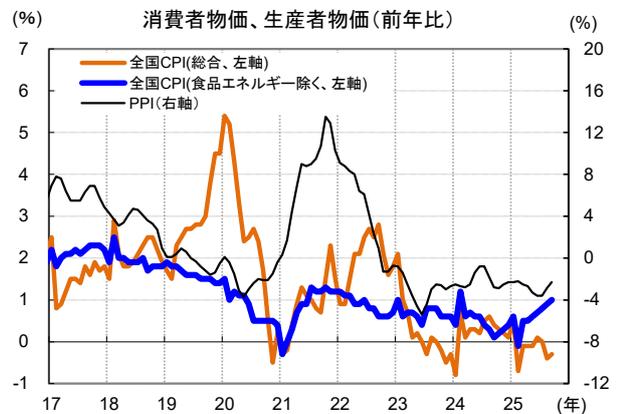
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 全体的に下振れている点はやや注意



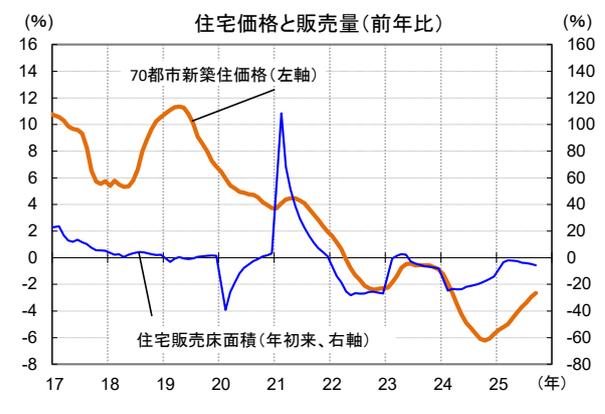
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 全国 CPI(総合)の前年比は 0.3%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

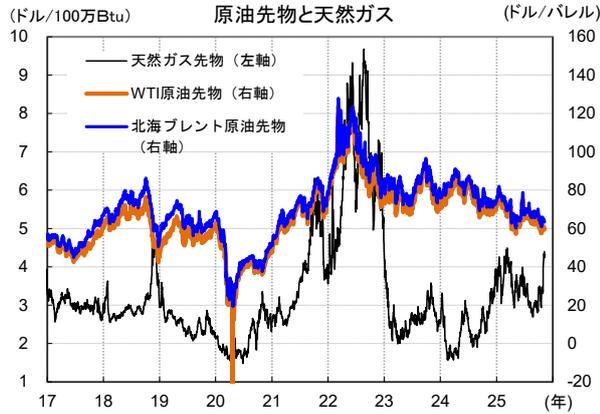


出所: Bloomberg より TDAM 作成

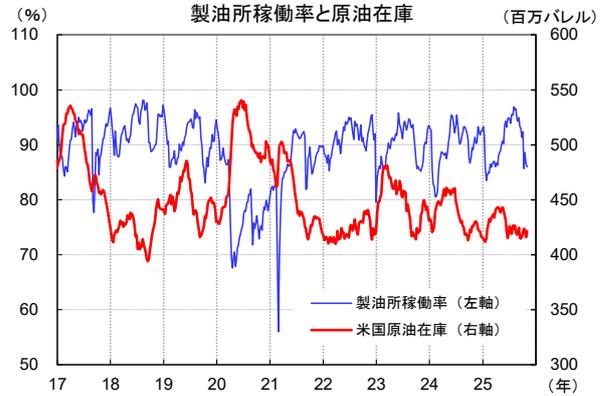
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

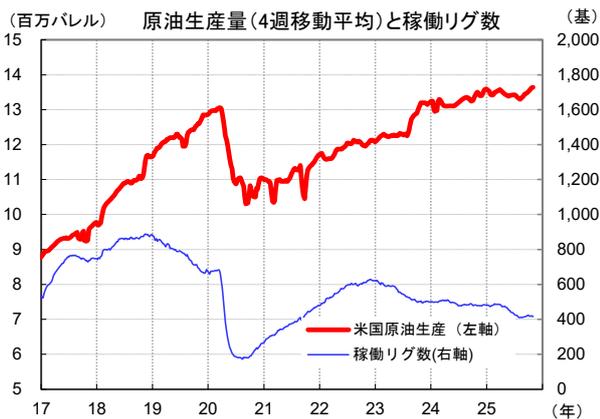
### (1) 資源関連



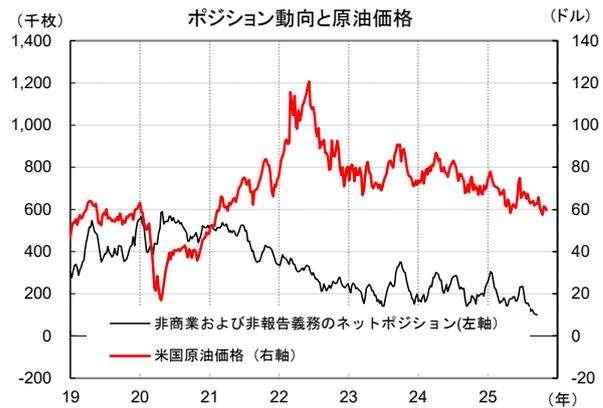
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

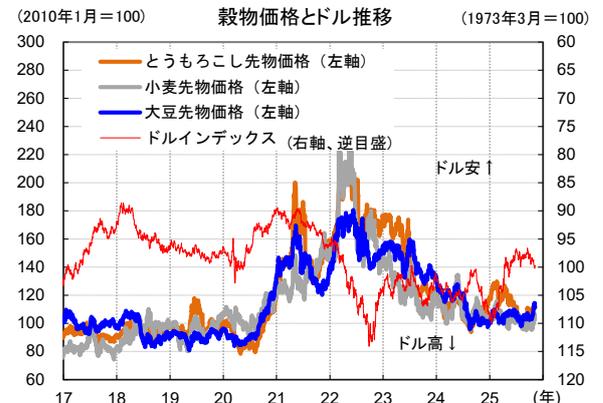


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

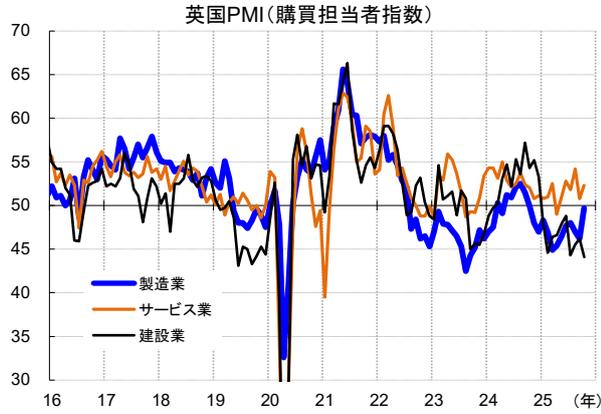


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

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



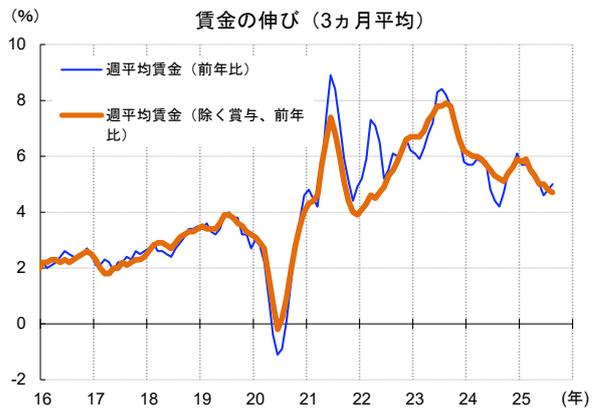
出所: Bloomberg より TDAM 作成



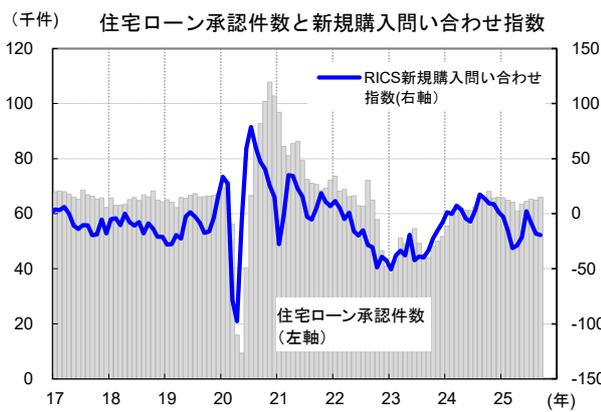
出所: Bloomberg より TDAM 作成



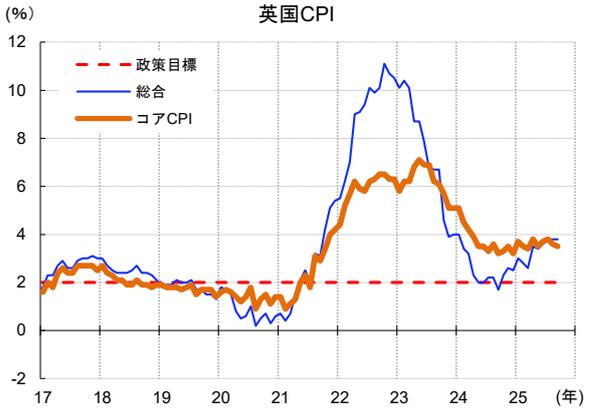
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



