

2023年1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

### 2023年の投資は慎重さを保ちつつ楽観的 — ただしリスクは多い



ビヨルン・ジェシュ

「2022年は災難に見舞われた1年でしたが、2023年について我々は慎重さを保ちつつ楽観的です。2023年は引き続き政治的にも経済的にも予測不可能ですが、それにもかかわらず我々はこのような見方をしています」とDWSのグローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーであるビヨルン・ジェシュは述べています。我々は堅調な経済回復を期待し、楽観的な雰囲気の中で2022年の年明けを迎えましたが、状況というものはとても簡単に急速かつ劇的に暗転するという典型的な年になりました。大部分

において二桁台の損失となった昨年を受けて、今年の株式市場は再び少なくとも名目上プラスのリターンを生むと我々は見えています。欧州と米国における景気低迷は現在株価に織り込まれているほど極端ではなくなる可能性があります。労働市場が極めて安定的であることがその理由の1つです。この点は特に欧州にあてはまります。さらに、市場に既に悲観的な見方が広がっている状況を踏まえると、株式のダウンサイドのリスクは懸念されているほど顕著ではないようです。「このように慎重さを保ちつつ楽観的な評価をしていますが、投資家は再び債券、特に社債に目を向けるとよいでしょう」とジェシュは付け加えています。

### 資本市場を牽引するトピックス



#### 経済：ユーロ圏は驚くほど持ちこたえている

- ユーロ圏経済は大半の予想よりもうまく持ちこたえているようだ。経済データが市場予測をこれほど大幅に上回った地域は他にない。
- 労働市場は粘り強さを示し、2023年には賃金と給与が大幅に上昇する見込み。さらに、各国では一部大規模な経済支援策が講じられている。



#### インフレ：既にピークアウトしたと見られる

- 12月には、ユーロ圏のインフレ率は11月の10.1%から9.2%に低下した。しかし、コア・インフレ率（エネルギーと食品を除いたインフレ率）は11月の5.0%から5.2%に上昇し、インフレの問題がまだ収束していないことを明確に示している。
- 米国ではインフレは2022年夏に既にピークアウトした。しかしコア・インフレ率は引き続きしつこく高止まりしている。



#### 金利政策：米連邦準備制度理事会（FRB）は当面の間、金利を高い水準に据え置く見込み

- FRBは最近さらなる若干の利上げを継続すること、その到達金利水準を長期にわたって維持する狙いがあることを発表した。現在、金利低下の兆候はない。
- その根拠の一つが米国の労働市場の実績である。新たに22万3,000人の雇用が生み出されたことも12月のポジティブサプライズだった。

### 注目が集まるサステナビリティ：自然災害が深刻な被害をもたらしている



#### 2,700億米ドル\*

– 2022年の自然災害によってもたらされた被害額。この被害額の3分の1以上はフロリダ州のハリケーン「イアン」によるもの。



#### 50%以上\*

– 一気候変動のない世界と比較した場合に自然災害の激しさが増した度合い。科学者による試算。このようなマイナス基調がとどまる兆しはない。

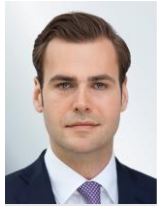
\*出所：ミュンヘン再保険、2023年1月10日発表「Climate change and La Niña driving damage: the results of natural catastrophes in 2022」

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1月11日時点

## #2 株式

# 神経質な市場を予測ー引き続き欧州が有望



マーカス・ポッペ

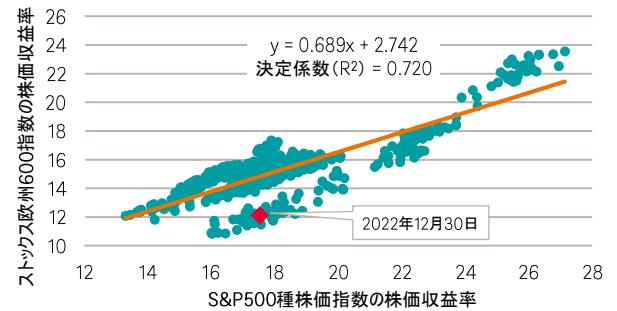
まずは良い材料からお伝えしましょう。長期的に見て、株式の魅力は失われていないと我々は考えています。投資家にとって株式は高インフレの影響を緩和し得るものです。他の資産とは異なり、株式は危機時でもかなり流動性があることが多く、適切な銘柄を選べば投資家は新たな利益を享受することができます。

