



C IO VIEW

2021年9月

今後12カ月のグローバル経済
および投資環境の見通し

2021年9月3日

またも驚くほど好調な四半期。次に何が起きるのか？

株式市場はこの夏の逆境にいと簡単に持ちこたえました。今後12カ月間、我々は株式と不動産を引き続き選好しますが、リターン之余地はあまり大きくないでしょう。

“株式市場は実質金利の低さと企業収益の高さによって押し上げられています。この上昇が続くことを疑問視する根拠はあまりないようです。ただし、コロナ禍の中で見通しが不透明であることから、引き続き警戒が必要でしょう。”

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



直近の四半期(4-6月期)は驚くほど堅調でした。デルタ株の感染拡大や、米中の対立、インフレ率の上昇、サプライチェーンの混乱、経済回復の勢いの衰え、中国における厳しい規制の波など多くの不安材料にもかかわらず、株価は史上最高値を記録し、社債も好調でした。なぜでしょうか？ 企業業績が好調であったこと、国債利回りが低下したこと、この2つのサプライズ要因が好調の背景にあります。

投資家に対して寛容であったこの夏が終わり、今は「市場に出尽くしていない材料は何か」という点が問われています。正相反な見方が混在する状況も、もはやなじみ深いもののように感じられるといってもよいでしょう。株価上昇は維持されていますが、バリュエーションは行き着くところまで行ったようです。株価水準がこれ以上高まるのはあり得ないことではないでしょうか。このような高い株価水準は何らかの失望があると持ちこたえられない、と我々は春先に不安視していました。しかし、市場はまたもや並外れた粘り強さを見せました。投資家は2つの点で確信を深めていると我々は考えています。1点目は売却できなくても後から埋め合わせることができるということ、2点目は実質金利が中期的にマイナスにとどまるということです。このような見方に我々も同調しますが、100年に1度のパンデミックを受けて、今後の予測が限界にきているということも認識しています。消費者の購買意欲にも、政府による直接的な支援策が終わった後の経済の底堅さにも大きな不透明感があります。また、インフレ率の上昇と低金利の継続が両立し得るのかどうか不確実

です。我々がバリュエーション水準を引き上げておらず、社債のリスクプレミアムの予測を若干引き下げただけなのは、これらの理由によるものです。

我々は経済回復が続くと見込んでいます。我々の2021年と2022年の経済成長率予測は、タイミングや地域によって若干の変更がありました。全体としては2022年末まではほとんど変更していません(世界経済成長率は2021年が5.8%、2022年が4.5%)。経済成長率は2023年にコロナ禍前の水準に落ちると我々は予想しています。コロナ禍によって進んでいる経済のデジタル化がいっそうの経済成長余地につながるになれば、この予測を上回る可能性もあります。インフレが目標を長期間上回ったとしても中央銀行が株価の継続的な上昇を受け入れる可能性が高いでしょう。雇用率を引き上げることが中央銀行の主な目標になっているためです。とはいえ、米国とユーロ圏のインフレ率は2022年には0.5%低下するでしょう。

よって、米連邦準備制度理事会(FRB)は2022年に債券購入プログラムを徐々に縮小すると我々は予測しています。FRBの総資産は来年にかけて引き続き拡大し、2023年になってようやく安定すると予想します。利上げはこのような動きとは別に実施されるでしょう。現在のところ、市場は2022年末までに2回の利上げを予測しています。しかしここでもFRBが気にするのは失業率です。

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。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、2021年8月30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。

欧州中央銀行(ECB)の債券購入プログラムは2022年3月に終了する予定ですが、購入金額を大幅に縮小する前に何らかの移行期間が設けられると我々は予測しています。今後2年間、利上げは見込んでいません。よって、予測期間を通して利回りは若干の上昇にとどまると予測しています。この結果、先進国国債の大半はマイナスのトータルリターンになり、一方では投資適格社債はわずかにプラスのトータルリターンとなる可能性があります。有望なのは、ハイ・イールド債券とアジア債券だと我々は見えています。しかし、中国国債については、規制の問題が出てくる前から我々は懐疑的でした。バリュエーションが高すぎると考えているためです。