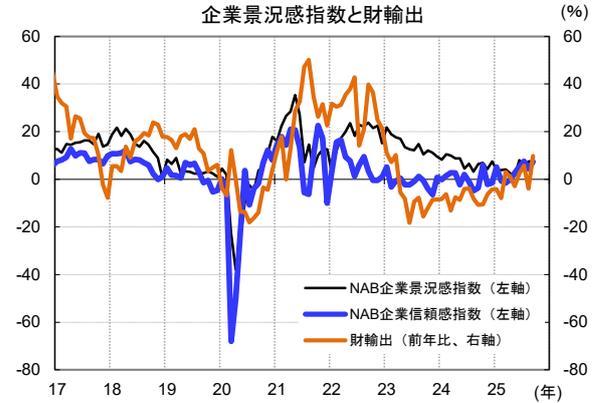
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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



出所: Bloomberg より TDAM 作成



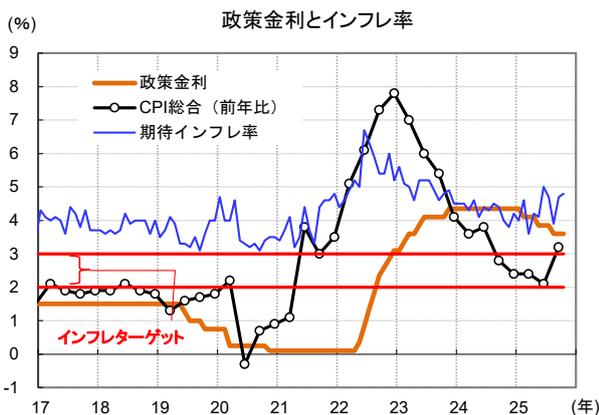
出所: Bloomberg より TDAM 作成



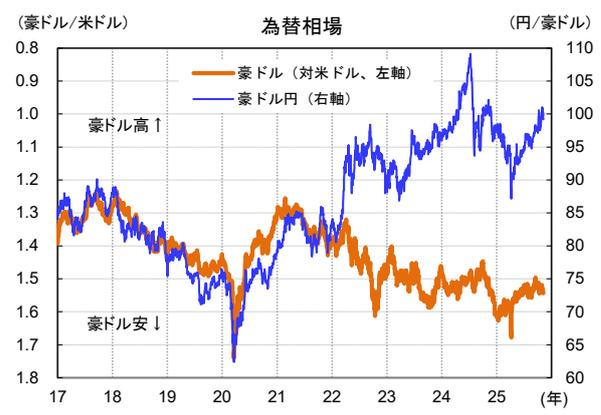
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

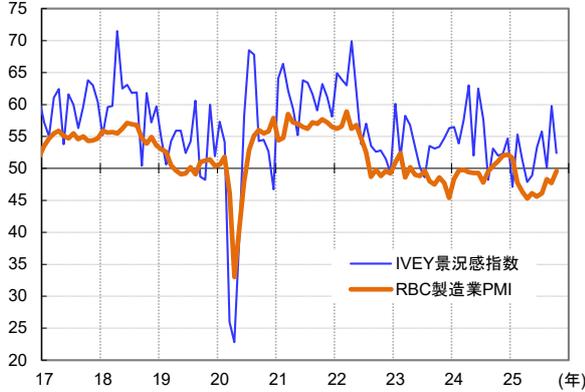


出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

#### (4) カナダ・ブラジル経済

カナダ製造業PMI



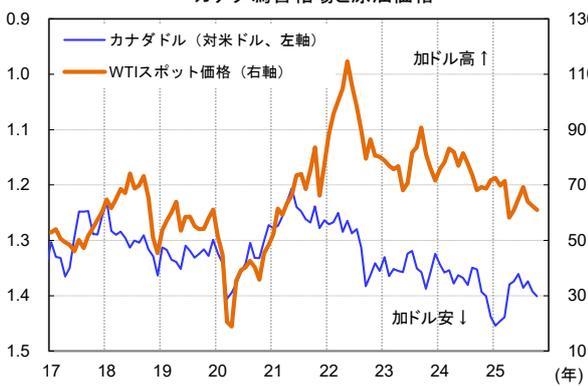
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



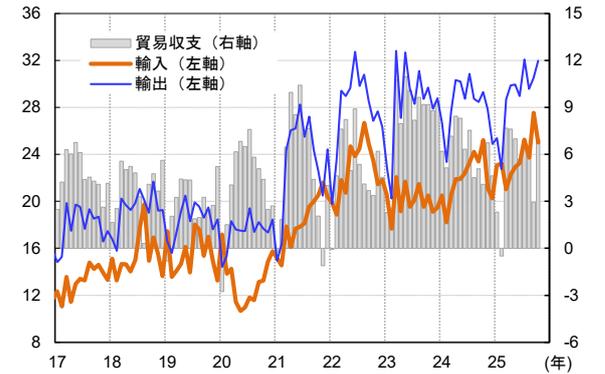
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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)



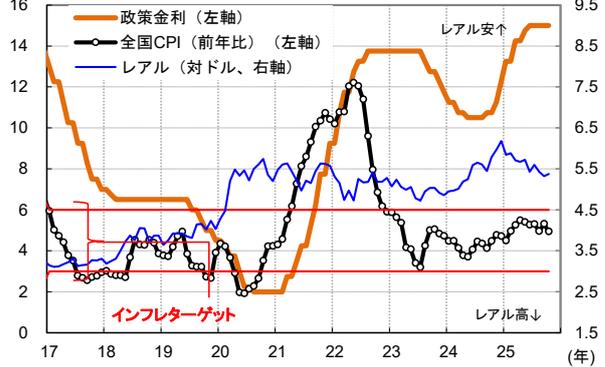
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(%) カナダ政策金利とインフレ率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

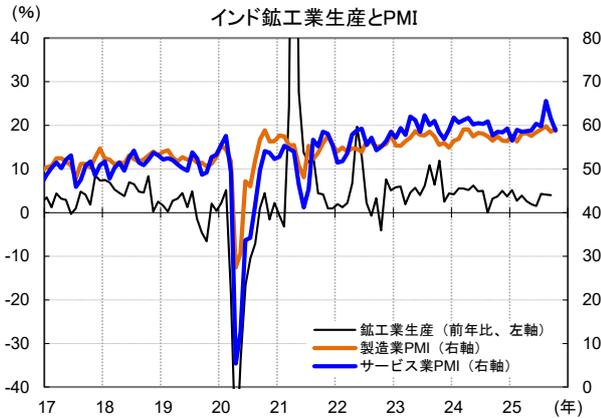
(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)



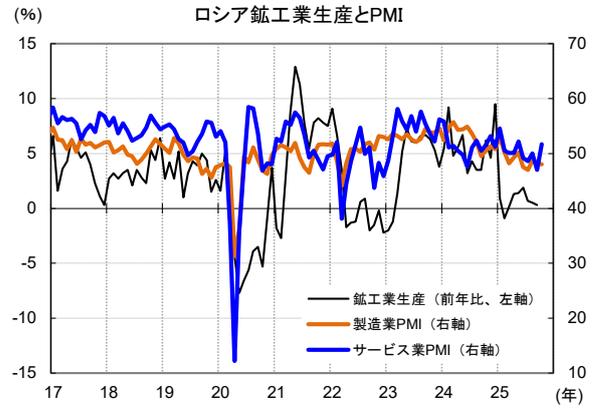
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

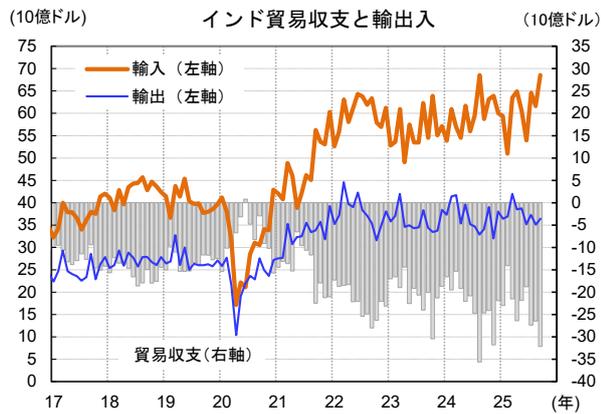
## (5) インド経済・ロシア経済



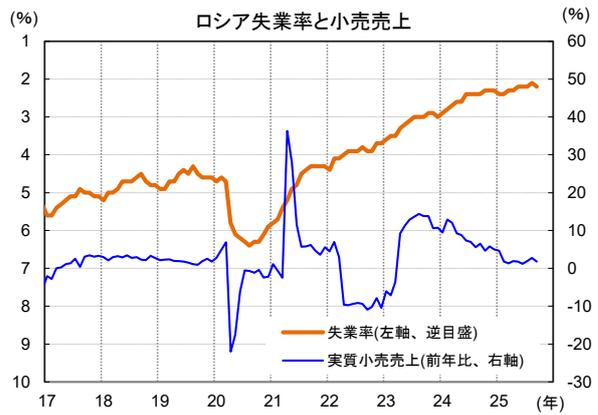
出所: Bloomberg より TDAM 作成



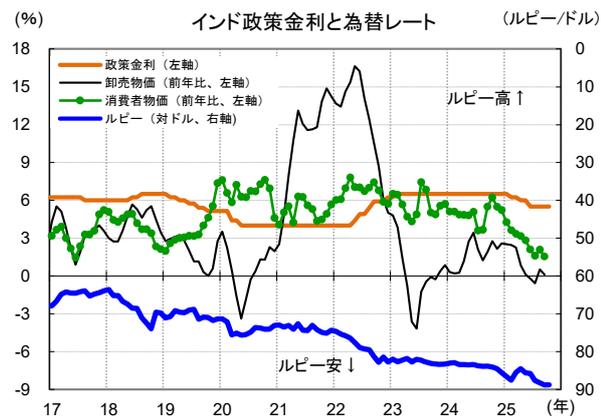
出所: Bloomberg より TDAM 作成



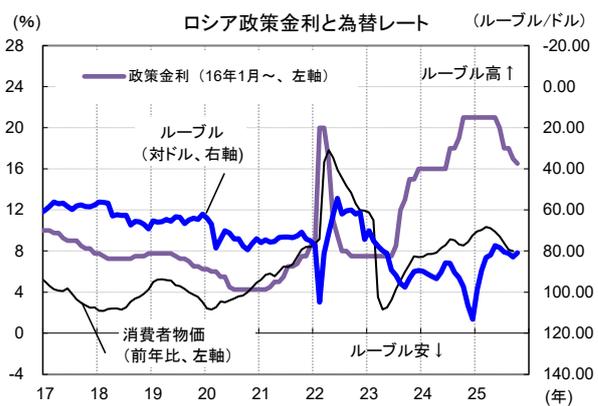
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

