

2022年12月

目次：

#1 市場とマクロ経済

#2 株式

#3 債券 / 不動産

#4 2023年の見通し

Market outlook

#1 市場とマクロ経済

「2023年はリスク資産のリターンがインフレ率を上回るだろう」



ビヨルン・ジェシュ

「来年も引き続きインフレ率の動向が資本市場を左右することになるでしょう」とDWSのグローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーであるビヨルン・ジェシュは述べています。米国においてインフレ率は既にピークアウトしたと見られ、欧州でも2023年に入って間もなくピークを迎える見通しですが、当面の間、中央銀行が望ましいと考える水準をはるかに上回って推移すると考えら

れます。一般的に、高インフレ率によって企業の間で不透明感が増し、おそらく資産のリスクプレミアムが高まることになります。投資家は新しい経済の時代に備える必要があるとジェシュは指摘しています。市場に流動性が潤沢にあった時代は終わりました。公的債務残高の水準は、抑制のないままこれ以上引き上げることはできないところまで来ています。「今後の世界は、過去5年から10年とは全く異なるものになるでしょう」とジェシュは言います。先進国の人口は減少しつつあり、気候変動との戦いには膨大な投資が必要です。また、欧州はエネルギー需要を満たすために新しいアプローチを

模索する必要があります。現在、ロシアが地政学上最大のリスクをもたらしています。ロシアによるウクライナ侵攻を受けて、ユーロ圏の経済は特に打撃を受けています。しかし、米国とユーロ圏に近づいている穏やかな景気後退はこれまでの景気の低迷とはかなり違ったものになるでしょう。「人口動態の影響で景気低迷時でも労働市場は堅調さを保っています。そのおかげで労働者の大半は仕事を維持し、世帯収入は依然として安定的で、消費者は消費を続けるでしょう」とジェシュは見通しています。

しかし、景気低迷後の回復もかなり控えめになりそうです。企業レベルでは、収益が圧縮される可能性があります。今までの景気後退時と同じ程度までにはならないでしょう。金利水準が高い環境下においては、株式に代わるものがないという状況ではありません。「リターンの源泉として、また分散投資のツールとして、債券の担う役割の重要性が再び高まるでしょう」とジェシュは述べています。リスク資産のリターン見通しはおおむね中程度ですが、それでもインフレに打ち勝つには十分な水準になるでしょう。

2023年の資本市場を牽引するであろうトピックス

中央銀行：引き続き利上げの見込み – 2023年に利下げはしないと予想



- 中央銀行は金融引き締め路線を継続する見通し。
- 米連邦準備制度理事会 (FRB) は政策金利を5～5.25%に引き上げ、欧州中央銀行 (ECB) は3.0%に引き上げるだろう。
- 現時点で我々は来年の利下げはないと予想。

インフレ：2022年より低下するものの依然として高すぎる水準



- インフレ率は2023年に低下する見通しだが、望ましい水準をはるかに上回った水準にとどまるだろう。
- 米国のインフレは4.1%、ユーロ圏のインフレは6.0%に達すると我々は予想している。中国の物価上昇圧力はあまり大きくない。インフレ率は若干上昇して2.3% (2022年は2.0%) になる可能性がある。日本についてはインフレ率が1.6%に低下すると我々は予想している (2022年は2.3%)。

先進国の経済成長は大幅に鈍化すると予測 - 中国の経済成長は加速



- 先進国において、来年の経済成長はおそらく大幅に鈍化するだろう。我々の経済成長予測は、米国が0.4% (2022年は1.8%)、ユーロ圏が0.3% (2022年は3.2%)、ドイツが0.0% (2022年は1.8%)、日本が1.2% (2022年は1.6%) である。
- 中国の見通しは明るさを増している。新型コロナの制限がさらに緩和されると、成長が加速して経済成長は5.0%に拡大するだろう (2022年は3.3%)。

