



コロナ禍の影響：長期市場見通しとESG投資

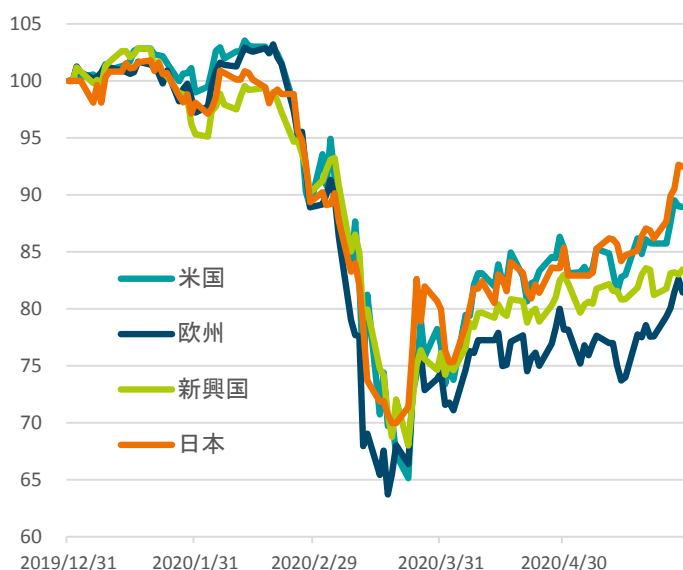
コロナ危機の拡大と資産市場の変動

新型コロナウイルス(COVID-19)の感染は予想をはるかに上回る勢いで拡大してパンデミックの規模にまで達し、世界各国の社会・経済に大きな影響を与えています。世界の金融市場もその影響を受けて、株式市場では大幅かつ急激な下落を記録し、エネルギー市場ではWTI原油先物がマイナス圏

に突入するなど、2000年代後半の世界金融危機に匹敵する資産価格の変動が観察されました。その後、資産価格は二番底の懸念を打ち消す勢いで回復しつつありますが、資産運用の判断に対して、今回のコロナ禍はどのような影響を中長期的に与えるのでしょうか。

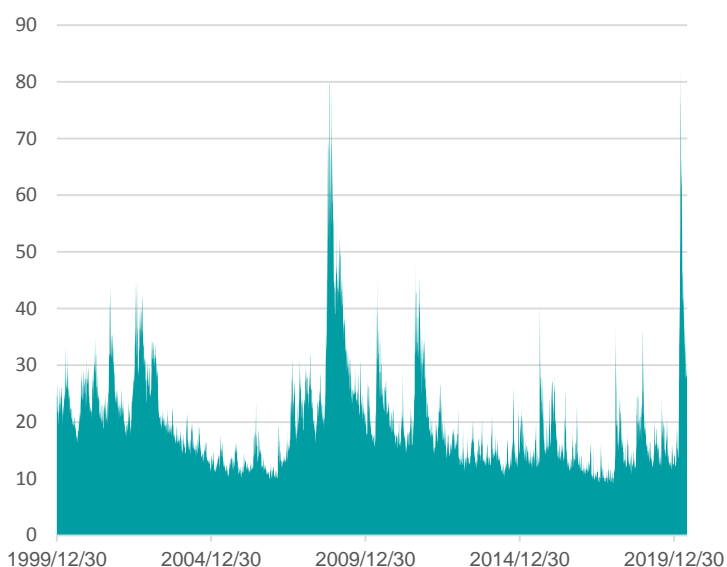
(図表1) 主要株価指数の推移

(2019年12月31日～2020年5月29日、日次、2019年12月31日を100として指数化、現地通貨建、終値ベース)



(図表2) VIX指数の推移

(1999年12月31日～2020年5月31日、日次、終値ベース)



出所: Bloomberg L.P.のデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成
米国: ダウ・ジョーンズ工業株価平均、欧州: ユーロ・ストックス50指数、新興国: MSCI
エマージング・マーケット・インデックス、日本: 日経平均株価

