

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 2017年4月



グローバル化

資金と富の再分配への影響





市場における「トランプ効果」のほどは？

トランプ米新大統領が「就任後初めてとなる重要法案を議会採決直前に撤回する」という華々しい失態を演じたにも関わらず、市場がこれを特に材料視しなかったのはなぜでしょうか。またトランプ氏の「政治交渉力のなさ」が、いわゆる「トランプ・ラリー」の終焉につながらないのはなぜでしょうか。その理由は恐らく、今回の堅調な相場展開が結局のところ「トランプ・ラリー」ではなく、成長率とインフレ率の持続的な上昇への期待感に基づく上昇相場だからでしょう。2016年半ば以降は、この期待感が世界各国の債券、通貨、株式市場を動かす原動力になってきたと考えられます。特に景気指標から判断する限り、今のところ希望はほとんど失われていません。中でも景況感を示す指標は足元で好調な推移を見せています。2017年、企業は希望に満ちあふれたスタートを切り、アナリストは業績予想の上方修正に動きました。

このような楽観姿勢とトランプ氏との間につながりはあるのでしょうか。確かに、米大統領選が市場の追い風となったことは、否定し難い事実として挙げられます。しかしながら、追い風をもたらした主な要因は、ホワイトハウス（政府）と議会のねじれ状態が解消され、また何よりも共和党が支配を取り戻した結果として、投資家が安心感を抱いた点にあると考えられます。これに加え、トランプ氏は行動を起こすことを恐れない大統領である、との認識もあったでしょう。しかし2016年12月以降、S&P 500種指数は世界の株式市場に追随するのみの状態が続いており、国内事業に重点を置く企業が多く含まれるラッセル2000指数は、他の市場を下回って推移しています。これは、トランプ大統領が就任以降、市場の楽観につながる材料を何ら生み出していないことを示唆しているのではないのでしょうか。トランプ氏の独断的な政治姿勢を市場がどのように捉えているかを最も強く映し出す指標は、恐らくメキシコ・ペソの対米ドル相場でしょう。米大統領選後、そのメキシコ・ペソ相場は米ドルに対して最大20%下落しましたが、3月末までに下落分をほぼ取り戻しました。

このように現在、メキシコ・ペソの買い手は楽観姿勢を強めていますが、その前向きな見方からは、投資家が「トランプ氏の保護主義的な政策は、医療制度改革や一部諸国からの入国を禁じた大統領令と同じく、失敗に終わる」と考えていることが分かります。投資家の見方に悲観的な部分があるとすれば、税制改革が迅速に実行されるかを疑問視している点でしょう。改革の遅れは、インフラ整備計画が先送りされた場合と同じく、米国人投資家をやや失望させる原因となるかもしれません。しかし経済を後押しする追い風は非常に強く、世界の市場が影響を受ける可能性は低そうです。さらに言えば、世界各国の投資家の多くは、そもそもトランプ氏にそれほど多くを期待していたわけではなく、従って過度に失望することもないと見られます。当社では、2017年も引き続き、「期待し過ぎて失望しないようにする」ことが投資家にとって最良のアプローチになると考えています。資産のバリュエーションは全体として割高な水準にあります。今のところ景気過熱や金利急上昇の兆候はありません。景気後退リスクは見られません。こうした条件が揃っている限り、夏を前に一時的な調整局面に入る可能性は無視できないものの、市場が弱気相場入りすることはないと考えます。



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

„市場にトランプ効果はほとんど残っていません。従って米政権が再び何らかの問題でつまずいたとしても、市場が不安心理に覆われる可能性は低いと考えます。”

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、2017年4月18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

CIOビュー

クォーターリー 2017年4月



フォーカス

グローバリゼーションによって新興国と先進国の富の格差は縮小しています。同時に、グローバリゼーションは労働コストと資本コストの割合にも変化をもたらしています。

グローバリゼーションの功罪 06



マクロ経済

政治的リスクは数多くありますが、それでも世界の経済成長は堅調です。とりわけ今は成長が地域的な広がりを見せており、世界経済の安定性が高まっています。

成長軌道に戻る 08



債券

米国では従来とは異なり、中央銀行の金融政策よりも政治や基調的な景気動向が市場を揺るがす要因となっています。一方、欧州では引き続き欧州中央銀行(ECB)と量的緩和(QE)の将来的な出口戦略に注目が集まっています。

