

2022年9月

目次：
 #1 市場とマクロ経済
 #2 株式
 #3 債券
 #4 通貨
 #5 オルタナティブ資産

Market outlook

#1 市場とマクロ経済

アクティブ運用に脚光



ステファン・クロイツカンブ

夏の株価上昇は長続きしませんでした。「しばらくの間、株式市場は非常に力強く上昇しました。少なくとも今後12カ月間で予想される極めて難しい環境を考えると、この株価上昇はかなり楽観的なものでした。市場は2023年にも中央銀行が利上げの方向性を転換し、再度利下げを開始することを織り込んでいますが、我々はその可能性はかなり低いと見えています」とDWSのチーフ・インベストメント・オフィサーであるステファン・クロイツカンブは

述べています。インフレは横ばいで推移すると見込まれますが、依然として高い水準にとどまるでしょう。我々は2023年の経済成長予想をほぼ全地域について再び下方修正せざるを得なくなりました。株式のリターンが一桁前半を上回ることはないでしょう。アクティブ運用や銘柄選択が指数連動型よりも大幅に有望になるでしょう。クロイツカンブは次のように指摘しています。「我々は新しい現実に向き合っています。資本の保全が今の時代の必然になる、ということです。この目標を達成するために、依然として株式投資が最善の手段になるでしょう」。

資本市場を牽引するトピックス

経済：米国とユーロ圏の経済成長は低迷すると予想 — 中国はそれより有望な見込み



- 2023年のユーロ圏の経済成長は0.7%に低下するだろう(2022年の予想は3.1%)。米国の経済成長についても0.7%を下回ると予想(2022年の予想は1.9%)。
- 中国経済は2022年に振るわなかったものの再び加速しそうで、国内総生産(GDP)は5.3%上昇するだろう(2022年の予想は3.3%)。ダウンサイドのリスクとして、中国のゼロコロナ政策、さらなるサプライチェーンの混乱の可能性、台湾との政治的な緊張が挙げられる。

インフレ：拍車がかかる — 2023年も大幅な物価上昇が見込まれる



- インフレ率は足元でいまだに期待されているよりもはるかに高い水準にはるかに長くともることが予想され、これが経済や社会だけではなく、資本市場にとっても大きな足かせの1つになる。
- 2022年のユーロ圏のインフレは8.2%に達すると我々は予想している。2023年に物価上昇は鈍化する見込みだが、5.0%といくかなり高い水準で推移するだろう。米国の物価上昇幅は大きく縮小する見込みで、我々は2022年は6.0%、2023年を3.6%と予測している。

金融政策：経済の力強さについてのサインはまだら模様であるものの、さらなる利上げを予想



- 米連邦準備制度理事会(FRB)は今後数カ月間、インフレ抑制を最優先事項として掲げ、穏やかな景気後退を招くことになっても利上げを継続するだろう。我々の試算では、米国の政策金利は2023年第3四半期には3.5%から3.75%に達する見込み。
- 天然ガス価格と電気価格の上昇によって、秋にユーロ圏のインフレは10%を超える可能性がある。我々は欧州中央銀行(ECB)が今後数カ月で何段階かにわけて利上げを実施すると予測している。

注目が集まるサステナビリティ：自然災害による甚大な被害



5.6兆米ドル*

干ばつ、嵐、洪水によって2050年までに引き起こされる世界経済に対する損害の試算。



約49%*

このうち嵐による被害の割合。洪水が被害に占める割合は36%で、干ばつは15%。本調査のモデル計算による。

* 出所：GHD「Aquonomics - The economics of water risk and future resiliency」、<https://aquonomics.ghd.com/>

