

# 投資環境レポート

2026 年 3 月

本資料は 2026 年 3 月 5 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

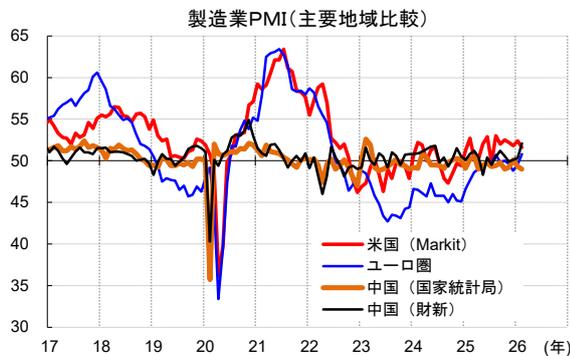
## 【世界経済実質成長率見通し】

	IMF見通し			四半期実績		
	(前年比、%)	(前年同期比、%)	(前年同期比、%)	25年	25年	25年
	25年	26年	27年	4-6月	7-9月	10-12月
<b>世界全体</b>	3.3	3.3	3.2			
<b>先進国</b>	1.7	1.8	1.7			
アメリカ	2.1	2.4	2.0	2.1	2.3	2.2
日本	1.1	0.7	0.6	2.0	0.6	0.1
英国	1.4	1.3	1.5	1.4	1.2	1.0
ユーロ圏	1.4	1.3	1.4	1.5	1.4	1.3
ドイツ	0.2	1.1	1.5	0.0	0.3	0.6
フランス	0.8	1.0	1.2	0.8	1.0	1.2
イタリア	0.5	0.7	0.7	0.5	0.6	0.8
スペイン	2.9	2.3	1.9	2.8	2.7	2.6
カナダ	1.6	1.6	1.9	1.8	1.6	0.7
<b>新興国</b>	4.4	4.2	4.1			
ブラジル	2.5	1.6	2.3	2.4	1.8	1.8
ロシア	0.6	0.8	1.0	1.1	0.6	
インド	7.3	6.4	6.4	6.7	8.4	7.8
中国	5.0	4.5	4.0	5.2	4.8	4.5
ASEAN5	4.2	4.2	4.4	5.1	4.8	5.2

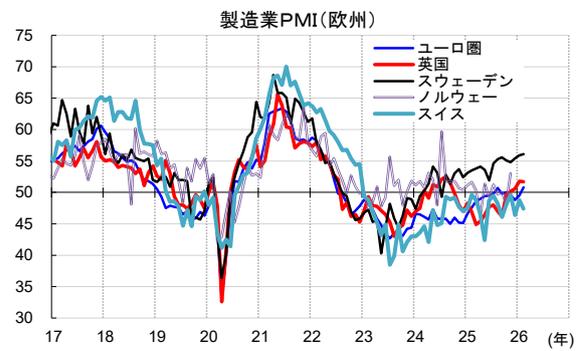
注: (1) IMF 見通しは、2026 年 1 月時点。2026 年、2027 年いずれも予測。(2) ASEAN5 はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

出所: IMF World Economic Outlook、Bloomberg より TDAM 作成

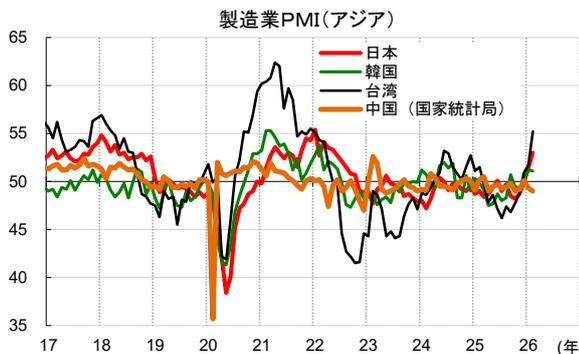
## 【世界製造業景況感の推移】



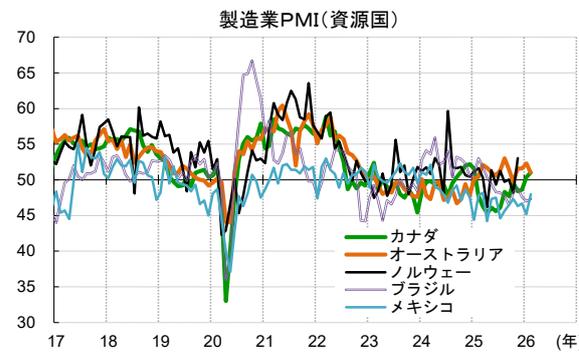
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



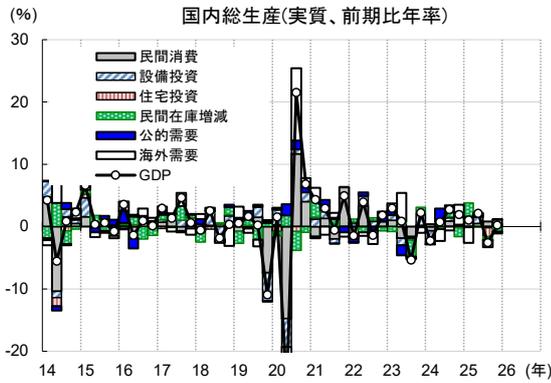
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

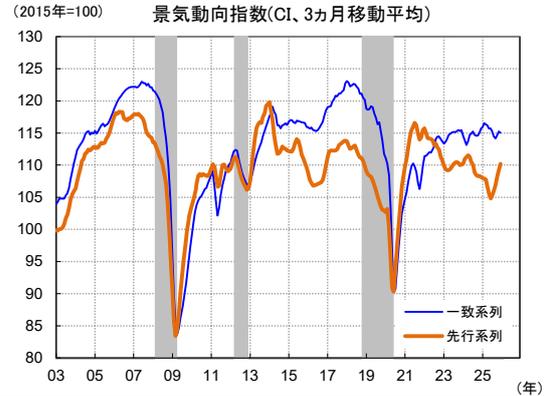
## 1. 日本経済

原油価格次第では下振れる可能性はあるものの、個人消費も設備投資もともに底堅く推移する見込み

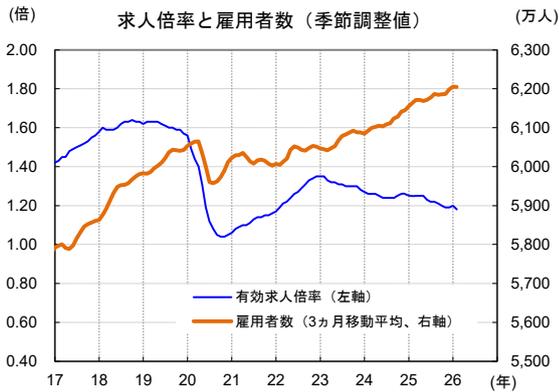
### 10-12 月期の GDP は前期比年率 0.2%増



### 景気先行指数は反発



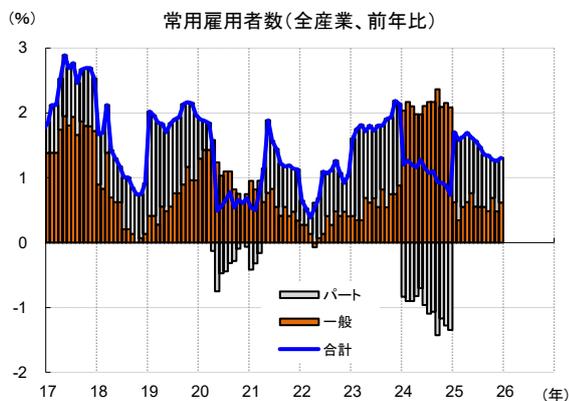
### 雇用者数は増加傾向



### 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

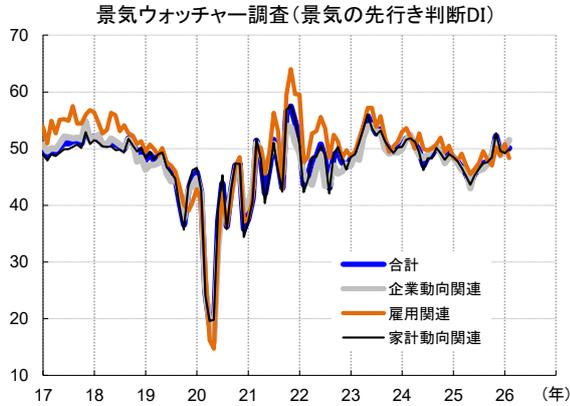


### 予想通り消費者態度指数が改善しつつあるが、今後にも期待



【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



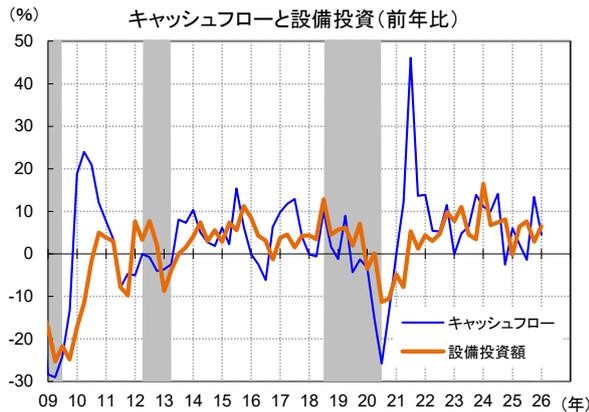
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

1月の住宅着工戸数はおよそ755千戸



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

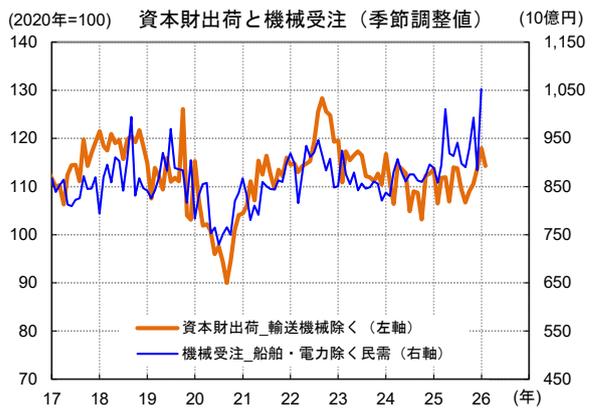
設備投資額(前年比)はプラス圏



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。

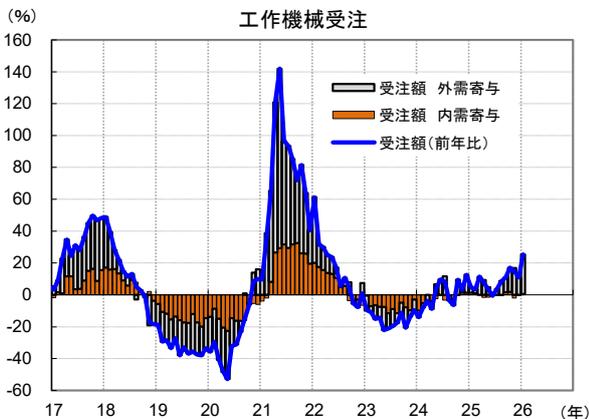
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

船舶・電力除く民需は大幅に増加



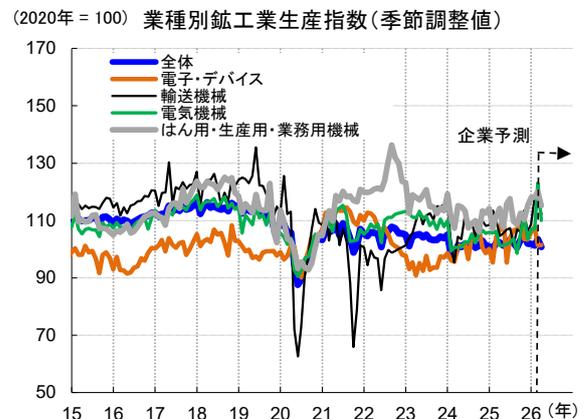
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)はプラス5.3%



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

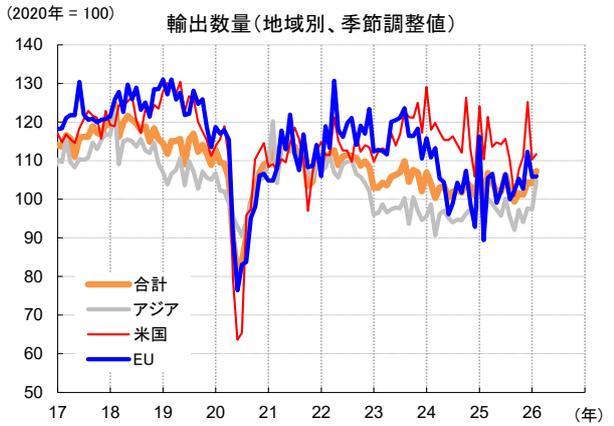
先行きは改善後反落予想



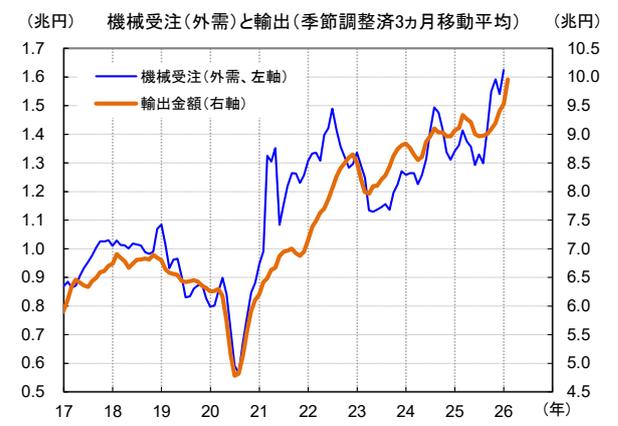
出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

