

2023年9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

「株式市場は調整される可能性が高い」



ビヨルン・ジェシュ

大半の株式市場で足元のパフォーマンスはあまり思わしくありませんが、それに関わらず、年初来投資家はかなり優れた運用成果を手に入れました。ほぼすべての市場において大幅な上昇が続いていたためです。ということは、この数週間はさらなる上昇基調の中での一時的な不調なのでしょうか？「株式市場の一部セクターは脆弱なようです」とグローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーのビヨルン・ジェシュは述べています。企業の収益成長の鈍化や行き過ぎた株価水準が主な理由です。例として米国市場を見てみましょう。「米国の株式プレミアムはこの

20年で最低になっています」とジェシュは説明しています。高い実質金利も圧力になっています。よって2023年第4四半期には何らかの失望に変わる可能性があります。中国に関しては、ジェシュは他の市場参加者ほど悲観的ではありません。不動産、資金調達、信用といったものが悪化しており、これらが相俟って引き続き当面の間、経済成長の足かせとなる可能性があります。一方で投資家心理は底を打っており、短期的には間もなくアップサイド・サプライズの可能性もあります。ただし、中長期的には問題を無視することはできません。そのため、ジェシュは「共産党指導部は状況改善に向けて適切な措置を講じる」と予測しています。

資本市場を牽引するトピックス



経済：米国と欧州の指標が弱い — 中国のデータはまだら模様

- 景気動向の代表的な指標である購買担当者景気指数は、米国と欧州において足元でさらに弱含んだ。
- 中国経済のデータはこのところかなりまだら模様。財新製造業購買担当者景気指数(PMI)は再び拡大に転じたが、サービスセクターは5カ月連続の下落という失望的なものだった。



インフレ率：低下しつつあるもののコアインフレ率は引き続き高い

- 米国と欧州のインフレ率は低下し始めた。しかし、食品とエネルギーを除いたコアインフレ率は依然としてしつこく高止まりしている。
- よって、現在の経済減速局面での利上げが長期的なインフレ率抑制に十分なのかどうか疑問が生じている。



金融政策：引き締めの金融政策は間もなく終了する見込み

- 2023年上半年期の米国の経済成長が予想を上回ったことを受けて、予想されている経済の減速は下半期に起きる可能性がある。この状況において米連邦準備制度理事会(FRB)が追加利上げをすることはない見通し。
- ユーロ圏については、9月に実施された直近の利上げが最後となり、この利上げサイクルが終了する可能性がある。

注目点：二酸化炭素排出



7%*

G20諸国において2015年以降、石炭から生み出される電力の1人あたりの消費量が増加した割合。世界中の電力からの炭素排出の80%をG20諸国が占めている。



4トン*

– オーストラリアは1人あたりの石炭による二酸化炭素排出が最大。2番目は韓国の3.3トン。オーストラリアと韓国を合わせた消費量は、中国とインドの消費量よりも多い。

*出所：ロイター、2023年9月5日、「G20 per capita CO2 emissions from coal rise 7% from 2015, research shows」

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9月15日時点

#2 株式

ドイツ株式：ポジティブサプライズの余地



サブリーナ・リー

長い間、世間からはドイツ経済の成長見通しは実際よりも冴えないものであると思われていました。「欧州の病人」とよく言われている通りです。現在、国際的な投資家もドイツ株式をあまり選好していません。「現地の状況が難しいこともあって、多くの企業にとって容易な状況ではありませんが、期待を持てる兆しもあります」とドイツ株のポートフォリオ・マネジャーを務めるサブリーナ・

リーは述べています。

ドイツDAX指数は2023年初来約14%上昇しましたが、2桁台の収益成長を受けて株価水準は下落させました。現時点で株価収益率は11倍しかありません。

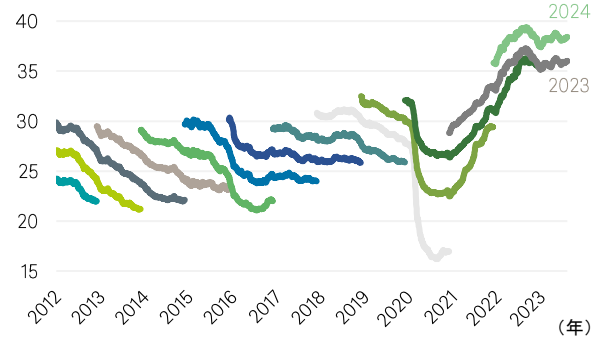
「特に海外投資家の慎重な姿勢によって、ドイツ株式はS&P500種株価指数に対して史上最低となる40%の割安で取引されるという状況が生まれています。過去には20%程度の割安で、現在の約半分でした」とリーは付け加えています。

年末までドイツ株式にはほとんど株価上昇余地がないとリーは見ていますが、2024年にはポジティブサプライズの可能性があります。来年も2桁台の収益成長率が予想されていることが主な要因です。ポジショニングがかなり悲観的になっていることもあり、パフォーマンス

を向上させるために乗り越えるべき障壁はさほど高くありません。「経済の状況が大幅に悪化しなければ、それだけで株式市場を底上げる十分な理由になります」と、リーは結論付けています。ドイツの自動車メーカーの動向がカギとなりますが、全体として見ればこういった自動車メーカーの位置付けはさほど悪いものではありません。

ストックス欧州600指数：適度な収益見通し

ドイツ企業の収益予想は安定化(ユーロ建)



出所：DWSインバーストメントGmbH、2023年9月時点

米国株式

非常に強気なバリュエーション



短期的見通し

長期的見通し

- 収益成長予測がかなり控えめで実質金利の高止まりが続いているという状況において、米国株式は非常に野心的なバリュエーションになっている。
- 米国銘柄について我々は慎重な評価を崩さない。足元では株式だけでなく債券でもっと魅力のある代替資産があると思われる。
- 2024年9月のS&P500種株価指数の目標株価：4,500ポイント。