日銀は利上げに慎重ながらも、1月までには利上げをすると見込む。また、需給の面からも幾分かは上昇する見通し

#### ○ 金融政策について

日本銀行は10月30～31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、反対は2票であった。市場では政策金利の据え置きが予想されていたが、反対票が増えるとみる向きもあった。なお、高田創・田村直樹両審議委員が反対票を投じている。

展望レポートについては、新味に欠ける内容であった。2025年度のGDP見通し、2026年度のコアコアCPIが小幅に上方修正されたが、さほど、注目されなかった。「物価の見通しは概ね上下にバランスしている」という記述は、前回と同様であったが、各政策委員が考えるリスクバランスについては、2025年度、2026年度ともに、上振れ、中立、下振れが3人、4人、2人となった。なお、この分布は前回の展望レポートでは、2025年度、2026年度の分布が3人、3人、3人であったため、若干だが変化していると言えよう。

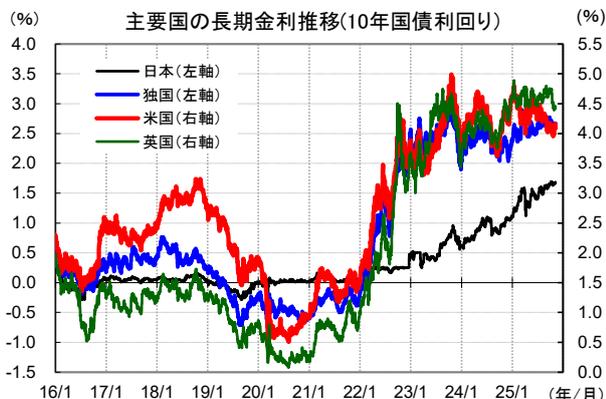
もっとも、日銀がタカ派化しているとの見方はし難い。植田総裁は、記者会見において来年の春闘に注目していることを明かした。なお、前回は米国のクリスマス商戦であった。論点をずらしている点は、利上げについて消極的な姿勢を示していると言えよう。もっとも、完全に12月の利上げの選択肢がなくなったわけではない。12月の利上げに関する質問について、データが完全にそろそろのを待ちたいというわけではない、という発言をおこなったほか、あくまで初動のモメンタムを確認したい、とも述べている。また、予算編成にもある程度の見込みのなかで動くことはできる、とも発言している。こうした点を踏まえると、12月の利上げも一応は選択肢に入れておくべきだろう。

当社では、12月あるいは1月の利上げを見込む。

#### ○ 長期金利

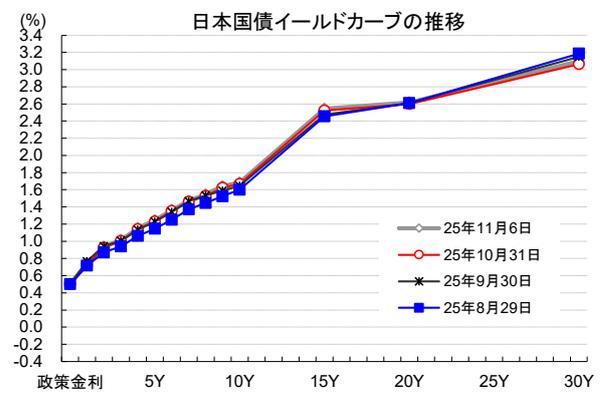
今年に入ってから長期金利は上昇基調をたどってきた。しかし、3月下旬から4月上旬にかけて大きく低下した。ただ、その後は超長期債の金利上昇の影響を受ける形で上振れてきた。高市政権における財政の拡張については、既に市場に織り込まれた印象があるが、一定程度意識され続けることで超長期金利は下がりにくいだろう。また、1月までに利上げがなされれば先物市場の織り込みよりも早く利上げがなされることとなり、短期金利に上昇圧力となろう。需給面でも2年債の金利は上振れやすいと料する。将来的には、ターミナルレートについては1.25%も意識されるようになるだろう。実際に、1.25%まで引き上げるか否かは判然としないが、こうしたことが意識されるようになれば、金利には上昇圧力が加わると考えられる。また、こうした動きが一定程度は長期金利に影響するだろう。幾分かの上昇余地があるとみている。

国内金利は 1.7%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

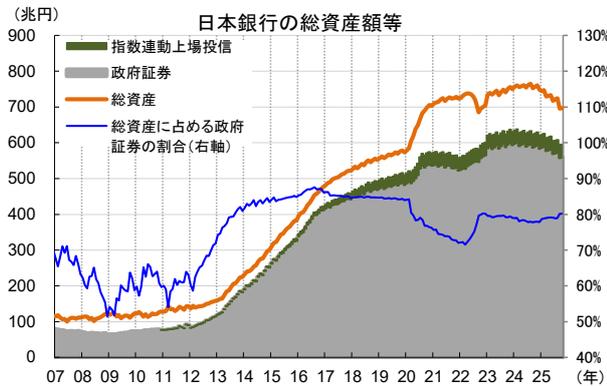
足許のイールドカーブは 9 月末と近似した状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

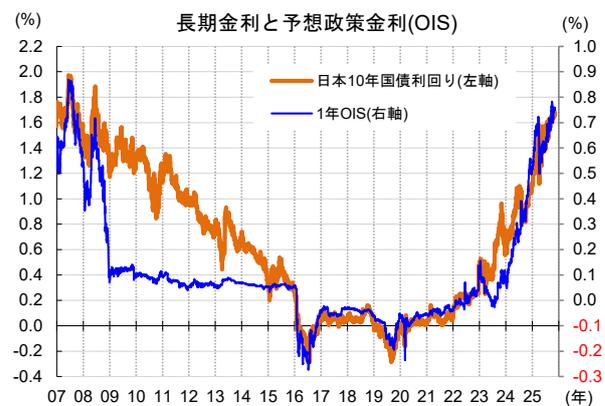
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

日本銀行の総資産額は縮小



出所: 日本銀行、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。

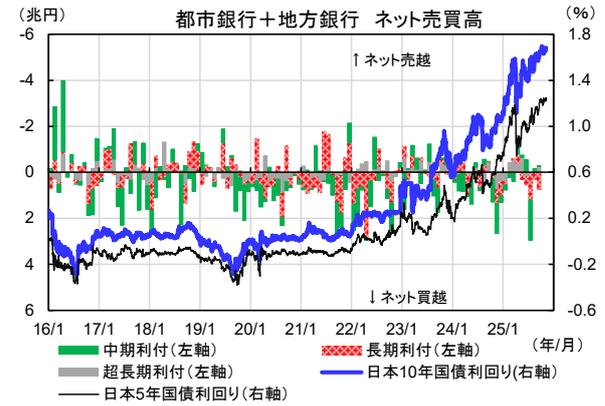
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

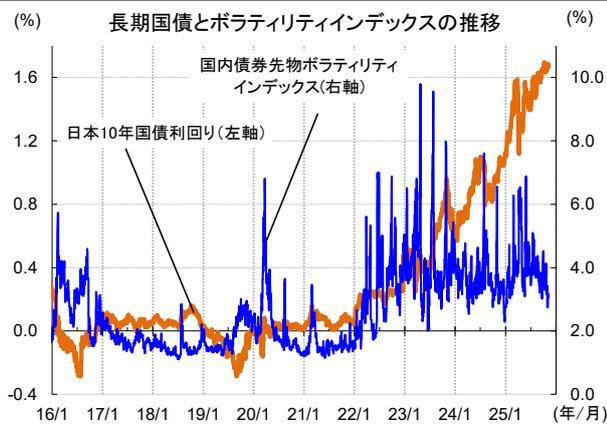
9 月は銀行が長期債をやや買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

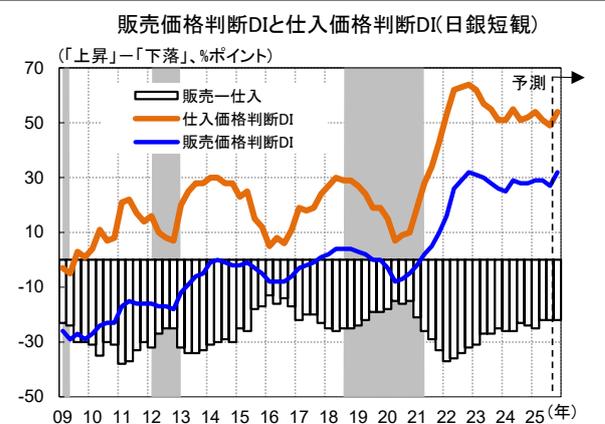
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは足許でやや低下しつつある状況



