

2024年6月

目次：

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 マルチアセット / 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

株式市場はまだら模様、債券市場には若干の疑問



ビョルン・ジェシュ

「株式市場の動向の予測は既に今までよりも難しくなっています。現時点でプラスの要素もマイナスの要素も多数あり、何が優勢になるのかははっきりしません」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ョルン・ジェシュは述べています。プラスの要素としては、インフレ圧力が緩和されつつあること、大部分の企業のバランスシートが健全であること、少なくとも一部先進国では実質購買力が高まりつつあることなどです。さらに、欧州でも米国でも景気後退が避けられそうな有望な兆しがあります。しかし、大きなマイナス要素もいくつかあります。1つ目は、経済成長の見通しが異なってきていることです。欧州の経済回復は低い水準から始めて歩みも遅く、米国経済が最も弱含むのはまだこの先になる可能性があります。さらに、中国は経済成長目標の5%を達成

するために依然として政府による下支えに大きく依存しているようです。2つ目のマイナスのポイントは、株式市場のバリュエーションが、歴史的に見て債券と比べても、魅力的ではなくなっていることです。「3つ目のポイントは、企業収益率が史上最高に近づきつつあることで、現時点でこれ以上の上振れ余地の材料がほとんどありません」とジェシュは付け加えています。最後の4つ目のマイナス要素は、地政学上のリスクの高止まりです。ロシアによるウクライナ侵攻やくすぶり続ける米中の貿易摩擦に加えて、この2つとは直接比較はできない規模ではあるものの、間近に迫る米国大統領選の結果の不確実性などがあります。債券市場にもいくつかのサプライズの可能性があります。「ディスインフレの行方にはさらなる紆余曲折があると考えられ、今後数カ月間、市場は神経質な反応をする可能性があります」とジェシュは説明しています。

資本市場を牽引するトピックス

経済：先進国では穏やかな経済成長の見通し、インド経済は中国経済よりも力強い見込み

- 米国において経済成長がやや鈍化している中、雇用者数は増加している。消費者による支出のペースは若干落ちているが、それでも支出が続いている。全体として見れば、米国経済はソフトランディングすると我々は予測しており、ユーロ圏経済は既にソフトランディングを達成したと見ている。
- 中国経済は今年、消費と投資によって牽引される見込みだが、我々は毎年経済成長が若干弱まっていくと見通している。
- インドは引き続き経済成長の勝ち組となる。特にサービス輸出が大幅に伸びていることがその要因。

インフレ：さらなる低下を予想

- インフレ率は米国でも欧州でも引き続き低下傾向になるだろう。米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）による引き締めの金融政策の継続が支えになっている。ユーロ圏では、エネルギー価格の低下がインフレ率低下の要因となっている。
- 日本のインフレ率も低下する見込みだが、今後1年は引き続き1%という節目を明らかに上回るだろう。

中央銀行：ECBによる最初の利下げ

- 大方の予想通り、金利を決定する6月の理事会でECBは主要金利を0.25%引き下げ、FRBよりも早い時期に利下げに踏み切った。
- 米国では、インフレ、労働市場、経済成長に関するデータが許せば、FRBは2024年9月に最初の利下げを実施する可能性がある。

リスク：インフレと地政学的紛争

- 経済に力強さがあるため、米国のインフレが現在予想されているよりも高い水準にとどまれば、利下げが延期されるか、場合によっては利上げされる可能性がある。
- 欧州における現在の主なリスクは民間消費好転の遅れ、グローバル需要の低迷、地政学的紛争のさらなる発展。

#2 株式

「今後数年にわたるAIインフラ投資サイクルは始まったばかり」



トビアス・ロンメル

米国の決算発表シーズンは概ね前向きでしたが、市場のスピード感には依然として大きな差があります。巨大テクノロジー企業はまたも非常に大きな収益拡大を遂げました。このパターンは継続するのでしょうか、または、人工知能(AI)の恩恵を特に受けているテクノロジー銘柄は既にピークアウトしたのでしょうか？

「現時点でテクノロジー銘柄がピークアウトに向かっていているという兆しはありません。テクノロジー銘柄は株式市場のパフォーマンスを牽引しており、これが続くと考えに足る理由があります」とテクノロジーセクターのポートフォリオ・マネージャーであるトビアス・ロンメルは述べています。MSCIワールド情報テクノロジー指数で見ると、テクノロジー銘柄の収益成長は2025年に20%を超える見込みで、市場全体を圧倒的にアウトパフォームするとロンメルは予想しています。