短期的に見ると、今後はそれほど明るいものではありません。「明らかに、市場は景気低迷の前に回復を期待しようとしています。景気減速の最初の兆候が今後6~12カ月でより明らかになってくるでしょう」とグローバル株式ポートフォリオ・マネジャーのマーカス・ポッペは警告を発しています。米国株式の株価水準は引き続き高すぎるままです。米国株式が安定的に二桁台の利益成長を出した時代は、少なくとも当面の間は終わりました。携帯電話や半導体の製造企業の業績は2023年に減少に転じる可能性すらあります。現時点では欧州の将来は若干明るいようです。「このような理由から、我々は欧州株式を引き続きオーバーウェイトします。さらに、我々はヘルスケアセクターに対するポジティブな見方も堅持します」とポッペは述べています。ただし、景気回復

から従来恩恵を受けてきた景気敏感株の上昇に今賭けるのは時期尚早でしょう。化学銘柄だけはこの点で例外でした。「化学銘柄はこれまでも大幅な利益低下を受けて、すでに株価水準はかなり低くなっていました。エネルギー価格と電気価格が引き続き低下すると、化学企業はそこから最も恩恵を受けることになるでしょう」とポッペは予測しています。

### 欧州株のバリュエーションは依然として低い

過去10年間の平均を基にすると、S&P500種株価指数の株価収益率と比較した場合、ストックス欧州600指数の株価収益率は3ポイントも低い。



出所: Bloomberg Finance S.P., DWSインベストメントGmbH, 2023年1月時点

### 米国株式

経済成長の鈍化と企業収益に対する圧力が短期的に足かせ



短期的見通し



長期的見通し

- 最新雇用統計からも明らかなように、米国の労働市場は依然としてフル稼働で動いている。よって、政策金利の路線がすぐにも転換を迎える可能性は低い。
- 経済成長の鈍化に加えて、企業収益の見通しが失望的であることから、今年の米国株式は圧力を受ける可能性がある。2023年の大半は、S&P500種株価指数は我々の目標株価である4,100ポイントを下回って取引されると予測する。

### ドイツ株式

一部で失速ー銘柄選別で投資機会が生まれる



短期的見通し



長期的見通し

- この3カ月間、ドイツのDAX指数は米国のS&P500種株価指数よりも大幅に良いパフォーマンスを挙げた。
- このプラスの勢いは同じペースでは続かないだろう。不確実性が高すぎる一方で、2023年に予測される経済成長は低すぎる。
- 指数レベルでは株価上昇余地は今年末まで限定的だが、銘柄選択次第では多くの投資機会に恵まれるだろう。

### 欧州株式

巻き返し余地ー特に欧州の中小型株



短期的見通し



長期的見通し

- 我々は欧州株式の見通しが依然として良好であると見ている。米国株式と比較すると依然として割安であること、欧州市場の50%がディフェンシブ銘柄であり企業収益が比較的安定的であることが投資対象としてこの地域を選好する理由。
- 欧州中小型株は足元で優良企業をアンダーパフォームしていることから、特に有望なようである。高い利益成長が期待されていること、さらに優良銘柄との比較で過去の平均を大幅に上回るバリュエーションのディスカウントがあることから欧州中小型株は恩恵を受ける見込み。

### 新興国株式

いまだに完全復活ではないー中国が重要な役割を担う



短期的見通し



長期的見通し

- 新興国株式は過去3カ月で目覚ましく復活した。
- この地域への投資にとって中国の今後の動向が決定的に重要になる。
- 中国では新型コロナ感染者数が大幅に増加しているものの、ゼロコロナ政策の大幅な緩和を受けて市場参加者は経済が押し上げられると期待している。大荒れとなった不動産市場の下支えもプラスに働くだろう。

