

2022年11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

株式については改めて控えめな見方ー債券の見通しは改善



ビヨルン・ジェシュ

中央銀行が利上げサイクルを早期に終了させ、株式市場や、とりわけ脆弱なテクノロジー株を支える可能性は、かなり低そうです。米連邦準備制度理事会（FRB）のジェローム・パウエル議長や欧州中央銀行（ECB）のクリスティーヌ・ラガルド総裁の直近の発言を見ると、現時点ではこのような解釈で間違いのないようです。

「とはいうものの、我々は利上げによる景気後退は穏やかなものにとどまると考えています。これは良い材料です」と、DWSチーフ・インベストメント・ストラテジストであるビヨルン・

ジェシュは述べています。悪い材料としては、これまでよりも長期間にわたって危機後の経済成長が大幅に弱含む可能性があることです。今までグローバル化や中国経済の急成長に貢献していた牽引役に対して数多くの疑問があるためです。

株式市場は困難な状況に見舞われています。来年利益が上向く余地はほとんどありません。「一方で、債券、その中でも特に社債が再び株式に代わる資産となってきています。ただ、1つ確実に言えることがあります。地政学リスクには常に目を光らせてください」とジェシュは付け加えています。

資本市場を牽引するトピックス



経済：第3四半期の成長率は上振れのサプライズ

- 米国では10月も引き続き消費者心理が悪化した。しかし、マイナス成長が2四半期続いたものの、第3四半期に経済成長率は再び2.6%（年換算）に上昇した。
- ユーロ圏経済は第3四半期によく持ちこたえ、0.2%成長した。一見すると、第3四半期にプラス3.9%となった中国経済の成長率はポジティブなように見える。しかし、消費が低迷していることを考えると、中国の今後の見通しには不安が残る。



インフレ：当面の間、エネルギー価格の高騰が引き続き足かせになる

- FRBによる積極的な金融政策とともに、エネルギー価格の若干の下落予想もあって、米国のインフレ率は落ち着く可能性がある。
- 欧州ではこの数週間、天然ガスなどのエネルギー価格が大幅に下落したものの、供給契約が長期であるため短期的には消費者にほとんど影響を及ぼさない。当面、エネルギー価格は危機前の2倍の水準で高止まりすると我々は予想している。



金融政策：中央銀行は高いインフレ率を抑え込むために追加的な利上げを実施するだろう

- 11月初め、FRBは政策金利を再び75ベースポイント引き上げ、3.75～4.00%にすることを決定したが、これが終わりではないだろう。ただし、今後の利上げは若干小幅になる見通し。
- ユーロ圏でも金融政策の正常化に向けて勢いがついていく。10月末、ECBは政策金利を75ベースポイント引き上げた。インフレ率は依然として行き過ぎた水準にあるため、2023年も大幅な追加利上げを行うことになるだろう。

注目が集まるサステナビリティ：途上国に大きな資金ギャップ



年間3,400億米ドル*

途上国が効果的に気候変動と戦うために必要な支援金として国連が試算した総額



290億米ドル*

2020年に利用可能だった金額の合計。アフリカ大陸は気候変動や異常気象により特に深刻な影響を受けている。

*出所：国連「Adaptation Gap Report 2022」（2022年11月1日発行）

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11月9日時点

#2 株式

慎重さが必須ーディフェンシブ銘柄を選好

「私たちは混乱し無駄な心配をしている。物事は幕引きになりあらゆる問いが答えられないまま残る」。古典に造詣の深い投資家は政治においても市場においても不透明感の高い状況を受けて、ドイツの劇作家ベルトルト・ブレヒが述べたこの言葉を思い浮かべるかもしれません。ロシアによるウクライナ侵攻は今後どうなるのでしょうか？インフレ圧力が高い状況は予想より長引くのでしょうか？中央銀行は市場が既に織り込んで以上の利上げを余儀なくされるのでしょうか？中国はコロナ禍でも再び経済を下支えしていく筋道を見つけ出せるのでしょうか？

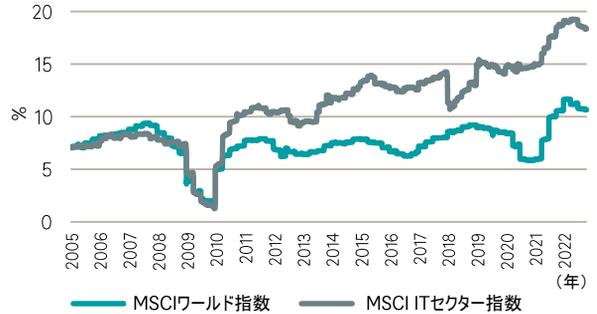
どの質問も、さまざまな条件付きでなければ答えることはできません。よって、このような環境で株式が苦戦しているのは全く驚くことではありません。

現在のように今後の見通しが不透明な状況では、株式投資において慎重なアプローチを取ることは理に適っています。金利の急上昇によって特定の債券が代替投資先になっているため、なおさらです。利回りの上昇が株式のバリュエーションに圧力をかけています。特にリスクが高いのは、金利の動向に敏感に反応するテクノロジー、通信、Eコマースといったセクターの銘柄です。さらに、企業業績にも圧力がかかると我々は予測しています。2023年はゼロ成長と見る見通しです。多くの企業が価格を引き上げたり、場合によって

利幅を拡大させたりできた時代は当面の間戻ってこないでしょう。よって、株式への投資にあたっては引き続き慎重になる必要があります。ヘルスケアセクターのディフェンシブ銘柄については、絶対的な水準では割安とは言えないものの、我々は依然としてポジティブな見方をしています。

