

# 投資環境レポート

2025 年 12 月

本資料は 2025 年 12 月 4 日時点での利用可能な情報をもとに作成しています。



## 【目次】

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

## 経済見通し

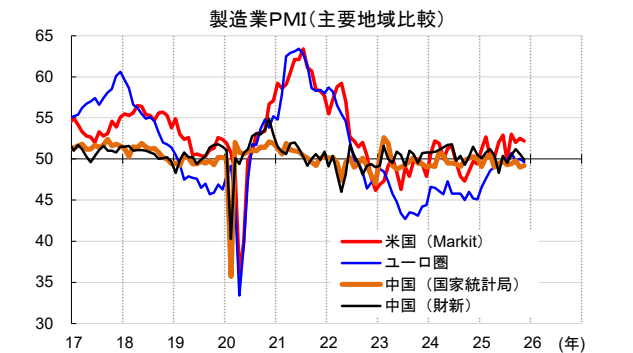
### 【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	(前年比、%)			(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	1.8	2.0	1.1
英国	1.1	1.3	1.3	1.7	1.4	1.3
ユーロ圏	0.9	1.2	1.1	1.6	1.5	1.4
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	0.6
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	2.9	1.6	1.4
<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	0.6
インド	6.5	6.6	6.2	7.4	7.8	8.2
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	4.8

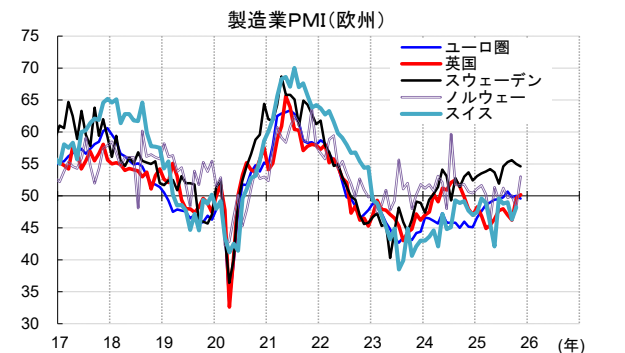
注: (1) IMF 見通しは、2025 年 10 月時点。2025 年、2026 年いずれも予測。(2) ASEAN5 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

出所: IMF World Economic Outlook、Bloomberg より TDAM 作成

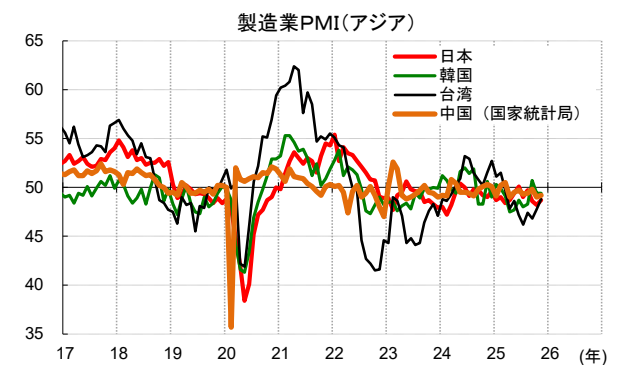
### 【世界製造業景況感の推移】



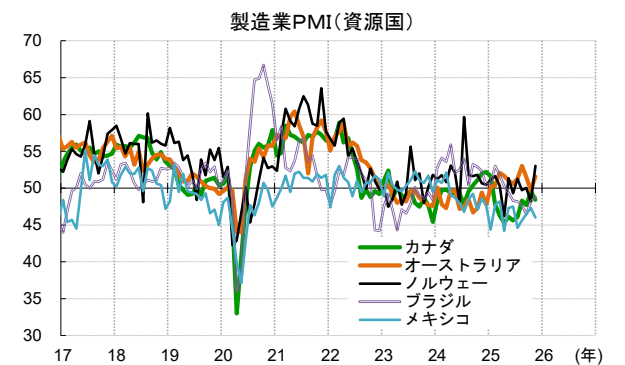
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



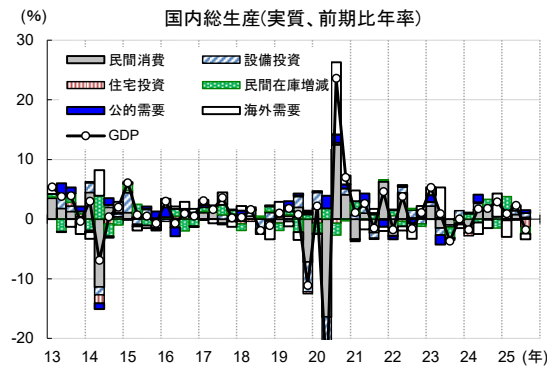
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

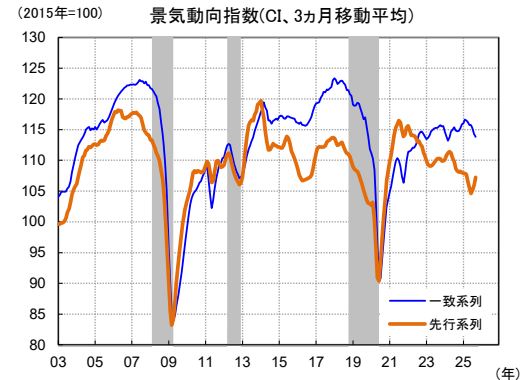
## 1. 日本経済

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大幅な減速は見込みにくい状況

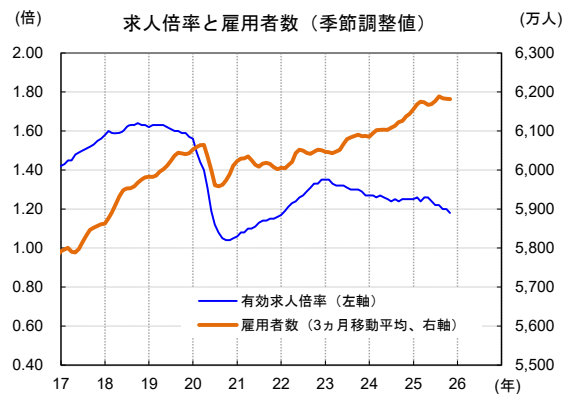
7-9 月期の GDP は住宅投資の特殊要因により前期比年率 1.8%減



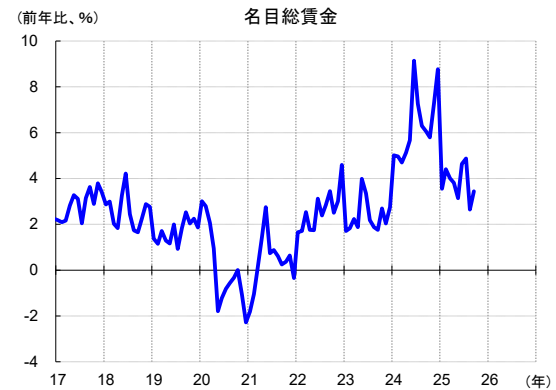
景気先行指数と一致指数が乖離した状態



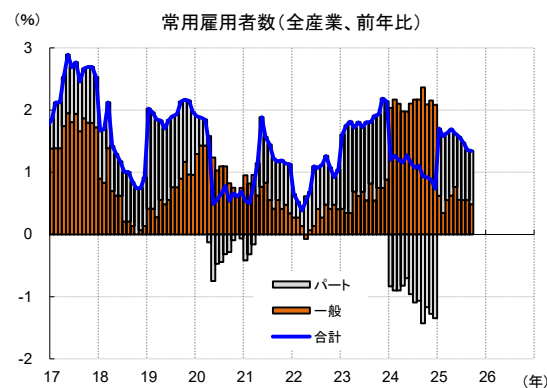
雇用者数は増加傾向



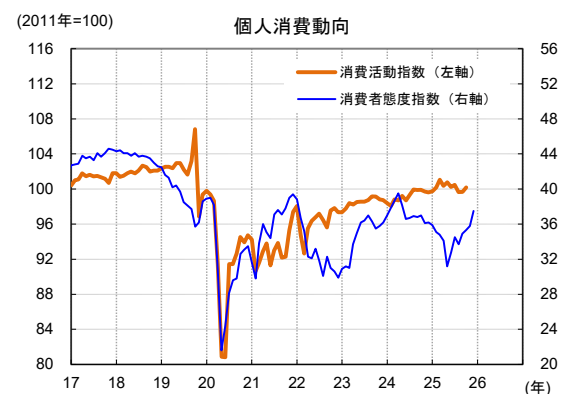
名目総賃金は前年比プラス圏



常用雇用者数全体は前年比プラス圏

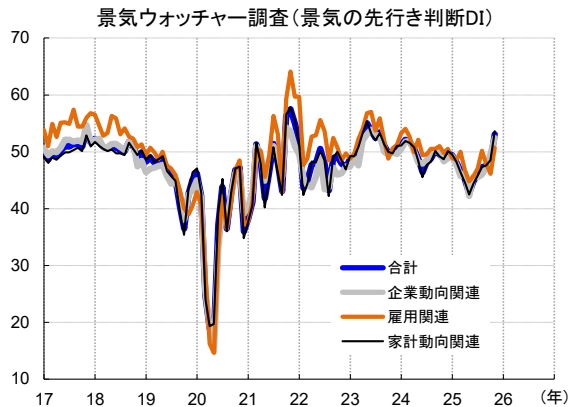


予想通り消費者態度指数がやや改善しつつあるが、今後にも期待



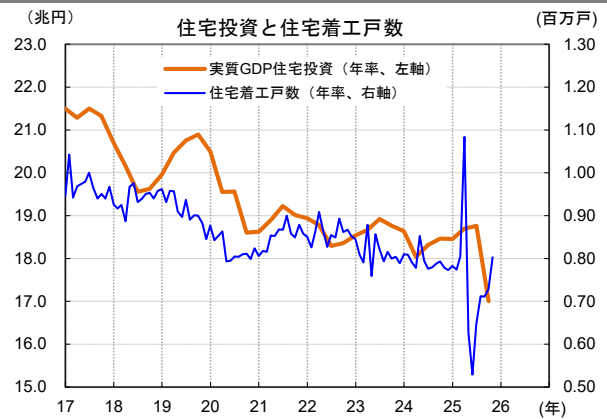
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

## 街角景気見通しは、全項目で改善



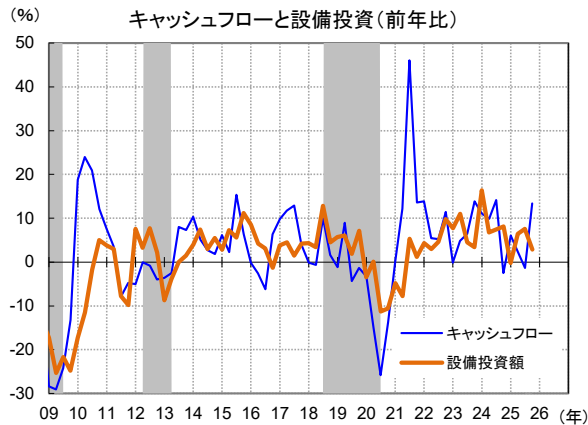
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

## 10 月の住宅着工戸数はおよそ 803 千戸



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

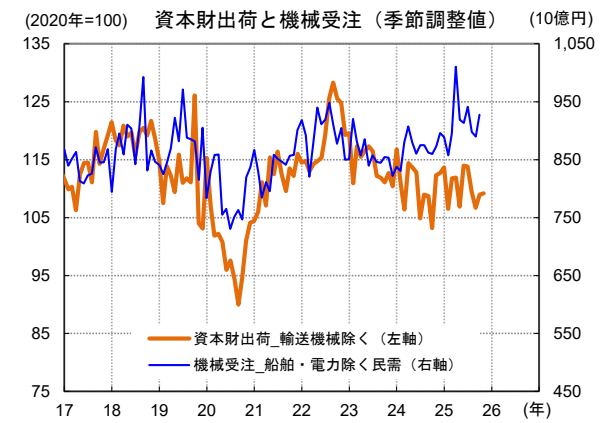
## 設備投資額(前年比)はプラス圏



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。

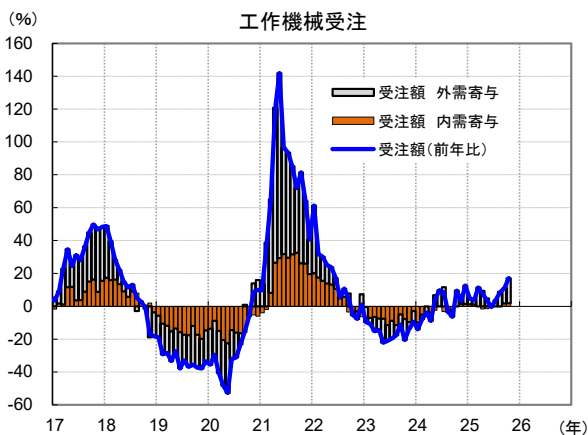
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

## 船舶・電力除く民需は比較的高水準



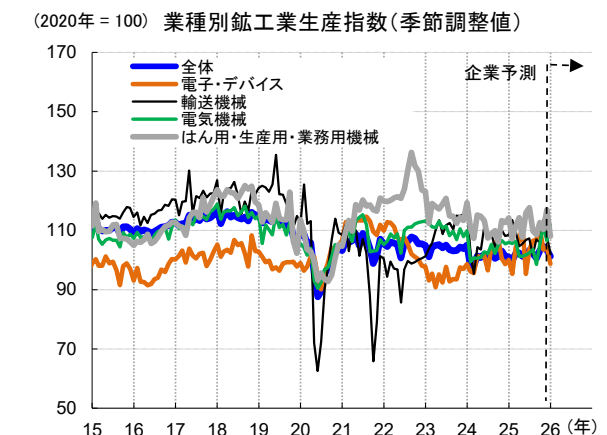
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

## 工作機械受注(前年比)はプラス 7.1%



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

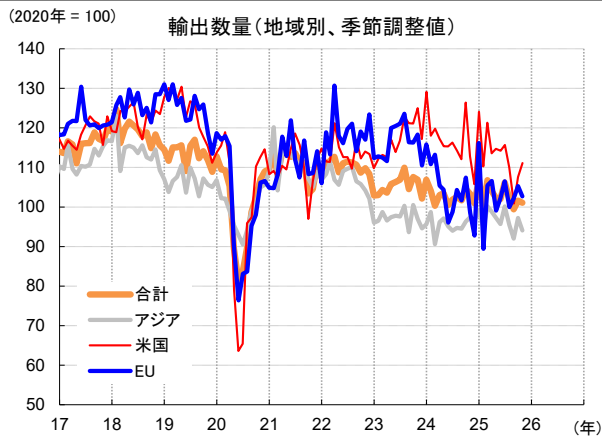
## 見通しはやや低調



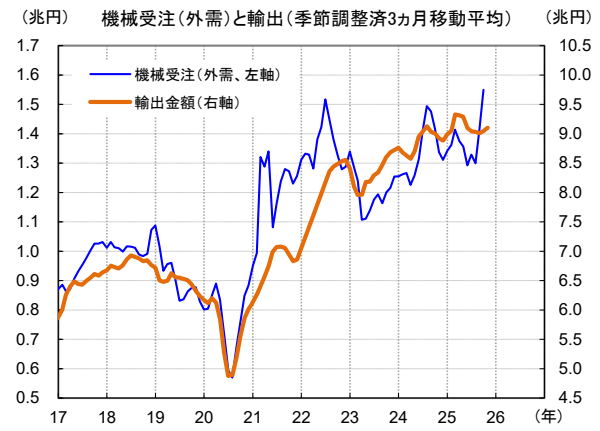
出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

