

Deutsche  
Asset Management

ドイチェ・アセット・マネジメント

# CIOビュー

クォーターリー 2016年12月

## 2017年経済・市場見通し

さらなるサプライズが飛び出すか？





# 政治を無視する選択肢はあり得ない

将来について語る前に、まずは2016年の出来事を振り返ってみましょう。シリア紛争と過激派組織イスラム国(IS)の問題は未だ解決の目処が立たず、ロシアと中国は対外強硬政策を強め、欧州ではポピュリズムが台頭しました。さらには英国では欧州連合(EU)からの離脱(ブレグジット)が決定し、米国ではドナルド・トランプ氏が大統領選で勝利しました。以上の材料を考慮すれば、市場は十分に持ち堪えたと言っても良いかもしれませんが。これは「政治相場は本質的に長続きしないものであり、今後については、投資家は政治以外の材料に注意を向けるべきである」ということを意味するのでしょうか。しかし昔から、市場は不安定な状況を嫌うと言われて来たはずではなかったでしょうか。英国のEU離脱プロセスの結果は未だ不透明であり、また米国で採用され得る政策、そして実際に採用される政策が判明するまでには数カ月かかる可能性があります。しかし今のところ、米国株式市場をはじめ、各国の市場では、このような不透明感が重石となっている証拠はあまり見られません。

それぞれ、米国株式市場は過去最高値で推移しています。時機尚早との感が否めませんが、投資家は変革をもたらす人物としてトランプ氏に期待し、しきりに称賛しています。このような環境下、投資家は政治的な分析をせざるを得ないはずで、世界の通貨、金利、株式市場の先導役となっている米国のこととなれば、なおさらでしょう。誰が決断を下すのか、いつ下すのか、それは誰の意見に賛同(反対)したうえで決断なのか、その決断を拒む権利があるのは誰か。さらには金融と財政の境界はどこにあるのか、考慮すべき国際関係はどれか、といった側面に関して、投資家は確固たる考えを持つように努める必要があります。ブレグジットと米大統領選において明確な考えを持っていた投資家は、当時も今も、大半の政治家や市場参加者より遥かに優位な立場に立っています。

しかし目下のところ、市場は「成長は加速し、インフレ率の上昇は制御可能」という楽観シナリオの下で動いています。もしかすると景気刺激策への期待感を背景に市場はさらに上昇するかもしれませんが。しかしながら、政策効果を実感できるようになるまで、ずっと高揚感だけを原動力に良好な景気指標が持続するのは難しいでしょう。うまくいかなければ、米国市場は現在、「大なる失望」に向かっていることになり、新政権が実際に政策を実行に移すのに予想より時間がかかった場合、市場の熱気は突如として失われるかもしれません。一方、これとはまったく逆のことが欧州の株式市場で起きています。米国市場とのバリュエーション格差から見て取れる通り、現在の欧州市場は政治的リスクを織り込んでいます。しかしスペインや、フランソワ・フィヨン元首相が大統領選挙に向けた中道右派統一候補になったフランスのような国でさえ、明るい兆しが出てきていることを考えると、実は欧州にポジティブ・サプライズの可能性があるかもしれません。いずれにせよ、我々は2017年を迎えるに当たり、特定の地域を強く選好しない方針を決定しました。今後はこの決定を含め、当社のすべてのポジションについて、米国の政治動向を視野に入れながら定期的に見直しを行っていく予定です。また米国の次期大統領がもたらす可能性のあるプラス、マイナス両面のサプライズについても引き続き注視します。結局のところ、市場は政治に左右されるのです。



/// 米国の次期大統領が  
もたらす可能性のある  
プラス、マイナス両面の  
サプライズについて、  
引き続き注視します。///



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ментが作成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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジмент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。出所:ドイチェ・アセット・マネジмент・インベストメントGmbH

ドイチェ・アセット・マネジメント

# CIOビュー

クォーターリー 2016年12月

## フォーカス

- 6 ユーロ圏利回りの行方

## マクロ経済

- 8 さらなるサプライズが飛び出すか？
- 10 ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し
- 11 コモディティ

## 債券

- 12 トランプ氏の勝利で債券市場の様相に変化
- 14 ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し
- 15 為替

## 株式

- 16 トランプ氏の経済政策だけではサマーラリー(夏場の株価上昇)は生まれない
- 18 バリュエーションの概要
- 19 ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し

## オルタナティブ

- 20 インフラストラクチャー・デット:インフラについて考察するもう1つの方法
- 21 ヘッジファンド戦略:ヘッジの重要性

## マルチアセット

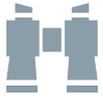
- 22 グローバルに投資し、インカムに注目
- 24 アロケーション
- 25 指標

## ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し

- 26 マクロ経済・債券・株式の見通し

## 会社概要

- 29 チーフ・インベストメント・オフィス、ドイチェ・アセット・マネジメントについて



## フォーカス

ユーロ圏では量的緩和の終了が近づいている可能性があります。欧州中央銀行（ECB）にはなお金利上昇を抑制するために導入できる他の金融政策手段があります。



## マクロ経済

減税と規制緩和は米国経済を小幅に押し上げる可能性があります。重要な選挙を控えた政治的不透明感はユーロ圏の成長を阻害しかねません。



## コモディティ

2016年初めには、化石燃料と産業用金属の価格が回復に向かい始めました。当社は原油、金、銀に対してはやや強気の姿勢を維持していますが、産業用金属に関する見通しは強弱が交錯しています。



## 債券

向こう12カ月間の最終的な金利上昇は小幅にとどまると予想されますが、その過程で多くの変動が見られるでしょう。米国とユーロ圏の金利差は2017年にピークに達する可能性があります。



## 為替

米ドルの上昇傾向は当面続くと考えられます。投資家が依然として米国の新政権に心を奪われている様子であることがその背景です。一方、英ポンドは引き続き軟調になるでしょう。



## 株式

当社は値動きこそ激しいものの横ばいの相場を予想しており、高配当株やテクノロジー、ヘルスケア、エネルギーなどの魅力的なセクターに加え、こうした相場展開における戦術的な投資機会に引き続き注目しています。



## インフラストラクチャー・デット

大型で質の高い投資適格級のインフラ債券によって構成される流動性の高いポートフォリオへの投資は、魅力的なリスク調整後のリターンをもたらす可能性があります。



## ヘッジファンド戦略

私たちは不確かな時代に生きており、アルファを追求する際に蓄積し得る隠れたリスクからポートフォリオを守る必要があります。



## マルチアセット

低金利環境が多くの先進国・地域で続いており、政治的不透明感も払拭されていないことから、資産クラスと地域の両方における分散が引き続き極めて重要になるでしょう。

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## ユーロ圏利回りの行方

》欧州中央銀行(ECB)は、金融政策に関して重要な決定を下しました。  
2017年、利回りは上昇基調をたどるのでしょうか? 《

10月初め、ブルームバーグが公表したあるレポートが、市場を驚かせました<sup>1</sup>。欧州中央銀行(ECB)内で、債券買い入れプログラムの継続的な規模縮小(テーパリング)に関する合意が形成された、というのです。この情報は2013年5月に、当時の米連邦準備制度理事会(FRB)議長であったベン・バーナンキ氏が議会証言で、債券買い入れ規模の縮小を検討していることを明らかにした時の記憶を蘇らせることとなりました。当時、証言を受けて債券価格は激しく変動し、金利は急上昇しました。これとは対照的に、今年10月初めのユーロ圏債券市場の反応は、一時的で控えめなものにとどまり、程なくして、ECBは急速かつ急激な金利上昇を望んでいないことが明らかとなりました。その理由は明白です。

ユーロ圏は米国と比較して、金融・経済危機による打撃からの回復が遅れています。例えば、ユーロ圏の回復は2015年までかかってようやく、2008年、2009年の国内総生産(GDP)の低下分を回復しました。一方、米国は2011年までに低下分を取り戻し、そのちょうど2年後にテーパリングを開始しました。テーパリングを発表した2013年5月当時、米国のコア・インフ

率は、現在のユーロ圏を0.9パーセント・ポイント上回る1.7%に達していました。つまり、ECBは引き続き対応に時間をかける余裕があるものと考えられます。2017年のテーパリング開始を支持する要因としては、インフレ率の上昇に加えて、ユーロ圏の実際の成長率が潜在成長率を上回っているという事実が挙げられます。また、量的金融緩和(QE)を背景に銀行セクターの利益率が低下していること、保険会社や預金者の利息収入が落ち込んでいること、そして(企業の資金調達に関連して)株式・債券市場間の資金の流れに不均衡が見られることなどが、テーパリングが議論となり得る背景として挙げられます。

### 債券買い入れプログラムの限界は近い

ECBがテーパリングを検討しなければならない理由がもう一つあります。現在の債券買い入れ規定では、購入対象となるドイツ国債が不足する可能性が出てきているのです。現在のところECBは、中銀預金金利の-0.4%を購入債券の利回りの下限とし、個々の発行体当たりの買い入れ上限を発行残高の33%に定めています。しかしこれ

