

2022年5月

目次：  
 #1 市場とマクロ経済  
 #2 株式  
 #3 マルチアセット / 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

### 適度に楽観的な基本シナリオだが、不確実性は非常に高い



ステファン・クロイツカンブ

市場にとって最悪の事態は過ぎたのでしょうか、それともさらなる下落に身構えるべきでしょうか？現時点でこの質問に的確に答えるのは難しいでしょう。ウクライナ紛争、新型コロナ、中国情勢、インフレなどにより、足元の不確実性がかなり高まっています。「現時点で予測できるのは、株式市場のボラティリティがおそらく高止まりすること、社債に当面の間引き続き圧力がかかること、2～3カ月は新興国が逆風にさらされることなどです」と、

DWSのチーフ・インベストメント・オフィサーのステファン・クロイツカンブは述べています。「紛争という不安定な状況であるにもかかわらず、我々は大半のリスク資産において今後12カ月で適度なリターン余地があると見ています」とクロイツカンブは付け加えています。ただし、それには、米国と欧州の景気後退リスクが拡大しないことと、米連邦準備制度理事会（FRB）が経済成長を鈍化させることなくインフレを抑制できることが条件になります。前提条件が多数あり、良い方向と悪い方向の両方においてサプライズの余地が大きいと見ています。

### 資本市場を牽引するトピックス



#### 経済：成長予測を若干下方修正

- 4月は最悪の月であったとすれば、5月はそれに次いで2番目に悪い月となる可能性があるが、その後の経済成長は安定化するだろう。
- DWSは今年の世界経済成長予測を以前の3.5%からわずかに引き下げて3.3%とした。ただし、我々はロシアとウクライナの紛争が勃発する前に予想していた大幅な回復を依然として期待している。



#### インフレ：2022年にピークアウトするだろう

- インフレ圧力が米国とユーロ圏の双方において引き続き高い。地政学的な不確実性やグローバルなサプライチェーンの混乱に加えて、米国では労働市場の逼迫が顕著であり、賃金コストの上昇につながっている。
- 2022年と2023年について、我々はユーロ圏のインフレ率はそれぞれ8.0%と3.3%、米国ではそれぞれ4.7%と2.9%と予想している。中国の予想は大幅に低く、いずれの年も2.3%。日本についてはそれぞれ1.9%と1.7%と予想。



#### 金利政策：中央銀行は大幅な利上げによってインフレの抑制を試みるだろう

- FRBがインフレとの戦いの先頭に立つだろう。我々は2023年第2四半期までにFRBが主要金利を3.25%～3.5%に引き上げると予想。
- 欧州中央銀行（ECB）もユーロ圏におけるインフレ率の上昇に対応を迫られるだろう。我々は今年3回の追加利上げを見込み、来年には4回の利上げを予想している。現在マイナス0.50%の預金金利は、2023年第2四半期には0.75%になると予想。

## 注目が集まるサステナビリティ — 輸送の電化に巨額投資



**30億米ドル以上<sup>1</sup>**

バイデン政権が電動車両のバッテリー生産を支援するために配分した予算。



**50%**

- 米国大統領による野心的な目標として設定された、2030年までの新車販売台数に占める電気自動車の割合。

1 出所：ロイター、2022年5月3日の記事 <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/us-spend-more-than-3-blm-ev-battery-manufacturing-white-house-2022-05-02/>

