

2023年2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

### アジア新興国の見通しが大幅に改善



ビヨルン・ジェシュ

2023年の株式市場は極めて強気で始まりました。我々はこのような楽観視が今年1年を通して現実に持ちこたえられるのだろうかと考えています。「この問いへの答えは、特に米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする各国中央銀行が景気後退に陥ることなくインフレを抑え込められるかどうか大きく左右されるでしょう。結論が出るにはまだ時間がかかりそうです」と、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。市場は依然として今年のFRBによる利下げを期待して

いるため、なおさら予断を許しません。ジェシュは次の点を付け加えています。「よって、この点では失望リスクがかなり高くなっています。我々は2023年にFRBが主要金利を引き下げることはないと予測しています」。

中国経済の回復を受けて、アジア新興国の経済成長見通しが大幅に改善しています。「今後2年間でアジア新興国の企業収益は世界の他の地域の2倍の速さで伸びると我々は予測しています」とジェシュは述べています。この数カ月の目覚ましい回復にもかかわらず、新興国株式は依然として魅力的です。

### 資本市場を牽引するトピックス



#### 経済：2023年は中国がユーロ圏や米国を明らかに上回るようになるだろう

- \_ 2022年の経済成長率の順位は驚くべきことに、ユーロ圏の経済成長率が3.5%でトップを維持し、続いて中国が3.0%、米国は2.1%という結果になった。
- \_ 新型コロナ後の回復と個人消費の加速のおかげで、今年は中国が欧米よりも明らかに早いスピードで巻き返すだろう。



#### インフレ：ピークアウトしたものの依然として高すぎる水準

- \_ インフレ率は米国と欧州の双方で下落したが、依然として高水準であるため中央銀行が今年にも利下げを開始する可能性はかなり低いと我々は見ている。
- \_ 米国とは異なり、欧州のコアインフレ率（エネルギーと食品を除いたインフレ率）は1月に上昇した。



#### 金融政策：中央銀行による主要金利のさらなる引き上げが続く可能性も

- \_ 1月最終週に米国、ユーロ圏、英国のそれぞれの中央銀行は再び利上げを実施した。
- \_ この利上げサイクルはまだ終わっていないようだ。インフレが依然として高水準であることから、我々は中央銀行が3月に一段の利上げを実施すると予測している。

### 注目が集まるサステナビリティ：エネルギー政策の転換に関する投資が軌道に乗りつつある



#### 1.1兆米ドル\*

2022年には初めてクリーンエネルギーへの投資が化石エネルギーへの投資と同水準になった。



#### 2,500億米ドル\*

2021年から2022年にかけて増加したカーボンニュートラルエネルギーに対する投資金額。この分野ではこれまで最大の増加。

\*出所：Time.com、2023年1月26日、<https://time.com/6250469/clean-energy-investment-sets-1-1-trillion-record-matching-fossil-fuels-for-the-first-time/>

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2月8日時点

## #2 株式

### 欧州中小型株が有望



フィリップ・シュヴェネケ

年初数週間はあらゆる株価が上昇し、本当にバラ色でした。ただし、このような株価上昇が1年を通してこのペースで続く可能性はかなり低いでしょう。株式市場が好調な1年のスタートを切ったからといって、今後の方向性を示すことにはなりません。このような慎重な評価を下しているのは企業業績の観点からです。2022年に収益性は

史上最高に達しました。

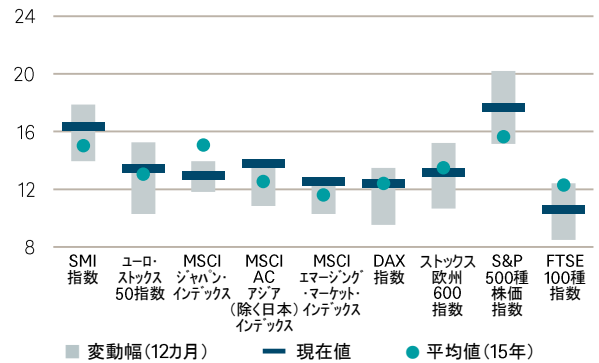
高インフレにもかかわらず、多くの企業が収益性を高めることができました。物価上昇分を価格に転嫁できたためです。しかし、2023年に同じことが起きる可能性は低く、企業収益はおそらく低迷するでしょう。これらは大企業において特に当てはまります。

「特に欧州において中小型株の状況ははるかに良くなっています」と欧州株式共同責任者のフィリップ・シュヴェネケは述べています。ディフェンシブなセクターのウェイトが低いこと、平均を上回る収益、株価水準の回復余地がその理由です。「高インフレの時期には中小型株のほうがコスト高を転嫁できることが多いでしょう。また国内市場への集中度が高い傾向

もあります。よって、名目成長から受ける恩恵が高くなるのです」とシュヴェネケは述べています。さらに、大企業と比べると中小型株の負債比率は過去よりも改善しており、金利上昇の負担を受けにくくなっています。

#### 株価水準が優位な欧州株式

2023年の収益予測に基づいた株価収益率



出所: DWSインバーストメントGmbH, 2023年2月初め時点

### 米国株式

企業収益の低迷によって株価上昇余地に限り



- 米国の経済成長は鈍化すると予想されている。これまでS&P500種株価指数の中でも最大の収益を誇っていたヘルスケア、テクノロジー、金融といったセクターの企業収益は低迷するか、控えめなものにとどまるだろう。
- 現在の株価水準に照らすと米国の大企業の株価上昇余地は限られるだろう。