らの水準を変更しても、債券不足問題の一時的な解決にしかありません。国債購入額は、各国のECBへの出資割合に応じて決められているからです。ECBの主要出資国であるドイツの出資割合は26%に達しており、(ドイツ国債の購入額が大きくなるため、)これがもっぱらドイツ国債の不足に拍車を掛ける要因となっています。

以上の理由から、テーパリングを回避することは難しいかもしれません。しかしECBは、欧州周縁国の債務水準の高さも考慮しなければなりません。金利が急上昇すれば、イタリア、スペイン、ポルトガル経済に対する新たな圧迫要因となりかねないからです。この3カ国の政府は、2013年以降、高水準で推移して来た失業率の抑制に成功しましたが、金利上昇を受けて失業率は再び悪化する可能性があります。同時に、ECBの2%というインフレ目標がますます遠ざかるかもしれません。以上のことから、「テーパリングショック」、すなわち債券購入規模の縮小をきっかけとする金利の急上昇を回避するため、何らかの対応策が必要となります。

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## 金融政策の様々な手段

伝統的に、金融政策手段の選定にあたってまず考慮されたのは主要政策金利でした。しかし現在、ユーロ圏の主要政策金利はマイナス圏にあり、そのマイナス幅を拡大させれば、ECBに超過準備を預けている銀行にとっては、(中銀に資金を滞留させることに対する)ペナルティの支払いが増えます。すると最終的には、銀行の株主資本基盤が弱体化し、貸出の余地が狭まることとなります。これは望ましい結果とは言えません。成功の見込みが高いアプローチとしては、銀行向けに有利な条件で追加的な資金供給を行う方法があります(TLTRO:貸出条件付き長期資金供給策)。ECBによるこの長期・低金利の貸出は、銀行から企業への貸出を促進することを目指すものですが、銀行はTLTRO資金を国債の購入に充てることもできるため、QE終了に伴う金利上昇を抑制する効果があるかもしれません。

ECBが活用できる手段は、これにとどまりません。ユーロ圏の経済活動が我々の予想に反して弱まった場合、不足している国債の代わりに、銀行債、仕組み債(ストラクチャード・ボンド)、株式などを中心に証券の購入を再開することもできるでしょう。テーパリングの開始後も、ECBが短期金融市場と長期の資本市場の両方で金利水準を抑制するための選択肢は多々あります。緩やかな成長と低いインフレ率を背景に、ECBは2017年も引き続き、金利上昇を緩やかなペースに抑える努力を続けると予想されます。

<sup>1</sup> ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年10月4日時点

## 「テーパリング」に対する異なる反応

米国では2013年5月、テーパリング開始の発表を受けて利回りが上昇しました。ユーロ圏では、2016年10月からテーパリングの可能性が報道され始めましたが、利回りの上昇は小幅にとどまっています。



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、2016年11月9日時点

## 失業率の高止まりを受けて低金利策を維持

現在も多くの国では失業率が2008年の金融危機前の水準を上回っています。こうした状況を受けて、ECBは利回りを低く抑える方針を継続するとの観測が広がっています。



出所: 欧州委員会、トムソン・ロイター・データストリーム、2016年11月9日時点

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ツ・アセット・マネジメント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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイツ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所: ドイツ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## さらなるサプライズが飛び出すか？

》米大統領選では、過去の選挙スローガンがドナルド・トランプ氏の勝利に一役買いました。トランプ氏はさらに、減税など1980年代の「勝利の方程式」と同じ手法に訴えようとしているのでしょうか。《



フィル・プール  
グローバル・リサーチ責任者

1980年、ロナルド・レーガン氏は「米国を再び偉大な国にしよう」というスローガンを掲げて勝利しました。ドナルド・トランプ氏は、「しよう」の部分をなくした「米国を再び偉大な国に」というスローガンで、やはり勝利を収めました。このスローガンは人々に刺激を与えましたが、同時にトランプ氏が示した様々な方策にも共感が集まりました。氏は、特に移民とグローバリゼーションに批判的な立場をとることによって、支持の獲得に成功しました。1980年当時、自由貿易を喧伝したレーガン氏とは、この点で異なります。レーガン元大統領との共通点は、自由市場経済と自由な企業家精神に対する信念にあります。

### トランプ政策の光と影

トランプ氏は選挙期間中、環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)の廃止を望んでいることを明らかにしました。また北米自由貿易協定(NAFTA)の幾つかの条件について再交渉の方針を示したほか、世界貿易機関(WTO)からの脱退の可能性もほのめかしています。このようなトランプ氏の姿勢は、世界の貿易と経済成長にマイナスの影響をもたらす恐れがあります。本当に保護貿易主義的政策を中心に推進するかは未だ不透明ですが、もしそうなれば、いず

れ米国企業のサプライチェーンに打撃が及び、生産コストが上昇し、競争力が低下しかねません。その結果、米国景気が減速する可能性があるとなれば、トランプ新政権は、この種の政策を慎重に進めるものと考えられます。

米国国内に関して、次期政権は金融や製薬セクターの規制緩和、法人税減税、最低賃金設定の柔軟化などを推進するものと見られ、これは企業の投資活動を刺激する要因となり得ます。また、インフラ支出や軍事支出の拡大も予想されますが、これは財政赤字の増加につながります。米国議会がこのような政策行動を承認するか否かについては、未だ疑問が残ります。とは言え、議会選挙では共和党が過半数の議席を獲得したため、その可能性はかなり高いと見られます。こうした政策は2018年までに米国景気を押し上げる要因となるかもしれませんが、しかし何らかの形での貿易制限と、財政赤字拡大を背景とする利回りの急上昇によって、景気拡大基調に若干の陰りが出てくることも考えられます。よって当社では、2017年の成長率とインフレ率の伸びは共に低水準にとどまると見ています。以上を総合して考え、米連邦準備制度理事会(FRB)は2017年に2回の追加利上げを行なうと予想しています。

### 当社見通しの概要

- 米大統領選の結果、規制緩和への期待が高まる。
- 米国が自国市場へのアクセスに障壁を設けるかは依然不透明。
- ユーロ圏諸国で予定されている選挙が不透明要因に。

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## ユーロ圏は政治がリスク要因

ユーロ圏でも景気は上向いており、2016年の実質国内総生産(GDP)成長率は+1.6%、2017年はやや減速するものの+1.3%と予想しています。個人消費が主な牽引役になると予想されますが、政府支出と企業投資もそれぞれ拡大して、GDPにプラス寄与すると見られます。欧州周縁国は、緩やかに確実に構造改革を進展させています。なお2017年にユーロ圏の景気がやや弱含む主な理由としては、原油価格の上昇と政治面での不透明感が考えられます。

欧州連合(EU)離脱の是非を問う英国の国民投票は、予想外の結果に終わりました。2017年に実施されるドイツ、フランス、オランダの議会選挙も重要なイベントとなります。この3年間で、極右などEU懐疑勢力は支持を拡大しており、2017年の選挙でさらに票を伸ばす可能性が懸念されています。2008年、2009年経済危機からのユーロ圏の回復が予想以上に遅れていること、一部諸国の失業率が高止まりしていることなどが、引き続きEUに批判的な政党を利する材料となっています。

日本についても、見通しはバラ色とは行きません。日銀が大規模な証券買い入れプログラムを実施しているにも関わらず、消費財価格は低迷が続いています。当社では、2016年のインフレ率を-0.2%、2017年を+0.2%と予想しています。なお日銀は、インフレ目標(2%)の達成時期の見通しを2018年に先送りしました。

## インフレ期待の上昇

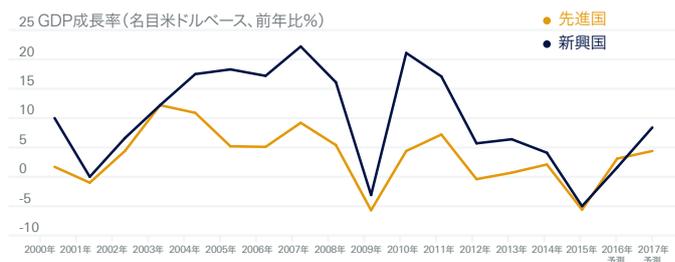
ドナルド・トランプ氏が財政支出を拡大するとの方針を発表したことを受けて、インフレ期待は急上昇しました。



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、2016年11月22日時点

## 名目成長率は上昇基調

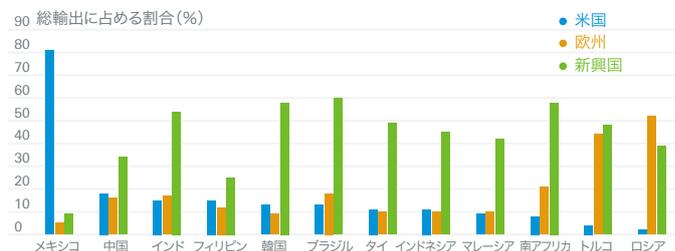
新興国と先進国の成長率は共に上昇基調にあります。GDPは物価上昇部分と実質部分のいずれも増加しています。