【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。

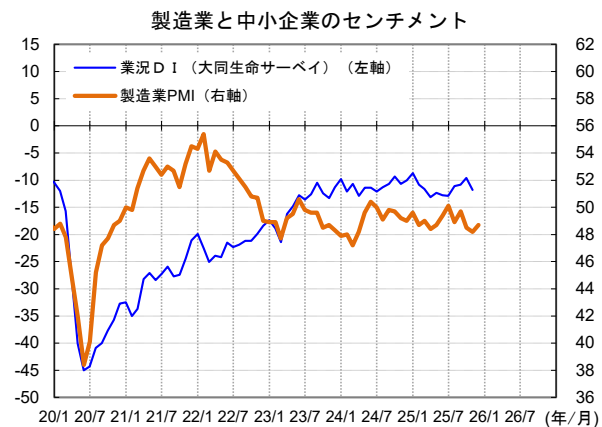
## 米国向けの輸出は数量ベースでは足許で反発



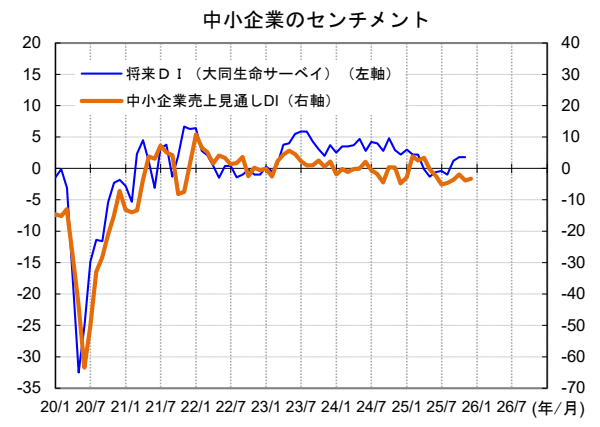
## 機械受注金額は上振れ



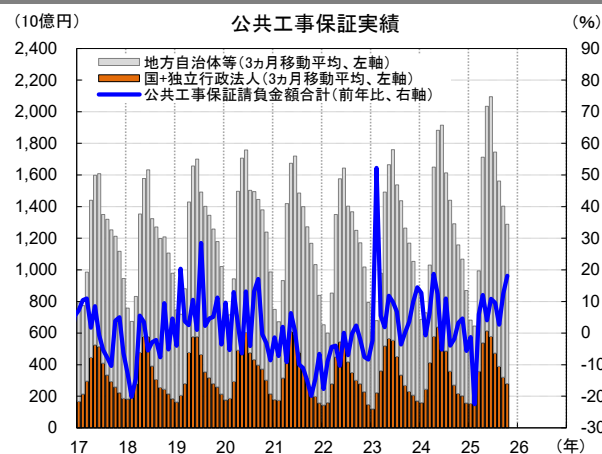
## 10月の業況DI(大同生命サーベイ)はマイナス11.8



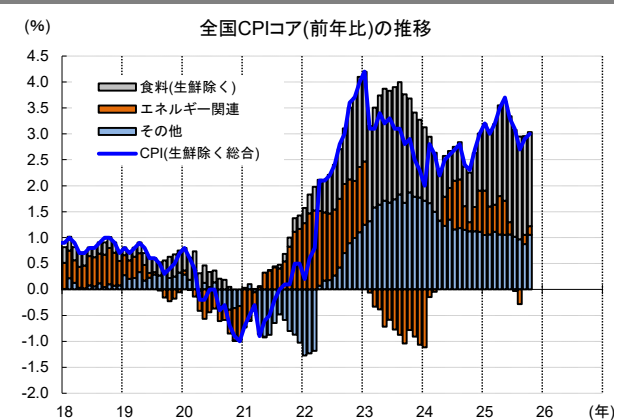
## 10月の将来DI(大同生命サーベイ)は1.8



## 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



## 10月CPI(生鮮除く総合)の前年比は3.0%



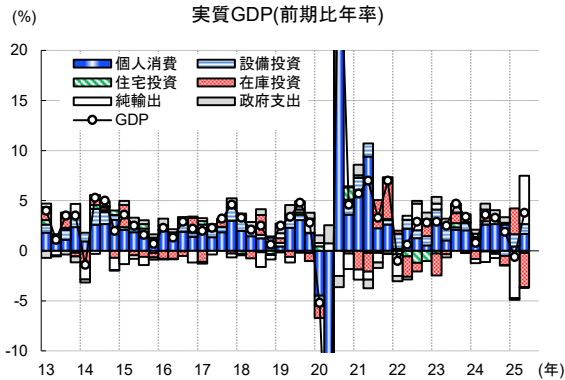
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



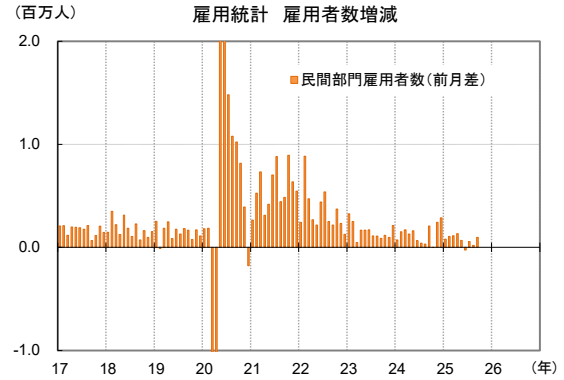
## 2. 米国経済

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。全体的にはとても緩やかな減速傾向を予想

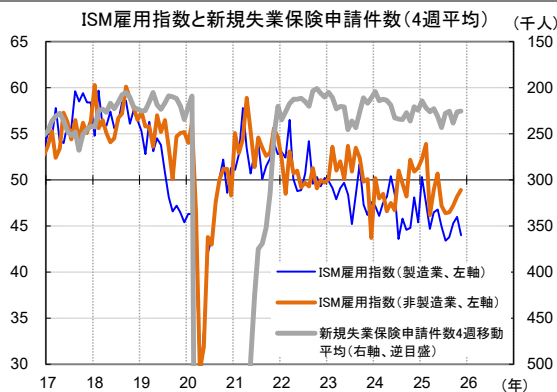
経済成長率: 7-9 月期 GDP 成長率は純輸出の前期の反動  
などもあり前期比年率 3.8% 増



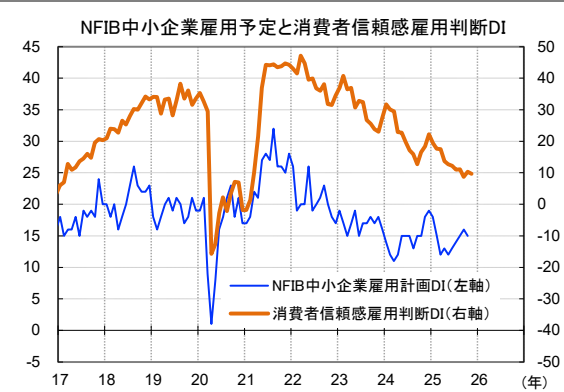
労働市場: 9 月分は市場予想を上回った



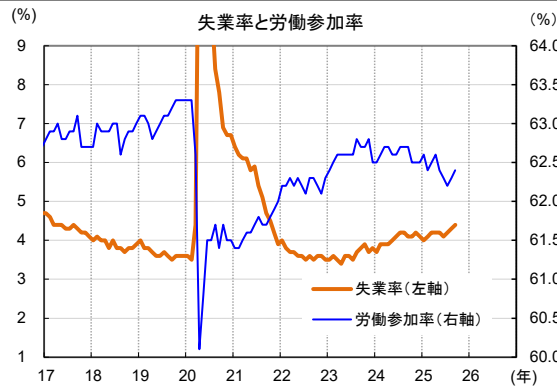
雇用環境: ISM の雇用指数は製造業、非製造業で異なった動き



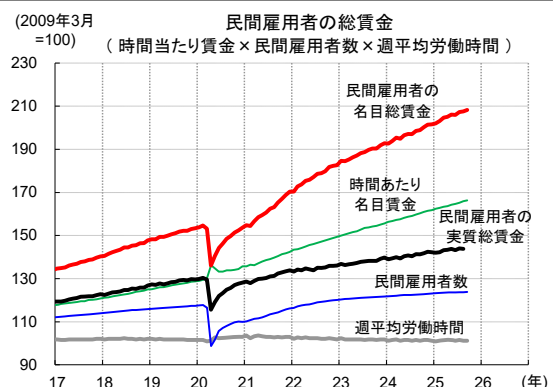
雇用環境: 消費者のセンチメントは低水準



雇用環境: 失業率はゆるやかに上昇

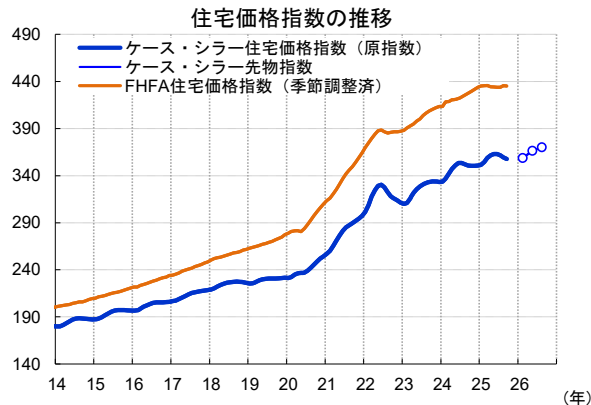


労働市場: 実質総賃金は増加傾向

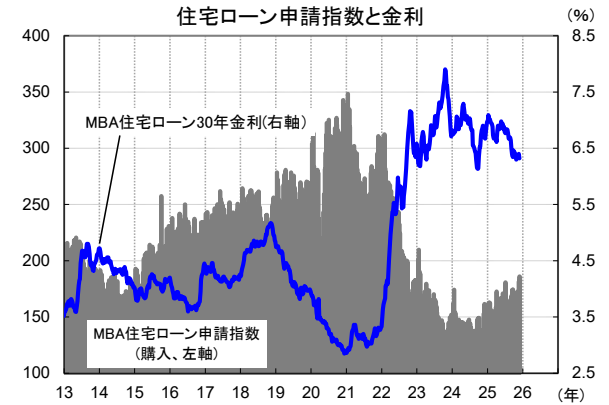


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

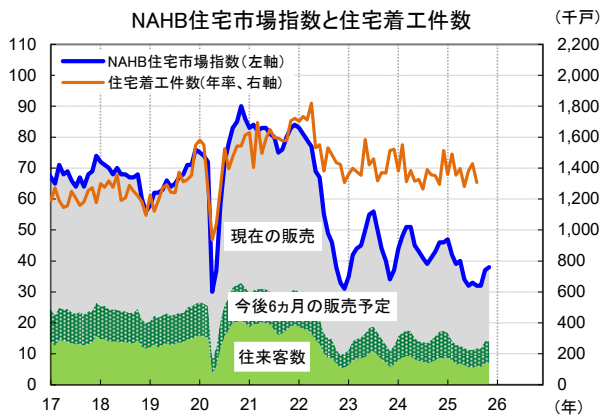
## 住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆



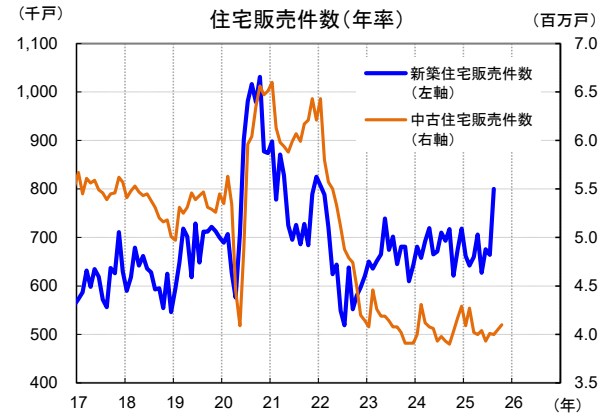
## 住宅市場: 住宅ローン金利は再度低下



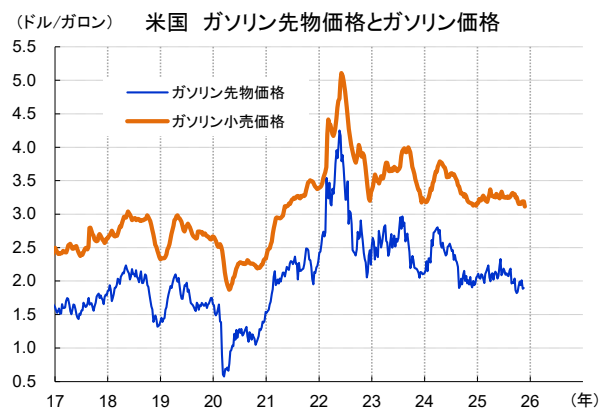
## 住宅市場: ソフトデータに底打ちの兆し



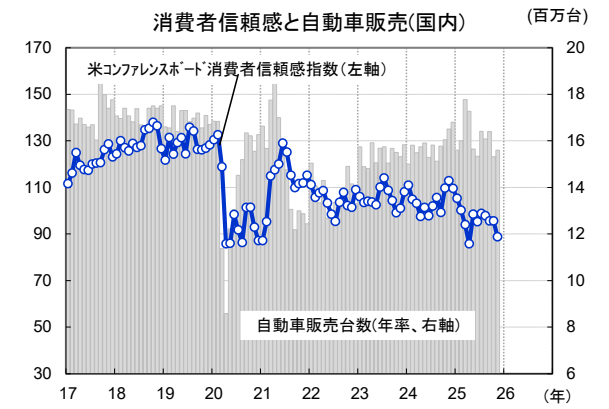
## 住宅市場: 新築住宅の販売件数は大幅に増加



## 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

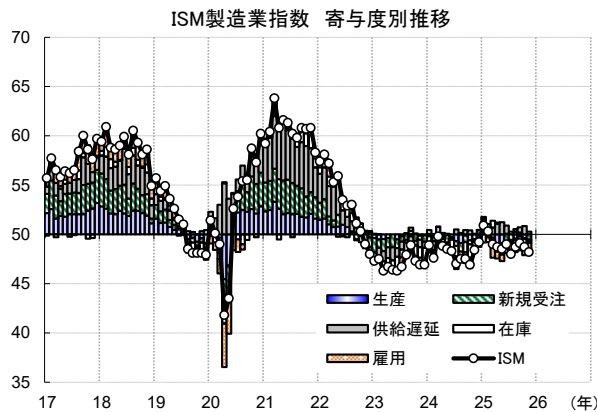


## 個人消費: 自動車販売台数は前月から増加



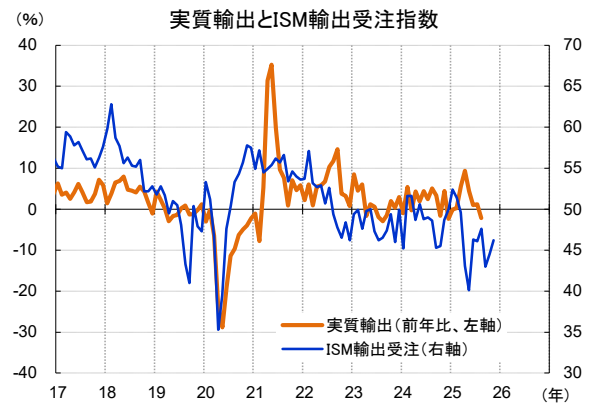
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

## 企業活動: ISM 製造業指数(11 月)は 48.2



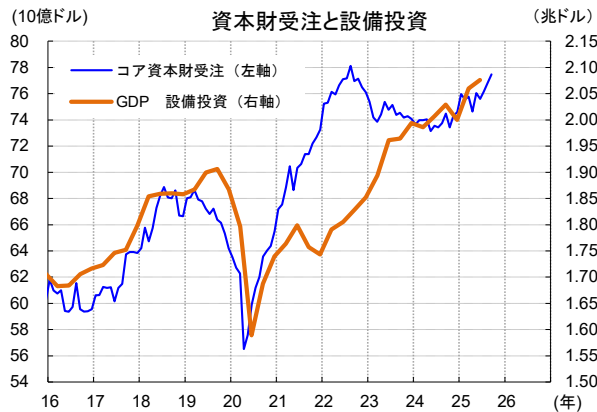
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 輸出: ISM 輸出受注(11 月)は 46.2



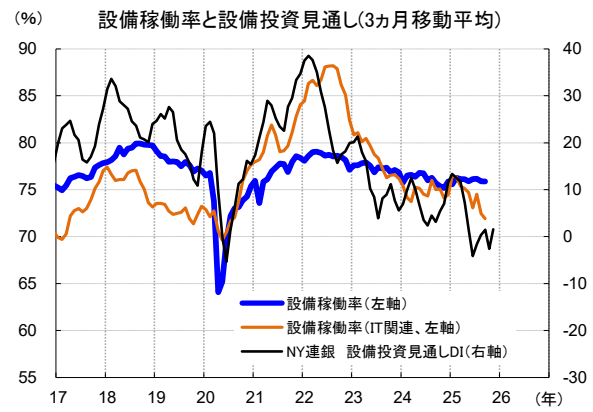
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 設備投資: GDP の設備投資は増加基調



