

2024年9月

目次：

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 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

### 株式市場には失望の可能性がある



ビヨルン・ジェシュ

8月は気の弱い投資家にとって厳しい月でした。日本では、株価が1日のうちに12%も急落しました。米国では、株式市場のボラティリティを示すVIX指数は3倍になり、コロナ禍発生以来最も高い水準になりました。債券市場のセンチメントも神経質になりました。しばらくの間、9月の連邦公開市場委員会(FOMC)の会合においては、50ベースポイントの利下げが実施されることが織り込まれていました。それに関わらず、8月の1か月間全体を見ると、収支はそこまで悪くありませんでした。グローバル株式市場の指数であるMSCIワールド・インデックスのトータルリターンは2.7%になり、8月末のパフォーマンスはプラスになったほどです。では、普段通りの状態ということでしょうか？グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーのビヨルン・ジェシュはそう考えていません。「現在のところ、株式市場のバリュエーションには明らかに失望の余地はほとんどありません」。さらに、米国大手テクノロジー銘柄である「マグニフィセント・セブン」の動きを見ると特に、今般のような市場のフェーズの

際には、肝が据わっている必要があることがよく分かります。では、今後の市場動向の見通しはどのようにでしょうか？「米国経済の鈍化、中国経済回復の遅れ、ドイツの勢いのなさといった要素によって、市場に新たなボラティリティが生じる可能性があります」とジェシュは警告しています。企業の決算発表はどちらかという良好でしたが、それにもかかわらず、米国株式市場のパロメーターであるS&P500種株価指数は7月中旬につけた史上最高値まで戻っていません。今後数週間はまだ模様様の状況に耐える必要があるでしょう。「9月の会合を受けた米連邦準備制度理事会(FRB)による利下げが新たな刺激になる可能性がある一方で、他方では、11月の米国大統領選の結果が不透明なことから、市場がさらに神経質になる可能性もあります」とジェシュは述べています。もう一つの要素は、米国経済の見通しが不透明なことです。足元のデータからは明らかなトレンドを読み取ることができません。主要な指数の多くが米国経済の鈍化を既に示唆していますが、いまだに経済成長の数値には反映されていません。第2四半期には年率換算の経済成長率が2.8%から3.0%に上方修正されたほどです。

### 資本市場を牽引するトピックス

#### 経済: まだ模様だが、米国の景気後退はおそらくないだろう



- 米国では雇用の伸びが鈍化しており、よって、FRBによる利下げの道が開けたことになる。景気後退はおそらく避けられるだろうと我々は予想している。
- ドイツ経済は第2四半期に0.1%とわずかに縮小した。個人消費と工場や設備への設備投資の低迷がその理由の1つ。急激に状況が改善する兆しはない。
- 日本は最近、プラスの経済成長を記録した。7か月連続で購買担当者指数(PMI)が上昇している。

#### インフレ: 若干鈍化している



- 少なくとも米国でインフレ圧力は高まっていない。個人消費支出(PCE)のコア指数は引き続き2.5%で安定している。
- ユーロ圏のインフレ率は、7月の2.6%から8月は2.2%に低下した。ドイツの8月のインフレ率は、2021年3月以来初めて、インフレ目標である2%を下回った。エネルギーコストの低下とあわせて、7月には2.3%であった生活費の上昇が1.9%に留まったことが主な理由。

#### 中央銀行: 米国の利下げはほぼ確実



- FRBのジェローム・パウエル議長はジャクソンホールでのスピーチにおいて、金融政策を調整すべき時が来た、つまり、利下げの時期が来たと述べた。いつも通り、利下げのタイミングとペースは今後の経済データ次第である、ということも付け加えた。
- ユーロ圏については、今年末までにそれぞれ25ベースポイントの利下げが2回実施されると我々は予想している。

#### リスク: 地政学上のショック



- 中東とロシアによるウクライナ侵攻が地政学上のカギであり、状況は依然として非常に緊迫している。一段のエスカレーションは世界貿易にマイナスの影響を与えることになろう。
- 欧州経済の動向は、低調な個人消費の伸びとグローバルの需要低迷によって足を引っ張られる可能性がある。