さらに、AIによって底上げされる企業が今後大幅に増加すると考えることができます。「今までは、パフォーマンスと収益成長が拡大した企業は一握りでした。2024年下半年以降、幅広い市場で業績の上方修正が出てくると我々は予想しています」とロンメルは述べています。「AIへの投資拡大から恩恵を受けているテクノロジー企業が増えているのを我々は目の当たりにしています」

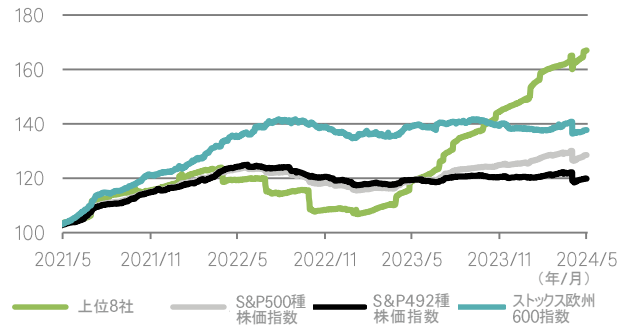
もう一つの要因は、PC、メモリチップ、アナログ半導体といったテクノロジーセクターの景気敏感セグメントの回復です。「AIは引き続き主要テーマであり、これが定着していくでしょう。AIはあらゆる業界に関連するテクノロジーであるため、今後数10年にわたって経済や社会を根本から変えていきます。印刷機や蒸気機関が経済や社会を変革したのと同じです」とロンメルは確信しています。企業は現在、製品の改善やプロセスの効率化のために、数多くのプロジェクトを立ち上げていますが、こういったプロジェクトの多くは、現時点では依然として実験段階にあります。「しかし、今後数四半期で、プロジェクト

が実用的に転換されるようになると我々は考えています。現在、我々は今後数年にわたるAIインフラ投資サイクルのごく初期の段階にいるのです」とロンメルは説明しています。巨大テクノロジー企業によるAIインフラへの投資は、非常に多くの企業にとって前向きな推進力になります。

こういった「AIファクトリー」の中で最も重要な要素となっているのは半導体やネットワーク技術であり、増え続けるデータ量を今までになく短期間でAIモデルに仕上げるすることができます。ただし、これらの半導体の生産体制は高い需要を満たすほど十分には整っていないため、AIインフラ投資により、まずは半導体生産の設備メーカーが恩恵を受け、その後サプライチェーン全体に広がるでしょう。こういった点をすべて考えると、テクノロジー銘柄のリスク/リターンは引き続き魅力的です。

S&P500種株価指数: 上位8社*が利益創出を牽引

今後12カ月間の収益予測のコンセンサス(指数化)



*上位8社: Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Amazon, Eli Lilly, Alphabet, Tesla
2024年3月14日時点のデータを基にDWSが算出した見通しです。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。
出所: FactSet, Bloomberg, DWSインベストメントGmbH, 2024年6月3日時点

米国株式: 高いバリュエーション、短期的に上振れ余地はほとんどない見込み



- 短期的に米国株式の上振れ余地はほとんどない我々は見ている。バリュエーションは既に非常に高く、株式リスクプレミアムは低い。
- 間近に迫っている米国大統領選に関する不確実性も追加的な要因。さらに、企業業績の上方修正はすでに概ね織り込まれていると言える。

ドイツ株式: 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



- ドイツの経済成長率は足元で若干上方修正された。IFO企業景況感指数はここ3回連続で上昇しており、最新の指数も若干明るい見通しを示している。
- ドイツ株式市場のDAX指数には引き続き米国S&P500種株価指数と比較するとバリュエーションのディスカウントがあり、このディスカウントは平均を大幅に上回っている。我々は、このディスカウントが近い将来減少する可能性があると考えている。

欧州株式: 依然として若干楽観的



- 欧州では実質購買力が上昇している。さらに、世界経済が予想よりも早いペースで成長すれば、欧州は追加的な恩恵を受けることができる。
- ストックス欧州600指数はわずかに低下するというのがコンセンサスだが、これに対して我々は同指数が若干上昇すると予測している。

新興国株式: 長続きする前向きな刺激が待たれる



- 新興国株式は現在、パフォーマンスという点で2024年の最下位になっている。MSCIエマージング・マーケット・インデックスはかろうじて若干のプラスである。
- 複数の国において選挙や比較的経験の浅い政府が引き続き話題に上っており、米国債利回りの高止まりが逆風となっている。
- アジアの一部市場には投資妙味があるようだが、我々は新興国全体に対して引き続き中立。

当資料記載の情報や見通しは、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。
出所: DWSインベストメントGmbH, 2024年6月7日時点

