

2022年11月22日

簡単ではないが、選択肢のある年

2023年は今年のように極端な展開にはならないとしても、困難と無縁というわけではないでしょう。しかし、少なくとも投資家にとっては、債券の復活により可能性が広がる年になると考えています。

「2023年は緩やかな景気後退に陥り、インフレ率が高止まるなかでその後の回復は緩慢なものとなるでしょう。したがって、株式の上昇余地は乏しく、その一方で債券が魅力的な代替投資先として再浮上しています。」

ピヨルン・ジェシュ
グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサー



DWSのCIO(最高投資責任者)の役割を引き受けるにあたり、これ程までに先行きがはっきりとしないタイミングはなかったでしょう。2023年を予測するにあたっては、記録的な高インフレ、超緩和的金融政策の終焉、デフレを輸出する成長マシンとしての中国の終焉、政治による世界貿易への継続的な攻撃、より多くの国に深刻な影響を及ぼす人口動態の変化、脱炭素化のコスト(と機会)、そして最後に、先行きが極めて不透明なウクライナ紛争など、片手の指で数えきれないほどの大きな構造的破壊と課題を考慮しなければなりません。

しかし、ウクライナ戦争の結果やその他の前述の課題は、少なくとも「Known Unknowns(知らないこと)」¹です。資本市場では、予期せぬ展開、つまり新型コロナウイルスのようなブラックスワンに直面し不確実性が最も高まったときに、最悪のスランプに陥り、マイナスの勢いが急速に強まります。この観点から、2023年は、利回りや主要金利が過去数十年で最も上昇した2022年程の年にはならないでしょう。少なくとも2022年には、欧州の大国が第二次世界大戦以来初めて大規模な戦争を起こし、1970年代以降で最悪のインフレ高騰とエネルギー供給への不安を招くという事態が発生しました。また、中国と台湾の緊張関係も歓迎されない新たな動きとなりました。もちろん、2023年にはさらに「考えられない」ことが起こる可能性はあります。債券市場や為替相場における高いインプライド・ボラティリティは、投

資家がいかに神経質になっているかを示しています。株式市場でも、大型株でさえ1日で2桁の値動きをして投資家に衝撃を与えることがあります。

2023年も投資家にとって困難と無縁にならないことは明らかです。米国と欧州では景気後退が予想され、株式のリターンは小幅になるとみえています。しかし、堅調な労働市場、家計や企業の比較的健全なバランスシート、そして何よりも2022年の大幅な下落が、同様の規模の下落を防ぐ要因になると考えられます。また、投資家の観点からは、株式、債券、オルタナティブなど全ての資産が苦戦し、バランスポートフォリオが苦境に立たされた時期を経て、再び分散投資の価値が高まっていることもプラス材料です。債券はようやくリターンを生み出し、リスク資産はもはや唯一の価値ある投資対象ではなくなりました。新興国債券や社債、特にハイ・イールド債は既に魅力的な利回りを提供しており、リスクプレミアムの再拡大にも耐えられるとみえています。国債も、米国連邦準備制度理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)が来年、利上げサイクルのピークに達すると予想されるため、再び選択肢のひとつとなるでしょう。2023年後半には、債券市場はその後に予想される利下げに注目することになると思います。そして、それまでの間はごくわずかな金利上昇にとどまる可能性が高いとみえています。米2年債の利回りは低下し、イールドカーブは再び若干順イールドの状態に戻ると予想しています。

1. ドナルド・ラムズフェルド元米国国防長官は、金融市場におけるブラックスワンに最も近いものとして「unknown unknowns(知らないことを知らないこと)」を挙げている。

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11月21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。

しかし、来年における中央銀行の反応関数を予測することは困難であると認識しています。金融市場の守護神は、すべての市場参加者と同じ課題、すなわち、これまでの中でも非常に珍しいインフレパターンに直面しています²。私たちは、米国の消費者物価上昇率は8.2%から4.1%に、ユーロ圏では8.4%から6.0%に低下すると予想していますが、コモディティ価格から賃金まで幅広い要素がインフレの変動要因となっており、依然として悩ましい状況です。したがって、中央銀行の仕事が終わるには程遠く、2023年も景気後退の代償を払ってでも引き締め姿勢を維持すると思われます。

インフレの持続は、たとえ様々な逆風に直面していても、結局のところ株式がすべてのポートフォリオに不可欠な要素であると思う理由のひとつです。一方で、多くのセクターが既に非常に健全な利益率を有し新年を迎えるため、さらなる利益成長の余地が限られていることが最大の障害であると考えています。バリュエーション面では、高インフレ率の継続とプラスの実質金利（米国は約1.5%）が重石となりそうです。後者は金価格にとって不利に働き

ますが、貴金属は中央銀行による高水準の買い入れ、地政学的リスクの継続、インフレなどから恩恵を受けると考えています。ドル高局面は、特に対ユーロでは終わりに向かうと考えています。