## #2 株式

### 日本株式：直近の混乱にもかかわらず有望



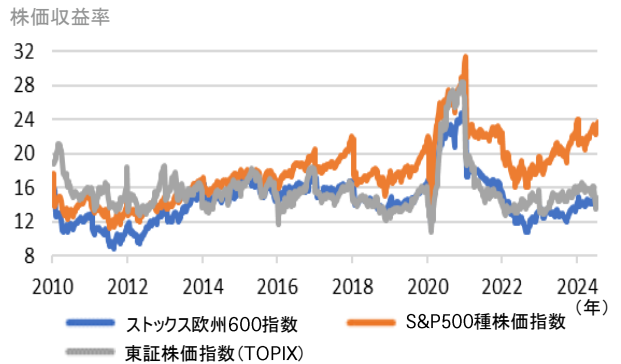
リアン・ハーグ

これまで株式市場の人気者であった日本株式には何が残されているのでしょうか？2023年にMSCIジャパン・インデックスは29.3%上昇し、日本株式は非常に高いパフォーマンスをあげました。また、今年の年初から7カ月間も有望でした。そこへ8月5日に、1987年以来となる株価の急落が起きたのです。理由は簡単に見つかりました。日本銀行(BOJ)による利上げと、いわゆる

キャリートレードのポジションの急速な解消です。キャリートレードとは金利差を利用した取引のことで、金利水準の低い円を借りて、米ドルといった利回りの高い通貨に投資します。こういったショートポジションの取引では、最終的に米ドルを円に再び両替して借入れた資金を返済します。「米国労働市場のデータが予想に届かなかったことを受けて、米国の利下げがより大幅になると株式市場が織り込み始めたため、市場の混乱が生じました。円の急激な上昇と米国の金利の優位性が損なわれる可能性から、多くの投資家がポジションの解消に動きました。これが株価の急落を招いたのです」と日本株が専門のポートフォリオ・マネジャーであるリアン・ハーグは述べています。しかし、そのすぐ後に株価は再び上昇に転じました。しばらくすると、日本株式は今年最高値をわずかに数パーセントポイント下回るまでになりました。これで終わりでしょうか、または、今後も問題が出てくるのでしょうか？ハーグは3つの理由から引き続き前向きです。1点目として、米ドルに対して円が再評価されることになっても、現在の為替レートは依然として日本の輸出に有利です。2つ目に、日本企業の収益は今後12カ月で8%以上増加すると予想されています。輸出型企業にとっては追い風が若干弱まることになりませんが、内需型企業の業績が向上することで埋め合わせられるでしょう。インフレ率の抑制、賃金と給与の上昇、物価上昇、観光収入の増加などに下支えされ、内需型企業の収益は拡大する

でしょう。3点目に、日本企業のバリュエーションは依然として魅力的にうつります。「15倍という株価収益率を見ると、少なくとも株式市場はかなりの高値圏というわけではありません。米国株式市場と比較すると、割安とさえ言えます」とハーグは説明しています。工業の自動化、半導体設備、ゲーム機とゲームソフト、ITサービス、医療テクノロジー、小売りといった複数のセクターに、長期的に健全な収益成長を遂げる見通しの有望な企業が存在しています。では、キャリートレードはどうなるのでしょうか？他の問題が出てくるのでしょうか？3.6%という現在の利回り差は依然として魅力的であり、ポジションが再び積み上がる結果になり得るとハーグは考えています。ただし、FRBが1%利下げし、利回り差が2.6%のみになると、市場は大きく反応する可能性があります。その場合、他への投資がより有望になるでしょう。

#### 日本株式：バリュエーションのディスカウントが記録的に高い



出所 DWSインベストメントGmbH, 2024年8月末時点

#### 米国株式：テクノロジー銘柄に対する楽観は若干後退した — よりディフェンシブな投資スタイルに注目



短期的見通し



長期的見通し

- 米国において、大手テクノロジー銘柄に関する楽観は足元で冷え込んでいる。企業業績が良好であっても、この大幅な調整を免れなかった。
- 米国株式は依然として現在のバリュエーション水準に対して調整を受けやすい。ボラティリティを最小限に抑えるといった、よりディフェンシブな投資スタイルの重要性が高まっている。

#### ドイツ株式：経済データは期待外れだが巻き返しの余地がある



短期的見通し



長期的見通し

- 製造業のグローバルな低迷と、実質賃金上昇にも関わらず低調な消費、これがドイツ経済の足かせとなっている。
- 経済データは期待外れであったが、ドイツの主要銘柄で構成されるDAX指数の8月のパフォーマンスは良好であった。期待の根拠は、企業収益の上方修正と、米国株式に対するバリュエーションが依然として異例の低水準であり、巻き返し余地があることを示唆している。

#### 欧州株式：米国株式に対するバリュエーションのディスカウントは引き続き高い



短期的見通し



長期的見通し

- ドイツに当てはまることは、若干弱まった形で欧州全体にも当てはまる。経済データはまだら模様。貯蓄率の上昇によって消費が冷え込み、製造業は苦戦している。
- それにもかかわらず、米国株式に対する欧州株式のバリュエーションのディスカウントは過剰なようである。人工知能(AI)に対する楽観が先細りしていることを考えると、特にそうである。

