



2020年7月

目次：

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 債券
- #4 通貨
- #5 オルタナティブ投資

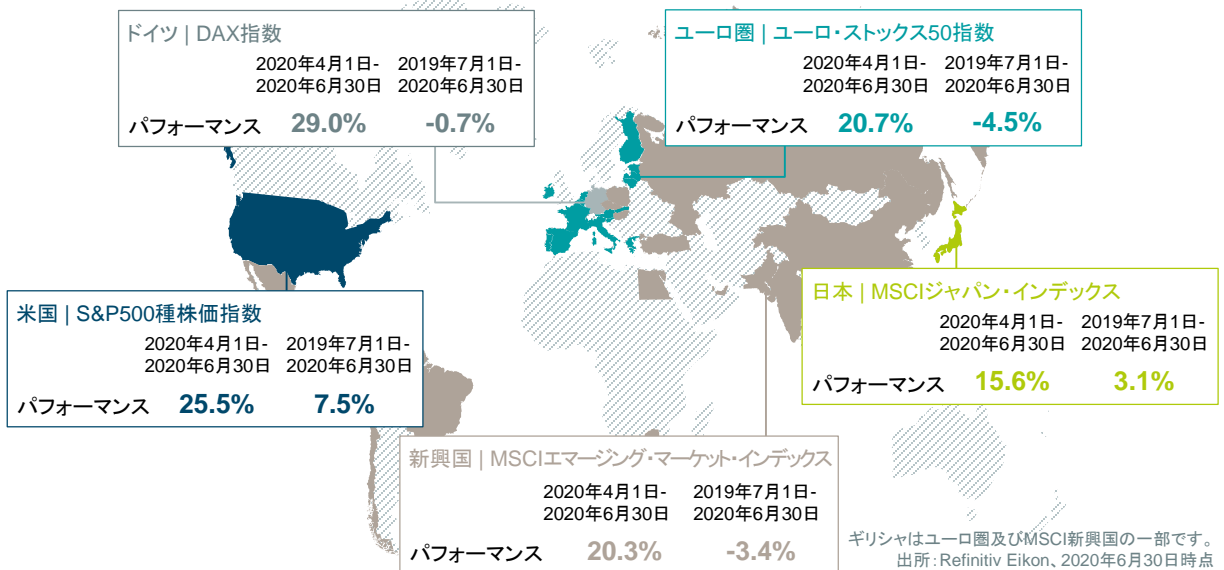
# Market outlook

## #1 市場とマクロ経済

### 株式市場の上昇には脆弱さも

第2四半期は目を見張るものがありました。第1四半期中に起きた株式市場の大幅な下落はかなり回復し、それは明らかに市場予想を上回るものでした。株式にとってはこの20年以上で最も好調な四半期の1つとなりました。これが今後も続くのでしょうか？夏の間に株価が引き続き上昇する可能性は多いにあります。経済データが回復すると、投資家のリスク許容度が再び高まるかもしれません。やや慎重な姿勢を取り続けている機関投資家が再び積極的に買い始める可能性もあります。

しかし、だからといって、株式市場が様々なプラスのニュースを既に割り引いているということから目を逸らすべきではありません。まずは経済が回復する必要があります。バリュエーションは非常に強気になっています。市場心理はすぐにも変わってしまうものです。第4四半期に経済の回復基調が鈍化したり、新型コロナウイルスの感染者数が増加したりすると、市場心理が変化する可能性があります。



まるで何事もなかったかのように、株式市場は新型コロナウイルスに端を発した急落から迅速に回復した  
過去5年における12カ月間の株式市場指数のパフォーマンス（現地通貨建、MSCIエマージング・マーケット・インデックスについては米ドル建）

	2019年6月-2020年6月	2018年6月-2019年6月	2017年6月-2018年6月	2016年6月-2017年6月	2015年6月-2016年6月
ドイツ DAX指数	-0.7%	0.8%	-0.2%	27.3%	-11.6%
ユーロ圏 ユーロ・ストックス50指数	-4.5%	6.1%	2.1%	24.2%	-13.0%
新興国 MSCIエマージング・マーケット・インデックス	-3.4%	-1.2%	8.2%	23.7%	-12.1%
日本 MSCIジャパン・インデックス	3.1%	-4.2%	10.5%	19.2%	-8.9%
米国 S&P500種株価指数	7.5%	10.4%	14.4%	17.9%	4.0%

