

2022年2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

市場は依然として荒れ模様 — しかし基本シナリオは引き続きポジティブ



ステファン・
クロイツカンプ

待望の主要金利の引き上げが現実のものとなりつつあります。イングランド銀行(英中央銀行)は既に2回実施し、米連邦準備制度理事会(FRB)も少なくとも利上げ開始を示唆しました。

株式投資家にとっての重要な質問は、この利上げサイクルの初期段階が何をもたらすのか、ということでしょう。「今年最初の1週間で示されたように、市場は若干荒っぽい局面を迎えるでしょう。

しかし、今後12カ月の株式に対する我々のポジティブな評価は変わりません」。これが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・クロイツカンプの見解です。米国国債の利回りが2%を超えない範囲であれば、市場は受け入れるでしょう。「グローバル株式に対するDWSの基本シナリオでは、景気拡大も1株あたりの企業業績の伸びも一桁台後半の堅調な成長を遂げると想定しています」。よって、我々の年末の目標はS&P500種株価指数が5,000ポイント、ドイツDAX指数が17,000ポイントであり、この目標は実現可能なようです。

資本市場を牽引するトピックス



経済成長: 循環的成長は既にピークアウトした可能性がある

- 全世界の景気は依然として堅調に回復しているが、直近経験した高い成長率を再び達成するのは当面の間難しいだろう。
- 循環的成長が既にピークアウトした時期に利上げが迫っていることが、脅威。



インフレ: 物価の高騰は続く

- 米国のインフレ率は12月に過去40年間で最高水準となる7%まで上昇した。同じように高いインフレ率が1月にも予想されている。
- ユーロ圏も高インフレ率に見舞われた。1月のインフレ率は5.1%であり、12月の5.0%さえも上回った。



金利政策: FRBは積極的な見通し、一方ECBは依然として慎重

- 市場はFRBによる5回の利上げを既に織り込んでいる。FRBはバランスシート規模縮小の取り組みを加速化させると見込まれている。さしあたって、インフレとの戦いが最優先事項になっている。
- 欧州中央銀行(ECB)は利上げに対しては引き続き非常に慎重。しかし、2月3日に開催された前回会合において、ECBのクリスティーヌ・ラガルド総裁はデータ次第であると指摘し、次回の3月の会合で新たな見通しを提示すると発言した。
- この発言を受けて、ECBによる2022年中の利上げの可能性は否定できなくなった。

注目が集まるサステナビリティ — 中国が非化石燃料に対する動きを強化



50%¹

非化石エネルギー源の比率。温室効果ガス最大の排出国であり、石炭の最大の消費国である中国は、この目標を2022年までに達成する可能性がある。



180ギガワット¹

道筋が整いつつある非化石燃料(風力、太陽光、原子力、水力)からの新エネルギー生産能力。

¹ 出所: ロイター、2022年1月28日のニュースリリース、China Electricity Council

#2 株式

「2022年下半年はアジアにとっての転換期になる可能性があります」



シオン・テイラー

足元の株式市場は、弱気な投資家には向かない動きをしました。個別テクノロジー銘柄の大きな価格変動や、グロース株全般のマイナス基調がその大きな要因です。1月末までに、S&P500種株価指数の予想価格変動率を示すVIX指数は、2021年を通して経験したことのない水準である38まで上昇しました。債券利回りの上昇を受けて、当然

のようにグロース株に対する圧力が高まっています。バリュー株への入れ替えは2021年半ばに既に始まっており、今後も続く予想されます。

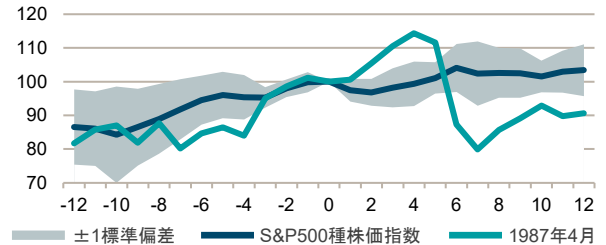
全体として見れば、現在直面している利上げサイクルの初期段階は株式市場に必ずしも害を及ぼすものではありません。堅調な経済成長と企業収益の上昇により、S&P500種株価指数は最初の利上げの直前とその後の12カ月間のほとんどの期間において良好なパフォーマンスを挙げてきたことが右の図表から確認できます。唯一の大きな例外は1987年10月19日の株式市場の暴落です。

中期的には、DWSはアジアに最も高い潜在的な投資機会があると考えています。「今年下半年、アジアのトレンドがポジ

ティブに変わる可能性があります。企業収益の成長が再びテコ入れされることが前提になります」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オン・テイラーは述べています。2021年に苦戦した中国株式も、第2四半期以降巻き返しの余地があるでしょう。業績の上方修正や新規制の導入、消費の回復により、株価上昇が下支えされる可能性があるとしてシオン・テイラーは述べています。

利上げは必ずしも株式市場に害を及ぼすものではない

利上げサイクル開始の12カ月前と12カ月後のS&P500種株価指数のパフォーマンス



1983年、1994年、2004年、2015年の利上げ前後における平均パフォーマンス
出所：DWSインベストメントGmbH、2022年1月時点

米国株式

ディフェンシブなヘルスケアセクターに潜在的な投資機会



短期的見通し



長期的見通し

- テクノロジー銘柄に偏重したS&P500種株価指数のボラティリティは高止まりすることが予想されている。
- しかし、実質金利がマイナス圏内にとどまる限り、米国株式に対する逆風はあまり強くないだろう。経済成長も企業業績も株価を下支えするだろう。
- DWSは、利上げでマイナスの影響を受ける銘柄の評価を中立に引き下げたが、一方でよりディフェンシブ銘柄であるヘルスケアセクターの評価を引き上げた。