【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。

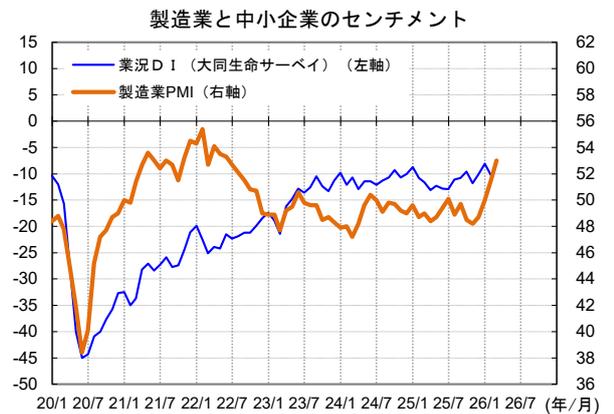
米国向けの輸出は数量ベースで大幅に増加後反落



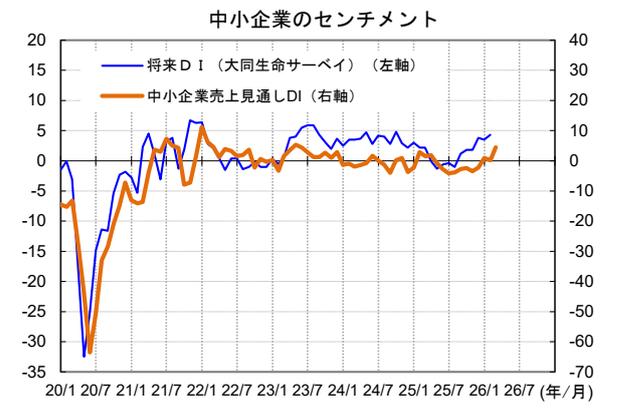
輸出金額は高水準



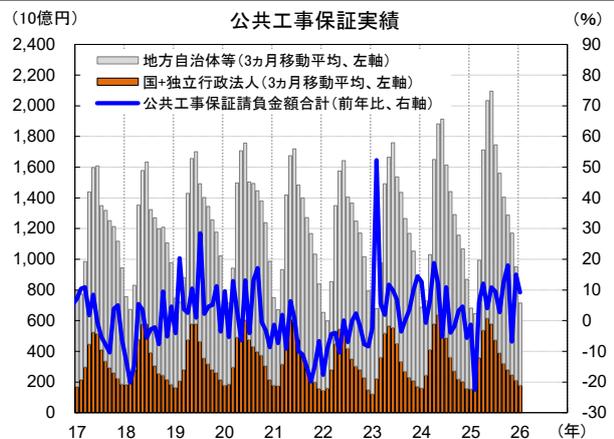
1 月の業況 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 10.2



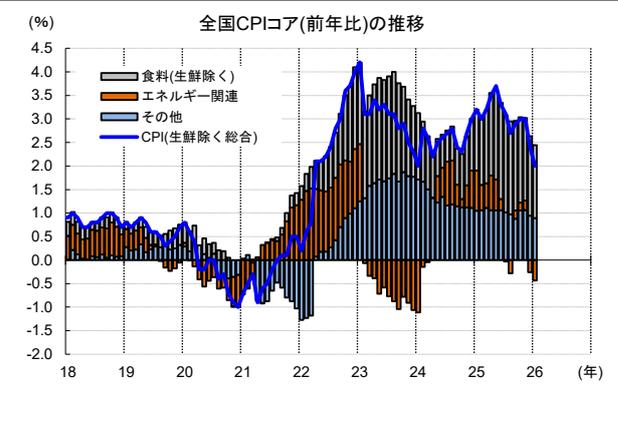
1 月の将来 DI(大同生命サーベイ)は 4.3



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



1 月 CPI(生鮮除く総合)の前年比は 2.0%

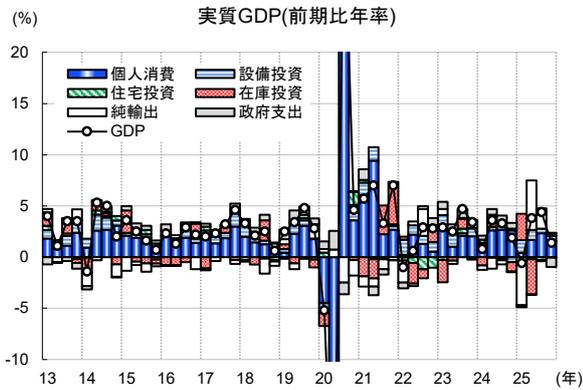


【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

## 2. 米国経済

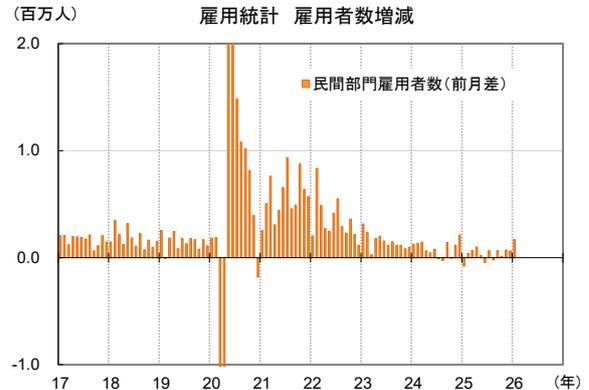
比較的堅調な経済指標が散見されており、景気サイクルの面で減速するとしても軽度なものととどまる公算

経済成長率: 10-12 月期 GDP 成長率は前期比年率 1.4% 増



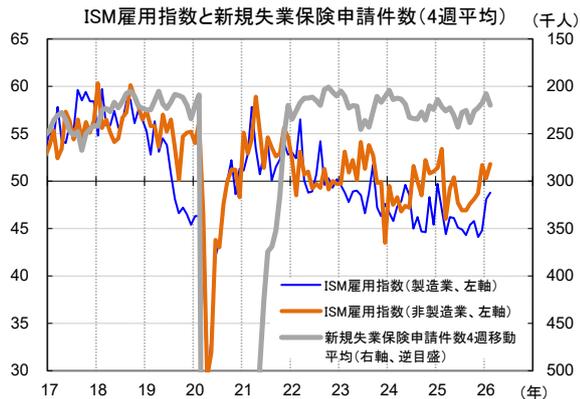
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 雇用者数は 172 千人増加



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: ISM の雇用指数は製造業が急回復



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 消費者のセンチメントは前月比で上昇



注: NFIB(全米独立企業連盟)

消費者信頼感雇用判断 DI=職が豊富-職を見つけるのが困難

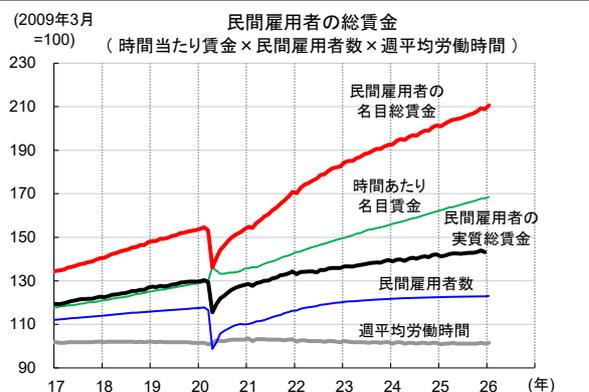
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 失業率は 2 カ月連続で低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 実質総賃金は増加傾向



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

出所: Bloomberg より TDAM 作成

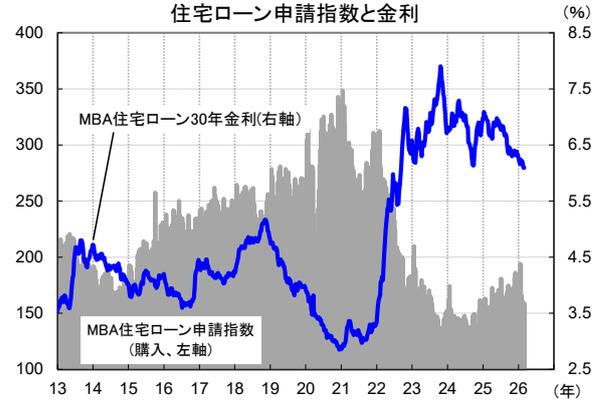
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆



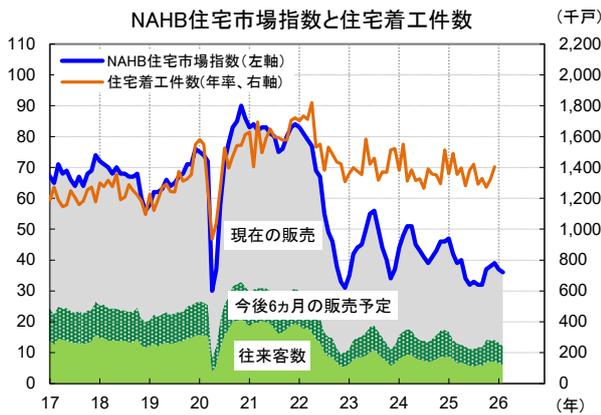
注: FHFA(米連邦住宅金融局)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 住宅ローン金利は低下基調



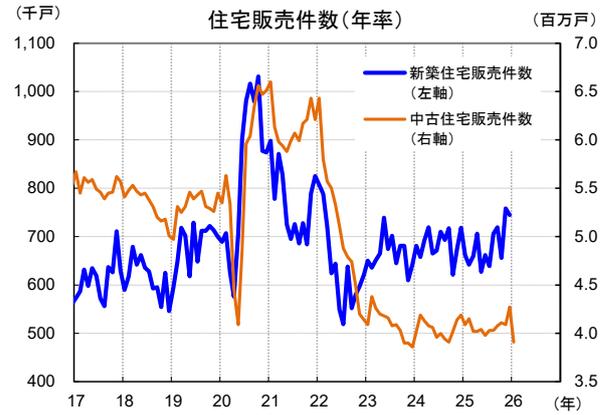
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 住宅着工件数は反発



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

住宅市場: 新築住宅に持ち直しの動きも、中古住宅は低調



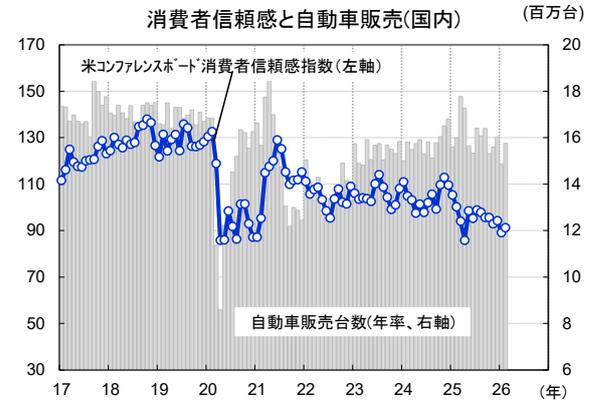
出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: 不透明感を増すイラン情勢からガソリン高の懸念



出所: Bloomberg より TDAM 作成

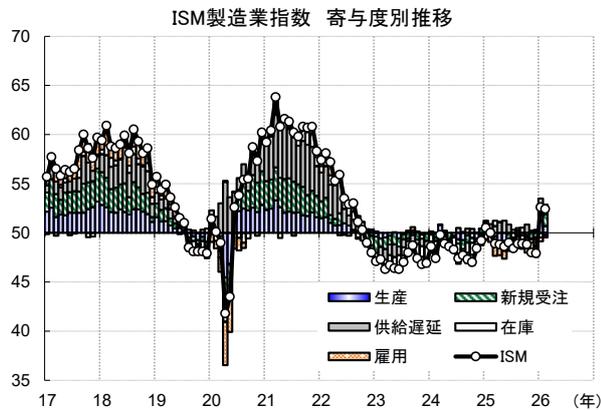
個人消費: 自動車販売台数は前月から増加



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

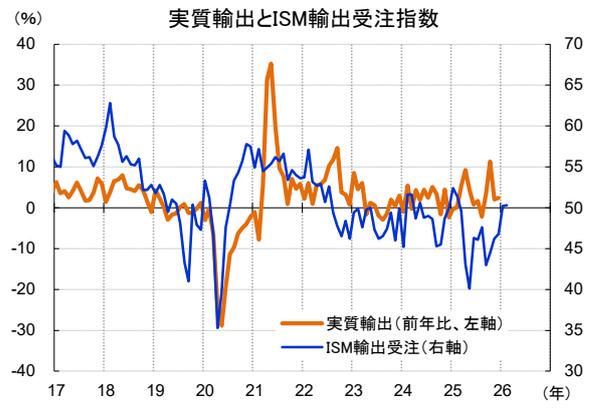
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(2月)は 52.4



出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(2月)は 50.3



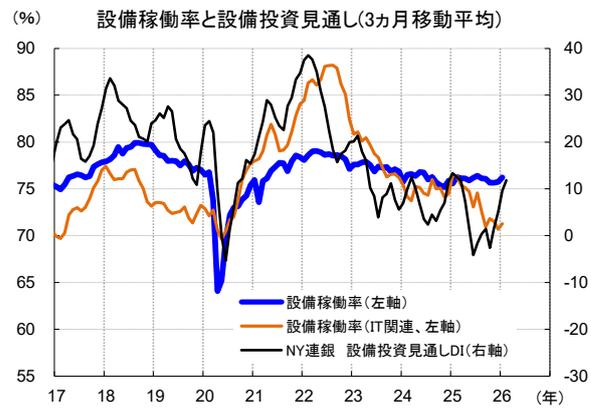
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDP の設備投資は増加基調



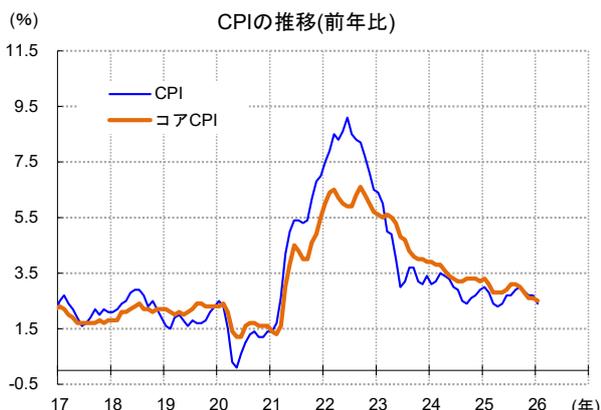
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備稼働率と設備投資見通し DI には持ち直しの動き



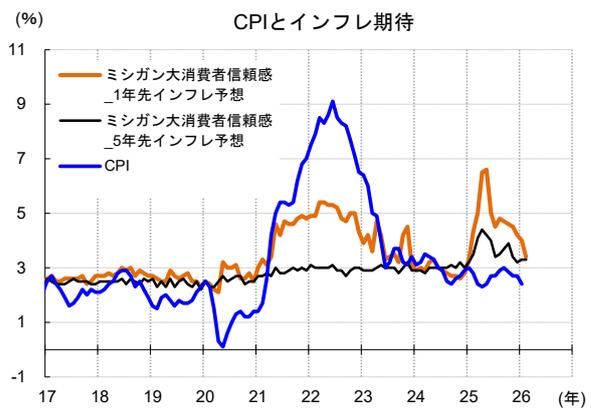
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 2.5%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1年先のインフレ予想は 3.4%



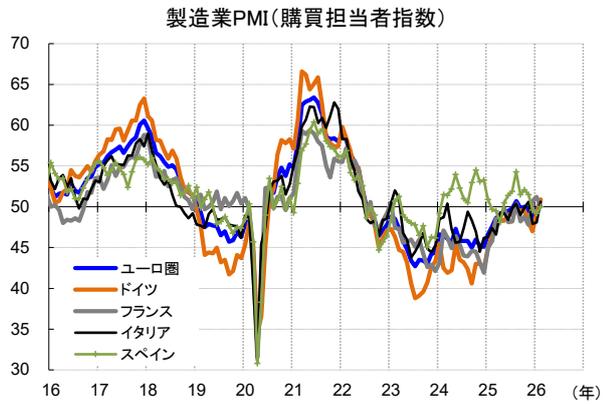
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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のですが、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

