

2023年10月

目次：

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 債券
- #4 通貨
- #5 オルタナティブ資産

# Market outlook

## #1 市場とマクロ経済

### 国債の利回り上昇を受けて株式市場の投資機会は限定的



ビヨルン・ジェシュ

新たな地政学上の紛争がガザで発生しており、この地域の人々に深刻な影響を及ぼすことになるでしょう。現時点でこれに伴う政治や経済への影響を見極めるのは困難です。この紛争勃発前の時点で既に、株式市場や債券市場にかかるストレスは大幅に増加していました。「S&P500種株価指数の予想価格変動率を示すVIX指数だけではなく、米国国債の先行き変動リスクを示すMOVE指数も初めて10月初めに5月の水準を上回りました」と、グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーの

ビヨルン・ジェシュは述べています。年初来積みあがってきた株式価格と債券価格の上昇分の一部はすでに帳消しになっています。「全体として見れば、直近の調整を受けて市場は適正な水準になっているようです」とジェシュは付け加えています。ただし、グローバル株式市場の価格上昇余地は差し当たり限定的でしょう。「短期的な回復のためには、10年物米国国債の利回りが安定する必要があります。利回りが低下すると、さらに状況は好転するでしょう」とジェシュは述べています。株式の中で現在、ジェシュはバリュエーションが適正である通信セクターとともに、一般消費財を選好しています。

### 資本市場を牽引するトピックス

#### 経済：先進国の成長は弱含む見通し



- 米国について我々は60%の確率で穏やかな景気後退の可能性があると考える。2024年の経済成長率は0.4%に低下すると予想(2023年の予想は2.0%)。
- ユーロ圏の経済成長は引き続き低調となる見通し。2023年の経済成長率の予想は0.8%、2024年は0.9%。
- 対照的に、新興国は堅調に成長する見通し。2023年の予想は3.9%、2024年は4.0%。

#### インフレ：来年大幅に低下する見通し



- 労働市場の逼迫が続いていることから米国のコアインフレ率は引き続き高い水準にとどまっている。我々は2023年のインフレ率を4.1%、2024年を2.6%と予想。
- ユーロ圏のインフレ率は9月に4.3%に低下した(8月は5.2%)。2023年全体でインフレ率は5.7%という高水準にとどまるが、2024年には大幅に低下して2.5%になると我々は予想している。

#### 中央銀行：利上げサイクルは終了した可能性



- 各国中央銀行による大規模な利上げの影響が徐々に現れており、米国とユーロ圏の経済は力強さを欠きつつある。
- インフレ率が悪化するというサプライズがない限り、米連邦準備制度理事会(FRB)はこれ以上主要金利を引き上げないだろう。また、欧州中央銀行(ECB)の利上げサイクルは終了した可能性がある。

### 注目点：世界の気温上昇を1.5度に抑える

80%\*



再生可能エネルギーの拡大、電化の推進、エネルギー効率の向上、メタン排出量の削減により、必要な二酸化炭素排出削減を達成できる割合(IEAによる試算\*\*)

20%\*

世界全体で販売される新車のうち電気自動車占める割合。2年前の電気自動車の割合はわずか4%。



\*出所：CNN、2023年9月26日：Not nearly enough。IEAによると、化石燃料の需要は間もなくピークアウトするが、アクションの迅速化が必要。

\*\* IEA：国際エネルギー機関

## #2 株式

### 日本株式にポジティブな見通し



リアン・ハーグ

この数週間、株式投資家には喜ぶべき理由がありませんでした。年初来の株価上昇の一部が消えてなくなったためです。日本株式についても同様のことが言えます。「ただし、他の多くの市場とは対照的に、我々は現在日本株式に対して前向きな見方をしています」とポートフォリオ・マネジャーのリアン・ハーグは説明します。

この数週間の株価下落は良いエントリーポイントになる可能性があります。「企業に目を向けると、円安が輸出主導の日本企業を下支えているのが分かります」とハーグは述べています。長期間にわたって制限を受けていた観光客が戻ってきたことも国内経済を牽引しています。インフレの再来もポジティブな側面を持っています。インフレは名目国内総生産（GDP）や企業収益の伸びに好ましい影響を与えるためです。「このような状況はこの20年目にしたことはありません」とリアン・ハーグは述べています。現在、日本銀行からの逆風を受けて経済の力強さが損なわれるという状況ではありません。足元のインフレ率は3.5～4%であり、日本銀行は利上げやその他の金融引締め政策を実施しない見込みです。

こういったポジティブな面に加えて、「中国要因」もあります。アジアの投資家にとって、中国への投資に替わるものとして日本に投資する魅力が高まっています。中国経済と世界経済の段階的な回復もポジティブな影響をもたらすでしょう。最後に、依然として世界中の投資家は日本に十分に投資しているとは言えません。

#### 日本株式はユーロ圏をアウトパフォーム

円安によりユーロ圏投資の値上がり分が押し下げられている（指標、2020年1月=100）



#### 米国株式

株価上昇余地はほとんどない



短期的見通し



長期的見通し

- 賃金の堅調な上昇と民間部門の貯蓄超過を受けた米国経済に対する消費主導の追い風はおそらく先細りするだろう。
- S&P500種株価指数は上振れではなくむしろ横ばいになると予想される。株価収益率は足元でフェアバリューである18倍をわずかに上回っている。景気後退の可能性についての不透明感を受けて、S&P500種株価指数に株価上昇余地はほとんどないと我々は考える。

#### ドイツ株式

短期的には停滞 — 長期的には若干の上昇余地



短期的見通し



長期的見通し

- ドイツの主要銘柄で構成されるDAX指数は最近大幅に下落し、7月末に付けた今年最高値を約6%下回る水準になっている。
- 高いエネルギー価格と中国からの需要減退が特に化学セクターに痛手で、この2つが現時点での主な足かせになっている。
- 我々はドイツ株式市場に対して短期的には中立だが、長期的には上昇余地があると見ている。