#2 株式

大幅に低いリターン予測にもかかわらず代替はほとんどない



トーマス・シュスラー

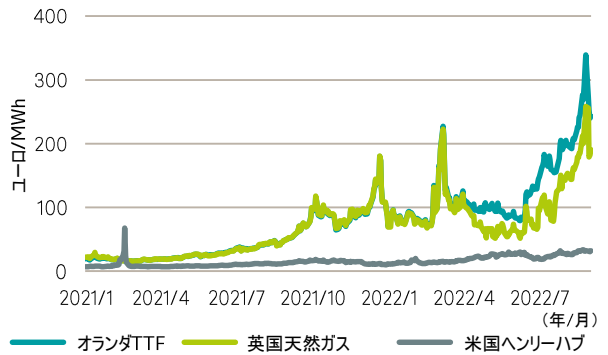
ほぼすべての株式投資について、インフレを差し引いても二桁台のリターンがあった時代は当面の間過去の話となるでしょう。それにもかかわらず、富を蓄積し、高いインフレ率を補いたいと望むすべての人にとって株式は引き続き重要な役割を果たしていくと考えられます。リターン予測が大幅に低下しても、この点に変わりはありません。

あらゆる投資について最終的に大きな問題となるのは、どの代替資産に置き換えるかということです。この点について、株式と競合するものはほとんどありません。伝統的な株式の代替資産である長期国債は適切な選択ではないでしょう。国債が高いインフレ率を補い、曲がりなりにも購買力を維持できる可能性は非常に低いでしょう。この点について、株式投資で確実に言えることがあります。徹底的に分析し、特定企業を賢く選択しなければ、しっかりとしたプラスのリターンを達成するのは非常に難しい、ということです。「指数レベルでは今後12カ月の株価上昇余地は非常に限定的です」と株式のグローバル共同責任者であるトーマス・シュスラーは述べています。「高インフレ時にプラスの実質リターンを得るのはいつでも非常に難しいものです」。株式市場の専門家はしばしば現在の状況の先に

あるものを見ようと思いますが、それでも明確な答えはわかりません。「結局のところ、今後数年間は低い経済成長になる可能性がかなり高く、企業の収益成長は今までより大幅に低下するでしょう」とシュスラーは警告を発しています。

天然ガス価格の高騰：欧州の問題

さまざまな地域の天然ガス先物価格の比較



出所：DWSインバーストメントGmbH、2022年9月初め時点

米国株式

高インフレと金利上昇によって企業の収益性が圧迫され得る



短期的見通し



長期的見通し

- インフレ率は米国でも高く、多くの企業の収益性が食いつぶされるだろう。よって、今後数年の収益成長率は抑えられる。
- FRBが利上げサイクルを継続する方針をとる限り、市場のボラティリティは高止まりし、株価上昇余地はかなり低くなる見込み。
- 我々の今後12カ月のS&P500種株価指数の目標株価は4,200ポイント。

ドイツ株式

不確実性の高さが続く — 銘柄選別が望ましい



短期的見通し



長期的見通し

- ドイツは来年穏やかな景気後退に入っていく可能性が高い。
- ドイツDAX指数の構成企業の大半は国際的に事業展開しており、ドイツの経済動向だけに左右されるわけではないものの、企業収益の今後のパフォーマンスを評価するのはほぼ不可能である。
- ドイツ株式にとっても銘柄選別が必然となるだろう。2023年9月の目標株価は14,400ポイント。

ユーロ圏株式

エネルギー価格が足かせ — バリュエーションは低いものの、必ずしも割安ではない



短期的見通し



長期的見通し

- エネルギー価格の上昇によって多くの企業の収益性が圧迫され、企業の国際競争力が低下している。
- バリュエーションは低下している。利益成長の大幅な鈍化もあり得ないシナリオではない。その場合でも、ユーロ圏の株式のバリュエーションは妥当なようである。
- 2023年9月のユーロ・ストックス50指数の目標株価は3,750ポイント。

新興国株式

アジアの巻き返し余地



短期的見通し



長期的見通し

- 年初来、アジア新興国の株価のパフォーマンスは冴えない。それと比較すると、中南米が最も高いリターンを生む地域になっている。
- 中国がゼロコロナ政策を継続する限り、来年期待されている経済回復の実現には多数の疑問が残る。
- 慎重かつ選択的な投資がアジアにおいても必然になる。幅広い株価上昇の下地として、消費者心理と支出パターンが大幅に改善する必要があるだろう。