出所: Bloomberg L.P.のデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成
VIX指数: CBOEボラティリティ指数

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。

長期市場見通しに与える影響

2020年の初め、多くの資産クラスの長期リターン予測は、割高なバリュエーションのために期待リターンは低く抑えられていました。コロナ禍がこの状況を一変させましたが、依然として流動的な状況のため、実体経済への影響を見極めることが難しく、資産配分の担当者は頭を悩ませていることでしょう。

DWSでも長期市場見通しに着手し、2020年5月発行のレポート¹⁾において3つのシナリオに基づく長期市場見通しを示しました。1つ目の「現状維持」シナリオは、2020年1月発行の長期市場見通しで使用した経済成長、配当、クレジットリスクの前提を維持しながら、2020年1-3月期に観察された資産価格

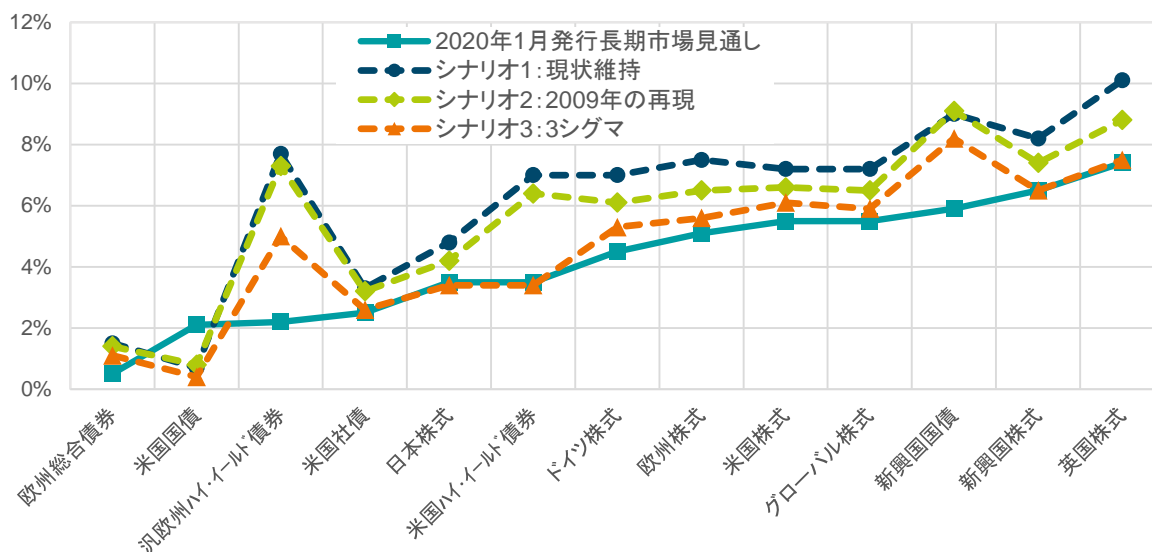
とインフレ見通しを反映させたものです。2つ目と3つ目は代替シナリオであり、「2009年の再現」シナリオでは2008年の世界金融危機後と同等の景気悪化、「3シグマ[※]」シナリオでは100年に一度レベルのさらに悲観的な景気悪化を想定しました。

その結果、「3シグマ」シナリオの長期市場見通しは、2020年1月発行の長期市場見通しと驚くほど似通っていました。しかし、「現状維持」または「2009年の再現」のやや楽観的なシナリオに基づけば、絶対リターンと対国債利回りの両面で、年初時点よりも有望な投資機会が見込まれることは注目に値します。

(図表3) 10年間の予想リターン (単位:年率%,現地通貨ベース)

