

# 投資環境レポート

2026 年 5 月

本資料は 2026 年 5 月 11 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

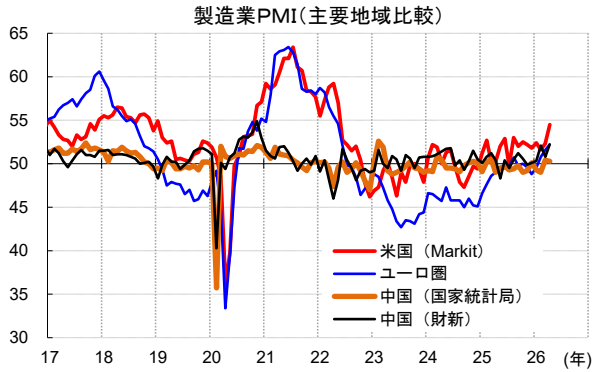
# 経済見通し

## 【世界経済実質成長率見通し】

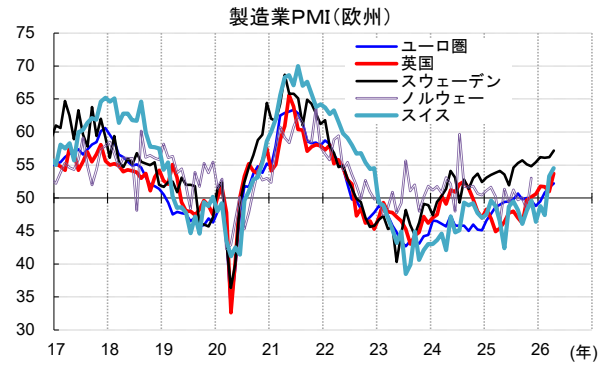
	IMF見通し			四半期実績		
	25年	26年	27年	25年 7-9月	25年 10-12月	26年 1-3月
<b>世界全体</b>	3.4	3.1	3.2			
<b>先進国</b>	1.9	1.8	1.7			
アメリカ	2.1	2.3	2.1	2.3	2.0	2.7
日本	1.2	0.7	0.6	0.7	0.4	
英国	1.3	0.8	1.3	1.3	1.0	
<b>ユーロ圏</b>	1.4	1.1	1.2	1.4	1.2	0.8
ドイツ	0.2	0.8	1.2	0.3	0.5	0.5
フランス	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2	1.1
イタリア	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	0.7
スペイン	2.8	2.1	1.8	2.7	2.6	2.7
カナダ	1.7	1.5	1.9	1.6	0.7	
<b>新興国</b>	4.4	3.9	4.2			
ブラジル	2.3	1.9	2.0	1.8	1.8	
ロシア	1.0	1.1	1.1	0.8	1.0	
インド	7.6	6.5	6.5	8.4	7.8	3.9
中国	5.0	4.4	4.0	4.8	4.5	5.0
ASEAN5	4.5	4.1	4.4	4.8	5.2	

注: (1) IMF 見通しは、2026 年 4 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

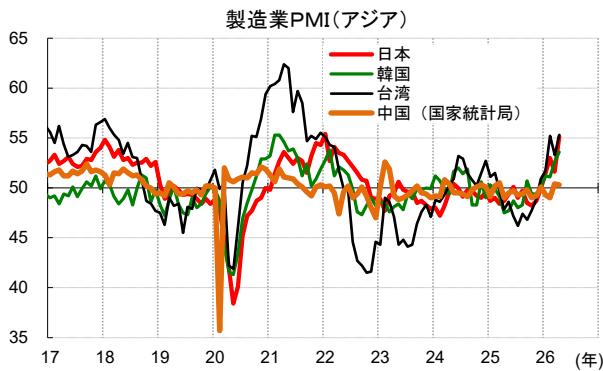
## 【世界製造業景況感の推移】



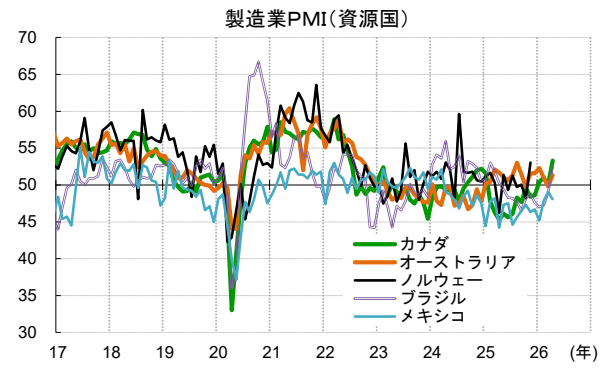
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



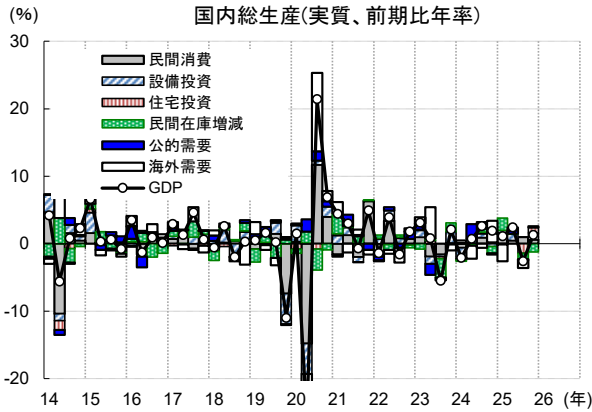
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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ください、お客様ご自身でご判断ください。

## 1. 日本経済

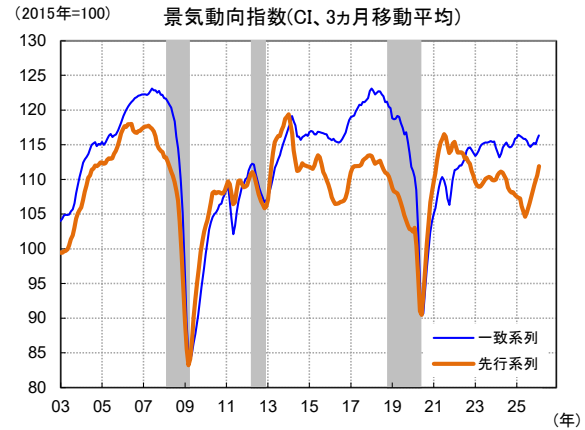
原油価格次第では下振れる可能性はあるものの、設備投資は底堅く推移する見込み

### 10-12 月期の GDP は前期比年率 1.3%増



出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

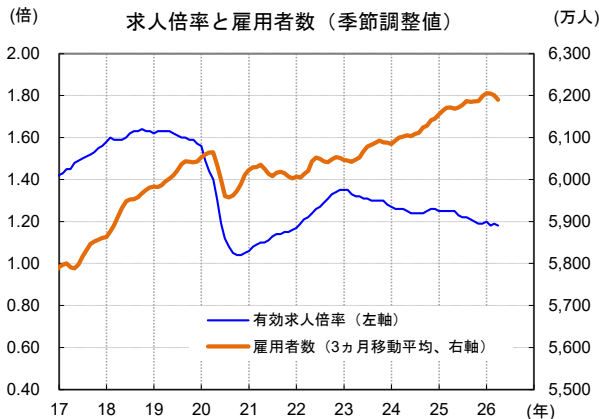
### 景気先行指数は反発



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

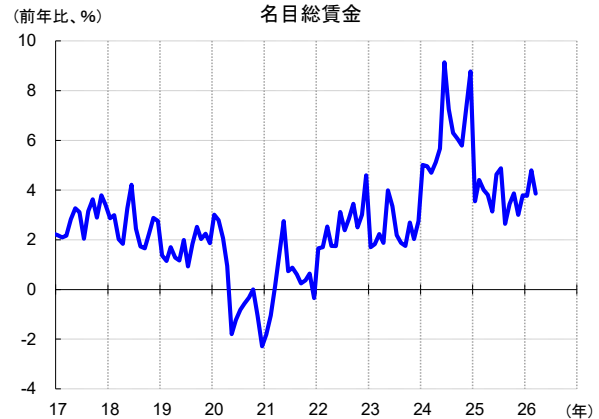
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

### 雇用者数は停滞



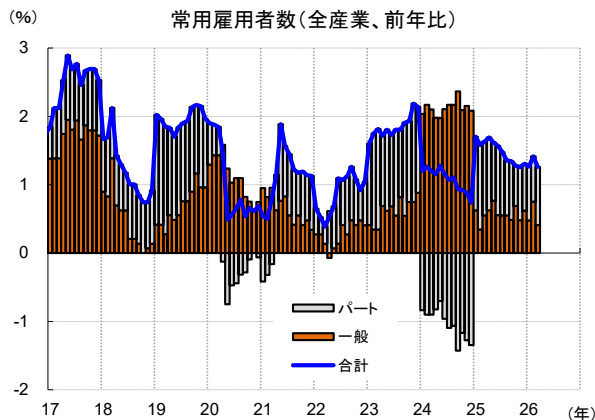
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

### 名目総賃金は前年比プラス圏



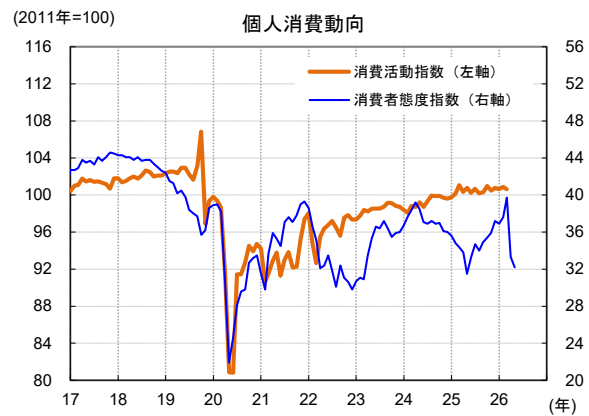
出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

### 常用雇用者数全体は前年比プラス圏



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

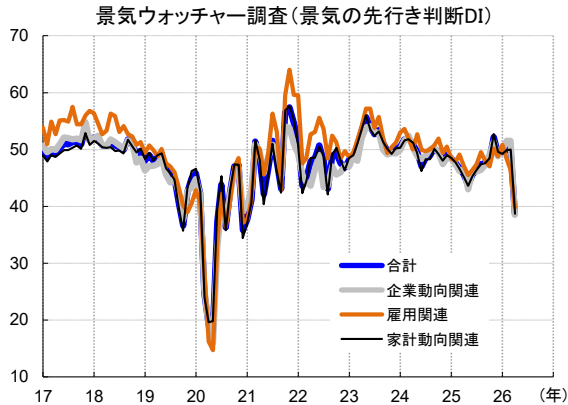
### イラン戦争後に消費者態度指数は急落



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

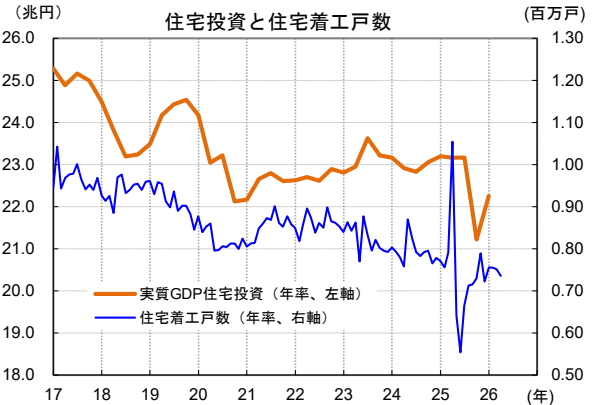
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目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

街角景気見通しは、全項目で悪化



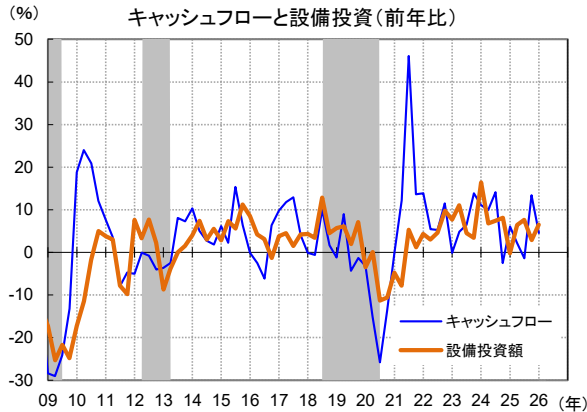
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

3月の住宅着工戸数はおよそ736千戸



出所: 内閣府、国土交通省、Bloomberg より TDAM 作成

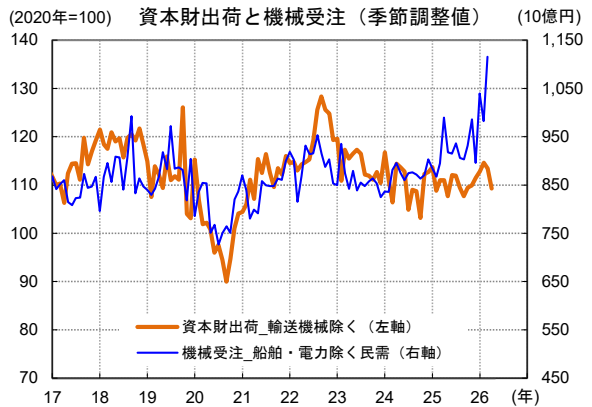
設備投資額(前年比)はプラス圏



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。

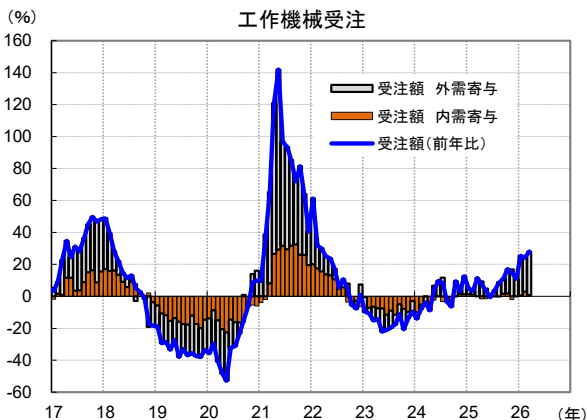
出所: 財務省、内閣府、FACTSET より TDAM 作成

船舶・電力除く民需は大幅に増加



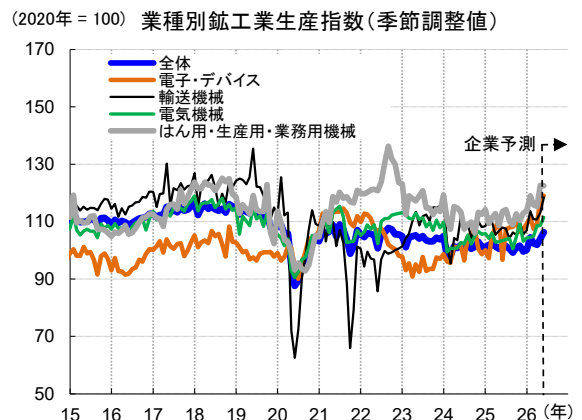
出所: 内閣府、経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

工作機械受注(前年比)はプラス 28%



出所: 日本工作機械工業会、Bloomberg より TDAM 作成

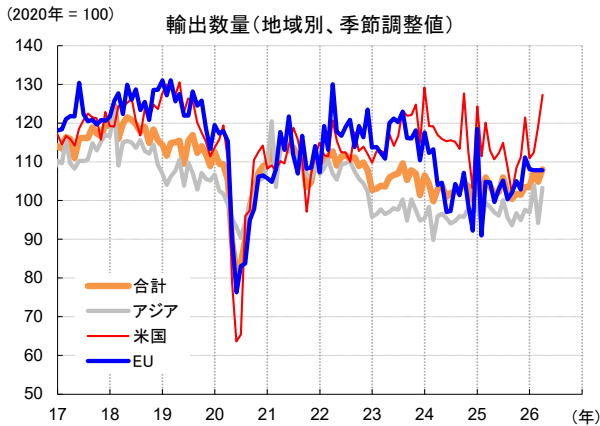
生産は改善基調が続く



出所: 経済産業省、Bloomberg より TDAM 作成

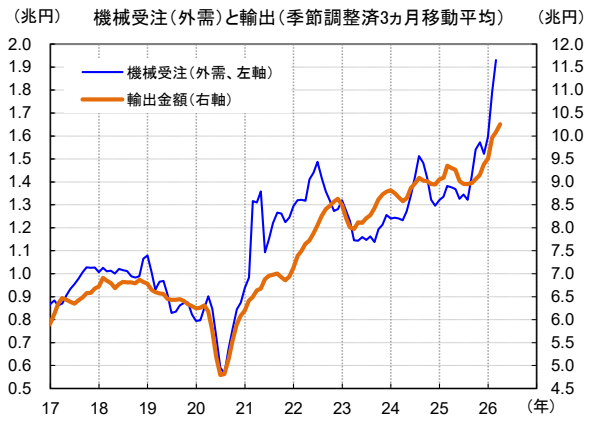
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

米国向けの輸出は前月から増加



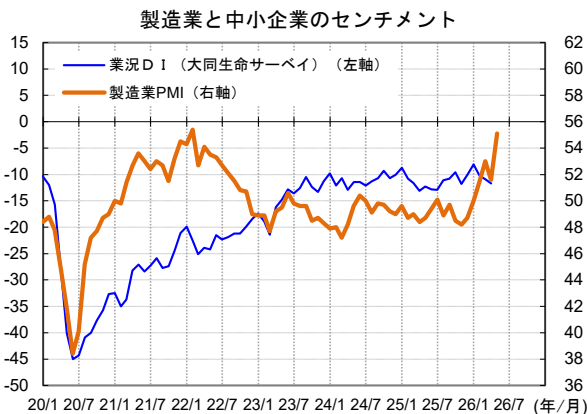
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