#3 マルチアセット / 債券

質の高い株式と短期年限の債券を選好



クリストフ・シュミット

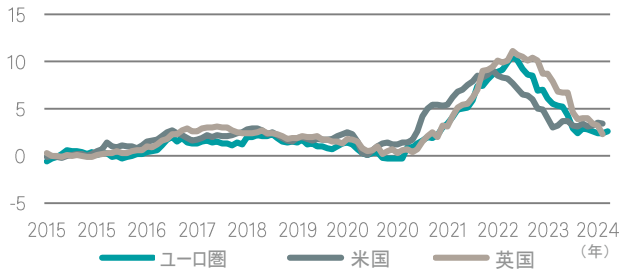
金利市場の動向によって今年のマルチアセットの投資は苦戦を強いられています。大半の市場参加者の期待とは裏腹に、利回りは低下せずにかえって上昇してきました。「しかし、我々はこの状況にうまく対処してきました。現金を含めた債券の我々の平均年限は非常に短い1.5年です」と、DWSの投資戦略マルチアセットの責任者であるクリストフ・シュミットは述べています。シュミットは短期年限を選好しています。

なぜなら、短期年限の債券は依然として逆イールドになっており、長期年限の債券の利回りをアウトパフォームしているためです。また短期年限の債券は、長期年限のボラティリティ上昇を避けることにもつながります。今年最も高いパフォーマンスを挙げているのは株式です。

シュミットは現在、安定的な収益プロファイルと健全なバランスシートという点で優れている質の高い株式に注目しています。例えば、ヘルスケアセクターの企業などがあります。経済成長は年々低下しているものの、企業収益は粘り強さを見せるというアップサイドのサプライズがありました。このトレンドが続き、今年も再び同様の動きになるとシュミットは楽観視しています。ただし、インフレ率の上昇といったリスクも存在しています。「インフレ率の上昇が株式市場や債券市場の圧力となり、ポートフォリオ内の分散に確実に悪影響を及ぼすでしょう。しかし、これは我々の基本シナリオではありません」とシュミットは述べています。すべての資産クラスに投資を幅広く分散させることが依然として不可欠です。安全な避難場所としての金も分散投資の1つです。

インフレ率は大幅に低下しつつある

前年比のインフレ率の動き(%)



出所: DWSインベストメントGmbH, 2024年6月初め時点

#4 通貨

ユーロ/米ドル: ユーロに若干の追い風



- 弱いユーロは終わりを迎えたと言える。米国とユーロ圏のベンチマーク金利の乖離はピークアウトしたようだ。
- 米国の経済成長が市場予測に満たなかったことも、ユーロに追加的な恩恵となる可能性がある。ただし、現在の水準でユーロの上昇余地は限定的となる見込み。

#5 オルタナティブ資産

金: 金価格は引き続き高い予想



- アジアからの需要の高止まり、中央銀行による積極的な買い入れ、地政学的リスクの高まりといったことが、現在既に高い水準にある金価格を下支えすることになろう。
- FRBの金融政策が期待よりも引き締めの方向になり、市場で織り込み済みの利下げが実施されなければ、少なくとも短期的に金価格には重荷になる可能性がある。

当資料記載の情報や見通しは、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。
出所: DWSインベストメントGmbH, 2024年6月7日時点

米国国債 (10年物)

利回りは引き続き若干低下する可能性がある



- FRBは利下げ開始までに時間をかける見通し。
- 10年物米国国債の利回りは足元で低下したが、利回りは今後横ばいになると我々は予測している。

ドイツ国債 (10年物)

利回りは動くとしてもごくわずか



- 10年物ドイツ国債の利回りは今後数カ月、現在の水準にとどまる見通し。
- よって、債券価格の上昇余地は限定的。

新興国ソブリン債

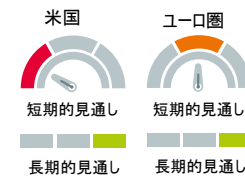
有望な収益機会



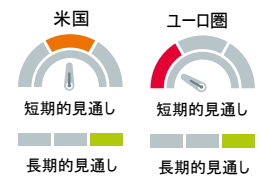
- 新興国ソブリン債のリターンは先進国の国債よりも大幅に高く、全体として見れば魅力的である。
- ただし、我々はリスクプレミアムが引き続き低下し、それに伴って債券価格が上昇する可能性はかなり低いと見ている。

社債

投資適格



ハイ・イールド



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2025年3月までの収益可能性を示しています。

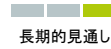
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2024年6月7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2024年6月11日に発行したものをドイチェ・アセット・マネジмент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мент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мент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мент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мент株式会社が、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。