### ドイツ株式

好材料の多くが既に織り込み済み



- ドイツの個人消費は長期間にわたって安定していたが、2022年第4四半期に若干停滞した。
- 株価は年初から大幅に上昇している。例えばドイツの大企業のパフォーマンスは米国の大企業を上回っている。
- この数カ月の良好なパフォーマンスと軟調な経済成長を受けて、今後の株価上昇余地は当面の間限られることになるだろう。

### 欧州株式

米国株式と比較したバリュエーションのディスカウントは引き続き平均を上回る



- 2023年も引き続き欧州株式は米国株式に対して優位を保つだろう。
- 欧州企業の収益予測は下方修正を余儀なくされたが、修正幅は米国株式ほど大きくなかった。
- この数週間の株価上昇にもかかわらず、企業収益のコンセンサスに基づいた欧州株式と米国株式のバリュエーションのディスカウントは27%と平均を上回っている。

### 新興国株式

アジア株式が引き続き有望



- アジア株式市場は2023年の年初から良好なパフォーマンスを挙げている。
- 足元の株価上昇にもかかわらず、株価水準には引き続き投資妙味がある。
- しかし、アジア新興国市場株式が先進国市場よりも高いパフォーマンスを挙げられるのは、FRBによる利上げサイクル終了の兆候がみられた場合に限られる見込み。

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インバーストメントGmbH, 2023年2月8日時点

### #3 債券

## ユーロ圏社債に依然として注目

年明け数週間、債券は明らかにポジティブなパフォーマンスを挙げました。FRBが今年急速な金融緩和を進め、その結果利回りの低下と債券価格の上昇を招く、ということに依然として市場が賭けていたことが主な理由です。しかし、この予想結果はまだ出ていません。インフレ率が大幅かつ永続的に低下しない限り、FRBが近い将来に利上げの方向性から利下げの方向性に転換する可能性はかなり低いでしょう。

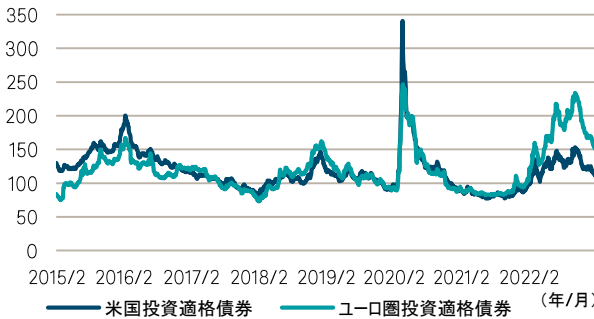
足元で見られた若干のインフレ率の低下では懸念は完全には払拭されません。特に、一度限りの影響によるもので、再び繰り返されるものではないためです。

我々は引き続きユーロ圏の投資適格社債を愛好します。年初以降、新たな起債は大幅に減速し、既に債券価格の上昇につながっています。投資家には依然として潤沢な流動性があるため、需要は引き続き高止まりする見通しです。よって債券価格は下支えされるでしょう。米国とユーロ圏のハイ・イールド債券については、我々は高い市場ボラティリティを予測しています。

#### スプレッドは大幅に低下

ユーロ圏と米国の投資適格社債のスプレッド

(ベースポイント)



出所: DWSインバーストメントGmbH, 2023年1月31日時点

#### 米国国債 (10年物)

債券価格が圧力を受ける可能性も



- 10年物国債の見通しは悪化している。
- 利回りが引き続き低下することはないだろう。我々は利回りの上昇と、それに伴う債券価格の下落を予測している。

#### ドイツ国債 (10年物)

短期的には調整の可能性



- ユーロ圏の堅調な経済データを受けて、足元の利回り低下は続かない見通し。
- 欧州中央銀行 (ECB) は利上げを継続するだろう。短期的には、債券価格は調整に苦戦する可能性がある。

#### 新興国ソブリン債

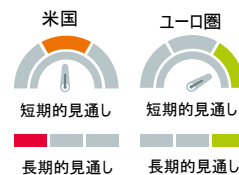
経済回復を受けて、当面の間収益の余地はかなり低い



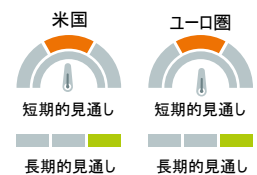
- アジア債券は年初数週間に回復を続けてきた。
- しかし、軟調な経済成長見通しや過剰な債務といった課題は依然として残っている。

#### 社債

##### 投資適格



##### ハイ・イールド



### #4 通貨

#### ユーロ/米ドル

短期的には米国に対する利回り差の低下からユーロが恩恵を受ける



- 市場は引き続きユーロに対してポジティブな見方をしている。
- ユーロは現在、予測を上回る経済状況や、ユーロ圏と米国のスプレッド低下の可能性によって下支えされている。
- 2023年末のユーロ/米ドルの我々の予測を1ユーロ=1.05米ドルに据え置く。つまりその時点で若干のユーロの下落を予測している。

### #5 オルタナティブ資産

#### 金

今のような価格上昇は続かないだろう – 利上げが逆風になる可能性



- この3カ月で金価格はほぼ15%も急騰したが、米国労働市場の堅調なデータが2月3日に発表されたことを受けて、最初の調整に苦戦することになった。
- 米国での追加利上げの予測や実質金利上昇の可能性によって今後数カ月の金価格は冷え込み、さらなる価格上昇は制限されるだろう。

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インバーストメントGmbH, 2023年2月8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。

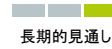
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2023年2月8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2月8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。