出所: 国際通貨基金、2016年10月時点

## 総輸出に占める米国向け輸出の割合

多くの場合、新興国輸出の米国市場への依存度は、通常考えられているほど高くありません。一方、新興諸国間の貿易の重要性は増している模様です。



2015年のデータに基づいて算出。

出所: 国際通貨基金、2016年11月15日時点

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트가作成したものをドイチェ・アセット・マネジメン트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트株式会社が責任を負うものではありません。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメン트의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。出所: ドイチェ・アセット・マネジメン트・インベストメント GmbH

## ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し

》米国では大統領選挙後、インフレ期待が急速に高まりましたが、ユーロ圏では低成長を背景により緩やかな上昇にとどまりました。《

米国では、金融政策だけではなく、財政政策の果たす役割が重要になってきています。トランプ米次期政権は、インフラ投資の拡大、国防費の増額、減税といった政策を掲げており、これらの政策が実施されれば、インフレ率は上昇すると考えられます。その

ため、当社は2017年の経済成長率およびインフレ率の予想を若干上方修正しました。この財政拡大政策による影響が他の諸国まで波及することはないかもしれませんが、米国からの追い風がなくとも、すべての主要先進国では先行経済指標が景気の拡大

基調を示唆しています。こうしたことから、米連邦準備制度理事会(FRB)は2017年に2回の追加利上げを実施する公算が大きく、また、欧州中央銀行(ECB)はテーパリング(資産購入プログラムの継続的縮小)の開始を模索するかもしれません。

### GDP成長率(単位:%)

地域	2016年(予測)	2017年(予測)
米国	1.8 ↗	2.2
ユーロ圏	1.6 ↘	1.3
英国	2.0 ↘	1.1
日本	0.5 ↗	0.7
中国	6.5 ↘	6.3
世界	3.1 ↗	3.5

### 財政赤字(対GDP比、単位:%)

地域	2016年(予測)	2017年(予測)
米国	3.2 ↗	3.5
ユーロ圏	1.9 →	1.9
英国	3.5 ↗	4.0
日本	6.0 ↘	5.2
中国	2.4 ↗	2.5

### 経常収支(対GDP比、単位:%)

地域	2016年(予測)	2017年(予測)
米国	-2.7 ↘	-2.9
ユーロ圏	2.9 ↘	2.7
英国	-5.5 ↗	-4.5
日本	2.8 ↘	2.5
中国	2.5 →	2.5

### 消費者物価指数(単位:%)

地域	2016年(予測)	2017年(予測)
米国 <sup>1</sup>	1.6 ↗	1.9
ユーロ圏	0.2 ↗	1.6
英国	0.7 ↗	2.5
日本	-0.2 ↗	0.2
中国	2.0 ↘	1.5

予測は2016年12月15日時点の見通しです。

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

出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年12月16日時点)

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

インフレ期待の醸成には、金融政策だけでは不十分と思われます。日本政府は、公共事業をさらに拡大し、景気を下支えしていかなければならないでしょう。とはいえ、日本は高水準の公的債務や高齢化社会における社会保障費の増大に直面しており、財政出動の余地は限られています。重要なのは、政治主導の構造改革による経済の活性化ですが、今のところ、そのような意欲は感じられません。当社では、2017年の日本の経済成長率は0.7%にとどまると予想しています。

新興国では、景気に明るさが戻りつつあります。ほとんどの新興国が再び景気回復局面入りし、ブラジルおよびロシアでは景気後退局面が徐々に終わりに近づいています。実質成長率と生産者物価がともに上昇しており、とりわけアジアでの上昇が目立ちます。一方、多くの新興国で企業債務はすでにピークを脱しています。中国の経済成長は2016年も引き続き堅調ですが、これには国有企業を通じた投資が寄与しています。中国指導部は、この効果は短期的なものにすぎないと認識しています。今後も高成長を達成していくには、市場改革が必要なのです。

## 指標金利(単位:%)

地域	現在値*	2017年12月(予測)
米国	0.50-0.75 ↗	1.00-1.25
ユーロ圏	0.00 →	0.00
英国	0.25 →	0.25
日本	0.00 →	0.00
中国	4.35 →	4.35

予測は2016年12月15日時点の見通しです。

\* 出所: プルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年12月15日時点

出所: ドイツ・アセット・マネジмент・インベストメントGmbH(2016年12月16日時点)

## コモディティ

原油価格は2016年前半には回復しましたが、年後半に入り上下しながらも概ね横ばいで推移してきました。2017年に入って、産油国が協調減産に合意できなければ、原油価格は大きく変動すると思われませんが、原油の需要は安定基調を続ける見通しです。したがって、当社では、2017年末までに原油(WTI)価格は1バレル当たり58米ドルに上昇すると予想しています。2016年の金価格は、米金利上昇と米ドル高を受けて下落しました。しかしながら、先進国では、名目金利とインフレ率がともに上昇する一方で、実質金利は低位にとどまる見込みです。よって、金は依然魅力的な水準と考えており、当社では2017年末に向けて金価格は上昇すると予想しています。銀のパフォーマンスは、足元で金を下回っており、「セーフ・ヘイブン(安全資産)」を求める投資家は銀に注目してもよいかもしれません。

## ドイツ・アセット・マネジメントの見通し

商品市況 (米ドル建)	現在値*	2017年 12月(予測)
原油(WTI)	51 ↗	58
金	1,129 ↗	1,200
銀	16 ↗	20
銅(LME)	5,732 ↘	4,500
アルミニウム(LME)	1,736 ↘	1,500

WTI: ウェスト・テキサス・インターメディアート  
LME: ロンドン金属取引所

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ツ・アセット・マネジメント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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイツ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所: ドイツ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

# トランプ氏の勝利で債券市場の様相に変化

》 共和党の勝利をきっかけに、超低金利局面から単なる低金利局面への移行が始まった可能性があります。《



イェルン・ワズモンド  
債券部門 グローバル責任者

## 当社見通しの概要

- 低金利環境は終焉を迎えるが、持続的な金利上昇はないと見込む。
- 短期的には、ユーロ圏と米国金利のスプレッドは引き続き拡大するであろう。
- 米国の財政政策が期待できるものであれば、米ドルは引き続き上昇する見通し。

投資家はよもや、「トランプ氏が勝利しても市場に何の影響もない」と言って氏を責めるわけには行かないでしょう。トランプ氏の勝利を受けて、貿易加重米ドル指数(主要通貨に対する米ドルの価値を示す指数)は13年振りの高水準まで上昇し、米10年国債の利回りは2014年以降で初めて2.5%を超えたからです。時機尚早の感が否めないものの、投資家は未来の大統領を誉めそやし、財政政策のパッケージに期待を寄せています。しかし今回の利回り上昇は、成長期待の高まりだけを反映したのではなく、上昇分のほぼ半分は、インフレ率見通しの上振れが背景にあります。それでも、デフレの亡霊に脅える長い時間を耐えた後となれば、少なくともインフレ率が3%に向けて急上昇するといった状況に陥らない限り、どのような形であれ利回りの上昇は歓迎すべき材料です。事実、当社では2017年中にインフレ率が3%に達するとは予想していません。同時に当社は、トランプ氏の経済政策が来年の国内総生産(GDP)に強く影響するとも考えていません。確かに、減税、規制緩和、インフラプロジェクトの三本柱は、米国経済に強い刺激を与えるために欠かせない政策です。しかし、議員にも新政権の閣僚候補者の中にも債務の増加に批判的な立場の人々が存在すること、さらに言えば2017年の財政赤字が対GDP比3.5%に達すると見

られることを考慮すると、この種の政策パッケージの実現は恐らく容易なことではないでしょう。またこれは、米国がほぼ完全雇用状態にあり、かつ景気後退局面にない状態で実施される初めての大型の財政出動となります。以上は、利回りのさらなる急上昇の抑制につながる要因のごく一部に過ぎません。当社では当然ながら、新政権の政策展開に応じて、各種の予想を見直して行く方針です。

## 今後の見通しと運用戦略

当社では当初から、「現在のモメンタムに逆らう投資行動は取らない」というアプローチを採用しています。米大統領選の前からすでに、今後は金利が上昇し、2016年は利回りの底打ちの年になることを示唆する十分な兆候がありました。これは、2017年中に米連邦準備制度理事会(FRB)が2回の追加利上げを実施すると当社が予想する理由でもあります。一方で、欧州中央銀行(ECB)は少なくとも2017年末まで量的緩和策を継続すると発表し、これにより米国債券とユーロ圏債券のスプレッド(金利差)が一段と拡大する可能性があります。しかし、ユーロ圏での景気の回復とインフレ期待が高まるにつれて、ECBにおけるテーパリング(資産購入プログラムの継続的縮小)の議論が高