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いただき、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非常に緩やかな景気の減速が意識されつつも、一方で、大手ハイテク企業の起債も意識されて、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

10月28～29日にFRB(米連邦準備制度理事会)はFOMC(米連邦公開市場委員会)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3.75～4.00%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。声明文においては、冒頭、「Recent indicators suggest(最近の指標が示すには)」と始まるのが一般的であるが、「Available indicators suggest(入手可能な指標が示すには)」と政府閉鎖によりデータの取得が困難であることを示している。ただ、経済活動については、従前の「成長が緩やかになった」から「緩やかなペースで拡大」との表現に上方修正された。

そのうえで、記者会見の冒頭のスピーチ部分で、「In the Committee's discussions at this meeting, there were strongly differing views about how to proceed in December.」と、12月の対応について委員間で強い意見の相違があったことを明かした。これは、強い表現であり異例とも言える。最近、市場では12月の利下げも当然のこととして織り込まれており、こうした状況をけん制したかったのだろう。当社では12月に25bpの利下げを行う可能性をやや予想しつつ、状況次第では利下げを行わない可能性も相応にあるとみている。どちらかに決め打ちはできないだろう。

なお、バランスシートのランオフ(償還に伴う保有証券減少)について、12月1日で終了することも明らかになった。

### ○ 長期金利

米国経済については、非常に緩やかな景気の減速が意識されよう。政府閉鎖が長引いているものの、大幅な景気の減速を示す材料はみられない。ただ、経済が減速に向かっていることは確かだろう。一部で指摘されている信用リスクへの懸念も金利の低下圧力となろう。ただし、減速が緩やかであるゆえに低下圧力も弱く、既に金利がやや下振れていることから、更なる低下圧力も限られよう。また、大手ハイテク企業の起債も意識されて、わずかながら上昇圧力もあろう。総じてみれば、横ばいでの推移になると予想する。

## 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

10月30日にECB(欧州中央銀行)は定例理事会を開催し、中銀預金金利を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。これは従前と同様である。インフレ率は引き続きECBの中期目標の2%に近くあり、インフレ見通しの評価も概ね変更ないとの見解を示した。なお、米中貿易交渉の進展により、経済成長に対する下振れリスクの一部が緩和された、との見方が示された点は注目された。

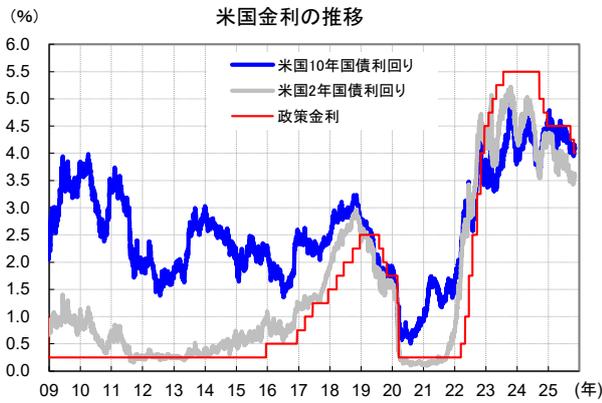
市場では、しばらく政策金利は据え置かれると見方が支配的である。当社でも、少なくとも来年3月まで政策金利が据え置かれると予想する。

### ○ 長期金利

ドイツの長期金利については、7月以降、当社の見直し通り概ね横ばいで推移している。財政拡張に対するリスクについては、一定程度、織り込まれていたと考えられる。そのようなことを踏まえて、大幅な金利上昇は避けられてきたのだろう。一方で、実体経済についてはやや力強さに欠ける印象がありつつも、急速な景気後退の可能性は低く、金利の急低下は免れてきたのだろう。こうした環境は先々も続こう。特に、ECBの金融政策の変更も予想し難く、米国の金利を横ばいと予想していることもあり、先行きについても横ばいを予想する。

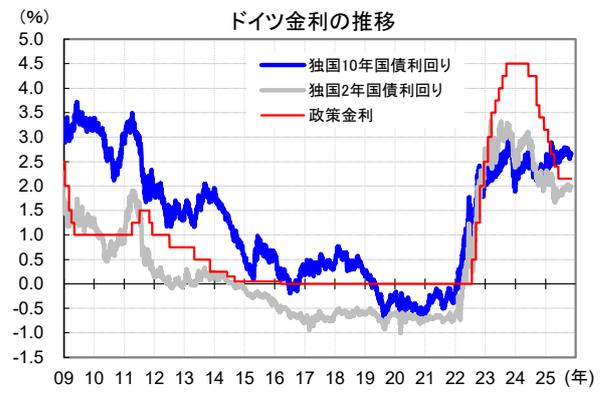
**【ご留意事項】**本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ず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

(米国) 10 年金利は 4.1%近傍で推移



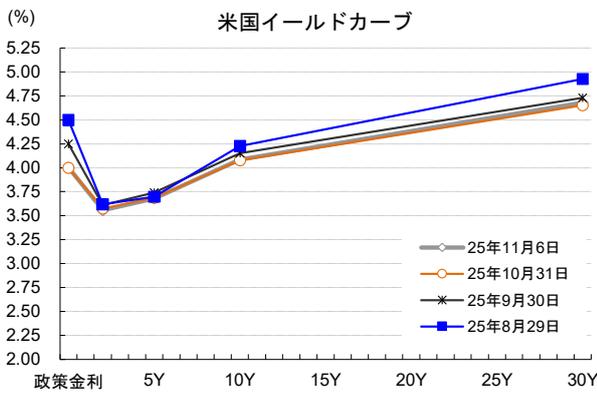
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ)10 年金利は 2.7%近傍で推移



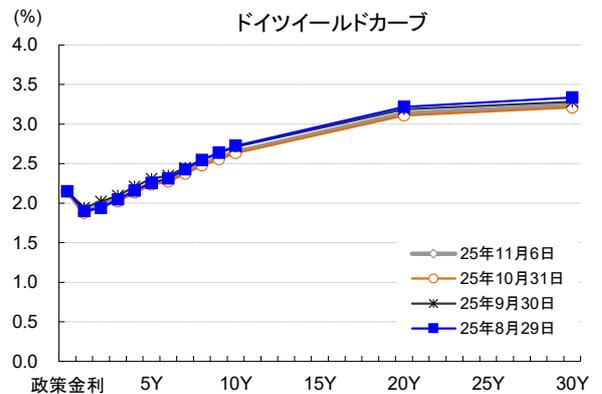
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 9 月末と比べてほぼ同様の形状



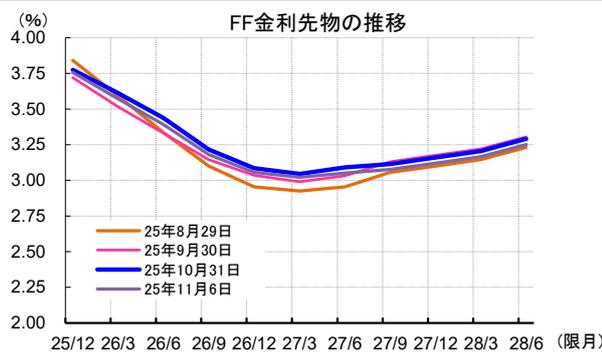
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 9 月末と比べてほぼ同様の形状



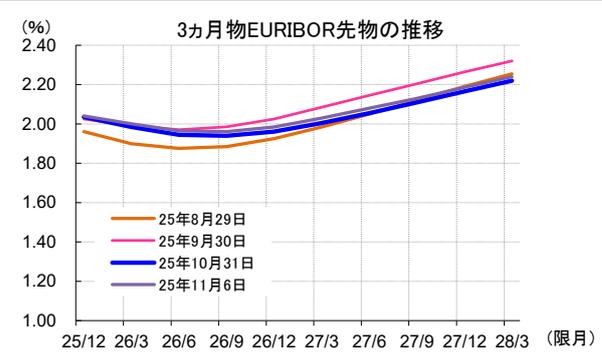
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 9 月末と比べて期近部分を中心に若干上振れ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

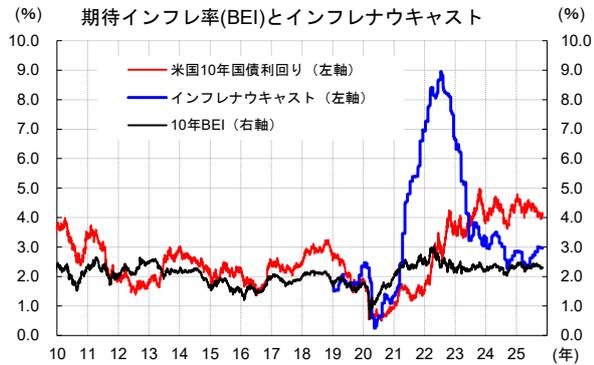
(ユーロ圏) 9 月末と比べて期先部分を中心にやや下振れ



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

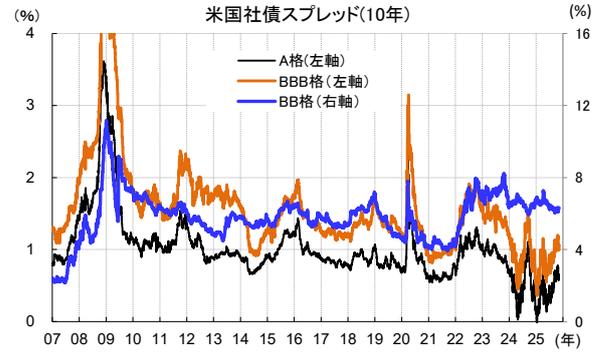
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



