

2024年8月

目次：

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 債券 / マルチアセット
- #4 通貨
- #5 オルタナティブ資産



# Market outlook

## #1 市場とマクロ経済

### 「幅広い株式分散投資の機が熟している」



ビョルン・ジェシュ

「この9カ月間の米国株式市場の指数上昇のほぼ唯一の理由は、人工知能(AI)に対する圧倒的な高揚感でしたが、それが今最初の調整に苦戦しています。投資家は、昔からの手法でありながらも未だに健在する分散投資の意義を再び認識し始めています」とDWSのチーフ・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。AIがもたらす前向きな見通しは多々ありますが、それにも関わらず今こそ分散投資の機が熟しています。7月後半に起き始めた中小型株への入れ替えが今後も続くかどうか予断を許しません。米国株式市場の小型株指数であるラッセル2000指数は、ドナルド・トランプ氏が11月の大統領選を制した場合に法人税が引き下げられるという憶測からも恩恵を受けていると言えるでしょう。国内売上割合が大手企業よりも大幅に高い中小型銘柄は、減税によって大型株よりもはるかに大きな恩恵を受けることになります。市場は8月初めに神経質な動きを見せ、不確定要素が多いことが明らかとなりました。

減税は確実に公的債務の増加につながります。債券金利の上昇は最終的には企業のバリュエーションへの圧力になります。

さまざまなセクターの見通しについて、ジェシュは現在ヘルスケアセクターを嗜好しています。「ヘルスケア銘柄は、AIを超えて、成長とイノベーションに向けた持続的な入れ替えから恩恵を受けるでしょう」とジェシュは述べており、バリュエーションも妥当であると見ています。世界株式に対する株価収益率のセクタープレミアムは10%で、これは従来の平均と一致しています。特に米国バイオテクノロジー企業は、金利が低下すると資金調達コストが引き下がるため、その点からも恩恵を受けるでしょう。

欧州社債はまだ模様を呈しています。「足元の調整を受けて、我々は投資適格債券をアップグレードしました」とジェシュは説明しています。

欧州ハイ・イールド債券は国債とのスプレッドが再びタイト化しており、ファンダメンタルや政治リスクを軽視していることも相俟って、投資余地が低下しているとジェシュは見ています。「現時点でリスク／リターン割合に魅力はなさそうです」というのがジェシュの結論です。

### 資本市場を牽引するトピックス

#### 経済：米国経済データが驚くほどに悪化



- － 直近の米国経済データは驚くほど悪化。注目度の高い製造業の購買活動を示す代表的な指数であるISM指数は大幅に悪化した。雇用サブ指数は特に急激に低下し、コロナ禍の時期を除くと2009年以来の水準まで落ち込んだ。
- － 欧州の第2四半期の経済成長率はわずか0.25%。ドイツ経済はマイナスの意味で例外となり、若干縮小された。しかしスペインは再びアップサイドのサプライズになり、第2四半期の経済成長率は0.8%になった。

#### インフレ：物価上昇率のさらなる鈍化はあまり進んでいない



- － 市場の予想に反して、7月のユーロ圏のインフレ率は再び若干上昇し、2.6%になった(6月は2.5%)。その要因の大半は、サービスセクターの大幅な物価上昇が続いていること。2%のインフレ目標を達成するにはかなり時間がかかる可能性がある。
- － ドイツでもインフレが長引いており、7月のインフレ率は上昇して2.3%になった(6月は2.2%)。

#### 中央銀行：FRBは利下げの踏み切りがつかない



- － ジェローム・パウエル議長は2%のインフレ目標に向けた道筋に「さらなる」前進があったと確認したものの、米連邦準備制度理事会(FRB)は7月末の会合で政策金利を変更しなかった。
- － 我々は米国の最初の利下げが9月になると見通している。
- － 日本銀行(BOJ)は異なる方向性を取り、主要短期金利を0.25%に引き上げた。

#### リスク：政治と経済の不透明感が高まっている



- － ユーロ圏の実態経済と資本市場の主なリスクは、個人消費の拡大が遅れる可能性と世界的な需要の減退。
- － 地政学的な紛争と政治の不透明感が引き続き全般的なリスク要因。たとえば中東情勢などがさらにエスカレートすると、世界貿易全体にマイナスの影響を与える可能性がある。

## #2 株式

## 「人工知能(AI)以外にも興味深いセクターが存在する」



マドレーヌ・ロナー

「米国企業の第2四半期の決算を見ると、米国経済にはすぐにでも利下げが必要なが分かる、というのが私の見解です」と、ポートフォリオ・マネジャーのマドレーヌ・ロナーは述べています。多くの企業にとって今回の決算発表はつらいものでした。一部企業の決算は予想をわずかに下回っただけでしたが、それでも株価は急落しました。さらに、企業が価格の引き上げでは収益を拡大できなくなっていることも明らかです。ロナーは足元には消費の減速という3つ目の要因があると見ています。