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

まりそうです。当社の運用戦略としては、ポートフォリオの平均残存年数を短期化すると共に、金利変動への感応度の低い銘柄を重視していきます。引き続き、米国とユーロ圏を中心とするハイ・イールド社債、および新興国債券を 선호しますが、新興国債券については選別的な姿勢を強めることとします。また、欧州と米国の社債も引き続き選好しています。これらの債券は、低水準のデフォルト率と足元の経済環境から恩恵を受ける形となっていますが、欧州の社債については、ECBによる債券購入プログラムも支援材料となっています。欧州周縁国債は、最近の対ドイツ国債スプレッドの拡大に伴い、再び妙味ある投資対象となっています。ユーロ圏主要国と米国の国債については、2017年にトータル・リターンがマイナスとなる恐れがあります。米2年国債のみが利上げの余波に備えることができそうです。投資家はリフレ（景気浮揚）を見込んだトレードを続けるものと見られますが、中期的に低金利環境が終わりを迎えるとは考えていません。

### 国債：デフレ懸念は消滅

トランプ氏の勝利後、予想される借り入れを財源とする財政刺激策に、市場の焦点が移りました。



- <sup>1</sup> 10年物日本国債利回り
- <sup>2</sup> 10年物ユーロ圏国債利回り  
(フランス国債とドイツ国債から成るユーロ圏ベンチマーク)
- <sup>3</sup> 10年物英国債利回り
- <sup>4</sup> 10年物米国債利回り

### 社債：残存年数に着目

当社では引き続き、ファンダメンタルズが社債を支える要因になると見ています。また現在の金利環境を考慮して、残存年数が短めの債券を 선호しています。



- <sup>1</sup> バークレイズ米国総合債券インデックス (対米国債)
- <sup>2</sup> バークレイズ・米国ハイ・イールド社債・インデックス (対米国債)
- <sup>3</sup> iBoxx ユーロ社債インデックス (対ドイツ国債)
- <sup>4</sup> バンクオブアメリカ・メリルリンチ・ユーロ・非金融ハイ・イールド社債・コンストレインド・インデックス (対ドイツ国債)

### 新興国市場：米国の強い影響

米ドル高、米国金利の上昇、さらには保護主義的色彩の強い政策に至るまで、今後、新興国市場は米国からの様々な影響を受けて、不安定な展開を示すと予想されます。



- <sup>1</sup> JPモルガン新興国世界分散債券スプレッド・インデックス
- <sup>2</sup> JPモルガン新興国社債複合スプレッド・インデックス

出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年11月30日時点)

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## 超低金利時代は終焉を迎えるか？

》米国は財政出動を拡大し、ECBは近い将来に金融緩和縮小に動く見込みであり、一段の金利低下の可能性は小さいでしょう。《

	現在値*		2017年12月(予測)	コメント	
<b>米国</b>					
米国国債(2年物)	1.27%	↗	1.80%	当社では、米国と欧州の投資適格社債に強気な見方をしています。欧州では社債のスプレッドが再び過去最低水準に近づいていますが、欧州中央銀行(ECB)の資産購入プログラムが引き続き債券市場を支えし、ボラティリティの抑制要因となるでしょう。米国では金利環境の変化によりボラティリティが高まると予想されますが、投資家にとってはより高い利回りの獲得が期待されます。	
米国国債(10年物)	2.60%	↗	3.00%		
米国国債(30年物)	3.16%	↗	3.65%		
米国地方債	96%	↘	93%		
米国投資適格社債	120 bp	↘	110 bp		
米国ハイ・イールド社債	403 bp	↗	450 bp		
証券化商品:米国住宅ローン担保証券 <sup>1</sup>	89 bp	↗	105 bp		
<b>欧州</b>					
ドイツ国債(2年物)	-0.78%	↗	-0.50%		トランプ米次期大統領の勝利を受けて、新興国債券は大きく変動しました。当社ではスプレッドの予想を若干上方修正しましたが、ファンダメンタルズの改善は続いており、依然として投資妙味があると考えています。トランプ氏の反自由貿易的な発言および米金利上昇は新興国債券価格には下押し圧力となりますが、同時に良い投資機会と考えています。
ドイツ国債(10年物)	0.37%	↗	0.80%		
ドイツ国債(30年物)	1.13%	↗	1.70%		
英国国債(10年物)	1.49%	↗	1.75%		
ユーロ・投資適格社債 <sup>2</sup>	128 bp	↘	100 bp		
ユーロ・ハイ・イールド社債 <sup>2</sup>	370 bp	→	375 bp		
証券化商品:カバード・ボンド	10 bp	→	10 bp		
イタリア国債(10年物) <sup>2</sup>	146 bp	→	150 bp		
スペイン国債(10年物) <sup>2</sup>	105 bp	↗	130 bp		
<b>アジア太平洋</b>					
日本国債(2年物)	-0.19%	→	-0.20%		
日本国債(10年物)	0.09%	→	0.00%		
アジア社債	232 bp	↗	270 bp		
<b>世界</b>					
新興国国債	339 bp	→	340 bp		
新興国社債	321 bp	↗	350 bp		

\* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年12月15日時点  
予測は2016年12月15日時点の見通しです。bp=ベース・ポイント

<sup>1</sup> カレント・クーポン債の米国国債(7年物)に対するスプレッド

<sup>2</sup> ドイツ国債に対するスプレッド

出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年12月16日時点)

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## トランプ政権によって、米ドルは再び強さをとり戻すのか？

》米大統領選挙の結果を受けて、金利上昇期待が高まり、米ドル上昇へのさらなる追い風となっています。しかしながら、これは、ユーロ/米ドルがパリティ(1ユーロ=1米ドル)に向けて直線的に進むということではありません。《

トランプ氏勝利後に進んだ米ドル高には2つの要因があります。一つは、共和党が議会で多数派を確保したことで、新大統領が低位にとどまっている経済成長を加速させるとの期待です。より楽観的な経済見通しやインフレ期待を織り込み、すでに米長期金利は上昇しています。短期金利も上昇すると想定されており、米連邦準備制度理事会(FRB)は2017年中に2回の利上げを実施するというのが当社の予想です。こうした動きにより、金融政策および金利水準の他の主要諸国との乖離がさらに進むことになるでしょう。米ドル高を支

えるもう一つの政治的要因は、優遇税制によって海外に投資された資産が本国へ回帰することへの期待です。その一方で、さらなる米ドル高に対しては、FRBあるいは米財務省の口先介入による牽制があるかもしれません。また、株式市場の急激な調整局面等、リスク環境が悪化すれば、米ドル高は抑制され、ユーロや円などの調達通貨が上昇します。当社では、米ドル高が継続し、ユーロ/米ドルは2017年末までにパリティに到達すると考えています。1年後の米ドル/円の見通しについては、1米ドル=120円を想定しています。



### 米ドル高とポンド安

英ポンド安と中国元安は継続すると考えています。

	現在値*	2017年12月 (予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.04 ↘	1.00
米ドル(対 日本円)	118.18 ↗	120
ユーロ(対 英ポンド)	0.84 →	0.847
英ポンド(対 米ドル)	1.24 ↘	1.18
米ドル(対 中国元)	6.95 ↗	7.30

\*出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年12月15日時点

予測は2016年12月16日時点の見通しです。  
出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年12月16日時点)

### 米長期金利上昇が米ドル高を後押し

米ドルは、10カ国財務大臣・中央銀行総裁会議(G10)の中で、再び「高金利」通貨の仲間入りをするのか？



¹ オレンジ: 利回り上位3通貨間における米ドル・インデックス、緑: 利回り下位3通貨におけるドル・インデックス、利回りは、世界で取引高の多い上位10通貨の名目10年金利に基づいています。

出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2016年11月4日時点

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

# トランプ氏の経済政策だけでは サマーラリー(夏場の株価上昇)は生まれない

》トランプ氏の勝利は皆を驚かせ、株式市場を上昇させました。  
当社はこうした高揚感が2017年末まで続くことに懐疑的であるため、  
やや強気の姿勢を維持するにとどめています。《



アンドレ・コットナー



トーマス・シュスラー  
株式部門 グローバル共同責任者

米国株が米大統領選挙から大きな恩恵を受けたのは、本当にそれほど意外なことなのでしょうか。投資家はこれを予想するべきでした。結局のところ、トランプ氏は勝利演説で、米国を再び偉大な国にすると繰り返し表明しただけでなく、国内の経済成長率を2倍にすることも約束したのです。これは実際、米国企業が切に望んでいることです。最新の四半期決算発表で再び証明されたように、全体的に米国企業の成長率はなお極めて低いからです。当社は現在、米国の2017年の国内総生産(GDP)成長率を2.2%と予想しており、成長率予測が4%を超えるのは何年になるのかはまだ確信が持てません。トランプ氏はその計画の詳細を投資家やエコノミストに説明する責任があります。トランプ氏は、投資家の想像を实に見事に掻き立てている経済政策の構造や財源についても明確にしていません。

