

2025年5月

目次

#1 市場とマクロ経済

#2 株式

#3 インフラストラクチャー / 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

米国に対する欧州の相対的な魅力が高まる



ヴィンチェンツォ・ヴェッダ

いつもは強気の市場参加者でさえも、4月前半の2週間に資本市場で起きた緊迫した状況を経験せずにすめば良かったと思ったことでしょう。ボラティリティを示すVIX指数は史上最高に近い50まで上昇し、米国株式市場が一時的に甚大な不確実性に見舞われていることが示されました。

債券市場も大きく動揺しました。30年物米国国債の利回りは5%の節目を超え、米ドルはユーロに対して急落しました。4月後半に状況は急激に回復しました。トランプ大統領の関税が当初恐れられていたほど劇的には経済に悪影響を与えないだろうという希望によるものです。「とはいっても、米国の政権によるかなり不安定な政権運営は経済成長や資本市場に大きな爪痕を残すことになるでしょう」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ェンツォ・ヴェッダは述べています。

「我々はグローバル全体で企業収益予想を3%~5%引き下げま

した」。足元で米国株式は欧州株式よりも下落分を取り戻していますが、ヴェッダは欧州株式のほうにより大きな投資機会があると見ています。

欧州株式を選好すべき基本的な要因が3つあるというのがヴェッダの見方です。1つ目は分散投資の側面、2つ目は割安なバリュエーション、そして3つ目は欧州における景気敏感銘柄比率の高さです。「我々の欧州株式の目標株価引き下げは、米国株式の目標株価引き下げよりも小幅にとどまっています」とヴェッダは付け加えています。米国では、一時的に特に大きな打撃を受けたテクノロジー銘柄が引き続き大きな役割を果たしていくでしょう。「テクノロジー銘柄のパフォーマンスがS&P500種株価指数の動向に大きな影響を与える」と我々は考えています」とヴェッダは述べています。社債についてもヴェッダは欧州を選好しており、特に、リスクの高いハイ・イールド債券よりも投資適格債券を選好します。リスクの高まりを受けて再び投資適格債券のスプレッドが拡大し、債券価格に圧力となる可能性があるためです。

資本市場を牽引するトピックス



経済：関税が、とりわけ米国において経済成長に大きな足かせとなる見込み

- 関税とそれに伴う不確実性、さらに物価上昇が今年と来年にかけて大半の国の経済成長に重荷になる見込み。
- この動きを作り出したのは米国だが、その米国がこの局面の矢面に立たされる可能性がある。我々は2025年の米国の経済成長予想を2.0%から1.2%に引き下げた。ユーロ圏に関して、我々は経済成長予想を0.2%引き下げ、0.8%とした。



インフレ：米国が上昇傾向の一方、ユーロ圏は低下傾向

- さらにインフレについても、米国は自国の保護主義政策による最大の犠牲者になる可能性が高い。我々は今年のインフレ予想を2.6%から3.2%に引き上げた。
- ドイツを含めたユーロ圏では、エネルギー価格の低下とユーロ高を受けてインフレ率は低下する見込み。我々の現時点での2025年インフレ予想は2.1%（以前は2.3%）。



中央銀行：金利は引き続き引き下げられる見込みで、欧州の利下げペースは米国よりも加速

- 少なくとも経済成長の鈍化によってインフレ期待が下がるようになるまで、我々は米連邦準備制度理事会（FRB）が現状を維持すると予想する。今年後半にもそれが起き得る可能性がある。今後12カ月間で、我々はFRBが最大3回の利下げを実施すると予想する。
- 欧州中央銀行（ECB）は4月に預金金利を2.25%に引き下げた。インフレ率が引き続き期待通り低下すれば、我々は2026年3月のインフレ率が1.75%になると見ている。



リスク：すでに被った被害の影響が過小評価されている

- 米国政権が仕掛けた貿易摩擦が一段とエスカレートすれば、世界は景気後退に陥る可能性がある。景気後退の可能性は既に大幅に高まっている。
- 消費や投資支出の分野で既に被った被害がいまだに今後の予測に十分に考慮されていない可能性を否定できない。最悪のシナリオは、米ドルや米国国債について安全な逃避先という位置付けが失われること。

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、2025年5月5日時点

#2 株式

リスクが高まっている – ディフェンシブなアプローチを選好



トーマス・シュスラー

株式市場の一段の調整を否定できませんが、それでも株式を保有し続ける理由が存在しています。まず、インフレの再燃に対する備えとして、株式投資が投資家の支えになる可能性があります。次に、米国政権が貿易政策について大幅に譲歩することになれば、株価上昇の機会に参加するチャンスが開かれます。ただし全体として見れば、企業にとって依然として状況は