営業利益率：ピークアウト

2005年以降、企業の純利益率は特にITセクターで大幅に拡大。このトレンドは差し当たって終わりを迎えたようである。



出所: DWSインバーストメントGmbH, 2022年11月時点

米国株式

現時点ではわずかな株価上昇余地



- 我々は今後米国は穏やかな景気後退に入ると予測している。消費者需要が先細り、企業の価格決定力が弱まり、利益率や収益の伸びは過去よりも大幅に低下するだろう。
- 中期的な株価上昇余地は限定的で、短期的にはもう一段の調整の可能性も否定できない。

ドイツ株式

短期的に値上がりー長期的にはさまざまな疑問



- 第3四半期のドイツ経済はかなり良好で、0.3%という成長率は多くの人にとってサプライズとなった。特に民間消費が堅調であったことが要因。
- ドイツの主要銘柄で構成されるDAX指数は9月末に今年底値をつけたが、それ以降大幅に上昇した。よってこれ以上の株価上昇余地は限られるだろう。
- ドイツの経済成長や株式市場は、エネルギー価格とあわせて、ドイツの主要貿易相手国である中国の動向と密接に連動する。

ユーロ圏株式

バリュエーションが割安というだけで買いを入れる十分な理由にはならない



- 多くのセクターが引き続きエネルギーコストの上昇に苦戦するなど、欧州経済の成長に足かせとなる要因は依然として残っている。
- 現在、ユーロ・ストックス50指数のバリュエーションは過去15年間の平均を大幅に下回っている。米国株式とのスプレッドも平均と大きく乖離している。
- バリュエーションが割安というだけで買いを入れる十分な理由にはならない。不確実性は引き続き非常に高い。依然として健全な配当銘柄とコモディティ銘柄に投資妙味がある。

新興国株式

マイナスのニュースの多くが既に織り込み済みー長期的には良好な投資機会



- 米ドルの上昇、米国金利の急上昇、世界の需要にマイナスの影響を与えているロシアによるウクライナ侵攻、中国で続いている不動産危機といったものが、今年の新興国株式市場の大半に大きな重荷となっている。
- マイナス面の多くは既に市場に織り込まれているようだ。中長期的には、地政学的な問題に大きな混乱がなければ、大部分の新興国は力強く巻き返す可能性がある。

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インバーストメントGmbH, 2022年11月9日時点

#3 マルチアセット / 債券

長期投資家にはリスクよりもチャンスが大きい



クリストフ・シュミット

「5年物程度の高格付け社債に5%のリターンがあります。よって、ここにきてやっと、債券が再び株式の現実的な代替になりました」と、DWSコンセプト・カルデモルゲンの共同リード兼トータルリターンチームの責任者であるクリストフ・シュミットは述べています。バランス型ポートフォリオにおける債券の役割が数年ぶりに一段と大きくなりました。高いインフレ率や利上げを伴う難しい

環境にもかかわらず、シュミットは希望の兆しがあると考えています。「一方で、市場はさまざまなマイナスのニュースを既に織り込んでいます。よって、二桁台のリターンを期待することはできなくなりましたが、それでも特に長期投資家はこの投資機会に目を向け始めるべきでしょう」。為替リスクを積極的に管理していく重要性が高まるでしょう。例えば、MSCIワールド指数では米ドル資産が約70%を占めています。「今年は米ドル高がグローバル指数のパフォーマンスを大きく支えています。これにも終わりが来る可能性があります」とシュミットは述べています。

社債：大幅なスプレッド

社債と国債のイールドスプレッド



出所：DWSインバーストメントGmbH、2022年11月4日時点

米国国債（10年物）

中期的にはプラスのトータルリターンを予測



短期的見通し

長期的見通し

- 今年利回りが1.6%から4.1%に上昇し、パフォーマンスは大幅にマイナスになった（マイナス17%）。
- このトレンドが反転し、大幅に価格が上昇すると予測される。

ドイツ国債（10年物）

今のような利回り上昇は続かないだろう



短期的見通し

長期的見通し

- マイナス0.1%からプラス2.3%。ドイツ国債の利回りは年初以降大幅に上昇した。
- 我々はこのような利回り上昇は続かないと予測している。

新興国ソブリン債

最悪の時期を脱した可能性



短期的見通し

長期的見通し

- 2022年、大きな損失を出している債券の中でも新興国債券は最下位であった。
- 回復の兆しが見られ、金利水準は若干低下し、それに伴って価格が上昇する見込み。

社債

投資適格



短期的見通し

長期的見通し



短期的見通し

長期的見通し

ハイ・イールド



短期的見通し

長期的見通し



短期的見通し

長期的見通し

#4 通貨

ユーロ／米ドル

米ドルの強さが当面の間続く



短期的見通し

長期的見通し

- エネルギー危機、グローバル景気の減速、安全な避難場所としての米ドルの魅力などが、ユーロの重石となってきた。
- 我々は中期的にユーロが若干上昇し、1ユーロ=1.05米ドルになると予想している。

#5 オルタナティブ資産

金

価格上昇の大きな余地



短期的見通し

長期的見通し

- 年初来の金価格は全く納得のいくものではなく、米ドル建てで約10%下落した。
- FRBの軸足が利上げによるインフレ対策から雇用対策に移るといった最初の兆候が表れると、金価格が下支えされ、プラスのリターンが期待できそうだ。

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インバーストメントGmbH、2022年11月9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。

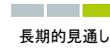
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2022年11月3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11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。