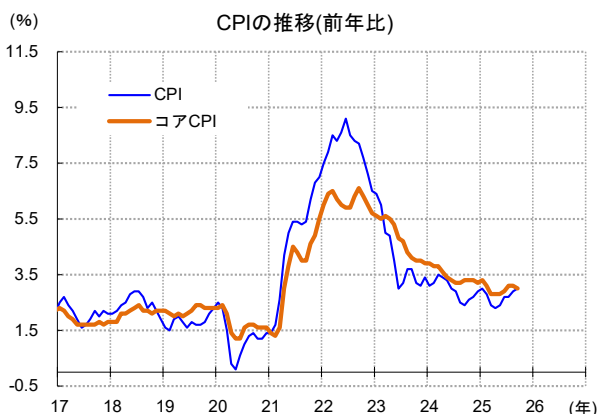
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 設備投資: 設備稼働率と設備投資見通し DI は低水準で推移



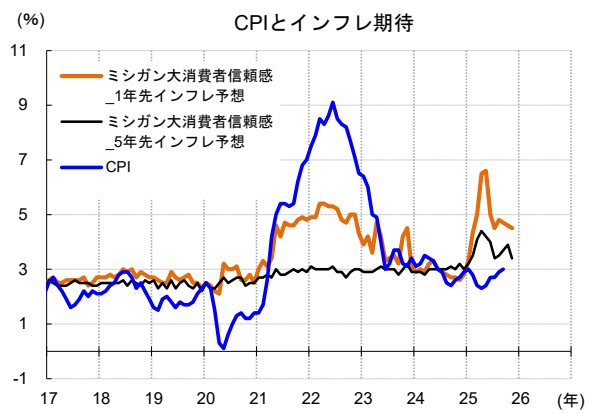
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 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 4.5%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

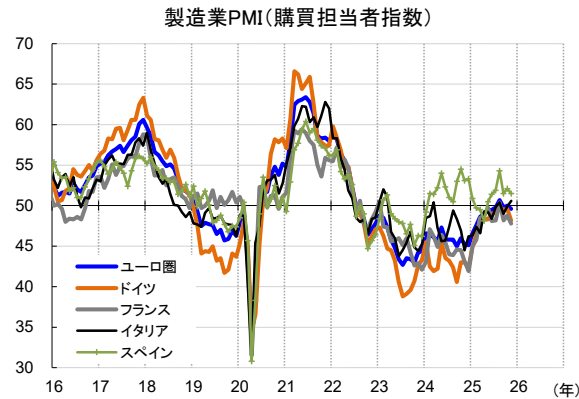
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



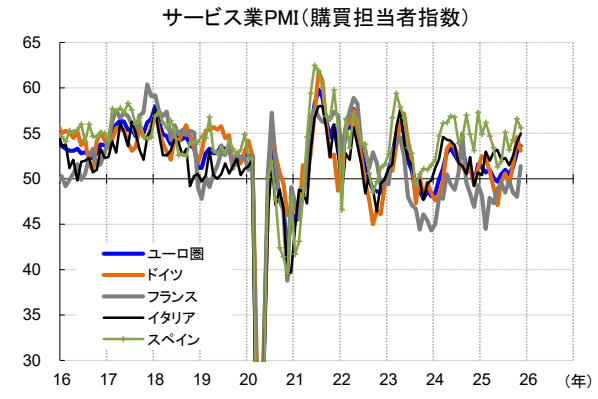
### 3. 欧州経済

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やや慎重で、持ち直しは緩やかなものにとどまる公算

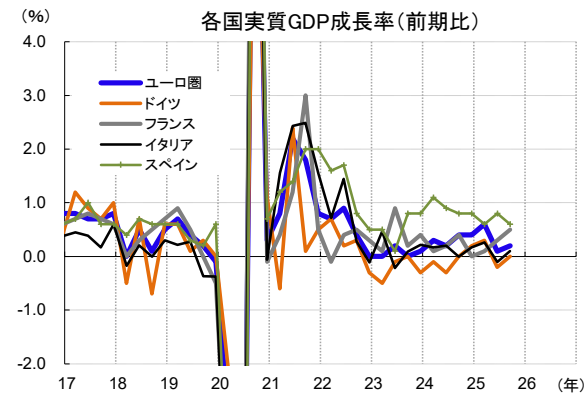
企業景況感: 11 月のユーロ圏製造業 PMI は 49.6



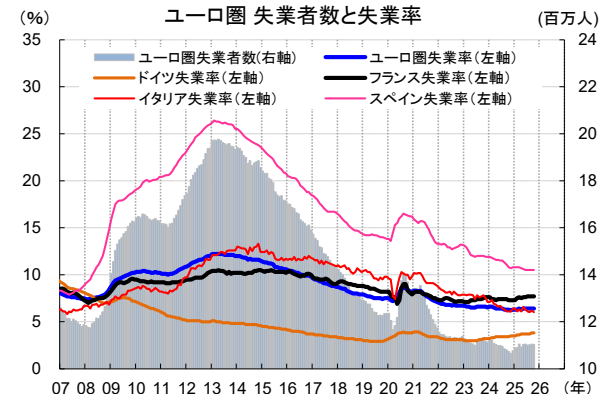
企業景況感: 11 月のユーロ圏サービス業 PMI は 53.6



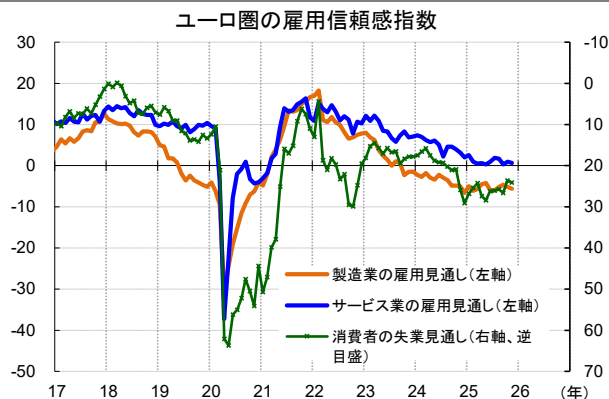
経済成長率: 3Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.2%



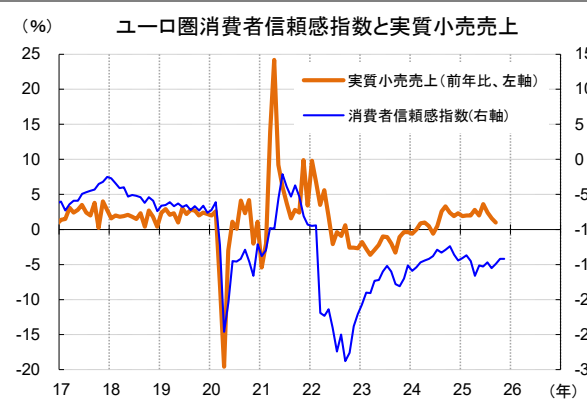
雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0%pt で横ばい



雇用: 消費者の見通しは改善気味

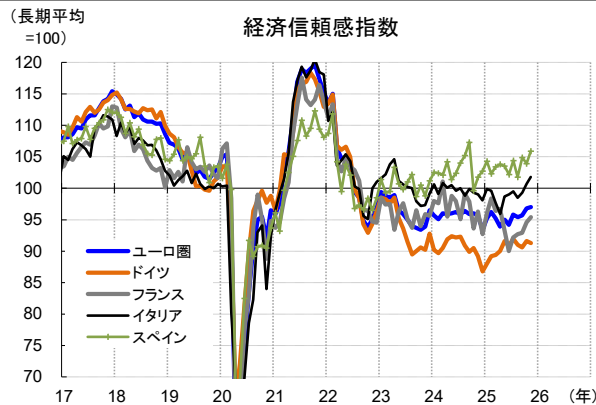


消費: 消費者信頼感の回復が鈍いなか、実質小売売上も失速



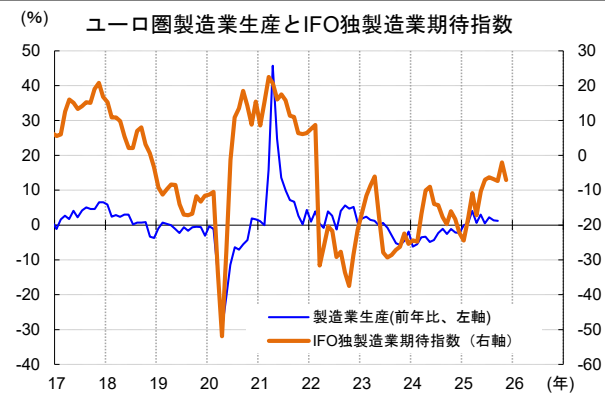
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



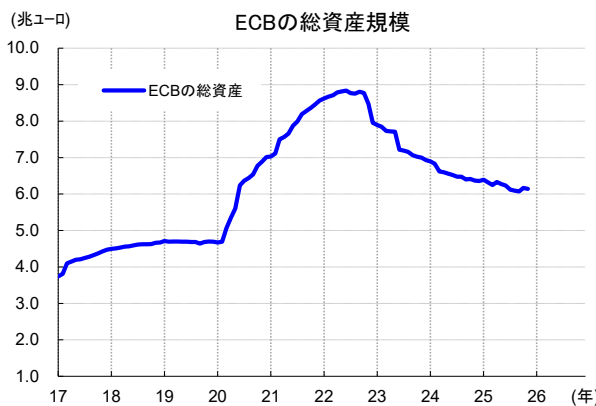
注: 長期平均=1990 年~2016 年  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 企業活動: IFO 製造業期待指数は高水準



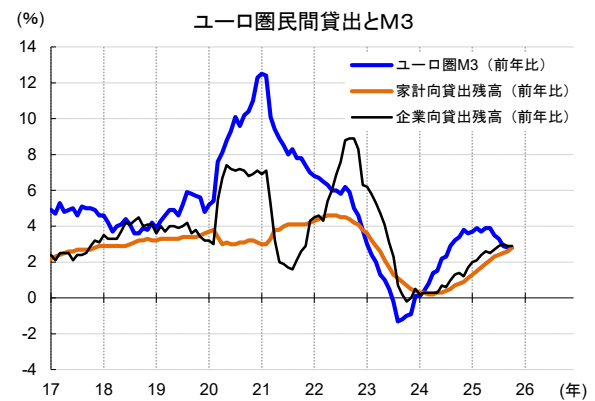
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 金融: ECB の総資産規模の減少傾向は一服気味



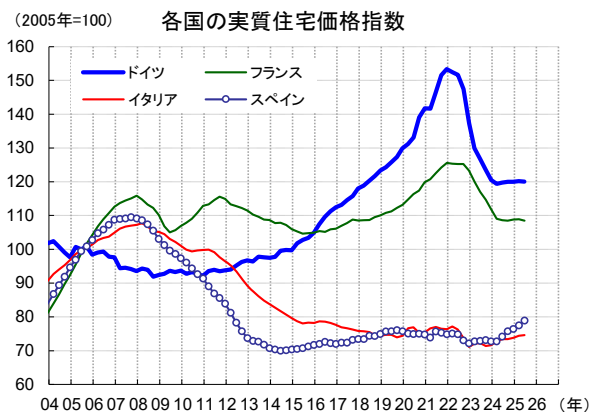
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 信用: M3(前年比)はやや鈍化気味



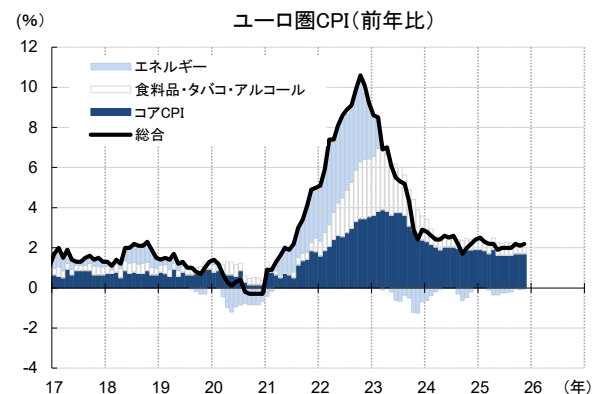
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 住宅価格: ドイツは横ばい推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 物価: 11 月の総合 CPI(前年比)は 2.2%



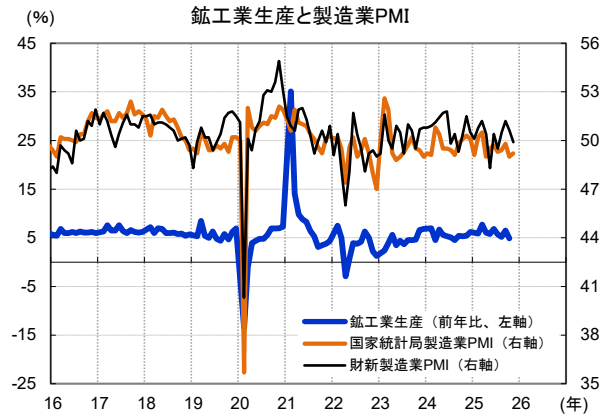
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

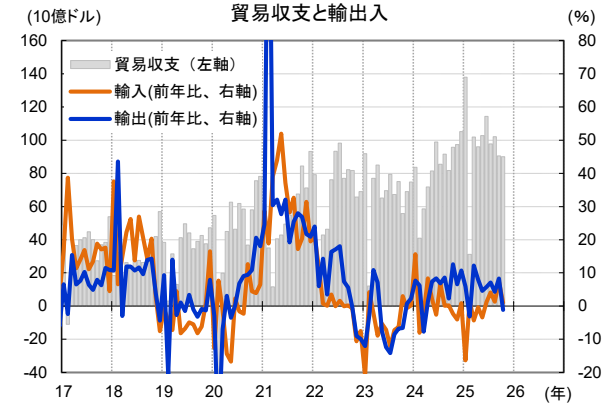
既往の経済対策の息切れや各国が経済安保の観点から中国との貿易を抑制する可能性には注意

景況感: 国家統計局製造業 PMI(11 月)は 49.2



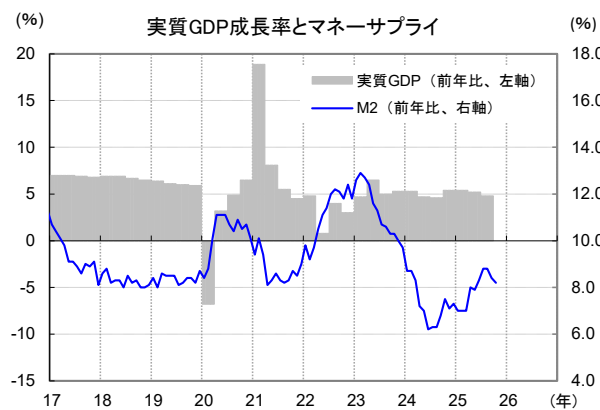
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 輸出が前年同月比マイナスに転じる



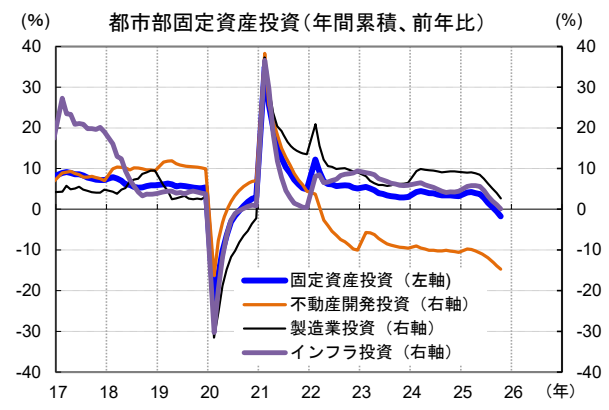
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 7-9 月期の GDP 成長率は前年比 4.6%増



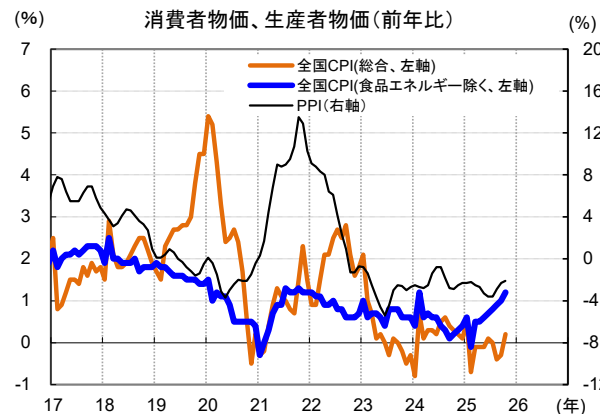
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 全体的に下振れている点はやや注意