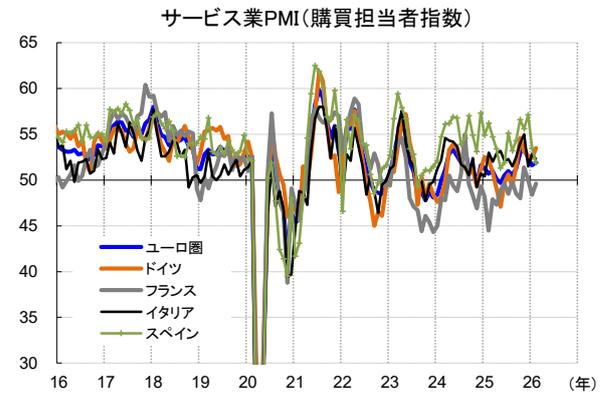
ドイツの鉱工業生産は冴えず、持ち直しは緩やかなものにとどまる公算。原油価格次第では下振れるリスクも意識される状況

企業景況感: 2月のユーロ圏製造業 PMI は 50.8



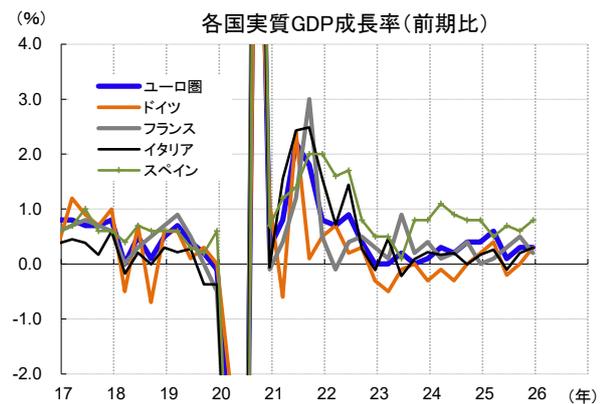
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: 2月のユーロ圏サービス業 PMI は 51.9



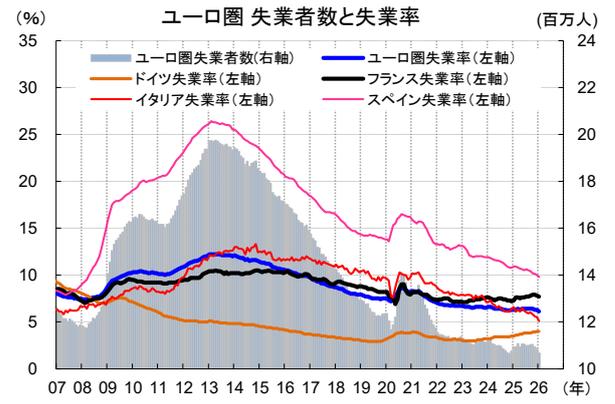
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 4Q のユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.3%



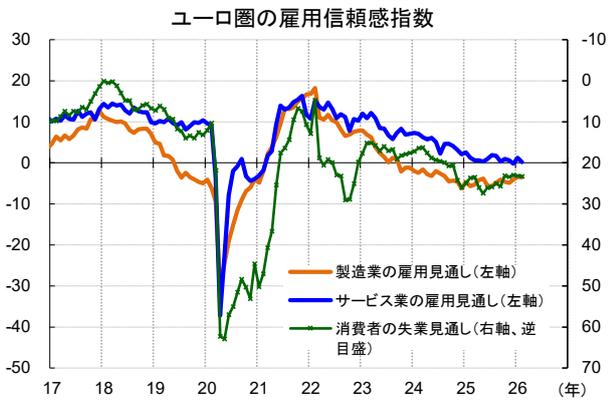
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0.2%pt 低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 消費者の見通しの回復は鈍い



出所: Bloomberg より TDAM 作成

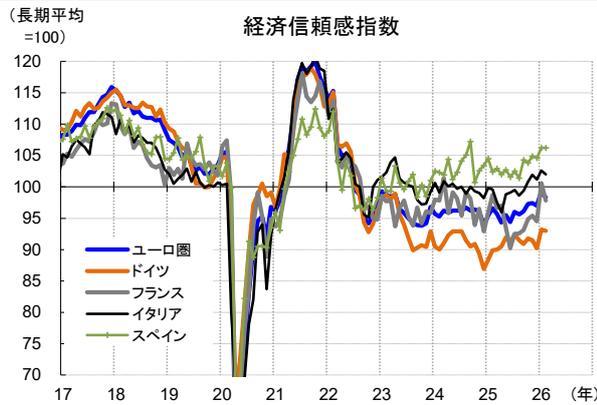
消費: 消費者信頼感の回復が待たれる状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

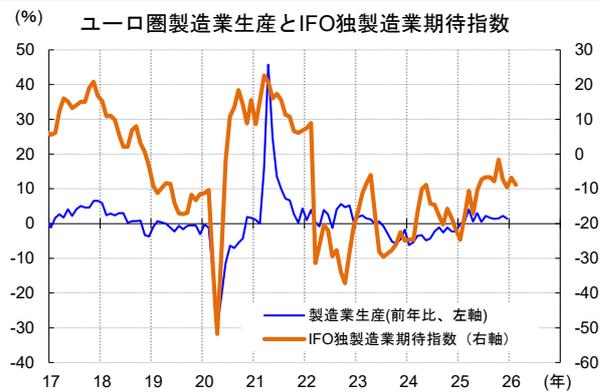
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

景況感指数: 景況感はスペインが堅調



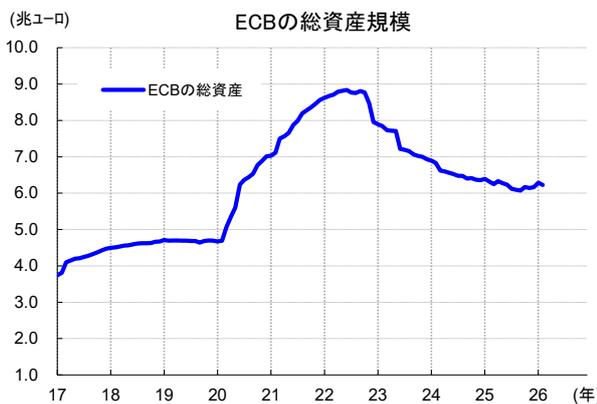
注: 長期平均=1990年~2016年  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: IFO 製造業期待指数は比較的高水準を維持



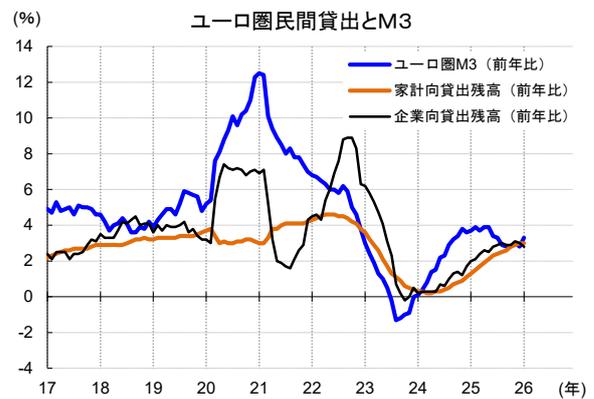
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECB の総資産規模の減少傾向は一服気味



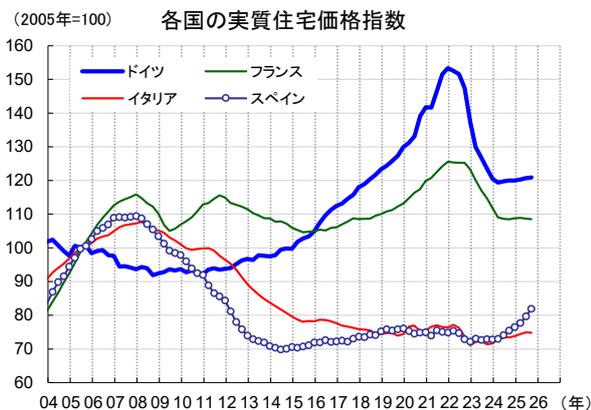
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: M3(前年比)は小幅に上昇



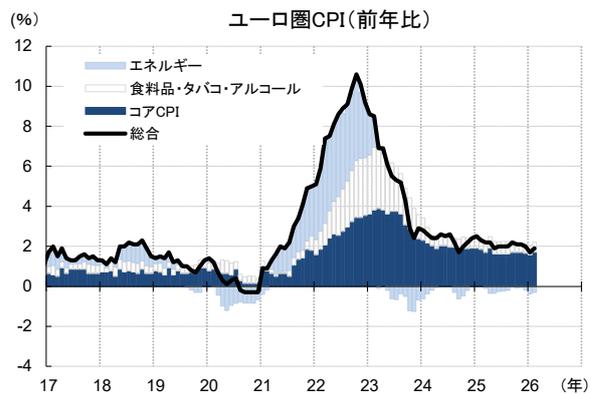
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格: スペインの住宅価格が上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 2月の総合CPI(前年比)は1.9%



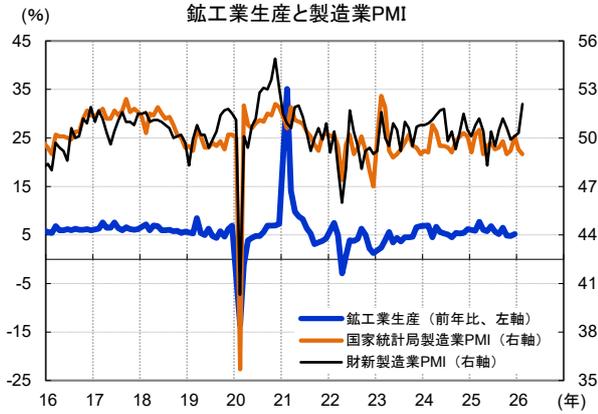
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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

