

2020年9月

目次：

- #1 市場とマクロ経済
- #2 株式
- #3 債券
- #4 通貨
- #5 オルタナティブ投資

Market outlook

#1 市場とマクロ経済

FRBの重大な政策変更

米連邦準備制度理事会(FRB)のジェローム・H・パウエル議長は、8月末の連邦公開市場委員会(FOMC)において、広く影響を及ぼす発表をしました。FRBと欧州中央銀行(ECB)は共に過去数年にわたってインフレ目標2%という数字を堅持してきましたが、この数字はもはや絶対的な基準値ではなく、むしろより長期間にわたって維持すべき平均値であるとしたのです。これは、長期間インフレ率が2%を上回ったとしても、FRBは利上げの必要性がないということを意味しています。

つまり、米国においても緩和的な金融政策と恒久的な低金利がさらに長期間にわたって続くということを明確に示しています。

投資家にとって、これは何を意味するのでしょうか。債券が利回りを生む可能性がますます遠のいたということです。特に、国債がインフレに連動しつつ追加的な利回りを生み出すのは、なおさら厳しそうです。よって、株式、不動産、インフラ投資、金といった資産が明確な競争優位性を持つことになります。

世界経済：完全な回復には遠い道のり



米国：新型コロナ危機からの回復にはまだ若干懐疑的

- 米国株式市場は、感染者数が増加しても株価は上昇するということを明確に示してきた。しかしながら、新型コロナ流行の影響が2022年に入っても米国経済の足を引っ張りかねないという事実が変わるわけではない。
- DWSでは、2021年の米国の経済成長率を4.2%と予測している(2020年はマイナス5.4%)。新型コロナ流行の第二波の可能性と中国との貿易摩擦によって、不確実性が高まるだろう。



ユーロ圏：2021年には大幅な回復を予測 — 現状ではインフレは問題ではない

- 欧州連合(EU)加盟国では、新型コロナウィルスによって急激に落ち込み、その直後に急回復したものの、いまだ停滞している。2022年までは、危機以前の水準には戻らない可能性がある。
- 2020年のユーロ圏経済はマイナス8.5%と、米国経済よりも大きな打撃を受けるだろう。相応して、2021年のユーロ圏経済の回復は5.5%と、若干の力強さを見込む。当分の間、インフレ率はじわじわと上昇するととどまると見ている。しかし、長期的にはこれは変わる可能性がある。



中国：トップパフォーマー

- 先入先出と例えられるように、感染の拡大も収束も、驚くほどの速さで中国が最初であり、中国経済はV字回復を見せている。
- DWSは2020年の中国の経済成長率予測を従来の2倍となる2%に引き上げた。2021年には8.5%を予測している。米国との貿易摩擦が依然としてリスクであり、誰が米国大統領に選出されるかにかかわらず、おそらくこのリスクは米国大統領選後も続くだろう。



日本：前向きな兆しがあるものの回復はやや遅い

- 最近の日本経済には前向きな兆しがある。工業生産は7月に驚くほど堅調な8%増を示した。当面のところ、感染者数の増加は止まったようだ。
- 今年の国内総生産(GDP)はマイナス5.5%と減少を見込むが、DWSではその後の2021年には3.3%の成長を予測している。

#2 株式

バリュエーションの高さから価格上昇余地は限られる

市場の多くは新型コロナウイルスの流行を受けた株価の下落から完全に立ち直っています。企業業績が25～33%も激減したことを考えると、これはまさに驚くべき事実です。バリュエーションが高いため、DWSでは短期的にはほとんどの株式市場について上昇余地は限定的と見ています。いつ株価調整に見舞われても不思議ではありません。今後5～10年で、世界的な低金利の時代において投資家が株式を避けて通ること

はほぼ不可能でしょう。別の長期投資のトレンドとしてサステナビリティがあります。これは短期的にも説得力のあるものです。DWSのストラテジストは、気候変動リスクについて高い評価を受けている企業が2020年には一般的な株式市場のパフォーマンスを上回っていることを認識しています（右下の図表を参照）。