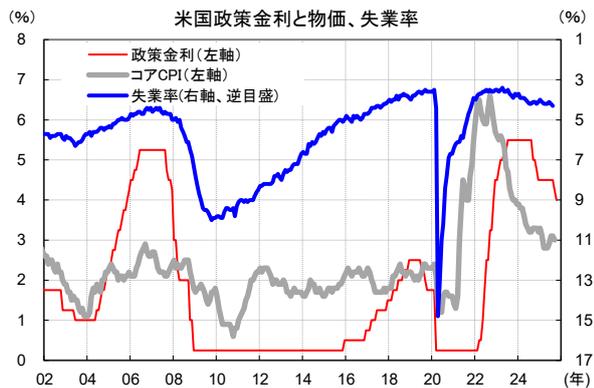
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クリーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BBB 格は1ヵ月前と比べて横ばい



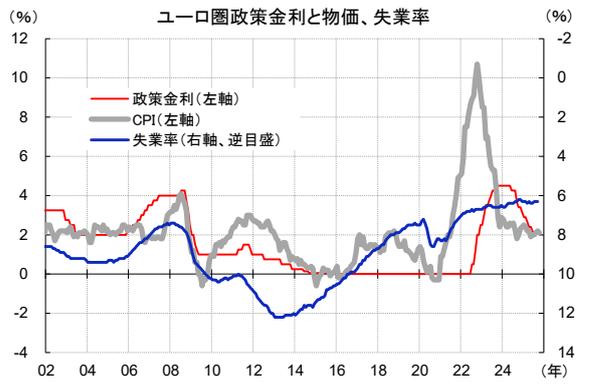
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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



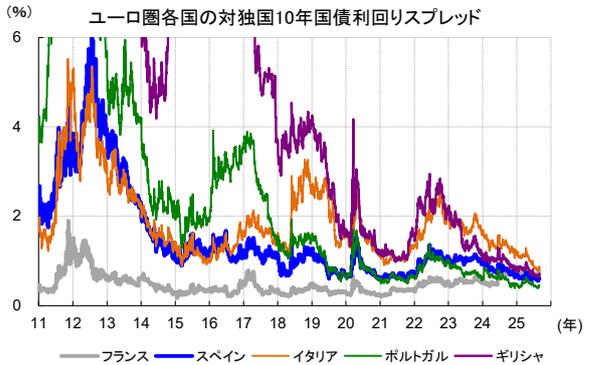
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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した状態



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

## 2. 株式

### 2-1. 国内株式

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つつも、インフレ下では PER は高まりやすいと考え、株価は緩やかな上昇基調をたどると見込む

#### 〔需給動向〕

10月3日終了週から24日終了週の4週間で、外国人投資家の現物の買い越し額は約3兆円、先物が売り越しであった点を考慮し、現物と先物を合わせてみても約2兆1千億円の買い越しとなった。外国人投資家の期待の高さがうかがえる。

#### 〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.68倍、PERは12ヵ月先予想ベースで16.0倍程度(過去5年平均:14.2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0.50%程度である(数値は10月31日現在)。

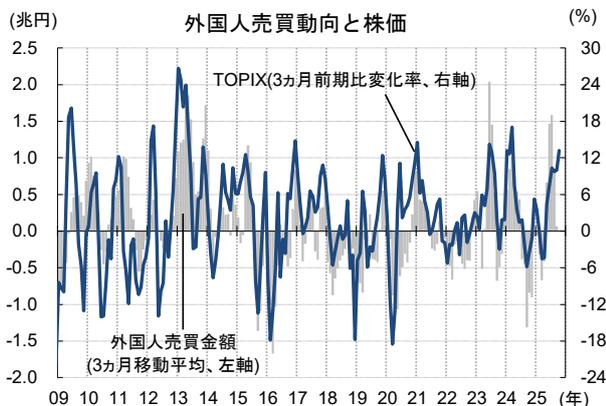
#### 〔業績動向〕

リビジョンインデックスの改善は一服しつつある。自動車については、直近の売上高粗利益率がやや低下している点は気がかりである。もっとも、足許の為替水準は追い風となろう。

#### 〔株価見通し〕

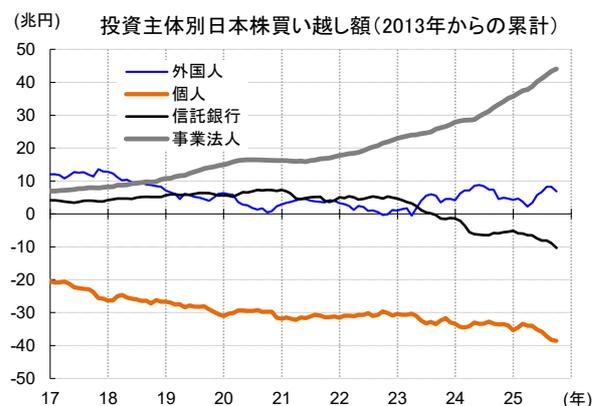
このところ日経平均株価は、上昇基調をたどってきた。拡張的な財政政策が予想される高市政権誕生ということも、一定程度は株価上昇に寄与しているのだろう。こうした状況について、バリュエーション面での割高感を指摘する声もよく聞かれる。確かに、12ヵ月先予想EPSは上昇してきている。これを標準化(Z値で算出)してみると、10月末で1近傍まで上昇しており、過去はこの水準が節目となることがよくみられた。つまり、この水準達成後に調整する場面が散見された。ただし、昨今のインフレの定着を踏まえて、妥当なPERを試算してみると上昇余地があるかもしれない。この計算は、いくつかの特殊な前提をおいている。一般的な配当割引モデルの分子の部分に12ヵ月先予想EPSにしたうえで、分母については長期金利、リスクプレミアムからインフレ率およびインフレ率を除く成長率を減じる形を前提としている。そのうえで、リスクプレミアムやインフレ率を除く成長率については、過去の平均的な数値を前提としつつ、インフレ率や長期金利については、昨今のインフレ下を前提とした新たな仮定を置くことにした。こうして、妥当なPERを算出したところ、従来よりも10%ほど高い値となった。もちろん、前提条件により変わりうるほか、あくまでも試算にすぎないが、バリュエーション面で高すぎるとの見方は、必ずしも適切ではないかもしれない。つまり、株価の下落余地は限られ、先行きについては調整局面があったとしても、長期的には上昇するとみている。

9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

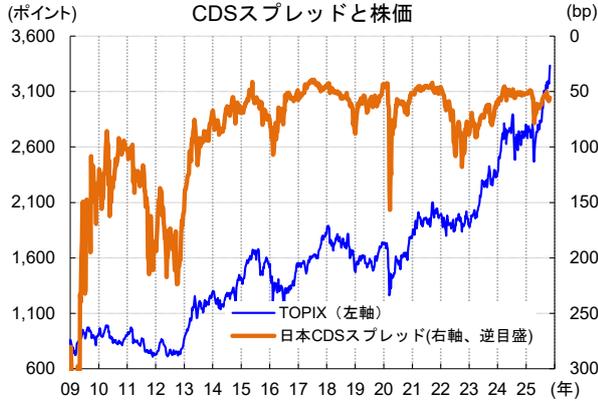
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は足許でやや縮小



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

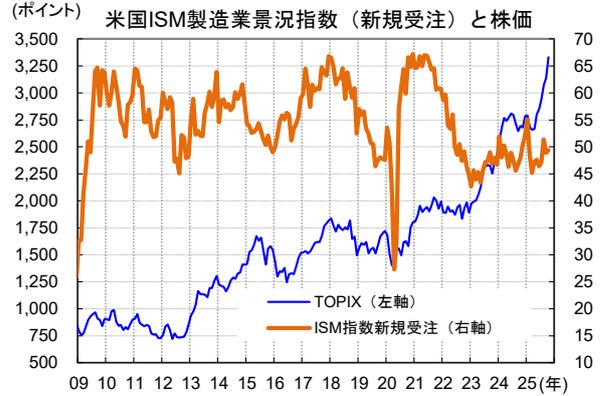
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



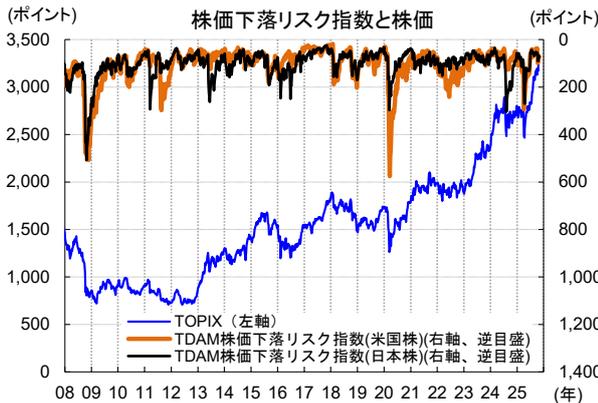
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

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

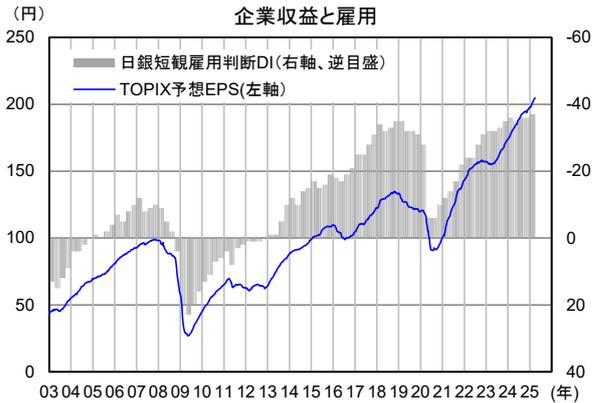
特に日本の株価下落リスク指数は足許で上昇気味



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

出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通しは改善基調のなか、雇用判断 DI は人手不足な状況を示唆