政治が米国の金利を動かす 10

為替：マクロ経済より政治が影響力を及ぼす 12



株式

株価指標の大半は割高ですが、予想される相場下落の局面ではポジションを積み増す機会があるでしょう。経済情勢と企業収益は依然として堅調です。当社は新興国を選好しています。

割高なのは理由がある 13

バリュエーションの概要 15



オルタナティブ

不動産とインフラに対する投資家の関心は相変わらず高い状況です。特に欧州には有望な投資機会がありますが、選別的なアプローチが非常に重要となります。

地域に根ざした視点が不可欠 16



マルチアセット

政策に対する不透明感は稀に見るほど高まっています。対照的に、金融市場のボラティリティは低位で推移しており、これは安心できる状況とは言えません。こうした背景の下、当社は全体的なリスクを削減する予定です。

低ボラティリティの背景を理解する 18
アロケーション 20
指標 21



ドイツ・アセット・マネジメントの見通し

当社の2017年の成長見通しに変更はありません。国債利回りは世界の経済成長率やインフレ率とともに緩やかに上昇する見通しです。

ドイツ・アセット・マネジメントの見通し 22



会社概要

ドイツ・アセット・マネジメントは世界有数の資産運用会社のひとつです。個人投資家及び機関投資家の資産形成に資する総合的な運用ソリューションをご提供しています。

会社概要 25

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、2017年4月18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

グローバリゼーションの功罪

》グローバリゼーションによって、新興国・先進国間の繁栄の
格差は狭まりましたが、同時に労働コストと資本コストに
変化が生じています。《

「グローバリゼーション」は、「富の再分配」の問題と関連付けて議論されることが多いようです。エコノミストのブランコ・ミラノヴィッチがこの問題に関して行った実証研究¹によりますと、1988年以降、先進国の中間層の所得は伸び悩んでいます。多くのアジア諸国の中間層と、先進国の富裕層の所得水準は向上してきました。一方でグローバリゼーションは、労働コストと資本コストの割合の変化という別の影響ももたらしています。例えばS&P 500種指数の構成銘柄のバスケット²を購入するため、米国の賃金労働者が何時間働く必要があるかを示したデータを見れば、この変化が明らかに読み取れます。1995年以降、バスケット購入に必要な労働時間が急激に増加しているのです³。先進国の企業は、生産を海外に移転することで新興国の低い賃金水準の恩恵を享受し、グローバリゼーションにおける実質的な勝者となりました。一方で先進国の労働者は、雇用が海外に流出しないよう、低い賃金の伸びを受け入れざるを得ませんでした。

金融危機や景気後退の後、米国が失業率の悪化に長く苦しまずに済んできた主な理由が、柔軟な労働市場にあることは、ほぼ間違いありません。しかしその柔軟性の高さ故に、生産部門における非管理職労働者の割合は、1960年代半ば以降、わずか8%弱しか増加していません。こうした状況に加え、国民所得に占める労働所得

の割合の低下も明らかとなっていますが、これは労働所得(平均時給)の伸びが資本所得の伸びに追いついていないことを意味します。賃金の緩慢な伸び(企業にとってのコスト低下)は企業収益の大幅な拡大につながり、結果として米国株式に恩恵をもたらしました。労働コストと資本コストの関係に生じた変化は、以上のような要因が組み合わさった結果でした。

プラス面がマイナス面に勝る

ブランコ・ミラノヴィッチの研究は、グローバリゼーションによる敗者よりも勝者の方が多いことを示唆しています。ミラノヴィッチは、一国の中で貧富の格差が広がっていることを指摘しつつも、グローバリゼーションのおかげで新興国と先進国の労働者間の所得格差が縮小したとの結論を示しました。グローバリゼーションは、世界の経済成長を促進する要因ともなってきました。成長は、すべての人にとって生活水準が向上することを意味します。

企業はどの国に事業拠点を置くかを決定する際、法人税の税率についても慎重に考慮します。そうした企業の動きは、結果として各国の税率低下をもたらしました。米国の場合、企業の総収益に対する平均法人税率は1974年時点で46%でしたが、現在は25%強まで低下しています。この税率低下も、S&P 500種指数に恩恵をもたらしました。

