

2022年8月25日

## 先行きの力強さに欠ける

インフレ、金融政策、地政学リスクを取り巻く環境は不確実性が高く、リスク資産への投資は控えるべきとの意見が出ています。しかし、マーケットの外にすることもできません。

“現時点で、市場はまだインフレの持続性を過小評価しており、中央銀行が資本市場を支援する意欲を過大評価していると思われる。年内には、さらに痛みを伴う価格調整が行われることになるでしょう。”

ステファン・クロイツカンブ  
チーフ・インベストメント・オフィサー  
運用部門責任者



2009年以降、投資家にとって「難局を乗り切る」戦略は非常に有効であったため、この戦略を継続したいと考えるのも無理はありません。結局のところ、2009年に金融危機後の相場上昇が始まって以降、S&P500が下落から回復しリターンがプラスに転じるまで、1年以上かかったことはありません<sup>1</sup>。そして、相場が下落している間に買えば、そのリターンはより大きなものになりました。

したがって、過去数十年で最悪の上半期<sup>2</sup>を経て、魅力的と思われるエントリー価格が提示された夏の初めには、市場に資金を投入する誘惑が大きかったのです。そして、その後の6月中旬のラリー<sup>3</sup>のスタートシグナルは、何と言っても米連邦準備制度理事会(FRB)の75ベースポイントという驚くべき大幅な利上げでした。その後、企業の堅調な四半期決算、原油価格の下落、インフレペースの横ばいが、投資家に新たな自信を植え付けました。FRBは2023年にも「ソフトランディング」<sup>4</sup>を実現するかもしれない、というのが一般的な見方でした。

しかし、当社の予想が市場のコンセンサスと最も乖離しているのは、まさにこの点です。市場は、FRBが金融引き締めを再び緩め、経済が低迷すれば、金利を下げてアクセルを踏むかもしれないと想定していますが、私たちは違う見方をしています。

私たちは、景気後退を余儀なくされても、インフレと戦い、インフレ期待を巻き戻し、その結果、信用を回復させることが、来年にかけてのFRBと欧州中央銀行の最優先目標になるとみています。

その理由は、インフレがピークを過ぎてすぐには克服できないからです(米国ではすでにそうっており、ユーロ圏でも秋にはそうなると考えています)。インフレ率は持続的に3%を大きく下回る水準に押し戻されなければならないのです。変動が激しい商品インフレが緩和されるだけでは不十分で、それは物価が今年に大きく上昇した後に起こると考えています。中央銀行が最も懸念しているのは、家賃や賃金などより持続的なインフレ要因についてです。そして、このようなインフレ圧力は来年も緩和されることはないでしょう。

したがって、成長率の低下と同時に金利が上昇する可能性があり、これは市場にとって痛手となる組み合わせです。消費者は、コロナ後の活発な夏休みから帰宅すると、高インフレと金利上昇によって実質可処分所得が目減りしている環境に置かれることとなります。当社では、消費者心理の悪化が、2023年の初めに米国で穏やかな景気後退を引き起こす可能性があるかとみています。

1. 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2022年8月24日時点

2. 複数の資産クラスにわたって(特に伝統的な株式/債券ポートフォリオについて)計測。MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスは最高値から23%下落して弱気相場に入った。ブルームバーグ・グローバル総合債券インデックスも最高値からほぼ20%下落した。

3. 代表的な株価指数の中には約20%上昇したのもあった。

4. 本格的な景気後退を引き起こさずにインフレを抑制すること。

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、2022年8月24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。

このことは、私たちの投資見通しにどのような意味を持つのでしょうか。投資家は今後数年間、実質的なリターンが大幅に低下することを許容しなければならないと考えています。資産価値の伸びは消費者物価の上昇率を下回るかもしれません。しかし、高インフレだからこそ、投資家は投資を続けなければならないのです。なぜなら、インフレはそれだけで現金の購買力を2桁近く低下させるからです。

