

2023年3月10日

## 一步一步、不確かな方向へ

私たちは、今年が投資にあたり悪い年になるとは思っていません。しかし、とりわけ重要な金利とインフレの動向が、引き続きサプライズをもたらす可能性があります。

「経済的にも金融市場においても、程々の一年になると予想しています。それは主なリスクの1つが発生しなくても、です。しかし、上向きになる"リスクポテンシャル"もあります。困難な状況に見舞われた2022年における企業の適応力については、今でも驚いています。」



ビヨルン・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

現在の私たちの市場予想通りになれば、12ヵ月後にハッピーになれる可能性は十分にあります。とはいえ、かなり慎重な見方をしています。株式の場合、一桁台前半のリターンは、ほとんど配当によって見込まれるものです。債券については、過去数年よりも高いリターンが期待できますが、主要金利やリスクプレミアムがさらに上昇すれば、これらがリターンを圧迫する要因となる可能性があります。こうした予測は、当社のコアシナリオに基づいています。しかし、この予測の根拠は、資本市場のさまざまな部分におけるバリュエーションが示唆するものよりは信頼性に欠けます。今年最初の2ヵ月の動向は、マクロ経済の基盤が現在いかに揺らいでいるかを色濃く示しています。1月には、投資家はポジティブなものしか見えないと信じていました。例えば、予想以上に好調な米国経済や、インフレ懸念の後退などです。しかし、2月に入り、発表された経済指標の一部が下方修正されたこともあり、流れは一変しました。このことは、コロナによって、いくつかのデータ系列にいかに乱れが生じたかを思い起こさせます。このままでは、あと数四半期は間違ったシグナルを送ることになりかねません。いずれにせよ、現時点で私たちはほとんど想定していませんが、スタグフレーションという言葉はすぐに世間に広まりました。2月に入ってから、米国のインフレ期待<sup>1</sup>は1

ポイント以上も上昇し、足元で3.4%となっています。私たちは、インフレ率と中央銀行の政策金利について、さらなるサプライズが生じる可能性があると考えています。1)現在のそのような水準のインフレ率は1980年代に見られたものであること<sup>2</sup>。2)より引き締めの金融政策にもかかわらず、労働市場は依然として堅調であり、また資金調達環境は依然として良好で、金融市場にはリアルなストレスがない状況であること。金利とインフレ率の上昇にもかかわらず、特に米国における消費者の購買意欲は引き続き非常に旺盛であること<sup>3</sup>。3)金融政策が機能するまでには数四半期というタイムラグがあり、中央銀行が過剰に反応する可能性があること。これらの問題に加えて、資本市場の反応を予測するのも難しい状況です。インフレとの戦いが長期化する危険性を心配する前に、マーケットはどれくらいの期間、緩和的な金融政策を祝うのでしょうか？その逆はもっと複雑で、2024年までにインフレがほぼ抑制されるという確信が高まれば、金融引き締めに対するマーケットの怯えはどの程度になるのでしょうか？そして、この緩みは再び中央銀行の努力(上記2)の後半の文章をご参照ください)を打ち消すことにならないでしょうか？中央銀行が言うところの「データ次第」という環境では、中央銀行だけでなく投資家も次々に発表されるマクロデータ

1.2年物米物価連動国債のブレイク・イーブン・インフレ率をベースにしています。

2.米国での数字に基づく。1980年当時、公的債務はGDPの40%に過ぎなかったが、現在では3倍になっている。

3.しかしながら現在、その傾向に亀裂が入る兆候があります。

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3月8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3月) 投資家の皆さまへ

次第で行動を変える必要があることを説明するために、私はこれらの考察に多くの労力を割いています。その結果、最終的に導き出した予想は以下の通りです。

- ・ 経済成長／景気後退：景気は概して懸念されていたよりも好調に推移していますが、絶対値ベースではまだ弱い状態です。米国では、年内に緩やかな景気後退が続くと予想され、ユーロ圏は辛うじてそれを免れるとみています。その後の回復も緩やかなものになりそうです(2024年は両地域とも 1.1%)。一方、中国では、2023年と 2024年の GDP成長率が 5%を超えると予想しています。
- ・ インフレと中央銀行：中央銀行は、インフレを抑制するためにあらゆる手段を講じると考えられます。現在、コアインフレ率の低下が予想よりも遅れています。2024年末にはユーロ圏と米国のインフレ率が 3%を下回ると見えています。しかし、これまでの利上げによって一部の分野(企業や住宅建設業者の信用需要、臨時雇用、M1 マネーの増加)で活動鈍化の最初の兆候が見られることも事実です。第 2 四半期に、FF金利は 5.5%、ECB預金金利は 4%でピークを迎えると予想しています。日本銀行は、イールドカーブ・コントロールの段階的な終了と、それに続く 2回の小幅で象徴的な利上げを行うと予想しています。

- ・ 債券：国債利回りはまだピークに達していないと見ており、12ヵ月後の米 10年債利回りを 4.3%、独 10年債利回りを 2.9%と予想しています。米国の 2年債のみ利回りが低下すると見ており(目標: 4.4%)、これがこのセグメントを選好している理由です。社債と新興国債券のリスクプレミアムは拡大する可能性があります。足元の高い利回りが、特に企業の良好なバランスシートを鑑みれば、ある程度のリスクバッファとなるでしょう。為替については、ユーロと円が米ドルに対して若干上昇すると予想しています。
- ・ 株式：先進国では高金利環境の下、収益は停滞している一方で利益率は依然として高いという状況であり、世界株式はほとんど上昇余地がないと見ています。当社の 12ヵ月後のターゲットは、米国 S&P500種株価指数が 4,100、ドイツ DAX指数が 16,300、欧州ストックス・ヨーロッパ 600指数が 480です。欧州の小型株、アジア、コミュニケーション・サービスセクターがアウトパフォームすると考えています。
- ・ オルタナティブ：12ヵ月後のブレント原油は 1バレル 100米ドル、金は 1オンス 1940米ドルと予想しています。