1990年代半ば以降、S&P 500種指数のバリュエーションは拡大傾向にあります。1964年から1994年まで、同指数の株価収益率(PER)は14.4前後で推移していました⁴。1994年は前述した株式バスケット購入のための必要労働時間が増加し始めた年でもあります。しかし1995年以降、平均PERは25.5まで上昇しています。その原因は、グローバリゼーションを背景とするインフレ率の低下を受けて、金利水準が低下傾向を示したことにあります。結果として、株式は債券との比較において投資妙味を増し、PERが上昇したのです。

再分配効果は薄れている

しかしながら、これまで述べてきたグローバリゼーションの効果が薄れる予兆も見えています。民間生産部門に関しては、国民所得に占める非管理職労働者の労働所得の割合が数十年にわたり低下を続けてきましたが、2010年以降は23%前後で推移しています。これは、米国の賃金労働者のほぼ3人に2人にとっては朗報ですが、米国人株主にとっては特に喜ぶべきことでもありません。長期にわたり低水準で推移してきた労働所得の割合が増加することは、詰まるところ、国内の所得に占める企業収益の割合がこれ以上増加しないことを意味すると考えられるからです。

とはいえ、以上のことから企業収益が今後低迷するとの予想を立てるのは見当違い

でしょう。長期的に見て、収益拡大につながる要因は、所得再分配ではなく、生産性の向上であるからです。米国政府が掲げる規制緩和策は、生産性の向上を後押しし、米国株式市場の支援材料となる可能性があります。こうした状況を低金利環境と合わせて考慮すれば、株式市場への投資を継続する理由が見えてきます。

- ¹ ブランコ・ミラノヴィッチ「世界の不平等 移民と上位1%、そして中間層の将来」2016年10月
- ² S&P 500種指数の全構成銘柄（時価総額加重ベース）が対象。これらの株式の合計評価額はS&P 500種指数の時価総額に等しく、その推移は同指数のパフォーマンスを意味する。
- ³ S&P 500種指数を民間生産部門の非管理職労働者（農業を除く）の平均時給と比較。平均時給には被雇用者の社会保障負担金が含まれるが、雇用主の社会保障負担金は含まれない。
- ⁴ ロバート・シラー「米国株式市場（1871年～現在）とCAPEレシオ（景気循環調整後の株価収益率）」（オンライン・データ、イェール大学、2017年3月17日現在）

S&P 500種指数のバスケット購入に必要な労働時間

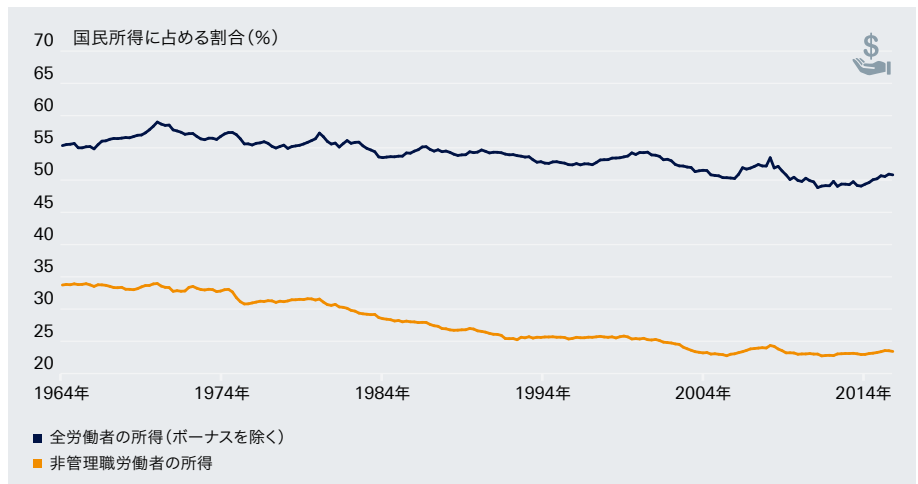
過去24年間、S&P 500種指数構成銘柄のバスケットの株価水準は、賃金との比較で大幅に上昇しています。



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、2017年3月17日時点

米国人労働者の所得（国民所得に占める割合）

2009年まで非管理職労働者の所得の割合は低下傾向にありました。



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、2017年3月17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、2017年4月18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