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5月19日時点

## #2 株式

### 株式市場：金利上昇によって選別が進む



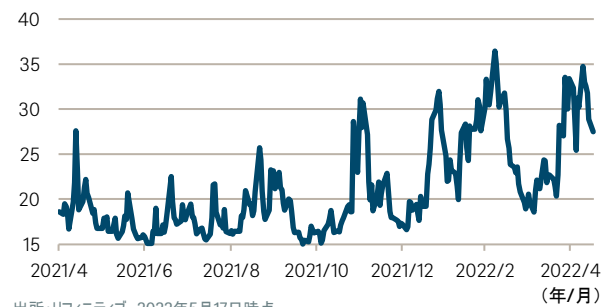
ショーン・テイラー

債券市場はどのように推移していくのでしょうか？この質問への答えが今後12カ月間の株式市場のパフォーマンスを左右するものになります。債券のリターンが高まると株式には厳しい状況となります。なぜなら、1つ目の理由として、債券投資が再び株式の確実な代替資産になり得るためです。2つ目の理由は、金利が上昇すると、現時点から見た遠い将来の企業収益の価値が低下することです。テクノロジー銘柄がこの点で特に打撃を受けています。多くのテクノロジー株に当てはまることですが、テクノロジー銘柄の株価は相場急落を受けて下がりましたが、それでもいまだに割安であるとは言えません。投資家のリスク許容度が今後数カ月の間、再び試されることになるでしょう。S&P500種株価指数の予想ボラティリティのレンジを測る指数であるVIX指数は、現在長期平均のほぼ2倍の高さになっています。しかし、投資家には機会の訪れでもあります。過去を振り返ると、ボラティリティが10ポイント低下すると、株価が6%上昇する可能性が非常に高いことがわかります。静けさ以外は何も存在しない、というのが過去数カ月間の中国市場の様子です。「中国が上向く

とはまだ考えていません」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。「中国経済を軌道に乗せるのは難しいでしょう」。ただし、新型コロナ関連の制限が緩和されると、ただちにV字回復が訪れるとテイラーは見通しています。しかしそれはもう少し先の話になるでしょう。

#### 荒れ模様：ボラティリティが上昇

S&P500種株価指数の株価ボラティリティ予想から算出された変動性指数(VIX)の推移



出所：リフィニティブ、2022年5月17日時点

#### 米国株式

##### 急落後に大幅なリターンの余地



短期的見通し



長期的見通し

- 米国株式も債券利回り上昇に端を発した過去数週間の下落基調の例外ではなかった。ナスダック総合株価指数のテクノロジー銘柄が最も大きな下落幅となった。しかし、より幅広いS&P500種株価指数も2022年の年明け以降約17%下落した。
- 株価水準が大幅に下がったことで、目標株価は下がるものの、今後12カ月間の株価上昇余地が生まれている。S&P500種株価指数の2023年6月までの目標株価は4,400ポイント。つまり、指数水準3,903ポイントをベースにすると、トータルリターンは14%になる。

#### ドイツ株式

##### ドイツ株式の見通しは際立って伸び悩む



短期的見通し



長期的見通し

- ウクライナ危機を受けて、ドイツ経済の回復は2022年当初の予想よりも大幅に遅れることになるだろう。
- 企業業績にもこの点が反映されており、最終的には株価にも表れている。ドイツのDAX指数のパフォーマンスはユーロ圏の指数の中で最も低かった。
- 今後12カ月のDAX指数の目標株価は14,600ポイント。これは、指数水準13,740ポイントをベースにすると、約6%のトータルリターンに相当する。

#### ユーロ圏株式

##### 当面の間、ユーロ圏株式の米国株式に対する優位性はなくなる



短期的見通し



長期的見通し

- ウクライナでの戦争開始前にあったユーロ圏株式のパフォーマンスの若干の優位性はなくなった。ユーロ圏経済は米国よりもはるかに深刻にこの紛争の影響を受けている。
- ロシアとウクライナ間の衝突が緩和されれば、企業の状況は大幅に改善する可能性がある。中国における新型コロナの状況の改善も底上げ要因となり得る。
- ユーロ・ストックス50指数の2023年6月までの新たな目標株価は3,900ポイント。

#### 新興国株式

##### アジア：状況の改善が近い



短期的見通し



長期的見通し

- 2022年の年明け以降、新興国の株価水準は大幅に下落した。特にアジアにおいては顕著で、株価は年初来約20%下落した。
- 株価水準が下がったからといって、現時点ではまだ投資再開の合図ではない。特に中国において、不確実性が引き続き高い。しかし、まもなく底値になるというサインが数多く存在している。
- 今後12カ月、一桁前半半のリターンが可能だろう。MSCIアジア(除く日本)インデックスの2023年6月までの目標株価は700ポイント。

