

2024年11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

米国大統領選の結果を受けて、株式市場における選好が変わる可能性が高い

10月は株式市場も債券市場も、投資家にとって冴えない1カ月になりました。S&P500種株価指数は、史上最高値を更新し続けてきましたが、この6カ月間で初めてマイナスになり、債券市場では10年物米国国債が4%低下しました。

「明らかに、投資家は公的債務を気にするようになってきました」とDWSのチーフ・インベストメント・オフィサーであるピョルン・ジェシュは述べています。米国では公的債務増加に対する懸念から、長期年限国債の金利が顕著に上昇しており、英国においても同様の懸念があります。多くの中央銀行による利下げの継続が予想されるなか、ジェシュは社債に対して戦略的に前向きな姿勢を維持しています。

「ただし、戦術的な観点から、我々は長期にわたって選好してきた欧州投資適格社債を短期的に『中立』に引き下げました。国債との利回り差が縮小する余地がほとんどないためです」。株式について、ドナルド・トランプ氏が米国大統領選を制した

影響は、個別セクターはともかく市場全体にとってはそれほど重要ではないとジェシュは考えています。

「ただし、10年物米国国債の金利が5%に近づくことになれば、株式には大きな逆風となる可能性があります」とジェシュは付け加えています。投資家は現時点で、インフレ率が上昇して米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げの回数が減る懸念と、ドナルド・トランプ氏がより企業寄りの政策を打ち出す期待、このどちらかを優先すべきか判断する必要に迫られています。

法人税がもう一段引き下げられると、S&P500種株価指数の構成企業の収益は3~4%押し上げられることとなりますが、それは2026年以降になるとジェシュは見ています。米国国内の収益比率が高い企業が最も大きな恩恵を受けるでしょう。こういった企業は主に金融セクターか、中小型株市場に存在しています。一方で、次期大統領の動きを予想できないことから、米国外の市場は少なくとも当面の間、厳しい状況に直面するとジェシュは予想しています。

資本市場を牽引するトピックス



経済：米国は適度な経済成長、ユーロ圏ではスペインが特に堅調

- 消費が引き続き米国経済を牽引している。第2四半期の年換算経済成長率は3.0%、第3四半期は2.8%。
- ユーロ圏の経済成長率は若干アップサイドのサプライズとなった。第3四半期の経済成長率はプラス0.4%（第2四半期は0.2%）。スペインは、引き続き観光産業からの追い風に下支えされて経済成長率が0.8%となり、特に堅調さを示した。



インフレ：物価は再び若干上昇

- ユーロ圏の10月のインフレ率は2.0%に上昇（9月は1.7%）。コアインフレ率（食品価格とエネルギー価格を除いたインフレ率）は2.7%にとどまった。
- ドイツの10月のインフレ率は、食品価格とエネルギー価格の上昇を受けて2.0%に上昇した（9月は1.6%）。



中央銀行：追加利下げを予想

- 欧州中央銀行（ECB）は、10月中旬に主要金利を0.25%引き下げ、3.25%とした。我々は12月に再度の利下げを予想している。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）は引き続きインフレを注視することになる。今後の金融政策はこれから出てくるデータに左右されるだろう。



リスク：株式市場の高いバリュエーションと、地政学上の危機

- 株式市場の高いバリュエーションは、これ以上の株価上昇余地が大きく限定される原因となる可能性がある。企業収益の伸び率が過去の平均に向かって減速しつつあるため、なおさらである。
- ロシアとウクライナの戦争に加えて、中東の不安定な情勢も地政学上の懸念である。特に、イランとイスラエルの衝突がさらにエスカレートすることが懸念事項。

#2 株式

株式のパフォーマンスにおいて配当の重要性が再び高まる



トーマス・シュスラー

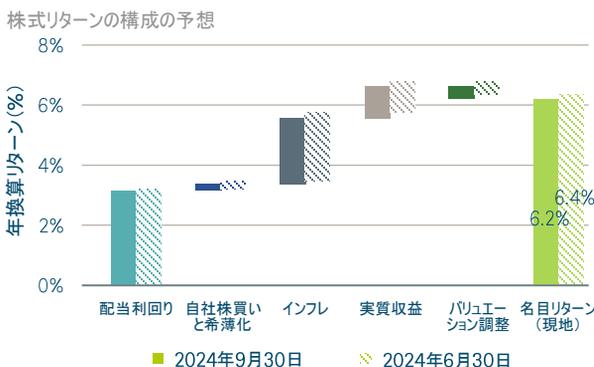
グロース株とバリュー株のどちらを選好すべきか、というのはわざわざ聞くまでもない質問でしょう。過去10年間、バリュー株が優位だったのは、2016年と2022年の2年間だけでした。株式のグローバル共同責任者であるトーマス・シュスラーはこのように述べています。特にテクノロジー銘柄のバリュエーションが現時点で非常に高いという事実は、一段の株価上昇が限定されるという理由にはなりません。トレンドに乗ることが今日では重要です。しかしだからといって、例えば配当戦略を通してバリュー株に投資する理由がない、というわけではありません。市場が常に調整することを考えると、リスク管理も大切です。「最大限のリスクをとって最大限のリターンを得ようとする投資家ばかりではありません」とシュスラーは述べています。