資産クラス	2020年1月発行 長期市場見通し	シナリオ1 現状維持	シナリオ2 2009年の再現	シナリオ3 3シグマ
米国株式	5.5	7.2	6.6	6.1
欧州株式	5.1	7.5	6.5	5.6
英国株式	7.4	10.1	8.8	7.5
ドイツ株式	4.5	7.0	6.1	5.3
日本株式	3.5	4.8	4.2	3.4
新興国株式	6.5	8.2	7.4	6.5
グローバル株式	5.5	7.2	6.5	5.9
米国国債	2.1	0.7	0.8	0.4
米国社債	2.5	3.3	3.2	2.6
欧州総合債券	0.5	1.5	1.4	1.1
汎欧州ハイ・イールド債券	2.2	7.7	7.3	5.0
米国ハイ・イールド債券	3.5	7.0	6.4	3.4
新興国国債	5.9	9.0	9.1	8.2

(図表4) 10年間の予想リターン (年率,現地通貨ベース) ※2020年1月発行市場見通しの予想リターンが低い順に左から並び替え



出所: DWS Long View: The impact of COVID-19 pandemic on long-term return forecasts (2020年5月発行)
 ※3シグマ: 正規分布における3標準偏差に相当する、100年に一度しか起きないような稀な出来事のこと。

ESG投資に与える影響

ESG投資については、通常の投資と同等(できれば同等以上)のパフォーマンスを得ることが最大の関心事であり、確信の持てない投資家にとっては導入の障害となってきました。今回のコロナ禍はESGの機運が世界的に高まりつつある中で発生したこともあり、ESG投資の真価を示す試金石となる

でしょう。DWSを含む運用会社や指数ベンダーによる分析では、ESG指数は通常指数を概ねアウトパフォームしたとの評価が得られた模様です。相対的に良好なパフォーマンスの後押しも受けつつ、ESG投資のトレンドが継続・拡大するとの期待が高まります。

(図表5) 株式市場におけるESG指数リターン (地域別、単位:%)

地域別	グローバル		米国		欧州		新興国		日本	
	ESG指数	超過リターン	ESG指数	超過リターン	ESG指数	超過リターン	ESG指数	超過リターン	ESG指数	超過リターン
2020年2月	-7.8	0.5	-7.8	0.6	-8.7	0.8	-4.8	0.7	-10.0	-0.4
2020年3月	-13.3	0.5	-12.8	0.2	-13.0	1.7	-15.3	0.4	-4.9	2.2
2020年4月	9.5	-0.3	11.5	-0.7	5.0	-0.1	9.0	0.7	4.1	-0.3
2020年5月	5.4	0.2	6.1	0.1	5.9	0.4	1.4	-0.2	6.6	-0.1
2020年2~5月	-7.8	0.9	-5.0	0.3	-11.8	2.8	-10.8	1.5	-5.0	1.4
直近1年	6.8	2.1	13.3	1.2	0.3	5.3	-2.6	2.4	10.0	3.9
直近3年(年率)	5.2	0.9	9.7	0.8	-0.9	1.6	0.4	1.4	3.9	1.4

出所: Bloomberg L.P.のデータを基にドイツ・アセット・マネジメント株式会社が作成

ESG指数: MSCI社の各地域のESGリーダーズ指数、超過リターンはESGリーダーズ指数と標準指数のリターン差(いずれも円建、課税後配当込み)、グローバル: MSCI ACWI ESG Leaders Index、MSCI ACWI Net Total Return USD Index、米国: MSCI USA ESG Leaders Leaders Net Return Index、MSCI USA Net Total Return USD Index、欧州: MSCI Europe ESG Leaders Leaders Net Return Index、MSCI Europe Net Total Return USD Index、新興国: MSCI EM ESG Leaders Net Total Return Index、MSCI Emerging Markets Net Total Return USD Index、日本: MSCI Japan ESG Leaders Net Total Return Local Index、MSCI Japan Net Total Return Local Index

ESG投資が浸透するにつれて、投資対象企業の全般的なESGレーティングだけでなく、個別のESG課題への取組みが注目を集める可能性があります。DWSでは5月発行のレポート「How Covid-19 could shape the ESG landscape for years to come」²⁾において、気候変動と社会問題をESGにおける注目課題として挙げました。