米国株式

これ以上の大幅な価格上昇余地は非常に限定的



- テクノロジーセクターが、ナスダック総合株価指数とS&P500種株価指数の最高値更新を牽引。
- 今後12カ月の収益予測に基づく、現在のS&P500種株価指数の株価収益率は22となっている。ファンダメンタルの観点からは、この株価収益率ではさらなる価格上昇余地は限定的になると言える。
- これに相応して米国株式のリターンの想定も慎重である：DWSでは今後12カ月の総リターンが一桁台前半から半ばになると見込む。

ドイツ株式

前向きな特徴の多くは既に織り込み済み



- 産業セクターが大半を占めるドイツDAX指数は、基本的に今年に入ってから下落からは立ち直っている。
- 株価水準が高いことから、当面の間はさらなる価格上昇余地は限定的。
- 経済回復が息切れしていることから、DWSではドイツ優良企業に関しては慎重になることを提案する。

ユーロ圏株式

米国株と比較したバリュエーションの割引率は妥当なようだ - 新たなきっかけを待っている状態



- ユーロ圏の主要株価指数は割安株が大半を占めている。有望なテクノロジー株が占める割合は、米国と比較すると大幅に低い。
- バリュエーションの割引率は約20%となっており、DWSのストラテジストは妥当なものであると考える。
- DWSとしては成長株および優良企業が単なる割安株企業よりも有望だと考える。

新興国株式

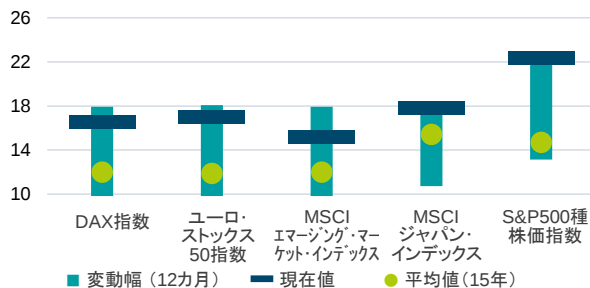
現状ではリターンの見通しが最も高い



- 新興国の経済状況は非常にばらつきがある。特に中国、台湾、韓国といった北アジアの国はこの数カ月で非常に大きな進展を見せた。
- 企業収益も、多くの専門家が想定したほど打撃を受けていない。
- DWSは、今後12カ月間は一部のアジア株式市場から最も高いリターンを得られると見込んでいる。

気候変動リスクとパフォーマンス

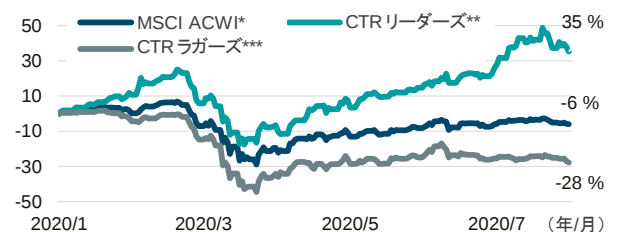
向こう12カ月間の予想収益に基づく株価収益率（PER）



出所：DWSインベストメントGmbH、2020年9月3日時点

気候変動リスクとパフォーマンス

気候変動リスク（CTR[※]）評価の高い企業と低い企業のパフォーマンスをMSCIワールド・インデックスと比較（単位：%）



※CTR: Climate Transition Risk、* MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス、
 ** CTR評価がA～Bで優位にある企業、***CTR評価がE～Fで劣位にある企業
 出所：MSCI Inc.、DWSインベストメントGmbH、2020年7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。