厳しいでしょう。

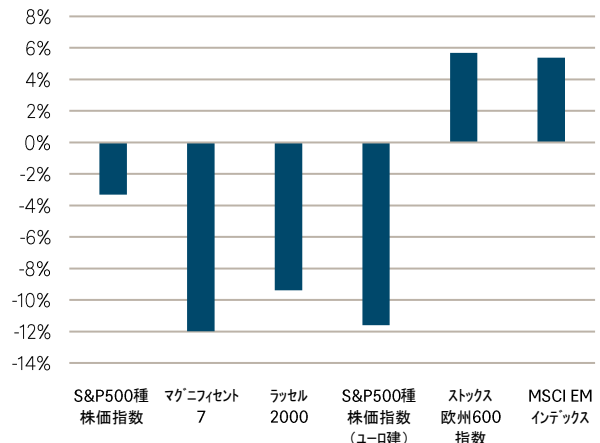
「企業収益は低下することになり、収益性が圧力にさらされる可能性があります」と株式のグローバル共同責任者であるトーマス・シュスラーは警戒しています。これはどのような意味を持つのでしょうか？銘柄の選定が今までになく重要になります。シュスラーは市場で優れたポジションに立ち、健全なバランスシートを備えた企業を選好します。また、ポートフォリオについて基本的にディフェンシブなアプローチを追求します。資産アロケーションにもこの点が明確に表れています。シュスラーが株式ファンドマネジャーを務める配当ファンドにおいて、現在、現金比率は10%であり、金も頼りにして8%保有しています。金の優位性についてシュスラーは次のように述べています。「金は誰かの負債ではなく、発行主体があるわけでもなく、中央銀行の政策に左右されるものではありません」。

以前とは異なり、米国国債や米ドルといった安全な逃避先であるとなされていた資産は、足元でポートフォリオのリスクのバランスを取れなくなっています。バリュエーションが魅力的で平均を上回る配当があるため、シュスラーは特に金融銘柄を選好します。また、景気サイクルとの相関が低いことから、ヘルスケアセクターも選好します。

米国株式のバリュエーションが高く、配当も相対的に低いため、投資地域としてシュスラーは米国よりも欧州と「その他全世界」を選好します。欧州投資家がリスクの高い米国株式を避けるべき理由は現時点で他にも存在しています。それが、米ドルの下落です。DWSは今後2～3カ月で米ドルがユーロに対してさらに下落すると予想しています。「投資の為替リスクを投資家は見落としがちです」とシュスラーは警告を発しています。

米国株式は明らかに遅れを取っている

2025年初来の主要株式市場のパフォーマンス



出所: Bloomberg Finance L.P., DWSインベストメントGmbH, 2025年4月30日時点

米国株式: 企業収益が圧力にさらされる可能性



- 第2四半期に企業収益の鈍化の最初の兆しが見られる見込み。さらに、不確実性の高まりを受けて、投資の減少も想定される。
- 全体として見れば、米国の経済と産業は厳しい局面にさらされている。我々は2026年3月のS&P500種株価指数の目標株価を以前の6,300ポイントから5,800ポイントに引き下げた。

ドイツ株式: 関税ショックは当面の間はうまく吸収された – DAX指数の目標株価を若干引き下げ



- 4月中旬にドイツの主要銘柄で構成されるDAX指数は、月初の米国による関税発表を受けた下落からほぼ全面的に回復した。年初来DAX指数は約17%上昇している。
- 高い不透明感と米国大統領の関税政策によるさらなるマイナスの影響という状況に鑑み、我々は2026年3月のDAX指数の目標株価を24,000ポイントから23,500ポイントに若干引き下げた。

欧州株式: 欧州株式は現在、米国株式よりも有望



- 我々は現在、米国株式よりも欧州株式を選好する。バリュエーションのспレッドが引き続き高いことと、米国から振替えられた資産の再アロケーション先として欧州が恩恵を受けると考えられることがその理由。
- 直近の予測再評価において、我々はストックス欧州600指数の2026年3月の目標株価を570ポイントから550ポイントに若干引き下げた。

日本株式: 目標株価を若干引き下げたが、株価上昇余地は依然として非常に大きい



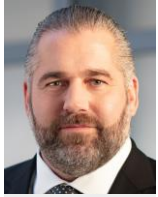
- 日本株式市場も4月2日のいわゆる「解放の日」に実施された米国大統領による関税発表を受けて株価が下落したが、4月中旬に顕著に回復した。
- 全体として見れば我々は日本株式に対して前向きだが、MSCIジャパン・インデックスの目標株価を1,780ポイントから1,690ポイントに若干引き下げた。