気候変動に関しては、足元では経済活動の落ち込みによる二酸化炭素排出量の減少が見込まれますが、世界金融危機後の2010年のように、拡張的な景気支援策を受けて急増に転じる可能性が懸念されます。11月に予定されていたCOP26(第26回気候変動枠組条約締結国会議)は2021年に延期となりましたが、欧州では各国政府の後押しによりEUアクションプランや欧州グリーンディールが発効するなど、気候変動への国際的な取組みは継続するでしょう。

社会問題では、コロナ禍において、ヘルスケアや生命を守る政策・取組みが注目されます。さらに、前回の世界金融危機からの回復局面では、不動産や株式などの保有層がより大きな恩恵を受けたことから、各国政府による格差問題への

取り組みに加えて、企業が果たす社会的責任にも注目が集まるでしょう。

また、不動産投資では、5月発行のレポート「Real estate and ESG in a post-COVID world」³⁾で示したように、コロナ禍に対応した不動産の運営管理が求められるでしょう。短期的には稼働率が低下した建物・施設等での運営管理コストとエネルギー消費量の削減が目標となりますが、中長期的には以下のような健康およびサステナビリティに関連した影響が見込まれます。

1. 様々な用途の不動産において、それらを利用する人間の健康により配慮した建築設計
2. センサー等の新技術を活用し、接触不要な環境の提供、より強化された入退室管理、主要な指標に基づく運営状態のモニタリングの遂行
3. サステナビリティに向けた不動産保有者とテナントの協力関係の強化

参考文献

*1 DWS Long View: The impact of COVID-19 pandemic on long-term return forecasts
<https://www.dws.com/en-se/insights/global-research-institute/dws-long-view-2020-Q1/>

*2 How Covid-19 could shape the ESG landscape for years to come
<https://www.dws.com/en-pt/insights/global-research-institute/how-covid-19-could-shape-the-esg-landscape-for-years-to-come/>

*3 Real estate and ESG in a post-COVID world
<https://www.dws.com/en-se/insights/global-research-institute/real-estate-and-esg-in-a-post-covid-world/>

DWSの見通し

		2020年(予測)		2021年(予測)	見通し
GDP成長率 (対前年比)	世界	-3.0%	↗	3.3%	上昇の可能性
	米国	-5.7%	↗	5.6%	上昇の可能性
	ユーロ圏	-7.5%	↗	4.5%	上昇の可能性
		現在値	2021年6月(予測)	短期的見通し	長期的見通し
株式	米国(S&P500種株価指数)	3,044	3,100		
	欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	350	370		
債券	米国国債(10年物)	0.65%	0.90%		
	ドイツ国債(10年物)	-0.45%	-0.50%		
為替	米ドル(対 日本円)	108	105		
	ユーロ(対 米ドル)	1.11	1.10		

出所: GDP成長率: DWSインベストメントGmbH、予測は2020年6月2日時点

株式、債券、為替: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、DWSインベストメントGmbH、現在値は2020年5月31日時点、予測は2020年5月28日時点

凡例: 短期的見通しは1~3カ月、長期的見通しは2021年6月までの収益可能性を示しています。

: 収益がプラスになる可能性、 : 収益機会と損失リスクはいずれも限定的、 : 収益がマイナスになる可能性

REITのトータルリターン (過去平均は年率リターン)

	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	年初来	過去平均		
						3年平均	5年平均	10年平均
米国	0.4%	7.3%	-1.3%	-29.2%	-23.0%	-2.5%	0.3%	6.4%
欧州	-4.2%	8.6%	8.9%	-26.0%	-22.1%	-1.3%	-0.2%	8.3%
アジア太平洋	0.3%	-9.0%	10.4%	-26.3%	-23.6%	-0.6%	1.1%	-
日本	2.4%	13.3%	-0.7%	-25.0%	-19.6%	2.5%	-	-

出所: ブルームバーグのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成。2020年4月30日時点

FTSE EPRA/NAREIT United States Net Total Return Index USD(米国)、FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index Net Total Return Index EUR(欧州)、