需要が損なわれた状況が続く公算。原油価格次第では下振れるリスクも意識される状況

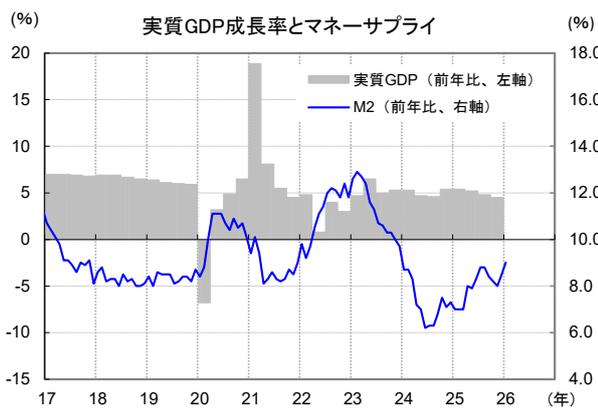
景況感: 国家統計局製造業 PMI(2 月)は 49.0



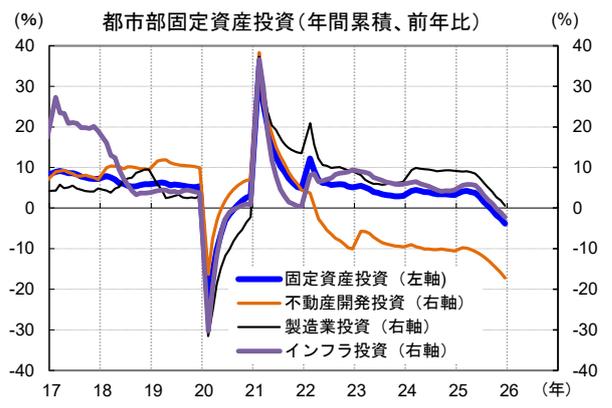
貿易: 輸出は前年同月比プラス



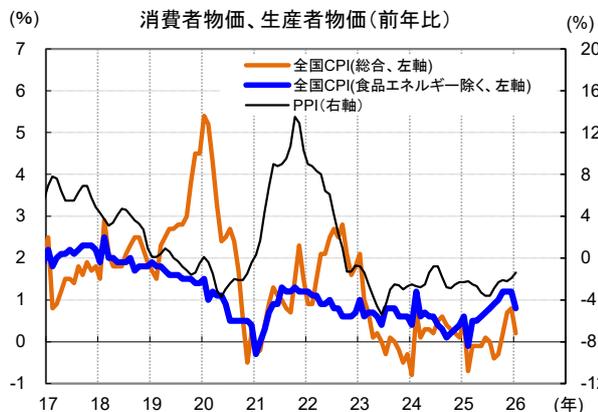
経済成長率: 10-12 月期の GDP 成長率は前年比 4.6%増



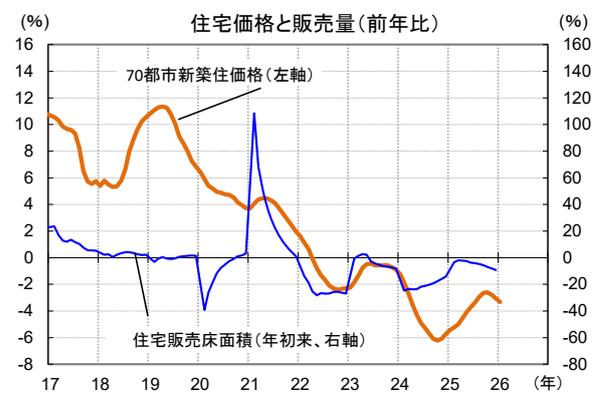
投資: 全体的に下振れている点はやや注意



物価: 全国 CPI(総合)の前年比は 0.2%増



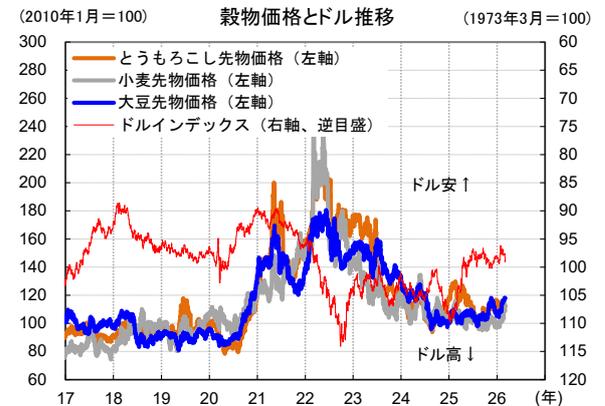
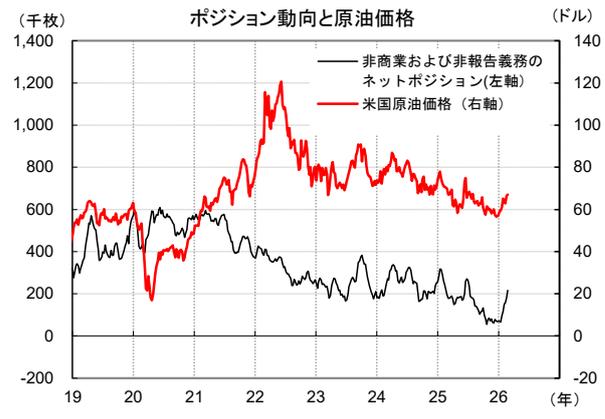
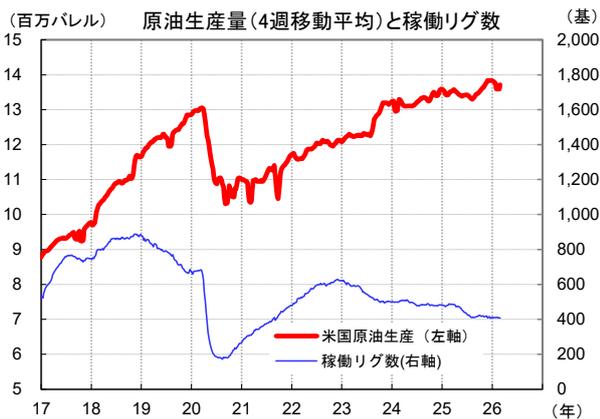
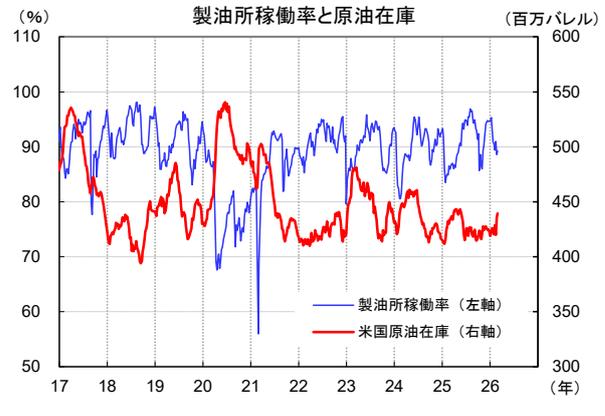
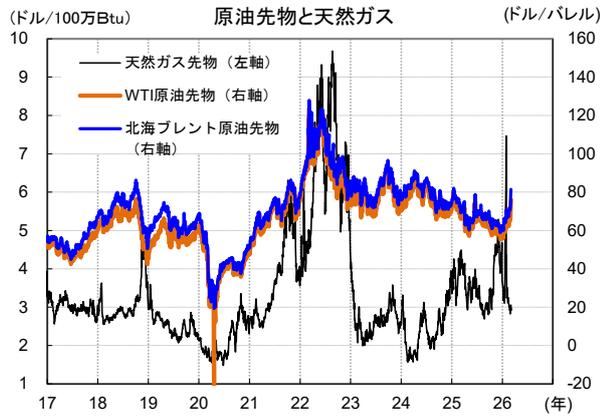
住宅: 住宅価格の前年比はマイナス圏ながらも持ち直し



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

## 5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済

### (1) 資源関連

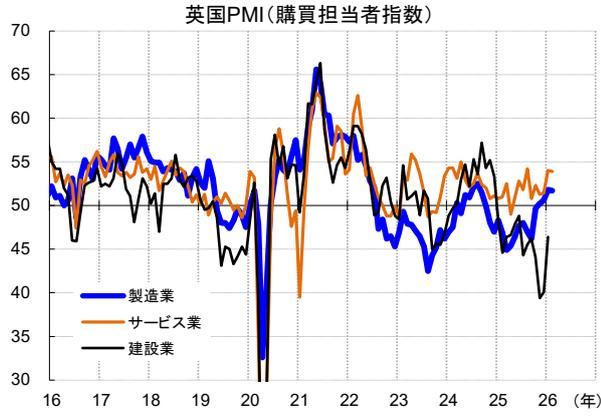


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

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%。)

**【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) 英国経済



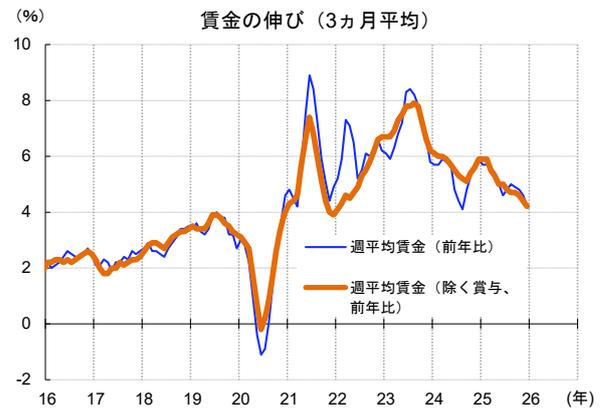
出所: Bloomberg より TDAM 作成



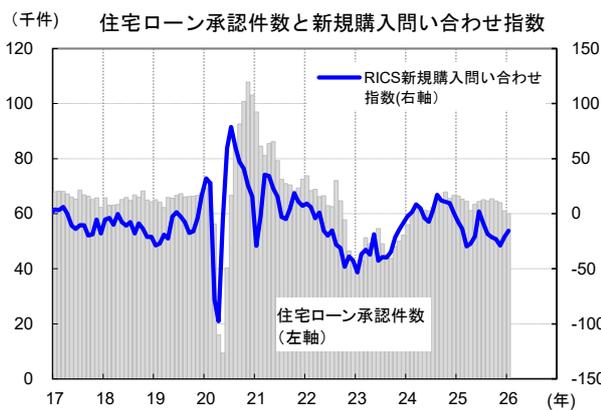
出所: Bloomberg より TDAM 作成



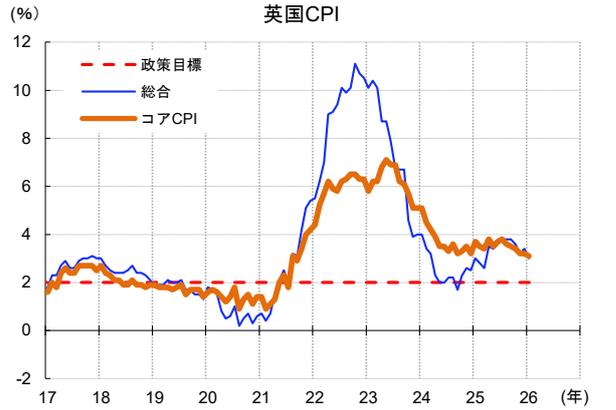
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



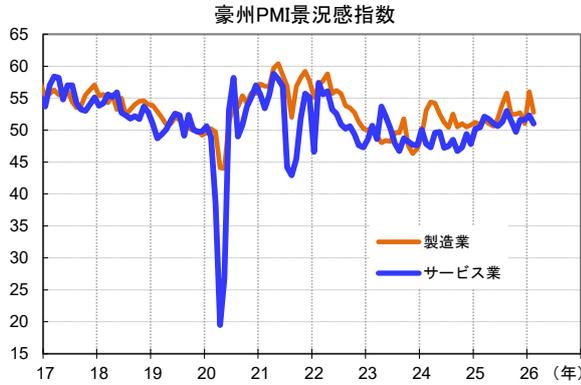
出所: Bloomberg より TDAM 作成



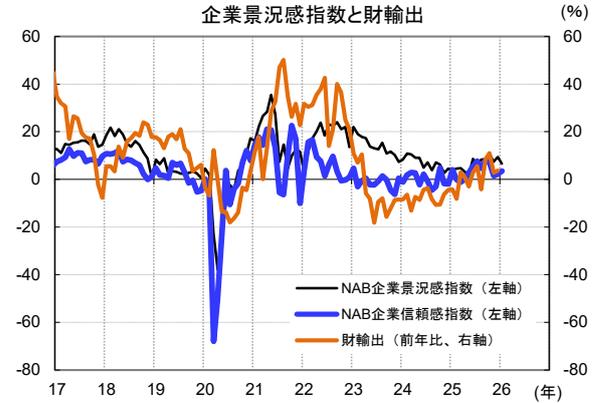
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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



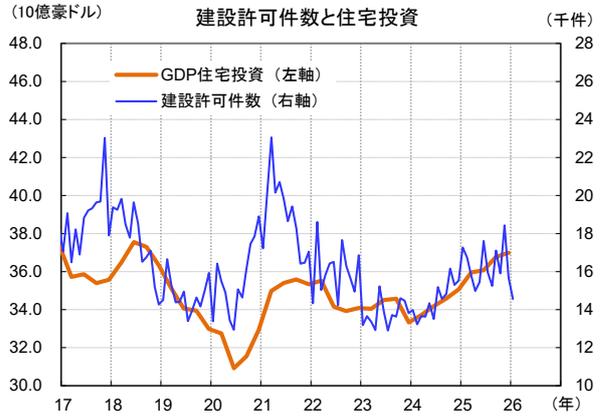
出所: Bloomberg より TDAM 作成



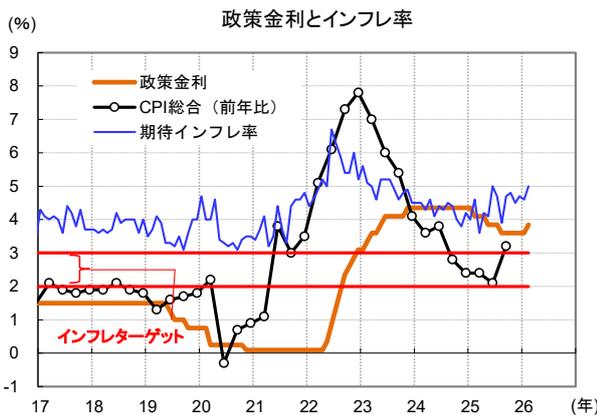
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



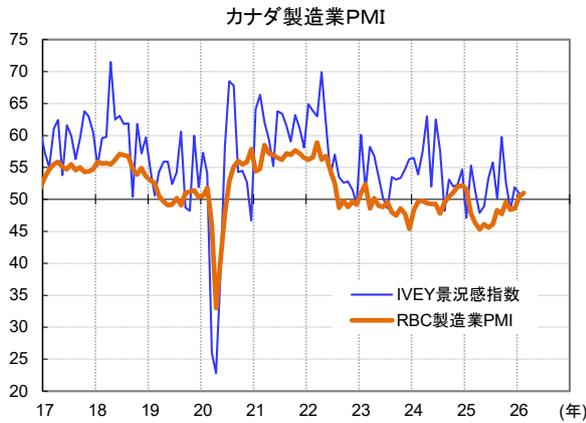
出所: Bloomberg より TDAM 作成



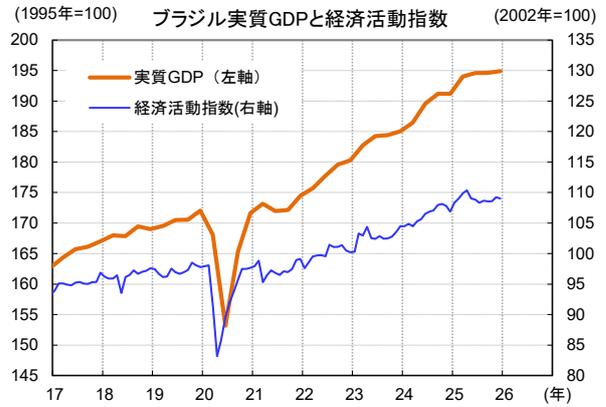
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

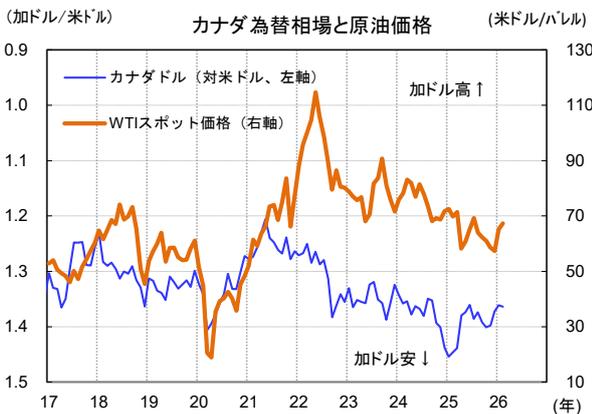
#### (4) カナダ・ブラジル経済



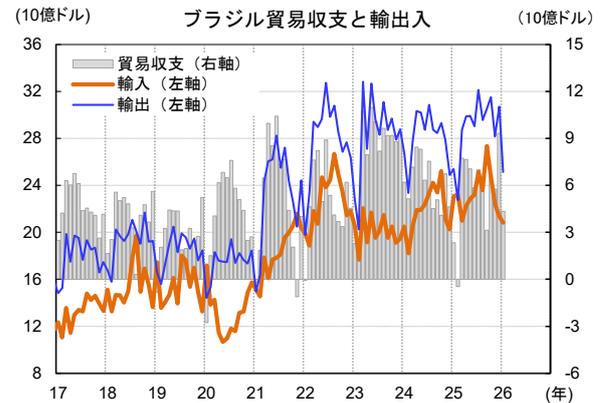
出所: Bloomberg より TDAM 作成



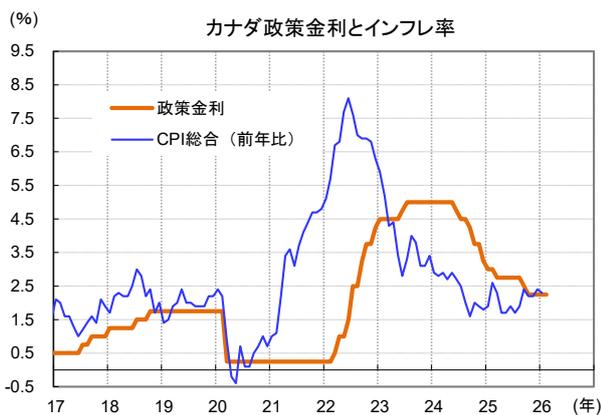
出所: Bloomberg より TDAM 作成



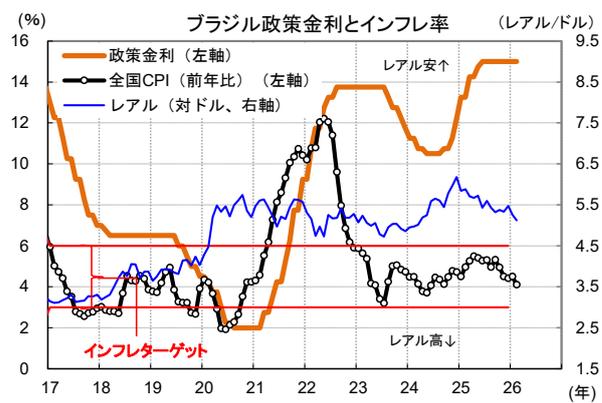
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



