

2021年12月

目次：

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 マルチアセット / 不動産
- #4 2022年の見通し

# Market outlook

## #1 市場とマクロ経済

### インフレ率と金利の動きが穏やかである限り、株式の見通しは依然として明るい



ステファン・クロイツカンフ

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・クロイツカンフは、株式には引き続き2022年も最高水準のリターンを生む余地があると考えています。ただし、それにはさまざまな条件があります。金利の動向が投資家の邪魔をしない、というのが最大の条件です。「我々は、10年物米国国債の金利は2022年末までに2%までは上昇するものを超え

ることはなく、実質金利は明らかにマイナス圏内にとどまると

予測しています」。

このような環境は、緩やかなインフレ率上昇にうまく対応できる株式には後押し材料となります。しかし、インフレやインフレ期待が大幅に高まることになれば、利上げのペースが予想を上回る可能性もあります。さらに、現時点で極端に高い株価水準には非常に大きな圧力となり、株価の下落が始まる可能性があります。もうひとつのリスクは、新型コロナウイルス感染拡大の今後の動向です。クロイツカンフは、全般的に下振れのサプライズの可能性が以前よりも高くなっていると警告しています。

## 2022年の資本市場を牽引するであろうトピックス



### 金利政策：米連邦準備制度理事会（FRB）の動きに注目が集まっている

- \_ 中央銀行の中でもFRBが最も重要なプレイヤーであり、2022年半ばまでにFRBは資産購入プログラムを段階的にゼロに引き下げ、2022年末までに最初の利上げを実施すると我々は予測している。
- \_ 市場予想よりもFRBによる金融政策の引き締めが早まった場合や厳しい場合には、市場が大きく動揺する可能性がある。



### インフレ懸念が完全になくなるわけではない

- \_ インフレが2021年にピークアウトしたと想定した場合でも、2022年もインフレの水準が高まる兆候が多く存在している。
- \_ インフレにつながる要因として、賃金上昇圧力、サプライチェーンのさらなる混乱、エネルギー価格の上昇などがある。



### 新型コロナ：終息からは程遠く、不透明感が残る

- \_ オミクロン株の感染拡大やそれに伴う制限は、コロナ危機の終わりは程遠いということを感じさせるものである。
- \_ よって、市民も経済も当面の間は新型コロナのマイナスの影響と引き続き共存していく必要があるだろう。この新しい変異種が経済活動の大幅な制限につながり、経済成長の足かせとなれば、市場は動揺するだろう。

## 注目が集まるサステナビリティ — 再生可能エネルギー分野が堅調に成長



### 95%<sup>1</sup>

2026年までに追加される全エネルギー容量に占める再生可能エネルギーの割合



### 290ギガワット<sup>1</sup>

史上最高が見込まれる、今年だけで追加的に生み出される再生可能エネルギーの量

<sup>1</sup> 出所：国際エネルギー機関（IEA）、「Renewables 2021 – Analysis and forecasts to 2026」

## #2 株式

## 株式は依然として有望なものの、リターンは低水準にとどまる



マーカス・ポッペ

来年の株式市場は「今まで通り」とはいかないでしょう。経済の再開、巨額の経済支援プログラム、コロナ危機でさらに加速したデジタルトランスフォーメーション、コモディティ価格の上昇といった要因が、MSCIワールド指数の構成銘柄企業の収益を45%押し上げると試算されています。これは年初の予測の2倍以上の増加になります。「2022年に同じことは起きません」

と、株式ファンドマネジャーであるマーカス・ポッペは述べています。「来年の株価上昇について、我々は一桁台半ばを予測しています」。

バリュエーションは今年ピークアウトしたと見込まれる中、2022年の株価の推移は、減速感が強まると予測される企業収益の動向に左右されることになるでしょう。また株式市場の専門家として、グローバルの企業収益成長が2022年には38ポイント縮小して7%になると想定しています。来年、平均を上回るリターンを生む投資機会となりそうなテーマのトレンドが2つあります。脱炭素とテクノロジーです。

最もよく受ける質問の1つは米国株式と比較した欧州株式のパフォーマンスに関するものですが、これは最終的には割安株と成長株の見通しに左右され、割安株と成長株のどちらのパフォーマンスが上回るか、という問いに帰結します。

## 脱炭素銘柄の良好な業績

SGI欧州グリーン指数とストックス欧州600指数の比較  
2019年1月1日を基準とした変化率(単位:%)



出所: 経済協力開発機構 (OECD)、世界経済フォーラム、DWSインベストメントGmbH、2021年11月時点

欧州は割安株の割合が非常に高く、反対に米国はテクノロジーセクターに強いと言えます。「投資家は成長株を選好しており、この姿勢に根本的な変化は見られません」とポッペは述べています。

