

Market Outlook

#1 市場とマクロ経済

米国優位 — 企業業績は予想を上回る



ヴィンチェンツォ・
ヴェッダ

年初来、米国のハイテク株市場であるナスダックの利益は二桁増となっている一方、ドイツの主要株価指数DAXは横ばいにとどまっています。これは、中東紛争の余波が地域ごとに異なっており、現れているかを端的に示しています。米国株式市場が底堅さを保っているのは偶然ではありません。DWSのチーフ・インベストメント・オフィサーであるヴィンチェンツォ・ヴェッダは「米企業の第1四半期の利益成長は、驚くほど力強いものでした」と述べています。市場は現在、この流れが今後も続く可能性を織り込みつつあります。米国株の堅調な推移を支えている要因は周知のものです。「人工知能(AI)への止まることのない投資ブームが、足元の米国市場の力強い上昇をけん引する主な原動力になっています」とヴェッダは指摘します。これに対し欧州は、特に供給面において、イラン戦争の影響を米国より強く受けやすい状況にあり

ます。「このため、当社では欧州株の評価を中立へ引き下げ、米国株は中立へ引き上げました」とヴェッダは説明しています。利益見通しがより良好であることに加え、米国株は米連邦準備制度理事会(FRB)による利下げ期待にも支えられています。もっとも、実際の利下げは2027年まで実現しない可能性があります。一方、ユーロ圏では、むしろ利上げの可能性が高まっています。とはいえ、楽観一色というわけではありません。そのことは、株式市場以上に中東紛争の影響を受けた債券市場にはっきり表れています。利回りは急上昇し、それに伴って価格は下落しました。こうした高い利回り水準が続けば、株式市場の高いバリュエーションに重しとなる可能性があります。エネルギー価格もまた重要なリスク要因です。ヴェッダは「世界の原油生産の1割超が依然として市場に供給されていないため、エネルギー価格は高止まりしやすい傾向にあります」と述べています。さらに、世界の精製能力も低下しています。

資本市場を牽引するトピックス



経済: 先進国の成長は減速傾向へ、中国は例外

- 米国は、主にエネルギー価格の上昇を背景に、今年はやや鈍化すると我々は見込む。ただし、設備投資と個人消費は引き続き下支え要因となるだろう。
- 欧州では、高止まりするエネルギー価格が需要をより強く圧迫している。一方、中国は多くの先進国とは異なり、成長率がやや持ち直す可能性があると考えられている。



インフレ: 物価は大きく上昇、収束する見通しはついていない

- エネルギー価格は直近で3.5%まで上昇し、米国でもインフレ率の押し上げ要因となっている。2026年も、インフレ率は3.2%前後の高い水準にとどまると我々は見込む。
- ドイツでは、4月の生活費上昇率は2.9%となり、3月の2.7%から加速した。主因はエネルギー価格で、10.1%上昇している。今後のインフレ動向は、ホルムズ海峡が再開されるか、またそれがいつになるかに大きく左右されるだろう。



中央銀行: 米国と欧州で金利の方向性は分かれる公算

- 4月末の会合で、FRBは政策金利を3.5~3.75%のレンジで据え置いた。利下げとインフレ加速は両立しにくい状況。
- 欧州中央銀行(ECB)も直近の会合で政策金利を据え置いた。しかし米国とは異なり、ユーロ圏では今後数カ月のうちに利上げが行われると我々は見込む。



リスク: 原油、インフレ、債券利回りの一段の上昇

- 原油価格が1バレル110米ドルを上回る水準で長期間推移すれば、景気が減速する局面でも、中央銀行はより引き締めの金融政策を迫られる可能性がある。
- 債券利回りがさらに上昇すれば、株式市場の高いバリュエーションに下押し圧力がかかるおそれがある。

