

2021年11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

「上昇基調は引き続き底堅い」



ステファン・クロイツカンブ

スタグフレーションというキャッチフレーズに示されるように、9月の市場は、投資機会よりもリスクに焦点があたり、パフォーマンスが交錯しました。その後、株式市場は勢いを取り戻して最高値を更新しました。「実体経済は底堅い上昇基調にありますが、一時的に減速に見舞われています」、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・クロイツカンブはこのように述べています。供給側の混乱によって消費と投資支出が減退していることは否定できません。しかし、

これは一時的な反動であって今後1年で取り戻せるものだとクロイツカンブは見ています。「その結果、現在非常に高い水準にあるインフレ率が来年後半には大幅に低下することになるでしょう」と、クロイツカンブは予測しています。短期的には、中国の経済動向が引き続き不確実要素です。現時点では、国家による規制の締め付けが成長率に及ぼす影響について評価を下すのは難しいでしょう。しかし、2022年に5%の経済成長率を達成するのは現実的であると言えるでしょう。中国の株式市場に対する投資家心理は来年には改善する可能性があります。

資本市場を牽引するトピックス



金利政策: 中央銀行は引き続き慎重に行動する

- 先進国の中央銀行が超緩和的な金融政策を反転させるという市場の期待は現実のものにはならなかった。
- 最も重要なプレイヤーである米連邦準備制度理事会(FRB)は、債券購入プログラムの縮小開始を発表した。米国における最初の利上げは2022年末まで実施されないと予想されている。



インフレ率: 低下を予測 – 賃金の動向が重要な要因

- エネルギー価格の高騰と供給の混乱によって、ユーロ圏のインフレ率が4.4%まで高まった。これは2008年6月以来の最高水準である。ドイツとスペインのインフレ率はさらに高く、ドイツ4.5%、スペイン5.5%となった。米国のインフレ率は9月に5.4%を記録。
- しかしインフレ率は来年再び低下すると予測する。インフレの水準は賃金の動向にも左右されるが、米国の低賃金セクターでは既に賃金が大幅に上昇し始めている。



今後注目される2つのメガトレンド

- パリ協定の目標達成に向けて、炭素排出を減らしネットゼロを達成するという戦略の重要性が高まっている。中央銀行でさえも気候変動との戦いを優先課題として取り上げ始めた。
- コロナ禍によってデジタル化の推進がいつそう進んだ。このトレンドは底堅く、今後加速することが予測される。それにもかかわらず、このセクターにおいても、持続可能ではなく将来にふさわしくないビジネスモデルがあふれている。

注目が集まるサステナビリティ – インフラと気候変動対策



1兆米ドル¹

2021年11月5日に米下院で可決されたインフラ法案の規模



470億米ドル¹

ハリケーン、洪水、干ばつといった異常気象への対処などの気候変動対策に割り当てられた資金

¹ 出所: ニューヨーク・タイムズ、2021年11月6日

#2 株式

日本の株式市場に巻き返しの余地



ショーン・テイラー

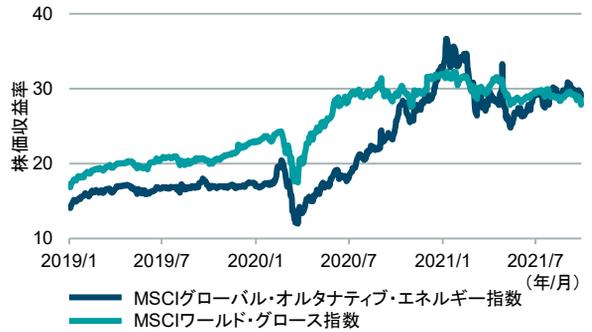
企業の大半は2021年第3四半期に再び納得のいく業績を挙げました。ただし、留意すべき点が2つあります。1点目は、利益が躍進したのは主にエネルギーセクターと銀行セクターに限定されていたということです。2点目は、今後の見通しが今までほど明るいものではなさそうということです。アナリストたちが来年に向けた見通しをほとんど上方修正していないという

点にもこれが示されています。企業収益の力強さはすでにピークアウトした可能性があります。力強さを維持しつつ、依然として高い期待も集めているセクターとして、気候政策に注目したサステナブル資産が挙げられます。バリュエーションにもこの点が反映されています。代替エネルギーセクター銘柄のバリュエーションは、成長株とほぼ同じ程度高くなっています(図表参照)。バリュエーションが高いことと、企業収益の動向が依然として不透明なことから、株式市場の短期的なパフォーマンスに対する期待はむしろ控えめです。「数少ない例外が日本の株式市場です。今年の企業収益が20%も上方修正されたにもかかわらず、日本株は今までグローバルの株式市場から出遅れています」と、

アジア太平洋地域のチーフ・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。コロナ禍による経済活動の停止と、その後の経済回復の低迷が原因です。他のアジア太平洋諸国と比較すると、2021年は年末にかけて日本株には巻き返しの余地があるでしょう。