FTSE EPRA/NAREIT Asia Pacific ex Japan Net Total Return Index USD(アジア太平洋)、東証REIT指数(税引後配当込み)(日本)

実物不動産投資のトータルリターン* (年率、レバレッジ前)

*ビルごとの鑑定評価額や賃料収益を基に集計される不動産のリターン。キャピタルリターン(値上り益)とインカムリターン(賃料利回り)を合計したもの。

	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	過去平均		
						3年平均	5年平均	10年平均
米国	6.8%	6.5%	6.2%	6.4%	5.3%	6.7%	8.4%	9.9%
欧州	9.6%	8.8%	8.4%	9.8%	-	9.1%	9.9%	8.0%
アジア太平洋	8.7%	8.0%	7.6%	6.8%	-	9.8%	10.3%	9.8%
日本	6.7%	6.6%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	7.2%	5.7%

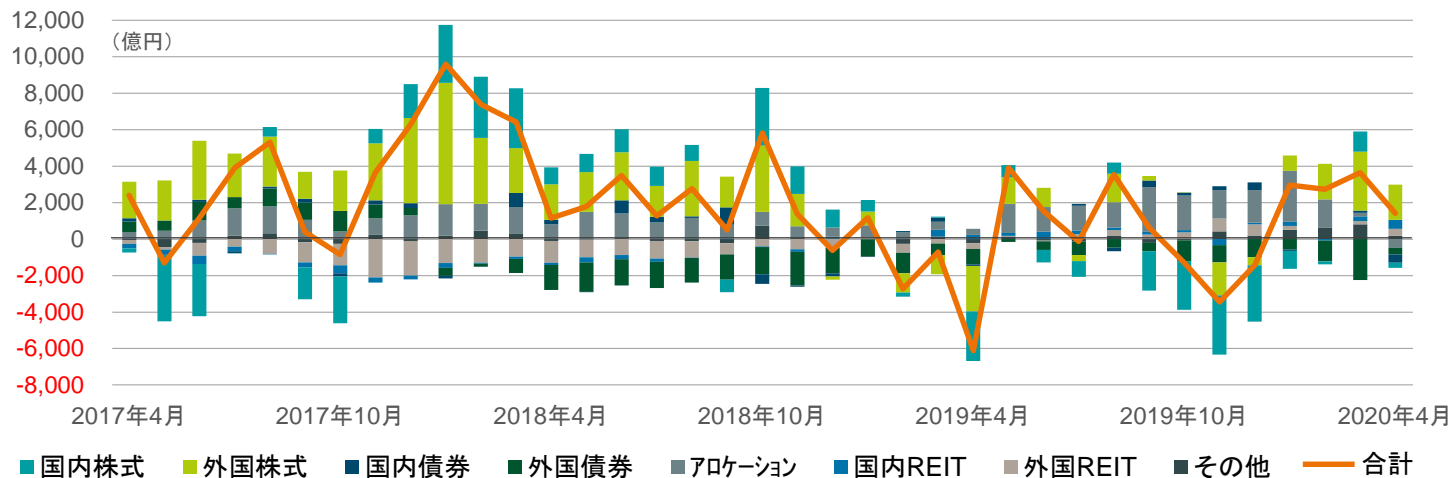
注: リターンは現地通貨ベース(アジア太平洋は米ドルベース)

出所: NCREIF Property Index(米国)、MSCI Pan-European Quarterly Property Fund Index(欧州)、MSCI Global Property Fund Index(アジア太平洋)、

ARES Japan Property Index(日本)の資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成。2020年4月時点

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。

国内公募・追加型株式投信(除くETF)の投資対象別 純設定額の推移 (2017年4月~2020年4月、月次)



出所: イボットソン・アソシエイツのデータを用いてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成。※償還済みファンド含むデータ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。



