

2024年2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

### 「日本株式に対して引き続きポジティブ」



ビヨルン・ジェシュ

2024年の年明け早々、米国では再びアップサイドのサプライズがありました。2023年第4四半期について発表されたデータで、堅調な経済成長、良好な経済指標、インフレ率の低下、低水準の失業率が確認されたためです。「今のところ、米国経済が弱含むとしても第2四半期中に一時的なものになる可能性が示されており、我々は本格的な景気の落ち込みはないと考えています」とグローバルCIOのビヨルン・ジェシュは述べています。これはリスク資産にとっては好材料です。「1株当たりの利益成長率の予測に大きな障害はない見込みです。さらに、社債のリスクも限定的でしょう」とジェシュは続けています。

ただし、米国経済がソフトランディングし、インフレがさらに抑制されるといったシナリオを当然のことと考えてはなりません。特に地政学的リスクなど、このシナリオには高いリスクがあるためです。「よって、我々は2024年の投資に関して2023年末時点で設定した目標株価と目標債券価格を維持します。つまり、目標リターン予測の平均は1桁台前半のレンジに下落しているということです」とジェシュは解説しています。日本株は足元で上昇していますが、それにもかかわらずジェシュは引き続き前向きです。企業収益予想が上向きのトレンドになっているのは世界の中でも日本だけだからです。米国株式に関しては、2023年10月以降S&P500種株価指数はほぼ20%上昇し、この堅調なパフォーマンスを受けてダウンサイドのリスクがかなり高まっています。

## 資本市場を牽引するトピックス



### 経済：ユーロ圏の景気後退は回避、米国は比較的堅調

- ユーロ圏は第4四半期に厳密な意味での景気後退を免れた。スペインとポルトガルの経済成長が堅調で、イタリアも相応に成長したため。2023年のドイツの経済成長は0.1%低下した。
- 足元の米国労働市場のデータは大方の予想よりもかなり良かった。中国経済はボトムアウトしつつあるようだ。



### インフレ率：ユーロ圏では緩やかな減速にとどまる

- ユーロ圏でインフレ率低下のペースは非常に遅い。特にコアインフレ率の低下はわずかで、やっと3.3%になった。賃金と密接に連動するサービスセクターのインフレ率には全く変化がない。
- 我々は米国のコアインフレ率は徐々に低下していくと予測しているが、上昇するリスクもあると考える。総合インフレ率のリスクファクターは依然として消費財。



### 中央銀行：FRBもECBも依然として金利の見通しについては慎重

- 米連邦準備制度理事会（FRB）はこのところ利下げについてかなり慎重になっている。FRBのジェローム・パウエル議長は直近の会合でインフレとの戦いが進んでいることを強調したが、インフレ圧力がまだくすぶっていることに警告を発した。我々は米国の最初の利下げは第2四半期になると見込む。
- 欧州中央銀行（ECB）のクリスティーヌ・ラガルド総裁も1月末に開催された直近の会合において、現時点での利下げ議論は時期尚早であると述べ、FRBとほぼ同じ程度の慎重さを見せた。我々は利下げが2024年6月以降になると考える。



### リスク：さらなる地政学上のショック

- ロシアによるウクライナに対する侵攻の継続、ハマスとイスラエルの間の紛争といった深刻な政治的危機とともに、こういった事態の今後の推移も引き続き非常に大きな不確実性を生んでいる。
- 欧州のリスクシナリオの1つが、中国と米国からの需要の減退。もう一つの潜在的なリスクは、エネルギー問題の再燃。
- 新興国については、地政学上のリスクに加えて、今後予定されている多数の選挙からもさまざまなリスクが生じる見込み。さらに、米ドル高を受けて中央銀行は自国の金利を引き下げられなくなる可能性がある。

