

2024年9月12日

依然として楽観的だが、期待は控えめ

欧州も中国もそれぞれの本領を発揮しているとは言えず、市場の持ち直しは再び米国、特に米国の消費者にかかっています。我々のコアシナリオではそれが可能だと考えています。

「現時点の不透明感が高いこともあって、10年物米国国債の1年後のリターン予想は答えにくい質問です。米国経済はこれまでの利上げにも関わらず堅調さを保っているのでしょうか、または、これまでの利上げを受けて主要指数は経済の鈍化を示すようになるのでしょうか？また、足元の債券利回りの低下は、インフレ率の低下や経済成長に関する懸念のためなのでしょうか？米連邦準備制度理事会 (FRB) は利下げできるのでしょうか、または、利下げを余儀なくされるのでしょうか？現時点で、米国経済の現状を明確に説明するのは容易ではありません。ポジティブとネガティブの双方のシナリオが可能性としてあるのです」



ビヨルン・ジェシュ
グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー

投資家は神経質になっています。8月初めと9月初めに市場は急落しました。S&P500種株価指数のボラティリティ (VIX指数) は7月以降、過去12カ月の平均である15を下回っていません。債券のボラティリティは2022年以降低下しておらず、7月以降急激に上昇しました。さらに、8月には米国の逆イールドカーブ²がショートエンド側もロングエンド側も利回りは低下しました。人工知能 (AI) に対する楽観がある中でも、米国株式市場で最も堅調なセクターがディフェンシブな公共事業であるという点も、神経質な市場心理を示しています。金1トロイオンスと等価交換できる原油が現在は約35バレルで、2年前の約2倍になっているという事実からも市場心理を読み取れます。原油価格が上昇するのは経済成長が加速している時であり、金価格が上昇するのは懸念が高まっている時です。

バリエーションの高い市場が景気低迷に向かっているという状況のため、こういった懸念には正当な理由があると我々は考えます。米国経済はこれまで予想を上回って持ちこたえてきましたが、それでもなお、警告を深刻に受け止めるべきマイナスの兆候を示す主要指数が揃っています。さらに、中国も欧州もそれぞれの本領を発揮していません。ドイツには明らかに問題があります。製造業がグローバルで好転しないため、経済が苦戦しています。実質収入が上昇していることから、我々は民間消費が追い風になることを期待していましたが、まだそうなっていません。しかし、我々はまだあきらめたわけではなく、ドイツと欧州の消費者心理が好転すると予想しています。とはいうものの、当面の間、どの地域もグローバル経済を進ませる強力な

エンジンになりません。我々は、米国の経済成長率が2025年第2四半期に1.4% (前年比) に鈍化するものの、それでもこの堅調な成長率で鈍化がボトムアウトすると引き続き予想しています。一方で、38%という非常に高い確率で今後12カ月のうちに景気後退が起きるとも予想しています。リスクは依然として存在しています。

こういった解説は励みにならないことでしょうか。我々は9月初めに、2025年9月末時点の予想を作成する戦略会議を開催しました。この会議では以下のようなポイントが検討すべき課題として取り上げられました。米国経済の鈍化はそれまでに本当に終わっているのでしょうか？米国大統領選後、米国の高い公的債務水準のせいで新政権は財政政策を縮小せざるを得なくなり、幻滅が訪れるのでしょうか？ または、米国経済は既に好転しており、金利上昇につながるのでしょうか？

我々の評価に基づいたコアシナリオは、最悪のリスクを避けられる可能性が高い、というものです。我々は若干の経済鈍化と、その後の控えめな回復を予想しています。インフレ率が大幅に低下していることから、米連邦準備制度理事会 (FRB) と欧州各国の中央銀行は利下げを実施できるでしょう。我々は、25ベースポイントの利下げが欧州中央銀行 (ECB) により5回、FRBにより6回 (そのうち1回は9月に予想されている利下げ) あると予想しています。つまり、短期国債の利回りは低下するものの、長期国債の利回りは若干上昇します。しかし、スタート地点の利回りが高いため、主要国債すべての合計利回りは引き

1. MOVE指数、米国債市場の先行き変動リスクを示す指数

2. 2年債と10年債のイールドカーブは第2週目に2022年7月以来初めてゼロを上回った。

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が作成したものをドイチェ・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チェ・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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。オルタナティブ投資は投機的であり、非流動性、損失の可能性の高さ、不透明性を含む重大なリスクを伴います。オルタナティブ投資はすべてのお客様に適しているものではありません。当資料記載の予測は、2024年9月10日時点のDWSインベストメント GmbHの見解であり、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。

クォーターリーCIO View (2024年9月) 投資家の皆さまへ

続き明らかにプラスの領域になります。我々は引き続き中期年限の国債を愛好します。また、我々は引き続き社債が有望と見えています。経済成長が弱含んでいるフェーズでは、我々は特に欧州の投資適格債券を愛好します。通貨については、今後12カ月間で重要な通貨ペアに大きな動きはないと予想しています。この点は米国大統領選の後、特にドナルド・トランプ氏が勝利すると変わる可能性があります。しかし、我々は民主党が大統領選を制する可能性が高いものの、上院は共和党の手に落ちるといった判断を堅持します。つまり、新政権による政策の自由度はかなり限定されることになります。