成長軌道に戻る

》 成長モメンタムが地域的な広がりを見せていることで、世界経済の安定性が高まっています。政治情勢は依然としてストレス要因です。《



フィル・プール
グローバル・リサーチ責任者

景気拡大継続を脅かすリスクはまさに数多く存在します。中でも、「米国第一主義」を掲げる米国のトランプ大統領の誕生は、保護主義的な政治の可能性を提起しました。それに加え、特にユーロ圏では欧州連合(EU)反対派や国家主義者が選挙を控えて勢力を強める可能性があります。また、中国における高水準の企業債務は成長見通しに悪影響を及ぼしています。しかし、これらのリスクにもかかわらず、世界経済は緩やかな成長モメンタムを維持しています。実際の指標を見ても購買担当者景気指数(PMI)は企業の購買担当者の多くがさらなる景気改善を見込んでいることを示しています。

先進国の中では米国が世界の経済成長に大きく寄与する見通しです。2017年に米国の実質国内総生産(GDP)成長率は0.6パーセント・ポイント高い、2.2%になると予想しています。民間総投資は2016年に落ち込み、成長を抑制しましたが、2017年にはプラスの寄与が見込まれます。失業率は完全雇用の水準に向けて低下し続けるでしょう。これに伴い賃金は適度に押し上げられ、消費の増加傾向は続くと考えられます。賃金上昇と需要増加はコア・インフレ率を1.9%に押し上げる公算であり、そうならばFRBが定めた目標インフレ率を0.1パーセント・ポイントとわずかに下回る水準です。これはFRBが2018年3月までにあと2〜3回の緩やかな利上げを発表する可能性があるという見方を支持しています。

ユーロ圏でも緩やかな景気拡大が続いています。消費者信頼感指数やPMIといったセンチメント指標に加え、鉱工業生産や新規受注などのハード・データも、今後の安定した経済動向の継続を示唆しています。

一方、低下傾向にあるものの、全体としてはなお比較的高い失業率がユーロ圏の賃金の伸びを抑制するとみられます。このため、消費の伸びはより緩やかになり、ひいては全体的な成長モメンタムの阻害要因となるでしょう。成長を抑制し得るもう1つの要素は政治であり、今後数週間から数カ月かけて重要な選挙が実施されます。このため少なくとも投資家が状況をより明確に見通せるようになるまでは、投資活動を抑制する可能性があります。これらの逆風にもかかわらず、ユーロ圏経済についてはなお2017年に1.5%、2018年に1.4%の成長率を見込んでいます。インフレ率の上昇は、ECBに緩和的な金融政策を再考させる理由となるでしょう。加えて、ECBが定めた1発行体当たりの購入上限を3分の1までとする制限により、購入対象の債券の枯渇が懸念されています。これはECBが量的緩和(QE)の終了を検討する公算が大きいもう1つの根拠です。一方で、ECBは引き続き、景気回復の妨げとなる利回り上昇の抑制及び、銀行セクターの安定性強化には関心を払うと見られます。このため、まずQEを縮小した後、金利を緩やかに引き上げると予想されます。その場合、銀行セクターは低金利環境で事業を続けることを余儀なくされるでしょう。しかし、そうなった場合でも、銀行セクターは必要に応じて、低金利に的を絞った長期リファイナンス・オペ(TLTRO)により超低金利での調達が可能になると思われます。

新興国の中で世界経済の成長の牽引役となっているのはアジアです。中国はその規模ゆえにこの地域の成長で重要な役割を果たしています。中国政府は非効率な投資、過剰生産能力、国有企業セクターの高水準の債務といった問題に対して緩やかに調整を進める方針と見られます。一方で