トランプ氏の「国内重視の米国」という構想に関してより具体的な内容を知ることができれば、米国企業の計画も立てやすくなるでしょう。例えば、新たな関税によって

より高価になるのはどの輸入品か、企業が資格要件を満たした外国人を雇用することがどのくらい容易になるか、制裁対象になり得るのは国外のどのような種類の生産拠点か、といった問題です。トランプ氏は大統領選挙後間もなくいくつかの公約の内容を和らげようとしたましたが、こうした公約を取り下げる気はないようです。ここで英国とのいくつかの類似点が見られます。英国ではメイ首相が国民の関心の矛先を急転換させました。欧州連合(EU)離脱から、少なくとも国内に関しては移民問題に向けました。トランプ氏も自らの中核的支持者に確たる事実を(しかも早期に)伝える必要に迫られるでしょう。概して、米国企業はトランプ氏の大統領就任により(他国との競争の減少、減税、規制緩和を通じて)短期的には利益を得られる可能性があるものの、長期的にはこうした計画の下で(貿易相手国による報復、人材確保の難しさに)苦しむことになる恐れがあります。米ドル高は目先の逆風です。もっとも、これまで示唆されているプログラムの一部は、投資戦略を練るにはあまりにも曖昧であると思われます。

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ementが作成したものをドイチェ・アセット・マネジement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ement株式会社が責任を負うものではありません。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジement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。出所:ドイチェ・アセット・マネジement・インベストメントGmbH

## 2017年の株式戦略

米国新政権は就任後即座に行動を開始し、新たな政策は共和党が過半数を占める議会に概ね支持され、米国経済を押し上げることはほぼ確実とみられます。しかし、これは2017年に市場を後押しし続けるのに不十分だと当社では見ています。12月に米国株の主要指数は過去最高値を更新しました。賃上げ圧力や米ドル高の影響を考慮すると、企業の収益率が拡大する余地はほとんどないと考えられます。さらに、金利上昇に伴い借り換えコストが増加する見通しです。そのため、当社のバリュエーションパラメーターを引き上げる理由は見当たらず、これは米国株式市場がほぼすべての市場と同様にすでに当社のターゲット水準に近づいていることを意味します。リターンは再び主に配当を通じてもたらされることになるでしょう。また、引き続き個別銘柄やセクターの物色が重要と考えています。当社はヘルスケア・セクターとエネルギー・セクターの見通しを引き上げており、これらのセクターはテクノロジー・セクターに次いで当社が選好するセクターになっています。一方、公益事業セクターやディフェンシブな消費財セクターについては懐疑的です。近い将来に米連邦準備理事会(FRB)による2回の利上げが見込まれ、欧州中央銀行(ECB)は2017年4月以降、債券購入額を減らす決定をしました。米国と欧州の両方で政治的不透明感が高い状態が続く中、株式相場は値動きの荒い展開が予想されるため、戦術的なポジションを取る機会は今後も十分にあるはずと見ます。

**/// 米国に対する期待は高い一方で、欧州に対する期待は相対的に低いことから、2017年のサプライズの可能性は欧州にあると考えられます。///**

トーマス・シュスラー 株式部門 グローバル共同責任者  
(2017年1月就任予定)

### 株価収益率(PER)を見ると、米国はすでに「再び偉大(great again)」になっている

米国株式が新興国株式よりも割高であるいくつかの正当な理由があり、ボラティリティの低さはその1つです。バリュエーションの格差は概ね正当化されると思われます。



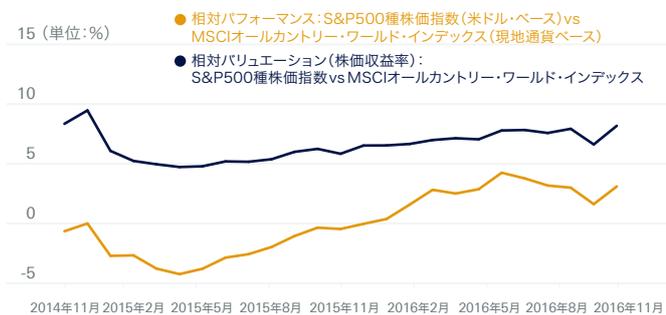
出所:ファクトセット・リサーチ・システムズ、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント GmbH、2016年11月時点

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント GmbH

## バリュエーションの概要

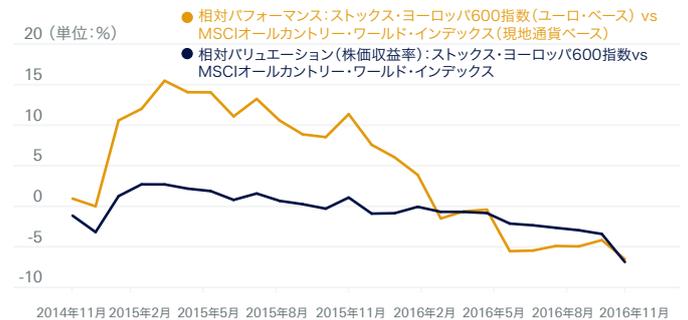
### 米国株式

トランプ氏が米大統領選挙で勝利したことを受けて、米国株式は特にセクター・レベルで値動きの激しい展開となりましたが、当社予測を大幅に調整するのは時期尚早と思われます。米国企業が国外で保有する利益の本国送還は自社株買いを再び促す可能性があります。しかし、これは同時に金利上昇によって抑制されるはずで



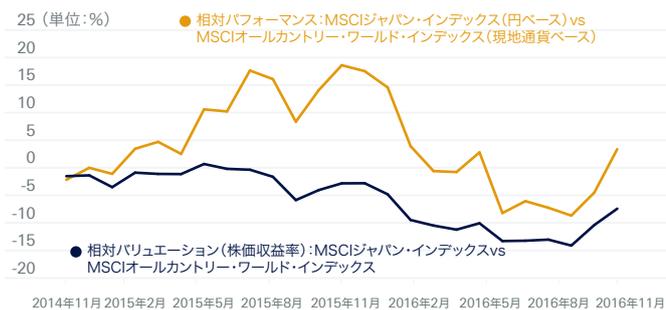
### 欧州株式

欧州株式は経済環境の改善と金融セクターの健全性を巡る懸念の後退を受けて上昇しました。しかし、政治的リスクは引き続き存在し、トランプ氏の反グローバル化的な発言を踏まえ、今度は輸出への依存が、少なくともセンチメントに悪影響を及ぼす恐れがあります。



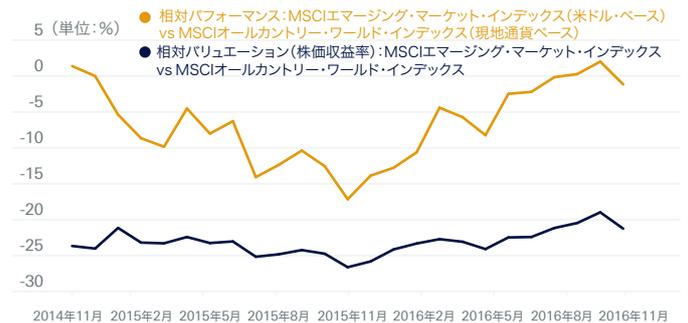
### 日本株式

当社はコーポレート・ガバナンスの長期的な改善や増配を利益と手元資金で賄う能力を理由に、日本株式に対する強気の見方を維持しています。円高の終了は日本の輸出企業に追い風となる可能性があります。



### 新興国株式

新興国で進んでいる景気回復や企業の4年ぶりの増益見通しはこの地域にとってプラスの要因です。その一方で、トランプ氏の反貿易政策の実行や米国債利回りの上昇が新興国に悪影響を及ぼすリスクもあります。



出所: ファクトセット・リサーチ・システムズ、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年11月30日時点)

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所: ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## 当社は金利の反転を恐れていない

》 2017年に株価はある程度上昇する可能性があります。  
当社の利益予想は市場予想を下回っています。政治的要因による  
ボラティリティはセクター別投資の好機をもたらします。《

トランプ氏の勝利と結びついた大規模な財政パッケージへの期待はわずか数日のうちに米国債利回りを押し上げ、順循環的なセクター・ローテーションを促しました。当社はこうした傾向が2017年の間に反転する可能性があると考えています。総合すると、トランプ氏の側近から漏れ聞こえてくる経済政策は曖昧過ぎるため、投資戦略の土台として利用することはできません。それでも、当社は現状では相場の流れに逆らわないアプローチをとっています。当社は米国経済のモメンタムは全体的に良好と考えています。セクター別では、エネルギー・セクターをオーバーウエイトに