我々は米国経済の目立った鈍化や金利に関するショックはないと予想しており、その場合、株価は引き続き若干の上昇トレンドを伴いつつ横ばいになるでしょう。株価を支えるのはやはり米国消費者です。堅調な企業業績（我々は今後12カ月で10%の伸びを予想）は今までのところ株価のダウンサイドリスクを和らげています。安定的な労働市場と中央銀行による利下げ期待も追加的な下支えになっています。米国に対する欧州のバリュエーションのギャップが記録的に高いことから、グローバル全体で我々は若干欧州地域を愛好します。米国の方が経済成長の機会が大きいものの、欧州では特にバリュー株や小型株に投資妙味があります。一方で、日本では長年にわたってデフレが続いた後、インフレや企業改革が実を結びつつあるようです。アジア新興国では、一握りのセクターを除いて、我々は基本的に中国以外に目を向けています。セクターベースでは、かなり株価が上がってしまった通信サービスセクターを中立に引き下げました。たとえばAI半導体などの大型買収の投資計画を見ると、AIは依然として力強さの大きな源泉ですが、市場はAIの収益化スピードに疑問を持ち始めるようにもなっています。ただし、より古いセクターであるヘルスケアは、適度なバリュエーションでうまく成長しており、今回の米国大統領選の争点にならなさそうです。我々はヘルスケアをオーバーウェイトとしました。

オルタナティブ資産においては、我々の金価格の予想は1トロイオンスあたり2,810米ドルであり、これは中央銀行による購入の継続を反映しています。プレント原油先物価格の予想は1バレルあたり80米ドルであり、これは供給サイドが不足しないことが前提になっています。不動産価格は安定化し、場合によっては上昇するでしょう。物流不動産や住宅不動産はすべての地域において構造的な需要が堅調なことから恩恵を受けています。また、企業の資金調達源として人気が高まっているプライベートローンにもリターン上昇余地があると我々は見ています。

全体として見れば、長く続くものの覇気に欠ける経済拡大局面に入っているようで、これは大半の金融資産にとっては好ましい状況です。しかし、我々が期待しているコアシナリオには大きなリスクが存在しており、我々は引き続き幅広い投資分散に注力します。たとえば、配当の高い銘柄や比較的リターンの高い社債などを通して分散投資のアプローチを取ると、資本市場の環境が冴えない局面でも手堅い収益を得られることにつながります。また、我々が2025年に予想している経済成長と企業収益の拡大からも恩恵を受けることができるでしょう。

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が作成したものをドイチェ・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チェ・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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。オルタナティブ投資は投機的であり、非流動性、損失の可能性の高さ、不透明性を含む重大なリスクを伴います。オルタナティブ投資はすべてのお客様に適しているものではありません。当資料記載の予測は、2024年9月10日時点のDWSインベストメント GmbHの見解であり、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。

2024年9月11日

市場環境の急激な変化により、これらの予測は変更になる場合があります。

マクロ経済 / 米国経済の鈍化ははまだ始まらない

GDP成長率(対前年比、単位：%)

国・地域	2024年(予測)	2025年(予測)
米国	2.4	1.7
ユーロ圏	0.7	1.0
英国	1.0	1.2
日本	0.0	1.2
中国	4.8	4.4
世界	3.1	3.2

財政赤字(対GDP比、単位：%)

国・地域	2024年(予測)	2025年(予測)
米国	6.0	5.9
ユーロ圏	2.8	2.7
英国	4.0	3.7
日本	4.5	3.0
中国	13.3	13

消費者物価指数(対前年比、単位：%)

国・地域	2024年(予測)	2025年(予測)
米国 ¹	2.9	2.3
ユーロ圏	2.5	2.3
英国	2.6	2.4
日本	2.5	2.0
中国	0.5	1.7

失業率(年平均)

国・地域	2024年(予測)	2025年(予測)
米国	4.3	4.1
ユーロ圏	6.6	6.6
英国	4.4	4.5
日本	2.5	2.4
中国	5.0	5.0

指標金利(単位：%)

国・地域	現在値*	2025年9月(予測)
米国	5.25-5.50	3.75-4.00
ユーロ圏	3.75	2.50
英国	5.00	3.75
日本	0.25	0.75
中国	3.35	3.10

商品市況(米ドル建)

	現在値*	2025年9月(予測)
原油(ブレント)	73.0	80
金	2,484	2,810
銅(LME)	9,000	10,000
カーボン	67	80

* 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2024年9月5日時点
¹ コアレート、12月個人消費支出(前年同月比、単位：%)
 予測は2024年9月5日時点の見通しです。
 LME：ロンドン金属取引所