当社見通しの概要

米国の成長は加速しており、米連邦準備制度理事会(FRB)による追加利上げを示唆している

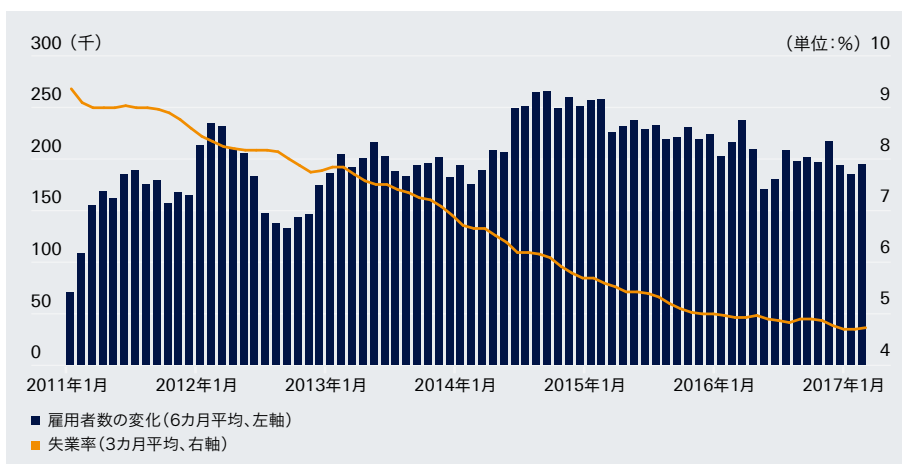
ユーロ圏は緩やかな景気拡大が続いており、欧州中央銀行(ECB)は少なくとも2017年末まで緩和的な金融政策を維持する公算が大きい

中国は個人消費主導の成長へと転換しつつあり、経済の安定性へとつながる

2015年以降、成長の牽引役として個人消費の重要性が高まってきており、当社は中国の2017年と2018年の成長率がいずれも年6.3%になると予想しています。総じて、先進国・地域と新興国・地域の状況はまちまちと言えそうですが、個々の国に目を向けると、景気拡大が地域的な広がりを見せていることも分かります。ユーロ圏周縁国でも2017年には景気回復が続きそうです。米国経済は成長が再び加速しています。コモディティ価格の下落に苦しんでいたブラジルやロシアの経済も今後数年には緩やかに上向く可能性が高いと思われます。

堅調な米国の労働市場

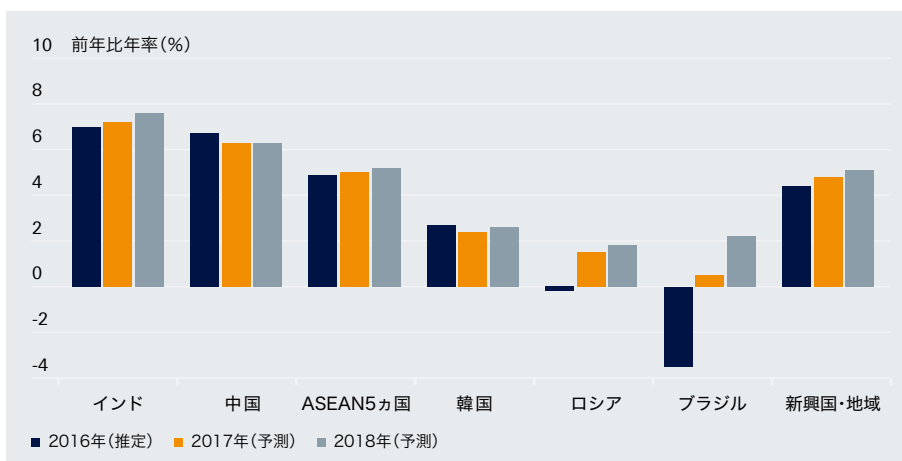
雇用者数は引き続き増加しており、失業率は低水準にあります。米国ではようやく完全雇用が実現されつつあります。



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、2017年3月16日時点

新興国・地域は実質成長を記録

新興国・地域の景気拡大は広がりを見せています。ブラジルとロシアの経済は再びプラス成長へと転じる見通しです。



出所：国際通貨基金、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH (2017年3月23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、2017年4月18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

債券投資家にとって環境はより複雑に

》 米国では政治と経済成長が再び金利に大きな影響を及ぼしていますが、欧州市場では欧州中央銀行(ECB)と量的緩和(QE)からの緩やかな脱却に注目が集まっています。《



