

2022年5月18日

## 先行き不透明感は払拭されず

年初来市場は大幅に下落していますが、それでもさらに下落する可能性を否定できません。  
しかし我々の基本シナリオでは今後12カ月を楽観的に見えています。

「中央銀行はインフレ抑制に向けて戦っていますが、これ以上撃つ弾がなくなった時に経済が頓挫するのではないか、ということ市場は最も懸念しています。言い換えると、金融政策の引き締めを受けて、追加金融緩和による下支えの「米連邦準備制度理事会(FRB)ブット」を期待できなくなった可能性がある、ということです。」



ステファン・クロイツカンフ  
チーフ・インベストメント・オフィサー  
運用部門責任者

市場が上向く前にはまず一時的な悪化が予想されるため、我々の直近の戦略見通しを最も簡潔に表現するならば、「歯を食いしばって今を乗り切ろう」ということになるでしょう。サプライチェーンの制約、中国における新型コロナの問題、インフレ、経済成長の鈍化、金融引き締め、市場のボラティリティ、ウクライナにおける紛争など、目の前に問題が山積しているためです。これらすべてが長期化しないことを望みます。投資家の視点からは、経済の雲行きが怪しくなっている時期に、中央銀行が利上げでインフレの急上昇に対応しようとしていることが主な懸念です。我々は今後18カ月で米国が景気後退に陥る可能性を40%と見えています。しかしインフレ率が一桁台後半であるということは、市場としてはいわゆる「FRBブット」という最も頼りになる救世主を過去35年間のように信じることができなくなっている、ということの意味しています。今回、経済や金融市場を危機から救うにはFRBは難しい立場に立たされています。

投資家は既にこの点に数カ月も前から気付いていると言えるかもしれません。株式、債券、仮想通貨をあわせると年初来30兆米ドル<sup>(1)</sup>が失われたという事実が投資家は目を覚まさせられました。堅調な経済成長、記録的な雇用、企業収益の拡大といった現在の環境においてFRBブットに頼れないこと、経済が実際に落ち込みだした時にFRBブットに頼れないことは全く違うものです。つまり、市場はこれから大きなストレステストを受けること

になるのです。投資家にとっては頭から水を浴びせられるようなメッセージです。

さらに、今後数カ月の間に他にも様々なストレステストがありそうです。ロシア産のエネルギー供給が引き続き減少したらどうなるでしょうか？中国が新型コロナとの戦いをあらゆるものに優先させ続けたらどうでしょうか？我々の予測通りインフレ率が第2四半期にピークアウトするものの、3%ではなく5%近辺で安定したらどうなるでしょうか？我々の想定とは異なるものの、戦争がNATO(北大西洋条約機構)の領域まで拡大するとどうなるでしょうか？

答えのない問いが数多くあります。今年下半期に市場にとって深刻な問題になり得る明らかな動向もあると我々は考えています。企業に対する収益圧力が高まっており、資金調達環境は悪化しています。新型コロナ関連の景気刺激策は特に米国において期限切れを迎え、インフレの影響で消費者の実質購買力は低下しています。よって、我々は特に株式市場における高いボラティリティが続き、社債に圧力がかかり、新興国が苦戦すると予測しています。

しかし、このようなリスクが顕在化せず、明らかにかなり狭い滑走路にFRBが経済をソフトランディングさせられると投資家が

<sup>1</sup> 年初から5月12日までの間に対応する指数の時価総額損失額で計算。株式: MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス(損失額: 16.5兆米ドル)、出所: ブルームバーグ。債券: Bloomberg Global Aggregate Index損失率から算出、国際決済銀行が定義する広範な債券ユニバースを適用(2021年第3四半期)、(損失額: 15兆米ドル)、仮想通貨: 取引される約2万種類の暗号「通貨」の時価総額、出所: coinmarketcap.com(損失額: 9000億米ドル)。

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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。オルタナティブ投資は投機的であり、非流動性、損失の可能性の高さ、不透明性を含む重大なリスクを伴います。オルタナティブ投資はすべてのお客様に適しているものではありません。当資料記載の予測は、2022年5月16日時点のDWSインベストメント GmbHの見解であり、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。

信じられるようになれば、年末に向けて見通しが改善する可能性もあります。そうなると、今後12カ月間で大半の資産クラスがプラスのリターンを生む余地が生まれるでしょう。この点も、経済が持ちこたえ景気後退を避けられるという前提に立っています。つまり、2022年の経済成長率は米国が2.9%、ユーロ圏が2.8%、中国が4.5%であり、2023年の経済成長率は米国が2.4%、ユーロ圏が2.2%と穏やかな鈍化にとどまり、一方中国は4.8%まで改善する、という前提です。