特に有望なのは、金融セクター、公共事業、石油産業の配当株で、こういった企業の配当性向は非常に高い傾向があります。米国市場で妙味のある配当銘柄を見つけるのは現時点では困難です。S&P500種株価指数の配当リターンは1.2%で、過去20年の平均2.0%を大幅に下回っています。バリュエーションが高いからといって、差し迫った株価の下落が示唆されているわけではありませんが、今後数年間の株主還元は長期平均を下回ることが想定されます。「今後を見通すと、リターンは過去のように8%や10%ではなく、5%程度になるだろうと考えます」とシュスラーは述べています。現在のバリュエーションはリターンの前払いと考えることができ、現時点の企業収益を大幅に先回りしています。この点も、配当銘柄を選好するもう一つの理由になります。配当銘柄のパフォーマンスは、配当と株価上昇の両方がベースになるためです。世界で最も重要な株式市場である米国市場に関して、高い公的債務がリスクだとシュスラーは考えています。

現在、公的債務は依然として株式市場にプラスの影響を与えています。しかし、高い公的債務水準に貯蓄率の低下と民間世帯の債務水準の上昇が重なると、問題が絡み合うことになります。「高い水準の民間債務は、現時点で株式市場を下支えしています。企業が大幅な賃金水準の引き上げを迫られていないにもかかわらず、民間の購買意欲は依然として衰えていません」とシュスラーは解説します。しかし遅かれ早かれ、限界を迎えることになるでしょう。そうすると、債券利回りは上昇し、おそらく株式市場は圧力にさらされるでしょう。

このように、株式市場のリスクがかなり高く、調整の脅威が高まっている状況の中で、シュスラーは配当銘柄以外では金と金鉱株を好みます。「分散と資本の保護に対するニーズが金や金鉱株にプラスに働く主要な要因です」とシュスラーは結論づけています。

配当利回り: トータルリターンの重要な要素



出所: DWSインベストメント GmbH, 2024年10月末時点

米国株式: 国内企業への注目が高まる



- 米国株式市場は依然として群を抜いて最もバリュエーションの高い市場。その主な要因は、テクノロジー銘柄で、人工知能(AI)というテーマに関連した銘柄に牽引されている。
- ドナルド・トランプ次期大統領は自国内で生み出される収益に注目し、法人税を引き下げることが見込まれるため、グローバルに業務展開しているテクノロジー銘柄が受ける恩恵は、内需関連企業よりも小さくなるだろう。

ドイツ株式: ファンダメンタルデータから示唆されるよりも株価が高い



- 上がり続けるのがドイツの主要銘柄で構成されるDAX指数の特徴のように見えますが、データは必ずしも説得力のあるものではない。今期の決算発表シーズンはかなりまだら模様であった。2025年の企業収益予想は、欧州の他の国とは対照的に、下方修正された。
- 企業データがまだら模様であるにもかかわらず、株価のパフォーマンスが良好であることから、我々はドイツ株式に対してかなり慎重になっている。

欧州株式: 米国大統領選の影響で見通しが若干弱含む



- 欧州株式は依然として米国株式に対して過去最大のスプレッドで取引されている。欧州株式のパフォーマンスを見ると、異常に低いバリュエーションが自動的に株価の巻き返しにつながるわけではないことがよくわかる。
- 米国大統領選の結果が出る前の時点で、欧州は我々が最も選好する地域であった。しかし、すぐにでも大規模な関税が導入されると、欧州企業の見通しが冷え込む可能性がある。

新興国株式: 中国株式市場の回復はまだ見えない



- 我々は新興国株式市場全般に対して中立的。引き続き中国に注目しており、期待されている中国政府による景気刺激策が市場にプラスの影響を及ぼす可能性を注視している。
- 中国株式市場のパフォーマンスに関して、我々は慎重になりすぎるぐらいのほうがいいとみており、市場のバリュエーションは長期平均の水準近辺で推移すると予想している。