このような環境では、国債が最適な商品でないことは明らかです。その中で、本当に良いリスク・リターンプロファイルを提供できるのは2年物の米国債だけというのが私たちの見方です。長期債については、利回りの上昇(米10年債3.25%、独10年債1.75%)を見込んでおり、市場よりもさらに悲観的な見方をしています。社債についても、欧州の景気後退が穏やかなものになると考えれば、現在の欧州の利回りは悲観的過ぎるかもしれませんが、景気サイクルのこのステージはエントリーに最適なタイミングとは言えないでしょう。新興国債券も状況は似ています。新興国債券はいくつかの逆風(米ドル高、世界的な成長鈍化、インフレ)に直面していますが、ここ数ヶ月でリスクスプレッドが拡大しており、国の選別は依然として重要ではあるものの、リスク・リターンプロファイルは良好とみています。

一般的に、株式は債券よりもインフレ対策になる資産であると考えられていますが、リターンは控えめなものになりそうです。消費意欲の減退は予想以上に早く、投入コストは急上昇し、現在潤沢にある企業収益にメスを入れたいという政治的欲求はすぐには消えそうにありません。また、サプライチェーンの問題や脱グローバル化の流れも、株式にとってはマイナス材料です。また、米国では量的引き締め<sup>5</sup>が進んでおり、この利上げサイクルの中で

株式は厳しい局面に立たされる可能性が高いと思われます。そのため、株式インデックスのリターン予想は控えめにしていますが、魅力的なセクターや企業が見つからないということではありません。

S&P500は年初来で13%下落していますが、エネルギー・セクターが48%上昇する一方で、通信セクターは29%下落するなど、セクター間で大きな乖離がみられます。セクターでは、ディフェンシブな強さと成長性を兼ね備えた医薬品セクターに特に注目しています。一方、不動産セクターを引き続き敬遠しています。個別銘柄では、各企業がコストの上昇分をいかに価格転嫁するか、あるいは他の方法でマージンを守ることができるかを注視しています。また、オルタナティブ投資については、インフレショックに対する耐性に注目し、インフラプロジェクトを選好しています。

原油は、今後1年間、今と同程度の水準で取引されるとみています。一方、金は1年後には1,900米ドル近くまで上昇する可能性があると考えています。深刻な地政学的、インフレ的な危機が進行している中で、ポートフォリオの多様化に貢献できるという魅力は変わりません。こうした危機と米国金利の上昇を背景に米ドルは急騰しましたが、今後1年間はユーロに対して極端な強さを維持することはないと考えています。

これからの1年、資本市場が退屈なものになるとは思えませんが、ボラティリティが高まるすべての局面が、その後の利益に繋がるわけではないことを理解しておく必要があります。しかし、このような時こそ、アクティブ運用の真価が発揮されるのではないのでしょうか。

5. 債券購入プログラムの終了と縮小によって市場から流動性が大幅になくなる。

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、2022年8月24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。

2022年8月25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 / インフレとエネルギー

### GDP成長率(対前年比、単位:%)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国	1.9 ↓	0.7
ユーロ圏	3.1 ↓	0.7
英国	3.5 ↓	-0.2
日本	1.5 ↓	0.9
中国	3.3 ↗	5.3
世界	3.1 ↓	2.8

### 財政赤字(対GDP比、単位:%)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国	4.4 ↓	4.0
ユーロ圏	4.1 ↓	3.3
英国	4.0 →	4.0
日本	7.5 ↓	5.0
中国	11.0 ↓	7.5

### 消費者物価指数(対前年比、単位:%)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国 <sup>1</sup>	4.8 ↓	3.3
ユーロ圏	8.2 ↓	5.0
英国	9.1 ↓	6.5
日本	2.1 ↓	1.7
中国	2.3 ↗	2.5

### 失業率(年平均)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国	3.8 ↗	4.3
ユーロ圏	7.0 ↓	6.8
英国	4.0 ↗	4.6
日本	2.5 →	2.5
中国	5.5 ↓	5.3