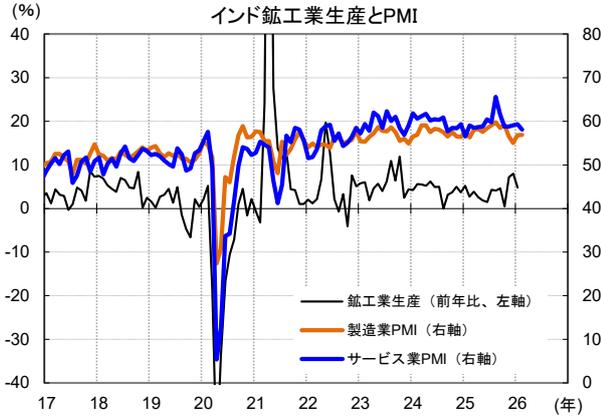
出所: Bloomberg より TDAM 作成



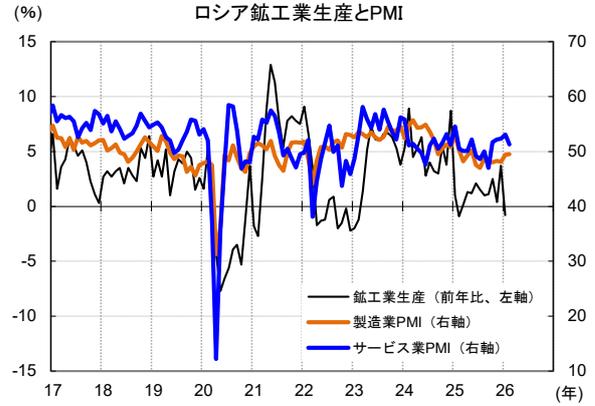
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

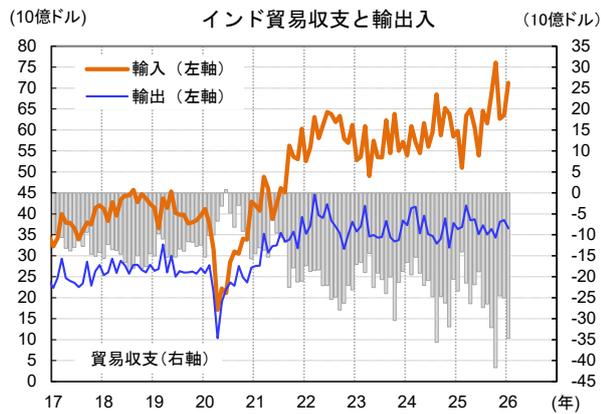
(5) インド経済・ロシア経済



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



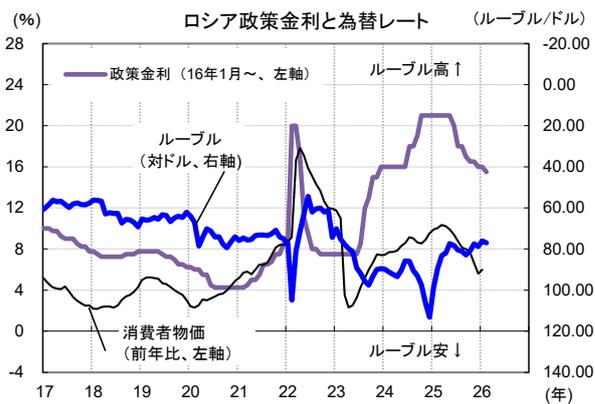
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

地政学リスクによって乱高下する可能性はあるが、日銀は利上げにやや前向きになった模様であるほか、新しい「金利観」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1月23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「0.75%程度」で維持した。決定は賛成8、反対1であり、高田委員は「1.0%程度」での推移を促す議案を提出したものの、反対多数で否決された。

記者会見では、記者から次回の利上げのタイミングについて問われたが、総裁は今後の経済・物価情勢次第であり、企業・家計行動への影響を丁寧に点検する姿勢を強調した。また、ヘッドラインの物価が鈍化する局面でも「基調インフレにより重きをおいて政策決定をする」方針を明確にし、物価2%達成の確度は高まっているとの認識を示した。今回(1月)の決定自体は政策金利の維持であったが、長期金利は引き続き高水準を維持している。日銀の物価に対してのタカ派的な見方からも、前回利上げ(12月)から時間を開けずに利上げに動く可能性も相応に高まっているだろう。当社では4月に利上げするとみている。

先物市場では年内に2回以上の利上げが予想されている。当社でも、4月の利上げのあとに9月頃にも利上げするとみている。

もっとも、足許は地政学リスクが高まっており、不透明感も高まっている。ただ、原油価格高騰はインフレを加速しうる。一般論としては、インフレの高まりは利上げで対応することが望ましい方法だろう。補助金や消費税減税でもってインフレを食い止めようとしても、これらは財政リスクの高まりにつながる。日銀が利上げを適切に行っていくことが、市場や物価の安定に寄与するとみている。

##### ○ 長期金利

地政学リスクの高まりを受けて安全資産として債券が選好され、金利が低下する可能性もあるが、当社の見方としては日銀のさらなる利上げ観測も意識され、また、財政面での拡張も警戒されつつ、新しい金利観が市場に定着するなかで、長期金利は緩やかな上昇基調を描くと予想する。

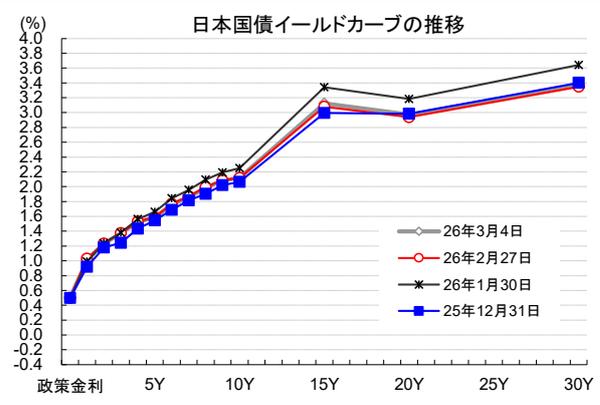
特に4月は、春闘において各社の賃上げの動きがしっかりとしたものであることを確認しつつ、また、幅広い商品の値上げも確認しながら、日銀による利上げがなされるだろう。

国内金利は 2.1% 近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

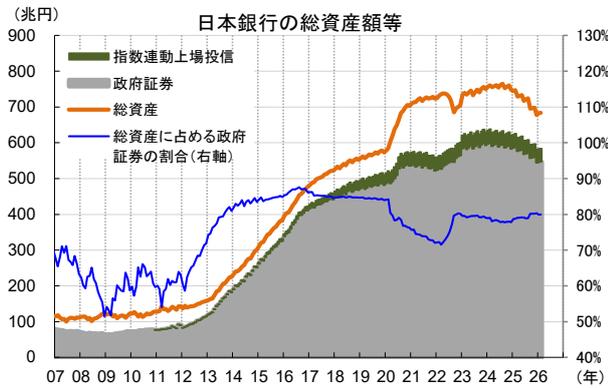
足許のイールドカーブは 1 月末と比べて超長期ゾーンがやや低下



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傾向



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。

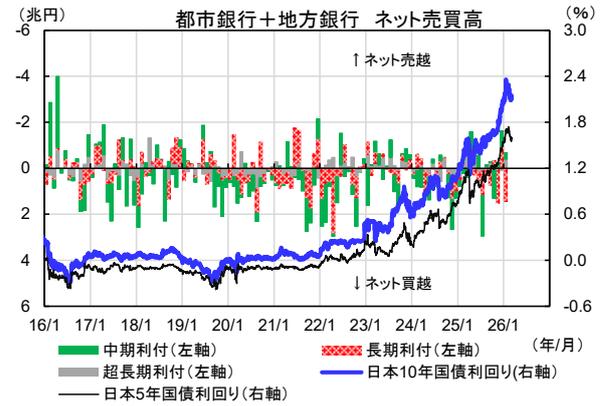
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

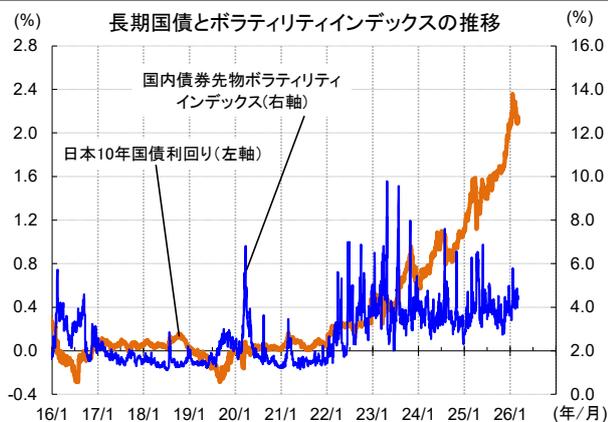
1 月は銀行が長期債を買い越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

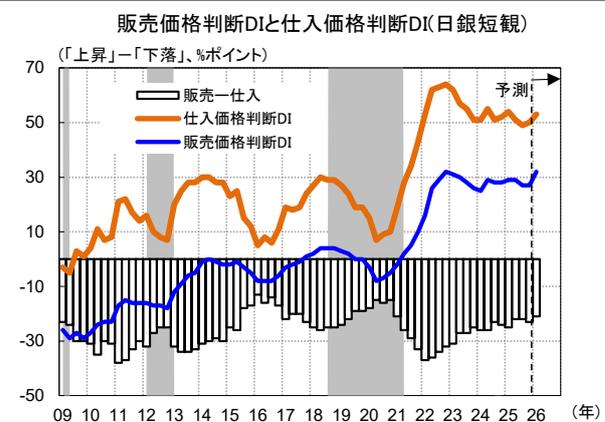
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスの上振れに今後も注意



出所: Bloomberg より TDAM 作成

仕入価格 DI の伸びが販売価格 DI の伸びを上回る状況



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

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

## 1-2. 米国債券

米国経済については、景気の底堅さが意識されつつも政策金利低下観測もあり、横ばいで推移すると見込む

### ○ 金融政策について

1月28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、政策金利の据え置きを決定した(FFレート誘導目標レンジ:3.50~3.75%)。採決は賛成10、反対2。反対票は、ウォラー氏とミラン氏が「25bpの利下げ」を主張したことによる。

声明文は、前回会合から下振れ警戒のトーンを引き下げ、景気認識を上方修正した印象を受けた。景気は「緩やかなペースで拡大」から「堅調なペースで拡大」へと表現が強まったほか、労働市場も「安定化の兆し」としており、従前の失業率上昇を示唆するニュアンスが後退している。一方、物価については「インフレはやや高い水準が続いている」との記載を維持しており、景気を上方に見ながらもインフレ面はなお警戒を残すバランスとなっている。また、「雇用に対する下振れリスクが高まった」との文言が削除されており、リスク認識としても雇用下振れ一点張りから離れた形である。

市場は、事前に身構えていたほどのサプライズはなく、マーケットの反応は限定的だったと言えよう。もっとも、声明文が景気を上方修正しつつ、会見では金融環境を「中立からやや引き締めの」と述べたことで、FRBは引き続き様子見を挟みながら、慎重に利下げを継続するというシナリオが維持されたと評価する。

当社では、2026年は1~2回程度(1回25bpと予想)の利下げを見込むものの、地政学リスクの高まり次第では原油価格が上昇し、インフレ再加速の可能性もあることから、もっと利下げの回数が減少する可能性もあるとみている。

### ○ 長期金利

1月の会合後は、政策金利の据え置きと内容が概ね想定線であったことから、金利の反応は限定的だった。ただその後、金利は小幅ながらやや低下気味で推移した。もっともこれは、当社の見通しの4%~4.5%というレンジからわずかに下振れた程度であった。経済指標は比較的堅調であったが、先物のポジション動向の影響があった可能性もある。地政学リスクの高まりを受けてインフレ再燃リスクも意識されるなか、低下の動きは減退した。比較的良好な経済指標が支えとなりつつ、一方で、安全資産として米国債を選好する動きもみられるだろう。よって、この先も横ばい推移するとみている。

## 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

2月5日にECB(欧州中央銀行)は定例理事会を開催し、市場コンセンサス通り、政策金利(中銀預金金利は2%)の据え置きを決定した。

ラガルド氏が、ECB理事会後の記者会見で、ユーロの為替レートについても協議したと明らかにした点は意義深い。ユーロ高により、現在の見通し以上にインフレを押し下げる可能性を指摘した。もっとも、ユーロのドルに対する現在のレンジが、これまでの平均的な水準にほぼ一致するとも言及していた。

2月のECBより前に、オーストリア中銀のコッハー総裁も、ユーロが一段と上昇してECBのインフレ見通しに影響する場合には、再利下げを検討する可能性があるとの見方を示していた。これも、あくまでもユーロが一段と上昇した場合を前提としており、為替の変動がなければ利下げの可能性はしばらく低いだろう。

足許では、地政学リスクの高まりが意識される。これにより、インフレ再燃を引き起こす可能性と、实体经济を冷え込ませる可能性が意識される。ECBは、基本的にはしばらくはこうした状況を見極めつつ、政策金利の据え置きスタンスを維持するとみている。

### ○ 長期金利

ドイツの長期金利については、足許にかけて下振れつつあった。ユーロ圏経済の持ち直しが緩やかであることや、米国金利に連れた面があるだろう。もっとも、足許は地政学リスクの高まりを受けて、エネルギー価格を中心としたインフレ再燃が意識されて、金利が反発する場面も見られている。インフレ再燃という金利上昇圧力と、景気の下押し圧力という金利低下圧力が混在して、横ばい推移するとみている。

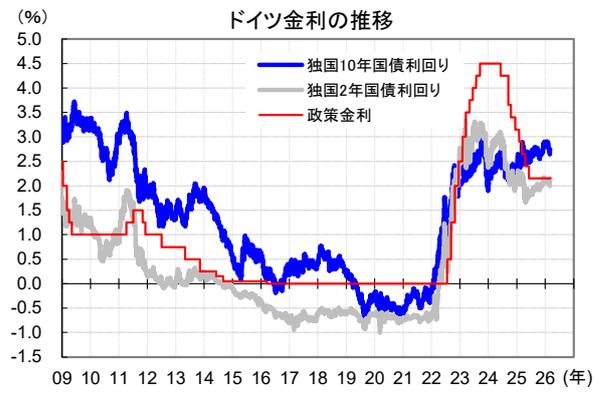
**【ご留意事項】**本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を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