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3月8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。

2023年3月9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／緩やかな後退と緩やかな回復

## GDP成長率(対前年比、単位：%)

国・地域	2023年(予測)	2024年(予測)
米国	0.7 ↗	1.1
ユーロ圏	0.8 ↗	1.1
英国	-0.5 ↗	1.1
日本	1.0 ↘	0.8
中国	5.5 ↘	5.3
世界	2.7 ↗	3.1

## 財政赤字(対GDP比、単位：%)

国・地域	2023年(予測)	2024年(予測)
米国	4.3 ↗	4.5
ユーロ圏	3.6 ↘	2.9
英国	6.0 ↘	4.0
日本	6.0 ↘	3.5
中国	7.2 ↘	6.5

## 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 <sup>1</sup>	3.9 ↘	2.4
ユーロ圏	5.7 ↘	2.7
英国	6.4 ↘	2.5
日本	2.5 ↘	1.7
中国	2.5 →	2.5

## 失業率(年平均)

国・地域	2023年(予測)	2024年(予測)
米国	4.2 ↗	4.7
ユーロ圏	6.7 →	6.7
英国	4.2 ↘	4.1
日本	2.5 ↘	2.4
中国	5.2 ↘	5.0

## 指標金利(単位：%)

国・地域	現在値*	2024年3月(予測)
米国	4.50-4.75 ↗	5.25-5.50
ユーロ圏	2.50 ↗	4.00
英国	4.00 ↗	4.25
日本	0.00 ↗	0.10
中国	3.65 →	3.65

## 商品市況(米ドル建)

	現在値*	2024年3月(予測)
原油(ブレント)	86.2 ↗	100
金	1,847 ↗	1,940
銅(LME)	8,921 ↗	9,250

\* 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2023年3月6日時点

<sup>1</sup> 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3月6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3月6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3月)  
DWSの見通し

## 株式／リターンのお大半は配当金

	現在値*	2024年3月 (予測)		トータルリターン (予測) <sup>1</sup>	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)	4,048 ●	4,100		2.6%	1%	-1%	1.8%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	464 ●	480		6.9%	2%	2%	3.4%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	4,314 ●	4,350		4.2%	0%	1%	3.4%
ドイツ(DAX指数) <sup>2</sup>	15,654 ●	16,300		4.1%	1%	-1%	3.3%
英国(FTSE100種指数)	7,930 ●	8,100		6.2%	-1%	3%	4.1%
スイス(SMI指数)	11,147 ●	11,100		2.8%	20%	-21%	3.3%
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,241 ●	1,250		4.3%	3%	-1%	2.6%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	994 ●	1,020		6.4%	-1%	4%	3.2%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	644 ●	670		7.2%	3%	1%	2.7%

\* 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3月6日時点 予測は2023年3月6日時点の見通しです。

<sup>1</sup> 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。<sup>2</sup> トータルリターン・インデックス(配当込)

## 債券／金利は低下する前に上昇する可能性あり

## 米国

	現在値*	2024年3月(予測)
米国国債(10年物)	3.96% ●	4.30%
米国地方債 <sup>1</sup>	231 bp ●	245 bp
米国投資適格社債	112 bp ●	110 bp
米国ハイ・イールド社債	389 bp ●	450 bp
証券化商品:モーゲージ証券 <sup>2</sup>	40 BP ●	35 bp

## 欧州

	現在値*	2024年3月(予測)
ドイツ国債(10年物)	2.75% ●	2.90%
英国国債(10年物)	3.87% ●	3.60%
ユーロ投資適格社債 <sup>3</sup>	144 bp ●	110 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 <sup>3</sup>	414 bp ●	420 bp
証券化商品:カバードボンド <sup>3</sup>	70 bp ●	70 bp
イタリア国債(10年物) <sup>3</sup>	183 bp ●	220 bp

## アジア太平洋

	現在値*	2024年3月(予測)
日本国債(10年物)	0.51% ●	0.75%
アジア社債	267 bp ●	250 bp

## 世界

	現在値*	2024年3月(予測)
新興国ソブリン債	442 bp ●	470 bp
新興国社債	322 bp ●	350 bp

## 通貨

	現在値*	2024年3月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.07 ↗	1.10
米ドル(対 日本円)	136 ↘	125
ユーロ(対 英ポンド)	0.89 →	0.89
英ポンド(対 米ドル)	1.20 ↗	1.25
米ドル(対 中国元)	6.93 ↗	6.95

\* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2023年3月6日時点

<sup>1</sup> 10年物米国国債に対する10年物地方債(AAA格)の比率<sup>2</sup> 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<sup>3</sup> ドイツ国債に対するスプレッド

予測は2023年3月6日時点の見通しです。

bp=ベースポイント

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3月6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。

## 会社紹介

### DWSについて<sup>1</sup>

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8,215億ユーロの運用資産残高(2022年12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

<sup>1</sup> 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3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。