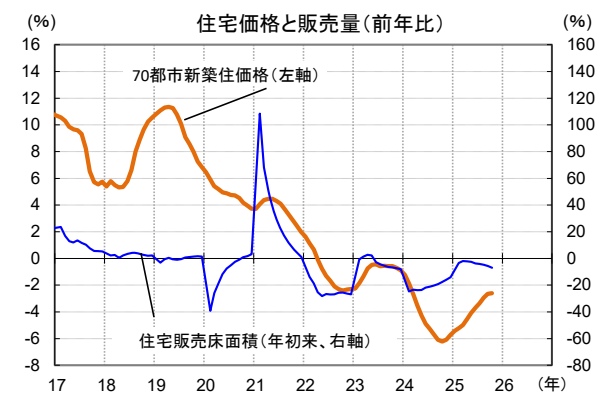
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 全国 CPI(総合)の前年比は 0.2%増



出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅: 住宅価格の前年比はマイナス圏ながらも持ち直し

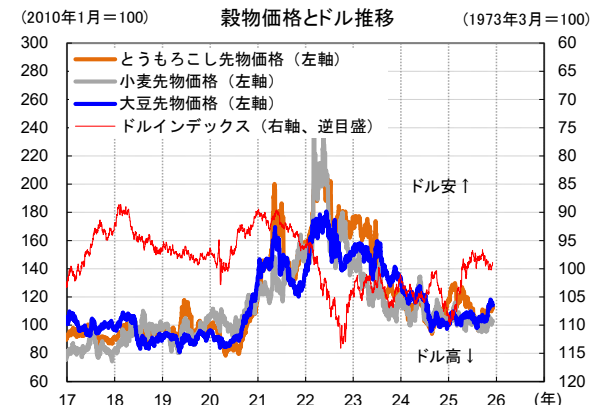
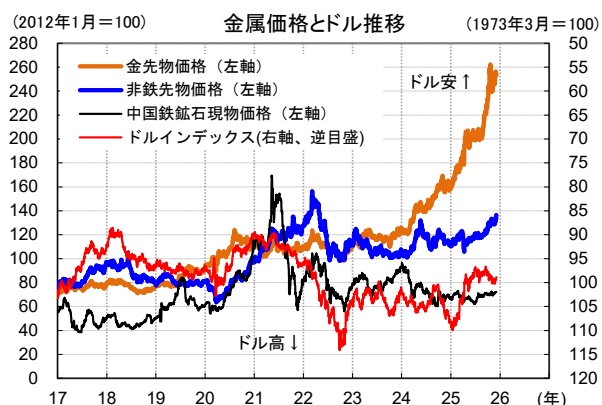
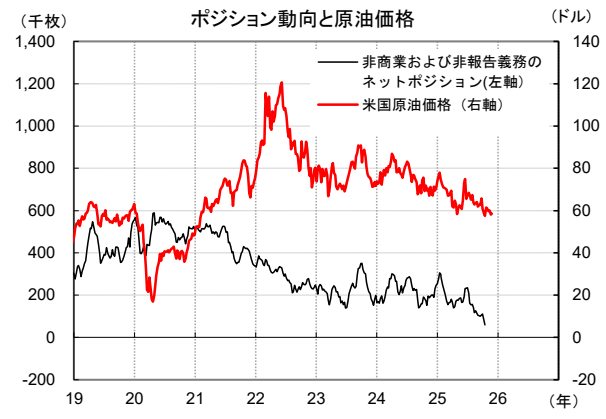
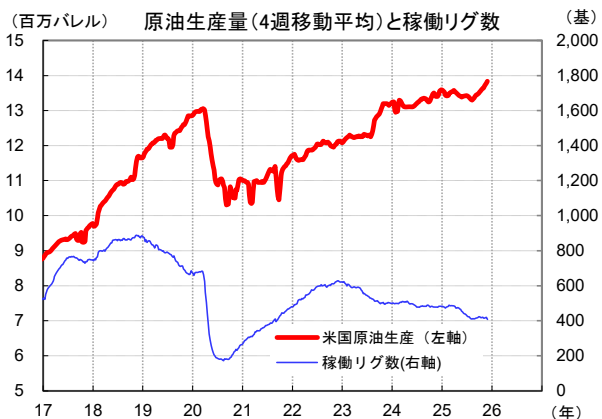
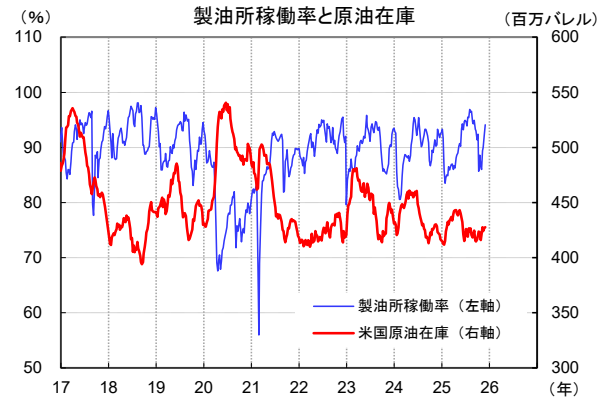
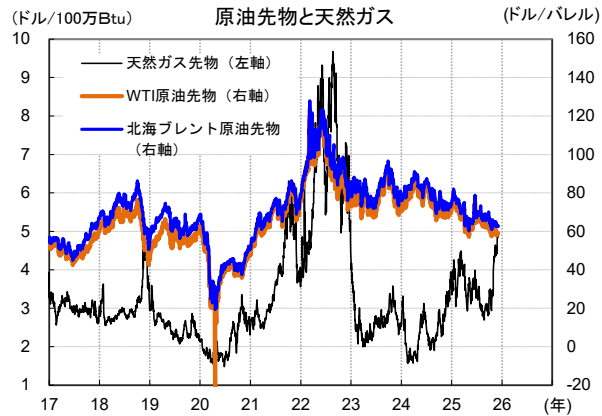


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

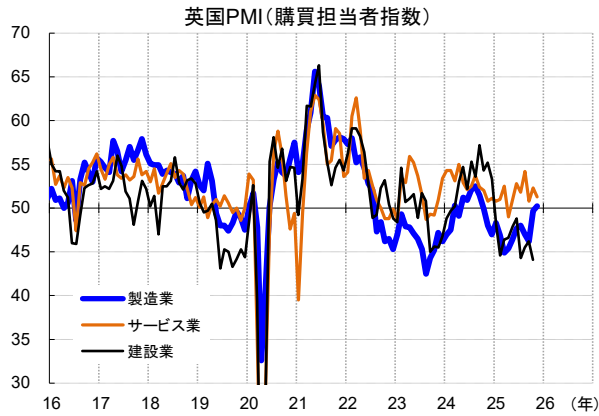
### (1) 資源関連



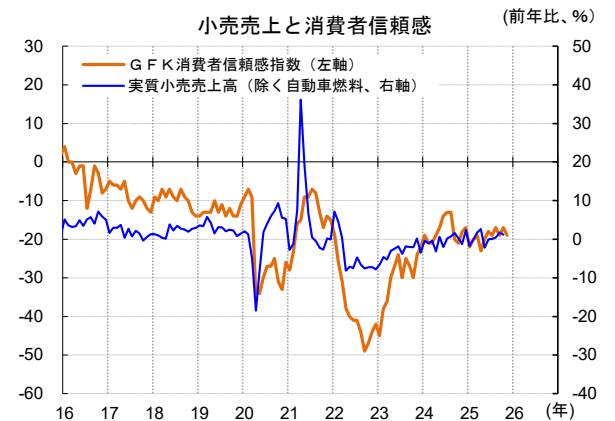
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



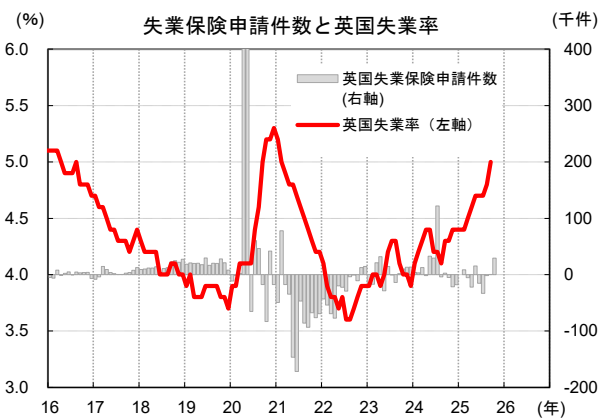
## (2) 英国経済



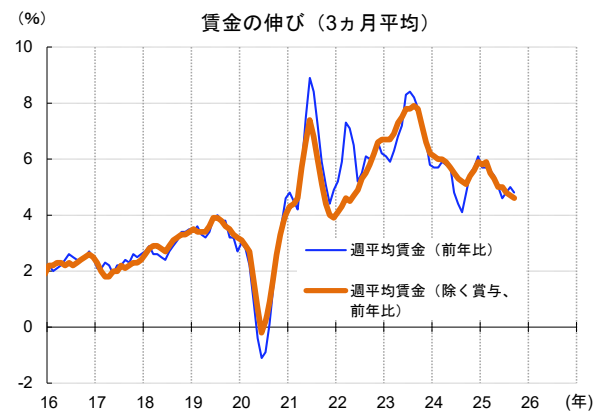
出所: Bloomberg より TDAM 作成



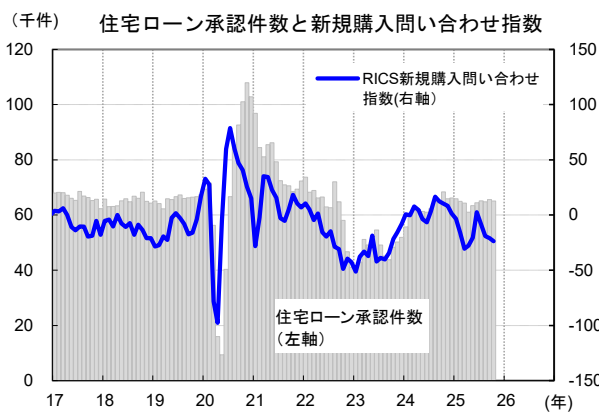
出所: Bloomberg より TDAM 作成



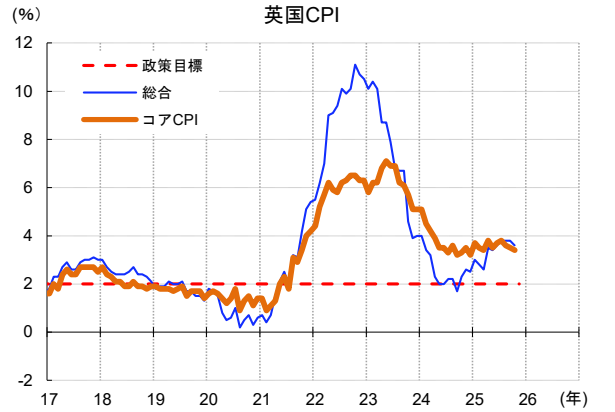
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

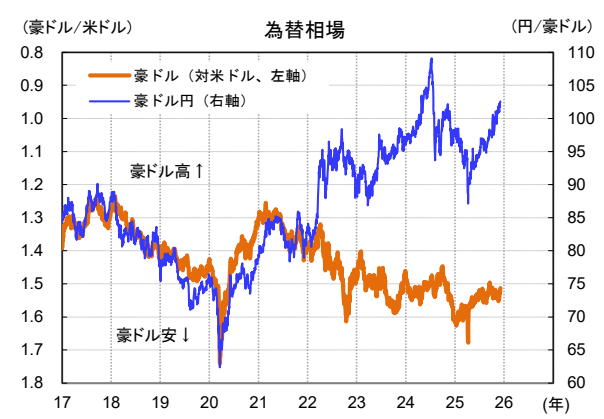
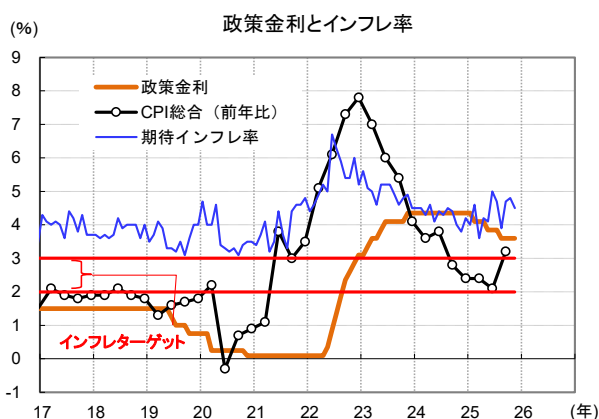
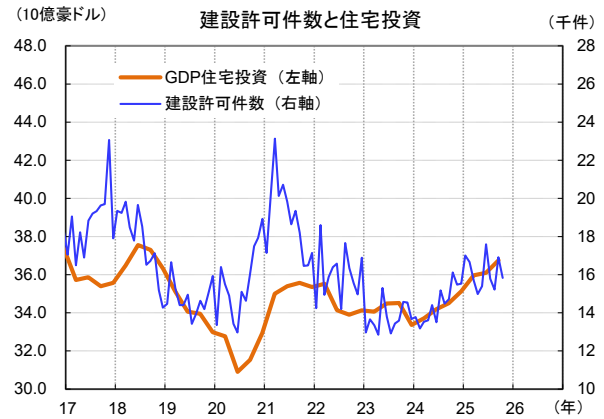
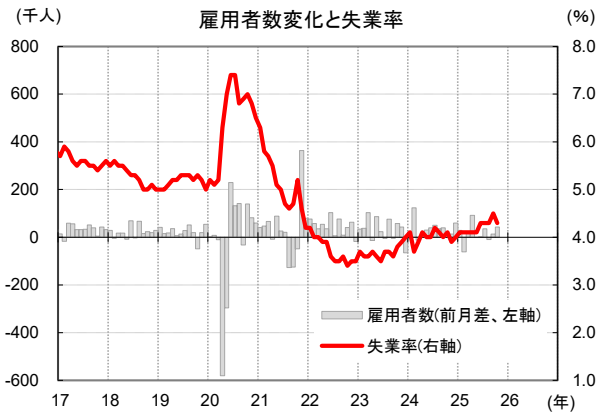
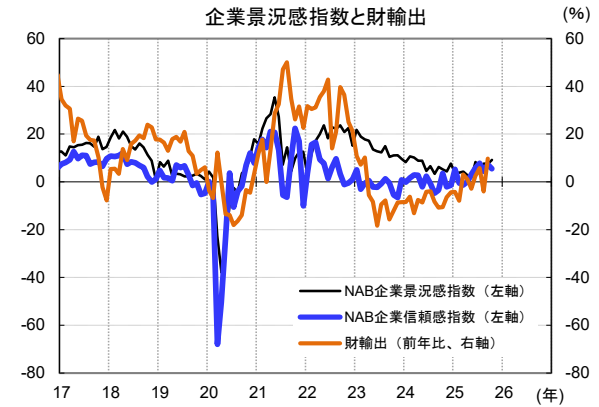
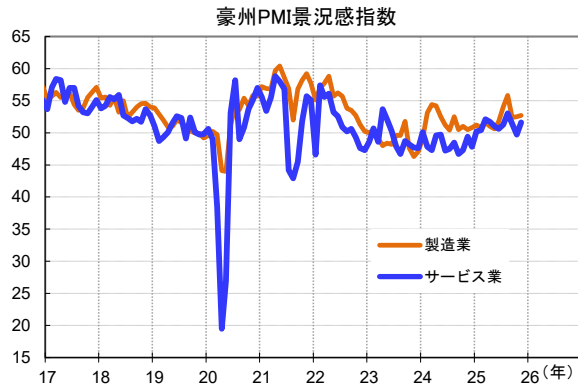


出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



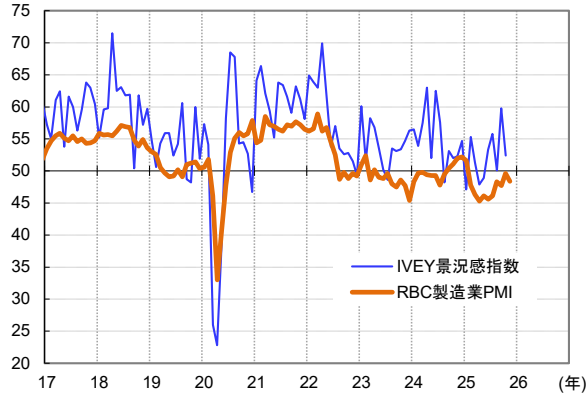
### (3) オーストラリア経済



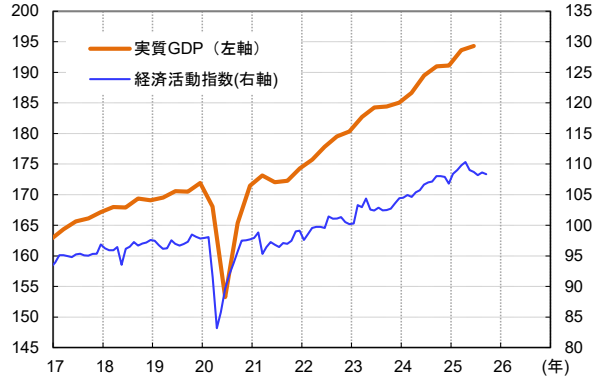
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

