

2022年7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

非常に難しい市場環境が続く予想



ステファン・クロイツカンブ

高インフレ、景気後退の足音、そして終わりの見えないロシアによるウクライナ侵攻といった状況の板挟みにより、2022年上半期は株式市場も債券市場も大荒れになりました。「インフレと利上げサイクルがいつ終わるのか明確にならない限り、短期間での状況の好転は見込めません」と、DWSのチーフ・インベストメント・オフィサーであるステファン・クロイツカンブは述べています。「経済成長は引き続き圧力にさらされると見込まれます。

この点が企業収益の推移に影響を与えることになるでしょう」とクロイツカンブは警告を発しています。「我々は2023年の欧州と米国の経済成長予想を若干下方修正し、株式市場の株価目標も5~10%下方修正しました」。企業収益の低迷と債券市場の利回り上昇を受けて、株式には難しい環境になっています。ロシア産エネルギーへの依存が高いため、現在、特に欧州においてリスクが高まっています。それに伴って、米国株式に対する欧州株式のバリュエーションの割安感も高まっています。

資本市場を牽引するトピックス

経済：経済成長がさらに減速する見込み



- 欧州の消費者はますます悲観的になりつつある。6月に欧州委員会が発表した消費者信頼感指数はここ数十年で最低水準になった。
- 我々は2023年のドイツの経済成長予測を3.2%から2.2%へと大幅に引き下げた。そして、ユーロ圏の経済成長率の予測については2.2%から1.8%に、米国については2.2%から0.8%に、それぞれ引き下げた。

インフレ：物価上昇圧力が後退するのは2023年になってから



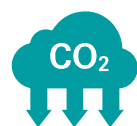
- インフレが依然として欧州においても米国においても主なトピックとなる。我々のインフレ率予測は米国で4.9%、欧州で8.0%。日本と中国のインフレ率予測は大幅に低く、それぞれ1.9%と2.3%。
- 2023年には主要金利が上昇し経済成長が低迷するため、インフレ率は大幅に低下し、米国で3.1%、欧州で3.7%となるだろう。

金利政策：FRBはインフレとの戦いを優先する



- 急激なインフレを受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）は姿勢を変えた。さしあたっては、景気後退という代償を払ってでもインフレ抑制に注力していることは明らかである。米国の主要金利は2023年半ばまでに3.25~3.5%に上昇すると予想される。
- 欧州中央銀行（ECB）はFRBよりも明らかに慎重な動きを続ける可能性がある。それに関わらず、ユーロ圏の主要金利は2023年の第2四半期までに2.0%と、大幅に上昇すると我々は予測している。

注目が集まるサステナビリティ：二酸化炭素排出によって海洋がリスクにさらされる



25%*

人類が排出する二酸化炭素のうち地球の海洋に吸収される割合。二酸化炭素排出量の増加によって、海洋による二酸化炭素の吸収能力が脅かされている。



30%*

産業革命以来、二酸化炭素排出によって海洋の酸化が進行した割合。地球の生態系のバランスに多大な影響を及ぼしている。

* 出所：ocean-campus.eu、海の酸化、2021年時点

データや見通し等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、2022年7月8日時点

#2 株式

低いバリュエーションは見せかけだけの可能性がある



トーマス・シュスラー

全体的に見て、2022年の前半6カ月の株式市場のパフォーマンスはかなり悪化し、ほぼすべての地域で大幅にマイナスとなりました。最高のパフォーマンスを挙げたのは大半の投資家がど

