

2022年4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

市場への重圧が続く



ステファン・クロイツカンブ

ロシアによるウクライナ侵攻によって引き起こされた人道的な悲劇はまだ終わっていません。近い将来に停戦が実現したとしても、世界はこれまでと同じにはならないでしょう。「ロシアだけではなく中国も含め、西側諸国との間にある溝がおそらく深まるでしょう。自給自足経済への傾向が高まっています。そこに向かうプロセスは決して平坦なものではなく、大きなコストを伴うのは間違いないでしょう」と、DWSのチーフ・インベスト・オフィサーで

あるステファン・クロイツカンブは総括しています。株式市場は最初の衝撃を比較的うまく吸収しました。しかし、今後はおそらく難しくなっていくでしょう。多くの企業は物価上昇によるコスト増を価格に転嫁できなくなるでしょう。「企業収益予測が今後数週間のうちに下方修正されると予想しています」と、クロイツカンブは述べています。欧州では、この修正はかなり大幅なものになるでしょう。ユーロ圏の株式は既に米国株式に比べると史上最大の割引幅で取引されています。

資本市場を牽引するトピックス

経済：成長に大きな試練



- 依然として消費者が経済成長の主な支えになっている。しかし、どれぐらいの期間消費者が経済を下支えできるかは疑問である。米国の消費者信頼感度は2008年の金融危機時の水準にまで落ち込んでいる。インフレ率が引き続き上昇すれば消費者支出は圧力を受け、そうなると経済成長にも圧力となるだろう。
- コロナ禍で大幅に蓄積された貯蓄が、現在の消費を下支えするだろう。

インフレ率：落ち着く気配はない



- 物価上昇はロシアとウクライナの紛争以前から既に急激に加速していたが、これが今後も続くだろう。ユーロ圏では、エネルギー価格は前年から既に45%上昇している。
- 現在、米国の物価上昇は欧州より広範囲に及んでいる。それに加えて、賃金上昇圧力が高まっており、これが物価上昇に拍車をかけるだろう。

金融政策：FRBは予想されていたよりも金融引き締めを強化する見込み



- 市場は米連邦準備制度理事会（FRB）による金融引き締めサイクルの加速を見込んでいる。年初には3回の利上げが想定されていたが、現在では2022年末までに8回の利上げが織り込まれている。
- 欧州中央銀行（ECB）は今後更に慎重に動く見通し。ウクライナに対する戦争が始まったことを受けて、経済成長の見通しが非常に大きな圧力を受けている。今年中に政策金利を50ベースポイント引き上げる可能性がある。

注目が集まるサステナビリティ — 温室効果ガスの抜本的削減は未達のまま



わずか30カ月¹

温室効果ガス排出の抜本的な削減のために世界に残された時間。気候変動に関する政府間パネル（IPCC）による直近の研究によると、温室効果ガス排出は依然として増加している。



1.5°C

世界の平均気温上昇がこの基準を上回ると、気候変動による災害が起きるだけでなく、数兆米ドル規模の経済損失が発生することになる。

¹ 出所：IPCC第3作業部会報告書「Climate Change 2022」、2022年4月4日

#2 株式

アジア新興国市場に回復余地



ショーン・ティラー

ここ何年も、株式市場が現在のリスクや緊張の高まりに見舞われたことはありませんでした。ロシアが引き起こしたウクライナの危機、エネルギー価格の急騰によって拍車のかかるインフレ率の上昇、利上げの加速、経済成長の鈍化、勢いの衰えないコロナ禍などを受けて、市場のボラティリティが急激に高まっているのも当然と言えるでしょう。しかし、今年の株価の下落がむしろ

控え目であることには驚きを禁じ得ません。不確実性が依然として高い状況において、DWSでは当面の間、すべての株式市場を視野に入れた投資戦略を立てていきます。

中期的には欧州とアジアの新興国市場に回復の余地があるというのがDWSの見解です。特に、中国株式は過去数カ月間極めて冴えないパフォーマンスであったため、回復余地があるでしょう。アジア太平洋地域チーフ・インベストメント・オフィサーであるショーン・ティラーは「株価は近々ボトムアウトと考えています」と述べています。中国株式は中期的に3つの要因に支えられるでしょう。

1つ目は、国内景気の回復と国内消費者支出の回復の見通しです。2つ目は、外国証券取引所でADRとして取引されている中国株式が大幅に割引かれていることです。しかしADRの割引率は

再び若干縮小すると見込まれています。3つ目は、中国株式に対するリスクプレミアムの高さで、これは株価水準の低さにも反映されています。しかしティラーは、極めて慎重な銘柄選定が依然としてカギであるとも述べています。予測しにくい状況において、市場全体を幅広くただ買っていくのはあまり有望ではないというのがティラーの見解です。