株式について過去の四半期で我々の戦略がほとんど変わっていないというのは重要な点です。史上最高値を記録した指標が数多くありますが、企業業績も予測を上回って拡大しました。今後12カ月間、我々は引き続き平均で2桁台の利益拡大を予測しています。欧州と日本の企業はより景気循環的であることから、米国企業よりも先行しています。ただし、米国の大手テクノロジー企業と大手メディア企業は依然として突出しており、我々も引き続き選好しています。また、アジアも引き続き選好しますが、中国における規制強化の波を受けて今後数カ月間は株価の変動が続くでしょう。

しかし、中国の規制強化の動きの大部分は中期的に経済成長の質を高め、環境問題を下支えするものになる余地があると我々は考えています。この夏、とりわけ異常気象の事例が多かったことから、誰もがサステナビリティ(持続可能性)というトピックを口にするようになりました。時間との闘いであることを考えると、サステナビリティに対する注目の高まりは歓迎すべきことです。気候目標を掲げている国は130カ国に上りますが、それでも、現在の取り組みのままでは気温は2100年までに2.4度上昇し、パリ協定の目標である1.5度を大幅に上回ることとなります。よって民間セクターの取り組みが依然として重要であり、運用会社も対応していく必要があります。自社のサステナビリティ関連のツールを精緻化していくために、我々は引き続きあらゆることを実施してまいります。

低金利環境とインフレ率上昇への懸念があることから、引き続きオルタナティブ投資が魅力的であると我々は見えています。インフラプロジェクトに加えて、実質金利が低水準であることから割高感のない不動産にも引き続き注目しています。我々は産業／物流不動産と住宅不動産が引き続き魅力的であると考えています。ただし、このようなセクターが経済の再開から直接的な恩恵を受け、良好なパフォーマンスを挙げている中で、よりバランスの取れたポジションを取ることに注目しています。

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。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、2021年8月30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。

2021年9月3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 / 経済回復のペースは平常化へ

GDP成長率(対前年比、単位：%)

| 国・地域 | 2021年(予測) | | 2022年(予測) |
|------|-----------|---|-----------|
| 米国 | 6.2 | ↓ | 4.7 |
| ユーロ圏 | 4.5 | ↗ | 4.6 |
| 英国 | 6.8 | ↓ | 5.3 |
| 日本 | 2.7 | ↓ | 2.6 |
| 中国 | 8.2 | ↓ | 5.6 |
| 世界 | 5.8 | ↓ | 4.5 |

財政赤字(対GDP比、単位：%)

| 国・地域 | 2021年(予測) | | 2022年(予測) |
|------|-----------|---|-----------|
| 米国 | 14.7 | ↓ | 6.9 |
| ユーロ圏 | 9.0 | ↓ | 5.0 |
| 英国 | 9.0 | ↓ | 6.0 |
| 日本 | 7.5 | ↓ | 5.5 |
| 中国 | 8.3 | ↗ | 8.7 |

消費者物価指数(対前年比、単位：%)

| 国・地域 | 2021年(予測) | | 2022年(予測) |
|-----------------|-----------|---|-----------|
| 米国 ¹ | 3.0 | ↓ | 2.5 |
| ユーロ圏 | 2.1 | ↓ | 1.6 |
| 英国 | 2.3 | ↗ | 2.6 |
| 日本 | 0.1 | ↗ | 0.6 |
| 中国 | 1.2 | ↗ | 2.4 |

経常収支(対GDP比、単位：%)

| 国・地域 | 2021年(予測) | | 2022年(予測) |
|------|-----------|---|-----------|
| 米国 | -3.6 | ↗ | -3.3 |
| ユーロ圏 | 2.7 | ↗ | 2.8 |
| 英国 | -3.5 | → | -3.5 |
| 日本 | 3.7 | → | 3.7 |
| 中国 | 1.5 | ↓ | 1.3 |

指標金利(単位：%)

| 国・地域 | 現在値* | | 2022年9月(予測) |
|------|-----------|---|-------------|
| 米国 | 0.00-0.25 | → | 0.00-0.25 |
| ユーロ圏 | -0.50 | → | -0.50 |
| 英国 | 0.10 | → | 0.10 |
| 日本 | 0.00 | → | 0.00 |
| 中国 | 3.85 | ↓ | 3.55 |