#2 株式

AIブーム：ドットコム・バブルとは明確な違い



ディルク・シュリューター

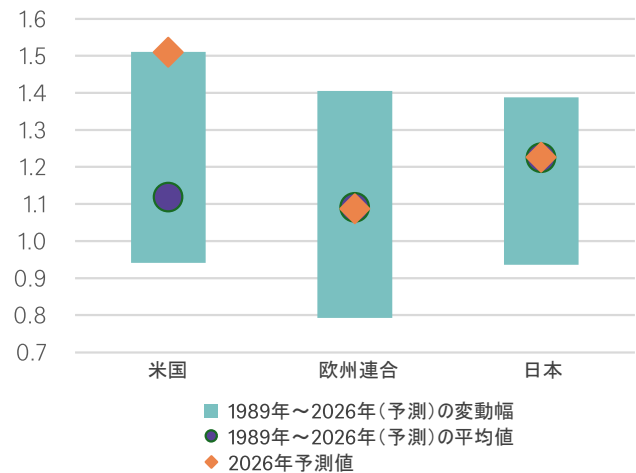
株式市場は一時、人工知能（AI）に対してやや慎重な見方を強めたように見えました。しかし、その懐疑は数週間しか続きませんでした。いまやAI関連株は再び米国市場を過去最高値圏へと押し上げています。こうしたバリュエーションは依然として正当化できるのでしょうか。さらに、2000年3月に崩壊した1990年代後半のインターネットおよびテクノロジー株の投機的ブーム、いわゆるドットコム・バブルと重なる点はあるのでしょうか。この問いを検討するために、投資ストラテジストのディルク・シュリューターは、企業ごとの価値創出を比較しやすくするCROCIアプローチを用いています。CROCIとはCash Return on Capital Invested（投下資本現金収益率）の略です。シュリューターによれば、バブルが形成されているかどうかには明確な答えはありません。「現在の状況とドットコム時代の大きな違いのひとつは、企業収益性が大幅に高いことです。米国の大企業は、25年前に比べてはるかに高い収益力を持っています」とシュリューターは述べています。

一方で懸念材料となるのは、AIに多額の投資を行う企業の売上成長です。当時も現在も、投資支出は平均で約20%増加しています。しかし当時は、売上高もそれに歩調を合わせて伸びていました。それに対して現在の売上高の伸びは、平均でおよそ10%にとどまっています。シュリューターは「いま市場で起きているのは、将来に対する賭けです」と述べています。AI投資への依存度が高い企業では、投下資本収益率が低下するリスクがあります。こうした構図がほぼ米国に限られるのは当然とも言えます。投資規模が欧州に比べて何倍も大きいからです。もうひとつのリスク要因は、投資の経済的耐用年数が短くなっていることです。たとえばサーバーの耐用年数は現在3～6年程度です。かつての大規模投資、たとえば発電所などは通常20～30年の寿命がありました。そのため企業は、

投下資本から収益を回収するための時間をはるかに長く確保できました。一方で前向きな材料として、企業はこれまで投資の大半を自社のキャッシュフローで賄ってきました。劇作家ベルトルト・ブレヒトの言葉を借りれば、なお多くの問いが未解決のままです。とりわけ、現在のAI大手が中期的にも主導権を握り続けるのか、それとも本当の勝者は将来この技術を活用する側なのかは、まだ見通せません。

米国で進むAI主導の投資ブーム

設備投資と維持投資*の比率



予測は、DWSによる前提、推計、見解、仮説モデルに基づいており、実際には誤っている可能性があります。
*維持投資とは、既存資産の機能または価値を維持することを目的とした投資。
出所：CROCI分析、DWSインベストメントGmbH、2025年12月5日時点

米国株式：企業の収益性は際立って高い



- 米国の決算シーズンは非常に好調。企業利益の合計は現在、アナリスト予想を約20%上回り、2025年第4四半期の決算期における6.1%を大きく上回っている。
- バリュエーションは高いものの、我々は米国株式の評価を中立へ引き上げた。

ドイツ株式：中東紛争の緊張緩和を待つ局面



- 欧州の中でも、ドイツは中東紛争の影響を最も強く受けている。結果として、主要指数DAX指数の年初来パフォーマンスは特に弱くなっている。
- 中東紛争の緊張緩和が長期的に実現すれば、DAX指数には大幅な追い上げ余地があると我々は見込む。

欧州株式：企業は第2四半期および第3四半期に供給制約の影響を受ける可能性



- 欧州は、イラン戦争に起因する供給制約の影響を、米国以上に受ける可能性がある。こうした混乱は、第2四半期や第3四半期になってから企業の売上高や利益に影響が表れてくると我々は見込む。
- こうした不透明要因を踏まえ、我々は短期的に欧州株式の評価を中立へ引き下げた。

日本：すでに堅調だが、なお上値余地あり



- 日本株は年初来で上位のパフォーマンスを示している。TOPIX100は現在、ほぼ二桁の上昇。
- 我々は引き続き日本市場を魅力的と見ている。利益の上振れ、自社株買い、そして世界景気の一段の拡大が、さらなる追い風となる可能性があると考えている。

