

2023年9月13日

債券と付き合うべき時

債券利回りは過去15年見られなかった水準に達しています。中央銀行による利上げはほぼ終了し、今後の経済成長は力強さを欠いたものになると予想されています。このような状況で、足元では債券が前向きに語られることが多くなりました。また、インフレ懸念があれば、株式にも目を向けるべきでしょう。

“年初来株式は堅調なパフォーマンスを上げてきましたが、今後数カ月間で現実と向き合うことになる我々は考えています。インフレ率と金利がピークアウトしつつ経済成長が力強さを欠く状況において、最も恩恵を受けるのは債券です。”

ピヨルン・ジェシュ
グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー



2020年から2023年に至るまでの期間と比較すると、この数カ月は政治や経済のショックという観点からはかなり平穏な期間になりました。しかし、今後12カ月間の世界経済や資本市場に関する我々の見方を策定する今年3回目のCIOデーでは特に白熱した議論がありました。市場の大きな不透明感はその質問に要約することができます。インフレ率を低下させるためにどの程度経済を鈍化させる必要があるのか？労働市場はどのような役割を果たすのか？我々同様に最近ではデータを重視している中央銀行の反応はどのようなものか？債券市場はどの程度先まで見越しているのか？

金融緩和から量的引き締めへの転換、欧米との関係悪化を含めた中国の国内外におけるさまざまな問題、ウクライナの戦争による欧州の不安定な状況など、世界中で大きな構造変化がいくつも起きているという事実を受けて、こういった質問はより複雑さを増しています。前向きな部分では、多くの国においてデジタル化や人工知能(AI)の進展によって経済成長の余地が高まる可能性があります。

我々の株式に対する見通しは、AIの動向の影響を受けており、米国株式市場でAIが果たしてきた役割は極めて大きいと言えます。これこそが、米国株式市場よりも欧州株式市場のリターンが高いと我々が考える大きな理由の1つです。さらに、マクロ経済的な要因も欧州に有利であると我々は見えています。我々は米国が(緩やかな)景気後退に陥ると見通していますが、欧州

は景気後退を免れると考えており、2024年の経済成長率は米国の2倍になると予測しています(欧州0.9%、米国0.4%)。同時に、米国は巨額の財政赤字にさらに苦しむ1年となり(我々の見通しは国内総生産(GDP)の5.6%)、巨額の米国国債を発行する必要に迫られるものの、米国国債に対する国外の需要が減少し債券利回りが上昇する可能性があります¹。

株式市場が二極化していることも米国株式の問題です。主にITやメディア/インターネット関連セクターからなる米国の超巨大企業トップ7社は、今年AIブームから恩恵を受けたとよく言われています。ナスダック100は年初来約40%上昇しましたが、ダウ平均株価の上昇率はわずか4%²でした。つまり、グロース株とバリュー株のバリュエーションのギャップ、言い換えると、巨大テクノロジー企業とその他の企業の差がさらに開いたということです。米国テクノロジー企業はTMTセクターを除いた米国株式全体よりも47%割高で取引されていますが、この差の30年間の平均は20%でした。さらに、米国市場は欧州市場よりも56%、代表的なバリュー市場であるドイツよりも70%割高になっており、この差の30年間の平均はそれぞれ20%と18%でした³。

今までの水準から見るとこのギャップは非常に大きく、我々が米国市場に対して慎重になっている理由はここにあります。米国超大型株の株価は軒並み、今後有意なアップサイドを生むには高くなりすぎています。

1. 地政学的に米国に敵対している国が増加しており、そういった国々は米国からの借り入れに消極的になっているため。
2. 2023年9月11日時点。
3. 今後12カ月の収益予想およびデータストリーム地域指数。9月11日時点。出典:リフィニティブ。

クォーターリーCIO View(2023年9月) 投資家の皆さまへ

同時に、市場の牽引役はより割安なバリューストックにすぐには入れ替わらなさそうです。そうなるためには、米国、ユーロ圏、中国においてGDP成長率が現在の見通しを上回る必要があります。我々は株式について相対的に以下を好みます。コミュニケーションサービスは、AIに対するエクスポージャーを有しつつ、株価水準が合理的で1株当たりの利益(EPS)成長率も2桁台です。消費財は足元で堅調な労働市場に下支えされています。さらに、欧州中小型株(SMID)も好みます。欧州は「バリューストックの中でも割安」であり、中小型株は特にS&P500種株価指数に対して大きくディスカウントされているためです。

