

2025年4月

目次

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 不動産 / 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

市場に圧力がかかる – 分散投資がカギ



ヴィンチエンツォ・ヴェッダ

トランプ米国大統領による広範囲の関税政策が発表されて以来、世界中の株式市場が激しく乱高下しています。トランプ大統領による発表当日だけでも、米国市場は2020年以来最大となる1日の下落幅を記録しました。債券市場も明確に反応しています。長期米国国債の利回りは急低下し、米国の経済成長が低迷する可能性を示しています。貿易戦争が激化した場合の影響について、「我々は米国の国内総生産（GDP）の成長率を0.6%ポイント引き下げましたが、インフレ率は1%上昇する可能性があります」とDWSのチーフ・インベストメント・オフィサーであるヴィンチエンツォ・ヴェッダは述べています。欧州の経済成長も予想より0.4%低下する可能性があり、中国はさらに1.3%ポイントの経済損失となる可能性があります。「我々は現在、企業による投資がますます難しくなる環境にいます。現時点で、今後の論理的な道筋は

存在しておらず、今後起こり得ることに対する備えをすることが難しくなっています。」とヴェッダは続けています。経済と市場に対するマイナスの影響を抑えるためには、いわゆる「ディール（取引）」のプロセスにおいて、発表済みの関税の少なくとも一部でも引き下げられることが必要になります。そうならなければ、世界経済は原油価格ショックの時と非常に似通った危機に陥ることになりかねません。「その場合、我々は企業業績予想、バリュエーション、目標株価を大幅に下方修正する必要に迫られるでしょう」とヴェッダは述べています。2023年と2024年には市場最高値の更新が続きました。これまでかなり長い期間、投資家は「マグニフィセント・セブン」による巨額の利益を当然視してきました。その時期は明らかに終わりを告げました。「我々は今、劇的な変動に直面しています。こういった市場の急落局面ではまたしても、株式の資産クラス内においても、すべての資産クラスにわたる場合でも、分散投資の重要性が示されます」とヴェッダは結論づけています。

注目点：米国の関税政策の潜在的な影響



経済：世界経済の低迷が迫っている

- 米国による関税は市場関係者の予想をはるかに上回る税率であった。よって、経済成長も打撃を受ける見込み。
- 米国の関税政策が今後数週間で大幅に緩和されない限り、景気低迷のリスクは大幅に高まっている。



インフレ：米国とドイツにおいて物価は再び上昇する見込み

- 関税によりモノの値段が高くなる。つまり、インフレ率が上昇することになる。特に米国ではユーロ圏と比較すると足元の物価上昇はややしつこく高止まりしている。
- ドイツとユーロ圏では、インフレ率は3月に2.2%に低下した。我々は、ドイツ政府が計画している財政出動だけでインフレ率が年平均2.6%に上昇すると予想している。



中央銀行：利下げによる米国経済の下支えを当然視すべきではない

- 「典型的な」危機の状況において、中央銀行は一般的に利下げによって危機に対応しようとするが、今回はそれとは異なり、大幅な利下げが実施されるのが全く不確実である。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）のジェローム・パウエル議長は、アーリントンでの講演において利下げに関して目立った発言をしていない。



リスク：米国の景気後退のリスクが大幅に高まる

- 米国の貿易政策が引き金となったショックのために、米国が今年景気後退に陥る可能性は30%から50%に高まった。
- 今回の潜在的な景気後退は政治判断によって引き起こされるものであるため、景気後退の過程や影響をモデル化する既存の手法は今の状況ではあまり役立たない。