米国株式市場ではこのところ初めて、マグニフィセント・セブンという圧倒的な優位性を見せていた米国テクノロジー銘柄に対する躊躇が若干広がっています。市場ではAIに対する見方が分かれ始めており、大きな投資に見合う収益の潜在性に対する懐疑が深まっています。「すべては投資利益率という点に行き着きます」とロナーは述べています。ただし、成長やモメンタムが引き続き非常に堅調なテクノロジー銘柄もあります。

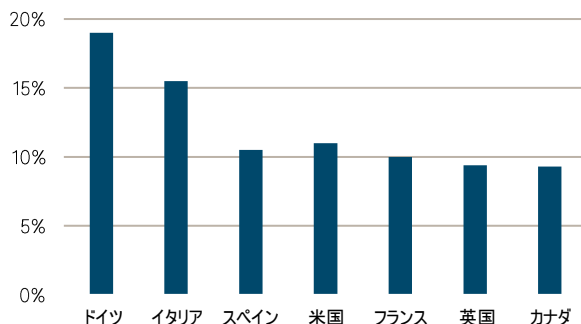
この数週間の動きを見ると、株式投資には幅広い分散が必要であることをしっかりと確認することができます。「この2年間、大手テクノロジー銘柄にさえ投資していれば、分散しなくても投資家は良好な成績を上げることができました。しかし長期的には、株式という資産クラス内での相応の分散投資は依然として不可欠です」とロナーは説明しています。もう1つ重要なのは銘柄選別です。個別銘柄を慎重に選定する重要性が現在の市場環境において高まっています。米国市場のバリュエーションを詳細に見ると、バリュエーションが高いのは市場の一部だけであって、市場全体ではないことが明らかに分かります。

バリュエーションの観点から有望に見えるセクターもあります。こういったセクターは過去12~18カ月間の軟調な環境を経て、長期的に魅力的な成長を示すでしょう。「たとえば、医療テクノロジーや輸送

といったセクターです。こういった銘柄は景気サイクルの今の段階から間もなく回復するでしょう。」とロナーは付け加えています。ロナーは現在、安定的な成長見通しのあるセクターを選好しています。たとえば、AIへの投資を受けたデータセンター拡大から恩恵を受ける企業などです。「しかしAIに関係がなくても興味深いセクターもあります」とロナーは指摘しています。保守、修繕、改造といったいわゆるセカンダリー市場で操業している特定の航空宇宙産業企業に投資機会を見出しているのです。景気サイクルに緊密に連携している景気敏感企業について、ロナーは引き続きかなり慎重です。企業の多くは2024年第2四半期に業績回復を予想していましたが、この回復は若干遅れそうです。重要な指標である購買担当者景気指数などからは、業界全体が大幅に弱含んでいることが引き続き示唆されています。しかし、利下げが実施されるとすぐにでも、投資家はこういった企業に再び注目するようになるでしょう。

## ドイツでは製造業が特に重要

国内総生産(GDP)に占める割合



出所: DWSインベストメントGmbH, 2024年7月末時点

## 米国株式: 株価の調整はサプライズではない — 市場のボラティリティが続く見込み



短期的見通し



長期的見通し

- 指数レベルでのパフォーマンスは依然として、AIと共に大手テクノロジー企業の動向に左右されるだろう。
- 米国市場全般について我々は慎重な評価を崩さない。我々は8月初めの大幅な調整の大半は妥当な修正だったと見ている。今後数週間、市場のボラティリティが続く可能性がある。しかし我々は弱気相場にはならないと見通している。

## ドイツ株式: 短期的に圧力がかかるが中期的には上振れ余地がある



短期的見通し



長期的見通し

- 7月末までのドイツ経済の実績は振るわなかったが、それにもかかわらずドイツの主要銘柄で構成されるDAX指数はむしろしっかりとした動きをした。しかし、株価上昇分の大半は8月最初の数日間の取引で帳消しになった。今後数週間、株価の大きなアクションを辛抱する必要があるかもしれない。
- 当面の間、我々は引き続きドイツ株式に対して中立を保つ。ただし中期的には、大幅な調整の後で上振れ余地があるだろう。

## 欧州株式: 2024年の企業収益は引き続き拡大する見込み



短期的見通し



長期的見通し

- 「振り出しに戻る」— ストックス欧州600指数も8月最初にこのカードを引くことになった。今年積み上がっていた株価上昇分の大半は帳消しになった。
- ただし、欧州企業の現在の見通しはかなり良いようだ。企業が発しているシグナルは適度にプラス。よって2024年は、4年連続で収益が拡大する年になるだろう。