株価水準を抑制しているのは、2009年以来となる実質金利です。米国のインフレ連動国債(TIPS)の利回りは現在約2%ですが、10年平均はわずか0.28%でした⁴。我々は中央銀行による利上げサイクルが今年終了すると考えていますが⁵、一方で、来年になると予測している利下げ⁶は暫定的な金利調整であって、全面的な緩和サイクルの開始にはならないでしょう。2024年までにインフレ率は大幅に低下しそうですが、中央銀行が中立金利に立ち戻るほどの低い水準にはならないでしょう。我々の中心的なシナリオは上述の通りですが、このシナリオは債券投資家にはポジティブです。債券投資家は2008年以来⁷目にしてこなかった金利から恩恵を受けており、さらに、債券価格の上昇につながる金利の若干の低下からも恩恵を受ける可能性があります。我々は長期債券よりも短期債券の金利が低下すると予測しており、つまり、2-10年のイールドカーブは今後12カ月でフラット化すると考えています。我々の予測では、10年物米国国債の利回りは4.2%、同ドイツ国債は2.7%、2年物米国国債は4.35%、同ドイツ国債は2.7%です。年限に関しては、我々は現在2年物から5年物のセグメントを好みます。当初の利回りは似通っていますが、マネーマーケットなどの短期年限よりも再投資リスク⁸が低くなる(先送りされる)ためです。

我々は社債が国債に対して優れた金利プレミアムを生むと考えています。ハイ・イールド債券よりも投資適格債券をやや好みます。我々の予想より景気が低迷した場合でも投資適格債券のほうが回復力があるためです。

ただし、これまでのサイクルよりもファンダメンタルズが強固であることから、今後数カ月間、ハイ・イールド債券には若干の利回りのクッションがあると考えます。新興国債券は国によってまちまちですが、全体的には中国が足かせとなっているため我々はやや慎重であり、国債に対してわずかに社債を好みます。

4. 10年物インフレ連動米国国債利回り。10年物インフレ連動ドイツ国債利回りは0.17%、10年平均はマイナス0.5%。Bloomberg Finance L.P.、2023年9月11日時点。
5. 我々は米連邦準備制度理事会(FRB)が既にサイクルを終了させたと考えているが、もう1回利上げがあるというリスクケースも想定している。欧州中央銀行(ECB)については、今週または遅くとも11月には1回利上げすると予測しているが、利上げがないというリスクケースも想定している。
6. FRBは2024年第2四半期と第3四半期に1回ずつ利下げし、ECBは2024年第4四半期まで利下げしないと我々は予測している。
7. グローバル総合インデックスがベース。2023年9月11日時点の利回りは4%。
出典: Bloomberg Finance L.P.
8. 当初の投資が満期を迎えた時に、同様の利回りで資金を再投資できないというリスク。

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が作成したものをドイチェ・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チェ・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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。オルタナティブ投資は投機的であり、非流動性、損失の可能性の高さ、不透明性を含む重大なリスクを伴います。オルタナティブ投資はすべてのお客様に適しているものではありません。当資料記載の予測は、2023年9月12日時点のDWSインベストメントGmbHの見解であり、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。

オルタナティブ資産では、金に対する前向きな見方を維持しています。金は実質金利から大きな逆風を受けたにも関わらず、中央銀行の購入という下支えもあって、この12カ月間かなりうまく持ちこたえてきました。利上げは終了局面を迎えていますが、中央銀行による金購入は続きそうです。我々の金の目標価格は1トロイオンス=2,150米ドルです。原油は中国の需要の伸びが鈍化する一方で、米国とイランからの供給が今後12カ月で十分過ぎるほど増加するでしょう。よって、ベンチマークのブレント原油先物価格は来年にかけてほぼ横ばいになるでしょう(来年秋までに1バレルあたり88米ドル)。