輸出金額は高水準



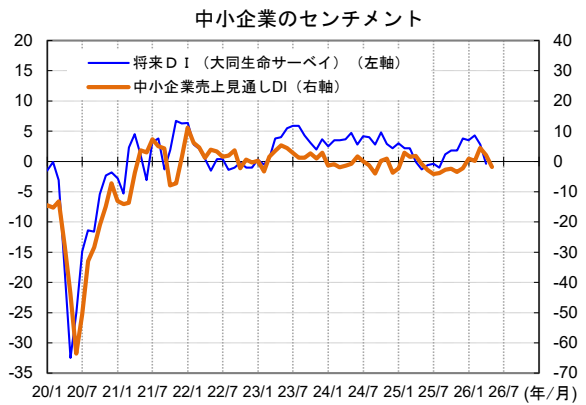
出所: 財務省、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

3 月の業況 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 11.7



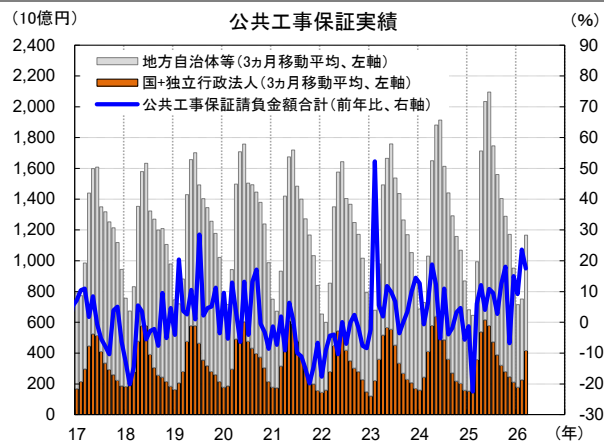
出所: 大同生命サーベイ(2026 年 3 月)、マークイット、Bloomberg より TDAM 作成

3 月の将来 DI(大同生命サーベイ)はマイナス 0.4



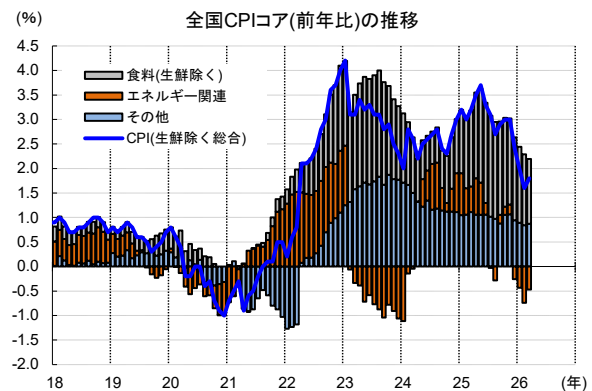
出所: 大同生命サーベイ(2026 年 3 月)、日本政策金融公庫、Bloomberg より TDAM 作成

先行き、公共工事保証請負金額(前年比)は今後も高い伸びが続く見通し



出所: 公共工事前払金保証統計より TDAM 作成

3 月 CPI(生鮮除く総合)の前年比は 1.8%



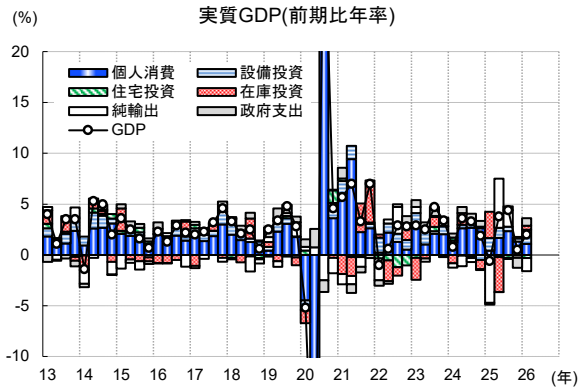
出所: 総務省、Bloomberg より TDAM 作成

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

## 2. 米国経済

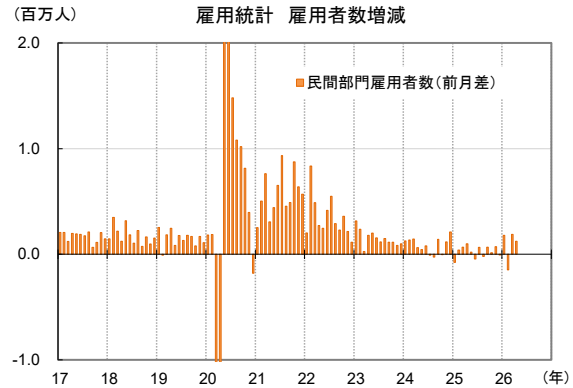
原油価格動向については注意を要するものの、比較的堅調な経済指標が散見されており、先行きについても底堅い展開を予想

経済成長率: 1-3 月期 GDP 成長率は前期比年率 2.0%増



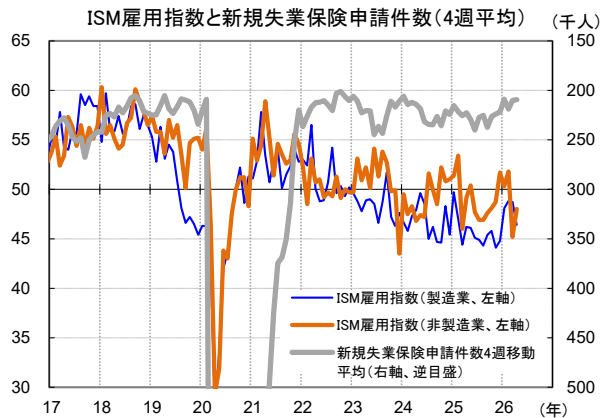
出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 4 月に雇用者数は増加



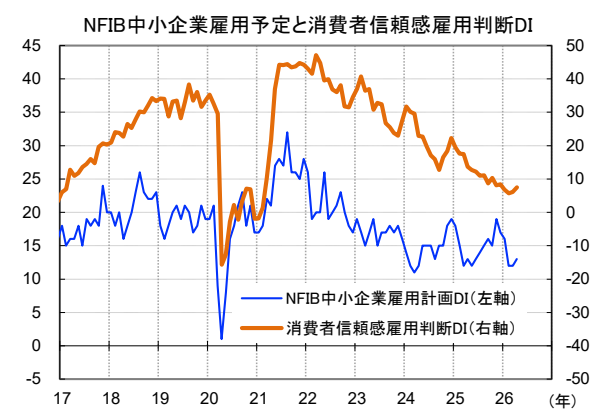
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: ISM の雇用指数は 50 を下回って推移



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小幅に上昇

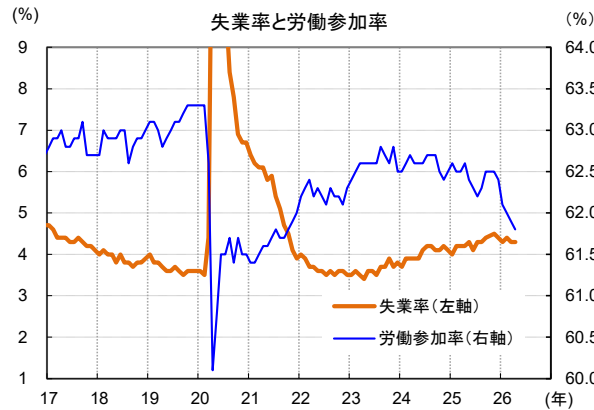


注: NFIB(全米独立企業連盟)

消費者信頼感雇用判断DI=職が見つかるのが困難

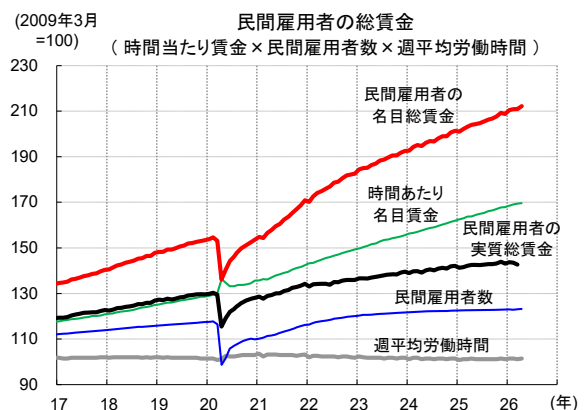
出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用環境: 労働参加率の低下が続く



出所: Bloomberg より TDAM 作成

労働市場: 実質総賃金は増加傾向

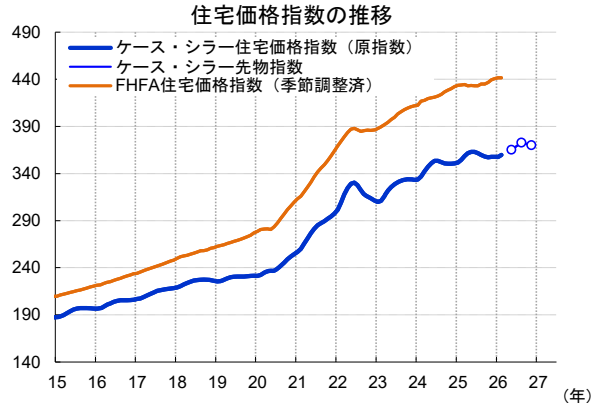


注:民間雇用の実質総賃金は、名目総賃金を個人消費デフレーターで実質化。未発表の個人消費デフレーターは直近発表値で代用。

出所: Bloomberg より TDAM 作成

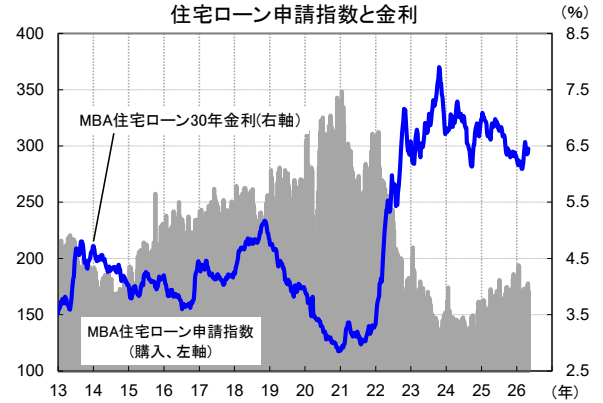
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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



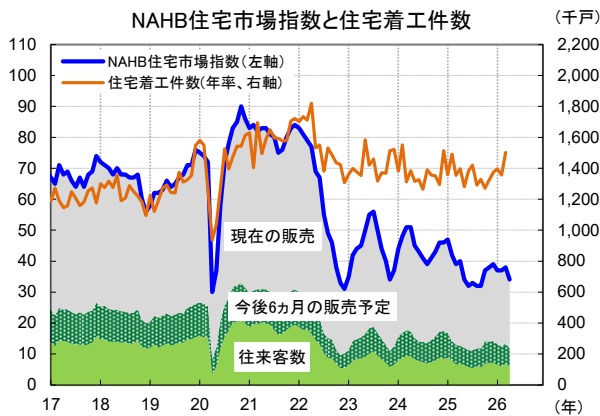
注: FHFA(米連邦住宅金融局)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 住宅ローン金利は足許で上昇



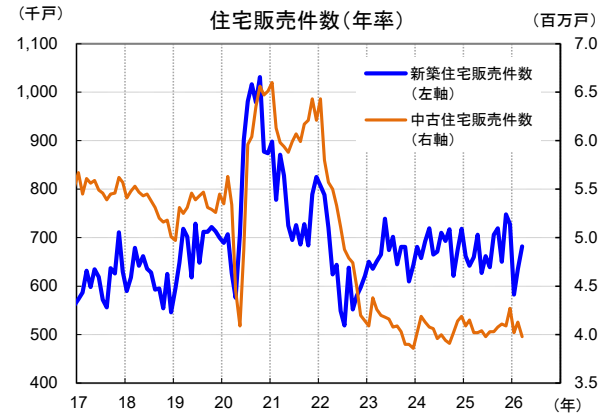
注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 住宅着工件数は反発



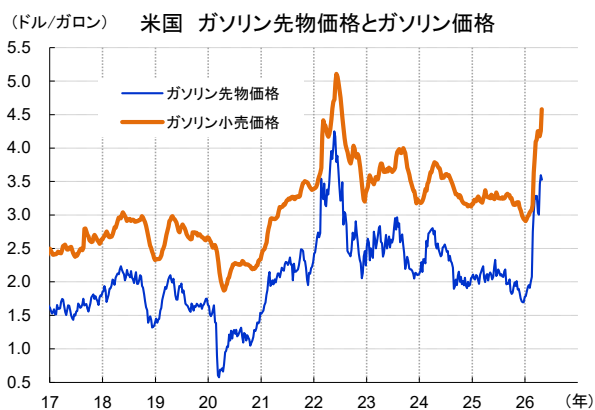
注: NAHB(全米住宅建設業者協会)  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 中古住宅販売件数は軟調



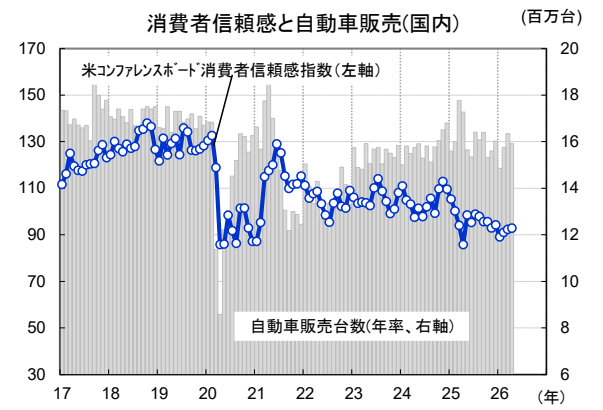
出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: イラン情勢の緊迫からガソリン高の懸念



出所: Bloomberg より TDAM 作成

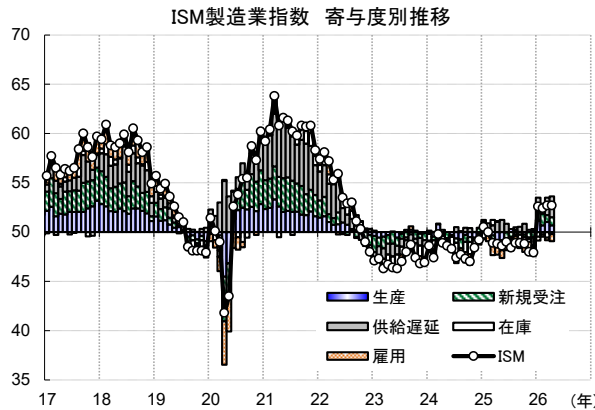
個人消費: 自動車販売台数はガソリン高の中でも堅調



注: ミ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

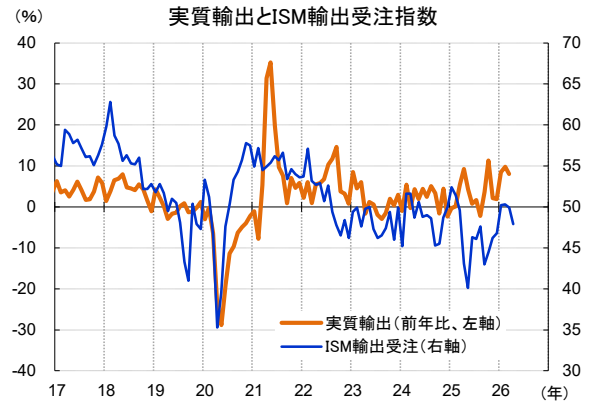
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

企業活動: ISM 製造業指数(4 月)は 52.7



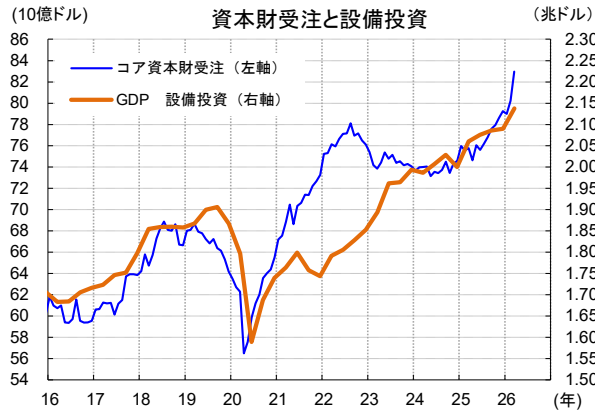
出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注(4 月)は 47.9



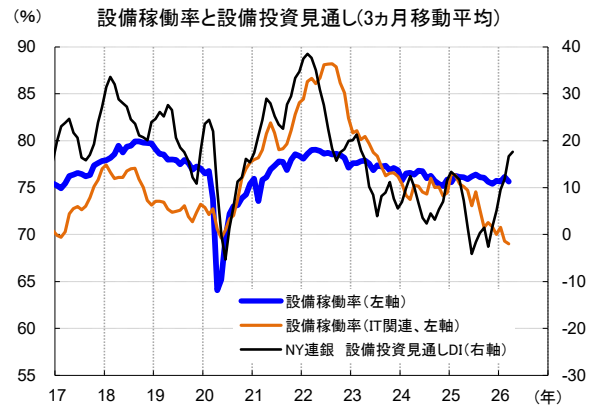
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: コア資本財受注は大幅に増加



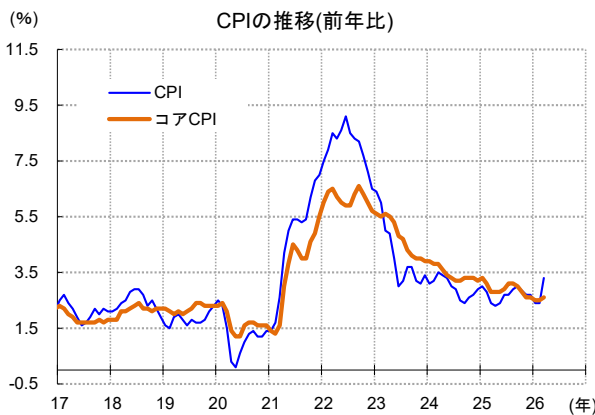
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備投資見通しDIは上昇が継続