## 新興国株式: 短期的に大きな足かせ



短期的見通し



長期的見通し

- 景気動向の鈍化と地政学リスクの高まりが新興国に足かせになっている。比較的強い米ドルも追加的な足かせ要因になっている。
- 我々は短期的に新興国株式に対して中立的な見方をしている。長期的には投資機会がリスクを上回るだろう。

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8月5日時点

## #3 債券 / マルチアセット

## 現在、債券のリスク・リターン・プロファイルは株式より良い

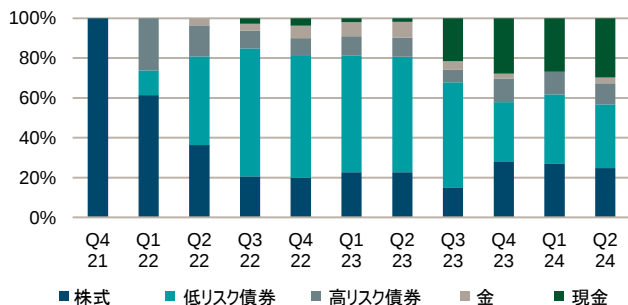


ヴェー・フェーリング

2024年の始めは波乱含みの幕開けとなりましたが、その後、投資家にとっての債券の魅力が高まっています。債券の動きには、年限によって異なる理由が存在しています。「短期から中期年限の債券の場合、中央銀行による利下げ期待が特に影響しています。利下げが実施されると利回りが低下し、債券価格が上昇するためです」と西欧地域CIOのヴェー・フェーリングは述べています。長期年限債券はどちらかというとインフレ率低下の予想から恩恵を受けています。ただし、2%というインフレ目標に向けた道のりがいかに難しいものであるか、直近のインフレ率が再び示しているという点にも注意する必要があります。「さらに、2024年上期は依然として株価の史上最高値が相次ぐ状態が続きましたが、その後世界的な株式市場の調整があり、債券という資産クラスはそれによって下支えされています」とフェーリングはコメントしています。フェーリングの見るところ、年金基金などの機関投資家でさえも債券に対して関心を示し始めています。この動向は資産アロケーションに大きな影響を与えます。目標リターンを4%とする長期戦略アロケーションにおいて株式の割合はさらに低下し、2024年第2四半期末にわずかに約25%になりました。よって、サンプルポートフォリオの中で、債券(42.5%)や現金(約30%)に大幅な差を付けられて、株式のウェイトは3番目になっています。「現金や非常に年限の短い債券のリスク・リターン・プロファイルが良好であることが主な理由です」とフェーリングは説明しています。

## 新しい世界: 株式よりも債券の配分が高く、現金が多い

目標リターン4%に向けたアロケーションの例



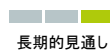
出所: DWSインベストメントGmbH, 2024年7月末時点

## 米国国債 (10年物)

利回りは急速に低下、債券価格は上昇



短期的見通し



長期的見通し

- 市場の混乱によって、1か月のうちに10年物米国国債の利回りはほぼ0.6%ポイント低下した。
- 予想されている利下げは引き続き米国国債の価格を下支えするだろう。

## ドイツ国債 (10年物)

さらなる大幅な利回り低下はないと予想



短期的見通し



長期的見通し

- 10年物ドイツ国債の利回りはこの4週間で0.5%低下した。
- このボラティリティが当面の間続く可能性がある。ただし、我々は中期的に大幅な利回り低下はないと見ている。

## 新興国ソブリン債

アジア債券を選択



短期的見通し



長期的見通し

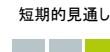
- 我々は新興国ソブリン債全般に対して中立的。
- 我々の選好は依然としてアジア債券。スプレッドは引き続きタイトなままになる見込みで、先進国よりも大幅に高い絶対利回りは魅力的に見える。

## 社債

投資適格



短期的見通し



長期的見通し



短期的見通し

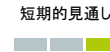


長期的見通し

ハイ・イールド



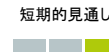
短期的見通し



長期的見通し



短期的見通し



長期的見通し

## #4 通貨

## ユーロ/米ドル: 米ドルのユーロに対する強さが続く見通し



短期的見通し



長期的見通し

- 先月、ユーロ/米ドルの通貨ペアはかなり狭いレンジで推移した。
- 先月初めには依然としてユーロ上昇余地が若干あったが、その後、神経質な環境において米ドルがユーロに対する強さを保てると我々は考えている。

## #5 オルタナティブ資産

## 金: 安全な投資先への需要が高い – 価格が高いにも関わらず、さらなる価格上昇余地が見込まれる



短期的見通し



長期的見通し

- 金価格は7月末から8月初めにかけての混乱を非常にうまく切り抜け、安全な投資先という評判を固めることになった。
- 我々はさらなる価格上昇余地を見ている。短期的に、米国の経済動向に関する不確実性と、FRBによる今後の金融政策が下支え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8月5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2025年6月までの収益可能性を示しています。

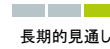
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2024年8月5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8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。