## (4) カナダ・ブラジル経済

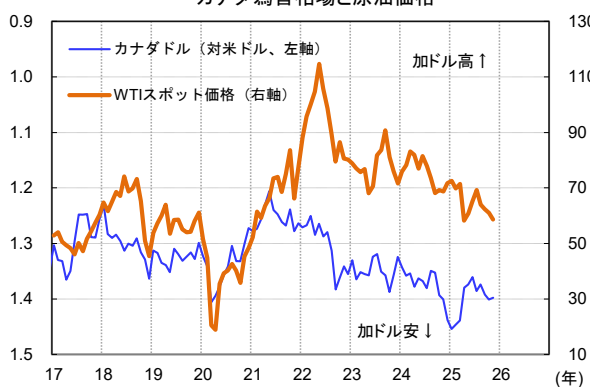
カナダ製造業PMI



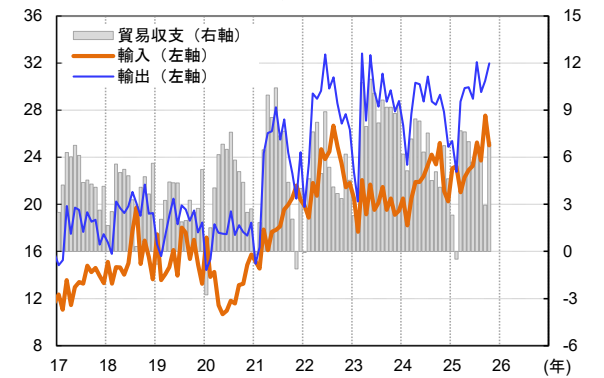
(1995年=100) ブラジル実質GDPと経済活動指数 (2002年=100)



(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



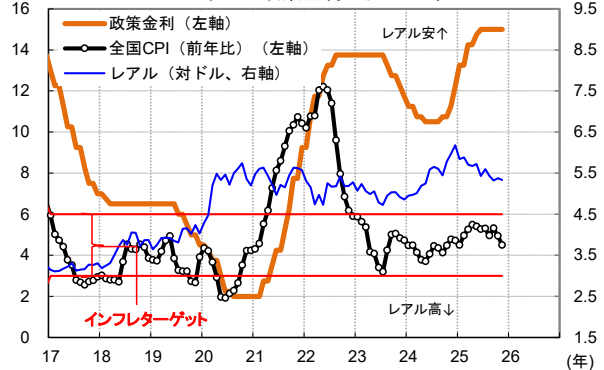
(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



(%) カナダ政策金利とインフレ率

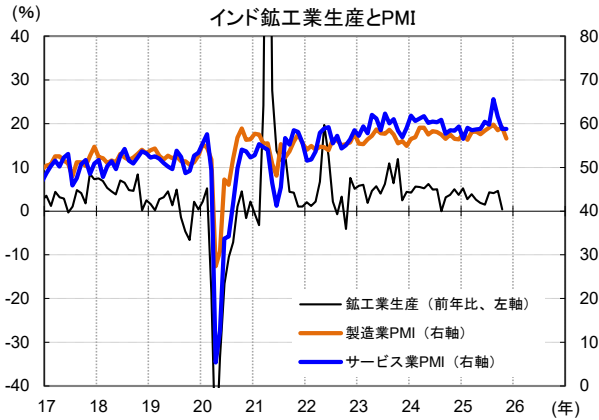


(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (レアル/ドル)

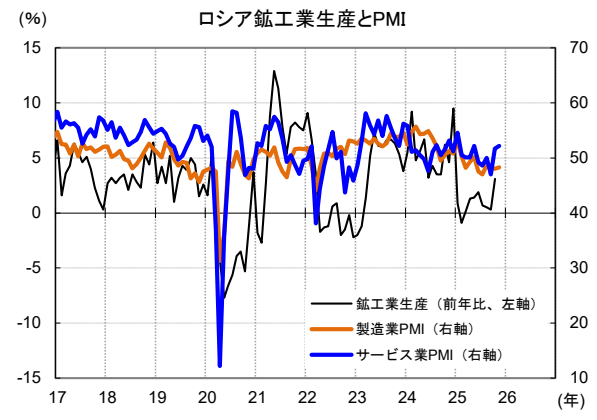


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

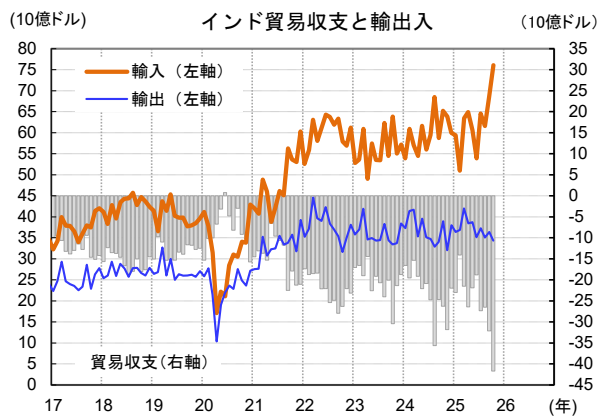
## (5) インド経済・ロシア経済



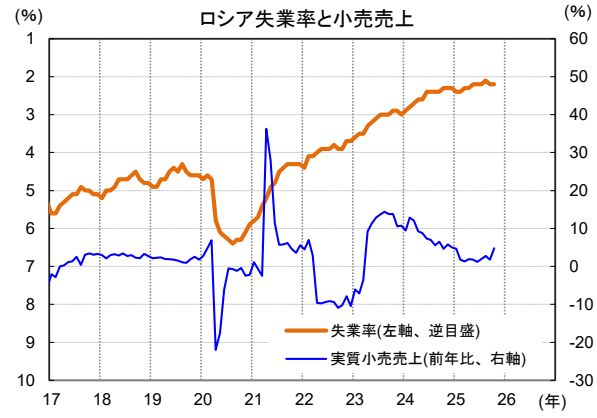
出所: Bloomberg より TDAM 作成



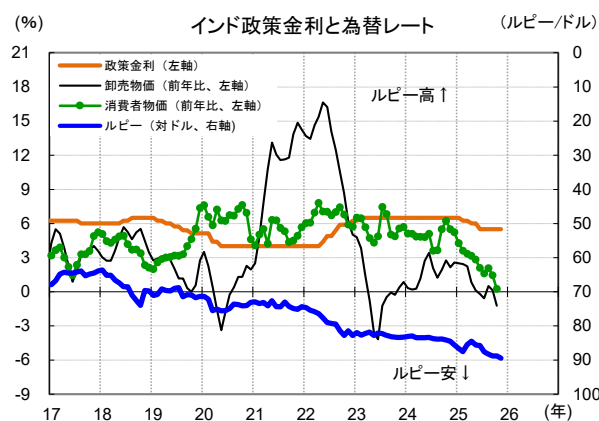
出所: Bloomberg より TDAM 作成



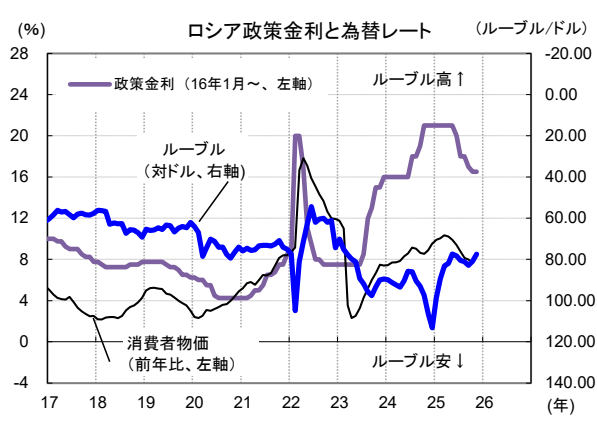
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



## 市場見通し

### 1. 債券

#### 1-1. 国内債券

日銀は、利上げにやや前向きになった模様であるほか、需給面からも金利上昇が意識されて、緩やかに上昇する見込み

##### ○ 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。

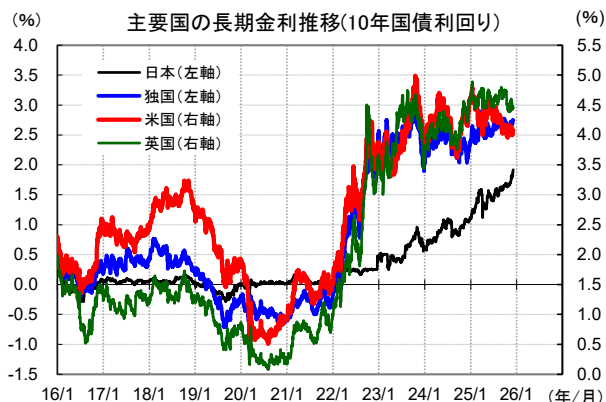
10月の金融政策決定会合後、小枝審議委員や野口審議委員の発言などを踏まえると先行きの利上げについて地ならしを進めていると言えよう。増審議委員が日本経済新聞の取材で答えた内容も先行きの利上げを意識されるものであった。そして、12月1日に植田総裁は名古屋で挨拶および記者会見を行ったが、12月の利上げを示唆していると思える発言も散見された。

当社では、12月の利上げを見込む。仮に12月に利上げされなくても、1月に利上げするだろう。

##### ○ 長期金利

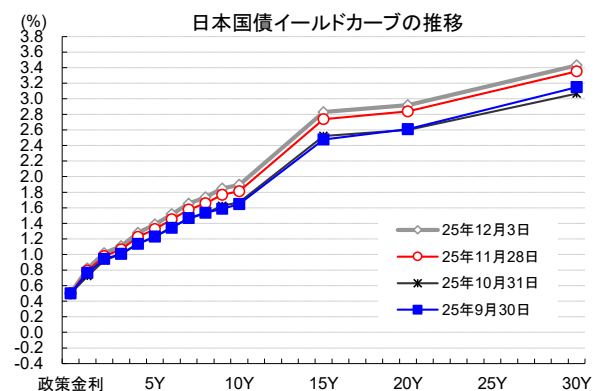
今年に入ってから、長期金利は上昇基調をたどってきた。しかし、3月下旬から4月上旬にかけて大きく低下した。ただ、その後は超長期債の金利上昇の影響を受ける形で上振れてきた。高市政権における財政の拡張については、既に市場に織り込まれた印象があるが、一定程度意識され続けることで超長期金利は下がりにくいだろう。需給面でも2年債の金利は上振れやすいと史料する。将来的には、ターミナルレートについては1.25%も意識されるようになるだろう。実際に1.25%まで引き上げるか否かは判然としないが、こうしたことが意識されるようになれば、金利には上昇圧力が加わると考えられる。また、こうした動きが一定程度は長期金利に影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

国内金利は 1.9%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

足許のイールドカーブは 10 月末と比べてスティープ化

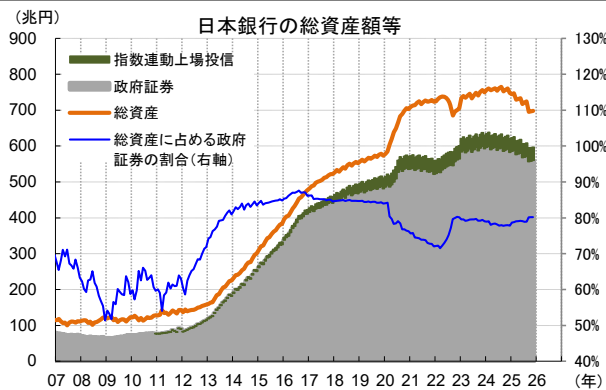


出所: Bloomberg より TDAM 作成

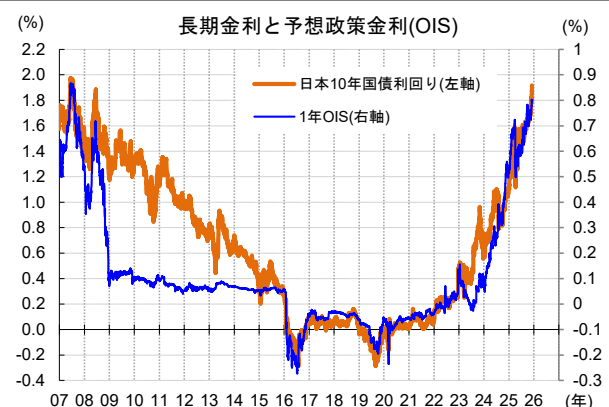
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



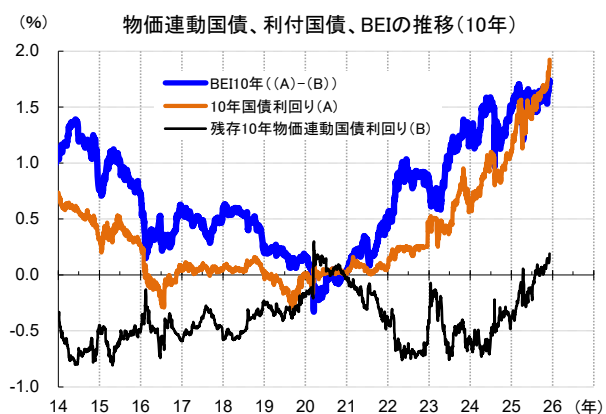
## 日本銀行の総資産額は縮小傾向



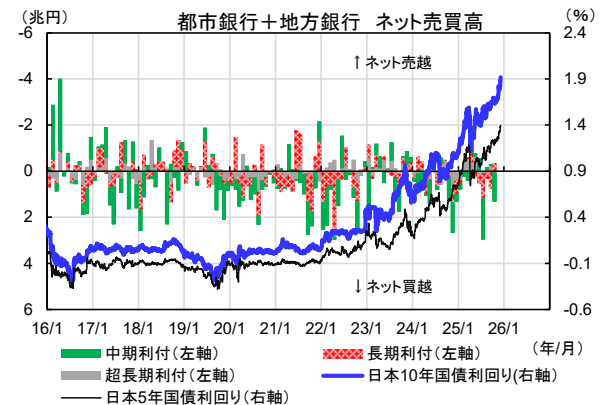
## OIS は上昇基調



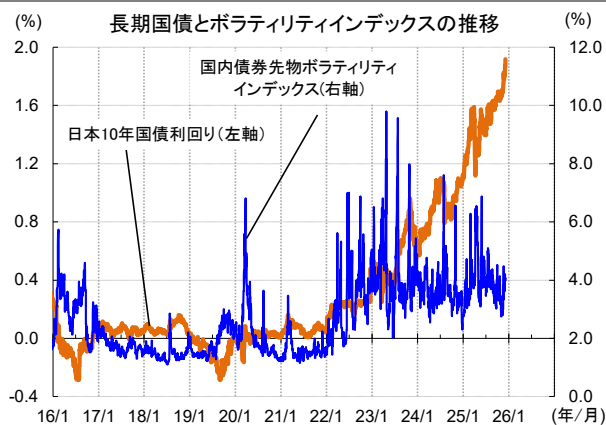
## 長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で上昇



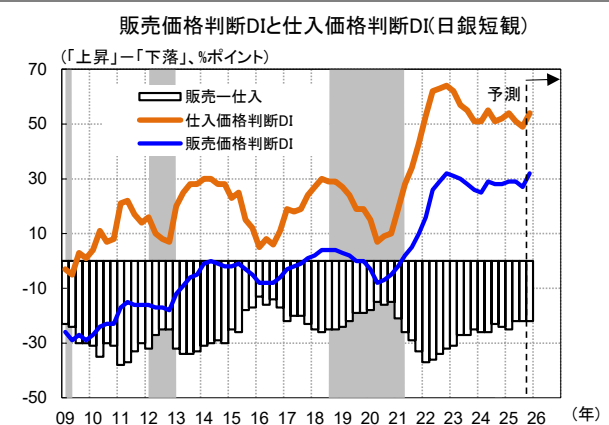
## 10 月は銀行が中期債を買い越し



## ボラティリティインデックスは足許でやや上振れつつある状況



## 仕入価格 DI の伸びが販売価格 DI の伸びを上回る状況



【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緩やかな景気の減速が意識されつつも、インフレ動向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)」と始まることが一般的であるが、「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なされた。