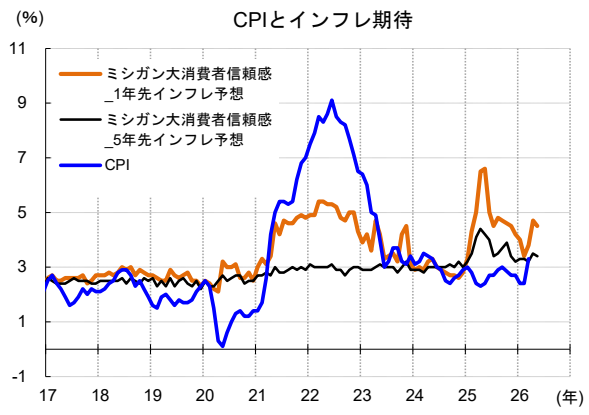
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コア CPI(前年比)は 2.6%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1 年先のインフレ予想は 4.5%



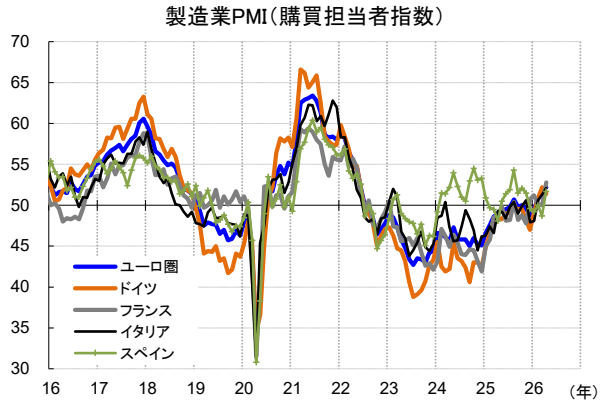
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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いただき、お客様ご自身でご判断ください。

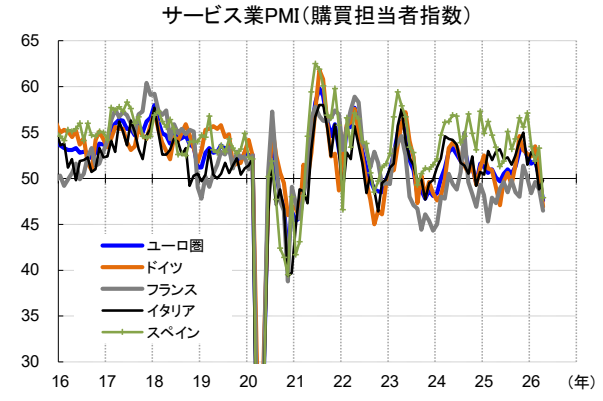
### 3. 欧州経済

ソフトデータを中心に悪化が鮮明な状況であるが、ハードデータにも波及する可能性に注意

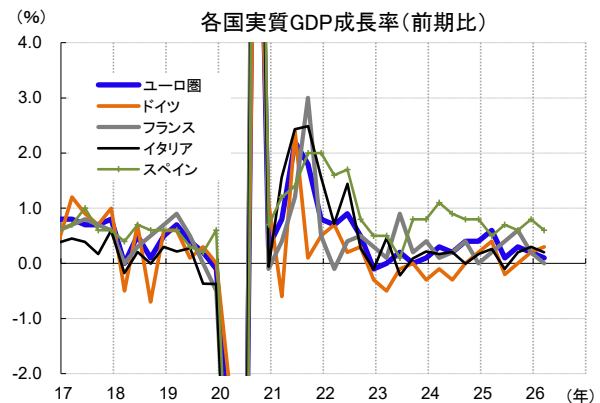
企業景況感: 4月のユーロ圏製造業 PMI は 52.2



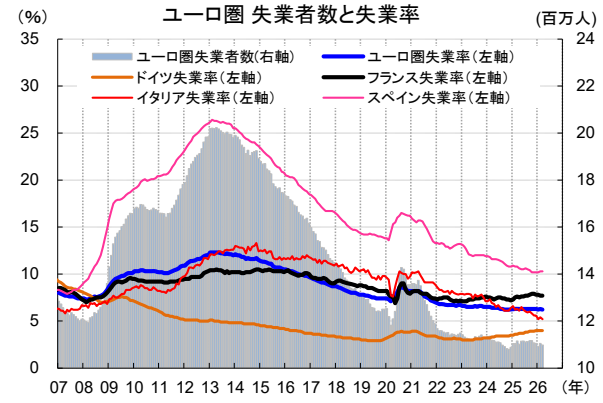
企業景況感: 4月のユーロ圏サービス業 PMI は 47.6



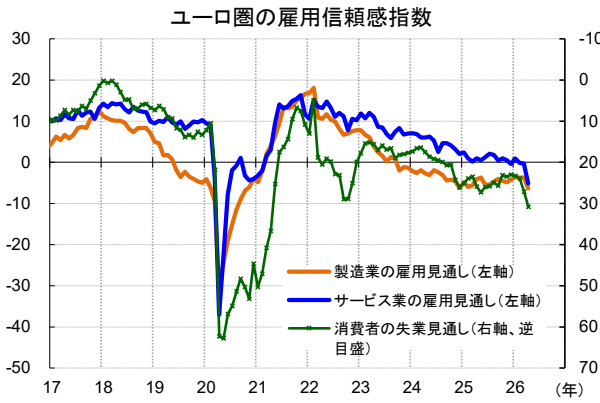
経済成長率: 1Qのユーロ圏 GDP 成長率は前期比 0.1%



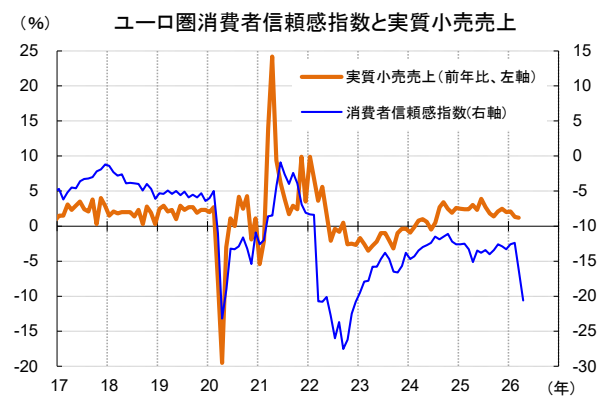
雇用: ユーロ圏の失業率は前月比 0.1%pt 低下



雇用: 消費者の雇用の見通しは悪化

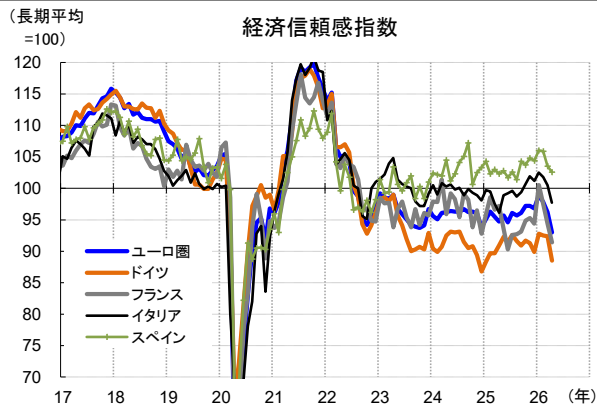


消費: 消費者信頼感指数が急落



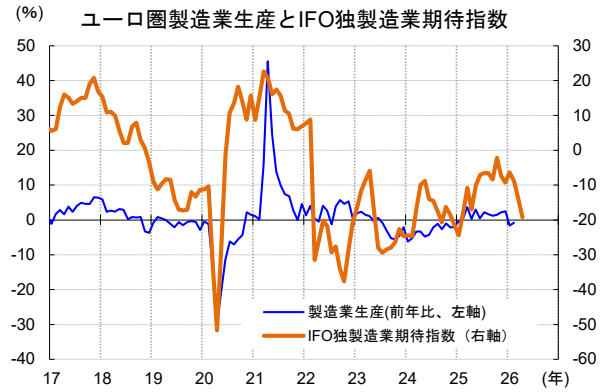
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

景況感指数: 欧州諸国はエネルギー高の悪影響を受けやすい



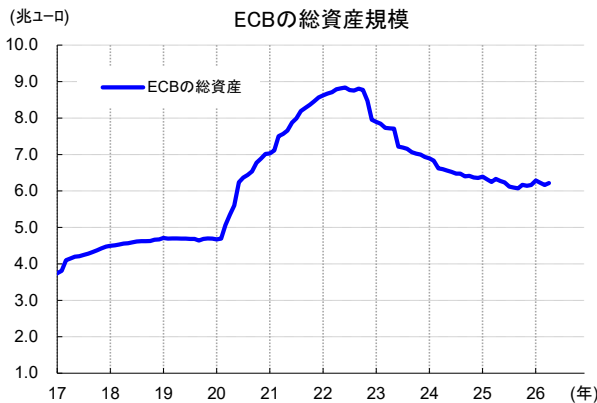
注: 長期平均=1990年~2016年  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: IFO 製造業期待指数は足許で低下基調



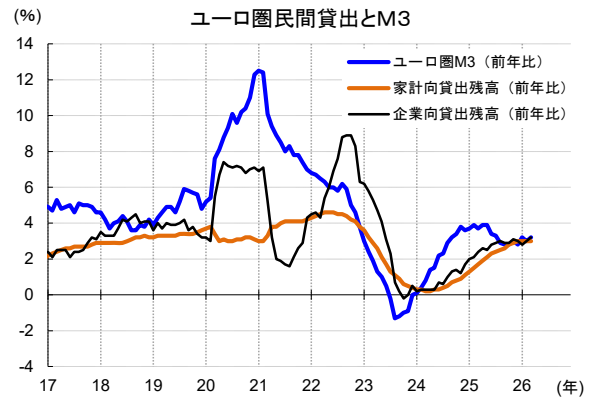
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECB の総資産規模の減少傾向は一服気味



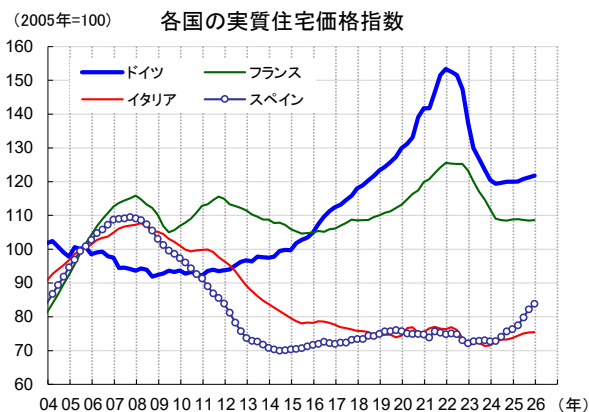
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: M3(前年比)は安定



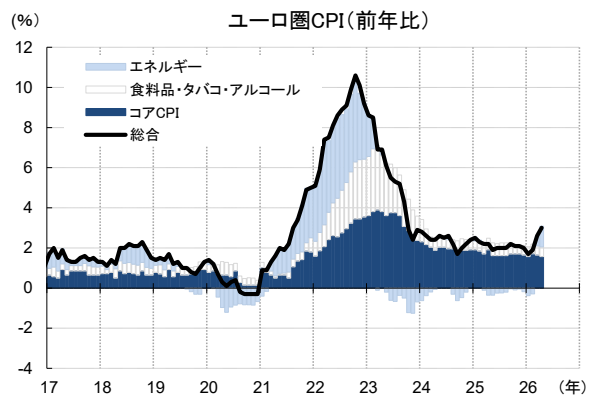
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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: 4月の総合CPI(前年比)は3.0%



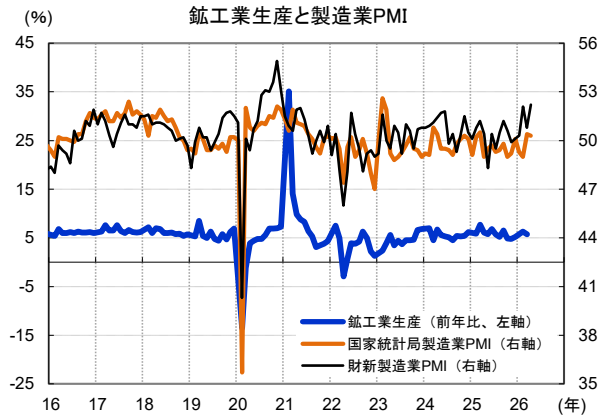
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

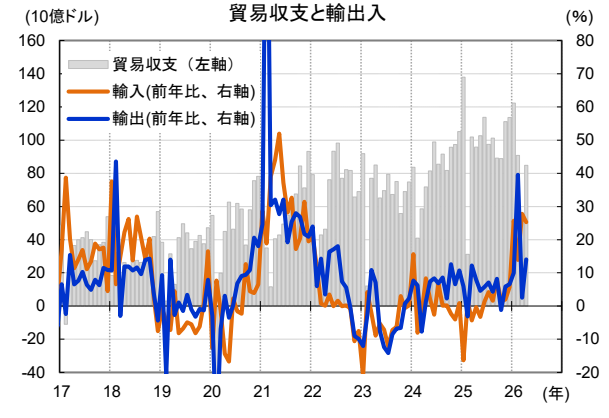
## 4. 中国経済

一部経済指標には改善の兆しもみられるが、原油価格次第では下振れるリスクも意識される状況が続く公算

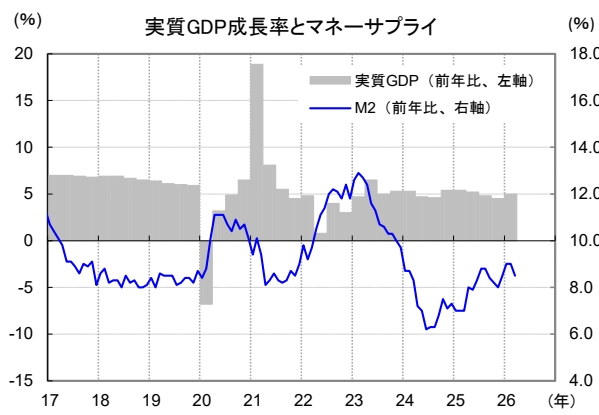
景況感: 国家統計局製造業 PMI(4 月)は 50.3



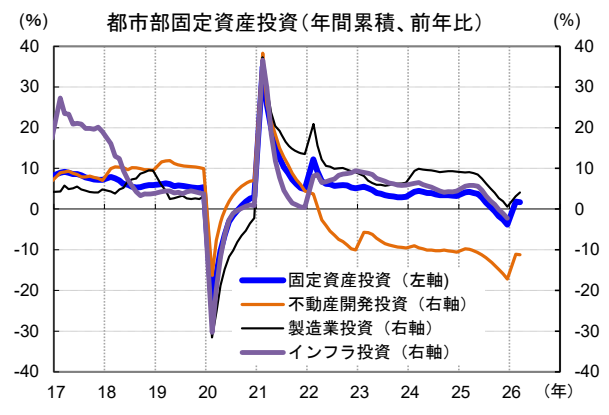
貿易: 輸出は前年同月比プラス圏



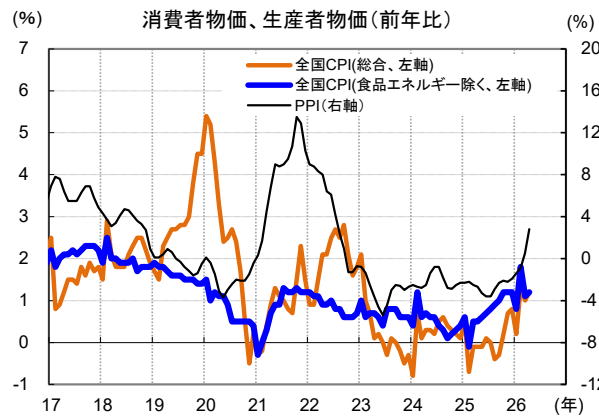
経済成長率: 1-3 月期の GDP 成長率は前年比 5%増



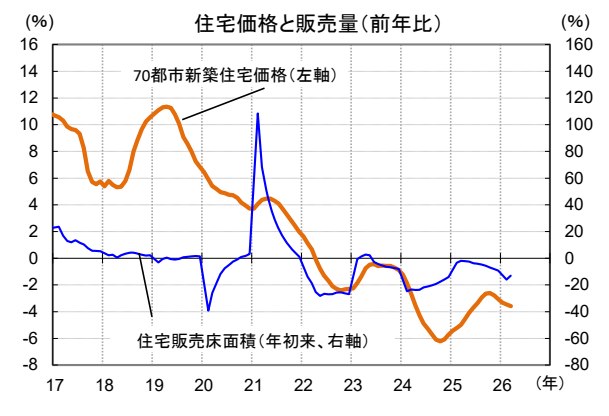
投資: 固定資産投資は前年比プラス圏で推移



物価: 全国 CPI(総合)の前年比は 1.2%増



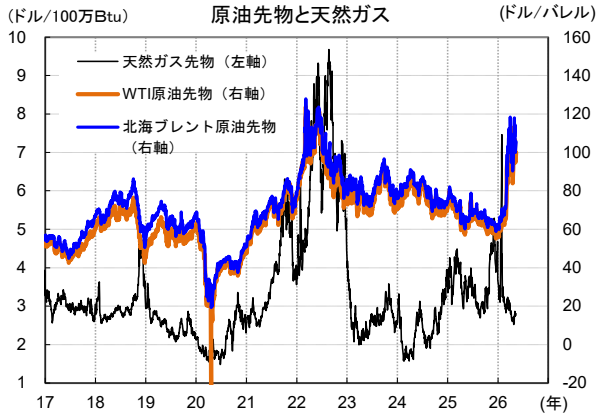
住宅: 住宅価格の前年比はマイナス圏



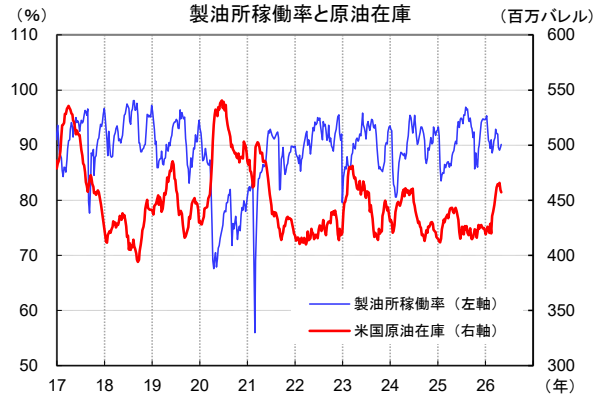
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