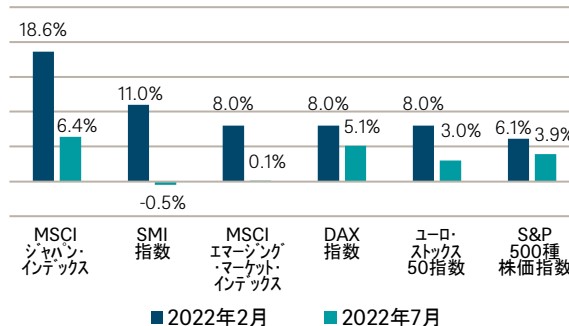
ちらかという珍しいと考える地域を対象としたMSCIラテンアメリカ・インデックスで、2022年上半期からマイナス0.3%とごくわずかな下落にとどまりました。その他大部分の株式市場は大幅に下落しましたが、それでもすべての問題が解決済みというには時期尚早です。

「株式市場の状況が1970年代ほど差し迫ったものになるとは我々は想定していません。当時、米国株式市場の株価収益率は1桁台で、金利が2桁台に急上昇してインフレ率を上回っていました」と、株式グローバル共同責任者のトーマス・シュスラーは述べています。しかし、株価が7割下がったからといって自動的に安くなったとは言えません。この難しい環境において、健全なファンダメンタルズを伴った高配当銘柄が依然として最も有望であるとシュスラーは見ています。既に大幅に下落している株価を受けて企業業績がどのように推移するのか、という点に高い関心が集まっています。多くの株式アナリストの現在の予測が楽観的過ぎると判断することになるかもしれません。また、現在の低い株価収益率は将来の現実と一致

しない可能性もあります。MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスのパフォーマンス予測が1つの例です。この予測は現時点でも依然として2022年初め、つまりウクライナ危機前の業績評価に基づいたものになっています。業績成長率の予測が大幅に下方修正されることになれば、バリュエーションはもはや低いとは言えなくなるでしょう。

企業業績成長予測を大幅に下方修正

今後12カ月の1株当たりの企業利益の成長予測



出所：DWSインベストメントGmbH、2022年7月時点

米国株式

経済の減速とS&P500種株価指数の株価目標引き下げ



- FRBがおそらく積極的な利上げ政策を取るため、米国経済は第4四半期に低迷することになり、2023年第1四半期には穏やかな景気後退に入るだろう。
- 名目金利とインフレの今後の道筋が不透明であり、よって実質金利の動きも不透明。これは米国株にはさらなる圧力となり、株価上昇余地を冷え込ませるだろう。S&P500種株価指数の2023年6月までの新たな株価目標は4,200ポイント（以前は4,400ポイント）。

ドイツ株式

ドイツ経済は特にエネルギー価格の高騰の影響を受けやすい



- ドイツは天然ガス価格の急上昇に特に打撃を受けている。ロシア産天然ガスの輸入にドイツほど頼っている国は他にはない。
- 産業や消費者にとってエネルギー供給に関するリスクが高いことがドイツ株式市場のDAX指数のパフォーマンスにも反映されている。DAX指数は年初来約20%の累積損失を出している。
- DAX指数の2023年6月までの新たな目標株価は13,900ポイント（以前は14,600ポイント）。

ユーロ圏株式

不確実性が高い — 高配当銘柄とコモディティ銘柄が最も有望



- エネルギー価格の上昇とロシアからの天然ガス供給が完全に絶たれるかもしれないという不透明感により、欧州経済には大きな難問が突き付けられている。
- ボラティリティは高止まりするだろう。高配当銘柄とコモディティ銘柄が現在最も有望。
- ユーロ・ストックス50指数の2023年6月までの新たな株価目標は3,650ポイント（以前は3,900ポイント）。

新興国株式

中国の動向が重要な要因



- 中南米を除き、新興国の大部分が市場の下落局面から逃れることはできなかった。
- 現在の株価水準は不確実性の大部分を織り込んでいるようである。
- 中国のゼロコロナ政策の終了と政府による新たな財政政策が景気回復のきっかけになる可能性がある。
- MSCIエマージング・マーケット・インデックスの2023年6月までの新たな株価目標は1,060ポイント（以前は1,110ポイント）。