当ページ以降の記号表記について

マクロ経済データ、為替相場およびオルタナティブ投資：
 矢印は以下の見通しを示します。
 (↑) 上昇の可能性、(→) 横ばい傾向、(↓) 下落の可能性

矢印の色はロングオンリー戦略でのリターンの見通しを示しています。
 ● ロングオンリーの投資家にとってプラスリターンの可能性
 ● プラスリターンの機会は限定的で、マイナスリターンの可能性もあり
 ● ロングオンリーの投資家にとってマイナスリターンの可能性

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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2024年9月25日時点のDWSインベストメント GmbHの見解であり、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。

クォーターCIO View (2024年9月)
DWSの見通し

株式 / 景気後退がなく、調整もない？

	現在値*	2025年9月 (予測)		トータルリターン (予測) ¹	企業利益成長率 (予測)	株価収益率 への影響	配当利回り
			予測値				
米国 (S&P500種株価指数)	5,503 ●	5,800	6.1%	10.7%	-6.0%	1.5%	
欧州 (ストックス・ヨーロッパ600指数)	512 ●	540	8.6%	4.9%	0.2%	3.5%	
ユーロ圏 (ユーロ・ストックス50指数)	4,815 ●	5,100	9.0%	4.1%	1.5%	3.5%	
ドイツ (DAX指数) ²	18,577 ●	20,000	7.3%	7.8%	-3.7%	3.2%	
英国 (FTSE100種指数)	8,242 ●	8,350	4.8%	2.4%	-1.5%	3.8%	
スイス (SMI指数)	12,031 ●	12,350	5.3%	9.7%	-7.5%	3.1%	
日本 (MSCI ジャパン・インデックス)	1,608 ●	1,760	11.8%	8.4%	1.0%	2.4%	
MSCI エマージング・マーケット・インデックス (米ドル建)	1,076 ●	1,140	8.8%	13.0%	-7.1%	2.9%	
MSCI AC アジア (除く日本) インデックス (米ドル建)	687 ●	740	10.2%	12.7%	-5.2%	2.7%	

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ファクトセット・リサーチ・システムズ、2024年9月5日時点

¹ トータルリターン (予測) は、利回り、配当、キャピタルゲインを含みます。² トータルリターン・インデックス (配当込)

予測は2024年9月5日時点の見通しです。

債券 / 今後12カ月で6回の利下げ

米国

	現在値*	2025年9月(予測)
米国国債 (10年物)	3.73% ●	4.05%
米国地方債 ¹	71 bp ●	75 bp
米国投資適格社債 ¹	92 bp ●	85 bp
米国ハイ・イールド社債 ¹	315 bp ●	375 bp
証券化商品: モーゲージ証券 ¹	132 bp ●	120 bp

アジア太平洋

	現在値*	2025年9月(予測)
日本国債 (10年物)	0.88% ●	1.40%
アジア社債	224 bp ●	125 bp

世界

	現在値*	2025年9月(予測)
新興国ソブリン債	388 bp ●	390 bp

欧州

	現在値*	2025年9月(予測)
ドイツ国債 (10年物)	2.21% ●	2.25%
英国国債 (10年物)	3.92% ●	4.00%
ユーロ投資適格社債 ²	115 bp ●	95 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ²	365 bp ●	400 bp
証券化商品: カバードボンド ²	62 bp ●	50 bp
イタリア国債 (10年物) ²	143 bp ●	180 bp

通貨

	現在値*	2025年9月(予測)
ユーロ (対 米ドル)	1.11 ▼	1.08
米ドル (対 日本円)	143 ▼	140
ユーロ (対 英ポンド)	0.84 →	0.84
英ポンド (対 米ドル)	1.32 ▼	1.29
米ドル (対 中国元)	7.09 ↗	7.15

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2024年9月5日時点

¹ 10年物米国国債に対する10年物地方債 (AAA格) の比率² ドイツ国債に対するスプレッド

予測は2024年9月5日時点の見通しです。

bp=ベースポイント

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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2024年9月25日時点のDWSインベストメント GmbHの見解であり、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。

会社紹介

DWSについて¹

すべての主要な資産クラスを網羅した商品及び運用ソリューションを通じて、幅広い投資機会へのアクセスを投資家に提供。その運用ソリューションは投資信託から高度にカスタマイズされたポートフォリオの構築まで多岐にわたる

個人投資家及び機関投資家のお客様に、伝統的資産からオルタナティブに至る幅広い資産運用ソリューションを提供

約9,330億ユーロの運用資産残高(2024年6月末時点)を誇る世界有数の資産運用会社

チーフ・インベストメント・オフィスについて

DWSのグローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーであるピヨルン・ジェシュが統括し、DWSの運用プロセスの中心的役割を果たす

経済及び市場に関する統一された見解の策定のため、グローバルな運用体制が有する専門性を集結

グローバル投資見通しであるCIO Viewを策定する

ポートフォリオ・マネジメント、調査及び営業チームの連携のための窓口となり、円滑な意思疎通を可能にする

¹ DWSはDWSグループGmbH&Co.KGaA及びその子会社が事業活動を行う上でのブランド名です。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。

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9月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。

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、ノウハウ及び実績を有します。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。