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

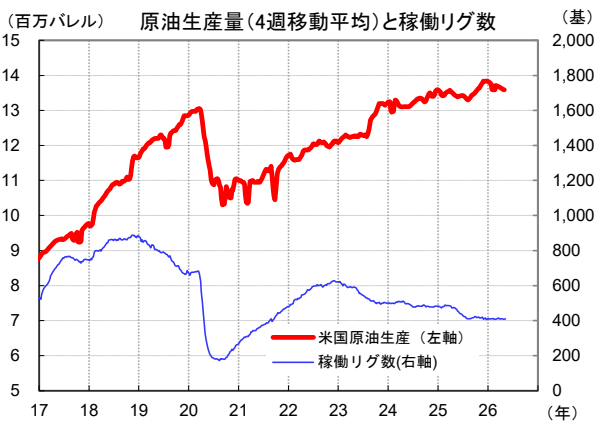
### (1) 資源関連



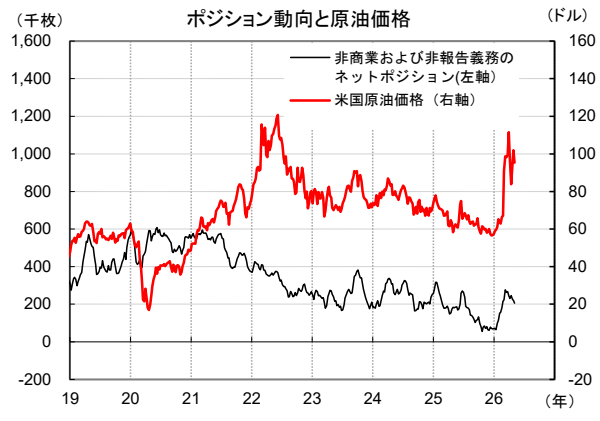
出所: Bloomberg より TDAM 作成



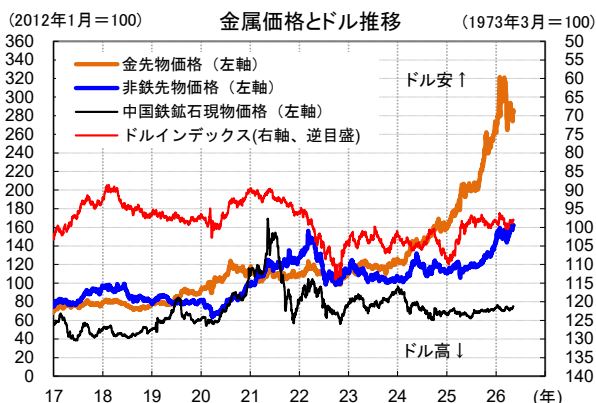
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

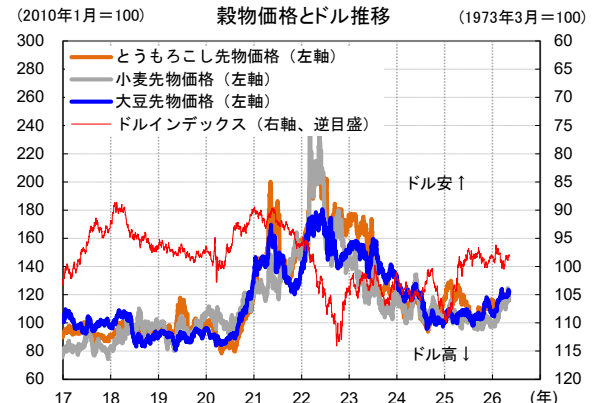


出所: Bloomberg より TDAM 作成



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

出所: Bloomberg より TDAM 作成

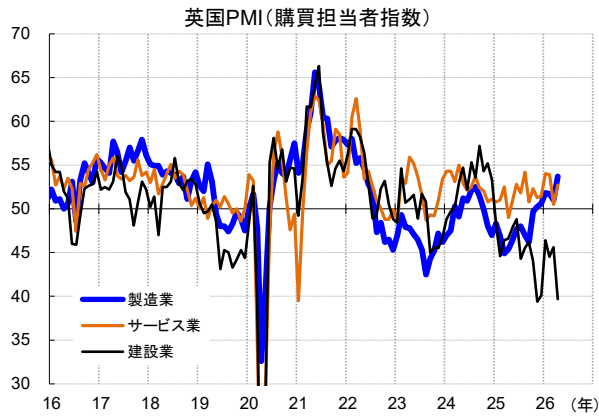


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%)

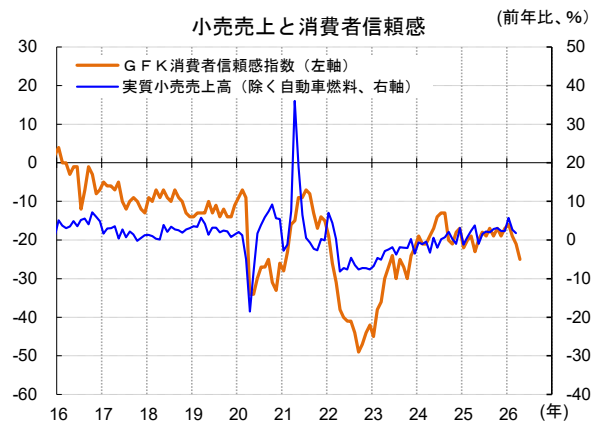
出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

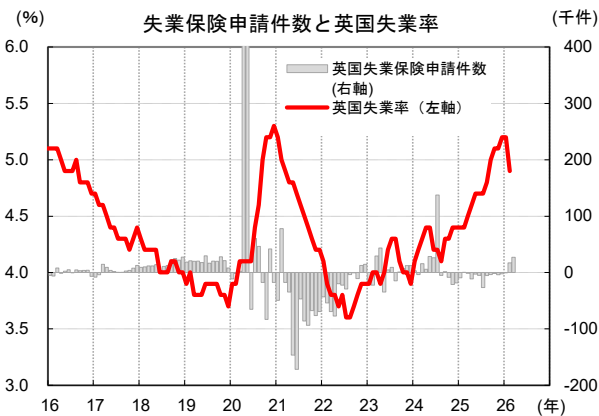
## (2) 英国経済



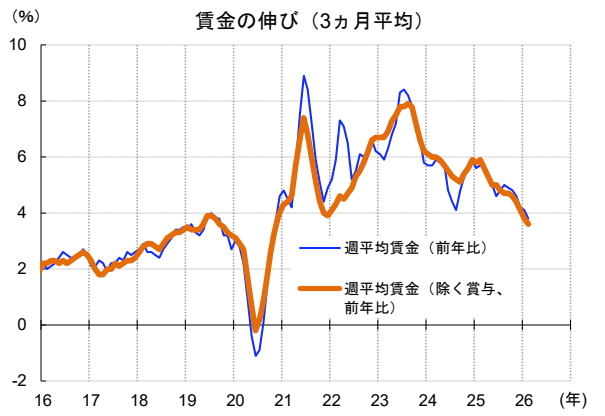
出所: Bloomberg より TDAM 作成



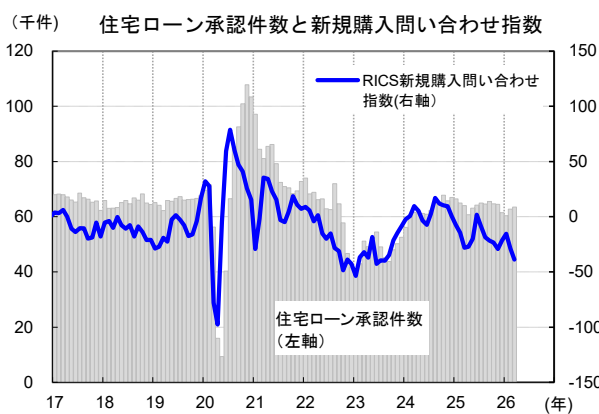
出所: Bloomberg より TDAM 作成



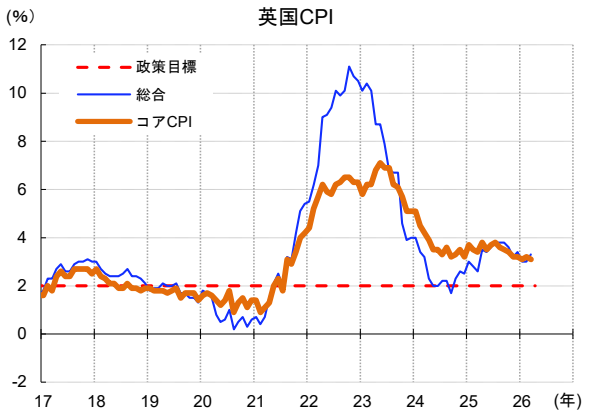
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



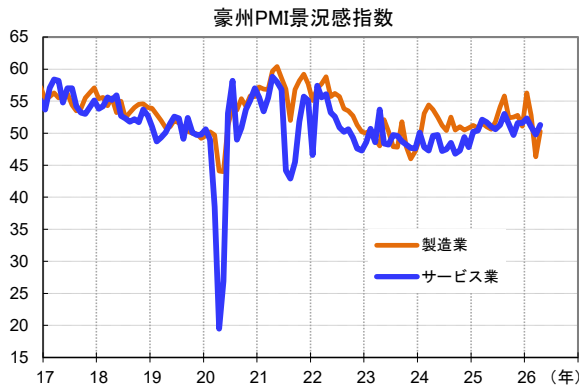
出所: Bloomberg より TDAM 作成



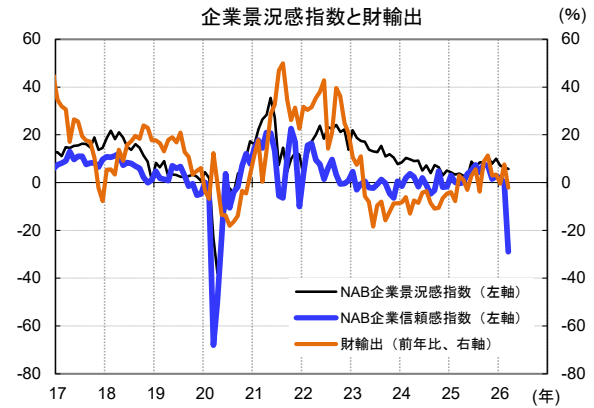
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

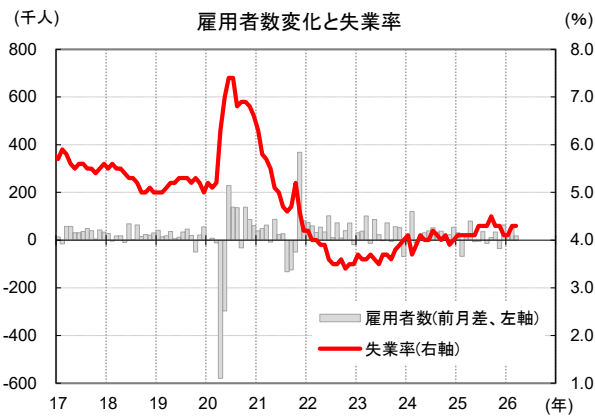
### (3) オーストラリア経済



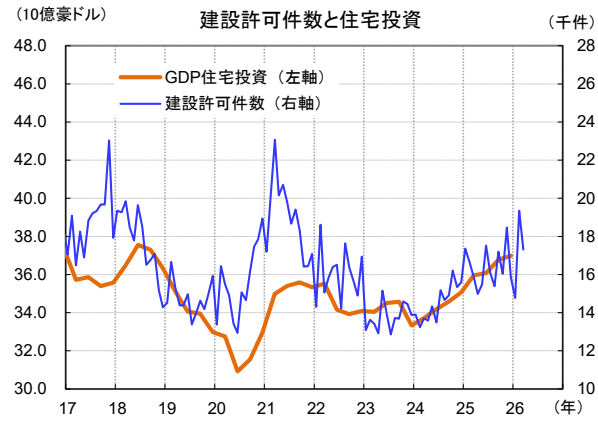
出所: Bloomberg より TDAM 作成



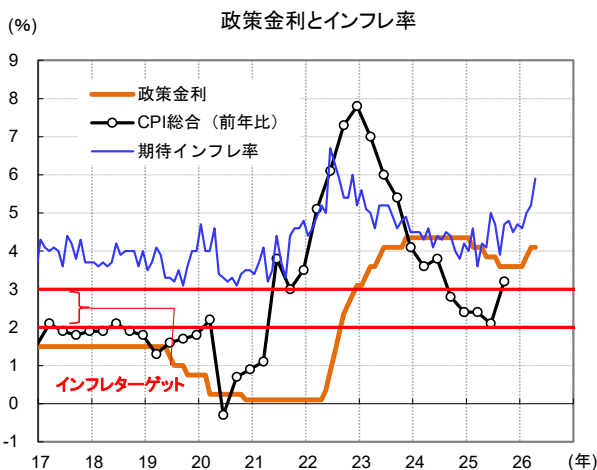
出所: Bloomberg より TDAM 作成



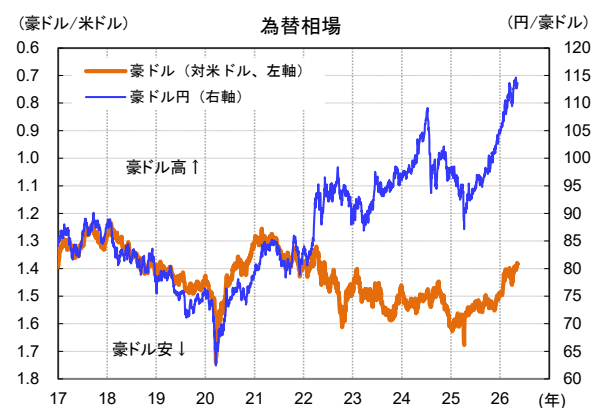
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



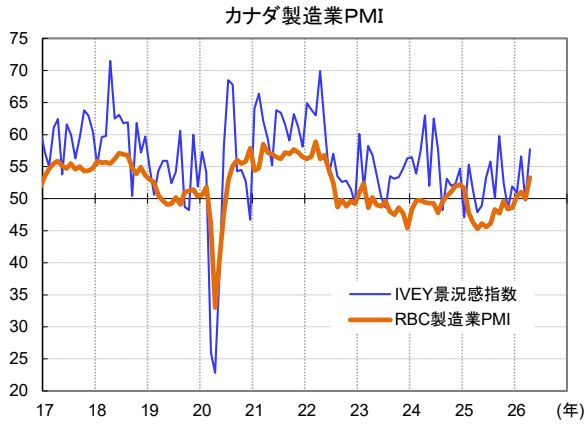
出所: Bloomberg より TDAM 作成



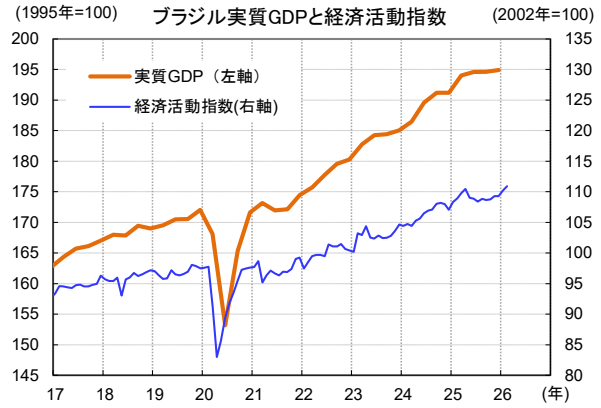
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