## アジアに注目: インドと日本の株式が特に有望



ショーン・テイラー

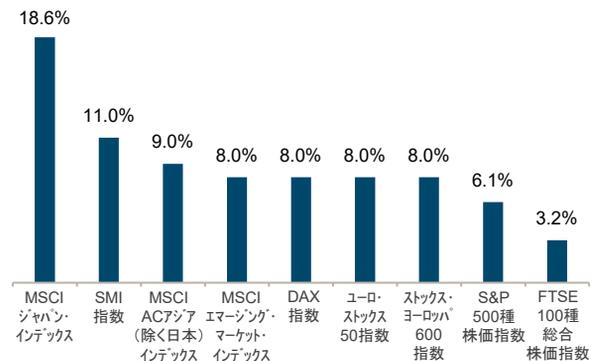
「アジア新興国と日本の株式市場は来年最も有望な市場となるでしょう」とアジア太平洋地域チーフ・インベストメント・オフィサーであるショーン・テイラーは述べています。双方ともに、今後1年のトータルリターンは約9%を達成すると見られています。「我々はアジアの株式市場の中でインドに最も投資妙味があると考えています」ともテイラーは発言しています。特に税制

と労働市場の改革によって経済成長が後押しされるでしょう。インドには特にテクノロジーセクターに大きな潜在余地があると見ています。「今年、インドのスタートアップ企業の規模が急速に拡大し、2020年から66%増となる320億米ドルの資本が動きました」。また、今年は中国市場の冴えないパフォーマンスが特に目立ちましたが、テイラーは中国の株式市場に対して概して前向きです。短期的にはリスクが依然として大きく、株価のこれ以上の調整の可能性も否定できません。しかしテイラーは中期的には、より楽観的です。

今年の冴えないパフォーマンスには、中国における金融政策の引き締め、国家による新たな規制、コロナ禍との闘いに関する「ゼロ寛容」政策、他の先進国に比べると規模が大きく劣る財政支援策、という4つの理由があります。テイラーは、2022年に新型コロナに関する制限が徐々に緩和され、これがゆくゆくは経済成長を後押しする追い風となると見込んでいます。中国では今年の経済成長が7.7%であったのに対し、2022年の予測は5.3%と、顕著に鈍化する可能性があります。

## 日本: 有望な企業収益動向

2022年の1株当たり利益の伸びの予測



出所: DWSインベストメントGmbH、2021年11月末時点

しかし、共産党指導部は経済成長の質が高まり、より幅広く国民に利益をもたらすと期待しています。日本経済も著しく回復するでしょう。新型コロナの制限のために、個人消費が長期にわたって冷え込んでいた反動によるものです。今年の経済成長予測が1.9%であったのに対し、2022年には潮目が変わり、2.9%に拡大するでしょう。MSCI ジャパン・インデックスに含まれる企業の収益動向もこれに呼応して前向きであり、今後1年の見通しはプラス18.6%です。

### #3 マルチアセット / 不動産

## 「投資家は自分の工具箱に追加する新しいツールを探すべきでしょう」



ビヨルン・ジェシュ

ポートフォリオの安定剤という役割を債券はますます果たせなくなってきました。過去数年間は株価も債券価格も上昇したことが特徴的でした。「しかし、このような完璧な投資環境は間もなく終わりを迎えるでしょう」と、DWSマルチアセット&ソリューションズのグローバル責任者兼 EMEAチーフ・インベストメント・オフィサーであるビヨルン・ジェシュは警告を発しています。

ポートフォリオ分散の主なツールとして国債に大きく依存している投資家にとって、高い水準のインフレとそれに伴う利回り上昇は難しい状況をもたらしています。「ドイツ国債に関しては、利回りが約0.5ポイント上昇してプラス0.2%になると我々は予測しています」とジェシュは述べています。このように比較的小さい利回り上昇の結果、リターンはマイナス3.4%になるでしょう。可能であれば、投資家はこのようなリスクを回避するか、少なくともリスクを抑えていく必要があるでしょう。経済成長とインフレの動向によっては、別の資産クラスが強みを発揮することになるでしょう。一般論として、インフレ時には割安株と上場インフラ企業またはコモディティが有利です。なぜなら、インフレとの相関性が高いためです。経済の成長期やデフレ時に恩恵を受けるのは成長株と上場不動産株式です。想定外に高いインフレをかわすためには、上場インフラ企業やコモディティなど流動性の高いオルタナ

### ポジションの取り方がカギとなる

経済成長とインフレに関するさまざまなシナリオにおける投資の見通し



出所: DWSインベストメントGmbH, 2021年11月末時点

ティブ資産への投資が特に有効でしょう。マルチアセットの専門家であるジェシュは次のような結論を出しています。「市場から突き付けられる課題に対応していくために、投資家は工具箱に他のツールも追加していく必要があるでしょう」。

## 安価でサステナブルな賃貸住宅セクターに注目



ジェシカ・ハードマン

「2022年の不動産投資の見通しは良好です」と、欧州不動産ポートフォリオマネジメントの責任者、ジェシカ・ハードマンは述べています。実質金利がほぼゼロやマイナス的环境下では、不動産は依然として有望な資産クラスです。物価の上昇を受けてもこの状況は変わりません。長期賃貸契約では賃料がインフレに連動して上昇する仕組みとなっていることが多く、この