イェルン・ワズモンド
債券キャッシュ部門
グローバル責任者

当社見通しの概要

米国市場を当惑させているのは中央銀行よりも政治

欧州での緩和縮小(テーパリング)議論は強まるかもしれないが、QEからの脱却は米国とは異なるものになる見通し

目先大幅な金利上昇やスプレッドの変動は見込まれない

ここ数カ月の政治的要因にもかかわらず、債券市場にとっては中銀の行動が依然として重要な材料になっていますが、その影響は様々です。米連邦準備制度理事会(FRB)は段階的な利上げ軌道をたどっており、ECBのQEプログラムも2年後には終了する可能性が高いと思われます。一方、イングランド銀行は英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)を考慮してより現実的になる傾向を見せており、インフレ率の上昇を一時的に容認する意向です。注目すべき点として、3月末時点で米10年国債利回りが年初とほぼ同じ水準であったのに対し、ドイツ国債利回りは上昇し、英国国債利回りは低下しました。ここからいくつかの結論を導き出せます。

1. 金利と米ドルのトレンドから分かるように、「トランプ・トレード」はすでに期中のピークから後退しています。これが将来にとって何を意味するのかは誰にも分かりませんが、共和党主導の米議会を巡る米国経済の高揚感の終わりを示唆している訳ではないと思われます。しかし、トランプ政権の厳しいスタートを受けて最初の失望が起きていることは間違いありません。医療制度改革が失敗に終わったことで、議会におけるトランプ大統領への支持に疑問符が付いています。

2. 金利動向は地域ごとに異なるいくつかの要因の影響を受けています。米国では、FRBの次の一手に関して共通のコンセンサスが持っていないうえ、政治が経済成長を刺激出来るかどうかに関する見解の相違も増大しそうです。英中銀はブレグジットの潜在的影響とインフレ率の上昇の両方に目を光らせておく必要があります。一方、欧州では中銀の行動よりも予測に注目が集まっています。ECBは債券の購入を続けていますが、ドイツ国債利回りの上昇は次のことを示唆しています。

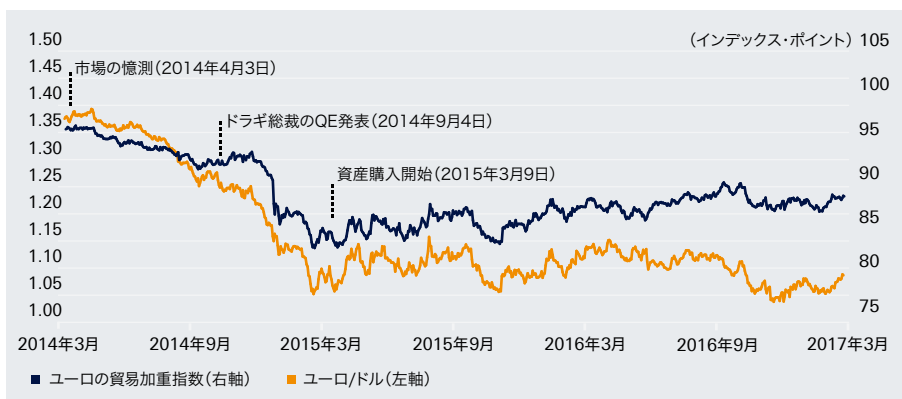
3. すなわち、市場を動かすうえでは行動よりも「言葉」の方が強力です。これはすでに、資産購入プログラムがおおよそ2年前に開始された時から明らかでした。ドイツ国債利回り、周辺国スプレッド、およびユーロが最も大きく反応したのは、2014年4月に最初の噂が流れてから2015年3月に購入が開始されるまでの間です。「言葉の力」は、その後、国債利回りとユーロの上昇をも引き起こしています。

ECBのQE終了はFRBとは異なるものになる見通し

これは2017年の重要なポイントになるでしょう。遅くともこの夏までにはテーパリング議論が再燃するとみられるからです。また、ECBの債券購入額は2018年初めから減少し始めると予想されます。もっとも、FRBと直接比較するのは間違いでしょう。FRBの目的が「単に」雇用と物価の安定を確保することであるのに対し、ECBにとって状況はそれよりもやや複雑です。ECBは周辺国の金利スプレッドを低水準に保つほか、貸し出しを刺激し、ユーロの為替レートを抑制する必要があります。これらすべてを考慮すると、多様な国から構成される通貨同盟においては、米国よりも緩やかで異なる種類のQE脱却が必要になるでしょう。例えば、債券購入と主要金利政策は互いに明確に分離される可能性があります。ドラギECB総裁は、周辺国を巡る懸念が払拭されるまでQEを続けるかもしれません。一方、インフレ率がより持続的に上昇すれば、総裁は金利を調整し始める可能性があります。市場はこうしたジレンマを十分に認識しており、そのためECBの言葉と行動から明確な意図を読み取るのが一層難しくなっています。この解釈の問題は、結局欧州債券市場のボラティリティを低下させる助けにならないということです。