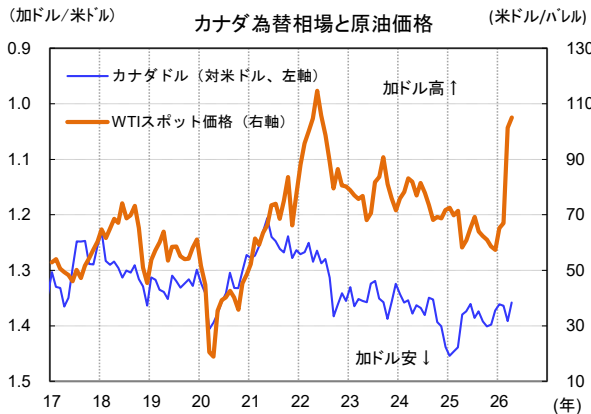
(4) カナダ・ブラジル経済



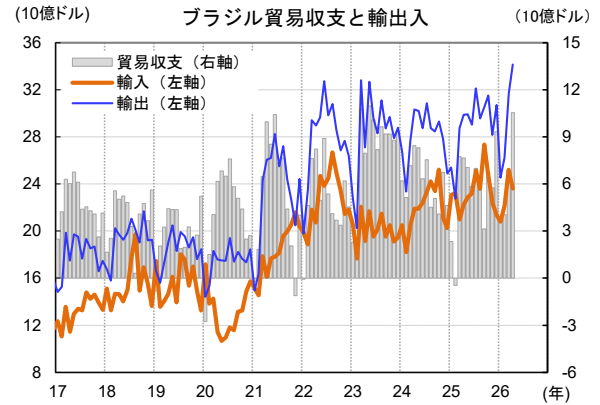
出所: Bloomberg より TDAM 作成



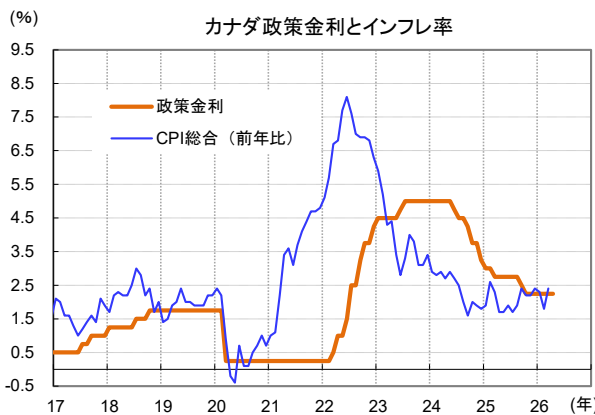
出所: Bloomberg より TDAM 作成



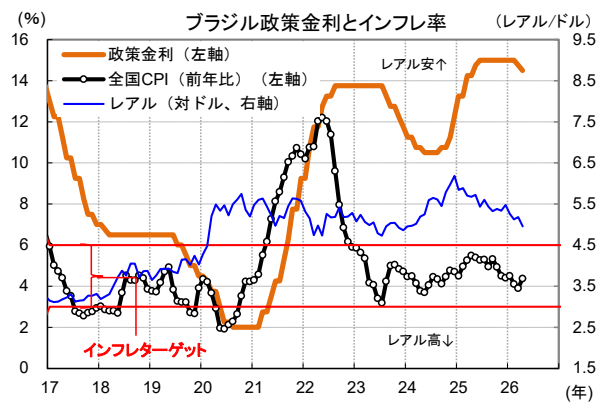
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



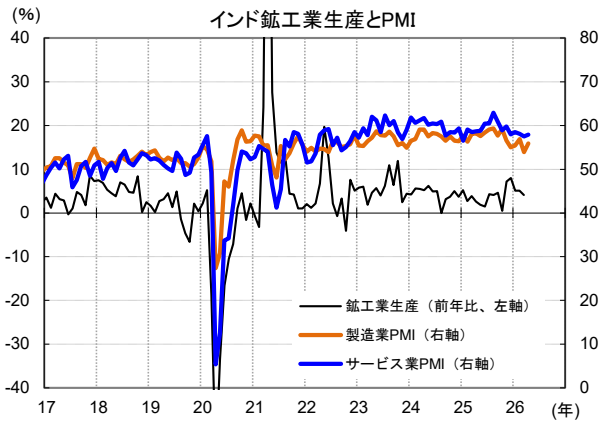
出所: Bloomberg より TDAM 作成



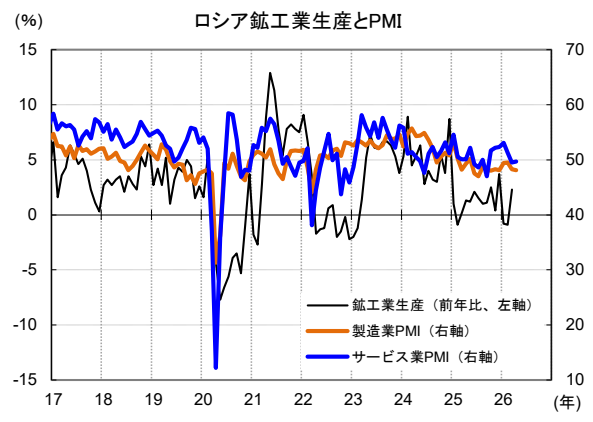
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【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。

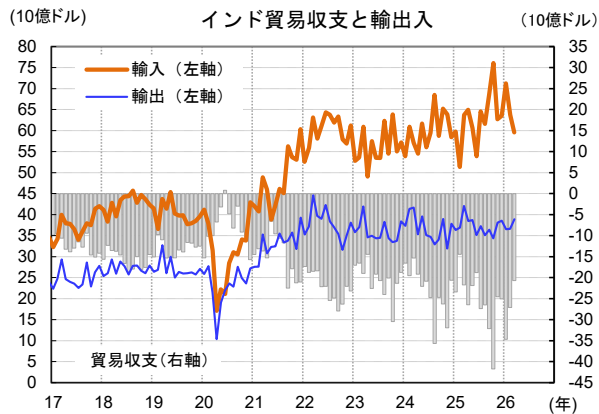
(5) インド経済・ロシア経済



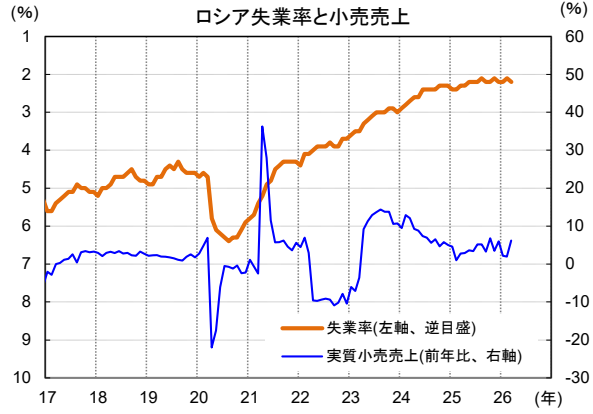
出所: Bloomberg より TDAM 作成



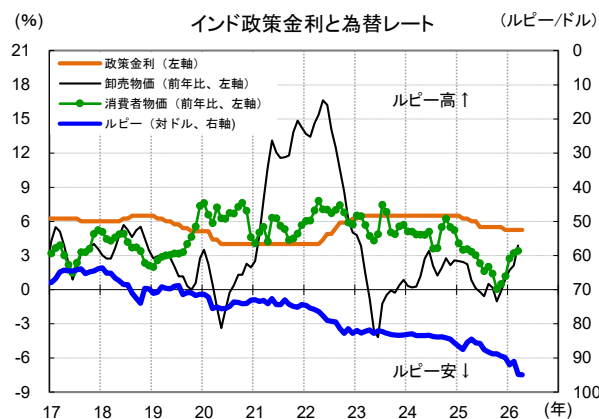
出所: Bloomberg より TDAM 作成



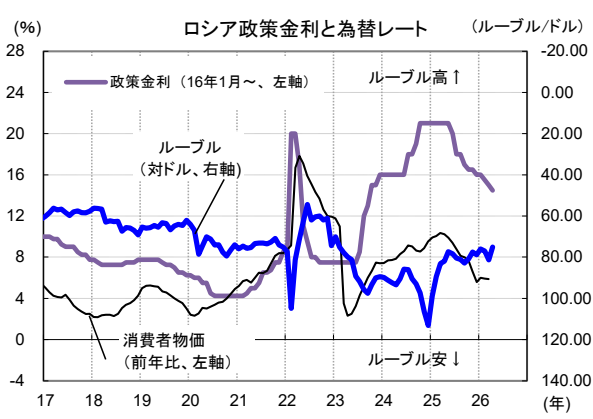
出所: Bloomberg より TDAM 作成



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、今後の利上げの可能性や財政弛緩の可能性などから緩やかに上昇する見通し

#### ○ 金融政策について

日本銀行は4月27日～28日の金融政策決定会合で、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。市場では、今回の決定会合での利上げが一時期は7割程度まで織り込まれていたが、その後の植田総裁の発言や観測報道から、利上げ織り込みはほぼゼロに近い状態となっていた。もともと、市場参加者の間では、日銀の対応が遅いとの見方もよく聞かれていた。

今回の決定は6対3であった。なお、中川委員は、中東情勢の不透明感はあるが、経済情勢を踏まえると、緩和的な金融環境の下で、物価の上振れリスクが高いという理由で、高田委員は、「物価安定の目標」は概ね達成されており、国内物価への二次波及のリスクがすでに高まっているという理由で、田村委員は、物価上振れのリスクが大きく拡大する中、中立金利へ少しでも近づけるためという理由で、1.0%程度で推移するよう促す議案を提出し、否決された。ただ、利上げについて前向きな見方が広がっている点はうかがえた。

展望レポートにおけるリスクバランスでは、経済の見通しについては下振れリスク、物価の見通しについては上振れリスクの方が大きい、との認識が示された。また、「経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、」という表現だった箇所が、「経済・物価・金融情勢に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、」に変更された。この点について記者会見では、展望レポートの経済見通しでは成長率が下がることに関連して、そうした見通しであれども、見通しの確度が高まってきた場合には利上げをするという意味であるとの回答がなされた。

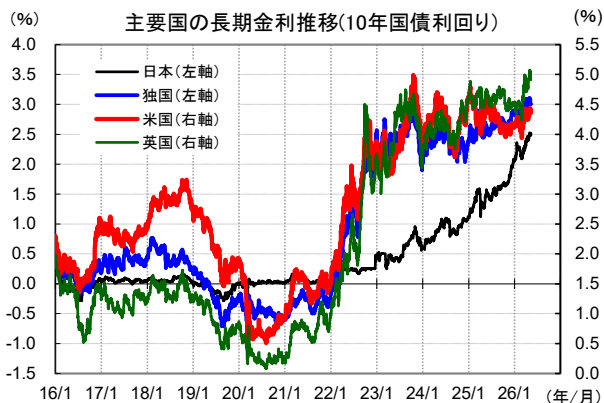
また、中東情勢の混乱が長引いた場合には、物価に上昇圧力がかかるリスク認識を持っていることも、展望レポートからはうかがえた。

これらを踏まえると、6月の利上げの可能性は相応にあるとみている。

#### ○ 長期金利

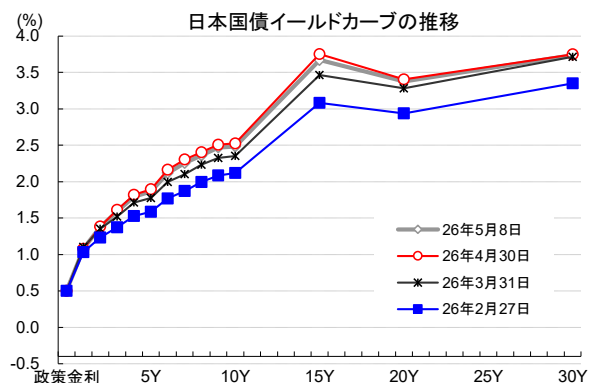
地政学リスクの高まりを受けて、当社の予想通り金利は上昇してきた。今後も緩やかながらも上昇基調をたどるとみている。高めの原油価格は、日本の輸入物価を高めることになると思料している。また、こうした輸入物価が様々な品目に波及する可能性がある。これは、日銀の利上げを促すだろう。仮に、利上げが遅れたとしても、将来、スピード感を持って利上げをせざるを得ない環境に至るとの見通しから、金利には上昇圧力が加わりやすいとみている。さらに、中東情勢の緊迫化や高めの原油価格は、防衛費やエネルギー補助金等を通じての財政悪化を想起させる。こうした点から、金利には上昇圧力がかかるとみている。

国内金利は 2.5%近傍で推移



出所: Bloomberg より TDAM 作成

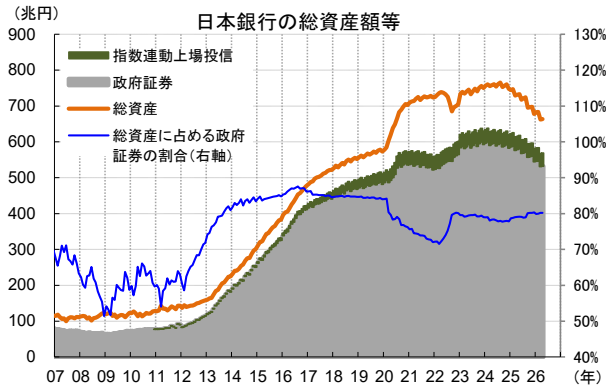
足許のイールドカーブは 3 月末と比べて一部の年限では上振れ



出所: Bloomberg より TDAM 作成

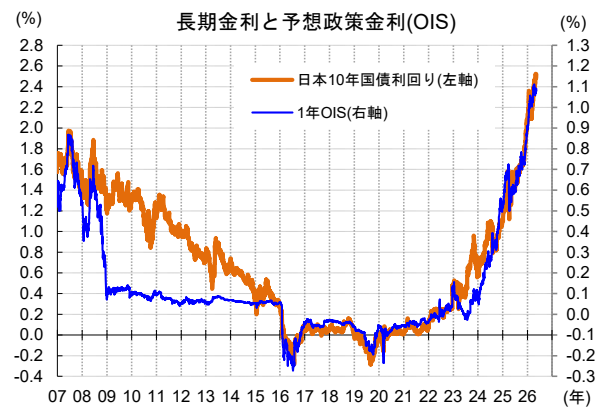
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

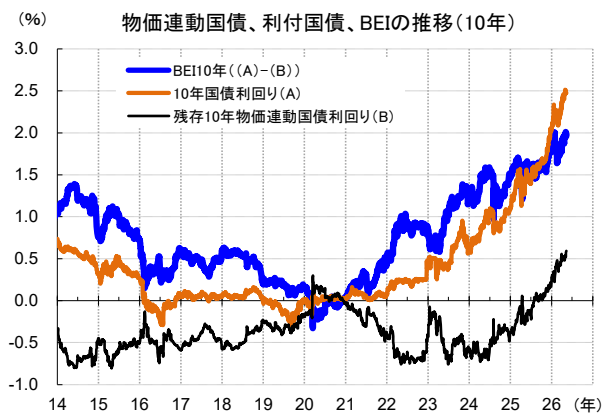
OIS は上昇基調



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。

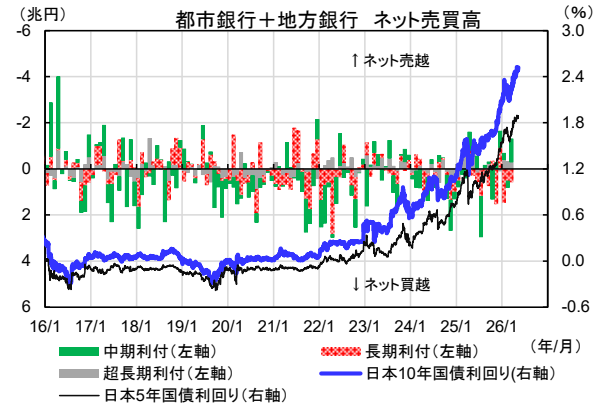
出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

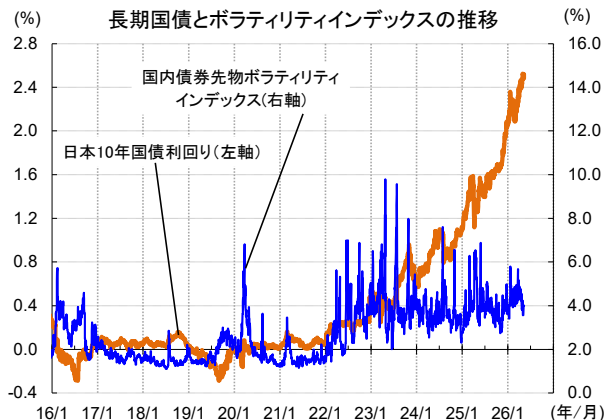
3 月は銀行が中期債を売り越し



注: 割引国債及び国庫短期除く

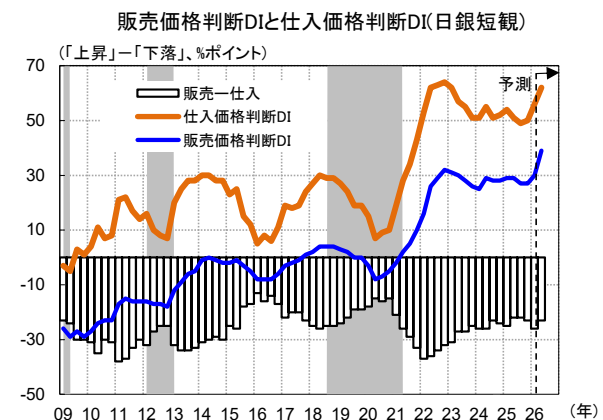
出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは、やや落ち着きつつある状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

仕入価格 DI の伸びが販売価格 DI の伸びを上回る状況



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。

出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

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

## 1-2. 米国債券

米国経済については景気の底堅さが意識されつつも、原油価格次第では低下のリスクもあり、総じてみれば横ばいでの推移を見込む

### ○ 金融政策について

4月28日～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、FFレート誘導目標レンジを3.50～3.75%で据え置いた。採決は8対4で、ミラン理事は、25bpの利下げを主張して反対票を投じた。また、ハマック総裁、カシュカリ総裁、ローガン総裁の3名は、声明文に「“追加調整“の程度とタイミング」との緩和バイアスを残すことに反対した。全体で4名の反対が出るのは、1992年以来の異例の事態であり、今後の政策対応について委員会内でかなり意見が割れている様子が見受けられる。声明文では、労働市場について「雇用の伸びが低い」から「平均的には雇用の伸びが低い」へと表現が修正され、物価については「インフレ率はやや高い水準が続いている」から「インフレ率は高止まりしており、世界的なエネルギー価格上昇を部分的に反映」との表現に変更され、インフレ警戒がやや強まった。また、従前は、「中東情勢が米国経済に与える影響は不確実である」との表現から、「中東情勢は経済見通しに関する不確実性の高さに影響している」に変化し、中東情勢への関心がFOMC内でも高まっていることがうかがえた。パウエル議長は記者会見で、米経済は堅調に拡大しているとの認識を示す一方、労働需要の軟化にも言及した。また、物価面では、エネルギー価格上昇や関税の影響がインフレ率を押し上げているとし、利下げを検討するには、インフレの鈍化や関税・エネルギー価格を巡る状況の進展を確認する必要があるとの考えを示した。FOMC後に米金利は上昇で反応し、FF金利先物市場における年内の政策金利織り込みは消失して、むしろ利上げが意識されている。当社では、政策金利引き下げ回数を0～1回と予想する。