ため投資家が抱えるリスクは限定的です。さらに、経済成長を要因とした長期金利の上昇局面においても、不動産投資は有効と言えます。サステナビリティ(持続可能性)の概念は、不動産市場においても急速に重要性が高まっています。サステナビリティに関しては、経済の他の市場同様、技術の進歩が決定的な役割を果たすでしょう。「技術の向上やデータの収集と分析が、不動産の環境性能を高めていくことにおいて決定的な強みになります」とハードマンは述べています。例えば、ビッグデータを活用することでビルの維持管理の手法が変化しつつあります。ハードマンは今後数年間、投資家にとって特に投資妙味となり得る2つのトレンドを挙げています。過去10年間で、住宅価格と住宅賃料はともに世帯収入の伸びを大きく上回って上昇しました。このため住宅セクターでは、環境性能に優れた値ごろ感のある賃貸住宅への需要が拡大しています。オフィスセクターでは、若い世代が働きやすいよう配慮された、モダンで環境にやさしいオフィスに対する需要が拡大しています。しかしこの傾向は、

### 安価でサステナブルな賃貸住宅に良好な見通し



**5~6%**  
年間トータルリターン

**50~150**  
ベースポイント\*

不動産全体よりも  
リターン期待が高い

\* 100ベースポイント = 1%

出所: DWSインベストメントGmbH, 2021年11月時点

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。

コロナ禍をきっかけとした在宅勤務の流れで足踏みしており、オフィスセクターの一部セグメントは需要減に見舞われています。とはいえ投資リターンに関しては、住宅もオフィスも非常に有望なセクターです。サステナブルで安価な賃貸住宅セクターでは、住宅セクター全体の平均よりも0.5~1.5ポイント高い年率5~6%のトータルリターンが期待できます。若い世代向けのオフィスセクターはさらに明るい展望です。リターン予測は約7~9%で、一般的な不動産全体のリターンを3.5~5.5ポイント上回っています。

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, 2021年12月10日時点

## #4 2022年の見通し

# 資産クラス別DWSの見解

### 株式

#### 米国株式

歴史的に高い株価水準 - 消費が下支え



- 高い株価水準はコロナ禍による消費の巻き返し効果に下支えされている。
- 実質金利がマイナス圏内にとどまる限り、前向きな心理が続くだろう。
- S&P500種株価指数の2022年12月までの目標株価は5,000ポイント。

#### ドイツ株式

コロナ禍にもかかわらず、DAX指数には依然として上昇余地



- 第3四半期の好調な企業収益とユーロの下落によって下支えされている。
- 新型コロナウイルスの感染拡大と、サプライチェーンのさらなる混乱の可能性が足かせ。
- DAX指数の2022年12月までの目標株価は17,000ポイント。

#### ユーロ圏株式

説得力のある業績



- 3分の2にのぼる企業の業績が予想を上回った。
- 2022年の見通しは良好。米国株式をアウトパフォームすることは見込めない。
- ユーロ・ストックス50指数の2022年12月までの目標株価は4,600ポイント。

#### 新興国株式

アジアは来年、差を縮めるだろう



- アジアの株式市場は2022年に再び魅力を取り戻すと予想される。
- 中国が出遅れているが、第2四半期に改善が見込まれる。
- MSCIアジア(除く日本)インデックスの2022年12月までの目標株価は885ポイント。

### 通貨

#### ユーロ/米ドル

ユーロが若干上昇の見込み



- 欧州の経済成長がより力強いことから、2022年にはユーロが若干上昇するだろう。
- FRBによる金融政策の引き締めが視野に入っており、上昇余地は限られている。
- ユーロ/米ドルの2022年12月までの予測は、1ユーロ=1.20米ドル。

### 債券

#### 米国国債(10年物)

米国FRBの金融引き締めは段階的



- 米国FRBは金融緩和の縮小を開始する。
- 資産購入プログラムの縮小が完了するまでは本格的な利上げはないだろう。
- 2022年12月末までに利回りは2.0%まで上昇するだろう。

#### ドイツ国債(10年物)

リターンは若干上昇する - 価格下落が迫っている



- 欧州中央銀行(ECB)は来年利上げをしない見込み。
- ドイツ国債の利回りは2022年末までに0.2%に上昇する可能性がある。投資家は価格下落リスクを抱える可能性がある。

#### 新興国ソブリン債

良好なリターン見通しを理由に選好



- 新興国の経済状況は、コモディティ価格の上昇と改革によって改善するだろう。
- 特定の新興国ソブリン債は最大4.5%のトータルリターンを生む可能性がある。

### 社債

#### 投資適格



#### ハイ・イールド



### オルタナティブ資産

#### 不動産

依然として有望



- 実質金利がおそらくマイナスであることから、不動産は引き続き有望。
- インフレの水準が高まっても不動産はうまく対応できる。
- 建設費の高騰によって新たな供給が減少し、価格が高止まりするだろう。

\* DWSでは短期的な不動産の評価を行っていません。  
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, 2021年12月10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2022年12月までの収益可能性を示しています。

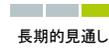
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2021年12月10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2021年12月13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。