消費者信頼感 — 重要なトレンド

消費者信頼感が引き続き低下すると、経済成長だけでなく最終的には株式市場も苦戦することになる



出所: DWSインベストメント GmbH, 2022年3月末時点

米国株式

金利と企業収益に注目



- インフレ率の上昇を受けて、米国では利上げ圧力が高まっている。企業収益の今後の動向が非常に重要になるだろう。現時点まで、企業収益予想は驚くほど前向き。しかし、失望する結果になる可能性も否定できない。
- 今後12カ月の米国株式のリターン余地は前月より若干低下した。

ドイツ株式

今までのところドイツ企業に対してはより悲観的



- 依然としてロシアとウクライナの紛争がドイツ経済の大きな足かせとなっている。IFOドイツ経済研究所が実施した最近の調査では、企業の事業見通しが大幅に悪化したことが顕著に示されている。
- ロシアに対する経済制裁がより厳しくなったことを受けて不確実性が高まっている。ここでは天然ガスの供給がキーワード。今後12カ月のドイツ株式のリターン余地は先細りしている。

ユーロ圏株式

配当株とコモディティ株を选好



- 欧州株式は現在、米国株式と比較すると史上最大の割引率で取引されている。高いエネルギー価格が足かせとなっており、企業収益予想は誇張されていることになるかもしれない。
- ボラティリティは高止まりするだろう。このような環境においては、配当株とコモディティ株がポートフォリオを若干落ち着かせる可能性がある。

新興国株式

ダウンサイドリスクは減少 — 中国の動向がアジアのカギ



- 新興国株式は米国の利上げに対する感度が比較的低く、昨年のパフォーマンスが冴えなかったため株価水準が有利になっている。よって、新興国株式のダウンサイドリスクは欧州株式や米国株式より低いということになる。
- アジア諸国の決定的な要因は、引き続き中国経済の今後の動向になるだろう。

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インベストメント GmbH, 2022年4月11日時点

#3 債券

ユーロ・ハイ・イールド社債が明らかに再び魅力的に

今年第1四半期の債券と株式のトータルリターンは、ネガティブな兆候がほぼあらゆる場面に存在しているという投資家のジレンマを表しています。債券価格の上昇によって株価損失の軽減や均衡を図ることは不可能でした。今後、このようなやり方が有望であるという兆候は全くありません。「ケーキを手元にキープしつつ、美味しさを味わいたい」、というのが今の債券市場です。「誰もが高い金利を望んでいるものの、利上げは望まない」ということです。解決することが不可能なパラドックスなのです。過去数カ月間同様、有望な債券はほとんどありません。特に、インフレ率の上昇を受けて、実質金利が恒久的にマイナス圏内に留まり続けているためです。DWSでは現在、短期であってもプラス金利を生んでいるユーロ・ハイ・イールド社債が最も投資妙味のある資産であると考えています。大幅に高い利回りを求めるとリスクも高まることになるでしょう。よって、金利が再度大幅に上昇することは見込めません。また、デフォルト率は低水準にとどまるでしょう。

利回り差が大幅に拡大

米国ハイ・イールド社債とユーロ・ハイ・イールド社債に対するソブリン債のスプレッド



出所: DWSインベストメントGmbH, 2022年3月末時点

米国国債 (10年物)

利回りは当面の間上昇を続けるだろう

- 10年物米国国債の利回りは、2022年初から1%ポイント上昇した。
 - 短期的には利回りは上昇を続けるだろう。
-

ドイツ国債 (10年物)

これ以上の利回り上昇余地は限られている

- 10年物ドイツ国債の利回りは最近おおよそ0.6%に達した。直近で金利がこの水準になったのは4年前である。
 - 中期的には、DWSは大幅に高い利回りを予測していない。
-

新興国ソブリン債

アジアのソブリン債を选好

- コモディティ輸出国は価格上昇から恩恵を受けるだろう。
 - アジア諸国はロシアとウクライナの紛争から距離を置いており、DWSは現在アジアのソブリン債を选好している。
-

社債

投資適格



ハイ・イールド



#4 通貨

ユーロ/米ドル

ユーロは当面の間圧力を受け続けるだろう

- 短期的には米ドルに対するユーロの弱さが続くだろう。地政学的な緊張や金利差拡大の見通しがある理由。
 - 中期的には、DWSのユーロ/米ドルの予測は、1ユーロ=1.15米ドル。
-

#5 オルタナティブ資産

不動産 / インフラ投資

インフレ率が高い時期に評価される投資先

- インフレ率が上昇している環境で不動産投資が人気になるだろう。部分的または全体的にインフレに連動した賃貸契約のある既存物件に特に関心が高まるだろう。
 - 高いインフレ率とインフレ期待によってインフラ投資の魅力も高まっている。大半のインフラ資産がほぼ独占的な性質を有しており、これは価格上昇を消費者に転嫁することができるということを意味する。しかしここでも慎重な選択がカギとなる。
-

* DWSでは短期的な不動産の評価を行っていません。
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4月11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3月までの収益可能性を示しています。

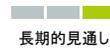
出所：DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2022年4月11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4月13日に発行したものをドイチェ・アセット・マネジмент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мент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チェ・アセット・マネジмент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。

ドイチェ・アセット・マネジмент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

ドイチェ・アセット・マネジмент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。