#### 欧州株式

力強さは失われつつあるが、今後12カ月でプラスのリターンの見通し



短期的見通し



長期的見通し

- 景気後退はないが、力強い回復もないだろう。欧州は大きな困難を伴わずに今後数カ月をうまく乗り切ることができる見込み。
- 今後12カ月の企業収益成長率は1桁台前半で、企業収益は相応なものとなる見込み。
- 2024年9月までのトータルリターンは1桁台半ばから後半になる予想。

#### 新興国株式

アジア株式：前向きな変化はまだ起きないだろう



短期的見通し



長期的見通し

- 今年のアジア新興国株式は先進国やラテンアメリカ新興国の株式を大幅に下回り失望であった。
- 前向きな変化の兆しはまだない。企業業績の下方向修正が続いており、米中関係も依然として緊張している。さらに中国の不動産市場の問題もある。

データや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

出所：DWSインベストメントGmbH、2023年10月11日時点

### #3 債券

## 投資適格社債が引き続き有望



トーマス・ヘーファー

債券市場にとっても株式市場にとってもこの数週間は厳しいものでした。利回り上昇によって年初来積み上げてきたプラスのトータルリターンが帳消しにされてしまいました。我々は現時点で、米国国債を除く10年物国債に対して中立です。投資適格社債のほうがより良い投資機会となるでしょう。「企業収益率が依然として高く、レバレッジが比較的低いという良好な基本的

条件が揃っています」と欧州・中東・アフリカ(EMEA)投資適格社債責任者のトーマス・ヘーファーは述べています。

足元でのボラティリティの高まりを受けて、投資適格欧州社債とドイツ国債のスプレッドは160ベースポイント(100ベースポイント=1%)に拡大しました。

「これは投資妙味のある水準です」とヘーファーは付け加えています。クレジットの専門家であるヘーファーは2024年末までにスプレッドは110ベースポイントまで縮小すると予想しています。それに伴って良好な価格上昇の余地もあります。

#### 債券利回りが急上昇

10年物国債の利回りの比較(%)



出所: DWSインベストメントGmbH, 2023年10月時点

#### 米国国債(10年物)

中期的に利回りは低下する見込み



- 米国国債の利回りは再び大幅に上昇した。
- 我々は利回りの再上昇はないと予想している。2024年9月時点の利回りは4.2%前後を見込む。

#### ドイツ国債(10年物)

利回りはこれ以上大きく上昇しないだろう



- 10年物ドイツ国債の利回りは最近再び低下に転じた。
- 我々は今後12カ月で利回りが現在の水準である2.7%程度に落ち着くと予想している。

#### 新興国ソブリン債

2%に迫るトータルリターンを予想



- 新興国ソブリン債は大幅な価格下落に苦戦した。
- 2024年9月末時点で我々は10%程度のトータルリターンを予想しており、よって、リスクを取ると報われることになる。

#### 社債

##### 投資適格



##### ハイ・イールド



### #4 通貨

#### ユーロ/米ドル

ユーロは米ドル高に対抗できないだろう



- ユーロ安にもかかわらず、我々はこの欧州共通通貨の大幅な調整はもうないと予想している。
- 高利回りと高原油価格が継続的な米ドル高の材料となる。

### #5 オルタナティブ資産

#### 金

金価格に上昇余地がある - 逆風は先細りするだろう



- 米国の実質金利の上昇と米ドル高によって金価格は1トロイオンスあたり1,900米ドルの水準を割り込んだ。
- それにもかかわらず、我々は依然として金に対して戦略的に前向きである。金利や米ドルからの逆風は先細りする見込み。さらに、需要も高止まりするだろう。
- 2024年9月末の金の目標価格は、1トロイオンスあたり2,150米ドル。

データや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

出所: DWSインベストメントGmbH, 2023年10月11日時点

## 凡例

### 短期および長期見通し

指標は、DWSが当該資産クラスに関して上昇、横ばい、または下落の見通しを示しています。

短期的見通しは1～3カ月、長期的見通しは2024年9月までの収益可能性を示しています。

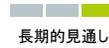
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2023年10月11日時点



短期的見通し

収益がプラスになる可能性



長期的見通し



短期的見通し

収益機会と損失リスクは  
いずれも限定的



長期的見通し



短期的見通し

収益がマイナスになる可能性



長期的見通し

## ご留意事項

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。

当資料は、信頼できる情報をもとにDWSインベストメントGmbHが作成し2023年10月11日に発行したものをドイツ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイツ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。

当資料記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。市場や経済に関するデータや過去の運用実績は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。

当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として記載したものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。

当資料に関する著作権はすべてドイツ・アセット・マネジメント株式会社に属しますので、当社に無断で資料の複製、転用等を行うことはできません。直接または間接を問わず、当資料を米国内で配布すること、および米国市民または米国に居住する人のアカウントへ送信することは禁止されています。

DWSとは、DWSグループGmbH & Co. KGaA およびその子会社・関連会社の世界共通ブランドであり、DWSグループ会社の総称です。DWSの商品やサービスは、契約書、合意書、提案資料または該当商品やサービスの関連書類に明記された法人よりお客様へ提供されます。

## ドイツ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第359号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ドイツ・アセット・マネジメント株式会社は、DWSグループの日本における拠点であり、投資信託ビジネス・機関投資家向け運用ソリューションの提供における長年の経験、ノウハウおよび実績を有します。グローバルな運用体制と独自の洞察力を駆使した質の高いサービスをご提供するとともに、日本市場の資産運用ニーズに的確にお応えすることを目指します。