インフレ率は来年、米国で4.7%から2.9%に、ユーロ圏では8.0%から3.3%に低下する見通しです。しかし、そのためには中央銀行は徐々に金融引き締めを行う必要があります。我々は今後12カ月間でFRBが金利を3.25~3.5%まで徐々に引き上げ、欧州中央銀行(ECB)はそれまでにリファイナンス・オペ金利を1%に引き上げると予測しています。FRBとは異なり、ECBはこの期間中にバランスシートの圧縮には動かないでしょう。我々の基本シナリオでは景気後退を想定していません。よって、米国ではイールドカーブが若干スティープ化するものの、利回り全体としてはこれ以上の大きな上昇はないと考えています(今後12カ月の10年物米国国債の利回りを3.25%と予測)。一方で、ドイツについてはイールドカーブがさらにフラット化する見込みで、10年物ドイツ国債の利回りは2023年6月に1.00%になると予測しています。

社債のリスクプレミアムは当初さらなる拡大に直面する可能性があります。今後12カ月間でプラスのリターンを生む余地があると考えています。特定の新興国債券についても同様です。米国の金利上昇とドル高によってもたらされた圧力がそれまでに落ち着いたためです。米ドルは現在の水準より若干弱含むでしょう。今後12カ月間でユーロ/米ドル為替レートを1ユーロ=1.10米ドルと予測します。

株式市場の環境は短期的には引き続き厳しいでしょう。第1四半期の企業収益の大部分は依然驚くほど安定的で、収益予想

もいまだによく持ちこたえています。しかし、今年中に下方修正される可能性を我々は懸念しています。ただし株式に対して脅威となるのは債券の推移です。米国では、10年物インフレ連動国債(TIPS)の利回りはマイナス1.1%からプラス0.2%に上昇しました。これが2つの理由から株式の重荷になります。1つ目の理由は、今後の収益に金利上昇が織り込まれることになり、これが特に成長企業に痛手となることです。2つ目の理由は、株式が「他に選択肢がない」という決まり文句の恩恵を受けられなくなり、株式から債券へのシフトが進むでしょう。とはいうものの、債券とは異なりインフレに対してある程度守られているという事実から株式はやはり恩恵を受けています。株式のバリュエーションは最近の高水準から既に低下しています。株式セグメントのボラティリティがいったん低下すれば、そこからの回復を予想することが可能でしょう。

オルタナティブ投資の一部も金利上昇の影響を受けていますが、株式市場や債券市場ほど明白な爪痕ではありません。現在我々は不動産よりもインフラプロジェクトを選好します。キャッシュフローが長期的に固定されており、大半はインフレ連動の恩恵を受けるためです。金は実質金利の上昇のあおりを受けています。しかし、地政学リスクプレミアムの高さ、インフレ懸念、仮想通貨の混乱などを考えると、一旦は持ちこたえるでしょう。最後に、当面の間、構造的な原油の供給不足を予想しています。北海ブレント原油先物価格は1バレルあたり110米ドル近辺を維持するでしょう。

経済の鈍化と継続的なインフレ率上昇が組み合わさり、このところ投資家にとっては非常に難しい環境になっています。また、中央銀行が講じられる手段も狭められています。しかし、欧州と米国で景気後退を避けることができれば、今後12カ月間の見通しは大きく改善するものと我々は考えています。

2022年5月17日

市場環境の急激な変化により、これらの予測は変更になる場合があります。

## マクロ経済 / 経済成長が鈍化

### GDP成長率(対前年比、単位:%)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国	2.9 ↓	2.2
ユーロ圏	2.8 ↓	2.2
英国	3.9 ↓	1.0
日本	2.0 ↓	1.8
中国	4.5 ↗	4.8
世界	3.3 →	3.3

### 財政赤字(対GDP比、単位:%)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国	5.3 ↓	4.5
ユーロ圏	4.7 ↓	3.3
英国	4.1 ↓	3.2
日本	6.0 ↓	3.5
中国	7.7 ↓	7.1

### 消費者物価指数(対前年比、単位:%)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国 <sup>1</sup>	4.7 ↓	2.9
ユーロ圏	8.0 ↓	3.3
英国	7.8 ↓	4.5
日本	1.9 ↓	1.7
中国	2.3 →	2.3

### 失業率(年平均)

国・地域	2022年(予測)	2023年(予測)
米国	3.5 ↗	3.8
ユーロ圏	7.0 ↓	6.8
英国	3.8 →	3.8
日本	2.4 ↓	2.3
中国	5.2 ↓	5.0

### 指標金利(単位:%)

国・地域	現在値*	2023年6月(予測)
米国	0.75-1.00 ↗	3.25-3.50
ユーロ圏	-0.50 ↗	0.75
英国	1.00 ↗	2.00
日本	0.00 →	0.00
中国	3.70 ↓	3.60

### 商品市況(米ドル建)

	現在値*	2023年6月(予測)
原油(ブレンド)	107.5 →	110
金	1,822 ↗	2,100
銅(LME)	9,090 ↗	11,000

\* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2022年5月12日時点

<sup>1</sup> コアレート、12月個人消費支出(前年同月比、単位:%)

予測は2022年5月12日時点の見通しです。

LME: ロンドン金属取引所

当ページ以降の記号表記について

マクロ経済データ、為替相場およびオルタナティブ投資:

矢印は以下の見通しを示します。

(↗) 上昇の可能性、(→) 横ばい傾向、(↓) 下落の可能性

矢印の色はロングオンリー戦略でのリターンの見通しを示しています。

● ロングオンリーの投資家にとってプラスリターンの可能性

● プラスリターンの機会は限定的で、マイナスリターンの可能性もあり

● ロングオンリーの投資家にとってマイナスリターンの可能性

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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2022年5月12日時点のDWSインベストメント GmbHの見解であり、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。

## 株式 / 「他に選択肢がない」との決別

	現在値*	2023年6月 (予測)		トータルリターン (予測) <sup>1</sup>	企業利益成長率 (予測)	株価収益率 への影響	配当利回り
		●	予測値				
米国(S&P500種株価指数)	3,930	●	4,400	13.7%	5%	7%	1.7%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	424	●	460	11.9%	6%	2%	3.5%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,613	●	3,900	11.7%	4%	4%	3.7%
ドイツ(DAX指数) <sup>2</sup>	13,740	●	14,600	6.3%	2%	1%	3.4%
英国(FTSE100種指数)	7,233	●	7,500	7.9%	6%	-2%	4.2%
スイス(SMI指数)	11,506	●	12,000	7.3%	1%	3%	3.0%
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,124	●	1,200	9.4%	8%	-1%	2.7%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	988	●	1,110	15.8%	2%	11%	3.5%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	629	●	700	14.3%	5%	6%	3.1%

\* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ファクトセット・リサーチ・システムズ、2022年5月12日時点 予測は2022年5月12日時点の見通しです。

<sup>1</sup> トータルリターン(予測)は、利回り、配当、キャピタルゲインを含みます。

<sup>2</sup> トータルリターン・インデックス(配当込)

## 債券 / インフレとの戦い

### 米国

	現在値*	●	2023年6月(予測)
米国国債(10年物)	2.85%	●	3.25%
米国地方債 <sup>1</sup>	190 bp	●	225 bp
米国投資適格社債	131 bp	●	135 bp
米国ハイ・イールド社債	458 bp	●	460 bp
証券化商品:モーゲージ証券 <sup>2</sup>	32 bp	●	48 bp

### 欧州

	現在値*	●	2023年6月(予測)
ドイツ国債(10年物)	0.84%	●	1.00%
英国国債(10年物)	1.66%	●	2.00%
ユーロ投資適格社債 <sup>3</sup>	168 bp	●	135 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 <sup>3</sup>	523 bp	●	450 bp
証券化商品:カバードボンド <sup>3</sup>	80 bp	●	70 bp
イタリア国債(10年物) <sup>3</sup>	187 bp	●	180 bp

### アジア太平洋

	現在値*	●	2023年6月(予測)
日本国債(10年物)	0.25%	●	0.20%
アジア社債	317 bp	●	290 bp

### 世界

	現在値*	●	2023年6月(予測)
新興国ソブリン債	475 bp	●	460 bp
新興国社債	363 bp	●	340 bp

### 通貨

	現在値*	↗	2023年6月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.04	↗	1.10
米ドル(対 日本円)	128	↘	125
ユーロ(対 英ポンド)	0.85	↗	0.92
英ポンド(対 米ドル)	1.22	→	1.20
米ドル(対 中国元)	6.79	↘	6.75

\* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2022年5月12日時点

<sup>1</sup> 10年物米国国債に対する10年物地方債(AAA格)の比率

<sup>2</sup> ブルームバーグ・バークレイズMBSフォワード・インデックス

<sup>3</sup> ドイツ国債に対するスプレッド

予測は2022年5月12日時点の見通しです。

bp=ベースポイント

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が作成したものをドイチェ・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チェ・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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2022年5月12日時点のDWSインベストメントGmbHの見解であり、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。

## 会社紹介

# DWSについて<sup>1</sup>

すべての主要な資産クラスを網羅した商品及び運用ソリューションを通じて、幅広い投資機会へのアクセスを投資家に提供。その運用ソリューションは投資信託から高度にカスタマイズされたポートフォリオの構築まで多岐にわたる

個人投資家及び機関投資家のお客様に、伝統的資産からオルタナティブに至る幅広い資産運用ソリューションを提供

約9,276億ユーロの運用資産残高(2021年12月末時点)を誇る世界有数の資産運用会社

## チーフ・インベストメント・オフィスについて

DWSのグローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーであるステファン・クロイツカンプが統括し、DWSの運用プロセスの中心的役割を果たす

経済及び市場に関する統一された見解の策定のため、グローバルな運用体制が有する専門性を集結

グローバル投資見通しであるCIOビューを策定する

ポートフォリオ・マネジメント、調査及び営業チームの連携のための窓口となり、円滑な意思疎通を可能にする

<sup>1</sup> DWSはDWSグループGmbH&Co.KGaA及びその子会社が事業活動を行う上でのブランド名です。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。

## 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。

### 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、ノウハウ及び実績を有します。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。