インフラ分野は、インフレと金利に下支えされて引き続き堅調なパフォーマンスとなるでしょう。プライベート市場のバリュエーションがよく持ちこたえています。市場が落ち着くにつれて、資金調達と取引の鈍化は2023年第3四半期/第4四半期にも反転すると予測しています。我々はエネルギーや輸送とともに、データセンターが魅力的なデジタルといったセクターを好みます。

実物不動産のバリュエーションに金利上昇が織り込まれるのは上場市場よりも6~12カ月遅れます。しかし、ほとんどのセクターと地域において空室率が低く賃料が堅調に伸びていることから、ファンダメンタルズは引き続き堅調です。景気後退によってリースが冷え込む可能性があります。労働力不足と資金不足によって建設も落ち込むでしょう。需要が増加している物流と、住宅不足という背景のある住宅建設を我々は好みます。

まとめると、我々は今後市場のボラティリティが高まると考えています。とりわけ長期的な課題に苦戦している中国について、現実には目が向けられることになるでしょう。とは言いつものの、中国に対する現在の景況感は底打ちしたと我々は考えます。投資家の選好や市場見通しに応じて、収益やアップサイド、損失に対する守りを手にできる資産クラスが幅広く存在している、というのは投資家にとっては良い知らせです。

2023年9月11日

市場環境の急激な変化により、これらの予測は変更になる場合があります。

マクロ経済 / 回復力のある労働市場

GDP成長率(対前年比、単位：%)

国・地域	2023年(予測)	2024年(予測)
米国	2.0 ▼	0.4
ユーロ圏	0.8 ↗	0.9
英国	0.3 ↗	0.7
日本	2.1 ▼	1.1
中国	4.8 ▼	4.5
世界	2.9 ▼	2.7

財政赤字(対GDP比、単位：%)

国・地域	2023年(予測)	2024年(予測)
米国	5.6 →	5.6
ユーロ圏	3.2 ▼	2.7
英国	5.8 ▼	5.3
日本	6.0 ▼	4.5
中国	6.9 ▼	6.4

消費者物価指数(対前年比、単位：%)

国・地域	2023年(予測)	2024年(予測)
米国 ¹	4.1 ▼	2.6
ユーロ圏	5.7 ▼	2.5
英国	7.4 ▼	2.6
日本	2.9 ▼	1.9
中国	0.5 ↗	2.0

失業率(年平均)

国・地域	2023年(予測)	2024年(予測)
米国	3.7 ↗	4.3
ユーロ圏	6.7 →	6.7
英国	4.0 ↗	4.5
日本	2.5 ▼	2.4
中国	5.3 ▼	5.1

指標金利(単位：%)

国・地域	現在値*	2024年9月(予測)
米国	5.25-5.50 ▼	4.75-5.00
ユーロ圏	3.75 ▼	3.50
英国	5.25 ▼	5.00
日本	-0.10 ↗	0.10
中国	3.45 ▼	3.15

商品市況(米ドル建)

	現在値*	2024年9月(予測)
原油(ブレント)	89.9 ↗	88
金	1,920 ↗	2,150
銅(LME)	8,321 ↗	8,800

* 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2023年9月7日時点

¹ コアレート、12月個人消費支出(前年同月比、単位：%)

予測は2023年9月7日時点の見通しです。

LME：ロンドン金属取引所

当ページ以降の記号表記について

マクロ経済データ、為替相場およびオルタナティブ投資：

矢印は以下の見通しを示します。

(↗) 上昇の可能性、(→) 横ばい傾向、(▼) 下落の可能性

矢印の色はロングオンリー戦略でのリターンの見通しを示しています。

- ロングオンリーの投資家にとってプラスリターンの可能性
- プラスリターンの機会は限定的で、マイナスリターンの可能性もあり
- ロングオンリーの投資家にとってマイナスリターンの可能性

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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2023年9月7日時点のDWSインベストメント GmbHの見解であり、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。