当資料記載の情報やDWSの見通しは、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。

出所：DWSインベストメントGmbH、2026年5月8日時点

#3 インフラストラクチャー / 債券

インフラ投資が株式・債券を補完する有力な選択肢となり得る理由



ペーター・プロデーザー

ここ数週間、株式市場は投資家にとって再び緊張感の高い展開が続きました。中東危機、ホルムズ海峡、原油価格の動向、そしてインフレに対する見方が日々見直され、ときに市場を大きく動かししました。こうした紛争がインフラ投資に与える影響について、インフラ専門家のペーター・プロデーザーは比較的冷静な見方を示しています。「インフラ資産の収益構造は、景気が低迷している局面でも必要とされるサービスに基づいているため、多くの場合、より安定しています」とプロデーザーは述べています。さらに、インフラ投資は、自然独占、高い参入障壁、政府による規制、コンセッション、長期の利用契約や引取契約といった恩恵を受けることが少なくありません。こうした要素は収益面にさらなる安定をもたらします。

これは、地政学的不確実性が高い局面における再生可能エネルギー分野のインフラ事業で、特に当てはまります。「風力発電所や太陽光発電所は、市場心理や短期的な資本市場の変動とは関係なく発電します。固定価格買取制度は、ホルムズ海峡が閉鎖されているかどうかに影響を受けません」とプロデーザーは指摘します。また、非上場インフラは、伝統的な株式市場や債券市場とはおおむね独立して推移する傾向があると述べています。多くのインフラ資産の評価は、短期的な市場心理よりも、実体経済における利用や規制、長期契約に左右されるからです。もっとも、インフラ投資が市場環境の変化に無縁というわけではありません。たとえば金利上昇は、収益性にマイナスの影響を及ぼします。ただし、このリスクの大きさは、ポートフォリオをどれほど積極的に資金調達しているかに大きく左右されます。高いレバレッジ、変動金利融資、あるいは短期の借り換えニーズのあるポートフォリオは、保守的な資金調達を行っているポートフォリオよりも金利上昇の影響をはるかに受けやすくなります。また、利回りが高い環境では、債券も競合投資先と見なされ得ます。しかし両者には明確な違いがあります。「債券は流動性と予見可能なクーポン収入という点で重要です。一方、インフラ投資家は、複雑な実体経済の構造の中で、長期かつ流動性の低い資金を供給することへの対価を受け取ります」とプロデーザーは説明します。また、「ポートフォリオの中で、インフラは重要な分散効果を発揮します。とりわけ、株式や債券のような伝統的な流動性資産クラスと組み合わせた場合にその意効果は顕著です」と付け加えました。

米国国債（10年物）

利回りは低下傾向に



短期的見通し

長期的見通し

- － 中東紛争の緊張が緩和に向かうとの見方から、足元では利回りがやや低下している。
- － より長い目で見れば、利回りは引き続き低下基調をたどると我々は見込む。

ドイツ国債（10年物）

ドイツ国債に魅力的な見通しか



短期的見通し

長期的見通し

- － 我々はドイツ国債の価格動向を前向きに見ている。
- － 利回りは低下し、それに伴って債券価格は上昇すると我々は見込んでいる。

新興国ソブリン債

利回り機会は引き続き魅力的と見ている



短期的見通し

長期的見通し

- － クレジットスプレッドはここ数週間で大きく縮小した。
- － 我々は今後、利回りがさらに大きく低下し、それに伴って価格が追加上昇するとは想定していません。ただし、利回り水準そのものは依然として魅力的と見ている。

社債：DWSの見通し

投資適格

ハイ・イールド



短期的見通し

長期的見通し



短期的見通し

長期的見通し



短期的見通し

長期的見通し



短期的見通し

長期的見通し

#4 通貨

ユーロ/米ドル：ユーロはさらに上昇するか



短期的見通し

長期的見通し

- － ユーロは足元で米ドルに対してやや持ち直している。いくらかの上昇余地が残っていると我々は見込む。
- － 国際投資家の米ドルに対する懐疑的な見方は今後も続く可能性が高く、「安全資産」としての評判は良くないままであろう。

#5 オルタナティブ資産

金：この貴金属への需要は引き続き堅調か



短期的見通し

長期的見通し

- － 我々は金価格の見通しを引き続き前向きに見ている。中央銀行による買いと米ドルに対する継続的な懐疑感といった構造的な要因は、今後も続く可能性がある。
- － ただし、株式市場の好調なパフォーマンスや高水準の国債利回りは逆風となる可能性がある。

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2027年3月までの収益可能性を示しています。

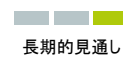
出所: DWSインベストメントGmbH CIOオフィス

2026年5月8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2026年5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、一般社団法人資産運用業協会、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。