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インベストメントGmbH, 2025年5月5日時点

#3 インフラストラクチャー / 債券

インフラ投資：荒れた局面でさえも有望



ペーター・プロデーザー

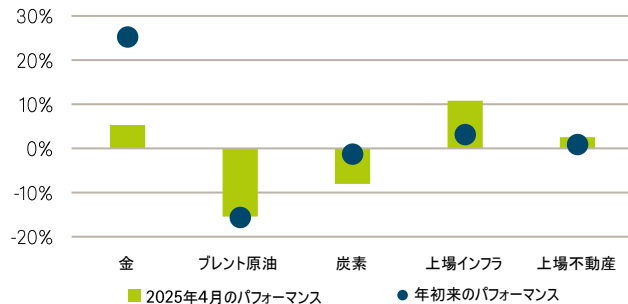
非常に短い期間で高いボラティリティと急激な価格下落に見舞われ、少なくとも流動性の高い株式市場や債券市場について、投資家は4月上旬の何週間かのうちにさまざまなことを消化する必要がありました。「しかし、インフラ投資は全く異なる様相を呈していました。こういった荒れた局面でもかなりうまく持ちこたえることができたのです」と、ポートフォリオ・マネジャーのペーター・プロデーザーは述べています。プロデーザーは、

インフラに対する投資はポートフォリオのリスク低下に寄与すると考えています。

その理由の1つに、インフラという資産クラスが流動性のある資産クラスとは全く異なる動きを見せる傾向があること、つまり、相関がほぼないことがあげられます。「よって、インフラ投資はポートフォリオのリスク低減に貢献するのです」とプロデーザーは強調しています。これは、不確実性の高い局面で重要な特徴になります。インフラ投資は概して基本的なニーズに対応するものであるため、比較的安定した需要が存在することも理由の1つです。「たとえば、レストランに行けなくなっても、自宅の電気がつかない生活よりはましだと人々は考えるものです」とプロデーザーは説明しています。流動性の高さ、複雑さ、年限プレミアムを考えると、1桁台半ば前後のリターンは現実的だとプロデーザーは見ています。長期投資を視野にいった投資家はこういった潜在的なリターンの手段から恩恵を受けられる可能性があります。

金が大きな勝者

2025年の年初来と4月のいわゆるオルタナティブ資産のパフォーマンス



出所: Bloomberg Finance L.P., DWSインベストメントGmbH, 2025年4月30日時点

米国国債（10年物）

若干の利回り低下を予想



- － 経済が鈍化する恐れと公的債務の状況が相まって、リターンは激しく変動している。
- － 我々は2026年3月のリターン予想を4.50%から4.30%に修正した。

ドイツ国債（10年物）

利回りは2.50%近辺で安定する見込み



- － 10年物ドイツ国債の利回りは現在の水準近辺で安定する見込み。
- － 2026年3月の我々の利回り予想は2.50%（以前は2.90%）。

新興国ソブリン債

不確実性が高い、期待リターンも高い

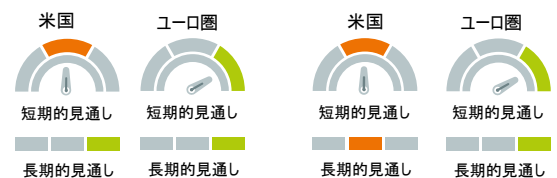


- － 明らかに不確実性が高いことが、新興国ソブリン債のリターン拡大につながる見込み。
- － 2026年3月の我々のスプレッド予想は410ベースポイント（以前は365ベースポイント）。

社債

投資適格

ハイ・イールド



#4 通貨

ユーロ/米ドル：米ドルの下落が続く可能性



- － 年初来、米ドルに対してユーロはすでに約10%上昇している。
- － 米国の政策が予測不可能である状況を受けて、世界中の投資家は米ドルへの不信感を高めており、米ドルも米国株式や米国国債と同じように売り込まれている。我々は米ドルの下落が続くと予想しており、2026年3月の我々のユーロ/米ドルの予測は1ユーロ=1.18米ドル。

#5 オルタナティブ資産

金：需要の高い安全な逃避先 – 依然として価格上昇余地が残されている



- － 金は年初来すでに23%上昇しているものの、貿易摩擦、米ドルへの信頼感の低下、米国公的債務の顕著な拡大の可能性を受けて、我々は再度金価格の予想を引き上げることになった。
- － 2026年3月の我々の金価格の予想は1トロイオンスあたり3,600米ドル（以前は3,250米ドル）。

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, 2025年5月5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5月5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5月9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。