ドイツ株式

企業収益の動向が今後のカギ



短期的見通し

長期的見通し

- ドイツ株式は2023年初来かなり良いパフォーマンスで14%上昇した。ただし、日本や米国など最高のパフォーマンスを挙げた市場からは立ち遅れてきた。
- 我々は2023年末までの株価上昇余地は限定的だと考えている。しかし、2024年に企業収益成長にアップサイド・サプライズの可能性がそれなりにある。
- 2024年9月のDAX指数の目標株価：16,700ポイント。

欧州株式

欧州株式は米国株式よりも有望



短期的見通し

長期的見通し

- 欧州経済の主要指標は若干弱含んだ。しかし企業収益は依然として力強さを保っている。
- 2023年初来の株価上昇は控えめな2桁台であったが、それでも米国市場ほど急激な株価上昇になっていない。我々は欧州株式には依然として妙味があると考え、オーバーウェイトを継続する。
- 2024年9月のストックス欧州600指数の目標株価：470ポイント。

新興国株式

世界経済成長の先細りによって見通しも弱含む



短期的見通し

長期的見通し

- 世界経済成長は失速しつつある。これがコモディティに敏感な新興国には足かせになる可能性がある。
- 中国の動向が依然として重要な要因。中国の景況感がこれほど悪化しているため、少しでもアップサイドのニュースがあれば景気回復のきっかけとなる可能性がある。
- 2024年9月のMSCIエマージング・マーケット・インデックスの目標株価：1,010ポイント。

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9月15日時点

#3 債券

債券は引き続き株式の魅力的な代替

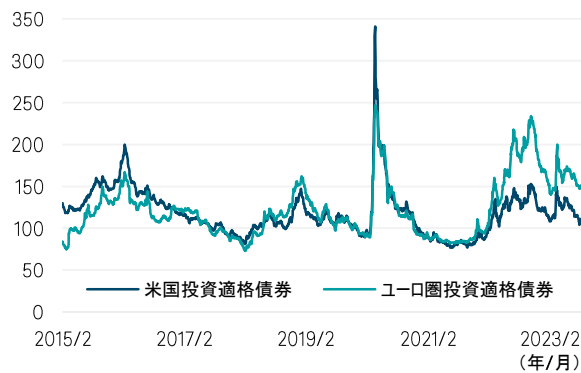
一部の株価水準がかなり高いこともあり、債券は依然として有効な代替資産となっています。選択肢の一つとして、高い利回りの短期年限の国債があります。例えば、2年物米国国債の利回りは足元で約5%であり、2006年以来の水準になっています。しかし一定の社債も有望なようです。欧州でも米国でも、我々はハイ・イールド債券よりも投資適格債券を好みます。経済低迷がより厳しくなるという我々のリスクシナリオにおいて、投資適格債券はハイ・イールドよりも強いというのがその理由です。さらに、投資適格債券への資金流入は引き続きプラスで、プライマリー発行は年末まで限定的になるでしょう。

ただし、ハイ・イールド債券と国債とのスプレッドは横ばいになり、市場流動性にも制約が出てくるでしょう。

新興国の社債に関しては、国債とのスプレッドは6月初め以来再び若干縮小するでしょう。ポジティブニュースの多くは既に織り込まれている可能性があります。

社債が引き続き有望

米国とユーロ圏の投資適格社債のスプレッド(ベースポイント)



出所: DWSインベストメントGmbH, 2023年9月時点

米国国債(10年物)

利回りは引き続き高い予想



- 10年物米国国債の利回りは最近また上昇し始めた。
- すぐに利回りが大きく低下することはないと我々は見ている。

ドイツ国債(10年物)

債券価格上昇の余地はほとんどない



- 10年物ドイツ国債の利回りはこの12カ月で最高となる2.7%に近づつつある。
- 利回りの低下と債券価格の上昇の可能性は現時点では低い。

新興国ソブリン債

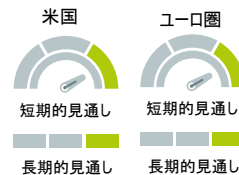
高い利回りでもリスクが報われる



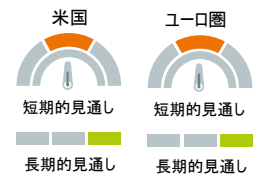
- 今年の新興国ソブリン債の予想トータルリターンは約4%で、米国国債やドイツ国債を明らかに上回っている。
- 上昇の余地は限られているが、同様に損失の余地も限られている。

社債

投資適格



ハイ・イールド



#4 通貨

ユーロ/米ドル

ユーロ安は一時的な可能性



- この数週間、ユーロは年初来最高の1ユーロ=1.12米ドルから大きく下落してきた。予想を下回ったユーロ圏の経済データがこの動きの要因である。
- 為替レートは金融政策の予想から主に影響を受ける。近い将来、欧州連合の金融政策は米国よりも引締めの可能性が高いため、欧州の共通通貨であるユーロについて我々は若干の再調整の余地があると考えます。

#5 オルタナティブ資産

金

ポジティブな見通し - 金融政策と高い実質金利からの逆風は収まるだろう



- 米ドル高と実質金利高という難しい環境において、金価格はかなり持ちこたえ、1トロイオンスあたり1,900米ドルという節目を下回っていない。
- 米国で金融政策がより緩和的になり、実質金利が低下するという兆しがある。これが中期的には金価格を下支えするだろう。

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インベストメントGmbH, 2023年9月15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。

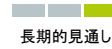
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2023年9月15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9月19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。