出所：DWSインベストメントGmbH、2020年9月4日時点

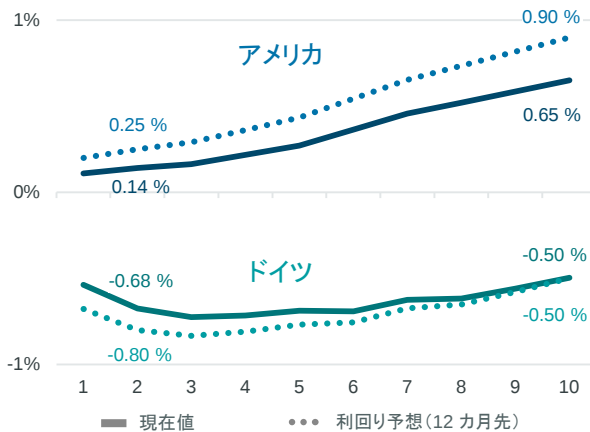
#3 債券

リスクのないプラスリターン — 過ぎ去った時代

利回り上昇の見通しはこの数週間で若干悪化しました。国債についてはなおさらです。インフレ上昇という犠牲を払ってでも完全雇用のほうに集中するというFRBの発表を受けて、今後長期にわたって米国国債の利回り上昇の見通しはほとんどなくなりました。投資家にとって、これは何を意味するのでしょうか。債券で収益を得るためには、リスクを取る必要があるということです。つまり、ハイ・イールド社債か、投資適格社債です。DWSは他にも投資妙味のあるセクターを厳選しています。それは、一部の新興国債券です。

国債利回りは依然として非常に低い

現在の年限別国債利回りと2021年9月までの予測



出所: リフィニティブ・データストリーム、2020年9月3日時点

米国国債 (10年物)

利回りの上昇はごくわずか



- 今後12カ月でDWSはわずかに0.90%の利回り上昇を予測。
- インフレ調整後の実質リターンがプラスになる可能性はほとんどない。

ドイツ国債 (10年物)

マイナスのリターンが続く



- 特に保険や年金などの大規模投資家などからはドイツ国債は引き続き高い需要が見込まれる。
- 12カ月で利回りはマイナス0.5%近辺に落ち着くだろう。

新興国ソブリン債

ハイ・イールド債を選好



- 新興国債券のリターン見通しは依然として先進国の国債を明らかに上回っている。
- DWSはハイ・イールド債を選好。市場が見込んでいよりもハイ・イールド債のデフォルトの可能性は低いと考える。

社債

投資適格



ハイ・イールド



#4 通貨

為替レート

米ドルの一強が続く



- DWSでは現状のようなユーロの上昇は続かないと見ている。米国の力強い成長力を理由に米ドルが選好される。
- 世界経済において米ドルは引き続き世界の主要通貨であり、今後も「安全な逃避先」という位置付けを維持するだろう。
- DWSでは、今後12カ月でユーロは若干弱含み、1ユーロ=1.15米ドルになると予測。

#5 オルタナティブ投資

不動産

バランスのとれた固定資産



- 不動産リターンの見通しは、コロナ危機によって以前よりも幅が開いており、セクターによって異なる。世界中で産業不動産の見通しが他に抜きんで最もよく、その次がオフィスビルとなっている。小売不動産が最も魅力に乏しい。
- 不動産ファンドにとって現状は厳しいものではあるが、とりわけ資本市場の不透明感の中では、ポートフォリオの分散に有意義な貢献をするだろう。

* DWSは不動産の短期的な見通しを示さないことになりました。
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、2020年9月4日時点

過去5年における12カ月間毎のパフォーマンス

指数	2015年7月 - 2016年7月	2016年7月 - 2017年7月	2017年7月 - 2018年7月	2018年7月 - 2019年7月	2019年7月 - 2020年7月
MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス	-2.5%	14.8%	8.8%	0.9%	5.3%

過去の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。
出所：リフィニティブ・データストリーム、2020年7月31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。

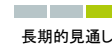
短期的見通しは1～3カ月、長期的見通しは2021年9月までの収益可能性を示しています。

出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス
2020年9月4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2020年9月7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。

#-200214-1 M-200915-1