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 CIOオフィス、2020年7月6日時点

## #2 株式

### 今何が重要か：幅広い市場エクスポージャーと長期投資

ファンダメンタルズではグローバル株式市場の株価水準を正当化することはできません。言い換えると、第2四半期に株価が大幅に上昇したため株価水準が急激に高まっています。2021年に期待利益獲得が高まることを基準に考えても、株価水準は高いと言えます。企業業績の見通しが大幅に改善しない限り、株価水準がこれ以上高まる余地はほとんどないと

考えるべきです。その結果、今は長期の投資期間と幅広い市場エクスポージャーを持つことが投資家にとってはより重要なこととなります。DWSは現時点では特に選好する地域はありません。セクターや企業レベルでの選別がカギとなります。これはアクティブ運用の伝統的な手法の一つです。

#### 米国株式

強気のバリュエーション - 短期的には調整の可能性も



- 経済と企業業績が迅速に回復する可能性は低い。
- 第2四半期に市場は順調に離陸した。2021年の企業業績の見通しをベースにすると、全般的なS&P500種株価指数のバリュエーションはやや強気である。
- DWSは現在、ヘルスケア、テクノロジーおよび生活必需品セクターの株を選好する。大型株が中小型株よりも有望なようである。

#### ドイツ株式

さらなる景気回復は既に割り引かれている



- 実体経済回復の最初の兆し。ドイツIFO企業景況感指数は6月に顕著に改善した。しかし、コロナ危機の収束は見通せない。
- ドイツの主要銘柄で構成されるDAX指数も同様で、3月の安値から着実に上昇している。よって、全体的にさらに株価が上昇する見通しはあまりない。

#### ユーロ圏株式

欧州小型株を選好



- ユーロ圏の景気拡大の最初の兆し。製造業とサービス業の購買担当者指数は明らかに加速度的に改善している。
- 欧州でも株価が大幅に上昇した後では、さらなる株価上昇の余地は主に今後2年間の企業業績の見通しに左右されることになるだろう。
- DWSでは欧州小型株が特に有望であると考えている。

#### 新興国株式

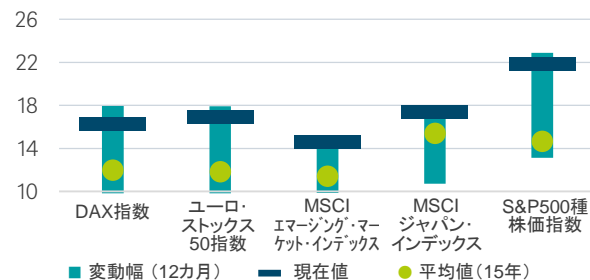
大きな差 - アクティブ運用がカギ



- 一方で、ブラジル、インド、ロシア、メキシコといった新興国の多くは新型コロナウイルスのパンデミックによって深刻な影響を被っている。
- とはいうものの、2020年下半期には経済成長は安定化するが、危機以前よりは低い水準となるだろう。
- 新興国株式は、比較的バリュエーションが低いことから恩恵を受ける。国による差が大きく、慎重に選定することがより重要となる。

#### バリュエーションは長期平均を大幅に上回る

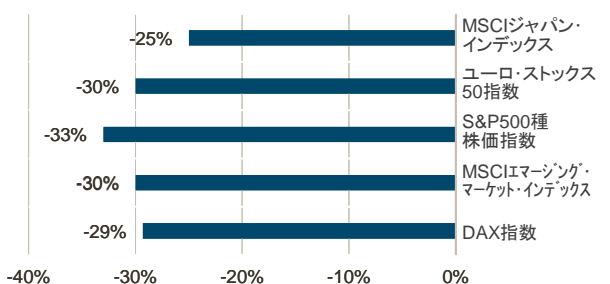
向こう12カ月間の予想収益に基づく株価収益率（PER）



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2020年6月30日時点

#### 企業収益は大幅に低下

向こう12カ月の予想収益成長



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2020年6月30日時点

データや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証するものではありません。

出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、DWSインベストメントGmbH、2020年7月6日時点