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9月7日時点

#3 債券

新興国のハイ・イールド債券に良好な投資機会

米国とユーロ圏の国債価格はこの数週間非常に苦戦しています。金利上昇によって価格の大幅な下落につながっているのです。例えば、2年物ドイツ国債の利回りはほぼ100ベーシスポイントも上昇しました。

中央銀行が2023年上半期にも利上げの方向性を転換するだろうという市場の期待がしぼんだことがその理由です。

利回りが引き続き上昇することが予想されますが、米国と欧州の10年物国債はリターンを源泉として魅力に欠ける状態が続くでしょう。我々はインフレを差し引いた利回りである実質利回りが0.5%近辺で落ち着くと予想しています。

ハイ・イールド債券の見通しの中では、新興国市場が若干良いでしょう。新興国の多くの企業のファンダメンタルデータがこの数年間で大幅に改善してきました。

それにもかかわらず、金利プレミアムが先進国の債券よりも大幅に高く、インフレ圧力や地政学的緊張、強い米ドルといったリスクを十分に相殺できるでしょう。

米国国債（10年物）

さらなる利回り上昇と価格下落を予測



短期的見通し

長期的見通し

債券を保有している投資家はおそらく、さらなる利回り上昇とそれによる価格下落に慣れていく必要があるだろう。

この環境ではプラスのトータルリターンを得られる可能性は低い。

ドイツ国債（10年物）

穏やかな利回り上昇を予測



短期的見通し

長期的見通し

10年物ドイツ国債の利回りは一時的に低下したが、その後再び上昇に転じた。

我々は今後12カ月で利回りは1.75%近辺で落ち着くと予測している。

新興国ソブリン債

リスクの多くを既に織り込み済み



短期的見通し

長期的見通し

リスクが高いため、投資家はこのところ新興国債券を避けてきた。

長期的な見通しはかなり良好だが、社債ほどではない。

社債

投資適格



短期的見通し

長期的見通し

ハイ・イールド



短期的見通し

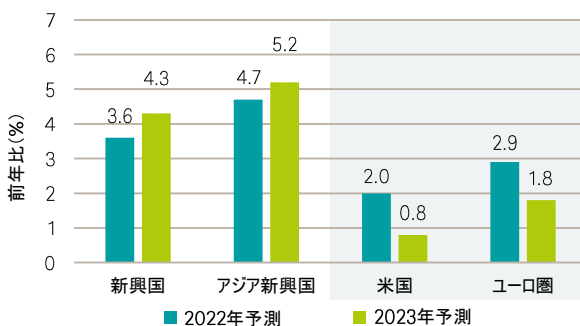
短期的見通し

長期的見通し

長期的見通し

経済成長: アジア新興国が優位

2023年の経済成長予測ではアジアが明らかに先進国を上回っている



出所: DWSインベストメント GmbH, 2022年9月時点

#4 通貨

ユーロ/米ドル

ユーロは当面の間弱さが続く - 中期的には上昇が見込まれる



短期的見通し

長期的見通し

我々はユーロ/米ドルの為替レート予想を1米ドル=1.10ユーロから1米ドル=1.05ユーロに引き下げた。世界的な不況とエネルギー危機が引き続き欧州共通通貨の足かせとなると見込んでいるため。

しかし、我々は米国とユーロ圏のスプレッドは既にピークアウトしていると考えており、今後12カ月では、ユーロは現在ほど安く取引されなくなるだろう。

#5 オルタナティブ資産

金

安全な避難場所として金にはさらなる需要がある



短期的見通し

長期的見通し

過去12カ月にユーロ建てで金に投資した人のリターンは良好であった。しかし、金は米ドル建てで取引されており、為替による利益を調整すると大きな損失が生まれている。

今後12カ月で我々は金価格が若干上昇すると予測している(1オンス=1,875米ドル)。現在のスピードで利上げが継続することはなく、地政学的リスクが続くため、投資資金の安全な避難場所という金投資の需要が引き続き高いことがその理由。

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9月7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。

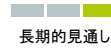
短期的見通しは1～3カ月、長期的見通しは2023年9月までの収益可能性を示しています。

出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス
2022年9月7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9月8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。