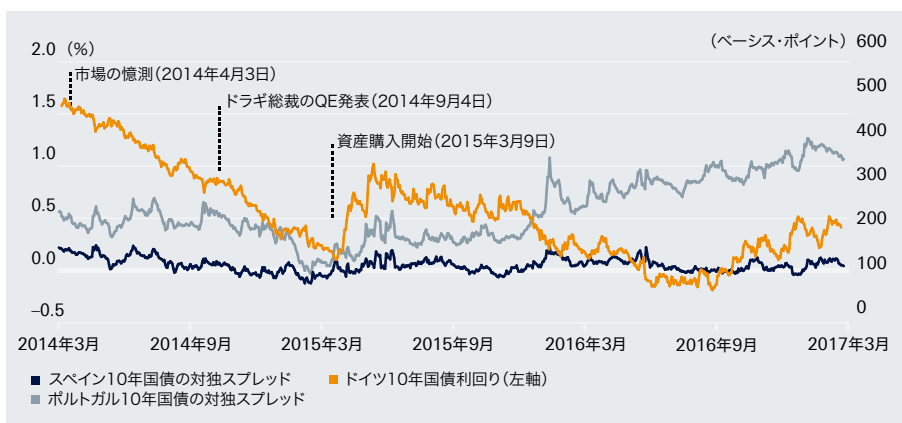
ユーロはECBによるQEが始まるはるか前に下落

ユーロはECBによる債券購入の最初の話が出た時に早くも下落し始めました。債券購入が始まるとユーロは上昇しました。



ドイツ国債利回りとスプレッドのサブライズ

ドイツ国債利回りと周辺国国債の対独スプレッドは債券購入の後ではなく前に低下/縮小しました。



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、2017年4月18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

為替市場にとっては政治の方が マクロ経済に関するコンセンサスよりも重要

》「医療制度改革は困難に、税制改革の見極めへ」。議会が財政刺激策を可決するスピードが米ドルの動向を左右するでしょう。《



ダーク・アウフテルハイデ

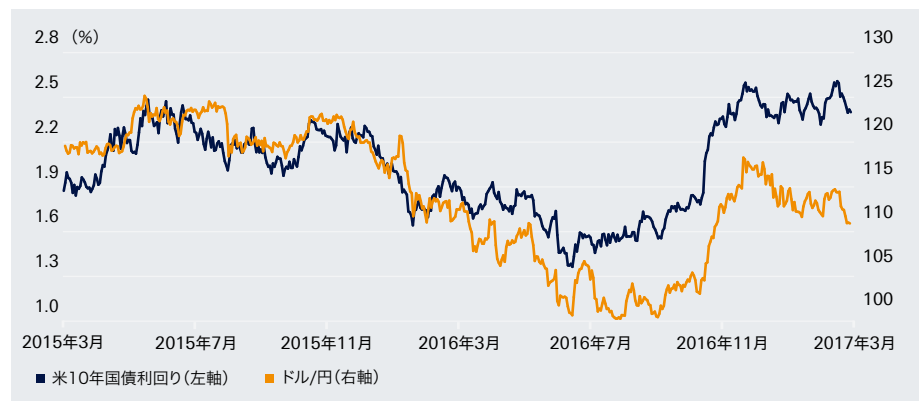
チーフ・カレンシー・ストラテジスト

トランプ大統領が医療制度改革で共和党をまとめ上げるのに失敗した後で、市場は大統領が税制改革を推し進めて議会を通過させられるかを注視するでしょう。これは米ドルのバリュエーションにとって支配的な要因である米国債利回りに影響を及ぼすと考えられます。米ドルが主に円に対して下落したのは、米国債利回りが4月半ばに低下し始めた後でした。当社は依然として、この米ドル安を調整と見なしています。投資家のポジショニングがより明確になれば、米ドルは再び上昇すると予想されます。しかし、そのためにはトランプ大統領に関するネガティブなニュースが緩和される必要があるでしょう。ユーロの強さは好調なマクロ経済指標に加え、フランス大統領