* 各アセットクラスの見通しは米国大統領選の前のものであり、現在見直し中のため、必要に応じて今後修正する可能性があります。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。
出所: DWSインベストメント GmbH, 2024年11月6日時点

#3 マルチアセット / 債券

短期的な市場の調整はリスク資産への投資機会を生む



ヘニング・ポツタダ

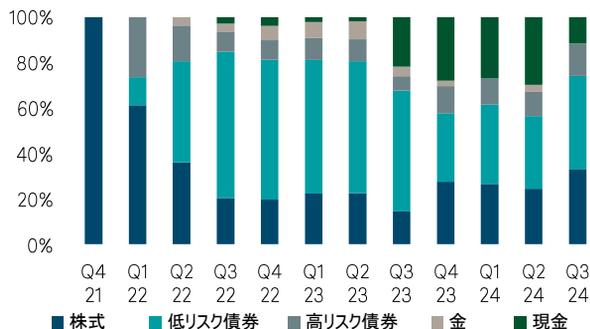
経済と地政学のさまざまな不透明感は、ポートフォリオ内の資産クラスのウェイトにどのような影響を与えるでしょうか。「リスク選好に関して、我々は中立的なポジションを維持しています」と、マルチアセットのグローバル責任者であるヘニング・ポツタダは述べています。ポツタダはイールドカーブがさらにスティープ化し、よって、長期年限と短期

年限債券の利回りスプレッドはワイド化すると予想しています。「さらに、経済成長に対する懸念がインフレ懸念にとって代わられるような市場環境では、債券のデフレーションがポートフォリオの安定性に寄与できるでしょう」とポツタダは説明しています。

全体としてみれば、アロケーションポートフォリオでは債券に関して引き続き中立的なポジションを維持していますが、株式と比較すると利回り水準は魅力的ではありません。株式に関して、ポツタダは2つの相反する動向を目にしています。「複数回の利下げと景気後退の回避が我々の基本シナリオで、これは株式市場にプラスに働くはずで、一方で、特に米国における強気のバリュエーション水準と、引き続き弱含んでいるマクロ経済の見通しによって、さらなる株式市場の上昇は抑えられる可能性があります」一般的に、短期的な市場の調整は高リスク資産へのエントリーポイントになるでしょう。

債券は依然として重要なリターンの源泉

目標リターン4%に向けたアロケーションの例



出所: DWSインバーストメントGmbH, 2024年9月末時点

米国国債 (10年物)

利回りが上昇する見込み



短期的見通し*



長期的見通し*

- 大統領選の結果を受けて、米国のインフレ率が上昇するリスクが高まった。
- 我々はすべての年限について利回りの上昇を予想。

ドイツ国債 (10年物)

利回りはピークアウトしたはず



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最近再び大幅な上昇に転じた。
- 今後12カ月で我々は利回りが若干低下すると予想している。

新興国ソブリン債

スプレッドはタイト化 — 短期的にはほとんど魅力がない



短期的見通し*



長期的見通し*

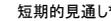
- 新興国ソブリン債のスプレッドは大幅にタイト化した。
- そのため、我々は新興国ソブリン債の見通しを短期的に引き下げた。

社債

投資適格



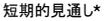
短期的見通し*



長期的見通し*



短期的見通し*

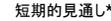


長期的見通し*

ハイ・イールド



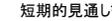
短期的見通し*



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: 米ドルに関する不透明感が高い、短期的には若干上昇



短期的見通し*



長期的見通し*

- 米ドルの為替レートは、懲罰的な関税の導入の可能性、一段の経済制裁、米国の公的債務水準のさらなる上昇によって決定的な影響を受ける。
- 米国の経済データは予想を上回り続けているため、米ドルは短期的には上昇するだろう。

#5 オルタナティブ資産

金: 金価格は年初来かなり上昇してきた — さまざまな不確実性が存在することから、見通しは依然としてポジティブ



短期的見通し*



長期的見通し*

- 10月に金価格は4カ月連続で上昇し、史上最高値を更新して2,790米ドルになった。前年比で、貴金属は27%上昇した。
- 金に対する需要は高い状態が続くと見込まれ、米国大統領選後にリスクプレミアムが若干低下しても、金価格を支えるだろう。

* 各アセットクラスの見通しは米国大統領選の前のものであり、現在見直し中のため、必要に応じて今後修正する可能性があります。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。

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。

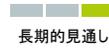
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2024年11月6日時点



短期的見通し

収益がプラスになる可能性

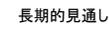


長期的見通し



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11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。