クォーターリーCIO View (2023年9月)
DWSの見通し

株式／グロース／バリューの偏りは無い

	現在値*	2024年9月 (予測)		トータルリターン (予測) ¹	企業利益成長率 (予測)	株価収益率 への影響	配当利回り
			予測値				
米国(S&P500種株価指数)	4,451 ●	4,500	2.7%	5%	-4%	1.6%	
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	454 ●	470	7.2%	3%	0%	3.6%	
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	4,221 ●	4,350	6.8%	3%	0%	3.8%	
ドイツ(DAX指数) ²	15,719 ●	16,700	6.4%	4%	-1%	3.7%	
英国(FTSE100種指数)	7,442 ●	7,400	3.7%	1%	-2%	4.3%	
スイス(SMI指数)	10,993 ●	11,300	6.3%	9%	-6%	3.3%	
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,456 ●	1,500	5.3%	5%	-2%	2.3%	
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	974 ●	1,010	6.6%	3%	0%	2.8%	
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	620 ●	655	8.2%	6%	0%	2.5%	

* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ファクトセット・リサーチ・システムズ、2023年9月7日時点 予測は2023年9月7日時点の見通しです。

¹ トータルリターン(予測)は、利回り、配当、キャピタルゲインを含みます。² トータルリターン・インデックス(配当込)

債券／利回りはデータに左右される

米国

	現在値*	2024年9月(予測)
米国国債(10年物)	4.24% ●	4.20%
米国地方債 ¹	231 bp ●	225 bp
米国投資適格社債	111 bp ●	95 bp
米国ハイ・イールド社債	376 bp ●	450 bp
証券化商品:モーゲージ証券 ²	54 BP ●	120 bp

欧州

	現在値*	2024年9月(予測)
ドイツ国債(10年物)	2.61% ●	2.70%
英国国債(10年物)	4.45% ●	4.10%
ユーロ投資適格社債 ³	168 bp ●	110 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ³	494 bp ●	450 bp
証券化商品:カバードボンド ³	92 bp ●	70 bp
イタリア国債(10年物) ³	173 bp ●	200 bp

* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2023年9月7日時点

¹ 10年物米国国債に対する10年物地方債(AAA格)の比率² ブルームバーグ・バークレイズMBSフォワード・インデックス³ ドイツ国債に対するスプレッド

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が作成したものをドイチェ・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チェ・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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2023年9月7日時点のDWSインベストメントGmbHの見解であり、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。

アジア太平洋

	現在値*	2024年9月(予測)
日本国債(10年物)	0.66% ●	0.75%
アジア社債	297 bp ●	280 bp

世界

	現在値*	2024年9月(予測)
新興国ソブリン債	425 bp ●	440 bp
新興国社債	347 bp ●	325 bp

通貨

	現在値*	2024年9月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.07 ↗	1.12
米ドル(対 日本円)	147 ↘	135
ユーロ(対 英ポンド)	0.86 →	0.86
英ポンド(対 米ドル)	1.25 ↗	1.30
米ドル(対 中国元)	7.33 ↗	7.20

予測は2023年9月7日時点の見通しです。

bp=ベースポイント

会社紹介

DWSについて¹

すべての主要な資産クラスを網羅した商品及び運用ソリューションを通じて、幅広い投資機会へのアクセスを投資家に提供。その運用ソリューションは投資信託から高度にカスタマイズされたポートフォリオの構築まで多岐にわたる

個人投資家及び機関投資家のお客様に、伝統的資産からオルタナティブに至る幅広い資産運用ソリューションを提供

約8,590億ユーロの運用資産残高(2023年6月末時点)を誇る世界有数の資産運用会社

チーフ・インベストメント・オフィスについて

DWSのグローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーであるピヨルン・ジェシュが統括し、DWSの運用プロセスの中心的役割を果たす

経済及び市場に関する統一された見解の策定のため、グローバルな運用体制が有する専門性を集結

グローバル投資見通しであるCIO Viewを策定する

ポートフォリオ・マネジメント、調査及び営業チームの連携のための窓口となり、円滑な意思疎通を可能にする

¹ DWSはDWSグループGmbH&Co.KGaA及びその子会社が事業活動を行う上でのブランド名です。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。

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9月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。

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、ノウハウ及び実績を有します。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。