### 指標金利(単位:%)

国・地域	現在値*	2023年9月(予測)
米国	2.25-2.50 ↗	3.50-3.75
ユーロ圏	0.00 ↗	2.00
英国	1.75 ↗	2.50
日本	0.00 →	0.00
中国	3.70 ↓	3.50

### 商品市況(米ドル建)

	現在値*	2023年9月(予測)
原油(ブレント)	96.6 →	100
金	1,759 ↗	1,875
銅(LME)	8,032 ↗	9,500

\* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2022年8月18日時点

<sup>1</sup> コアレート、12月個人消費支出(前年同月比、単位:%)

予測は2022年8月18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、2022年8月18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。

## 株式 / 相対的な魅力がある

	現在値*	2023年9月 (予測)		トータルリターン (予測) <sup>1</sup>	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)	4,284 ●	4,200	-0.1%	5%	-6%	1.6%	
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	441 ●	445	4.5%	3%	-2%	3.6%	
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,777 ●	3,750	3.2%	4%	-4%	3.9%	
ドイツ(DAX指数) <sup>2</sup>	13,697 ●	14,400	5.1%	4%	-3%	3.7%	
英国(FTSE100種指数)	7,542 ●	7,350	1.8%	1%	-4%	4.4%	
スイス(SMI指数)	11,168 ●	11,150	2.9%	2%	-2%	3.1%	
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,224 ●	1,250	4.7%	6%	-3%	2.6%	
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	1,010 ●	1,030	5.5%	2%	1%	3.3%	
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	647 ●	660	5.2%	3%	-1%	3.0%	

\* 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、2022年8月18日時点 予測は2022年8月18日時点の見通しです。

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> トータルリターン・インデックス(配当込)

## 債券 / 中央銀行はどこまで行くのか?

### 米国

	現在値*	2023年9月(予測)
米国国債(10年物)	2.88% ●	3.25%
米国地方債 <sup>1</sup>	231 bp ●	250 bp
米国投資適格社債	125 bp ●	150 bp
米国ハイ・イールド社債	424 bp ●	550 bp
証券化商品:モーゲージ証券 <sup>2</sup>	26 BP ●	40 bp

### 欧州

	現在値*	2023年9月(予測)
ドイツ国債(10年物)	1.10% ●	1.75%
英国国債(10年物)	2.31% ●	2.25%
ユーロ投資適格社債 <sup>3</sup>	182 bp ●	150 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 <sup>3</sup>	540 bp ●	550 bp
証券化商品:カバードボンド <sup>3</sup>	91 bp ●	80 bp
イタリア国債(10年物) <sup>3</sup>	222 bp ●	220 bp

### アジア太平洋

	現在値*	2023年9月(予測)
日本国債(10年物)	0.20% ●	0.20%
アジア社債	347 bp ●	340 bp

### 世界

	現在値*	2023年9月(予測)
新興国ソブリン債	487 bp ●	500 bp
新興国社債	396 bp ●	390 bp

### 通貨

	現在値*	2023年9月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.01 →	1.05
米ドル(対 日本円)	136 ↘	130
ユーロ(対 英ポンド)	0.85 ↗	0.88
英ポンド(対 米ドル)	1.19 ↘	1.20
米ドル(対 中国元)	6.79 ↗	6.95

\* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2022年8月18日時点

<sup>1</sup> 10年物米国国債に対する10年物地方債(AAA格)の比率

<sup>2</sup> ブルームバーグ・バークレイズMBSフォワード・インデックス

<sup>3</sup> ドイツ国債に対するスプレッド

予測は2022年8月18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。当資料記載の予測は、2022年8月18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<sup>1</sup>

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8,331億ユーロの運用資産残高(2022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・オフィサーであるステファン・クロイツカンプが統括し、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

<sup>1</sup> 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、2022年8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。