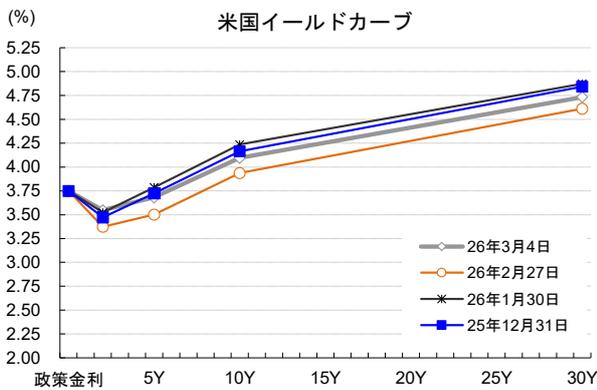
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 10 年金利は 2.8%近傍で推移



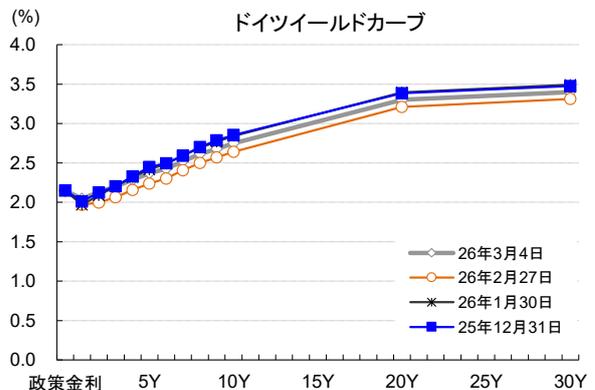
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 1 月末と比べて若干下振れ



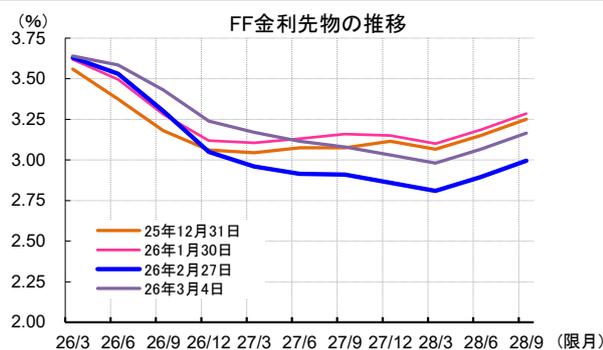
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 1 月末と比べてほぼ同水準



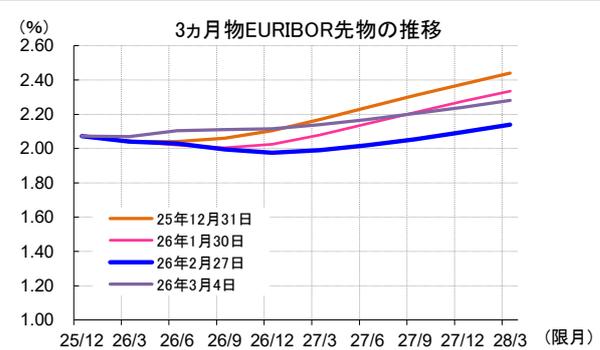
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 1 月末と比べて期先部分を中心にやや下振れ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

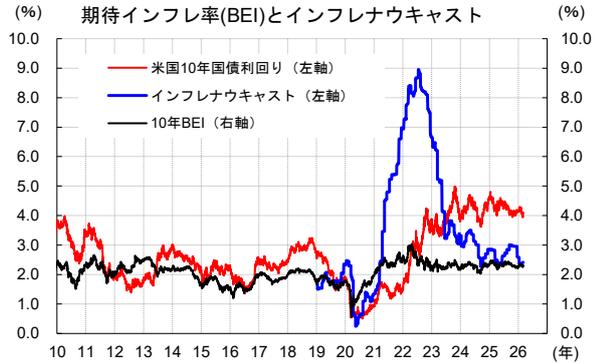
(ユーロ圏) 市場では 1 月末と比べて年内の利上げ確率が若干上昇



注: EURIBOR は欧州銀行間貸出金利でユーロ圏の短期指標金利。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

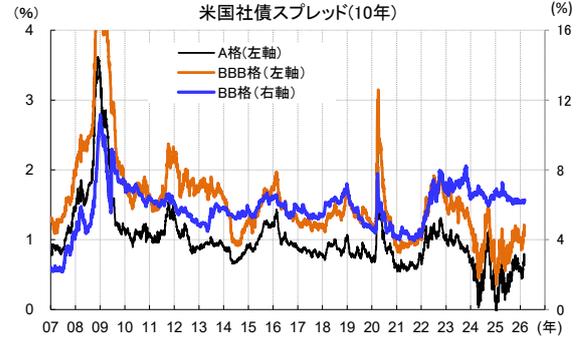
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国) インフレナウキャストは前月から上昇



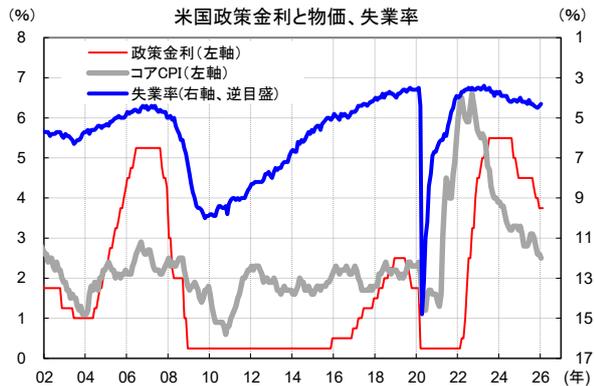
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クリーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BBB 格は 1 カ月前と比べてワイド化



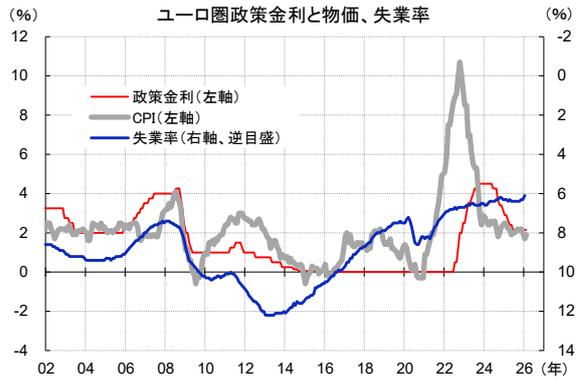
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 既往の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



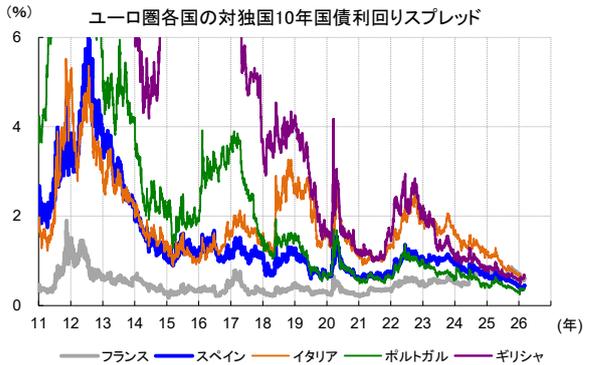
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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) 全般的に低位で安定気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

## 2. 株式

### 2-1. 国内株式

地政学リスクの高まりを受けて、足許は乱高下する可能性。ひとまずは広いレンジ相場を予想

#### 〔需給動向〕

裁定買い残から売り残を引いたものについて、株価をもとに実質化してみると、非常に高水準にあった。こうしたことが、直近の株価調整に影響していた可能性がある。

#### 〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.81倍、PERは12ヵ月先予想ベースで17.2倍程度(過去5年平均:14.1倍、過去10年平均:14.1倍)、配当利回りと10年国債利回り差は0.20%程度である(数値は2月27日現在)。

#### 〔業績動向〕

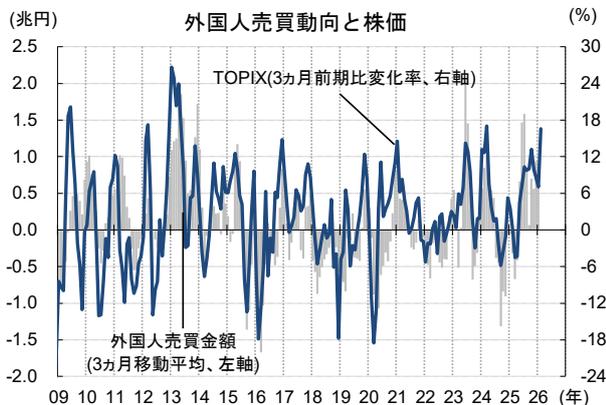
原油価格の動向次第では、比較的多くの業種で来期の業績が下振れる可能性に注意。ただし、鉱業や石油石炭、卸売り、海運のほか値上げがしやすいと思われる食料品などの業績は、底堅い可能性もあるとみている。

#### 〔株価見通し〕

米国とイスラエルによるイランへの攻撃が行われる前までは、日本株は比較的堅調に推移していた。「日経平均6万円へ」というような声もよく聞かれた。しかし、イランへの攻撃を受けて原油価格が上昇すると、不透明感の高まりから、株価は調整気味となった。特に、割高感が強かったこともあり、株価については慎重な見方が広がっている。地政学リスクという不透明感の高まりから、株価は乱高下しやすいだろう。特に、原油価格上昇は、日本経済に悪影響を及ぼす可能性が高い。この場合は、実体経済の底堅さを背景に、日本株を買うというシナリオが機能しにくくなるだろう。よって、上値余地は限定的であるとみている。

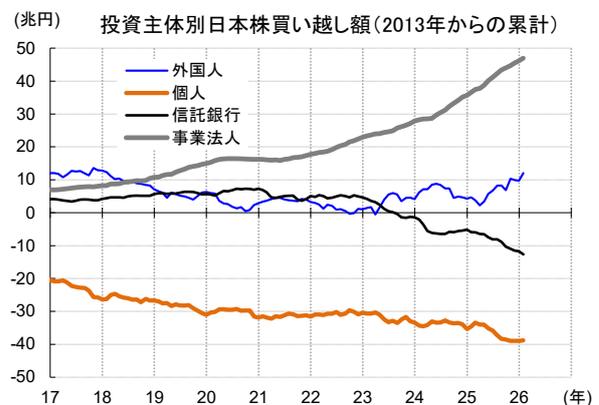
なお、セクターについては、不動産株について慎重に見ている。今回の衆議院選挙では、前回に引き続き移民に対して慎重な見方がうかがえた。こうしたなかで、外国人の投機的な取引によって不動産価格が高騰しているという意見も聞かれる。今後、外国人の不動産売買については、規制される可能性は相応にあらう。また、価格が高すぎて都内のマンションを買えないという消費者の声も聞かれる。需要の先細りから、マンション価格が調整する余地はあるだろう。また、オフィス物件についても、供給が今後増えるとの見方もある。需給の緩みからオフィス物件も下落する可能性があり、不動産株価は下落する可能性もあることに注意したい。さらに、地政学リスクの高まりを受けて消費マインドが悪化すれば、マンション購入は手控えられて、不動産在庫が超過となる可能性に注意したい。

1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

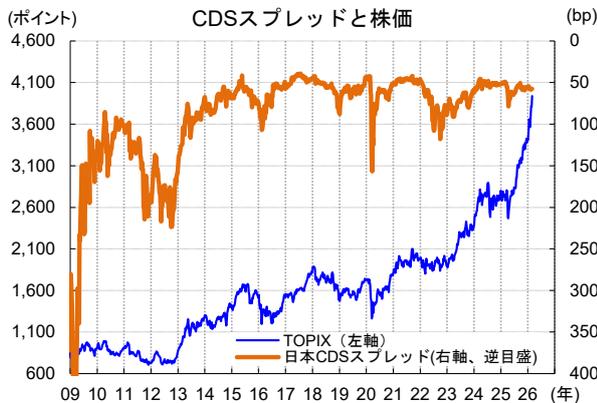
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)はやや拡大気味



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

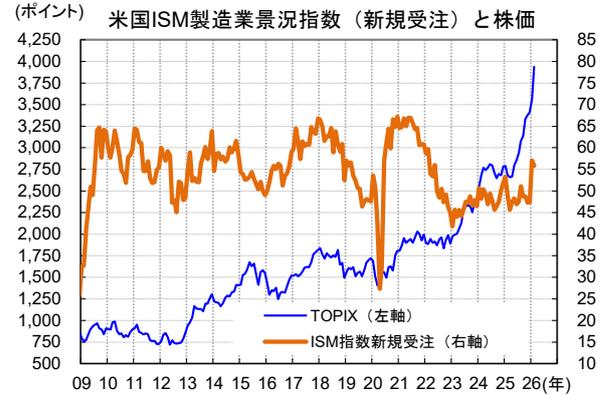
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



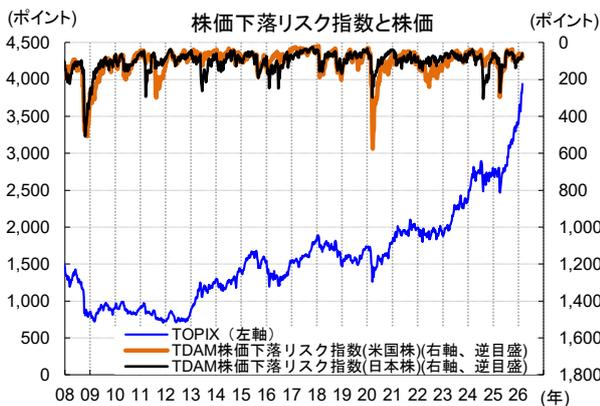
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数の新規受注が堅調ななか、株価も上昇



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

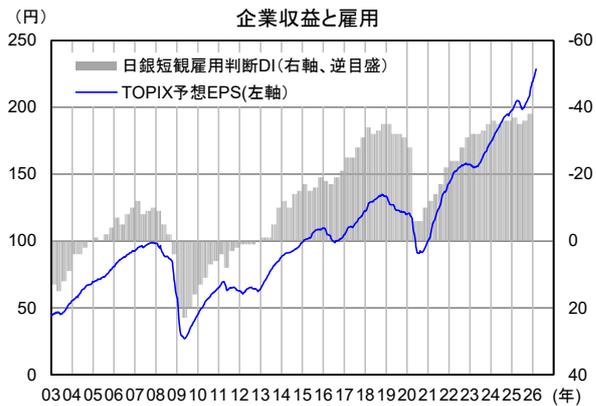
特に日本の株価下落リスク指数は足許で低下気味



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

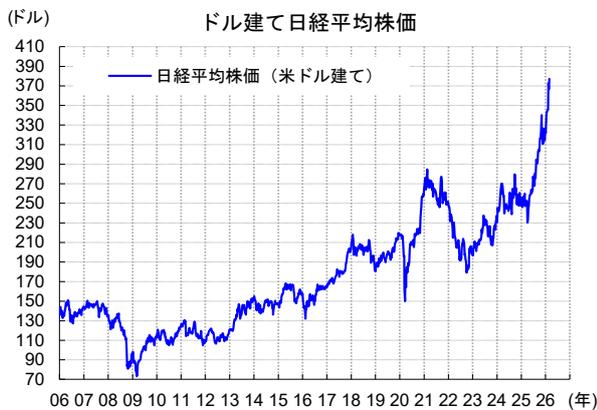
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通しは改善基調のなか、雇用判断 DI は人手不足な状況を示唆