引き上げています。原油市場における需給は大幅に改善しており、石油生産企業はすでに、近い将来に持続可能な配当が見込める程度にまでコストを削減しています。

ヘルスケア・セクターはオーバーウエイトに引き上げた2つ目のセクターであり、それまで1年近くアンダーパフォームした結果、相対バリュエーション指標は改善しています。クリントン氏が敗北したため、このセクターの政治的リスクも低下しています。

世界の株価指数(単位:ポイント)	現在値*	2017年12月(予測)	トータルリターン(予測)**		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	単位:%				
米国(S&P 500種指数)	2,262 ↗	2,350	5.5		8%	-4%	2.1%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	359 ↗	370	7.0		6%	-3%	3.5%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,250 ↗	3,300	5.6		9%	-6%	3.6%
ドイツ(DAX指数) <sup>1</sup>	11,366 ↗	11,800	4.6		5%	-3%	3.0%
英国(FTSE100種指数)	6,999 ↗	7,000	3.8		16%	-14%	3.3%
スイス(SMI指数)	8,214 ↗	8,250	4.4		6%	-5%	3.3%
日本(MSCI ジャパンインデックス)	931 ↗	950	4.7		10%	-6%	2.3%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	859 ↗	890	4.3		11%	-9%	2.7%
MSCI AC アジア 除く日本インデックス(米ドル建)	519 ↗	550	6.9		9%	-5%	2.6%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,255 ↗	2,350	3.5		19%	-16%	2.9%

\* 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、2016年12月15日時点

\*\* 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。

予測は2016年12月15日時点の見通しです。

<sup>1</sup> トータルリターンインデックス(配当込)

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

# インフラについて考察する もう1つの方法

》インフラストラクチャー(インフラ)の資金調達ニーズが世界的に増大している  
今こそ、インフラ債券について詳しく検討すべき時です。《



マーク・ロバーツ  
オルタナティブ部門の調査および  
投資戦略責任者

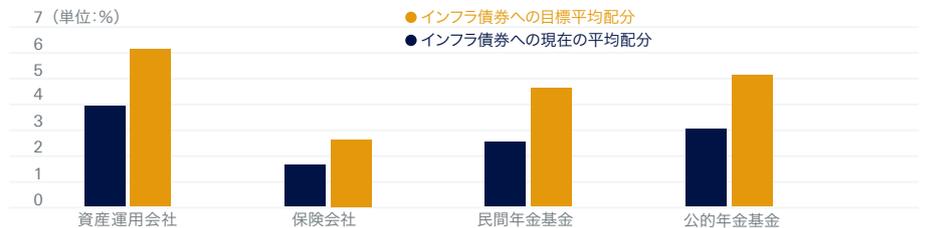
今後の米国の政策はその多くがまだ不透明です。しかし、インフラへの投資はトランプ政権の重要な優先課題として浮上しており、投資家の注目を集めるでしょう。インフラ整備資金の調達手段として、資本市場はますます重要な役割を果たしています。これは米国やその他の国々において、国家財政に余裕がないことの反映と考えられます。

世界的に、インフラ債券への需要は引き続き増加しています。金利は過去の水準と比べて依然として低く、そのため長期のデュレーション戦略を取る投資家は国債に代わる投資先を見つけようとしています。投資家は、低リスクという命題からさほど逸脱せずにより優れたリスク・リターン特性を提供してくれる選択肢を探しているのです。

インフラ債券投資戦略は分散化の機会を提供します。大型で質の高い投資適格級のインフラ資産によって構成される流動性の高いポートフォリオへの投資は、魅力的なリスク調整後のリターンをもたらす可能性があります。さらに、インフラ資産によって生み出されるキャッシュフローは長期的に予測可能な傾向があり、それがデフォルト率の低下にも寄与するでしょう。また、仮にデフォルトが発生したとしても、実物資産に裏付けられているインフラ資産の性質や資産バリュエーションの相対的な安定性が債権者の高い回収率につながると考えられます。シニア・インフラ債券のパフォーマンスを把握することは簡単なことではありません。そのため、当社はiBoxxインフラ債券インデックス・ファミリーを開発し、最近発表しました。この資産クラスのパフォーマンスの確認が容易になる、透明性の高いベンチマークです。

## 投資家タイプ別のインフラ債券へのアロケーション

現在の主なインフラ債券保有者は、総じて目標配分を今後増やしていこうと考えています。



出所: Prequinのデータ(2016年9月30日時点)を基に、ドイチェ・アセット・マネジメントが作成。北米および西欧のデータ

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所: ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## ヘッジの重要性

》私たちは不確かな時代に生きています。2017年に向けて、  
いかにポートフォリオを守るべきでしょうか。《

最近の政治的混乱は、アルファ追求型ポートフォリオ内に潜んでいるリスクに特段の注意を払う必要があることを改めて思い起こさせてくれました。

当社の現在の全般的なポジショニングはディフェンシブなものとなっています。当社は、リスクを中心に考えた株式ロング・ショート戦略への配分をアンダーウェイトとしています。逆に、CTA (Commodity Trading Advisor) 戦略の見通しはポジティブに変更しています。これは、米国で予想される利上げに対処するとともに、政治的不透明感が継続する中で、2016年末に向けて資産価格のボラティリティが上昇するという基本シナリオに基づいています。

このような時には、政策主導の市場で相対的に健闘しているアプローチに集中するために、ディスクレショナリー・マクロ戦略とCTA戦略をさらに分解する必要があります。特に、当社のCTAポートフォリオは短期のトレンド・フォロー戦略に傾いており、こうした戦略はトレンドが変化したり新たなトレンドが出現した際に、より機動的かつ迅速にエクスポージャーを切り替えてい

ます。例えば、短期型やカウンター・トレンド型のCTA戦略は、1月の相場下落局面とブレグジット決定直後に大きなプラス・リターンを記録し、素晴らしい成果を上げました。逆に、長期デュレーションのCTA戦略の中で現在人気のあるコンセンサス型のポジションからポートフォリオを遠ざけることが、私たちの責務の一つだと考えています。

当社は伝統的なクレジット投資との相関を低下させる必要性を念頭に置き、この市場におけるより難解で流動性の低い戦略の一部にも注目しています。その中には訴訟ファイナンスといった分野が含まれ、そこで達成できるリターンは魅力的であると同時に、従来以上に政策主導になっている伝統的なクレジット市場との相関が低い可能性があります。これらはすべて2016年に当社に良いリターンをもたらしてくれました。これはまた、2017年に入って我々が極めて定期的に直面し得るサブプライズを回避するだけでなく、さらにはリターンを得ることが可能になるかもしれません。



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・マネジメンが作成したものをドイチェ・アセット・マネジメン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・マネジメン株式会社が責任を負うものではありません。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメンの見解であり、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。出所：ドイチェ・アセット・マネジメン・インベストメントGmbH

# グローバルに投資し、 インカムに注目

》過去数週間で多くのことが変化しました。しかし、新時代の到来を期待するあまり市場は先走りしすぎている可能性があります。《



クリスチャン・ヒル  
マルチアセット部門責任者

たった数週間で事態は一変しました。米大統領選以降、私たちは多くの予測の見直しを余儀なくされました。マルチアセットの観点から見た最大の変化は、国債利回りのトレンドが明確に反転し、今後の潜在的な分散効果やリターン効果に疑問符が付いていることです。インフレ圧力と政策の不透明感を巡る市場の懸念を反映して債券価格は下落し、米国債利回りは上昇しました。株式市場は、政策主導の成長が企業収益を押し上げるという見通しを背景に、より明るい展望を描いています。長い目で見て誰が正しいのかはまだ分かりませんが、ポートフォリオの分散が一段と重要になっていることは確かです。

もう一つの興味深いトレンドは、債券市場の金利ボラティリティが急上昇している一方、株式市場のボラティリティは依然として低いことです。ここ数年、中央銀行による債券買入が世界の資本市場のボラティリティを直接的にだけでなく間接的にも（高利回りの債券セクターなど）抑制してきました。特に欧州の低金利環境や今後の政治的不透明感を踏まえると、資産クラスと地域の両方における分散が引き続き極めて重要になるでしょう。

## 新たな現実の下では、インカム収益の重要性が増す

低い利回り、そして金利上昇が債券への逆風となっています。当社は国債に対して慎重なスタンスを維持し、投資適格債のアロケーションを引き下げました。その他の債券の利回りはさほど魅力的ではありませんが、国債利回りが大幅にオーバーシュートしない限り、持続的な分散効果が期待できます。戦略的に、当社は金利感応度を積極的に管理することでデュレーションを短めに設定しており、引き続き（従来よりも大きくないとはいえ）債券でリスクを取っています。当社は依然として、インカムの観点からハイ・イールド債とハードカレンシー建の新興国債券に投資しています。