#2 株式

欧州株式を選好



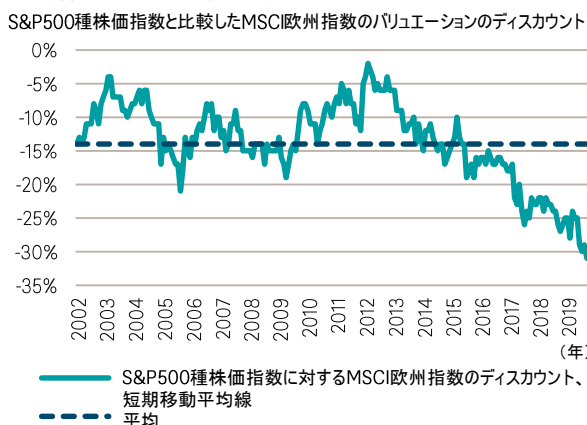
マーカス・ポッパ

2022年は投資家にはあまり穏やかではない1年でした。来年も外部要因に左右されやすい1年になるでしょう。「今年の金利上昇によって株価水準には圧力がかかりました。これを受けて来年は企業収益の動向が極めて重要な役割を果たすでしょう」とグローバル株式ポートフォリオ・マネジャーのマーカス・ポッパは述べています。ここ数年間の収益性の高さが同じように続くことは

はおそらくないでしょう。しかし、例えば2008年の金融危機の際と比べると、企業は全般的に今後起きる穏やかな景気後退に対する備えができています。「戦略面から言えば、欧州株式について我々はむしろ楽観的な見方をしています」とポッパは述べています。米国株式に対するバリュエーションのディスカウントは31%で、これは過去20年間の平均値である14%の2倍以上になっています。「エネルギー価格高騰の悪影響が懸念されているほど深刻ではないと投資家が認識するようになれば、すぐにもこのディスカウントは解消されると我々は考えています」とポッパは続けます。

欧州の株式指数におけるバリュエーションのウェイトは米国の株式指数よりも高くなっていますが、そのバリュエーションの見通しも依然として良好です。市場全般よりも収益に力強さがみられることから、ポッパは欧州銀行株について楽観的な見方をしています。さらに、銀行の

欧州株式：歴史的に見て割安



出所：DWSインベストメントGmbH、2022年11月末時点

バランスシートは2008年や2009年の金融危機時よりもはるかに健全です。この景気敏感セクターに加えて、構造的な成長や堅実なキャッシュフローという理由からグローバルのヘルスケアセクターも有望なようです。

アジア新興国に巻き返し余地



ショーン・テイラー

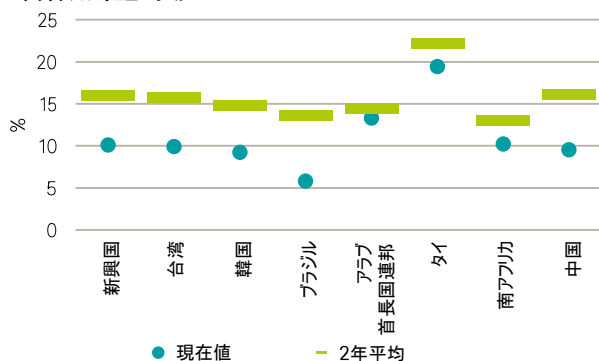
「今後、中国をアンダーウェイトし続けるのはリスクがあるでしょう。中国がゼロコロナ政策を大幅に緩和すると、中国株式は大幅にテコ入れされるでしょう」とアジア太平洋地域チーフ・インベストメント・オフィサーのショーン・テイラーは指摘しています。これは一朝一夕に起きるものではありません。しかし、来年おそらくポジティブな動向が見られるでしょう。「2023年に、中国株式が

15～20%上昇する見込みは十分にあると考えています」とテイラーは楽観的な意見を述べています。現時点ではかなり株価水準が高まっているものの、インド株式市場も投資妙味のある市場です。ASEAN諸国の中では、インドネシアが有望なようです。コロナ規制が撤廃された後、経済再開から恩恵を受けているためです。もう一つ選好する市場は韓国です。9月と10月に株式市場は急激な調整を経験し、現在はまた株価水準が割安になっています。半導体や電池の製造企業に特に投資妙味があります。

若干の米ドル安やインフレ率低下が予測されていることから、一般的に、新興国には短期的にプラスの影響があるはずですが、来年の新興国の株価上昇余地は8～10%にもなる可能性があり、上半期よりも下半期の見通しが若干良くなっています。しかし、テイラーは新興国の見通しを引き上げるには時期尚早だと考えています。「世界的な輸出の落ち込みを乗り越え、中国経済が勢いをつけてはじめて、我々のポートフォリオにおいて新興国をオーバーウェイトし始めることができるでしょう」とテイラーは述べています。2022年を