### ○ 長期金利

米国の経済指標は、比較的良好なものが散見されている。例えば、4月のISM製造業指数は52.7と4ヵ月連続で明確に50を超えた。当社で実質化処理した3月の小売売上高(コントロールグループ)も、前月比0.5%増と概ね堅調であった。もっとも、長期金利は比較的高い水準を維持している。長期金利も政策金利も比較的高めであることが、経済の過熱を抑制するだろう。そのように考えると、現時点では横ばい程度の推移を見込む。ただし、サプライチェーンショックや財政懸念の高まりといった展開につながった場合には、金利上昇圧力が強まることに一定の注意が必要だろう。

## 1-3. ユーロ圏債券

ECBによる利上げが意識されつつも、景気が停滞する可能性もあるなかで、横ばい推移を予想

### ○ 金融政策について

4月30日にECB(欧州中央銀行)は定例理事会を開催し、市場予想通り主要政策金利の据え置きを決定した(中銀預金金利は2.00%)。声明文では、入手した情報は概ねこれまでのインフレ見通し評価と一致しているものの、インフレの上振れリスクと経済成長の下振れリスクは高まっているとの認識が示された。また、短期的なインフレ期待は大幅に上昇している一方、長期的なインフレ期待は引き続き安定しているとした。ラガルド総裁は会見で、極めて重要なのはエネルギー価格がもたらす影響であるとし、戦争は経済活動に重くのしかかっており、高騰するエネルギーコストが実質所得を圧迫し、家計や企業の消費・投資意欲を低下させる可能性があるとして指摘した。物価面では、基調インフレを示す指標はここ数ヵ月ほとんど変化していないものの、エネルギー価格の上昇により、短期的にインフレ率は2%を大きく上回る水準になるとの見方を示した。さらに、金利据え置きの最終決定は全会一致だったとした上で、利上げの可能性について、政策当局者が「詳しく」議論したと明らかにした。今後の金融政策運営については、引き続きデータ依存かつ場合ごとに判断する姿勢を維持し、事前に決められた政策経路はないことが改めて確認された。

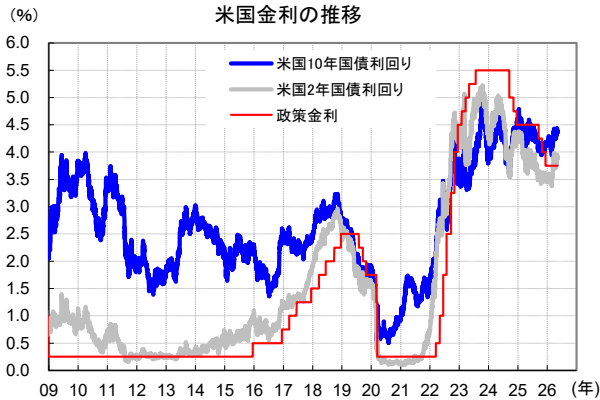
当社では、ECBが利上げに踏み切る可能性はあるものの、ECBは同時に経済下振れリスクについても言及しており、利上げの判断は慎重になされると考えている。

### ○ 長期金利

ドイツの長期金利については、2月に低下していたが、その後、地政学リスクの高まりを受けて大幅に上昇した。ECBの利上げ観測も影響しただろう。一方で、ユーロ圏経済については、停滞気味となる可能性も意識される。これは、金利低下圧力として作用しよう。総じてみれば、また米国の金利について横ばい推移を予想していることを踏まえると、ドイツの長期金利についても横ばい推移を見込む。

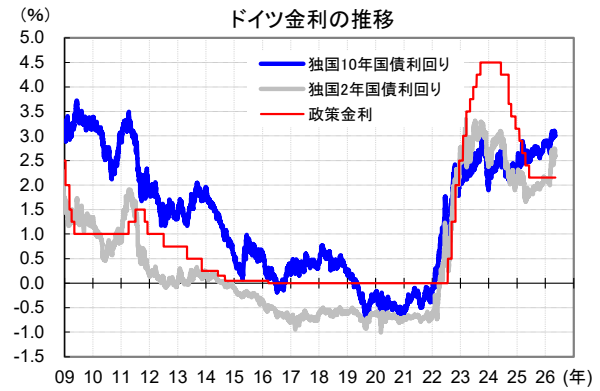
**【ご留意事項】**本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ず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

(米国) 10 年金利は 4.4%近傍で推移



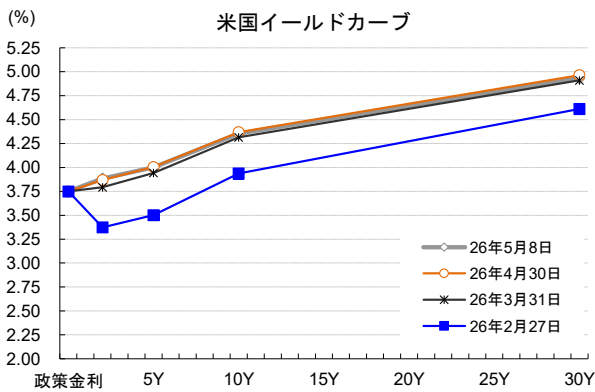
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 10 年金利は 3.0%近傍で推移



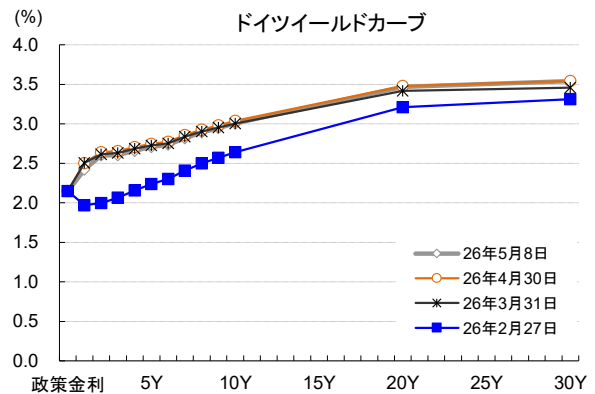
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 3 月末と比べてほぼ同様の形状



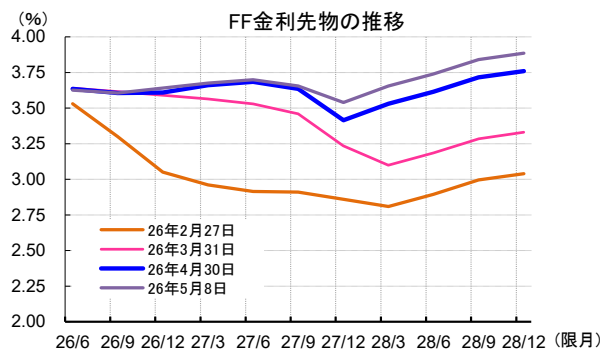
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 3 月末と比べてほぼ同様の形状



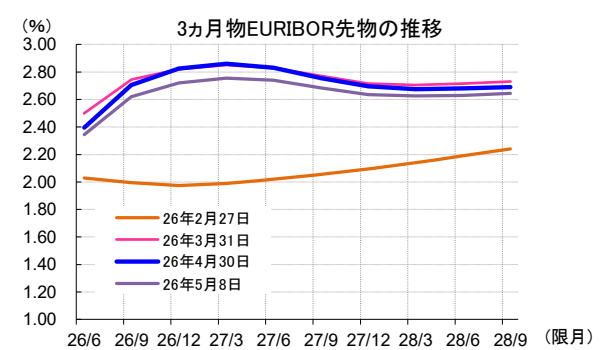
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 市場では若干、年内の利上げも意識される状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

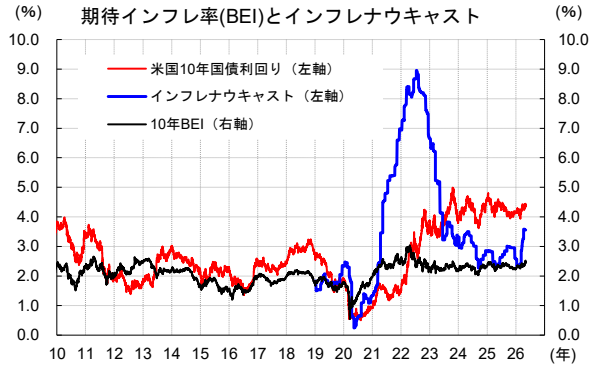
(ユーロ圏) 市場では 3 月末と比べて年内の利上げ確率がやや低下



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

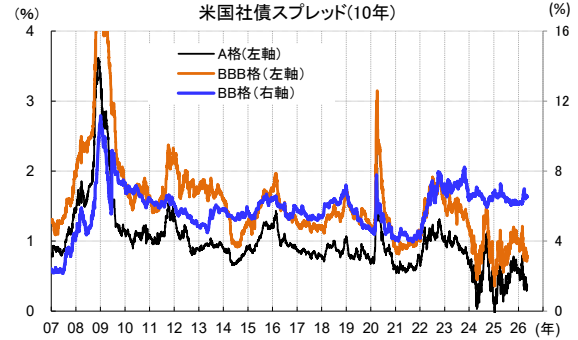
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

(米国) インフレナウキャストは前月から上昇



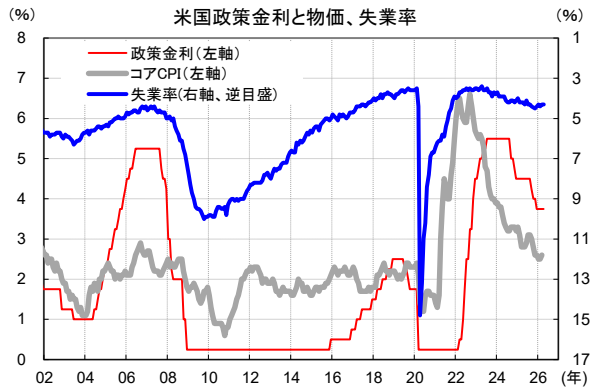
注: インフレナウキャスト(=Inflation Nowcasting)は、クリーブランド連銀が提供する個人消費支出価格指数(PCE)と消費者物価指数(CPI)の推計値。図表には消費者物価指数(CPI)の前年同月比ベースのデータを使用。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) BBB 格は 1 ヶ月前と比べてタイト化



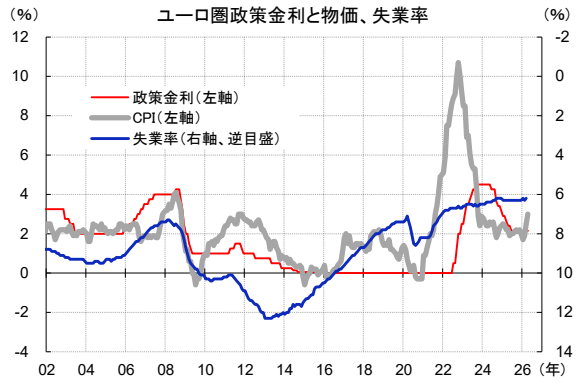
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 最近の原油高がどのような影響を及ぼすのか注視



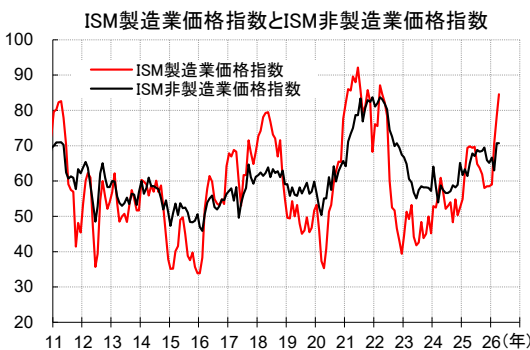
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) 最近の原油高がどのような影響を及ぼすのか注視



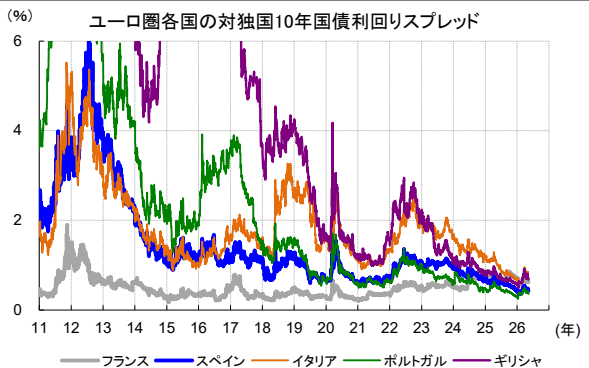
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(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) 一部の国でややスプレッドが拡大気味



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

地政学リスクによって乱高下する可能性あり、一時的な調整の可能性はあるものの、長期的には底堅く推移する見通し

#### 〔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、非常に高水準にありつつあったが、4/24終了週には減少し、一時期よりはこうしたポジションの影響を受けにくい可能性がある。

#### 〔バリュエーション〕

TOPIXのPBRは1.77倍、PERは12ヵ月先予想ベースで16.5倍程度(過去5年平均:14.0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0.42%程度である(数値は5月8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2027年3月期の業績が下振れる可能性に注意している。もっとも、各種企業決算を経るなかでも、当年のアナリストの見通しは底堅い状況にある。さらに、翌年については強含み始めており、業績についての前向きな見方がうかがえる。これが、株価の上昇に寄与していると考えられる。

#### 〔株価見通し〕

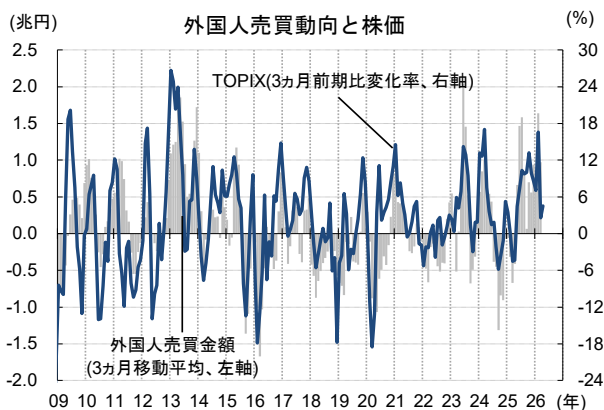
米国とイスラエルによるイランへの攻撃を受けて、一時は日本株も大きく調整したが、その後比較的スピード感を持って回復してきた。日経平均株価については、攻撃前の水準を優に超えて、6万円を突破するに至った。注目すべき点は、日経平均主導であるという点である。日経平均をTOPIXで割ったNT倍率については、一時は16倍を超える場面も見られた。もっとも、その分脆弱な上昇との見方もできる。

何らかのショックにより下落するような場面では、日経平均のほうがTOPIXよりも大きく調整する可能性もあろう。

ちなみに、中東情勢については引き続き予断を許さない。特に、原油価格については高止まりするとみている。さらに、場合によっては、サプライチェーンショックも懸念される。こうした環境においては、日本の物価上昇についても注意が必要だろう。そのような環境下では、卸売業、海運業、保険業、銀行業、鉱業などが選好されやすいと見込む。

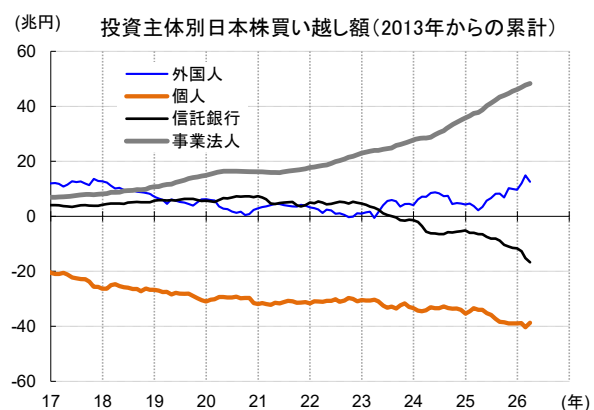
当面は、TOPIXについては調整のリスクをやや抱えつつ、横ばい圏での推移を予想する。やや長期的に展望すれば、小幅に上昇すると見込む。

3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

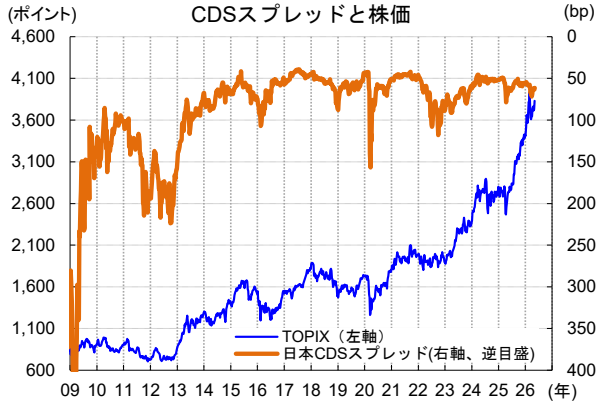
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は、拡大傾向



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

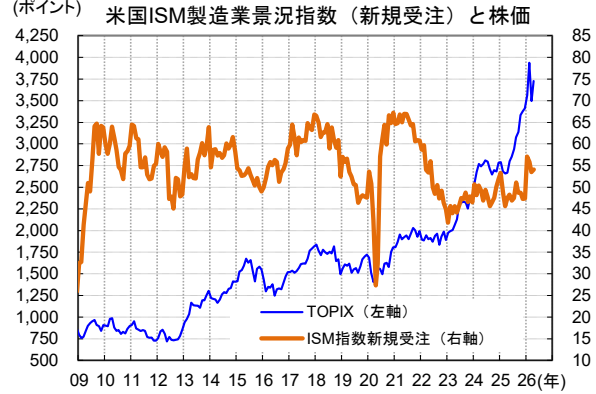
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確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