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1月11日時点

### #3 債券

## ユーロ圏社債が最も有望なようだ

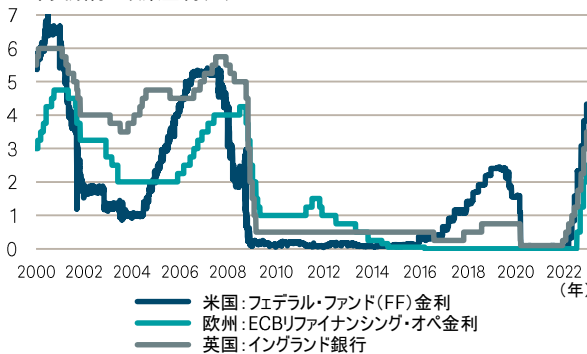
長期国債を保有している投資家のほとんどは2022年に大きな損失を被りました。ユーロ圏で投資した場合、10年物米国国債の損失は9%を若干上回るものの、なんと一桁台を保つことができました。しかし、為替上昇分を差し引くと損失は15%に上ります。10年物新興国ソブリン債とドイツ国債はさらに悪い結果でした。社債も大きな損失を被りました。

2023年も投資家にとって穏やかな1年にはならないでしょう。長期ソブリン債について我々は引き続き慎重な見方をしています。12月に欧州中央銀行（ECB）は現在の利回り水準ではいまだに今後の金融引き締め路線が適切に反映されていないことを示唆しました。社債に関する状況は異なります。経済や政治の情勢は不透明ですが、米国の投資適格債以外の特定の社債には今までよりも大きな投資妙味が再び生まれるでしょう。

短期的には欧州ハイ・イールド債券のボラティリティが高まる可能性があります。しかし長期的には、我々は再びかなり楽観的になっています。

#### 中央銀行は利上げモード

G3中央銀行の政策金利(%)



出所：DWSインベストメント GmbH、2023年1月初め時点

#### 米国国債（10年物）

利回りが引き続きさらに若干上昇する可能性



- 利回りが引き続きさらに若干上昇し、価格の圧力となる可能性がある。
- 我々は2023年の10年物米国国債のトータルリターンを約2%と予測。

#### ドイツ国債（10年物）

利回りが再び顕著に上昇している



- 10年物ドイツ国債の利回りは最近再び際立って回復し2.3%となった。
- 今後12カ月の上振れ幅には限界があると我々は考えている。2023年末までに2.40%と予測。

#### 新興国ソブリン債

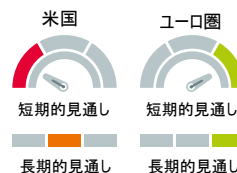
ポジティブな見通しだが不透明感が残る



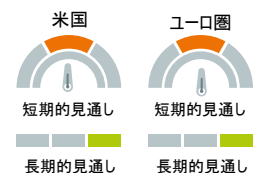
- 新興国は依然として経済成長見通しの弱さに苦戦している。
- しかし、非常に低迷した2022年より、特定のソブリン債の見通しは改善している。

#### 社債

##### 投資適格



##### ハイ・イールド



### #4 通貨

#### ユーロ／米ドル

ユーロ高の一服により今後さらに上昇する可能性はほとんどない



- ユーロ圏のマクロ環境が期待を上回り、スプレッドが縮小したことから米ドルに対するユーロ安が反転し、ユーロは9月末から約12%上昇した。
- 我々は中期的な為替レートは大きく振れないと予測しており、我々の年末に向けた予測である1ユーロ=1.05米ドルを堅持する。

### #5 オルタナティブ資産

#### 不動産

長期投資家には投資妙味のあるエントリーポイント



- 昨年不動産市場の一部は手厳しい価格調整に見舞われたが、2023年の上場不動産と非上場不動産の見通しは改善する見込み。
- 当面の間ボラティリティが続き、ダウンサイドの調整につながる可能性がある。よって、長期投資家には投資妙味のあるエントリーポイントとなる。

\* DWSでは短期的な不動産の評価を行っていません。  
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1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2023年12月までの収益可能性を示しています。

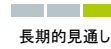
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2023年1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1月13日に発行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チェ・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。

## ドイチェ・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

ドイチェ・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。