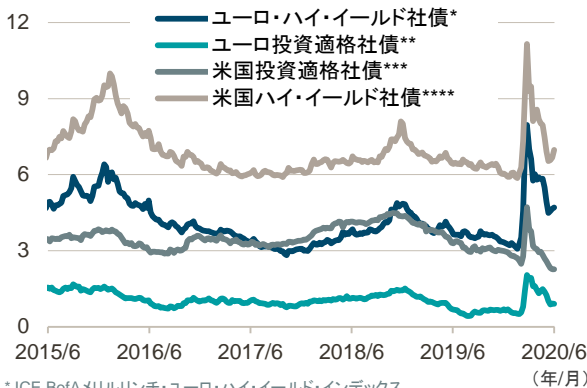
### #3 債券

## 債券の中では、社債に投資妙味

株式を熱烈に支持している投資家であっても、バランスのとれたポートフォリオには債券が不可欠であることを否定する人はいないでしょう。ここで問題となるのは、どの債券に投資するかです。現在、国債にはほとんど魅力はありません。DWSでは利回りは低水準で横ばいになると予測しています。よって社債という選択肢が残ります。ユーロ圏の投資適格債については、大幅な価格上昇の時期は過ぎ去ったようです。その一方で、新型コロナウイルス感染拡大で大幅に開いた国債との利回りの差は、同じぐらい急速に縮まりました。とはいうものの、中央銀行や機関投資家からの需要によって利回りがさらに若干低下し、よって価格が上昇する可能性があります。

### 社債：リターンは再び急速に低下

満期に向けた利回りの推移(%)



\* ICE BofAメリルリンチ・ユーロ・ハイ・イールド・インデックス  
 \*\* ICE BofAメリルリンチA-BBBユーロ・コーポレート・インデックス  
 \*\*\* ICE BofAメリルリンチA-BBB米国コーポレート・インデックス  
 \*\*\*\* ICE BofAメリルリンチ米国ハイ・イールド・インデックス  
 出所：Refinitiv Eikon、2020年7月1日時点

### 米国国債（10年物）

大規模な利上げは見込めない



短期的見通し



長期的見通し

- インフレが引き続き抑制されている限り、現時点では大規模な利回り水準の変化は見込めない。
- 12カ月以内に、10年物の利回りは3分の1になった。

### ドイツ国債（10年物）

マイナス利回りが当面は継続する見込み



短期的見通し



長期的見通し

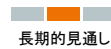
- 欧州中央銀行（ECB）の政策によって金利がより長期間にわたり低水準に留まることになるだろう。
- DWSは10年物国債がマイナス0.4%近辺で取引されると予測している。

### 新興国ソブリン債

スプレッドが縮小していることから価格上昇余地には限界がある



短期的見通し

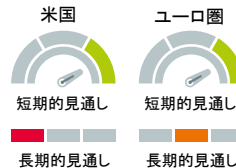


長期的見通し

- スプレッドが足元で非常に縮小してきた。
- DWSではさらなる利回り低下の余地はほとんどないと見ており、見通しは中立であると判断している。

### 社債

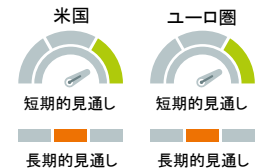
#### 投資適格



短期的見通し

長期的見通し

#### ハイ・イールド



短期的見通し

長期的見通し

### #4 通貨

#### 為替レート

金利差ではなくリスク評価が現時点でのカギ



短期的見通し



長期的見通し

- 現時点で為替レートの推移には金利差は大きな役割を果たしていない。
- 足元の通貨需要は、主に市場参加者によるリスク評価に左右されている。市場参加者がリスクポジションを減らし、株式市場を回避し始めたとともに、安全な逃避先と考えられている円が上昇した理由がここにある。
- 今後12カ月では（2021年6月末まで）、DWSはユーロが若干弱含み1ユーロ=1.10ドルになると予測している。

### #5 オルタナティブ投資

#### 不動産

リターンが低下する可能性が高い



短期的見通し



長期的見通し

- 不動産市場もコロナ危機によってマイナスの影響を受けている。賃貸収入は低下することになるが、金融危機の時ほどの下げ幅にはならないだろう。
- 住宅およびロジスティックスの資産はやや良い位置付けにあるが、このような資産であっても調整によって影響を受ける可能性がある。小売とオフィスの資産が最も深刻な影響を受けるだろう。
- 回復の見込みは悪化しているものの、不動産は債券よりも有望と考える。

## 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2021年6月までの収益可能性を示しています。

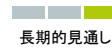
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2020年7月6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2020年7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。

#-200214-1 M-200714-2