#2 株式

米国株式に対する欧州株式の優位が続く



マクス・ポップ

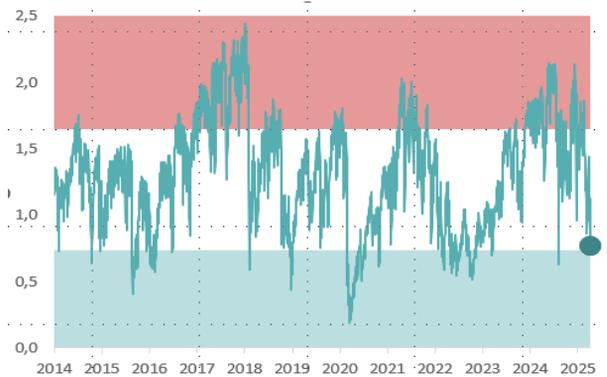
年初来好調であった欧州株式のパフォーマンスはたった1日で吹き飛んでしまいました。反転までどの程度かかるのか、なかなか予想できません。相対的に見ると、今の下落局面においても欧州株式は米国株式をアウトパフォームしています。長期的に見ても、欧州株式が米国株式をアウトパフォームし続ける可能性が高い、とポートフォリオ・マネジャーのマクス・ポップは

考えています。グローバル投資家は欧州株式に長い間背を向けてきましたが、欧州地域に再び注目し始めています。「ここでパラダイムシフトが起きつつあります」とポップは述べています。米国政権による予測不可能な政策方針のために、現在、米国への投資には下支えがありません。とはいうものの、グローバル投資家は依然として米国株式をオーバーウェイトしています。しかし、現在、予想の精度が半減するまでの期間が非常に短くなっていることは確かです。現時点では、自身の予想を3週間ごとに見直す必要があるとポップは感じています。市場にとって最悪のシナリオは、高関税、インフレ率の上昇、経済活動の低迷という3つが揃うことです。各国が求めている関税に関する「ディール」が全く成立しない場合、または、期待されているスピードで成立しない場合、米国株式は欧州株式よりもはるかに大きく下落することになるでしょう。しかも、足元にはディールが成立しない兆しがあります。周知のとおり、米国経済は国内消費に大きく依存しているため、米国の消費者心理への甚大な打撃が米国経済に大きなリスクとなります。現時点の予想は極めて不確実ですが、防衛業界は既に大幅に上昇しているものの、それに関わらず、依然として投資妙味のあるセクターです。

ただし、各銘柄について徹底的にバリュエーションを精査する必要があります。既に苦戦している自動車セクターはさらに逆境に陥っています。「自動車メーカーの利益の10%から30%が関税で吹き飛ぶでしょう」とポップは警告しています。中期的には、ポップは欧州中小型株に対して前向きです。とはいうものの、欧州中小型株の回復はかなり短期的でしょう。長期的に欧州中小型株が上昇基調に回復するためには、経済成長の大幅な加速が必要になるとポップは考えています。

市場は大きく動揺

パニック・ユーフォリア指数：ボラティリティで割ったS&P500種株価指数の株価収益率



出所：Bloomberg Finance L.P.、DWSインバーストメントGmbH、2025年4月時点

米国株式：関税に関する進展がなければ反転の可能性はない



短期的見通し



長期的見通し*

- 米国政権による関税引き上げは周知のことだったが、その上げ幅はサプライズであり、市場は急落した。
- 米国企業の収益の勢いは依然として前向きだと考えられている。高いバリュエーションは引き続き足かせ。関税がすぐにも緩和または撤廃されれば、株価が再び上昇し始める可能性はある。

ドイツ株式：第1四半期の株価上昇分が吹き飛んだ



短期的見通し



長期的見通し*

- ドイツ株式も市場の下落スパイラルから逃れられず、第1四半期の大きな上昇分を完全に失った。
- ただし、今後の巨額投資プログラムはプラスの影響を生む。しかし、市場心理の緊張が続く限り、投資プログラムだけでは株価反転には不十分。

欧州株式：下落に巻き込まれたが、長期的な見通しはポジティブ



短期的見通し



長期的見通し*

- 欧州の状況も同じ。米国政権が発表した関税によって引き起こされた株式市場の急落によって、第1四半期の株価上昇分が完全に吹き飛んだ。
- 欧州株式の相対的な見通しが米国株式を上回るため、我々は戦術的に欧州株式の見通しを引き上げた。

日本株式：短期的には米国の関税から高い圧力を受けるも、経済は粘り強さを見せている



短期的見通し



長期的見通し*

- 米国による関税は日本経済にも打撃となり、株式市場は非常に大きな圧力にさらされている。
- ただし、日本経済のファンダメンタルデータは引き続き良好。株主還元は拡大している。インフレの再来が依然として構造的な牽引役になる。