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2月9日時点

## #2 株式

## 企業業績の今後の動向がカギ



マドレーヌ・ロナー

「一見すると市場は昨年の延長線上にあるように見えます。2024年の年初数週間、人工知能(AI)とテクノロジーが引き続き最大のパフォーマンスを挙げています」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。しかし今年に入って、S&P500種株価指数の構成銘柄で最大の「マグニフィセント・セブン」に明らかな違いが生まれています。マグニフィセント・

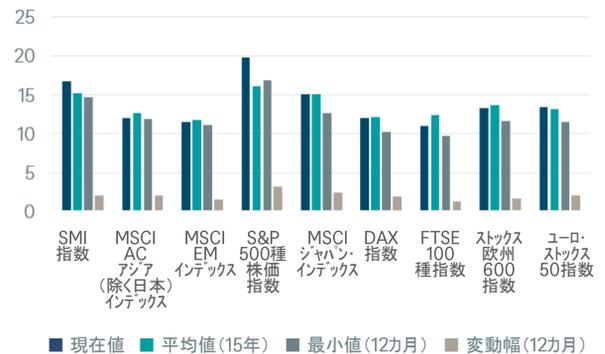
セブンによる市場の独占が進むと、株価も上昇していました。こういった銘柄の突出したパフォーマンスは、主に企業業績の上ぶれによって押し上げられています。よって、単なる熱狂にとどまらないパフォーマンスであると言えます。もちろん、投資家による乗り遅れの懸念もマグニフィセント・セブンに高い需要が集まる要因となっています。最も重要な問題は、企業が収益の上ぶれというトレンドを維持できるかどうかです。つまり、今と同じペースで成長し続けられるかどうかが問われます。しかしここで大数の法則が作用し始める危険性もあります。つまり、こういった企業は売上も収益も高いことから、継続的に成長率を加速させていくことになる、ということです。マグニフィセント・セブンに加えて、今の市場にはバリュエーションに関わらず勢いのある銘柄を買おうとする前のめりな姿勢があり、これは非常に懸念すべきことです。

米国経済を見ると、企業部門は政府主導の産業再生とそれに伴う補助金から恩恵を受けています。「このため、現時点で米国は

欧州に比べて優位になっています」とロナーは指摘しています。米国株式に期待を寄せるもう一つの理由は最新の米国の購買担当者景気指数です。2022年8月以来初めて、新規発注が再び拡大しています。このトレンドが続けば、景気敏感企業には前向きなサインになるでしょう。ロナーは特に、電動化に力を入れている企業を選好します。さらに、民間航空宇宙産業セクターにも高い株価上昇余地があります。

## 株式市場はかなり野心的なバリュエーション

2024年の収益予測に基づいた株価収益率



出所: DWSインベストメント GmbH, 2024年2月時点

## 米国株式: 短期的にはダウンサイドリスクの方が大きい



- 米国の高金利を受けて、S&P500種株価指数の株価収益率は20を下回ったままになるだろう。株価水準が高いため、株価上昇の余地は極めて制限されることになる。
- この数カ月間のS&P500種株価指数の好調を受けて、我々はむしろ株価のダウンサイドリスクに目を向けている。

## ドイツ株式: 現在の高い株価水準を受けて株価上昇余地は見込めない



- ドイツ株式市場の指数は依然としてドイツ経済の推移とは無関係に動いているように見える。最新のデータを見ると、2023年のドイツの経済成長率はマイナス0.1%でおだやかな景気後退が示唆されている。しかしDAX指数は引き続き上昇トレンドで、史上最高値となる17,050ポイントに達した。
- 現在の株価水準を見ると、今後12カ月間でさらなる株価上昇余地はほぼないと我々は見ている。現在予想されているよりも企業業績がはるかに良くなった場合に限り、株価が上昇する可能性がある。

## 欧州株式: 欧州企業と米国企業の収益成長の差が縮まる



- 欧州企業の業績状況はこの2年間で大幅に回復してきている。我々は、欧州企業と米国企業の収益成長の差が縮まると予想している。
- この予想はいまだにバリュエーションには織り込まれていない。米国株式と比較した欧州株式の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ことになるだろう。