CDS のスプレッドはややタイト化し、株価も堅調を維持



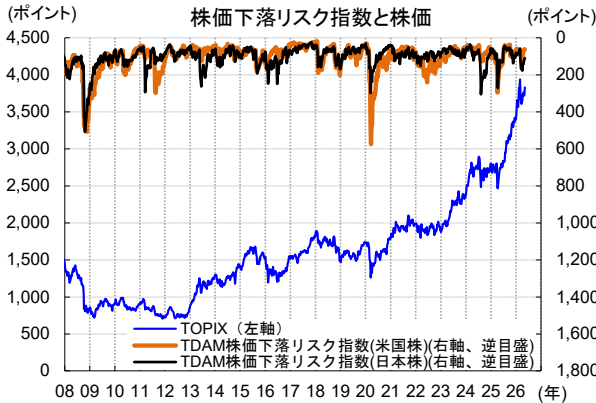
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数の新規受注が改善し株価も堅調



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

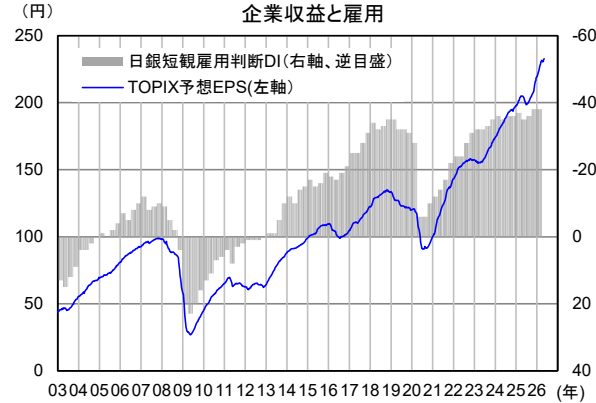
特に日本の株価下落リスク指数は、足許で低下気味



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

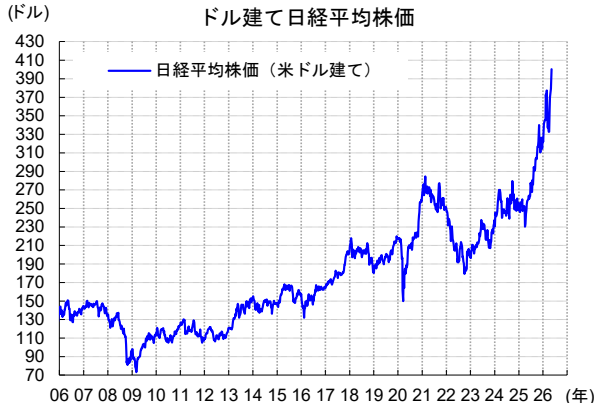
出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通しは改善基調のなか、雇用判断 DI は人手不足な状況を示唆



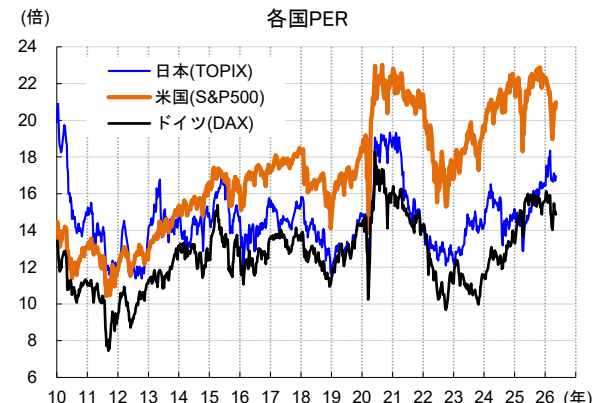
出所: (株)JPX 総研、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は前々月末から上昇



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

日本株のバリュエーションは過去 5 年平均を上回る水準



注: 各国 PER は、12 カ月先予想ベース。

出所: (株)JPX 総研、ドイツ証券取引所、スタンダード&プアーズ、MSCI、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

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

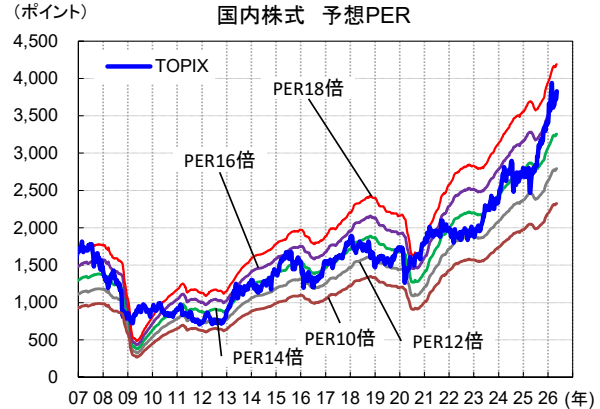
4月末では証券・商品先物取引の見通し改善

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	18.2%	1	金属製品	-3.3%
2	海運業	6.6%	2	石油・石炭製品	-0.5%
3	卸売業	4.7%	3	保険業	-0.5%
4	繊維製品	3.7%	4	医薬品	-0.3%
5	サービス業	3.6%	5	不動産業	-0.1%
6	その他金融業	3.4%	6	鉄鋼	-0.1%
7	その他製品	3.3%	7	水産・農林業	0.0%

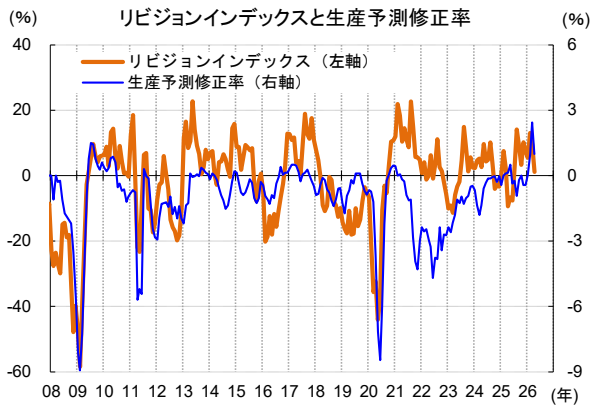
注:12ヵ月先予想ベース(2026年4月末現在)。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

予想 PER(12ヵ月先)は足許 16.5 倍程度



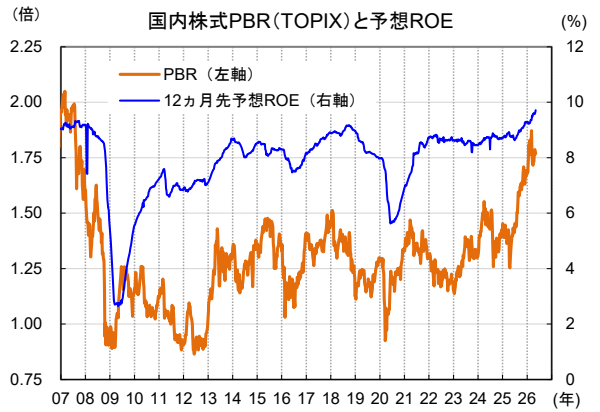
注: 12ヵ月先予想ベース。  
出所: FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはプラス圏



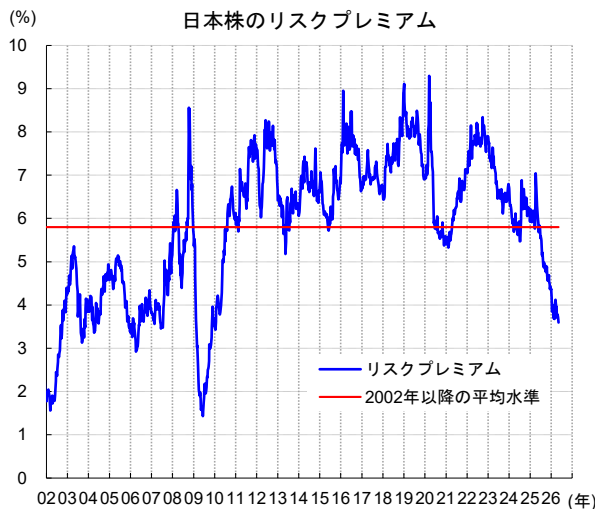
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

足許、PBR は 1.77 倍、予想 ROE は 9.72%



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 2,411 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)	(210.5)	(231.5)
リスクプレミアム	4%	0.93	1.08	1.23	1.39	1.54	1.70
	5%	0.80	0.94	1.07	1.20	1.34	1.47
	6%	0.71	0.83	0.94	1.06	1.18	1.30
	7%	0.63	0.74	0.84	0.95	1.05	1.16
	8%	0.57	0.67	0.76	0.86	0.95	1.05
	9%	0.52	0.61	0.70	0.78	0.87	0.96

【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)	(210.5)	(231.5)
リスクプレミアム	4%	1,948	2,273	2,597	2,922	3,247	3,572
	5%	1,688	1,969	2,250	2,532	2,813	3,094
	6%	1,489	1,737	1,985	2,233	2,481	2,729
	7%	1,332	1,554	1,776	1,998	2,220	2,442
	8%	1,205	1,406	1,606	1,807	2,008	2,209
	9%	1,100	1,283	1,466	1,650	1,833	2,016

注: 括弧は、BPS2,105 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

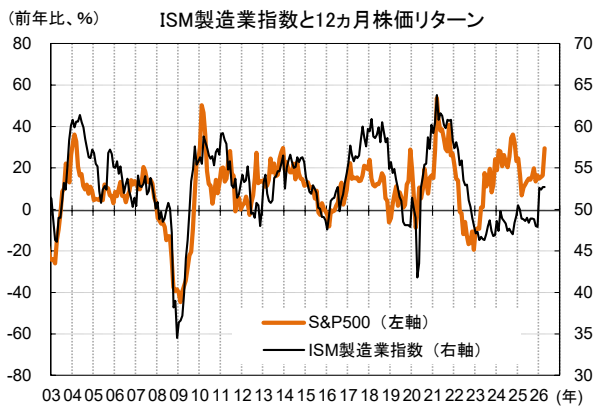
米国経済の底堅さを背景に、企業業績も比較的堅調を維持するなか、株価も緩やかに上昇すると予想

[米国株式]

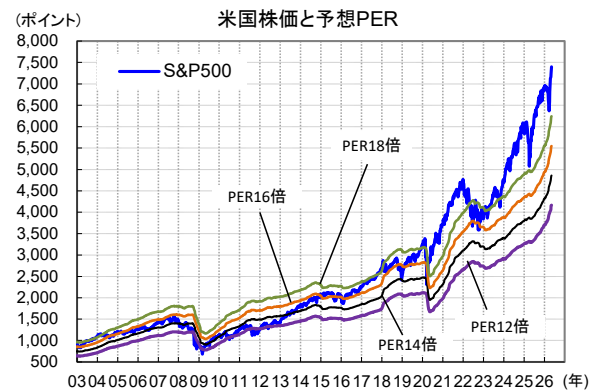
S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは21.3倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:20.1倍、過去10年平均:19.1倍程度)近傍に調整した。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2026年および2027年について、それぞれ28%の増益と14%程度の増益が予想されている。

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。4月のISM製造業指数は52.7と4ヵ月連続で明確に50を超えた。当社で実質化処理した3月の小売売上高(コントロールグループ)も、前月比0.5%増と概ね堅調であった。自動車販売台数(季節調整後年換算ベース)も、16百万台に近い状況であった。バリュエーション面では、相応に調整した後に、やや回復してきた形となっている。ただし、まだ回復余地もあるだろう。また、米国経済については、先行きについても比較的堅調な状況が続くとみている。政策金利や長期金利はやや高いものの、経済を悪化させるほどではないだろう。3月の自発的離職率も2.0%と適度な水準である。こうした状況を踏まえると、米国経済が堅調を維持するなか、企業業績も株価も堅調を維持するとみている。

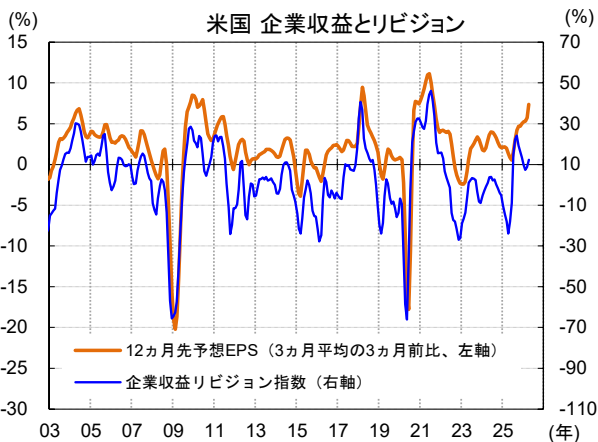
ISM 製造業指数が上昇するなか、株価パフォーマンスは堅調



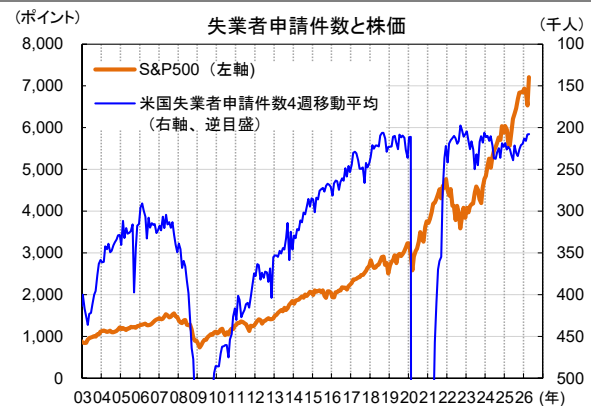
米国株の予想 PER は足許 21.3 倍程度



リビジョンインデックスは悪化気味

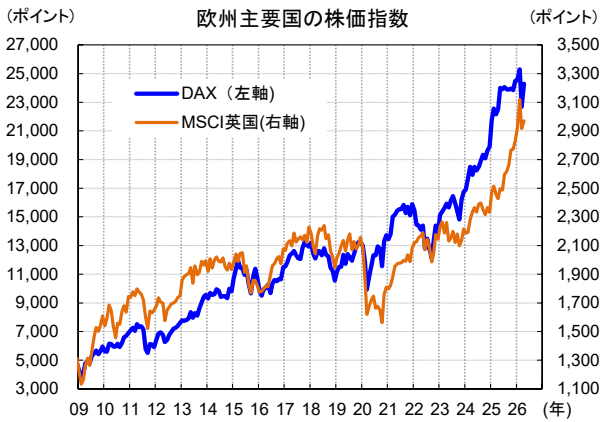


失業申請件数は歴史的には比較的低位な中で、株価は上昇



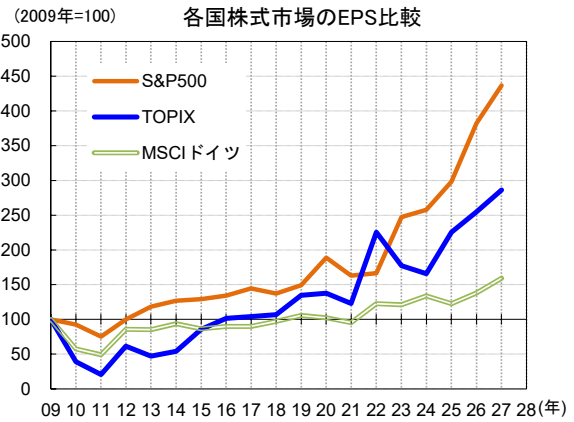
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認い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

欧州主要国の株価は足許で復調気味



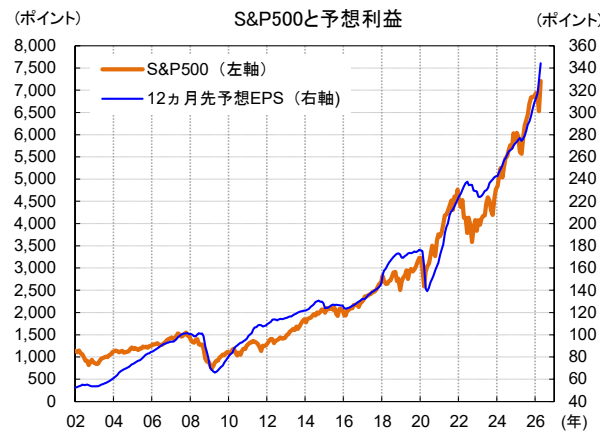
出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(26年、27年)は、米国: 28%、14%、  
日本: 13%、12%、ドイツ: 12%、16%



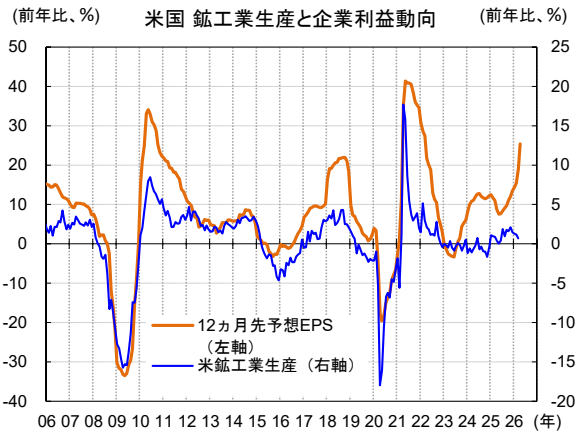
注: 25年までは実績EPS、26年以降は予想EPS  
出所: (株)JPX 総研、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12カ月予想EPSは高水準にありながらも増加基調



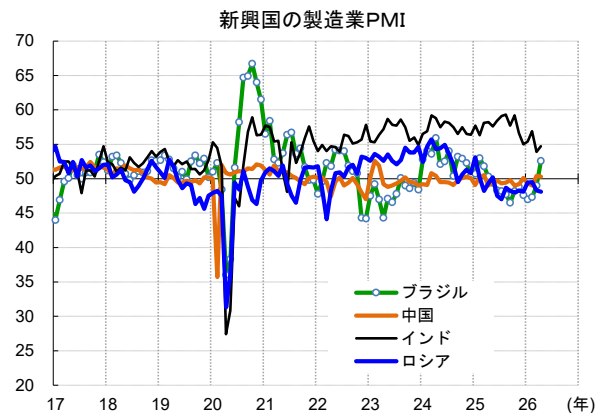
注: 12カ月予想EPSは、S&P500のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