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。

ただ、その後のFOMCメンバーの発言は、利下げを示唆するものも散見される。そして先物市場では、12月の利下げを相応に織り込んでいる。当社でも、12月に25bpの利下げを行う可能性を予想しつつ、状況次第では、利下げを行わない可能性もややあるとみている。ただし、12月に利下げを行わない場合は、1月に利下げを行うだろう。

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。政府閉鎖の影響により、経済指標が乱高下する点には注意したい。おそらくは、経済が減速に向かっていることは確かだろう。ただし、減速が緩やかであるゆえに、低下圧力も弱い。また、既に金利がやや下振れていることから、更なる金利低下圧力も限られよう。インフレの動向も気がかりで、金利上昇圧力が働く可能性もある。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。

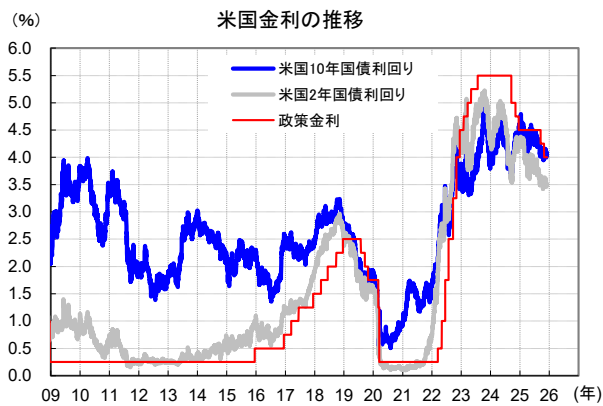
市場では、しばらく政策金利は据え置かれると見方が支配的である。当社でも、少なくとも来年3月まで政策金利が据え置かれると予想する。

### ○ 長期金利

ドイツの長期金利については、7月以降、当社の見通し通り概ね横ばい推移している。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。

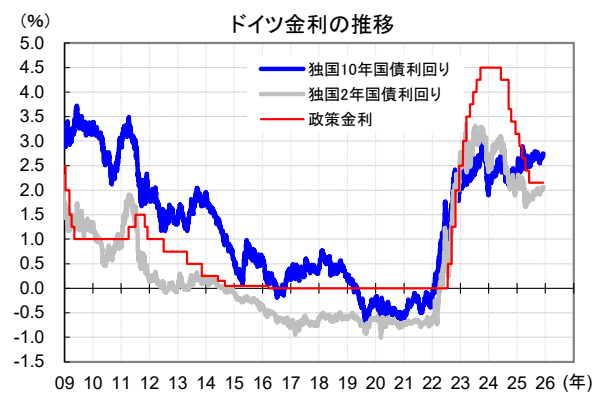
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



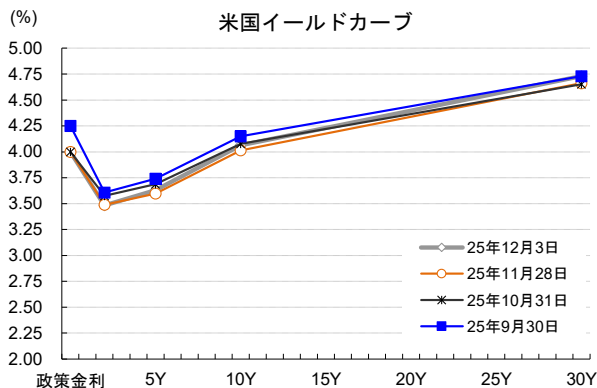
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ドイツ)10年金利は2.7%近傍で推移



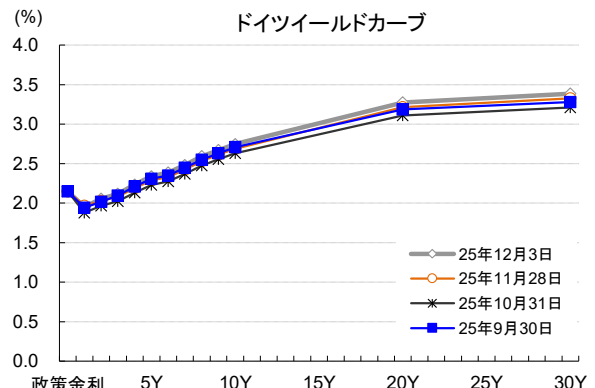
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 10月末と比べてほぼ同様の形状



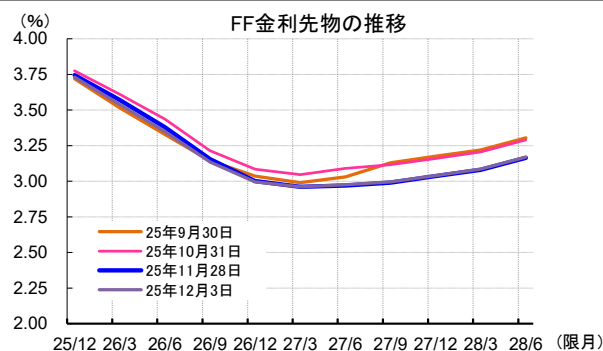
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ドイツ) 10月末と比べてやや上振れ



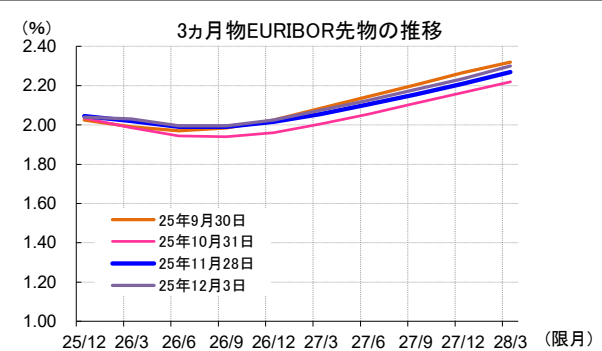
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (米国) 10月末と比べて期近部分を中心にやや下振れ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## (ユーロ圏) 10月末と比べて期先部分を中心にやや上振れ

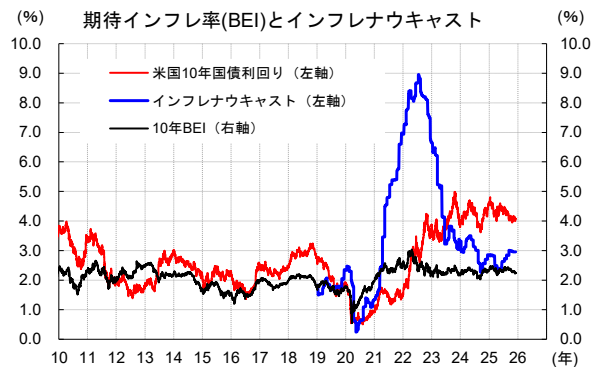


注: EURIBOR は欧州銀行間貸出金利でユーロ圏の短期指標金利。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

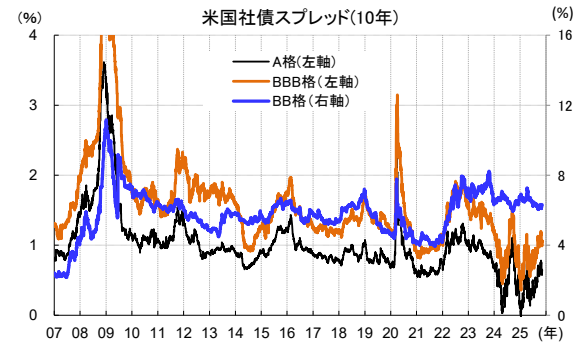
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



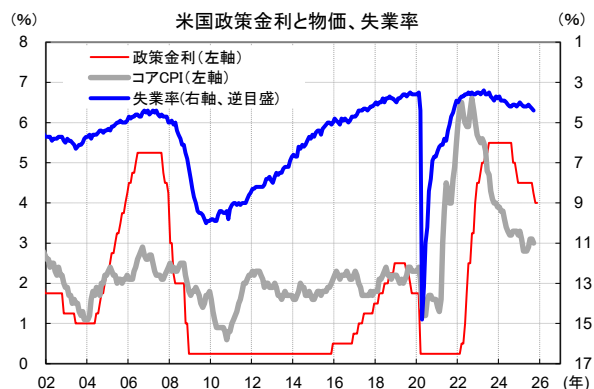
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クリーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### (米国) BBB 格は 1 ヶ月前と比べて横ばい



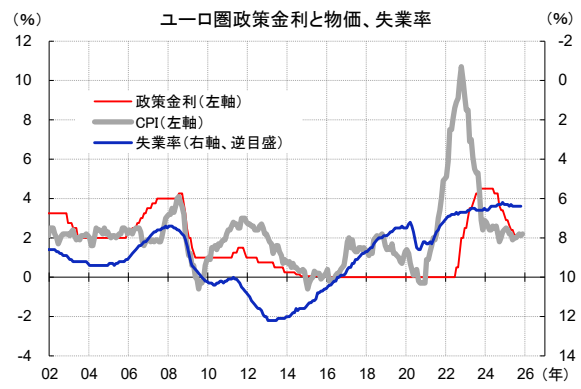
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### (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



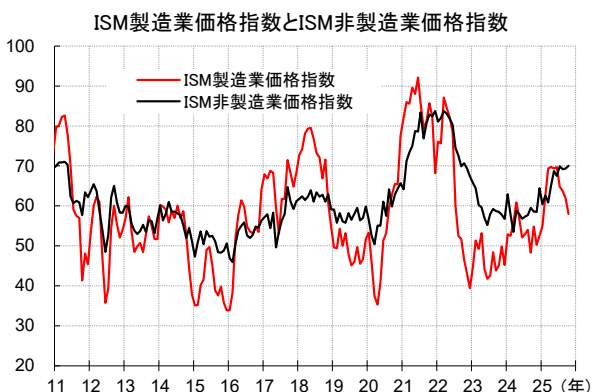
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### (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



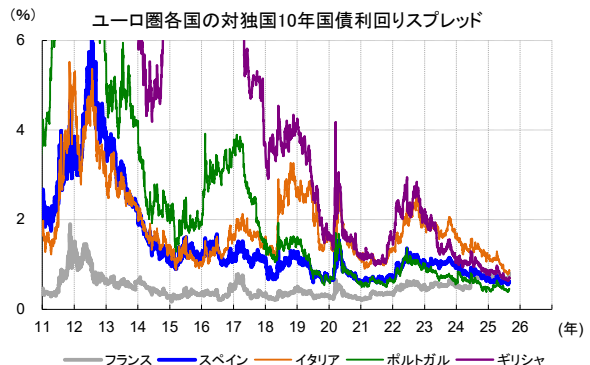
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### (米国) 製造業価格指数は前月から上昇



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が継続



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



## 2. 株式

### 2-1. 国内株式

日中の関係悪化が与える影響は警戒しつつも基本的には限定的で、むしろ、インフレ下で 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〕

外国人投資家の現物と先物を合わせた売買動向をみると、10月3日終了週や10月10日終了週においては、1兆円を越える買い越しとなったが、11月以降は売り越し週も散見されて、方向感を失いつつある。

#### 〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.63倍、PERは12ヵ月先予想ベースで15.7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0.39%程度である(数値は11月28日現在)。

#### 〔業績動向〕

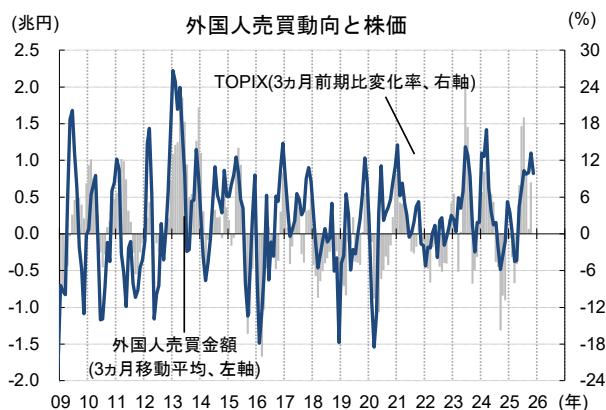
リビジョンインデックスは、再び改善しつつある。なお、自動車については、直近の売上高粗利益率がやや低下している点は気かりである。一方で、電気機器セクターについては利益率が改善してきている。

#### 〔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。こうしたなか、台湾に関する高市首相の発言に端を発して、中国が対日強硬姿勢を強めている。ただ、これがどの程度日本経済に影響が及ぶかは、慎重に見極めるべきだろう。確かに、一部の高額消費や日中間の人の往来は影響がでるかもしれないが、オーバーツーリズムによって観光を抑制していた日本人の観光が増えるなどの良い面もある。なお、今回の関係悪化は長引くとみているが、激化はしないだろう。中国は、自国経済が相当疲弊しており、国民の不満を日本にぶつける形なのだろう。ただ、裏を返せば対米関係も難しい状況のなかで、過度に日本と関係を悪化できないとみている。日本側としても、対中姿勢を軟化すれば国民からの不満が高まることから、姿勢を軟化することはないだろう。むしろ毅然とした姿勢が、高市政権の支持率につながっている面もあると考えられる。

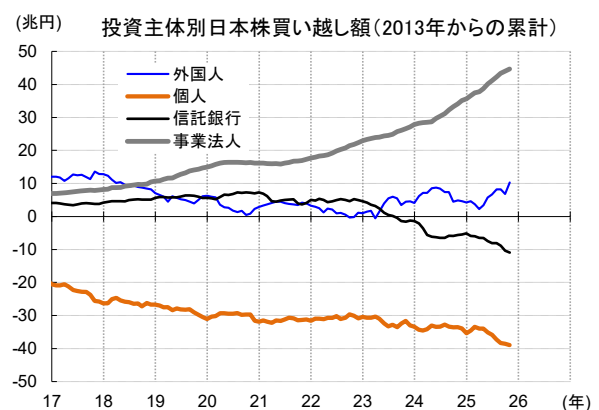
高い支持率も追い風となり、日本株は上昇するとみている。もちろん、インフレが企業業績を押し上げる点も期待される。

10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)は足許でやや拡大

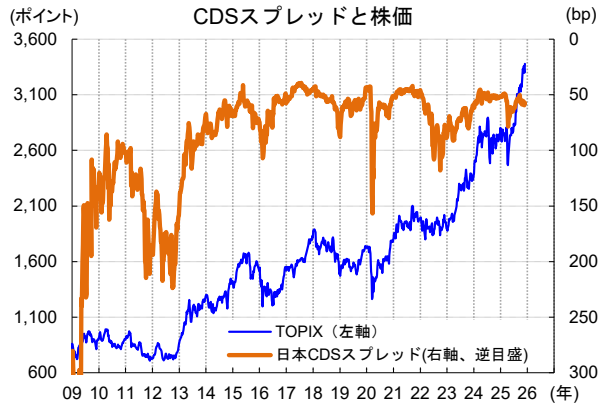


出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

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

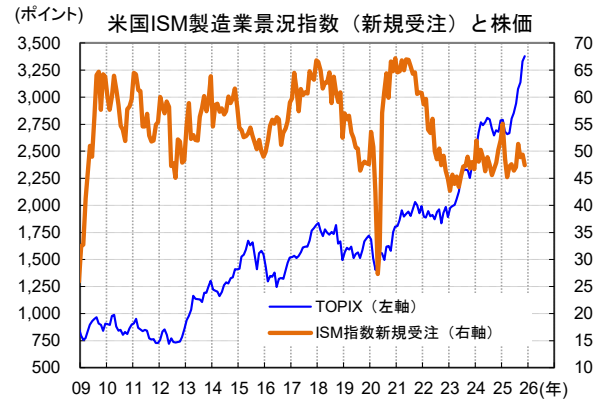


### CDS のスプレッドは低位安定するなか、株価は堅調



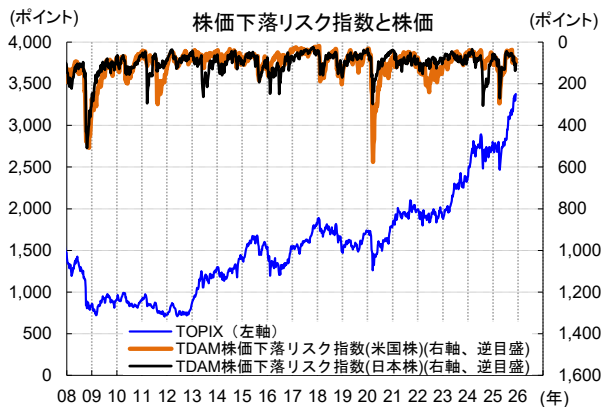
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