データや見通し等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、2022年7月8日時点

#3 債券

選別すれば社債に投資機会

年初来、全体的に債券のパフォーマンスは大幅なマイナスとなっています。国債でも社債でも、欧州でもアジアでも米国でも、この状況は同じです。改善の望みはあるのでしょうか？特定のセグメントには確かに投資機会があるようです。

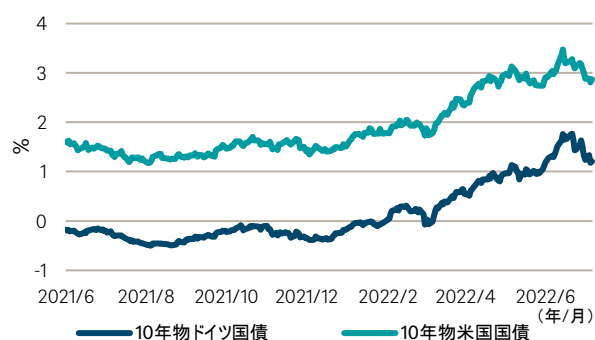
経済見通しが落ち込んでいることからデフォルトの可能性が高まり、流動性が低下しています。よって、国債に対する社債のスプレッドが大幅に拡大し、それによって大幅な価格下落につながっています。スプレッドは今後12カ月間といった短期間でさらに拡大する可能性もありますが、その後徐々に縮小していくと予想され、債券価格は再び上昇基調になるでしょう。欧州と米国のハイ・イールド債券において特にこの点が当てはまります。

ソブリン債の魅力はそれほど高くないようです。

ただし2つ例外があります。2年物米国国債と新興国債券です。ロシアによるウクライナ侵攻以来、短期米国国債の利回りは約2倍になりました。3%という利回りは確かに魅力的です。今後12カ月でこれ以上の大幅な利回り上昇があるとは我々は予測していません。

ウクライナ危機以降大幅な利回り上昇

米国とドイツの10年物国債利回りの推移



出所：DWSインベストメントGmbH、2022年7月時点

米国国債（10年物）

若干の限定的な利回り上昇を予想



- 10年物米国国債の急速な利回り上昇がこのまま続くとは予測していない。
- 長期米国国債の2023年6月までの利回りは3.25%と予測される。

ドイツ国債（10年物）

中期的には大幅な利回り上昇を予測



- 景気後退の恐れが高まったことを背景に、ドイツ国債の利回りは大幅に回復した。
- 2023年6月までに、我々は大幅に高い2.25%の利回りを予測している。

新興国ソブリン債

長期的には確実に投資妙味がある



- 新興国ソブリン債は経済の不透明感と米国金利の上昇から大きな影響を受けている。
- 長期的なリスクリターン・プロファイルは有望なようだ。

社債

投資適格



ハイ・イールド



#4 通貨

ユーロ／米ドル

ユーロは圧力にさらされている — 欧米債券の利回り差が足かせ



- 米ドルに対するユーロの弱さが続いている。米国債券と欧州債券の利回り差の拡大が進んでいることが主な原因と見られる。
- 中期的には、ユーロ圏の利回りが上昇し、米国債券との利回り差が若干縮小すると予測される。その結果、ユーロが米ドルに対して再度反発することになるだろう。引き続き我々のユーロ/米ドルの予測は、1ユーロ=1.10米ドル

#5 オルタナティブ資産

金

ポートフォリオの分散として理に適っている



- 金に対する我々の基本的な評価は変わっていない。現在我々が経験しているような危機の際には、金はポートフォリオの分散として理に適った選択肢である。地政学的リスク、高インフレ、低い実質金利などに鑑み、依然として金を選択することに意義がある。
- 最近、米ドルの上昇が金価格に一定の圧力となっている。金は米ドルで取引されているため、米ドルの強さに陰りが見えるようになると金の需要が高まることになるだろう。

データや見通し等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、2022年7月8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2023年6月までの収益可能性を示しています。

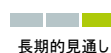
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2022年7月8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2022年7月12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。