新興国：割安感が高まっている

過去2年間の平均と比較した過去12か月間のMSCIエマージング・マーケット・インデックスのバリュエーション



出所：DWSインベストメントGmbH、2022年11月末時点

なんとか持ちこたえた日本市場を踏まえ、「日本は引き続き分散投資のツールとして好適です。企業は健全なバランスシートと安定した収益性を誇っています」とテイラーは指摘しています。日本株式市場の収益の45%は中国との取引から生み出されているため、2023年は中国経済の再開も株式市場浮上の引き金になるでしょう。しかし、日本はアジアの新興国の躍進に続くことはできないでしょう。とはいうものの、マイナスのサプライズのリスクもかなり低いと言えます。

#3 債券 / 不動産

欧州クレジットに有望な収益機会



トーマス・ヘファー

利回りの急騰によって債券が再び株式に替わる資産となりました。特に社債についてこの点が当てはまります。中央銀行による利下げが実際には1年後になるとしても、市場は来年には利下げを織り込み始めるでしょう。「現在、欧州投資適格社債のリターンは約4%で、これは10年以上も前の水準です」と投資適格社債責任者のトーマス・ヘファーは述べています。よって、

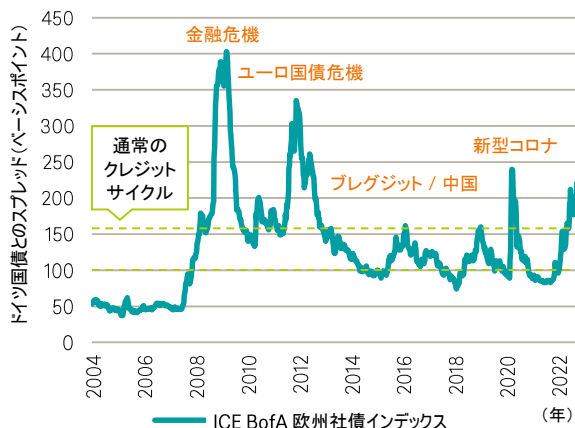
欧州投資適格社債のリターンは対応する配当利回りも上回っています。

今後12カ月のこの資産クラスの見通しは極めてポジティブで、リスクも限定的です。スプレッドには既に今後の景気後退が織り込まれつつあります。「国債とのスプレッドが明らかにタイト化し、価格が上昇すると我々は見通しています」とヘファーは追加しています。特に有望なのは、6~7%のリターンを生んでいる銀行のシニア債とハイブリッド社債です。

欧州ハイ・イールド債券は現在約7%のリターンで高成績を挙げています。景気の鈍化によってデフォルト率が上昇する見通しが高まっているものの、現在は0.7%と極めて低い水準になっています。しかし、デフォルト率の上昇はこれまでの景気低迷時と比較すると明らかに小幅なものにとどまるとヘファーは考えています。

金利差には既に景気後退が織り込まれている

社債の金利差の推移



出所: DWSインベストメントGmbH, 2022年11月末時点

個別債券銘柄の慎重な選択が引き続きカギとなるでしょう。米国ハイ・イールド債券の見通しもポジティブです。堅調な利回り期待と米国国債を上回る良好なリターンの可能性があります。

将来の市場: インフラ資産



ジェシカ・ハードマン

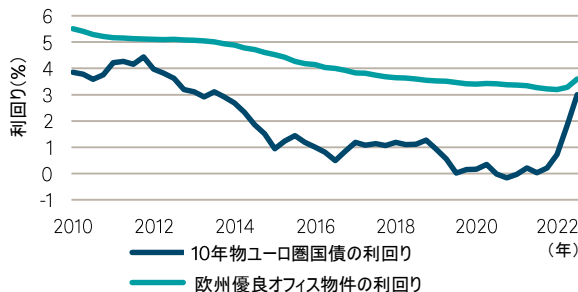
「不動産セクターにおいても利上げの影響が感じられます。10年物国債に対する不動産投資のスプレッドは今年大幅にタイト化し、不動産のバリュエーションには圧力がかかっています」と欧州不動産ポートフォリオ・マネジメントの責任者、ジェシカ・ハードマンは述べています。しかしこのトレンドは来年再び反転する可能性があります。ハードマンは、債券に対するスプレッドが拡大し、投資家による不動産への投資が増加すると予想しています。