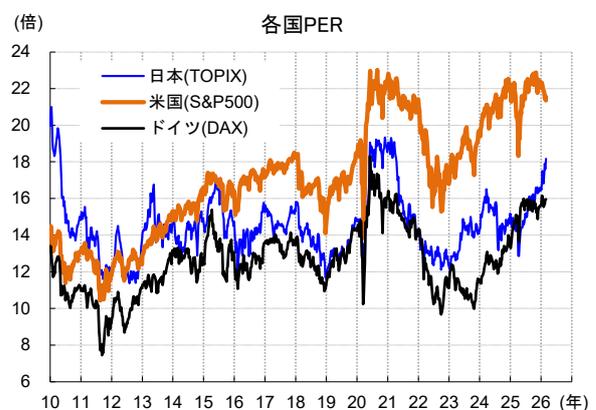
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は前々月末から上昇



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

日本株のバリュエーションは過去 5 年平均を上回る水準



注: 各国 PER は、12 カ月先予想ベース。

出所: (株)JPX 総研、ドイツ証券取引所、スタンダード・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。

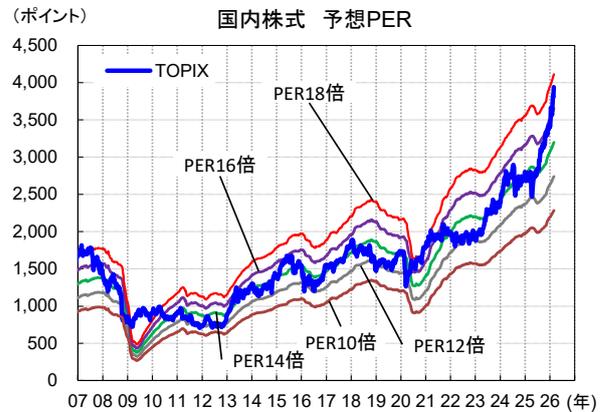
2 月末では卸売業の見通しが改善

東証33業種12ヵ月先売上高予想(1カ月前比)

上位			下位		
順位	業種	変化率	順位	業種	変化率
1	卸売業	8.6%	1	石油・石炭製品	-2.2%
2	精密機器	5.4%	2	証券・商品先物取引	-2.1%
3	鉱業	5.1%	3	サービス業	-0.9%
4	繊維製品	3.9%	4	化学	-0.6%
5	鉄鋼	3.6%	5	ゴム製品	0.0%
6	銀行業	2.9%	6	ガラス・土石製品	0.0%
7	医薬品	2.8%	7	金属製品	0.0%

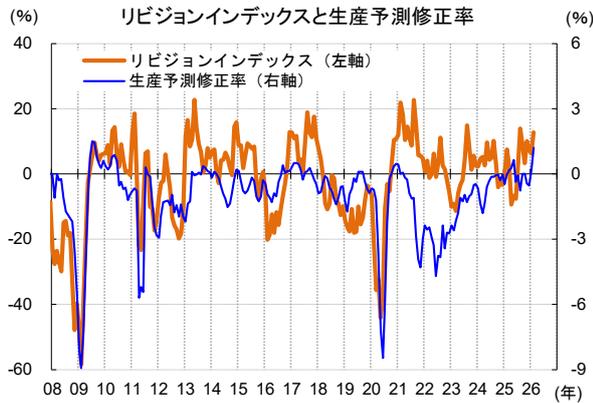
注: 12ヵ月先予想ベース(2026年2月末現在)。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

予想 PER(12ヵ月先)は足許 17.2 倍程度



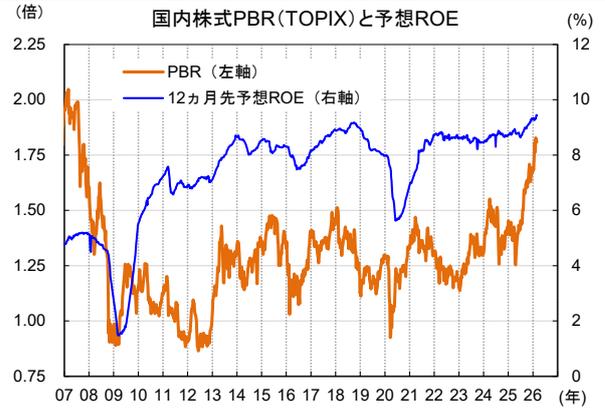
注: 12ヵ月先予想ベース。  
出所: FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはプラス圏



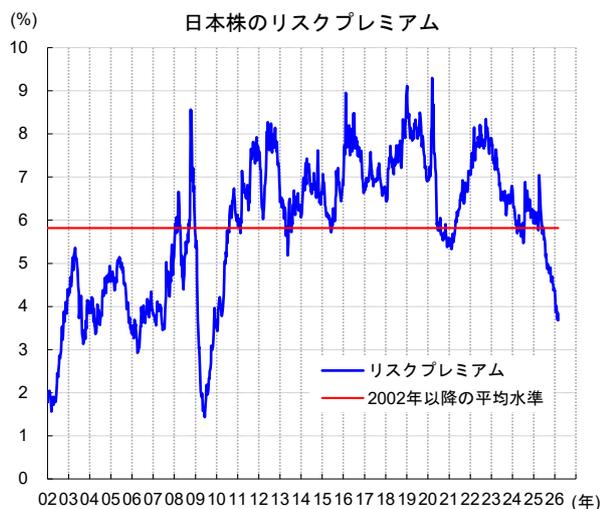
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBRは 1.81 倍、予想 ROE は 9.44%



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

リスクプレミアムは 4%近傍



出所: 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 2,446 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%
		(126.3)	(147.3)	(168.4)	(189.4)	(210.4)	(231.5)
リスク プレ ミア ム	4%	0.98	1.14	1.31	1.47	1.63	1.80
	5%	0.84	0.98	1.12	1.26	1.40	1.54
	6%	0.74	0.86	0.99	1.11	1.23	1.35
	7%	0.66	0.77	0.88	0.99	1.10	1.21
	8%	0.59	0.69	0.79	0.89	0.99	1.09
		0.54	0.63	0.72	0.81	0.90	0.99

【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%
		(126.3)	(147.3)	(168.4)	(189.4)	(210.4)	(231.5)
リス ク プ レ ミア ム	4%	2,063	2,407	2,751	3,095	3,439	3,782
	5%	1,773	2,069	2,364	2,660	2,956	3,251
	6%	1,555	1,814	2,073	2,332	2,592	2,851
	7%	1,384	1,615	1,846	2,077	2,307	2,538
	8%	1,248	1,456	1,664	1,872	2,079	2,287
		1,135	1,325	1,514	1,703	1,892	2,082

注: 括弧は、BPS2,104 ポイントの場合の EPS 水準  
出所: Bloomberg、TDAM 予想

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

## 2-2. 外国株式

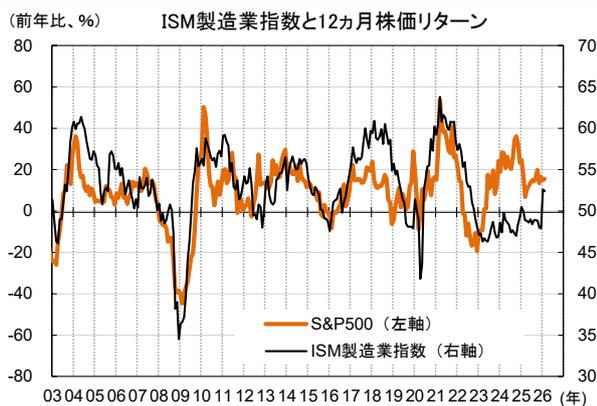
米国経済の底堅さを背景に、企業業績も比較的堅調を維持するなか、株価も緩やかに上昇すると予想。ただし、原油価格次第で、利下げの織り込みが剥落する可能性に注意

### [米国株式]

S&P500のバリュエーションは、12か月先予想EPSベースのPERでは21.6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:19.0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20%の増益と14%程度の増益が予想されている。

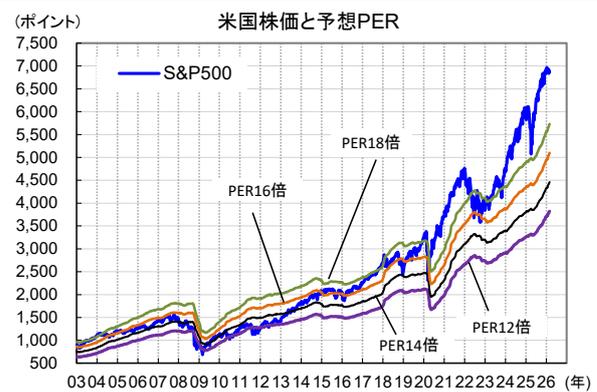
このところ公表されている米国の経済指標は、比較的堅調なものが目立つ。2月のISM製造業指数は、52.4と2か月連続で明確に50を越した。米国経済はしっかりとしていると言えよう。ただし、米国やイスラエルによるイラン攻撃を前に調査が行われた2月のISM製造業指数の支払価格は70.5と2022年以来の高水準となったほか、1月のPPIでは除く食品エネルギーの前月比が0.8%上昇となるなど、インフレ再加速の様相を呈している。中東の地政学リスクの高まりは原油価格高騰を招き、更なるインフレ再加速を想起させる。FRBの利下げを難しくさせる点には、注意を要する。グロースセクターには、重しとなるかもしれない。一方で、米国はシェールオイルという強みを持っている。エネルギー安全保障面では、日欧とは異なる位置に在ると言ってもよいだろう。中東の地政学リスク動向次第で株価は軟調に推移する可能性はあるが、仮に戦闘が長引いても、日欧と比べると幾分か選好されやすい株式市場になるのではないかとみている。

### ISM 製造業指数が上昇するなか、株価パフォーマンスは堅調



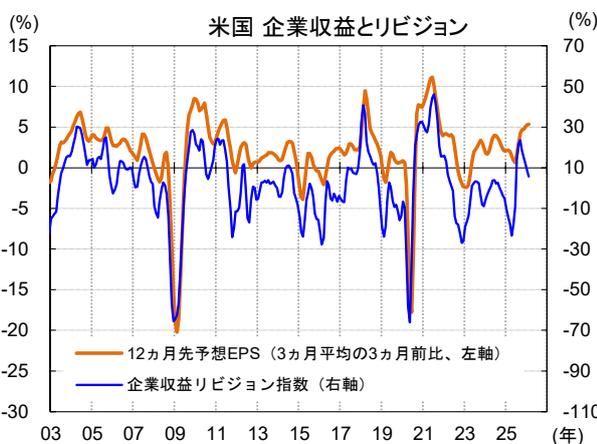
出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 米国株の予想 PER は足許 21.6 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気味



注:12 か月先予想 EPS は S&P500 のデータを使用。

出所: FACTSET より TDAM 作成

### 失業申請件数は歴史的には比較的低位な中で、株価が上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

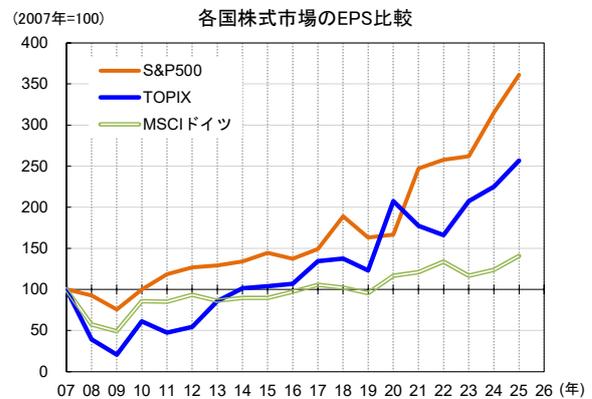
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目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

欧州主要国の株価は比較的堅調



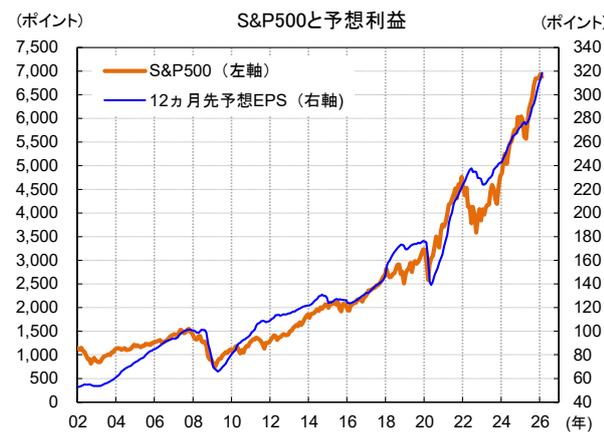
出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(25 年、26 年)は、米国: 20%、14%、  
日本: 8%、14%、ドイツ: 6%、13%



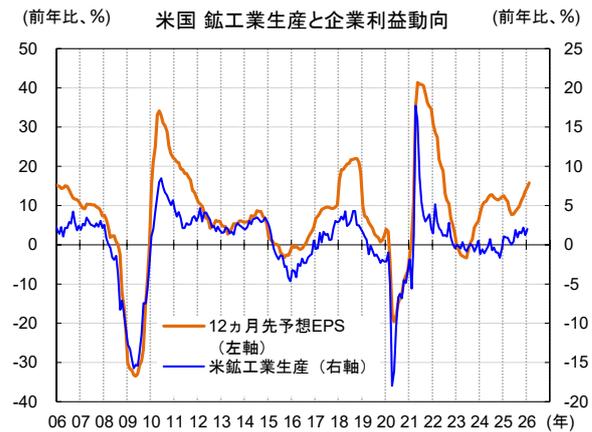
注: 24 年までは実績 EPS、25 年以降は予想 EPS  
出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12 カ月予想 EPS は高水準にありながらも増加基調