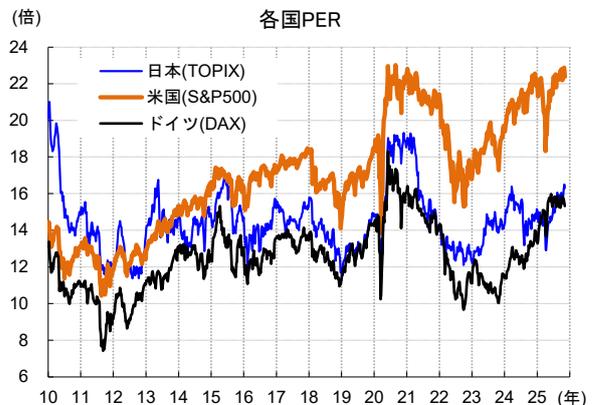
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は前々月末から上昇



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

日本株のバリュエーションは過去 5 年平均を上回る水準



注: 各国PERは、12 ヶ月先予想ベース。

出所: (株)JPX 総研、ドイツ証券取引所、スタンダード・アンド・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。

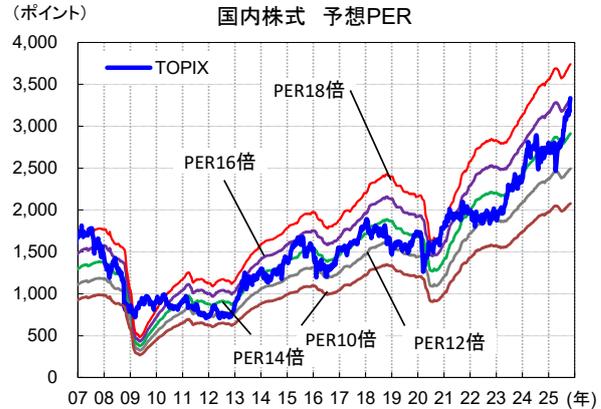
10 月末ではその他金融業の見通しが改善

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	3.0%	1	繊維製品	-7.2%
2	パルプ・紙	2.0%	2	非鉄金属	-3.7%
3	金属製品	1.8%	3	保険業	-2.9%
4	輸送用機器	1.7%	4	銀行業	-2.8%
5	その他製品	1.7%	5	機械	-1.1%
6	精密機器	1.5%	6	情報・通信業	-0.8%
7	証券・商品先物取引	1.4%	7	食料品	-0.7%

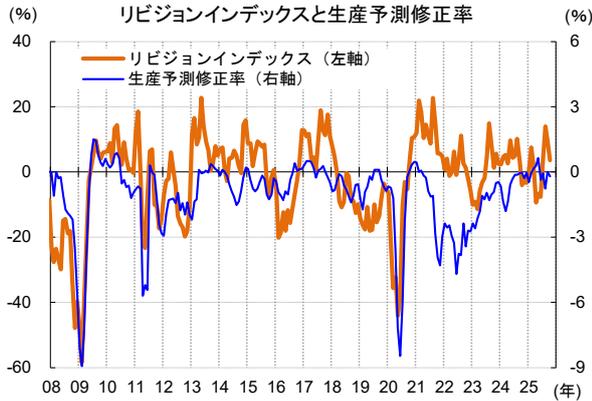
注: 12ヵ月先予想ベース(2025年10月末現在)。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

予想 PER(12ヵ月先)は足許 16.0 倍程度



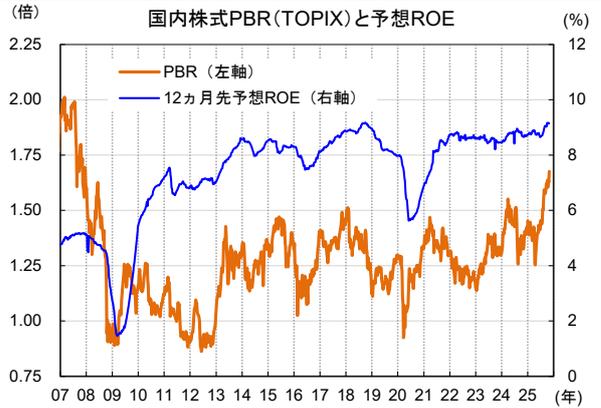
注: 12ヵ月先予想ベース。  
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスは悪化



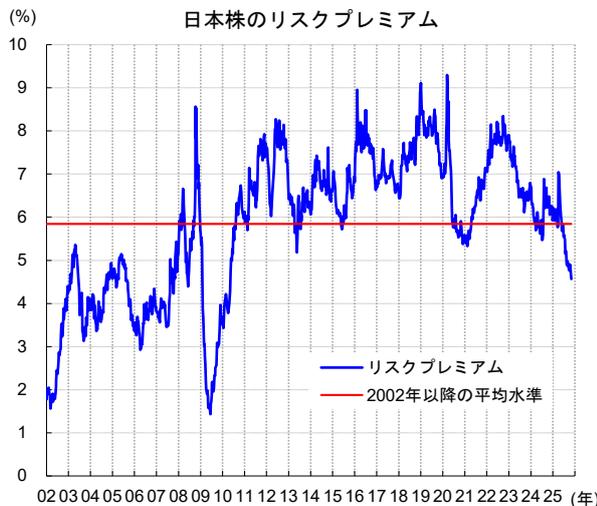
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBRは 1.68 倍、予想 ROE は 9.14%



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 2,320 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%
		(117.0)	(136.6)	(156.1)	(175.6)	(195.1)	(214.6)
リスクプレミアム	4%	1.06	1.23	1.41	1.58	1.76	1.93
	5%	0.90	1.05	1.20	1.35	1.50	1.65
	6%	0.78	0.91	1.04	1.17	1.30	1.43
	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%	7%	8%	9%	10%	11%
		(117.0)	(136.6)	(156.1)	(175.6)	(195.1)	(214.6)
リスクプレミアム	4%	2,059	2,402	2,745	3,088	3,432	3,775
	5%	1,751	2,043	2,335	2,626	2,918	3,210
	6%	1,523	1,777	2,031	2,285	2,538	2,792
	7%	1,348	1,572	1,797	2,022	2,246	2,471
	8%	1,209	1,410	1,611	1,813	2,014	2,216
9%	1,095	1,278	1,461	1,643	1,826	2,008	

注: 括弧は、BPS1,951 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

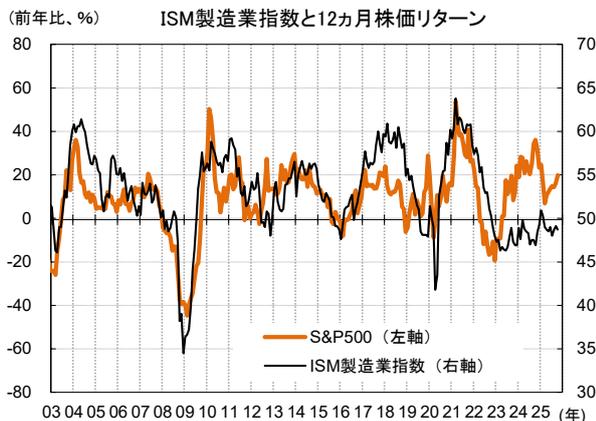
市場の過度な楽観が後退する場面では調整の可能性もあるが、AI 需要は強いなか、利下げの余地もあり長期的には緩やかに上昇する見込み

[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23.0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:18.8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18%の増益と14%程度の増益が予想されている。

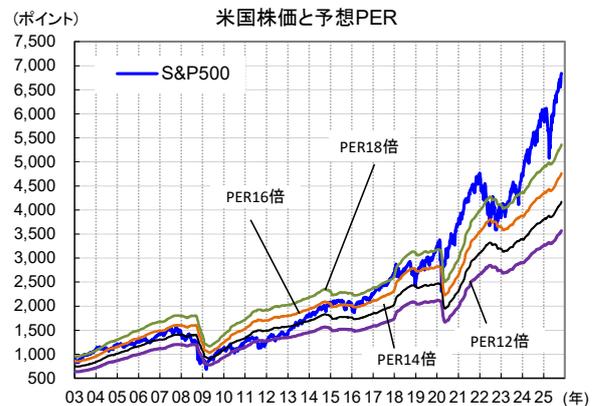
このところこの株高に関しては、当社が予想していたゴルディロックス相場が訪れ、かつそうした認識が市場で早くに共有されたものと言えよう。ただ、それゆえに先行きについてはやや気がかりな面もある。機関投資家の米国株への投資スタンスは、積極化している。過去の傾向を踏まえると、こうした状況でも上昇を続ける場面が多かったが、調整に至る確率がやや高いように思われる。もっとも、AI需要については先行きにも期待がもてるだろう。ハイパースクーラーは競争に勝つために投資をせざるを得ず、投資をすることが評価される状況はまだ続くだろう。もしも仮に、マーケットが崩れるような場合には、FRBは大幅利下げをできるだろう。特に、一時期高まりをみせたISM製造業の価格指数は落ち着きつつあり、9月のCPIについても前月比0.3%上昇と前月や市場予想の0.4%上昇を下回っている点は、利下げに追い風となる。緩やかな上昇を予想できるだろう。