総合的に見て、株式のリスク・リターン特性は債券と比べより良好になったことは明らかです。差し当たり、当社は株式を通じてより多くのリスクを取りたいと考えており、株式へのエクスポージャーを増やしています。しかし、現在は株式がサイクル後期の段階にあることも認識しなければなりません。米国の景気刺激策によってこのサイクルはあと1年ほど延びる公算がありま

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

すが、株式のリターンは平均して1桁台半ばにとどまる可能性が高いでしょう。したがって、トータル・リターンの様々な要素に注目することが一段と重要になっており、中でも債券のクーポンと株式の配当を通じたインカムが重要です。最近の乱高下の後、ポジションをとる機会が多く生まれています。慎重な銘柄選択が引き続き重要でしょう。

株式の中では、当社は欧州よりも米国と日本を 선호しています。コモディティ価格が安定し、一部の新興国における持続的な収益が回復したものの、新興国市場はトランプ氏勝利のさらなる余波を受ける可能性もあります。そのため、当面は先進国市場を 선호する方針です。

### 通貨、オルタナティブ投資、積極的なリスク管理

為替の変動は重要な検討事項の一つです。米ドルは対ユーロで上昇傾向をたどっており、2017年末までにパリティに達するとみられるほか、対円でも上昇する見通しです。オルタナティブ投資、とりわけ特定のインフラ・セクターにおけるオルタナティブ投資は検討すべき別の重要分野です。金の価格は足元の水準から上昇は困難かもしれませんが、今後は国債よりも優れた分散手段として役立つ可能性があります。現在のサイクル後期の段階では、積極的なリスク管理が引き続きより重要になるでしょう。

### ボラティリティは債券市場では上昇しているが株式市場では上昇していない

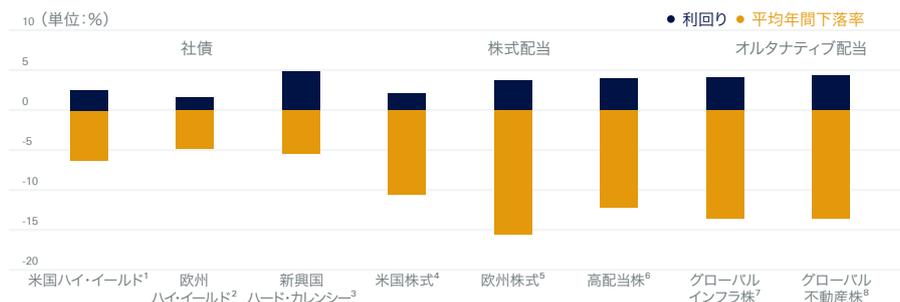
今のところ、増大する政策の不透明感への懸念はあるものの、その影響は極めて限定的です。



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年11月23日時点

### 予想利回りとそれに伴うリスク

過去の下落率が示す通り、あらゆる資産にはリスクがつきものです。グローバルな分散がカギとなります。



- 1 バークレイズ 米国ハイ・イールド社債インデックス
  - 2 メリルリンチ・ユーロ・非金融 ハイ・イールド・コンストレインド・インデックス
  - 3 JPMorgan EMBI グローバル・ディバースファイド・インデックス
  - 4 S&P500種指数
  - 5 ストックス・ヨーロッパ600指数
  - 6 MSCIワールド高配当利回りインデックス
  - 7 ダウ・ジョーンズ・ブルックフィールド・グローバル・インフラ指数
  - 8 EPRA/NAREIT グローバル不動産インデックス
- 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント GmbH、2016年11月時点

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント GmbH

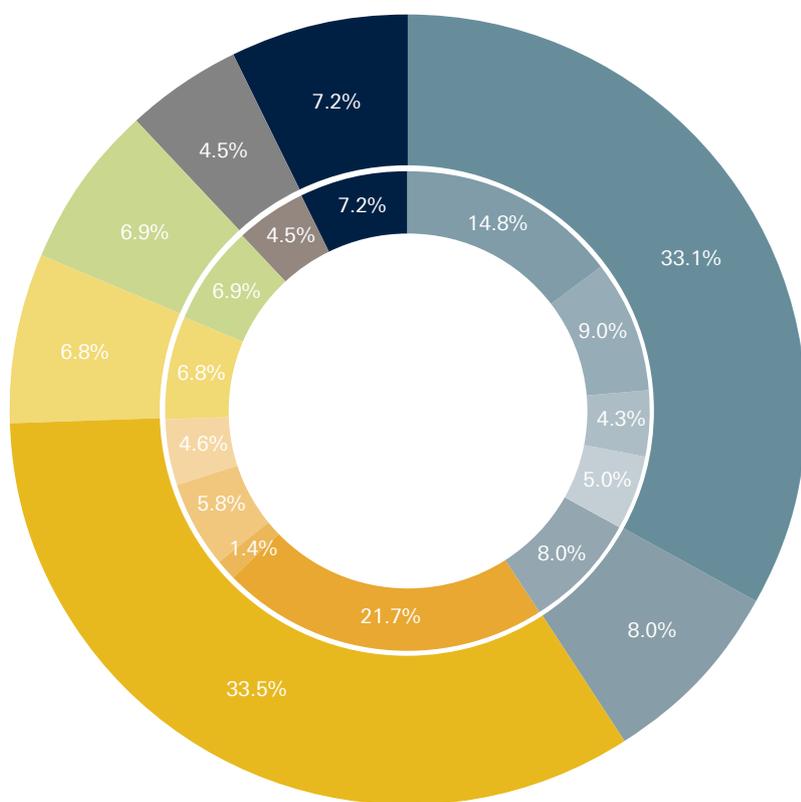
## 債券よりも株式を選好

》 資産クラスと地域の両方における分散が引き続き重要です。《

2017年に向けて、株式は債券よりも優れたリスク・リターン特性を提供してくれる可能性が高いと考えられます。株式の中では、日本を選好します。企業収益を押し上げる財政刺激策が間もなく実施される可能性を踏まえると、米国の株式も同じく良い投資先であるように見えます。新興国市場は

米大統領選の結果を受けて不安定になっており、落ち着くまでにはまだしばらく時間がかかるかもしれません。債券の中では、引き続き「キャリー」資産(すなわちプラスの利回りを提供してくれる資産)を選好します。国債にはなお慎重で、金利の上昇によるリスクを軽減するために金利感応度を

引き下げようとしています。また、米ドルは円とユーロに対して上昇する見通しです。コモディティにとって環境は依然として厳しく、特に米ドル高がその要因となっています。しかし、金は潜在的な分散の手段としての役割から魅力を増すかもしれません。



<b>先進国株式</b>	
■ 米国	14.8%
■ 欧州	9.0%
■ 日本	4.3%
■ グローバル株式	5.0%
<b>新興国株式</b>	
■ 新興国株式	8.0%
<b>債券: 社債</b>	
■ ユーロ投資適格社債	21.7%
■ 米国投資適格社債	1.4%
■ ユーロ・ハイ・イールド社債	5.8%
■ 米国ハイ・イールド社債	4.6%
<b>債券: 国債</b>	
■ ユーロ圏国債	0.0%
■ 米国国債	0.0%
<b>債券: 新興国</b>	
■ 新興国市場(ハードカレンシー)	6.8%
<b>転換社債(ユーロ・ヘッジ)</b>	
■ 転換社債	6.9%
<b>現金</b>	
■ 現金	0.0%
<b>コモディティ</b>	
■ コモディティ	4.5%
<b>オルタナティブ投資</b>	
■ オルタナティブ投資	7.2%

このチャートは、当社が現時点で考えるグローバルに投資を行う欧州の投資家向けのバランスの取れたユーロ建ポートフォリオです。この配分はすべての投資家に適しているとは限りません。オルタナティブ投資はすべての投資家に適しているわけではありません。出所: マルチ・アセット・グループ、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH (2016年11月28日時点)

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所: ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## なお政治的な不透明感が残る

》 当社のリスク指標を除いて、全体的な状況はむしろ良好です。 《

現在の市場環境はプラス要因とマイナス要因の両方によって特徴付けられており、これは3つのマルチアセット指標に反映されています。一方では、ファンダメンタルなマクロ経済データは堅調で、これはマクロ経済指標にも表れています。また、世界の経済成長率は明るい兆候を示しており、米国の労働市場の底堅さが際立っています。サプライズ指標も比較的安定した状況を示唆しており、すべての主要地域で総じて良好なデータが報告されています。他方で、リスク指標は政治イベント、特に米大統領選を受けた不透明感の広がりを示しています。この指標は9月以降、概してニュートラルなリスク環境を示唆していましたが、11月に悪化し、つい最近になってようやく改善し始めました。政治的不透明感が速やかに解消されれば、全体的な状況ははっきりとプラスに転じ、これら3つのマルチアセット指標すべてが改善する道が開けるでしょう。