予想EPSの前年比はプラス圏で推移



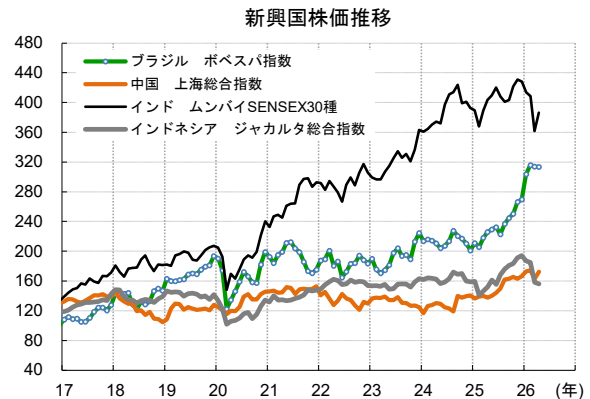
注: 12カ月予想EPSは、S&P500のデータを使用。  
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

インドが調整気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

インド株は大幅下落後に回復



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、4月の金融政策決定会合において利上げをしなかった。これを受けて円安が進行した。緩やかな金融環境において、供給懸念が高まればインフレが高まる可能性がある。そうした状況を見透かしてか、円安が進んだ。市場では、日銀の政策が後手に回っているとの指摘もある。

こうした状況のもとで、財務省は為替介入を指示した模様である。それも一部の報道を参考にすると、4月30日から5月6日までに約7~11兆円程度の介入が行われた模様である。こうした状況について、本来は金融政策で対応するべきところ、為替介入という人為的な対応で市場をコントロールしているとの批判が、市場関係者の間では囁かれている模様である。

緩やかな金融政策、高止まりしている原油価格とこれに伴う貿易収支の悪化懸念、こうしたものが円安圧力として作用するだろう。為替介入警戒感がくすぶることで、また、6月の日銀の利上げ観測により円安進行は限定的と考えられることから、目先は横ばいを予想する。しかし、日銀が利上げを見送れば、あるいは財政拡張的な政策をおこなえば、円安が進むリスクは相応に高いとみている。

#### 3-2. ユーロドル

ユーロ圏経済の停滞が意識され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4月の製造業PMIは、52.2と前月の51.6から改善した。ただし、ソフトデータを中心に各種経済指標は大きく悪化している。ハードデータへの波及が懸念される。経済の停滞が意識される。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。なお、物価動向次第でECBの利上げも起こりうるが、これがユーロを上昇させる可能性は低いだろう。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る。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。さらに、トランプ政権が欧州に対して風当たりを強くする可能性も意識される。特にトランプ政権は、EUの貿易合意履行を7月まで猶予を与えているが、期限までに履行できなければ関税を引き上げるとしている。これらの点を踏まえると、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、ドル円は下落



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

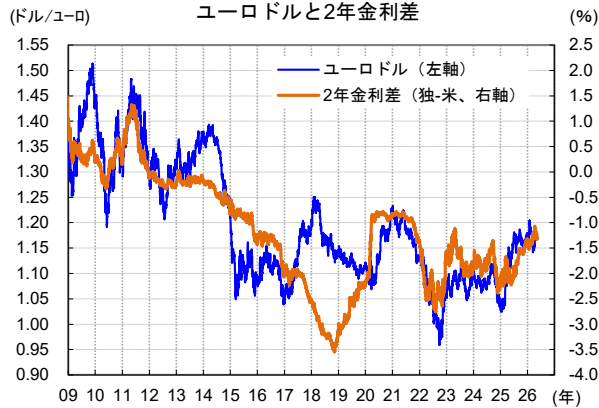
日独実質金利差が上昇したものの、ユーロ円は横ばい



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

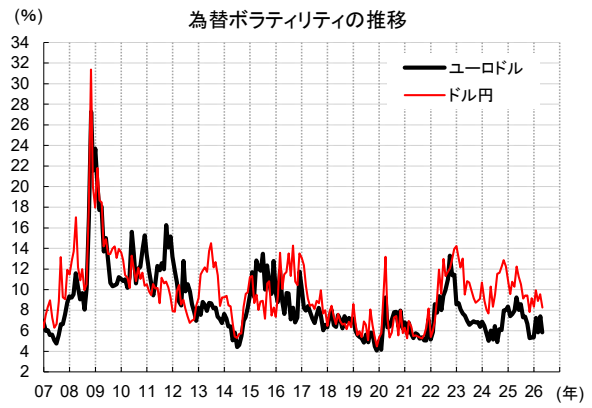
**【ご留意事項】** 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目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

ユーロドルは横ばい推移



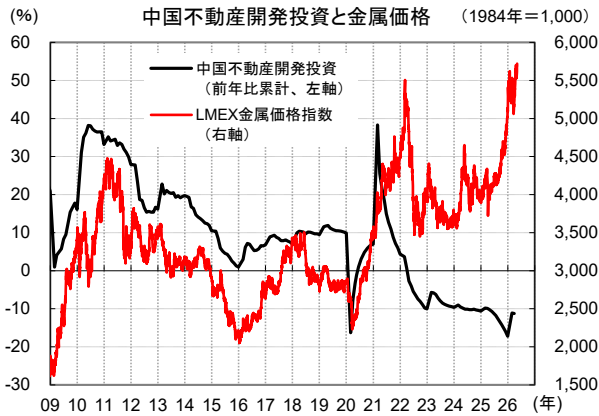
出所: Bloomberg より TDAM 作成

ドル円のボラティリティは1カ月前と比べて低下気味



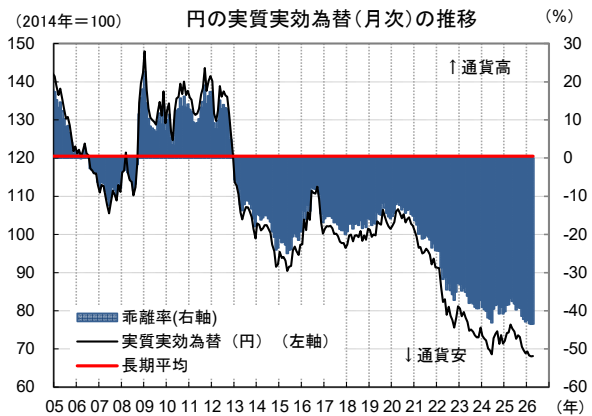
注: ボラティリティは、1 カ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金属価格指数は足許で騰勢を強めている状況



出所: Bloomberg より TDAM 作成

円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に43%程度



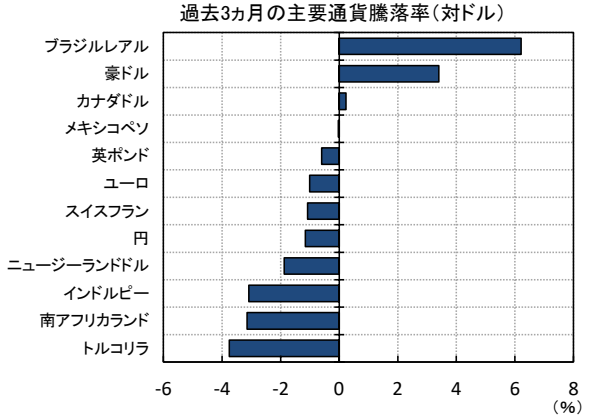
注: 「長期平均」は1995年1月~2025年12月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

トルコリラは軟調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ブラジルレアルが堅調



注: 計算期間は2026年1月30日~2026年4月30日  
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、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 2026年 4月6日	今月作成時 2026年 5月11日	2026年4~6月期		2026年7~9月期		2026年10~12月期	
日本	政策金利	%	0.75	0.75	0.75 ~ 1.00	1.00 ~ 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	%	2.42	2.52	2.20 ~ 2.70	2.30 ~ 2.80	2.40 ~ 2.90	2.40 ~ 2.90	2.40 ~ 2.90	2.40 ~ 2.90
	TOPIX	ポイント	3,645	3,841	3,430 ~ 4,100	3,430 ~ 4,100	3,430 ~ 4,100	3,480 ~ 4,160	3,480 ~ 4,160	3,480 ~ 4,160
	日経平均	円	53,414	62,418	55,900 ~ 66,900	55,900 ~ 66,900	55,900 ~ 66,900	56,700 ~ 67,900	56,700 ~ 67,900	56,700 ~ 67,900
米国	FFレート	%	3.50~3.75	3.50~3.75	3.50 ~ 3.75	3.25 ~ 3.75	3.25 ~ 3.75	3.25 ~ 3.75	3.25 ~ 3.75	3.25 ~ 3.75
	10年国債利回り	%	4.33	4.41	4.00 ~ 4.70	4.00 ~ 4.70	4.00 ~ 4.70	4.00 ~ 4.70	4.00 ~ 4.70	4.00 ~ 4.70
	S&P500	ポイント	6,612	7,413	6,660 ~ 7,920	6,710 ~ 7,980	6,760 ~ 8,040	6,810 ~ 8,100	6,810 ~ 8,100	6,810 ~ 8,100
	NY ダウ	ドル	46,670	49,704	44,650 ~ 53,080	44,980 ~ 53,480	45,320 ~ 53,880	45,660 ~ 54,280	45,660 ~ 54,280	45,660 ~ 54,280
ユーロ圏	中銀預金金利	%	2.00	2.00	2.00 ~ 2.25	2.00 ~ 2.25	2.00 ~ 2.50	2.00 ~ 2.50	2.00 ~ 2.50	2.00 ~ 2.50
	独10年国債利回り	%	2.99	3.04	2.60 ~ 3.30	2.60 ~ 3.30	2.60 ~ 3.30	2.60 ~ 3.30	2.60 ~ 3.30	2.60 ~ 3.30
	DAX	ポイント	23,168	24,350	21,900 ~ 26,040	21,900 ~ 26,040	21,900 ~ 26,040	21,900 ~ 26,040	21,900 ~ 26,040	21,900 ~ 26,040
為替	ドル円	円/ドル	159.68	157.19	148 ~ 168	148 ~ 168	148 ~ 168	148 ~ 168	148 ~ 168	148 ~ 168
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.154	1.178	1.11 ~ 1.25	1.10 ~ 1.24	1.09 ~ 1.22	1.07 ~ 1.20	1.07 ~ 1.20	1.07 ~ 1.20
	ユーロ円	円/ユーロ	184.30	185.20	171 ~ 203	169 ~ 203	167 ~ 200	164 ~ 197	164 ~ 197	164 ~ 197

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金利を表記。

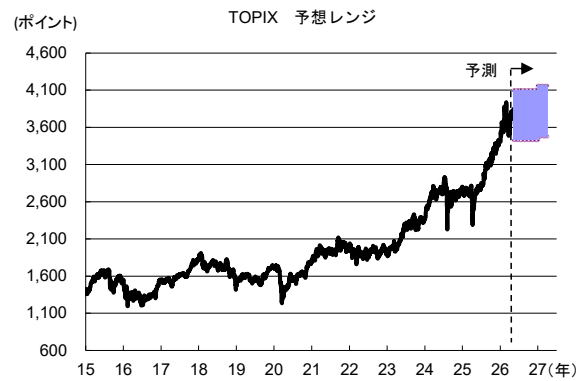
出所: (株)JPX 総研、日本経済新聞社および日本経済新聞デジタルメディア、スタンダード&プアーズ、Bloomberg より TDAM 作成。TDAM 予想。

### 〔日本 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 〔日本 株価〕



出所: (株)JPX 総研、Bloomberg より TDAM 作成

### 〔米国 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

### 〔米国 株価〕

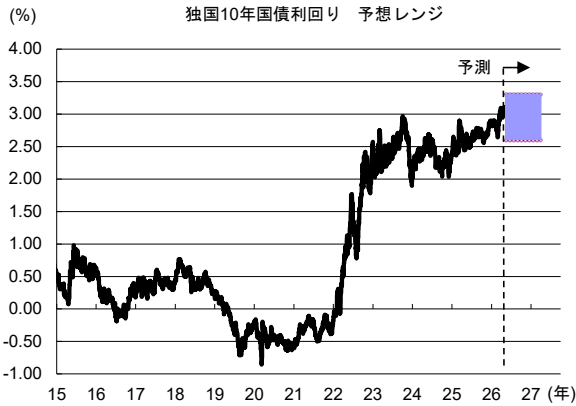


出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

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

〔ドイツ 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔ドイツ 株価〕



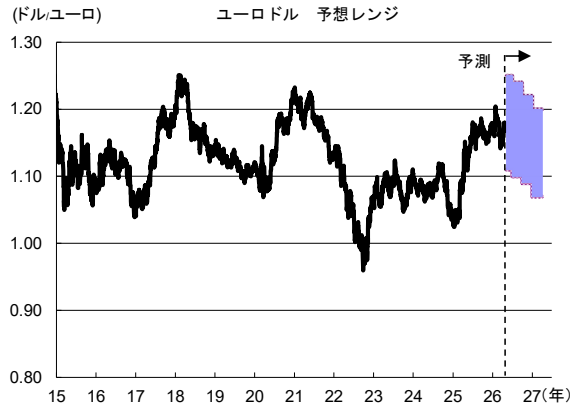
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ドル円〕



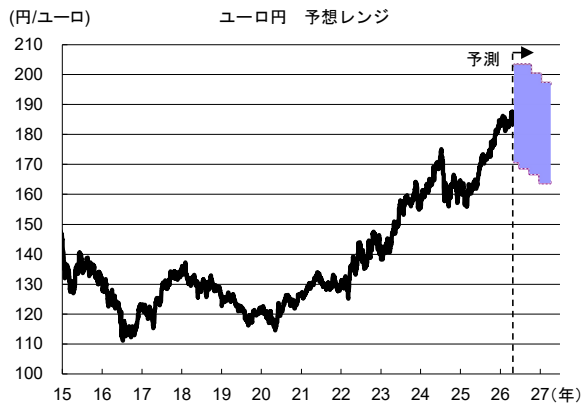
出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ユーロドル〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ユーロ円〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

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

【当資料で使用するデータについて】

・東証株価指数 (TOPIX) の指数値及び東証株価指数 (TOPIX) に係る商標又は商標は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社 (以下「JPX」といいます。) の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数 (TOPIX) に関するすべての権利・ノウハウ及び東証株価指数 (TOPIX) に係る商標又は商標に関するすべての権利は JPX が有します。JPX は、東証株価指数 (TOPIX) の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。本商品は、JPX により提供、保証又は販売されるものではなく、本商品の設定、販売及び販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても JPX は責任を負いません。

・「日経平均株価」(日経平均) に関する著作権、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は日経平均株価を継続的に公表する義務を負うものではなく、その誤謬、遅延又は中断に関して責任を負いません。

・MSCI ドイツインデックスおよび MSCI 英国インデックスは、MSCI が開発したドイツおよび英国の株式市場全体の動きを捉える株価指数です。同指数に関する情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その正確性及び完全性を MSCI は何ら保証するものではありません。その著作権は MSCI に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

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

## 【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー

月曜日	火曜日	水曜日	木曜日	金曜日
				<b>5/1</b> (米)4月自動車販売台数 (米)4月ISM製造業景況指数
<b>5/4</b> みどりの日	<b>5/5</b> こどもの日  (米)3月貿易収支 (米)3月新築住宅販売件数 (米)4月ISM非製造業景況指数	<b>5/6</b> 振替休日	<b>5/7</b> (米)3月建設支出	<b>5/8</b> (米)4月雇用統計 (米)5月ミンガン大学消費者信頼感指数(速報値)
<b>5/11</b> (中)4月CPI (米)4月中古住宅販売件数	<b>5/12</b> (日)3月家計調査  (米)4月NFIB中小企業楽観指数 (米)4月CPI	<b>5/13</b> (日)4月景気ウォッチャー調査  (ユーロ圏)1-3月期GDP(二次速報値)	<b>5/14</b> (米)3月企業在庫 (米)4月小売売上高	<b>5/15</b> (米)4月鉱工業生産 (米)5月NY連銀製造業景況指数
<b>5/18</b> (中)4月鉱工業生産 (中)4月固定資産投資 (中)4月小売売上高 (米)5月NAHB住宅市場指数	<b>5/19</b> (日)1-3月期GDP(速報値)  (米)4月中古住宅販売仮契約指数	<b>5/20</b> (米)4/28-29分FOMC議事録	<b>5/21</b> (日)3月機械受注 (日)4月貿易収支  (ユーロ圏)5月PMI(速報値) (米)4月住宅着工・建設許可件数 (米)5月製造業PMI(購買担当者景況指数、速報値) (米)5月フィラデルフィア連銀景況指数	<b>5/22</b> (日)4月CPI  (独)5月IFO景況感指数
<b>5/25</b>	<b>5/26</b> (米)3月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)5月消費者信頼感指数	<b>5/27</b>	<b>5/28</b> (米)1-3月期GDP(2次速報値) (米)1-3月期個人消費支出 (米)4月耐久財受注(速報値) (米)4月新築住宅販売件数	<b>5/29</b> (日)4月失業率 (日)5月消費者態度指数

注: 5月11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 225 円
- ◇ 投資者が信託財産で間接的に負担する費用：運用管理費用(信託報酬)・・・上限 年 1.98%(税込)
- ◇ その他費用・手数料：上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託証券を組み入れる場合には、間接的にご負担いただく費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの間接的な費用のご負担額に関しましては、その時々各投資信託証券の組入比率や取引内容等により金額が変動しますので、予めその料率、上限額等を具体的に示すことができません。
- ※ 当該手数料等の合計額については、投資者がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。
- ※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、T&D アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

### 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

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