## 新興国株式: 現時点ではインドが中国よりも有望



- ムンバイ市場の株価は既に大幅に上昇し、バリュエーションは割安とは言えなくなっているものの、現時点でインド株式市場はアジア主要市場の中で中国市場よりも有望なようだ。
- 中国経済のデータは引き続きまだら模様。消費を後押しする経済政策はいまだに投資家の期待にできていない。

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2月9日時点

### #3 マルチアセット / 債券

## リターンを生むポートフォリオには債券資産が再び重要に

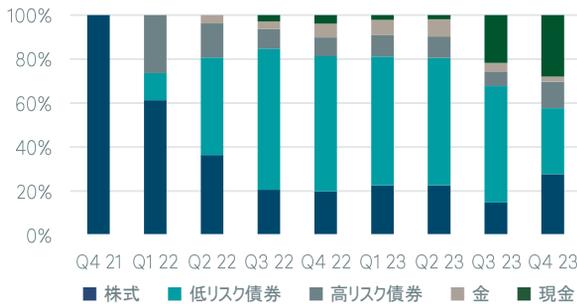


「どのような資産アロケーションにすればポートフォリオの目標リターンである4%を達成できる可能性が高かったかを調べると、時期によって投資ユニバースが大きく変化したことがよくわかります」と西欧地域CIOのヴェラ・フェーリングは述べています。低金利の時代には、目標リターンを達成するためにポートフォリオの100%を株式に振り向ける必要がありました。しかし、状況は大きく変わりました。「現在、グローバル市場ポートフォリオのアロケーションにおいて、ポートフォリオの中で最大となる約41%を債券に配分すべきだと我々は提案しています。

株式のアロケーションは債券に次ぐ2番目になり、現物短期債券とほぼ同じ水準の約28%です。目標リターン達成のために取るべきリスクが大幅に下がるため、投資家には好材料です。リターンの源泉として有望なのは欧州投資適格社債とアジア社債です。欧州ハイ・イールド債券については、この数年間価格が堅調に上昇したため投資妙味が低下しており、より慎重になるべきです。少なくともいくつかのケースにおいて、スプレッドはリスクを適切に反映していません。

#### 債券が再びリターンの源泉として重要に

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2月時点

#### 米国国債 (10年物)

短期年限の国債が長期年限よりも有望



- FRBによる利上げは終了の見込み。
- 今年中に予想されている利下げによって、特に短期年限の国債がプラスの影響を受けることになるだろう。

#### ドイツ国債 (10年物)

価格上昇の可能性は現時点では低い



- 我々はユーロ圏の利下げは2024年6月以降になると考える。
- 今後数カ月で、10年物ドイツ国債の利回りが現在の水準である2.3%程度に落ち着くと予想される。

#### 新興国ソブリン債

アジアのソブリン債が有望



- 予想を上回った米国の経済成長によって新興国は下支えされている。
- 現時点で我々はアジア新興国の債券を選択する。

#### 社債

投資適格



ハイ・イールド



### #4 通貨

#### ユーロ / 米ドル

短期的にはユーロが弱含む可能性も



- 米国の最新の経済データは若干予想を上回っており、ユーロ圏の景気低迷が米国より長引く可能性がある。
- 欧州経済との比較で米国経済のほうが堅調であるため、今後数カ月でユーロが弱含む可能性がある。

### #5 オルタナティブ資産

#### 金

2024年下半年に順風を予想



- 我々は今後12カ月間の金価格の推移に対して引き続き前向きである。金にはさまざまな下支え要因が存在している。FRBによる利下げが予想されていることに加えて、地政学的リスクとそれに伴った低リスク資産を追求する動きがあり、中央銀行は金購入を増やしている。
- 2024年下半年に金価格は1トロイオンスあたり2,300米ドルに向かう可能性がある。

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2月9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2024年12月までの収益可能性を示しています。

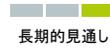
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2024年2月9日時点



短期的見通し

収益がプラスになる可能性

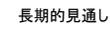


長期的見通し



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2月16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。