商品市況(米ドル建)

| | 現在値* | | 2022年9月(予測) |
|---------|-------|---|-------------|
| 原油(WTI) | 65.4 | → | 68 |
| 金 | 1,792 | → | 1,720 |
| 銅(LME) | 9,300 | ↗ | 10,000 |

* 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2021年8月26日時点

¹ コアレート、12月個人消費支出(前年同月比、単位：%)

予測は2021年8月26日時点の見通しです。

WTI：ウェスト・テキサス・インターミディエート

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、2021年8月26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 / 2021年は驚くべき好業績

| | 現在値* | | 2022年9月 (予測) | | 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 | トータルリターン (予測) ¹ | | | |
| 米国(S&P500種株価指数) | 4,470 | ● | 4,600 | 4.7% | 9% | -6% | 1.8% |
| 欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数) | 470 | ● | 480 | 5.5% | 15% | -13% | 3.4% |
| ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数) | 4,170 | ● | 4,250 | 5.2% | 14% | -13% | 3.2% |
| ドイツ(DAX指数) ² | 15,794 | ● | 16,700 | 5.7% | 13% | -10% | 3.3% |
| 英国(FTSE100種指数) | 7,125 | ● | 7,000 | 2.4% | 7% | -8% | 4.2% |
| スイス(SMI指数) | 12,409 | ● | 12,250 | 1.8% | 13% | -14% | 3.1% |
| 日本(MSCI ジャパン・インデックス) | 1,186 | ● | 1,200 | 3.4% | 20% | -19% | 2.2% |
| MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建) | 1,266 | ● | 1,310 | 6.3% | 17% | -13% | 2.9% |
| MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建) | 812 | ● | 840 | 6.0% | 16% | -13% | 2.6% |

* 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、2021年8月26日時点 予測は2021年8月26日時点の見通しです。

¹ 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。

² トータルリターン・インデックス(配当込)

債券 / レンジ相場

米国

| | 現在値* | | 2022年9月(予測) |
|-----------------------------|--------|---|-------------|
| 米国国債(10年物) | 1.35% | ● | 2.00% |
| 米国地方債 ¹ | 183 bp | ● | 200 bp |
| 米国投資適格社債 | 83 bp | ● | 75 bp |
| 米国ハイ・イールド社債 | 296 bp | ● | 290 bp |
| 証券化商品: モーゲージ証券 ² | 16 bp | ● | 30 bp |

欧州

| | 現在値* | | 2022年9月(予測) |
|-----------------------------|--------|---|-------------|
| ドイツ国債(10年物) | -0.41% | ● | 0.00% |
| 英国国債(10年物) | 0.60% | ● | 1.00% |
| ユーロ投資適格社債 ³ | 97 bp | ● | 75 bp |
| ユーロ・ハイ・イールド社債 ³ | 307 bp | ● | 280 bp |
| 証券化商品: カバードボンド ³ | 36 bp | ● | 30 bp |
| イタリア国債(10年物) ³ | 108 bp | ● | 125 bp |

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2021年8月26日時点

¹ 10年物米国国債に対する10年物地方債(AAA格)の比率

² ブルームバーグ・パークレイズMBSフォワード・インデックス

³ ドイツ国債に対するスプレッド

アジア太平洋

| | 現在値* | | 2022年9月(予測) |
|------------|-------|---|-------------|
| 日本国債(10年物) | 0.03% | ● | 0.20% |
| アジア社債 | 285 | ● | 275 bp |

世界

| | 現在値* | | 2022年9月(予測) |
|----------|--------|---|-------------|
| 新興国ソブリン債 | 347 bp | ● | 300 bp |
| 新興国社債 | 310 bp | ● | 290 bp |

通貨

| | 現在値* | | 2022年9月(予測) |
|-------------|------|---|-------------|
| ユーロ(対 米ドル) | 1.18 | → | 1.20 |
| 米ドル(対 日本円) | 110 | → | 108 |
| ユーロ(対 英ポンド) | 0.86 | → | 0.87 |
| 英ポンド(対 米ドル) | 1.37 | → | 1.37 |
| 米ドル(対 中国元) | 6.48 | → | 6.65 |

予測は2021年8月26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、2021年8月26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¹

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8,592億ユーロ運用資産残高(2021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ビューを策定する

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

¹ 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、2021年9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。