#### 新興国株式：中国が引き続き下落し、インドの見通しは現時点でより良い



短期的見通し



長期的見通し

- アジア新興国市場の中で、中国がマイナスの意味で目立っている。中国経済下支えのためのさまざまな政策にも関わらず、株式市場は引き続きアンダーパフォームしている。
- インド株式のほうが良好なパフォーマンスを挙げている。ただし、インド株式も足元でやや弱含んだ。全体として見ると、我々は新興国に対して中立的。

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9月4日時点

### #3 債券

## 我々は欧州投資適格社債を選好



トーマス・ヘーファー

債券の見通しは良好なようです。金利低下によって債券価格が下支えされており、適度なトータルリターンを得られる機会となっています。

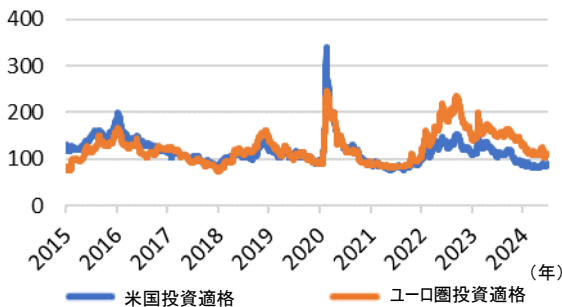
幅広い国債や社債が存在する中で、現時点で我々は欧州投資適格社債を選好します。ただしこの資産クラスでさえも、フランス議会が解散されて政治状況の不透明感が高まったことや、8月初めの日本市場の混乱など、金融市場を襲ったショックの波とは無関係でいられませんでした。

「国債に対するスプレッドは短期的に拡大しました。しかし、市場はすぐに落ち着きました。全体として見れば、スプレッドは今年大幅に縮小してきました」とポートフォリオ・マネジャーのトーマス・ヘーファーは述べています。市場はこういったショックを迅速に消化し、ファンダメンタルデータの健全性に再び注目するようになりました。この資産クラスは依然として投資家に選好されており、高い資金流入からもそのことが見て取れます。高い新規の起債量も十分に市場に吸収されています。

企業のバランスシートの質はおおむね良好で、大半のセクターでレバレッジは低い水準になっています。よってデフォルトリスクは限定的でしょう。「現時点で、企業の格付けが大幅に低下するリスクはほとんどないと我々は見えています」とヘーファーは付け加えています。ヘーファーは景気敏感産業よりも欧州銀行債を選好しています。この資産クラスの現在のリターンは3.5%と有望です。

#### 社債：スプレッドは狭い

投資適格の欧州社債と米国社債



出所：DWSインバーストメント GmbH, 2024年8月末時点

#### 米国国債（10年物）

利回りは低下を経て若干上昇



- 10年物米国国債の利回りは8月初めの急落を経て、0.1%上昇した。
- 我々はFRBによる3回の利下げを予想（2024年9月4日時点）。

#### ドイツ国債（10年物）

長期年限債券の利回りは引き続き短期年限の利回りよりも高い



- 10年物ドイツ国債価格は足元で若干下落し、利回りは上昇した。
- 短期年限債券の利回りは長期年限債券の利回りよりもごくわずかに高い。

#### 新興国ソブリン債

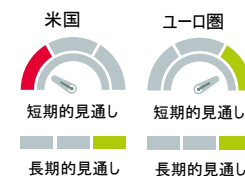
大幅に高いリターンによってリスクが報われる



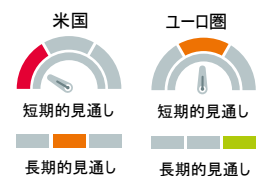
- 新興国債券は先進国における利下げのトレンドから恩恵を受けるだろう。
- 大幅に高いリスクは高いリターンによって相殺されるだろう。

#### 社債

##### 投資適格



##### ハイ・イールド



### #4 通貨

#### ユーロ/米ドル：ユーロの上昇はこのまま続かないだろう



- 足元でユーロは米ドルに対して上昇し、1ユーロ=1.12ドルのピークを付けた。
- 我々はユーロの今回の上昇はこのままのペースでは続かないと予想している。ユーロが上昇したのは、どちらかというテクニカルな理由であって、ファンダメンタルな理由ではない。ユーロ/米ドルは、1ユーロ=1.10米ドル近辺で安定するだろう。

### #5 オルタナティブ資産

#### 金：史上最高値更新にもかかわらず、おそらくさらなる価格上昇余地があるだろう



- 金価格は足元で史上最高値を更新し、安全な避難場所という評判を確認することになった。
- しかし現在の水準は既に予想されている米国の利下げを織り込み済みである。
- このような理由から、我々は長期的な見通しを「中立」に引き下げた。

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インバーストメント GmbH, 2024年9月4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。

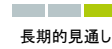
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2024年9月4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9月6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。