### 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



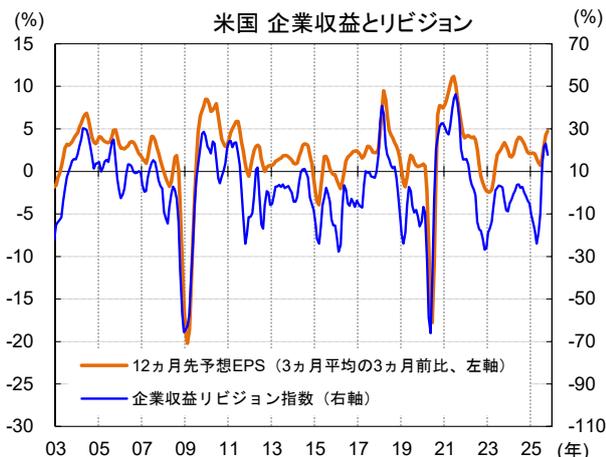
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 米国株の予想 PER は足許 23.0 倍程度



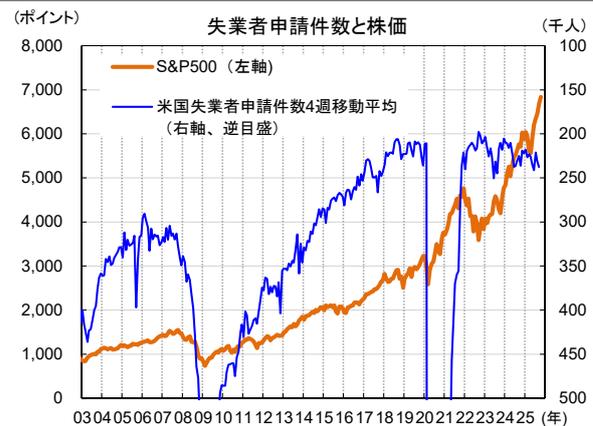
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

### リビジョンインデックスは大幅に改善後若干調整



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

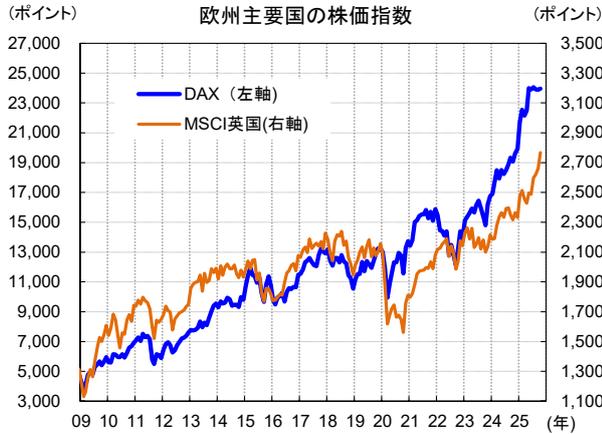
### 失業申請件数にかかわらず株価は堅調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

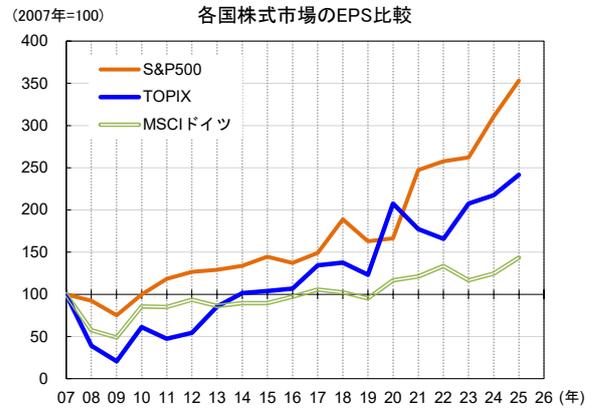
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目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



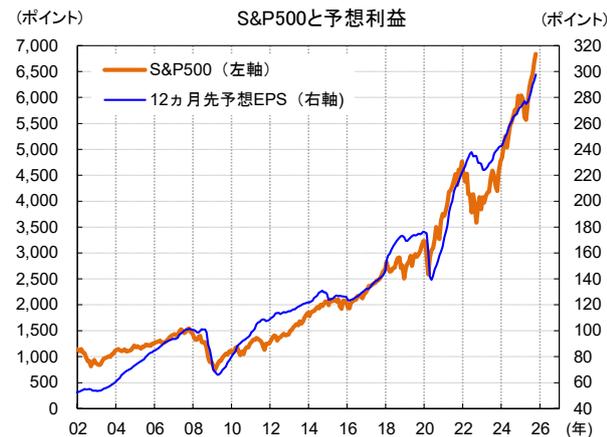
出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(25 年、26 年)は、米国:18%、14%、日本:5%、11%、ドイツ:7%、15%



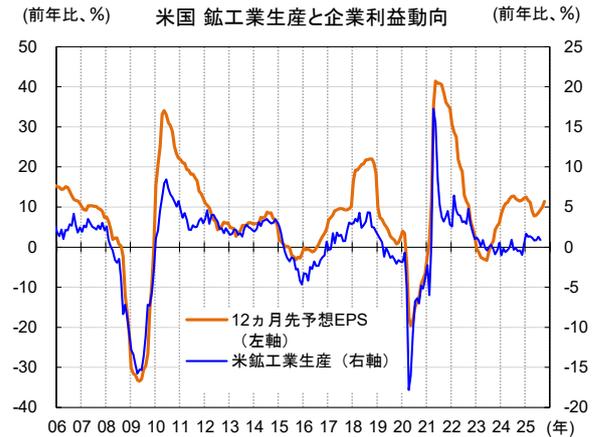
注: 24 年までは実績EPS、25 年以降は予想EPS  
出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12 ヵ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



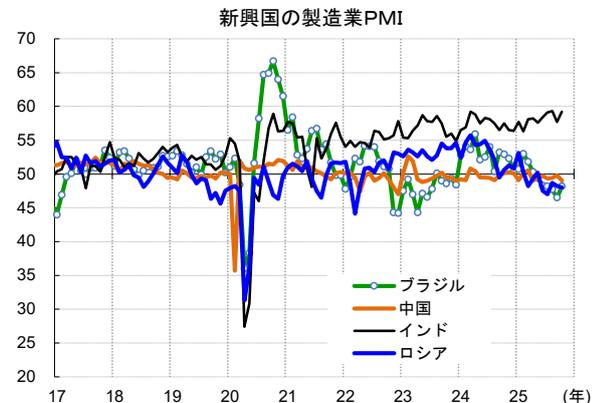
注: 12 ヵ月予想EPSは、S & P500 のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



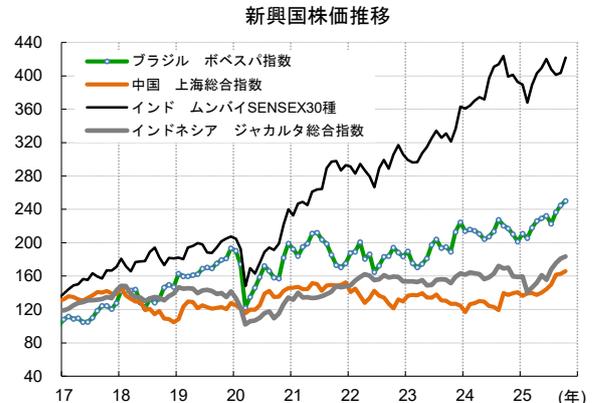
注: 12 ヵ月予想EPSは、S & P500 のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドは足許で上振れ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

インドは高水準でさらに上振れ気味



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

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

### 3. 為替

#### 3-1. ドル円

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

2年先の1年金利(日米の差)とドル円の関係に着目すると、金利差を無視するように円安基調となっている。高市政権では円安を志向するとの見方も影響しているほか、その他構造的な円安圧力も影響しているのだろう。

ただ、構造的な円安圧力はあるつつも、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る。

なお、足許ではニューヨークの原油価格はやや冴えない動きをしている。原油在庫が比較低位にあるなかで、そうした状況となっている点は特筆すべきである。製油所の稼働率が低下してきたことから、原油在庫が増加する可能性がある。これは、先行きの原油価格下落につながりうるだろう。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

政治や経済情勢の観点から、ユーロとドルに差をつけることが難しい状況が続くと予想。ウクライナとロシアの戦争も膠着状態で、ユーロドル相場に与える影響は限定的と予想

7月以降は、当社の見通しどおり概ね横ばい圏で推移してきた。米国と欧州の政治や経済情勢については、相対的にいずれかの優位性を見出し難い状況が続いてきたことの証左と言えよう。先行きについても、同様の展開が見込まれるだろう。なお、金融政策については、FRBの利下げとECBの金利据え置きという市場の見方は、当社の見方とほぼ同様である。市場で既に織り込まれているという点を踏まえると、この経路から外れない限りはユーロドル相場に与える影響は限定的と予想される。そうした点からも、横ばいを予想する。なお、ユーロドル相場に影響を及ぼし得る、ロシアとウクライナの戦争については、軍力は削がれつつも老練な駆け引きを行うロシアのプーチン大統領と、圧倒的な軍事力を持ちつつも、ノーベル平和賞への意欲から積極的なウクライナ支援に傾きにくい米国のトランプ大統領という対立構造が微妙な均衡を保つこととなり、戦争の膠着状態は長引くと予想される。結果、ユーロドル相場に与える影響も限定的だろう。