全体として、私たちは適度な謙虚さと慎重な楽観をもって来年を迎えます。マーケットでは神経質な横ばいの動きが続くと予想しており、これまでにない状況の下で金融政策は均衡を保つために模索を続けると思われます。債券と株式双方に可能性があるため、分散投資が再び広まると考えています。インフレや賃金の伸びが幾分穏やかになるたびに、投資家は中央銀行の転換点を探り、再び性急な行動をとる可能性があると考えています。また、景気後退の脅威についてもマーケットが先走る可能性があります。なぜなら、各地域の景気後退がどの程度続くかは、多くの不確定要素のひとつだからです。2023年の市場見通しは、これまでと同様、個々のデータではなく、グローバル全体を構成する多くの経済的・政治的諸要因の極めて複雑な相互作用によって決まるでしょう。

2. 一部人口動態的な理由からの堅調な労働市場と比較的高い貯蓄率の中で供給サイドの混乱が発生している。一方、新型コロナウイルスによるロックダウンと政府の援助は多くの計算を複雑にしている。

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11月21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11月21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 / 緩やかな景気後退が続く

GDP成長率(対前年比、単位:%)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国	1.8 ↓	0.4
ユーロ圏	3.2 ↓	0.3
英国	4.3 ↓	-0.6
日本	1.6 ↓	1.2
中国	3.3 ↗	5.0
世界	3.2 ↓	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 ↓	3.9
ユーロ圏	3.7 ↓	3.4
英国	6.8 ↓	5.5
日本	8.5 ↓	4.0
中国	8.9 ↓	7.2

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 ¹	8.2 ↓	4.1
ユーロ圏	8.4 ↓	6.0
英国	9.0 ↓	7.8
日本	2.3 ↓	1.6
中国	2.0 ↗	2.3

失業率(年平均)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国	3.6 ↗	4.4
ユーロ圏	7.0 ↓	6.8
英国	3.8 ↗	4.2
日本	2.6 ↓	2.5
中国	5.2 ↓	5.0

指標金利(単位:%)

国・地域	現在値*	2023年12月(予測)
米国	3.75-4.00 ↗	5.00-5.25
ユーロ圏	1.50 ↗	3.00
英国	3.00 ↗	4.00
日本	0.00 →	0.00
中国	3.65 →	3.65

商品市況(米ドル建)

	現在値*	2023年12月(予測)
原油(ブレント)	89.8 ↗	100
金	1,760 ↗	1,850
銅(LME)	8,110 ↗	8,500

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2022年11月17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2022年11月17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11月17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 / 株式の中にも選択肢がある

	現在値*	2023年12月 (予測)		トータルリターン (予測) ¹	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)	3,947 ●	4,100		5.5%	1%	3%	1.7%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	428 ●	445		6.4%	-1%	4%	3.6%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,878 ●	4,000		5.9%	-2%	4%	3.9%
ドイツ(DAX指数) ²	14,266 ●	15,000		4.1%	0%	1%	3.5%
英国(FTSE100種指数)	7,347 ●	7,650		8.0%	-6%	9%	4.7%
スイス(SMI指数)	10,918 ●	11,150		4.4%	10%	-9%	3.2%
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,205 ●	1,250		6.4%	2%	2%	2.6%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	942 ●	990		8.2%	0%	5%	3.1%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	603 ●	625		6.4%	2%	2%	2.7%

* 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11月17日時点 予測は2022年11月17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 / インカムの復活

米国

	現在値*	2023年12月(予測)
米国国債(10年物)	3.77% ●	4.20%
米国地方債 ¹	231 bp ●	245 bp
米国投資適格社債	128 bp ●	130 bp
米国ハイ・イールド社債	459 bp ●	500 bp
証券化商品:モーゲージ証券 ²	45 BP ●	40 bp

欧州

	現在値*	2023年12月(予測)
ドイツ国債(10年物)	2.02% ●	2.40%
英国国債(10年物)	3.20% ●	3.30%
ユーロ投資適格社債 ³	188 bp ●	150 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ³	532 bp ●	550 bp
証券化商品:カバードボンド ³	85 bp ●	90 bp
イタリア国債(10年物) ³	191 bp ●	240 bp

アジア太平洋

	現在値*	2023年12月(予測)
日本国債(10年物)	0.25% ●	0.20%
アジア社債	374 bp ●	380 bp

世界

	現在値*	2023年12月(予測)
新興国ソブリン債	490 bp ●	500 bp
新興国社債	422 bp ●	425 bp

通貨

	現在値*	2023年12月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.04 →	1.05
米ドル(対 日本円)	140 ↘	140
ユーロ(対 英ポンド)	0.87 ↗	0.90
英ポンド(対 米ドル)	1.19 ↘	1.15
米ドル(対 中国元)	7.16 ↗	7.35

* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2022年11月17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・バークレイズ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

予測は2022年11月17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11月17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8,331億ユーロの運用資産残高(2022年9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・オフィサーであるピヨルン・ジェシュが統括し、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

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、2022年11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。