ドイツ株式

利上げ予想がドイツの主要銘柄で構成されるDAX指数にダメージ



短期的見通し



長期的見通し

- ドイツ製造業企業は、順調な発注を受けて新年を好発進した。コロナ禍を受けた巻き返し需要が1つの大きな理由だろう。
- この点は最近の株価に反映されていない。利上げ予想が大きな足枷になっている。
- それにもかかわらず、DWSは引き続きDAX指数の2022年末までの目標株価は17,000ポイントを維持する。

ユーロ圏株式

現在続いている景気回復から企業は恩恵を受けるだろう



短期的見通し



長期的見通し

- ユーロ圏の経済成長見通しは良好だが、力強さは既にピークアウトしたようだ。
- 企業業績の動向によって楽観論が正当化されている。3分の2の企業の業績が予想を上回った。
- ユーロ圏株式は現在続いている景気回復から恩恵を受けるだろう。

新興国株式

アジア株式に巻き返しの余地



短期的見通し



長期的見通し

- 2021年の新興国の弱さはこのまま続かないだろう。
- 企業収益が増加する限り、昨年特に冴えなかった中国株式は第2四半期以降再びパフォーマンスが向上する可能性。
- コロナ禍による制限が縮小され、エネルギー価格が市場最高値から下がることになれば、インドやインドネシアなどのアジア諸国の株式が特に恩恵を受けるだろう。

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、2022年2月8日時点

#3 債券

利上げ期待が価格への圧力に

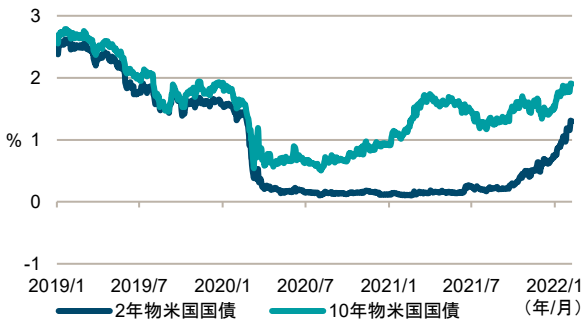
既に数週間前にFRBのジェローム・パウエル議長はインフレについて言及する際「一時的」という言葉を使わなくなりました。このような評価は現在の数字を見ると明確になります。米国では12月に物価が再び高騰しました。とりわけ、燃料(48.9%)、自動車(37.3%)、エネルギー(29.3%)の価格が大きく上昇しました。ユーロ圏の実情もほぼ同様です。エネルギー価格は40%上昇し、価格が下落した物品はありませんでした。

FRBの利上げがインフレに対応したものであることが明らかであるため、ECBでさえも、慎重ではあるものの今年中に金融引き締めを開始する可能性があります。このような環境において、国債からのリターンは望めません。我々はユーロ圏の投資適格社債に対する評価を当面の間中立に引き下げました。ソブリン債に対する金利プレミアムは当面の間、今年の最低水準まで戻らない見込みです。

現在、DWSでは債券商品の中でユーロ・ハイ・イールド社債が最も有望であると考えています。

短期米国国債: 大幅な金利上昇

2年物・10年物米国国債のパフォーマンス



出所: DWSインベストメントGmbH, 2022年2月4日時点

米国国債 (10年物)

短期国債とのスプレッドが縮小



- 最近、長期国債の利回り上昇のペースが短期国債よりも大幅に穏やかになっている。
- 2023年には2~2.25%が現実的だろう。

ドイツ国債 (10年物)

2019年以降初めて利回りがプラスに



- 2019年以降初めて、利回りが0%の水準を上回った。
- 2月初めの直近のECBの会合を受けて、0.2%という利回りさえも上回った。

新興国ソブリン債

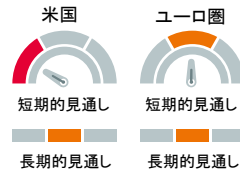
利回りに最良の投資妙味



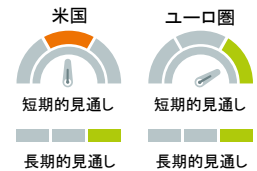
- 見通しが改善している。
- コモディティ価格の上昇、改革の取り組み、中南米の最近の前向きな動向が下支え要因。
- ソブリン債の中で利回りに最良の投資妙味が見込まれる。

社債

投資適格



ハイ・イールド



#4 通貨

ユーロ/米ドル

ユーロは長期間弱含んだ後に上昇する



- ユーロは長期間下落していたが、米ドルに対してようやく上昇した。
- このトレンドは続くだろう。ユーロ圏の経済動向が堅調であり、ECBが結局今年中に利上げを実施する可能性があるという足元の憶測によって、強いユーロが下支えされている。

#5 オルタナティブ資産

原油価格

価格下落の見通し — 地政学的な緊張が不透明感の要因



- ウクライナ危機の地政学的な緊張が高まると、原油価格は引き続き市場高値まで上昇する可能性もある。
- そうでなければ、供給が需要を上回るようになるため、DWSは2022年中に原油価格が下落すると見込んでいる。

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, 2022年2月8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。

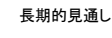
短期的見通しは1～3か月、長期的見通しは2022年12月までの収益可能性を示しています。

出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス
2022年2月8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2022年2月9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。