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

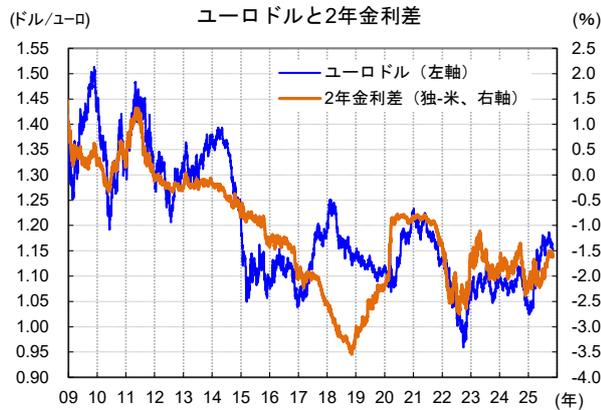
日独実質金利差は横ばいで推移したものの、ユーロ円は上昇



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

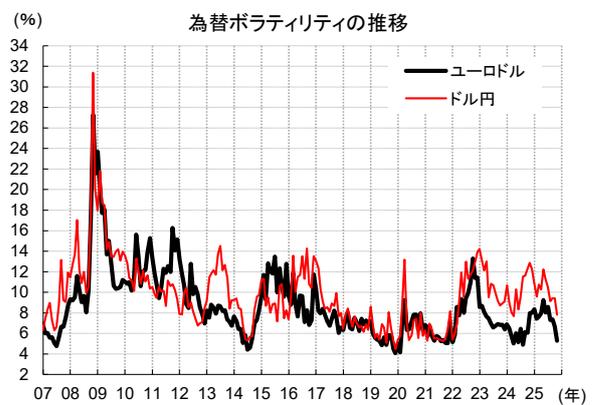
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目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



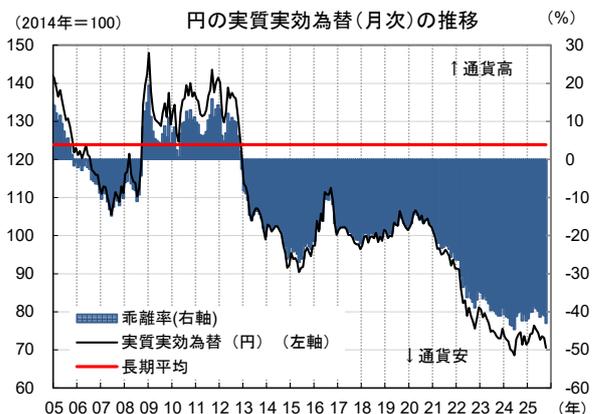
注: ボラティリティは、1カ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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43%程度



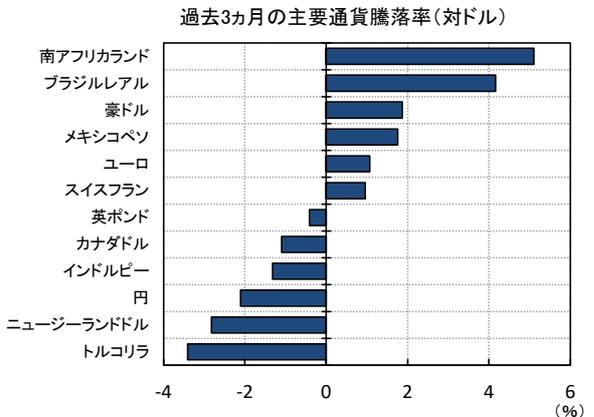
注: 「長期平均」は1995年1月～2024年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラ安気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

南アフリカランドが堅調



注: 計算期間は2025年7月31日～2025年10月31日  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、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 10月6日	今月作成時 2025年 11月7日	2025年10~12月期		2026年1~3月期		2026年4~6月期		2026年7~9月期
日本	政策金利	%	0.50	0.50	0.50 ~ 0.75	0.50 ~ 0.75	0.75 ~ 0.75	0.75 ~ 1.00			
	10年国債利回り	%	1.69	1.68	1.50 ~ 1.90	1.50 ~ 2.00	1.60 ~ 2.00	1.60 ~ 2.10			
	TOPIX	ポイント	3,226	3,299	2,990 ~ 3,500	3,060 ~ 3,590	3,140 ~ 3,680	3,220 ~ 3,770			
	日経平均	円	47,945	50,276	45,500 ~ 53,500	46,600 ~ 54,600	47,800 ~ 56,000	49,000 ~ 57,400			
米国	FFレート	%	4.00~4.25	3.75~4.00	3.50 ~ 4.00	3.25 ~ 4.00	3.00 ~ 3.75	3.00 ~ 3.50			
	10年国債利回り	%	4.15	4.10	3.70 ~ 4.50	3.70 ~ 4.50	3.60 ~ 4.40	3.50 ~ 4.30			
	S&P500	ポイント	6,740	6,729	6,120 ~ 7,060	6,180 ~ 7,130	6,240 ~ 7,200	6,300 ~ 7,270			
	NY ダウ	ドル	46,695	46,987	42,690 ~ 49,260	43,120 ~ 49,750	43,550 ~ 50,250	43,990 ~ 50,750			
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	1.75 ~ 2.00			
	独10年国債利回り	%	2.72	2.67	2.40 ~ 3.00	2.40 ~ 3.00	2.30 ~ 2.90	2.20 ~ 2.80			
	DAX	ポイント	24,378	23,570	21,840 ~ 24,680	22,060 ~ 24,930	22,280 ~ 25,180	22,500 ~ 25,430			
為替	ドル円	円/ドル	150.35	153.42	144 ~ 158	142 ~ 155	140 ~ 152	138 ~ 149			
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.171	1.157	1.08 ~ 1.21	1.08 ~ 1.21	1.08 ~ 1.21	1.08 ~ 1.21			
	ユーロ円	円/ユーロ	176.07	177.44	162 ~ 186	159 ~ 183	157 ~ 179	155 ~ 175			

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

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

### 〔日本 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 〔日本 株価〕



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

### 〔米国 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 〔米国 株価〕

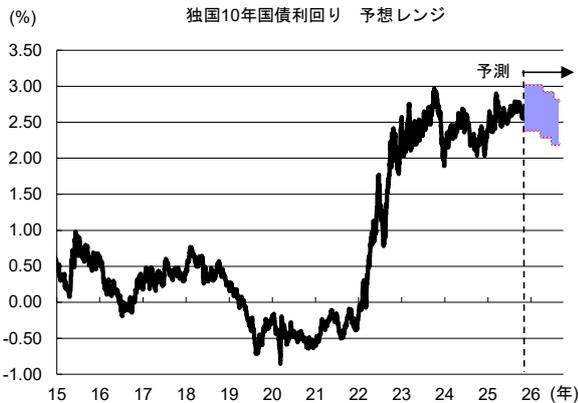


出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

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

[ドイツ 長期金利]



出所: Bloomberg より TDAM 作成

[ドイツ 株価]



出所: Bloomberg より TDAM 作成

[為替 ドル円]



出所: Bloomberg より TDAM 作成

[為替 ユーロドル]



出所: Bloomberg より TDAM 作成

[為替 ユーロ円]



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

**【当資料で使用するデータについて】**

・東証株価指数 (TOPIX) の指数値及び東証株価指数 (TOPIX) に係る商標又は商標は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社 (以下「JPX」といいます。) の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数 (TOPIX) に関するすべての権利・ノウハウ及び東証株価指数 (TOPIX) に係る商標又は商標に関するすべての権利は JPX が有します。JPX は、東証株価指数 (TOPIX) の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。本商品は、JPX により提供、保証又は販売されるものではなく、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
<b>11/3</b> ◎文化の日  (米)9月建設支出 (米)10月自動車販売台数 (米)10月ISM製造業景況指数	<b>11/4</b> (米)9月貿易収支	<b>11/5</b> (米)10月ISM非製造業景況指数	<b>11/6</b> (英)BOE金融政策委員会(結果発表)	<b>11/7</b> (日)9月家計調査  (中)10月貿易収支  (米)10月雇用統計 (米)11月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
<b>11/10</b>	<b>11/11</b> ◎Veterans Day 米国休場  (日)10月景気ウォッチャー調査  (米)10月NFIB中小企業楽観指数	<b>11/12</b>	<b>11/13</b> (米)10月CPI	<b>11/14</b> (中)10月鉱工業生産 (中)10月固定資産投資 (中)10月小売売上高  (ユーロ圏)7-9月期GDP(二次速報値)  (米)9月企業在庫 (米)10月小売売上高
<b>11/17</b> (日)7-9月期GDP(一次速報値)  (米)11月NY連銀製造業景況指数	<b>11/18</b> (米)10月鉱工業生産 (米)11月NAHB住宅市場指数	<b>11/19</b> (日)9月機械受注 (日)10月貿易収支  (米)10月住宅着工・建設許可件数 (米)10/28-10/29分FOMC議事録	<b>11/20</b> (米)10月中古住宅販売件数 (米)10月景気先行指数 (米)11月フィラデルフィア連銀景況指数	<b>11/21</b> (日)10月CPI  (ユーロ圏)11月PMI(速報値)  (米)11月製造業PMI(購買担当者景気指数、速報値)
<b>11/24</b> ◎勤労感謝の日 振替休日  (独)11月IFO景況感指数	<b>11/25</b> (米)9月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)10月中古住宅販売仮契約指数 (米)11月消費者信頼感指数	<b>11/26</b> (米)7-9月期GDP(二次速報値) (米)7-9月期個人消費支出 (米)10月耐久財受注(速報値) (米)10月新築住宅販売件数	<b>11/27</b> ◎Thanksgiving Day 米国休場  (ユーロ圏)10月マネーサプライ	<b>11/28</b> (日)10月失業率

注: 11月7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乘せられます。
- (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、または拋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。