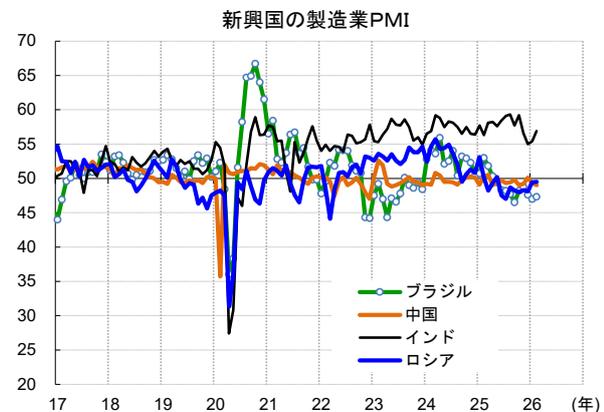
注: 12 カ月予想 EPS は、S&P500 のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

予想 EPS の前年比はプラス圏で推移



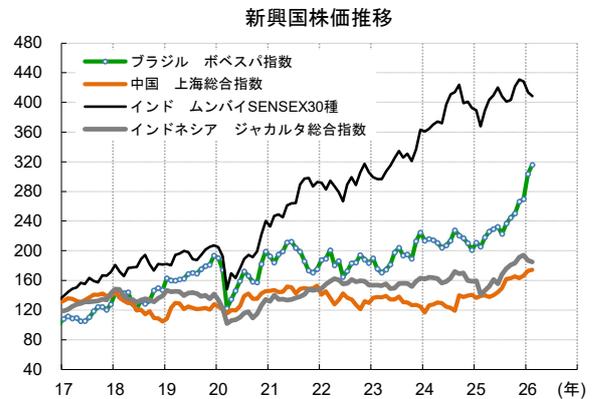
注: 12 カ月予想 EPS は、S&P500 のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドが高水準ながら上振れ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ブラジルの株価が上昇気味



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

原油価格動向次第では、貿易収支の悪化が懸念されて円安気味になる可能性が意識されつつも、為替介入への警戒もあり、ひとまずは横ばい圏で推移すると予想

日本銀行は、1月の金融政策決定会合では利上げをしなかったものの、その後公表された「主な意見」では、タカ派的な意見が多く掲載されていた。このことは、日銀が利上げに向かって積極化していることを示唆していると言えよう。そもそも、1月の会合では、高田委員が利上げを提案したこと自体驚きであった。同氏はタカ派ではあるが、これまで利上げを行った直後の会合で再利上げを提案したことはなかった。それだけ急いでいることを示していると言えよう。また、展望レポートに関しては、高田委員のみならず田村委員からも提案があった。それぞれ否決されたとはいえ、日銀内で利上げに向けた議論が活発化している証左と言えよう。4月の利上げの可能性は相応にあるだろう。

しかし、このような中にあっても、1月の金融政策決定会合後の記者会見後には、円安進行する場面がみられた。しかしすぐに、「レートチェック」の観測報道をきっかけに円高方向に大幅に切り返した。これについては2つの理由があったと推察される。まず、1点目は、植田総裁はハト派的な発言をするとの安直な発想のもと、植田総裁の発言をあまり確認せずに、投機的な動きとして円安進行することが散見されており、この動きがくじかれたことが大きかっただろう。また2点目は、レバレッジドファンドなど短期的な投機勢が既に円安にポジションを傾けていて、更なる円安進行余地がそもそも限られていた、あるいは何かをきっかけに益出し(円売りポジションの解消)を画策していた可能性も考えられる。これらの投機勢が「レートチェック」に反応し、急速にポジションを巻き戻し、大幅な円高につながったと推察される。

今後も、日本政府は断固とした姿勢で対処すると考えられ、介入への警戒感は根強く、上値は重いと言われられる。もっとも、中東の地政学リスクの高まりもあり、原油価格は上昇している。日本の貿易収支悪化が意識される。貿易収支悪化は円安を招くだろう。ただ、前述のとおり介入警戒感がそうした動きに歯止めをかけるとみて、ひとまずは横ばいを予想する。

#### 3-2. ユーロドル

ユーロ圏経済の持ち直しが緩やかであることはユーロの重しとなるほか、中東の地政学リスクの高まりは、エネルギー安全保障面でドルに追い風になると見込む

ユーロ圏の2月の製造業PMIは、50.8と前月の49.5から改善した。ただし、12月のドイツの鉱工業生産は、前年比0.6%のマイナスとなるなど冴えない動きもみられる。経済の持ち直しは緩やかであると言ってよいだろう。他方、米国経済指標については、比較的堅調なものがみられる。こうした点からは、ドル高ユーロ安の展開を予想しやすい。中国経済が冴えないなかで、その悪影響が欧州経済に及ぶとなれば、さらにユーロには逆風となりかねない。加えて足許では、地政学リスクの高まりが世界的にエネルギー価格を押し上げている。米国は、シェールオイルやシェールガスの恩恵を受けやすいだろう。こうした点もドルに追い風となろう。また、有事のドル買いと言われるような動きも、一定程度は影響しよう。当面は、ドル高ユーロ安を見込む。

日米実質金利差は横ばいで推移したものの、ドル円は上昇



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

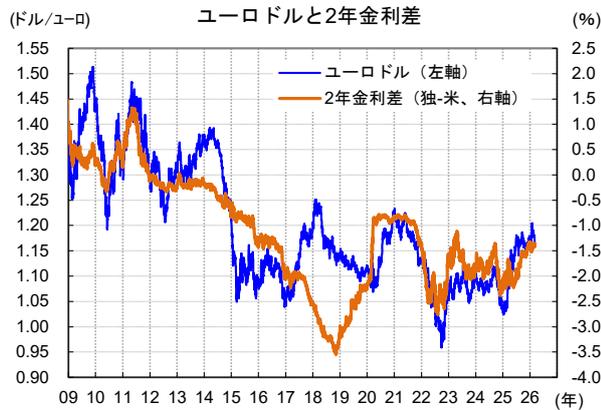
日独実質金利差が低下したものの、ユーロ円は横ばい



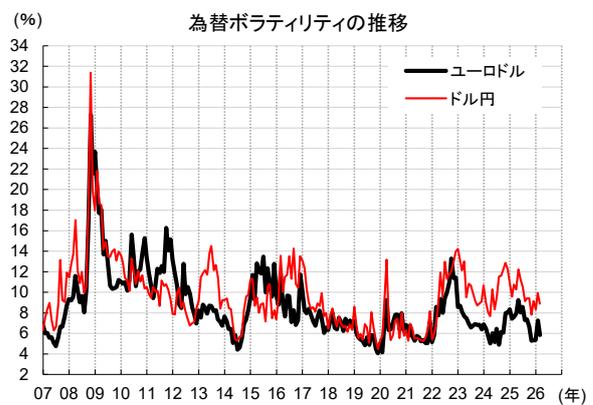
注: 実質金利は、5年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を5年国債利回りから差し引いて計算  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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



ドル円のボラティリティは1カ月前と比べて低下気味



金属価格指数は足許で騰勢を強めている状況



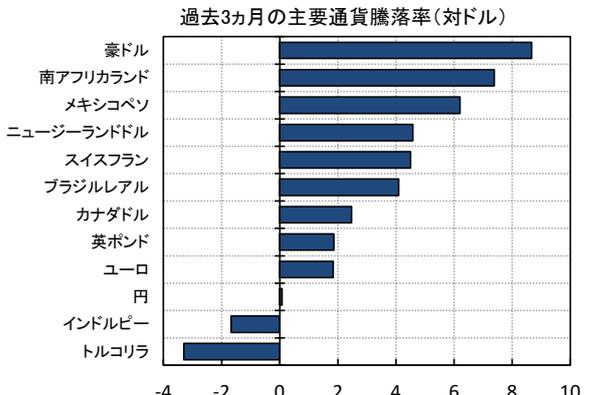
円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に43%程度



トルコリラ安気味



豪ドルが堅調



【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	2026年1~3月期		2026年4~6月期		2026年7~9月期		2026年10~12月期	
			2026年 2月5日	2026年 3月5日								
日本	政策金利	%	0.75	0.75	0.75 ~ 0.75	0.75 ~ 1.00	1.00 ~ 1.25	1.00 ~ 1.25	1.00 ~ 1.25	1.00 ~ 1.25		
	10年国債利回り	%	2.24	2.16	2.00 ~ 2.50	2.00 ~ 2.60	2.10 ~ 2.70	2.30 ~ 2.80	2.30 ~ 2.80	2.30 ~ 2.80		
	TOPIX	ポイント	3,652	3,703	3,390 ~ 4,040	3,470 ~ 4,040	3,510 ~ 4,090	3,600 ~ 4,190	3,600 ~ 4,190	3,600 ~ 4,190		
	日経平均	円	53,818	55,278	50,100 ~ 60,400	52,000 ~ 60,400	52,700 ~ 61,200	54,000 ~ 62,700	54,000 ~ 62,700	54,000 ~ 62,700		
米国	FFレート	%	3.50~3.75	3.50~3.75	3.50 ~ 3.75	3.50 ~ 3.75	3.25 ~ 3.75	3.00 ~ 3.50	3.00 ~ 3.50	3.00 ~ 3.50		
	10年国債利回り	%	4.18	4.14	3.80 ~ 4.40	3.80 ~ 4.40	3.80 ~ 4.40	3.80 ~ 4.40	3.80 ~ 4.40	3.80 ~ 4.40		
	S&P500	ポイント	6,798	6,831	6,400 ~ 7,280	6,450 ~ 7,350	6,510 ~ 7,420	6,580 ~ 7,490	6,580 ~ 7,490	6,580 ~ 7,490		
	NY ダウ	ドル	48,909	47,955	46,040 ~ 51,660	45,780 ~ 52,180	46,240 ~ 52,700	46,700 ~ 53,230	46,700 ~ 53,230	46,700 ~ 53,230		
ユーロ圏	中銀預金金利	%	2.00	2.00	2.00 ~ 2.00	2.00 ~ 2.00	2.00 ~ 2.00	2.00 ~ 2.00	2.00 ~ 2.00	2.00 ~ 2.00		
	10年国債利回り	%	2.84	2.84	2.50 ~ 3.20	2.50 ~ 3.20	2.50 ~ 3.10	2.50 ~ 3.10	2.50 ~ 3.10	2.50 ~ 3.10		
	DAX	ポイント	24,491	23,816	22,510 ~ 25,900	22,510 ~ 25,900	22,620 ~ 26,030	22,850 ~ 26,290	22,850 ~ 26,290	22,850 ~ 26,290		
為替	ドル円	円/ドル	157.04	157.59	149 ~ 163	149 ~ 163	148 ~ 162	146 ~ 160	146 ~ 160	146 ~ 160		
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.178	1.161	1.11 ~ 1.22	1.10 ~ 1.21	1.09 ~ 1.20	1.08 ~ 1.19	1.08 ~ 1.19	1.08 ~ 1.19		
	ユーロ円	円/ユーロ	184.91	182.93	171 ~ 194	170 ~ 192	167 ~ 189	164 ~ 185	164 ~ 185	164 ~ 185		

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〕

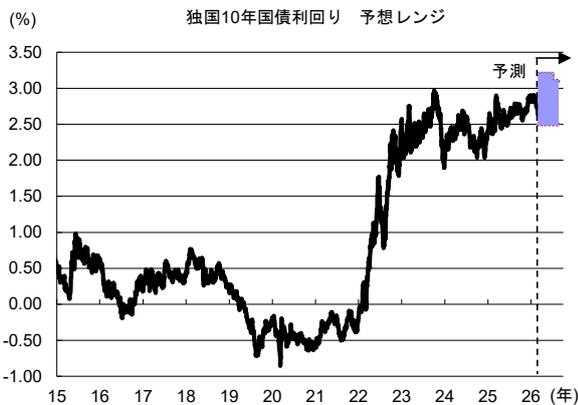


出所: Bloomberg より TDAM 作成

\*「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はありません。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、機械的ないかなる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>3/2</b> (米)2月ISM製造業景況指数	<b>3/3</b> (日)1月失業率 (ユーロ圏)2月CPI(速報値) (米)2月自動車販売台数	<b>3/4</b> (日)2月消費者態度指数 (中)2月製造業PMI (米)2月ISM非製造業景況指数	<b>3/5</b>	<b>3/6</b> (米)12月企業在庫 (米)1月小売売上高 (米)2月雇用統計
<b>3/9</b> (日)2月景気ウォッチャー調査 (中)2月CPI	<b>3/10</b> (日)1月家計調査 (日)10-12月期GDP(確報値) (中)2月貿易収支 (米)2月NFIB中小企業楽観指数 (米)2月中古住宅販売件数	<b>3/11</b> (米)2月CPI	<b>3/12</b> (米)1月貿易収支 (米)1月住宅着工・建設許可件数	<b>3/13</b> (米)10-12月期GDP(2次速報値) (米)10-12月期個人消費支出(2次速報値) (米)1月耐久財受注(速報値) (米)3月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
<b>3/16</b> (中)2月固定資産投資 (中)2月鉱工業生産 (中)2月小売売上高 (米)2月鉱工業生産 (米)3月NY連銀製造業景況指数 (米)3月NAHB住宅市場指数	<b>3/17</b> (米)2月景気先行指数 (米)2月中古住宅販売仮契約指数	<b>3/18</b> (日)2月貿易収支 (米)FOMC(結果発表)	<b>3/19</b> (日)1月機械受注 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (ユーロ圏)ECB定例理事会 (英)BOE金融政策委員会(結果発表) (米)1月新築住宅販売件数 (米)3月フィラデルフィア連銀景況指数	<b>3/20</b> 春分の日
<b>3/23</b> (米)1月建設支出	<b>3/24</b> (日)2月CPI (ユーロ圏)3月PMI(速報値) (米)3月製造業PMI(購買担当者景況指数、速報値)	<b>3/25</b> (独)3月IFO景況感指数	<b>3/26</b> (ユーロ圏)2月マネーサプライ	<b>3/27</b>
<b>3/30</b>	<b>3/31</b> (日)2月失業率 (中)3月製造業PMI (ユーロ圏)3月CPI(速報値) (米)1月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)3月消費者信頼感指数			

注: 3月5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は、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は、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

### (5) 国内新株予約権付社債

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

### (6) 投資信託

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

### (7) 先物・オプション取引

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

## 【お客様にご負担いただく費用等について】

### 投資信託に係る費用等について

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

### 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

- (1) 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬額は、下記①または①と②の組合せにより、お客様との協議に基づいて決定させていただきます。
  - ① 定率報酬型  
お客様の契約資産額に、一定の料率を乗じて算出します。料率は2.0%(年率、税抜き)を上限とし、契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により報酬額を決定させていただきます。
  - ② 成功報酬型  
成功報酬の割合については、予め取り決めたベンチマーク等を超過した収益部分の20%(年率、税抜き)を上限とし、お客様の契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により決定させていただきます。
- (2) 報酬額には消費税相当額が上乗せされます。
- (3) その他証券取引に伴う手数料、有価証券売買時に売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用等。(その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。)
- (4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。
- ※ 投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はお客様のご負担となります。
- ※ 上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または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。