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5月19日時点

### #3 マルチアセット / 債券

## リスク管理: 新たなアプローチが必要



ビヨルン・ジョシユ

「適切な」アセットアロケーションがかつてないほど差し迫った課題になっているようです。投資家は現在、株価と債券価格の両方が下落圧力にさらされるという状況に直面しています。「リターン上昇局面において国債は機能しなくなっています。過去には国債はリスクを取らずに常にリターンを保証するものでしたが、今では、むしろリスクでありリターンの見通しもありません」と、DWSのマルチアセット&ソリューションズ部門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・ジョシユは指摘しています。今までよりも幅広く分散する柔軟なアプローチと、ベンチマークに依存しないことが今は有効でしょう。



クリストフ・シュミット

マルチアセットの専門家であるクリストフ・シュミットはこのアプローチについて次のように詳細に説明しています。「我々のマルチアセットのポートフォリオはトータルリターンのアプローチに沿って運用されており、このポートフォリオにおいて我々は最近株式のポジションを若干引き下げました」。経済的なリスクが継続している状況において、特にエネルギーやコモディティセクターの景気敏感株を避けています。テクノロジーセクターは一部大幅な下落を経て、構造的な成長銘柄の中には再び投資妙味が出てきたものもあり、投資家がまた注目するようになる可能性もあります。「我々の見方では、中長期的には株式が引き続き最も有望な資産クラスです。ただし同時に、ポートフォリオの中の最大のリスク要因でもあります」とシュミットは述べています。「債券については、我々は米国の金利上昇に対するヘッジ取引を減らし始めました。特に米国において、残存期間の長い債券のリターン上昇が鈍化しそうなためです。現在の市場環境においてマルチアセットのポートフォリオを適切に分散させるもう一つの方法として、伝統的な資産との相関が低い流動的なオルタナティブ資産への分散投資があるでしょう。

### 米回国債 (10年物)

米回国債に再び魅力的なリターン



- 2022年の年明け以降、10年物米回国債のリターンは3%近くになり、ほぼ2倍になった。
- 今後12カ月で、3.25%という限定的なリターンの上昇を予想。

### ドイツ国債 (10年物)

リターンの上昇余地は限られる



- 若干のマイナスからプラス1%となり、ドイツでも今年のリターンは急速に上昇した。
- 今後12カ月間、リターンはこの範囲で推移するだろう。

### 新興国ソブリン債

今後12カ月間、良好なリターンを予想



- 2022年初来、新興国ソブリン債は利回りの上昇を受けて明らかにマイナス圏内に落ち込んでいる。
- 多額のクーポン支払いと若干の金利低下を受けて、今後12カ月でトータルリターンは4.6%近辺になるだろう。

### 社債

#### 投資適格



#### ハイ・イールド



### #4 通貨

#### ユーロ/米ドル

ユーロの巻き返し余地が消滅



- 米ドルに対して下落したユーロの巻き返し余地は縮小した。ユーロ圏の経済成長予測の悪化とFRBによる大幅な金融引き締めがその理由である。
- DWSの通貨ストラテジストは今後12カ月間のユーロ/米ドルの予測を今までの1ユーロ=1.15米ドルから、1ユーロ=1.10米ドルとした。

### #5 オルタナティブ資産

#### 金

金に大幅なリターン余地



- 金は危機の際の典型的な投資先だが、2022年初来若干価格が低下した。米ドル高が海外投資家の需要の妨げとなっていることに何らかの形で関連している。
- インフレ率の高水準が続くため、金の見通しは引き続き良好。今後12カ月でDWSでは1オンスあたり2,100米ドルを予想。これは米ドル建の5月19日の価格をベースにするとおよそ14%のリターンに相当する。

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5月19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2023年6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5月19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5月20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。