### 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

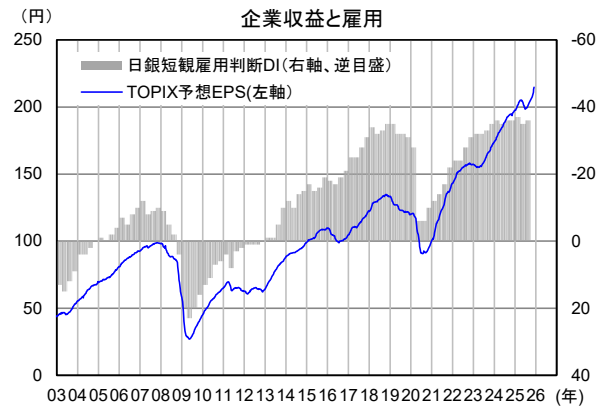
### 特に日本の株価下落リスク指数は足許で上昇気味



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。

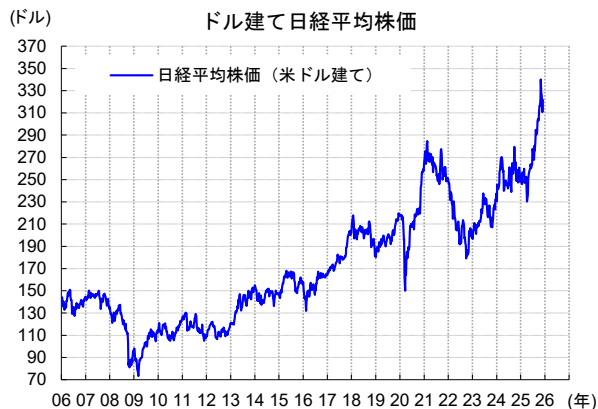
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

### 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



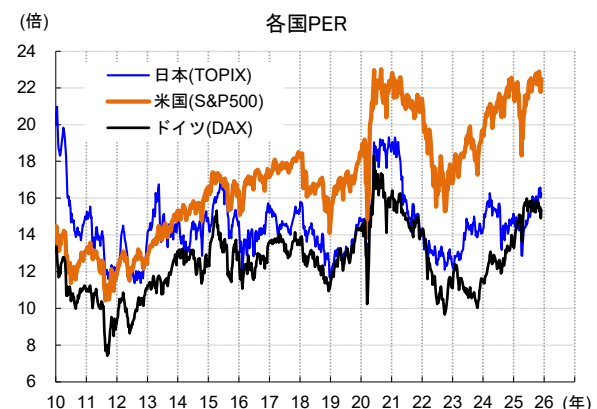
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

### ドルベースの日本株は前々月末から下落



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

### 日本株のバリュエーションは過去 5 年平均を上回る水準



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・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。



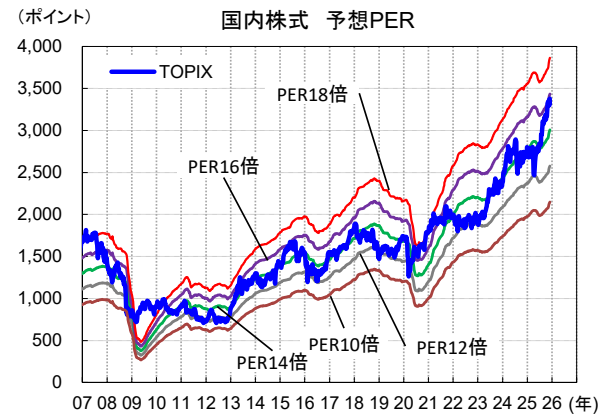
## 11 月末では証券・商品先物取引の見通しが改善

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	証券・商品先物取引	23.7%	1	小売業	-2.7%
2	サービス業	13.2%	2	非鉄金属	-1.7%
3	その他金融業	1.9%	3	医薬品	-1.2%
4	その他製品	1.5%	4	電気機器	-0.8%
5	水産・農林業	1.4%	5	パルプ・紙	-0.3%
6	情報・通信業	1.3%	6	陸運業	-0.1%
7	繊維製品	1.0%	7	鉱業	0.0%

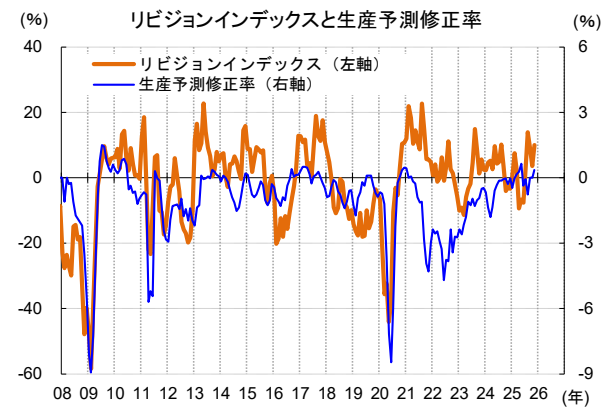
注: 12ヵ月先予想ベース(2025 年 11 月末現在)。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 予想 PER(12ヵ月先)は足許 15.7 倍程度



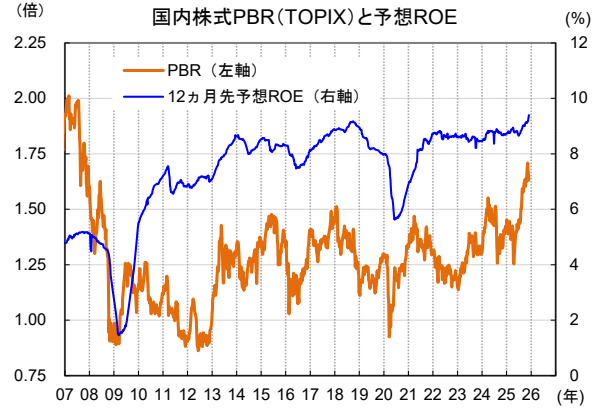
注: 12ヵ月先予想ベース。  
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

## リビジョンインデックスは改善



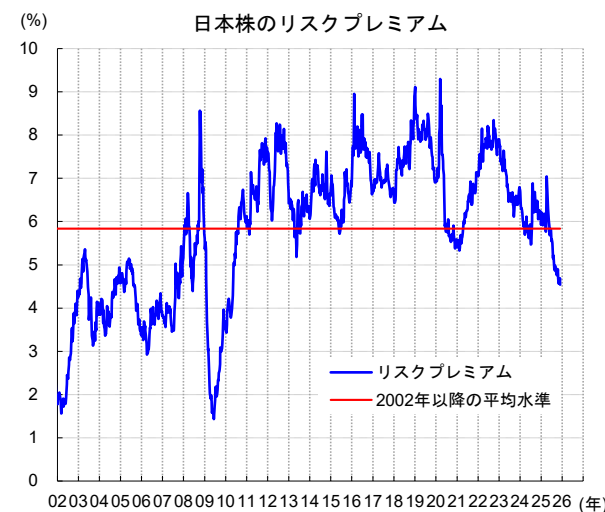
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

## 足許、PBRは1.63倍、予想ROEは9.39%



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2,407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%
		(121.4)	(141.6)	(161.8)	(182.1)	(202.3)	(222.5)
リスク プレ ミア ム	4%	1.02	1.19	1.36	1.53	1.70	1.87
	5%	0.87	1.02	1.16	1.31	1.45	1.60
	6%	0.76	0.89	1.01	1.14	1.27	1.39
	7%	0.67	0.79	0.90	1.01	1.12	1.24
	8%	0.61	0.71	0.81	0.91	1.01	1.11
	9%	0.55	0.64	0.73	0.83	0.92	1.01

【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%
		(121.4)	(141.6)	(161.8)	(182.1)	(202.3)	(222.5)
リス ク プ レ ミア ム	4%	2,059	2,402	2,746	3,089	3,432	3,775
	5%	1,761	2,054	2,347	2,641	2,934	3,228
	6%	1,538	1,794	2,050	2,306	2,563	2,819
	7%	1,365	1,592	1,820	2,047	2,274	2,502
	8%	1,227	1,431	1,636	1,840	2,045	2,249
	9%	1,114	1,300	1,486	1,671	1,857	2,043

注: 括弧は、BPS2,023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

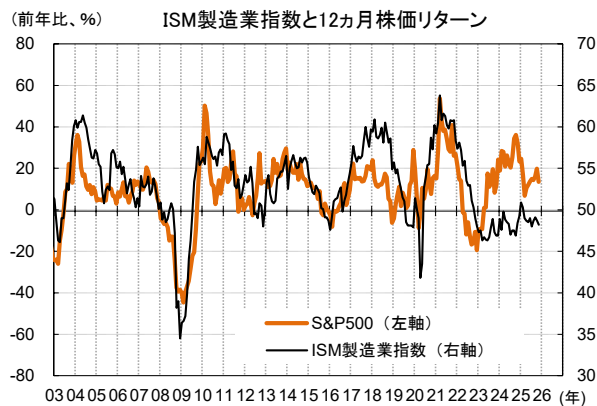
足許は金融相場気味であるが、中間反落の様相も呈している。今後もこうした状況が続くかもしれないが、次第に業績相場へ移行し、上昇すると見込む

### [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22.6倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:20.1倍、過去10年平均:18.8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19%の増益と14%程度の増益が予想されている。

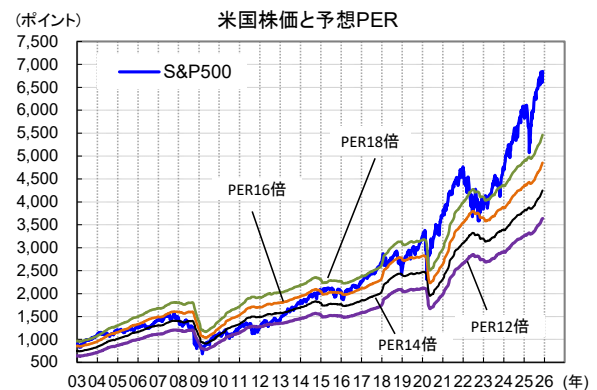
既往の株高に関しては、当社が予想していたゴルディロックス相場が訪れ、かつそうした認識が市場で早くに共有されたものと言えよう。ただ、こうした動きへの揺り戻しが最近の株価調整につながっているのだろう。もっとも、FRBによる利下げの観測が高まるなかで、再び騰勢を強めている。このような状況を見ると、金融相場が続いているという理解ができる。金融相場のあとには業績相場が訪れる傾向だが、その間に中間反落が起こることが散見される。こうした点を踏まえると、こここのところの調整は中間反落であったかもしれないが、もう少し続く可能性には注意したい。機関投資家の米国株への投資スタンスは一時期よりは積極化していないが、まだ、注意は必要だろう。実体経済の指標については、全体的に減速感がみられている。ただ、政府閉鎖の影響によるものもあり、解除されたことで急回復する可能性もある。これによって、米国経済の減速は極めて緩やかなものになる可能性もある。そうした環境のもとで、長期的にはEPSの拡大が株価を支えると見込む。

### 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



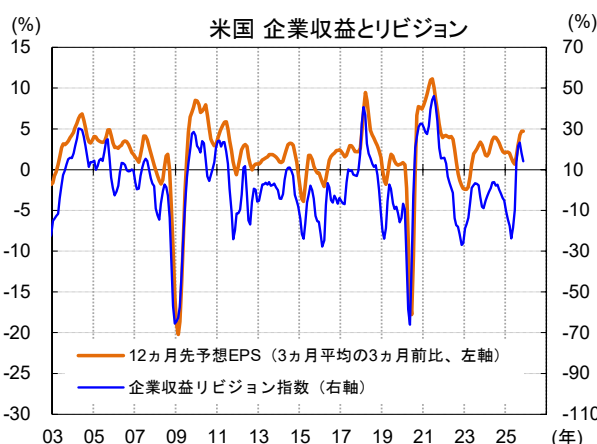
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 米国株の予想 PER は足許 22.6 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

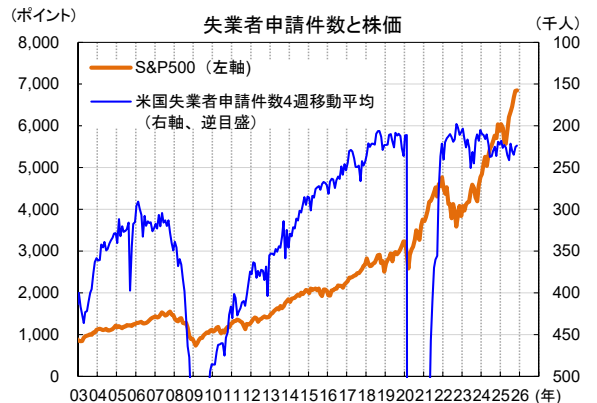
### リビジョンインデックスは大幅に改善後調整



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

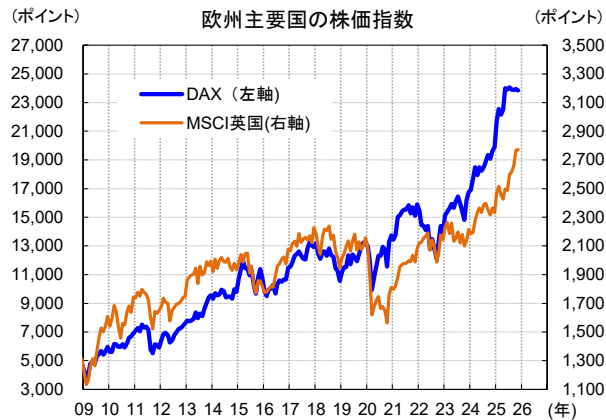
### 失業申請件数にかかわらず株価は堅調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

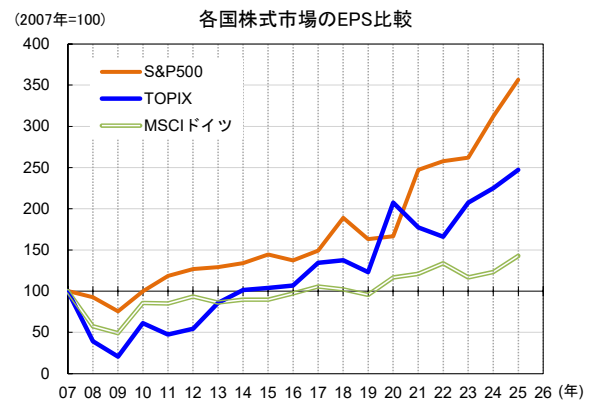
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

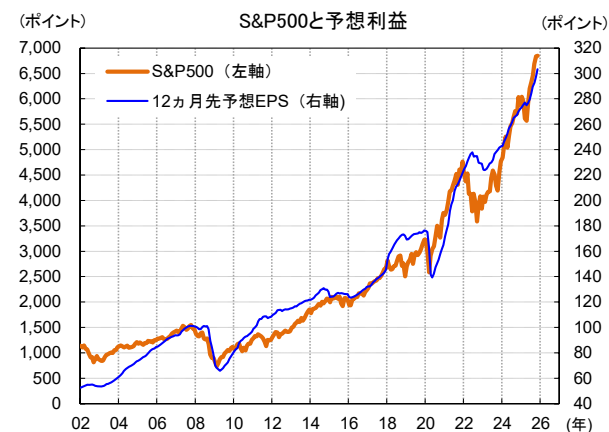
予想利益成長率(25 年、26 年)は、米国:19%、14%、  
日本:9%、10%、ドイツ:6%、16%



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

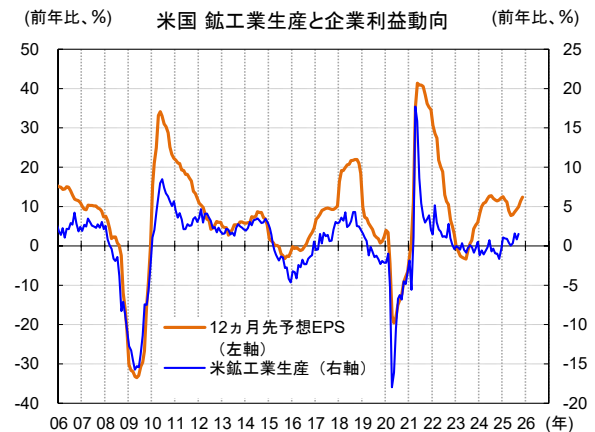
## 12 カ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