未上場不動産については、利上げにより負債コストが上昇し、投資活動が抑制されたことも相まって、価格の下方修正が進んでいます。2023年もこのような分化した動向が市場で続くと予測されています。今年の価格調整を受けて、ハードマンは欧州とアジア太平洋の両地域において、住宅物件と物流物件について楽観的な見方をしています。

さらに、ハードマンはインフラ投資に重点を移しています。経済の変革が進みインフラ投資への需要が高まっているという状況においては特に、この分野への投資は有望なようです。「公共輸送、エネルギー、リサイクルの分野における脱炭素化やデジタル化といった大きな取り組みによって、インフラの領域で投資妙味のあるディフェンシブな投資機会が生まれています。この領域はさらに、インフレ連動契約や、確実で長期にわたる収益フローからも恩恵を受けることができるのです」とハードマンは結論づけています。

不動産投資家には良いエントリーポイント

オフィス物件と10年物国債のリターン比較



出所: DWSインベストメントGmbH, 2022年11月時点

インフラ投資を下支えるメガトレンド

- ▶ 公共輸送、エネルギーサービスプロバイダ、リサイクル業界における脱炭素化とデジタル化
- ▶ 鉄道、物流、ヘルスケア、社会インフラの分野を重視したリース事業
- ▶ 高い投資需要のあるグリーンインフラ事業
- ▶ エネルギーセクターや輸送セクターへの投資機会を生み出すカーボンニュートラル実現に向けた取り組み

#4 2023年の見通し

資産クラス別DWSの見解

株式

米国株式

価格上昇余地には限りがある



- 経済成長の鈍化と企業収益への圧力によって米国株式の価格上昇余地は限られる。
- S&P500種株価指数の2023年12月までの目標株価は4,100ポイント。

ドイツ株式

楽観論が高まる



- 悲観論はピークを過ぎたようである。
- 企業部門が予想よりもうまくエネルギー危機に対処できるという楽観論が高まっている。
- DAX指数の2023年12月までの目標株価は15,000ポイント。

ユーロ圏株式

格別選好しないが巻き返し余地がある



- 欧州株式に対する投資家の選好度は今までにないほど低くなっている。
- アナリストによる業績予測の修正は米国株式よりも良かった。
- ストックス600指数の2023年12月までの目標株価は445ポイント。

新興国株式

株価水準は魅力だが依然としてリスクが多い



- アジア株式市場の株価水準は魅力的。
- 中国における地政学と今後のコロナ政策がこれからの動向に大きな影響を与えるだろう。
- MSCIアジア(除く日本)インデックスの2023年12月までの目標株価は625ポイント。

通貨

ユーロ／米ドル

ユーロが上昇する余地はほとんどない



- ユーロは米ドルに対して若干上昇したが、これ以上の上昇余地は限定的。
- 2023年12月のユーロ／米ドルの予測を、1ユーロ=1.05米ドルに据え置く。

債券

米国公債(10年物)

さらなる大幅な利回り急騰は予測していない



- 米国のインフレはピークアウトしたようで、FRBは利上げのペースや度合いを抑えていくだろう。
- 長期米国公債のトータルリターンがプラスになる可能性はかなり低い。
- 2023年12月までの利回りの見通しは4.20%。

ドイツ国債(10年物)

適度にリターンが上昇するだろう



- ユーロ圏周縁国の経済にマイナスの影響を及ぼす可能性があることから、我々はECBが断固とした量的引き締め政策を取ることは予測していない。
- 2023年12月までの利回りの見通しは2.40%。

新興国ソブリン債

社債ほど有望ではない



- 魅力的なリターン水準だが依然としてリスクが高い。
- 米ドル安のトレンドがプラスの影響を及ぼすだろう。
- 新興国の社債により多くの投資機会が生まれる見込み。

社債

投資適格



ハイ・イールド



オルタナティブ資産

金

全体的な状況は改善する見込み



- 物理的な需要の増加と、金利や為替からの逆風の弱まりを受けて、金価格は下支えされるだろう。
- 2023年12月の金価格の見通しは1オンス=1,850米ドル。

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12月9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12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。