アイントラハト・フランクフルト: DWSのパートナー

「困難なとき助けてくれる友こそ真の友」という諺にあるように、困難な時期は、人生で何が重要であるかを明らかにしてくれます。このような世界的パンデミックの危機においては、サッカーはあまり話題に上がりません。スポーツも、選手権も、この危機においては最優先事項ではないのです。今、最も大切なのは皆さんの健康です。私たちは、家族や友人のことを心配し、人々の健康を優先させています。このような状況の中でも、サッカーが私たちに教えてくれたことがあります。日々の現実の生活で必要なこと、特にこのような危機的状況においてはさらに

重要なことです。それは、危機を乗り越えるためには、人との繋がりが不可欠であるということです。Only Together We can get over this crisis - 「共に力を合わせることで、危機を乗り越えることができる」これは、サッカーの成功に必要な要素です。5月中旬に、ドイツではサッカーのシーズンが始まりました。長谷部誠選手や鎌田大地選手などの主力プレーヤーを含むアイントラハト・フランクフルトのチーム全員は、このキックオフに備えてドイツ・サッカー協会の検疫の要件を満たすため、フランクフルトのホテルで1週間隔離生活を送りました。しかし、この隔離



Daichi Kamada, Makoto Hasebe

期間にチームの結束力はさらに高まりました。また、アイントラハト・フランクフルトのビジネスパートナーであるDWSも同様です。

ドイチェ・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

【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ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。当資料記載の情報および見直しは、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。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。

【当資料で使用している指数等に関する留意事項】●ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P500種株価指数は、S&P Dow Jones Indices LLC が算出する指数です。●ユーロ・ストックス50指数、ストックス・ヨーロッパ600指数は、STOXX Limitedが算出する指数です。●MSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCI ACWI ESG Leaders Index、MSCI ACWI Net Total Return USD Index、MSCI USA ESG Leaders Leaders Net Return Index、MSCI USA Net Total Return USD Index、MSCI Europe ESG Leaders Leaders Net Return Index、MSCI Europe Net Total Return USD Index、MSCI EM ESG Leaders Net Total Return Index、MSCI Emerging Markets Net Total Return USD Index、MSCI Japan ESG Leaders Net Total Return Local Index、MSCI Japan Net Total Return Local Index、MSCI Pan-European Quarterly Property Fund Index、MSCI Global Property Fund Indexは、MSCIインク(以下「MSCI」といいます。)が算出する指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。また、MSCIは同指数の内容を変更する権利及び公表を停止する権利を有しています。●日経平均株価は、日本経済新聞社が算出する指数です。●CBOEボラティリティ指数は、シカゴ・オプション取引所が算出する指数です。●「FTSE®」は、ロンドン証券取引所とフィナンシャルタイムズ社の登録商標です。「NAREIT®」は、National Association of Real Estate Investment Trusts(「NAREIT」≠ 全米不動産投資信託協会)の登録商標です。「EPRA®」は、European Public Real Estate Association(「EPRA」≠ 欧州不動産協会)の登録商標です。それらは全てライセンスに基づいてFTSEが使用しています。FTSE EPRA/NAREIT United States Net Total Return Index USD、FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index Net Total Return Index EUR、FTSE EPRA/NAREIT Asia Pacific ex Japan Net Total Return Index USDは、FTSEによって算出されています。FTSE、NAREIT並びにEPRAはいずれも、本商品の後援や推薦並びに販売促進を行うものではなく、本商品とのいかなる関連性もなく、何らその責任を負うものではありません。●東証REIT指数(税引後配当込み)は、株式会社東京証券取引所(以下「東証」といいます。)に上場しているREIT全銘柄を対象とした時価総額加重型の指数で、基準日(=2003年3月31日)の時価総額を1,000として算出され、東証に上場しているREIT全銘柄に投資した場合の投資成果(市場における価格の変動と配当の受け取りを合わせた投資成果)を表します。なお、東証REIT指数は東証の知的財産であり、東証REIT指数の算出、数値の公表、利用等、東証REIT指数に関する権利は東証が所有しています。●ARES Japan Property Indexは、The Association for Retail Estate Securitization(ARES=一般社団法人不動産証券化協会)が算出する指数です。