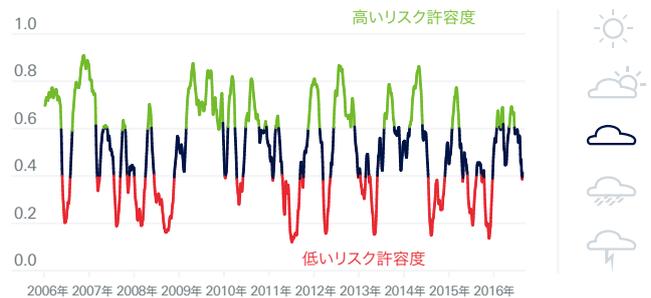
出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH  
(2016年11月29日時点)

### マクロ経済指標



マクロ経済指標は、消費者信頼感、貿易収支、雇用者数など広範な経済指標を凝縮したものです。

### リスク指標



リスク指標は、金融市場における投資家の足元のリスク許容度を反映したものです。

### サプライズ指標



サプライズ指標は、市場のコンセンサス予想と比べた実際の経済指標を追跡するものです。

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

## マクロ経済 | 政治的な影響に左右される

### GDP成長率(対前年比、単位:%)

地域	2016年(予測)	2017年(予測)
米国	1.8 ↗	2.2
ユーロ圏	1.6 ↘	1.3
英国	2.0 ↘	1.1
日本	0.5 ↗	0.7
中国	6.5 ↘	6.3
世界	3.1 ↗	3.5

### 財政赤字(対GDP比、単位:%)

地域	2016年(予測)	2017年(予測)
米国	3.2 ↗	3.5
ユーロ圏	1.9 →	1.9
英国	3.5 ↗	4.0
日本	6.0 ↘	5.2
中国	2.4 ↗	2.5

### 消費者物価指数(単位:%)

地域	2016年(予測)	2017年(予測)
米国 <sup>1</sup>	1.6 ↗	1.9
ユーロ圏	0.2 ↗	1.6
英国	0.7 ↗	2.5
日本	-0.2 ↗	0.2
中国	2.0 ↘	1.5

### 経常収支(対GDP比、単位:%)

地域	2016年(予測)	2017年(予測)
米国	-2.7 ↘	-2.9
ユーロ圏	2.9 ↘	2.7
英国	-5.5 ↗	-4.5
日本	2.8 ↘	2.5
中国	2.5 →	2.5

### 指標金利(単位:%)

地域	現在値*	2017年12月(予測)
米国	0.50-0.75 ↗	1.00-1.25
ユーロ圏	0.00 →	0.00
英国	0.25 →	0.25
日本	0.00 →	0.00
中国	4.35 →	4.35

### 商品市況(米ドル建)

	現在値*	2017年12月(予測)
原油(WTI)	51 ↗	58
金	1,129 ↗	1,200
銀	16 ↗	20
銅(LME)	5,732 ↘	4,500
アルミニウム(LME)	1,736 ↘	1,500

予測は2016年12月15日時点の見通しです。

出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年12月16日時点)

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

\* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年12月15日時点

WTI:ウェスト・テキサス・インターメディアート

LME:ロンドン金属取引所

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント

## 債券 | 超低金利環境の終焉？

	現在値*		2017年12月(予測)
<b>米国</b>			
米国国債(2年物)	1.27%	↗	1.80%
米国国債(10年物)	2.60%	↗	3.00%
米国国債(30年物)	3.16%	↗	3.65%
米国地方債	96%	↘	93%
米国投資適格社債	120 bp	↘	110 bp
米国ハイ・イールド社債	403 bp	↗	450 bp
証券化商品:米国住宅ローン担保証券 <sup>1</sup>	89 bp	↗	105 bp
<b>欧州</b>			
ドイツ国債(2年物)	-0.78%	↗	-0.50%
ドイツ国債(10年物)	0.37%	↗	0.80%
ドイツ国債(30年物)	1.13%	↗	1.70%
英国国債(10年物)	1.49%	↗	1.75%
ユーロ投資適格社債 <sup>2</sup>	128 bp	↘	100 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 <sup>2</sup>	370 bp	→	375 bp
証券化商品:カバード・ボンド	10 bp	→	10 bp
イタリア国債(10年物) <sup>2</sup>	146 bp	→	150 bp
スペイン国債(10年物) <sup>2</sup>	105 bp	↗	130 bp
<b>アジア太平洋</b>			
日本国債(2年物)	-0.19%	→	-0.20%
日本国債(10年物)	0.09%	→	0.00%
アジア社債	232 bp	↗	270 bp
<b>世界</b>			
新興国国債	339 bp	→	340 bp
新興国社債	321 bp	↗	350 bp

## 為替相場

	現在値*		2017年12月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.04	↘	1.00
米ドル(対 日本円)	118.18	→	120
ユーロ(対 英ポンド)	0.84	→	0.847
英ポンド(対 米ドル)	1.24	↘	1.18
米ドル(対 中国元)	6.95	↗	7.30

\* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年12月15日時点  
 予測は2016年12月15日時点の見通しです。  
 出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年12月16日時点)

\* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年12月15日時点  
 予測は2016年12月15日時点の見通しです。bp=ベース・ポイント

<sup>1</sup> カレント・クーポン債の米国国債(7年物)に対するスプレッド

<sup>2</sup> ドイツ国債に対するスプレッド

出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年12月16日時点)

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント

## 株式 | より高いボラティリティを受け入れる

世界の株価指数(単位:ポイント)	現在値*	2017年12月(予測)		トータルリターン(予測)**	単位:%	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&P 500種指数)	2,262	↗	2,350	5.5	8%	-4%	2.1%	
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	359	↗	370	7.0	6%	-3%	3.5%	
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,250	↗	3,300	5.6	9%	-6%	3.6%	
ドイツ(DAX指数) <sup>1</sup>	11,366	↗	11,800	4.6	5%	-3%	3.0%	
英国(FTSE100種指数)	6,999	↗	7,000	3.8	16%	-14%	3.3%	
スイス(SMI指数)	8,214	↗	8,250	4.4	6%	-5%	3.3%	
日本(MSCI ジャパンインデックス)	931	↗	950	4.7	10%	-6%	2.3%	
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	859	↗	890	4.3	11%	-9%	2.7%	
MSCI AC アジア 除く日本インデックス(米ドル建)	519	↗	550	6.9	9%	-5%	2.6%	
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,255	↗	2,350	3.5	19%	-16%	2.9%	

\* 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、2016年12月15日時点

\*\* 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>1</sup> トータルリターンインデックス(配当込)

### 当社におけるインデックスの目標値の算出方法

当社では、現在のインデックスの水準、株価収益率(PER)の見通し、そして企業の利益成長率予測に基づいてインデックスの目標値を算定しています。PERが上昇し、インデックスに含まれる企業の利益が増加すれば、目標値は当然ながらより高くなり、逆にPERが低下し、企業利益が減少すれば、目標値は下がります。

PERは金利環境や成長見通し、市場参加者のリスク評価に特に大きな影響を受けます。



出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH(2016年7月時点)

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント

## チーフ・インベストメント・オフィスについて

ドイチェ・アセット・マネジメントのグローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーであるステファン・クロイツカンブが統括

ドイチェ・アセット・マネジメントの運用プロセスの中心的役割を果たす

経済およ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

ポートフォリオ・マネジメント、調査およ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

グローバル投資見通しであるCIOビューを策定する

当社が投資対象とする地域は広範囲に及び、多様な投資テーマをカバーしています。そのことが、すべての資産クラスの評価や分析において当社が業界をリードすることを可能にしています。

ステファン・クロイツカンブ  
チーフ・インベストメント・オフィサー

## ドイチェ・アセット・マネジメント<sup>1</sup>について

約7,150億ユーロの運用資産残高(2016年9月末)を誇る世界有数の資産運用機関

個人投資家およ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

すべての主要な資産クラスを網羅した商品およ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

<sup>1</sup>ドイチェ・アセット・マネジメントはドイツ銀行グループの資産運用部門のブランド名です。ドイチェ・アセット・マネジメントのブランド名で商品やサービスを提供する各社は、契約書や販売用資料、商品情報資料などに各社名を記載しています。

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。上記の予測は、2016年12月16日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、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。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント

## 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・マネジメントが作成し、2016年12月21日に発行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。

### ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社について

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第359号

加入協会: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・マネジメント株式会社は、ドイツ銀行グループの資産運用部門(ドイチェ・アセット・マネジメント)の日本における資産運用拠点であり、投資信託ビジネス・公的年金・企業年金運用の長年にわたる経験、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。

ドイチェ・アセット・マネジメントは、約7,150億ユーロの運用資産を有する世界有数の運用グループです。投資信託のほか、ETF、不動産投資戦略、ヘッジファンド運用戦略を中核としたオルタナティブ投資など多彩な運用ラインアップを取り揃え、個人及び機関投資家など幅広い層のお客様を対象にグローバルな資産運用のソリューションを提供しています。(2016年9月末時点)