* 関税をめぐる今後の動向が極めて不確実な状況であるため、我々は現在、予想の見直しをしています。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。

#3 不動産 / 債券

不動産の見通しが改善 – 長期的に魅力的な利回り水準

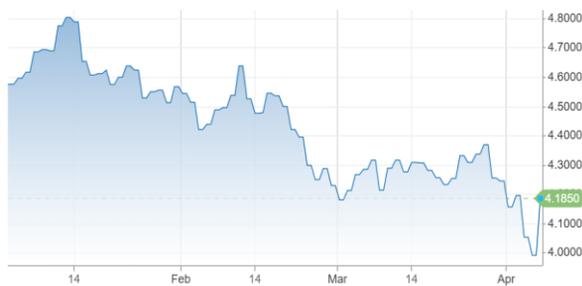


アンケ・ヴァインライヒ

この2年間、不動産セクターのパフォーマンスは投資家にとって厳しいものでした。市場の金利が大幅に上昇したため、不動産価格が大幅な調整を受けてきたのです。「欧州の不動産市場は現在底を打っており、特にドイツ市場は底打ち感が強くなっています」とポートフォリオ・マネジャーのアンケ・ヴァインライヒは述べています。ドイツでは金利の低下という側面に加え、新たに発表された財政刺激策も追加的な追い風になるでしょう。「特に有望なのは賃貸市場で、我々は賃料上昇を予想しています」とヴァインライヒは続けます。インフレと労働力不足によって建設コストが引き続き上昇し、新規のビルや住宅の供給に限りが出てくるため、賃料への上昇圧力が強まるものとみられます。欧州の空室率が長期平均を下回っていることも回復の要因の1つです。ヴァインライヒは、サステナビリティの要件を備えた新築の物流施設や最新のオフィスコンセプトも有望であると見ています。他の資産クラスに対する不動産の相対的な魅力が大幅に高まる、とヴァインライヒは考えています。今後10年の欧州不動産全セグメントの年平均トータルリターンは6.5%程度になるとDWSは予想しています。これは、欧州株式の長期平均とほぼ同じ水準です。

経済成長への懸念から利回りが大幅に低下

10年物米国国債の利回り



出所: CNBC, DWSインバーストメントGmbH, 2024年4月7日時点

米国国債 (10年物)

利回りの急激な低下



- 潜在的な景気後退への懸念が債券にも波及している。
- 10年物米国国債の利回りは2025年初めに4.8%であったが、一時的に4%を下回った。

ドイツ国債 (10年物)

ドイツ国債への投資によって利回りが低下



- 荒れ模様の株式市場を受けて、10年物ドイツ国債への需要が高まった。
- しかし、債券市場も高い不透明感に翻弄されている。

新興国ソブリン債

不確実性が足かせ



- 新興国債券は市場の不透明感によって非常に大きな打撃を受け、利回りは上昇している。
- 短期的に債券価格には依然として高い圧力がかかる。

社債

投資適格



ハイ・イールド



#4 通貨

ユーロ/米ドル: ユーロが引き続き上昇する可能性、投資家は米ドルポジションを解消



- 関税とそれにまつわる不確実性によってこの数週間で米ドルはユーロに対して大幅に下落した。
- 米国投資家も海外投資家も、この数年間見られた一方的な米ドルポジションをいっそう反転していく可能性がある。我々は考えている。よって米ドルは引き続き下落する可能性がある。

#5 オルタナティブ資産

金: 危機時に金の需要は引き続き高止まりする



- 経済低迷の可能性、地政学的なリスク、利下げの可能性などのすべてが、金価格を支え、金価格を押し上げている。
- それにもかかわらず、足元で金価格は若干苦戦した。しかし、極めて不安定な市場環境において、安全な避難場所として金への需要は続く見込み。

* 関税をめぐる今後の動向が極めて不確実な状況であるため、我々は現在、予想の見直しをしています。当資料記載の情報や見直しは、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インバーストメントGmbH, 2025年4月7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2026年3月までの収益可能性を示しています。

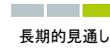
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2025年4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2025年4月10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。