代替エネルギー株: 非常に高いバリュエーション

代替エネルギー株のバリュエーションは成長株と同じ程度高い



出所: DWSインベストメントGmbH, レフィニティブ, 2021年11月9日時点

米国株式

中小型株が有望



短期的見通し



長期的見通し

- 米国経済は依然として回復の途上にある。直近の雇用統計では予測をはるかに上回る53万1,000人の新規雇用が登録された。この点にも景気回復が反映されている。
- 米国株式は史上最高値を更新した。実質金利がマイナス圏内に留まる限り、高い株価水準は維持されると我々は考える。
- 中小型株が優良株よりも有望になっている。

ドイツ株式

史上最高値 - さらに上昇の余地も



短期的見通し



長期的見通し

- ドイツ経済は依然として中間製品の不足に苦しんでいる。このような状況において、第3四半期の経済成長率が1.8%になったことはまず妥当だと言えるだろう。
- ドイツ主要株価指数であるDAX指数は11月初めに16,100ポイントの基準値を初めて上回り、今後1年ではさらに価格が上昇する余地もある。しかし、一時的な調整はいつでも起こり得ることであり、決して珍しいことでもない。

ユーロ圏株式

力強い株価上昇を経て適度な見通しに



短期的見通し



長期的見通し

- ユーロ圏の景気回復は国によって非常に異なる。フランスは既にコロナ禍以前の水準に戻っているが、ドイツとイタリアは来年までコロナ禍以前の水準に戻りそうにない。スペインはさらに時間がかかる可能性があり、コロナ禍による経済の落ち込みが回復するのは2023年になるだろう。
- 株式市場は主に景気敏感株に支えられて力強く上昇したが、現在は大幅な株価上昇を牽引する明確な要因が存在しない。

新興国株式

中国が依然として不確定要素 - その他のアジア諸国に巻き返しの余地



短期的見通し



長期的見通し

- 新興国の株式市場は、年初来明らかにMSCIワールド指数にアンダーパフォームしている。中国株式のパフォーマンスの低迷が明らかな足かせとなっており、中国株式は短期的には依然としてあまり有望ではないようだ。
- 現在、他のアジア諸国により大きな投資機会があるようだ。例えば、韓国、台湾、インドの株式は、コロナ禍による制限の緩和後、徐々に経済が再開されるにつれて恩恵を受け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, 2021年11月10日時点

#3 債券

新興国ソブリン債を依然として選好

債券市場の足元のボラティリティ環境は当面の間続く可能性がります。中央銀行と市場参加者のインフレ率と金利に対する期待が一致するには、若干の時間がかかるでしょう。最近、イングランド銀行(英中央銀行)は一部の市場参加者の予測に反して利上げを見送りましたが、この決定は市場の不意を突くものとなりました。

若干のサプライズはあったものの、中央銀行の政策は基本的には変わっていません。中央銀行は超緩和的な金融政策を非常に慎重に、かつ少しずつ反転させようとしています。まず、資産購入プログラムを縮小し、その後、利上げが続くことになるでしょう。

このような理由から、債券資産の大半からリターンを得ることはできないでしょう。債券と株価の相関が高まっており、ポートフォリオの分散化を図るという債券の利点にも限界が見えてきています。以前から述べているように、新興国債券に引き続き最も魅力的なリスクリターン・プロファイルがあると我々は見えています。

金価格と実質リターンが緊密に相関

金価格(1トロイオンスあたり、米ドル)



出所: DWSインベストメントGmbH, 2021年11月9日時点

米国国債(10年物)

中期的には価格に圧力



- 短期的な急上昇の後、現在のリターンは1.5%近辺を推移している。
- 利回りの上昇が予測されるため、中期的には価格の下落が視野に入ってくる可能性がある。

ドイツ国債(10年物)

プラスの利回りは見込めない



- ドイツ国債の利回りも回復しているものの、明らかにマイナス圏内に留まるだろう。
- 利回りが再びプラスに戻る兆候はない。

新興国ソブリン債

短期的には失望、中期的には有望



- 新興国ソブリン債は今年、先進国の国債よりも良好なパフォーマンスである。それにもかかわらず、トータルリターンは依然として若干のマイナス。
- しかしリターンの見通しは引き続き堅調である。

社債

投資適格



ハイ・イールド



#4 通貨

ユーロ/米ドル

2022年にユーロが再び米ドルに追いつく見込み



- 2021年半ばから、ユーロが米ドルに対して大幅に下落してきた。超緩和的な金融政策に対するアプローチが異なることが引き金となっている可能性がある。つまり、欧州中央銀行(ECB)とは異なり、FRBは資産購入の縮小を開始している。
- 米国の経済成長率の高さとユーロ圏の経済成長率の低さの差が縮まることが予想されるため、ユーロは今後1年で上昇することが予想される。

#5 オルタナティブ資産

天然資源

原油価格の上昇はこのペースでは続かないだろう



- コモディティの資産クラスに対する短期的な見通しは、先月までほど明るくない。見通しの悪化は原油と金に対する予測の修正が原因である。
- 原油については、急激な価格上昇を受けて、我々は中立の立場をとっている。サプライチェーンの混乱によって生じる短期的な価格上昇に対する不透明感が高い。さらに、イランは生産能力を引き上げようとしている。
- 金は、米国の金融政策の引き締めを受けていっそうの逆風に直面するだろう。

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, 2021年11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9月までの収益可能性を示しています。

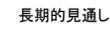
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2021年11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

収益機会と損失リスクはいずれも限定的



短期的見通し

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11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。