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

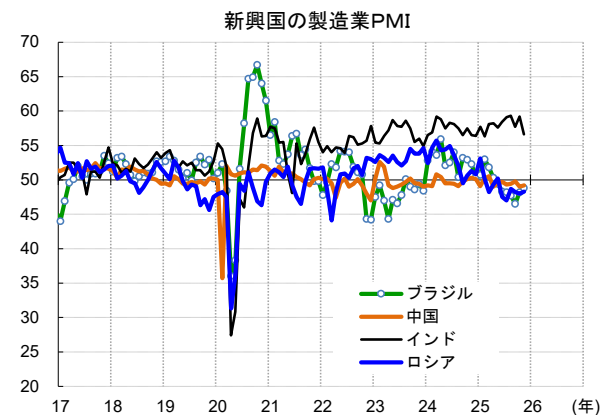
## 予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



注: 12 カ月予想EPSは、S & P500 のデータを使用。

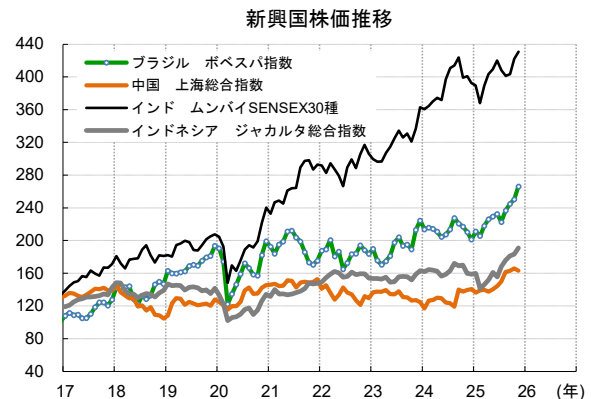
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

## 年初来堅調に推移していたインドは足許で下振れ



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、高市政権が必ずしも円安進行を求めているわけではないとの考えが市場に浸透するなかで、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たほか、その他構造的な円安圧力も影響しているのだろう。

もっとも、前者については是正されつつあるように考えられる。片山財務大臣からは円安を懸念する発言がなされたり、高市総理大臣と会談した後日に植田日銀総裁は、名古屋での記者会見で、政府と緊密に連携が取れていることを強調したうえで、緩和の度合いを調整していくことを示したりした。こうした点を踏まえると、高市政権は円安進行を闇雲に求めているわけではないだろう。

これ以外にも、植田総裁は利上げに向けての発言を強めている印象があった。例えば、1月の支店長会議の重要性を問う記者からの質問に対して、植田総裁は各支店を通じてのヒアリングを強めているなどの回答をし、直接的な言及を避けた。1月というよりは、12月に利上げをすることを示唆しているようにうかがえる。こうした状況を踏まえて、為替市場は、再び金融政策や金利差に注目するようになるだろう。

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について、和平交渉は先行きも含めて不透明で、ユーロドル相場に与える影響は限定的と予想

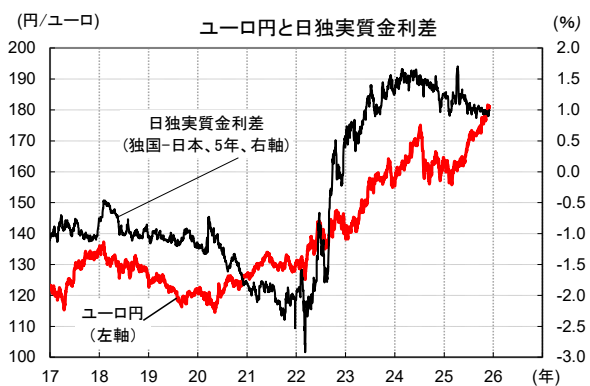
7月以降は、当社の見通しどおり概ね横ばい圏で推移してきた。米国と欧州の政治や経済情勢については、相対的にいずれかの優位性を見出し難い状況が続いてきたことの証左と言えよう。先行きについても、同様の展開が見込まれるだろう。なお、金融政策については、FRBの利下げとECBの金利据え置きという市場の見方は当社の見方とほぼ同様である。市場で既に織り込まれているという点を踏まえると、この経路から大きく外れない限りはユーロドル相場に与える影響は限定的と予想される。そうした点からも、横ばいを予想する。なお、ユーロドル相場に影響を及ぼし得るロシアとウクライナの戦争については、見通し難い。ただ、仮に和平交渉が結ばれたとしても、その後の展開への不透明感もあり、ユーロドルは乱高下したとしても方向感がでにくい可能性がある。当面は、ユーロドル相場は横ばい推移すると予想する。

日米実質金利差は横ばい、ドル円も横ばいで推移



注: 実質金利は、5 年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を 5 年国債利回りから差し引いて計算  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

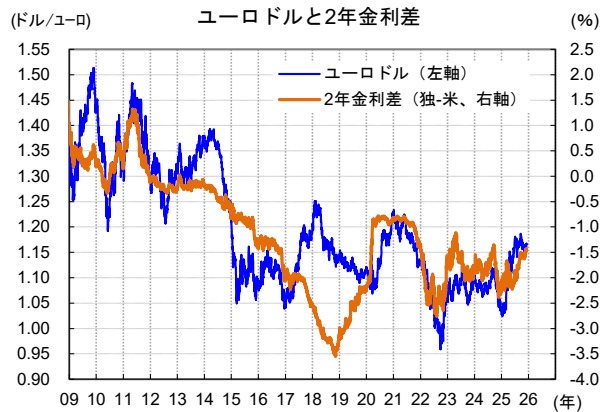
日独実質金利差は横ばいで推移したものの、ユーロ円は上昇



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

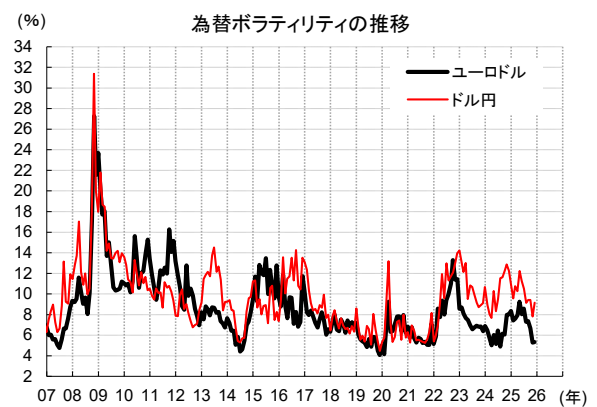
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

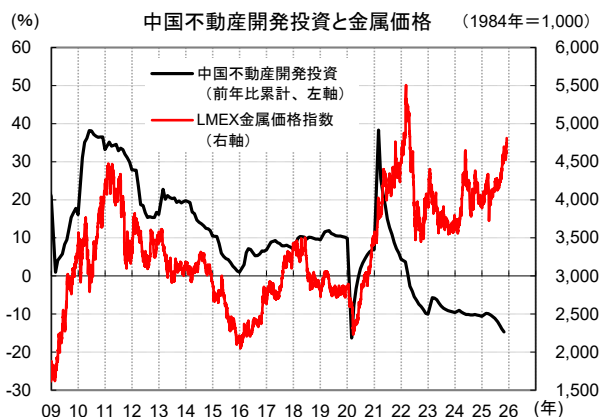
## ドル円のボラティリティは1ヵ月前と比べて上昇気味



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

出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 金属価格指数は足許でやや軟調



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44%程度



注: 「長期平均」は1995年1月～2025年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。

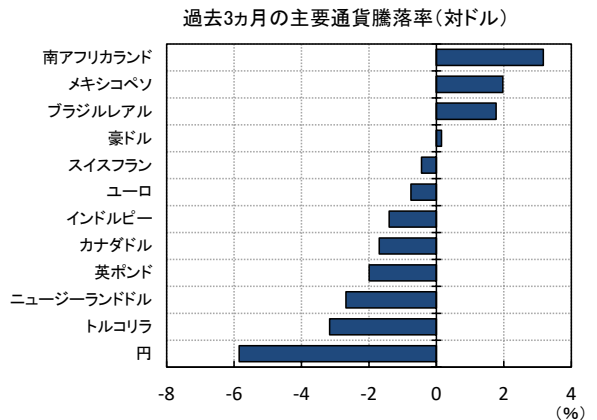
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## トルコリラ安気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 円が軟調



注: 計算期間は2025年8月29日～2025年11月28日

出所: Bloomberg より TDAM 作成

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



## 4. 市場見通し(まとめ)

			実績		予想											
			前月作成時	今月作成時	2025年10～12月期		2026年1～3月期		2026年4～6月期		2026年7～9月期					
			2025年 11月7日	2025年 12月4日												
日本	政策金利	%	0.50	0.50	0.50	～	0.75	0.50	～	0.75	0.75	～	1.00	0.75	～	1.00
	10年国債利回り	%	1.68	1.94	1.60	～	2.00	1.60	～	2.10	1.70	～	2.20	1.70	～	2.30
	TOPIX	ポイント	3,299	3,398	2,990	～	3,550	3,060	～	3,620	3,140	～	3,700	3,220	～	3,790
	日経平均	円	50,276	51,028	45,500	～	53,500	46,600	～	54,600	47,800	～	56,000	49,000	～	57,400
米国	FFレート	%	3.75～4.00	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	%	4.10	4.10	3.70	～	4.50	3.70	～	4.50	3.60	～	4.40	3.60	～	4.30
	S&P500	ポイント	6,729	6,857	6,120	～	7,190	6,290	～	7,260	6,350	～	7,330	6,410	～	7,400
	NY ダウ	ドル	46,987	47,851	42,690	～	50,280	44,010	～	50,780	44,450	～	51,290	44,890	～	51,800
ユーロ圏	中銀預金金利	%	2.00	2.00	2.00	～	2.00	2.00	～	2.00	1.75	～	2.00	1.75	～	2.00
	独10年国債利回り	%	2.67	2.77	2.40	～	3.00	2.40	～	3.00	2.30	～	2.90	2.35	～	2.85
	DAX	ポイント	23,570	23,882	21,840	～	24,680	22,060	～	24,930	22,280	～	25,180	22,500	～	25,430
為替	ドル円	円/ドル	153.42	155.10	146	～	160	144	～	158	142	～	156	140	～	154
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.157	1.164	1.09	～	1.22	1.09	～	1.22	1.09	～	1.22	1.09	～	1.22
	ユーロ円	円/ユーロ	177.44	180.61	165	～	190	163	～	188	161	～	185	159	～	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。

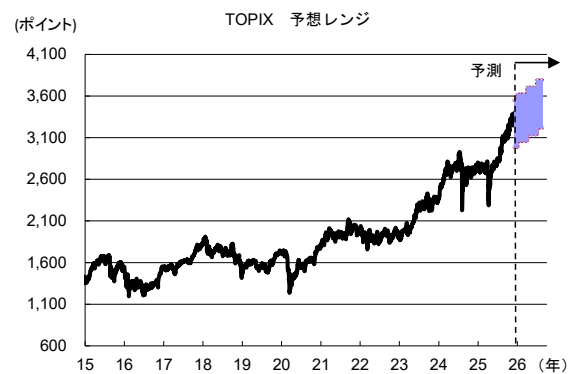
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード・&・プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

### 〔日本 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 〔日本 株価〕



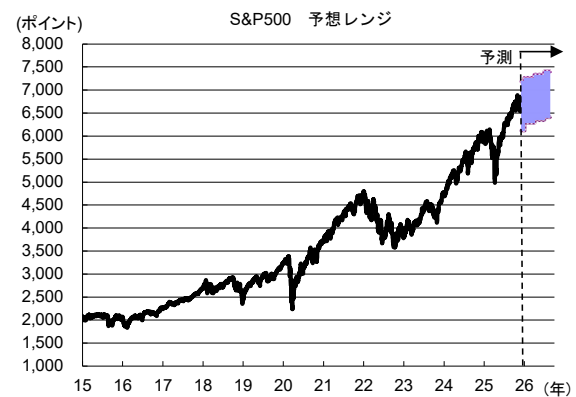
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

### 〔米国 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 〔米国 株価〕

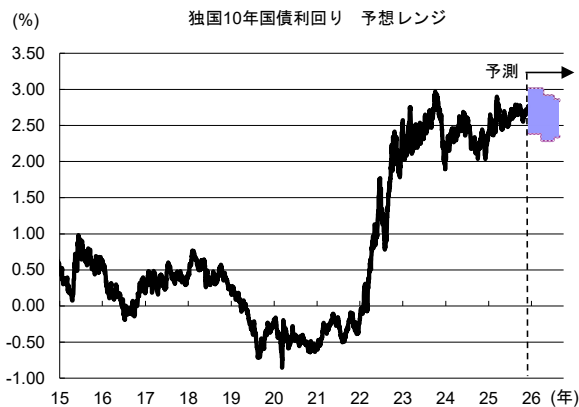


出所: Bloomberg より TDAM 作成

\*「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〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔ドイツ 株価〕



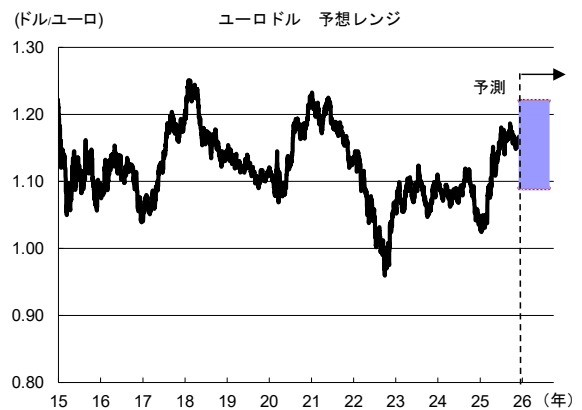
出所: Bloomberg より TDAM 作成

## 〔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>12/1</b> (米) 11月ISM製造業景況指数	<b>12/2</b> (日) 11月消費者態度指数 (ユーロ圏) 11月CPI(速報値) (米) 11月自動車販売台数	<b>12/3</b> (米) 9月鉱工業生産 (米) 11月ISM非製造業景況指数	<b>12/4</b>	<b>12/5</b> (日) 10月家計調査 (米) 12月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
<b>12/8</b> (日) 7-9月期GDP(二次速報値)(日) 11月景気ウォッチャー調査 (中) 11月貿易収支	<b>12/9</b> (米) 11月NFIB中小企業楽観指数	<b>12/10</b> (中) 11月CPI (米) FOMC結果発表	<b>12/11</b> (米) 9月貿易収支	<b>12/12</b>
<b>12/15</b> (中) 11月鉱工業生産 (中) 11月固定資産投資 (中) 11月小売売上高 (米) 12月NY連銀製造業景況指数 (米) 12月NAHB住宅市場指数	<b>12/16</b> (ユーロ圏) 12月PMI(速報値) (米) 9月企業在庫 (米) 10月小売売上高 (米) 11月雇用統計 (米) 12月製造業PMI(購買担当者景況指数、速報値)	<b>12/17</b> (日) 10月機械受注 (日) 11月貿易収支 (独) 12月IFO景況感指数	<b>12/18</b> (ユーロ圏) ECB理事会 (英) BOE金融政策委員会(結果発表) (米) 11月CPI (米) 12月フィラデルフィア連銀景況指数	<b>12/19</b> (日) 11月CPI (日) 日銀金融政策決定会合(結果発表) (米) 11月中古住宅販売件数
<b>12/22</b>	<b>12/23</b> (米) 7-9月期GDP(確報値) (米) 7-9月期個人消費支出 (米) 10月耐久財受注(速報値) (米) 12月消費者信頼感指数	<b>12/24</b>	<b>12/25</b> ◎Christmas Day 欧米休場	<b>12/26</b> (日) 11月失業率
<b>12/29</b> (米) 11月中古住宅販売仮契約指数	<b>12/30</b> (米) 10月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格	<b>12/31</b> (中) 12月製造業PMI (米) 12/9-12/10分FOMC議事録		

注: 12月4日付で作成。公表予定日は変更される場合があります。一部の統計は、期日が定まっていないため、過去の公表日等から類推した日を公表日として扱っています。

出所: Bloomberg、各種HPよりTDAM作成

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

## 【リスク情報】

### (1) 国内株式

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

### (2) 外国株式

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

### (3) 国内債券

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

### (4) 外貨建債券

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

### (5) 国内新株予約権付社債

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

### (6) 投資信託

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

### (7) 先物・オプション取引

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

## 【お客様にご負担いただく費用等について】

### 投資信託に係る費用等について

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

### 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

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

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

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