領選挙を巡る懸念の後退にも基づいています。周縁国国債の対独スプレッドはドイツ国債の対米スプレッドと同様に縮小し、ユーロを支えています。それでも、当社は目先の政治主導のユーロ上昇を売りの好機と捉えています。円に関して言うと、市場のボラティリティが上昇している場合には、円はなお最も信頼できる通貨です。しかし、日銀が近いうちに「イールドカーブの一部を固定する」という金融政策路線を転換する可能性は低いでしょう。したがって、米国債利回りの上昇は円安につながると考えられます。そのため、円がさらに上昇した場合には円を売ることが有望と考えます。

米ドル/円は米国金利と密接に連動

日本国債利回りが安定しているため、円は米国債利回りの影響を受けやすくなっています。



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、2017年3月28日時点

市場が割高なのには 正当な理由がある

》株式はほぼすべての指標で見て割高です。それでも、経済は堅調であり、
当社は相場の下落局面を潜在的な買いの好機と考えています。《

独身の男性や女性は「もう1人しか残っていない」という理由だけでその相手と結婚すべきでしょうか。母親が自分の子どもにそうした圧力をかけた場合、見当違いな考えであってもそれは許されるでしょう。しかし、単に他の選択肢がないという理由で株式を勧めるアセット・マネジャーについてはどうでしょうか。また、株式のバリュエーションが歴史的に見て高く、アセット・マネジャーの株価目標にほぼ届いている場合はどうでしょうか。もちろん、我々はそのマネジャーを直ちに非難することはありません。過去8年間で3倍になっているS&P500種株価指数、衰えを見せ始めている景気回復、ピークを打ちつつあるように見える利益率にもかかわらず、株式を愛好する多くの理由が残っているからです。

世界的な景気回復はなお継続する余地があるかもしれません。直近の経済指標の多くは予想を上回っており、多くの企業幹部は昨年よりも楽観的になっています。今年はこれまでのところ、利益予想は通常の季節性に反して全体的に引き上げられています。当社もほぼすべての地域につ

いて、利益予想と目標株価をやや引き上げました。景気回復はすでに8年目に入っており、当社が予想する3.5%の成長率が続けば、世界経済は6年連続で3.1~3.5%のペースで拡大することになります。もっとも、一部の向きはこれを否定的に捉えるかもしれません。結局のところ、中央銀行による支援が続いているにもかかわらず、世界経済は国際通貨基金(IMF)が世界の景気後退の目安とする3%の成長をもう少しで下回るところなのです。しかし、ポジティブな見方をする、中央銀行には支援の用意があるため、このような成長率の下で金利が力強く反転する明確な現実的脅威はないと言えます。一部の投資家にとって、長期にわたる低金利はより低いリスク・プレミアムを受け入れる理由になるかもしれません。

持続的な相場調整や、近い将来に景気後退が起こる場合によく見られる広範な兆候はまだありません。これまでの実績を見ると米国では、過去50年間の5回の弱気相場のうち、景気後退期以外に起こっているのは1回のみです。



トーマス・シュスラー

株式部門 共同グローバル責任者



アンドレ・コットナー

株式部門 共同グローバル責任者

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、2017年4月18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

無論、こうした論拠はあるものの、現在のバリュエーションや経済政策に関するリスクから、当社は市場に内在する潜在的な下振れリスクをなお認識しています。政治やマクロ経済が予測不可能であることは目新しいことではありません。将来は常に不確実なものです。注目すべきは、目下の新聞の見出しを決定し、パラダイム・シフトを引き起こし得るイベントが山積していることです。同様に注目すべきは、投資家が

比較的冷静であることです。こうしたプロセスは捉えにくいことが多く、経済に徐々にしか影響を及ぼさないことがその理由かもしれません。これはトランプ大統領の保護主義や世界貿易に対する考え方と同様です。一方、米国の新政権は年内に法人税率を引き下げられなければ、かなり早期に失望を招く恐れがあります。その場合、米国企業は規制緩和の可能性に期待することでは、米政界の新たな権力構造に

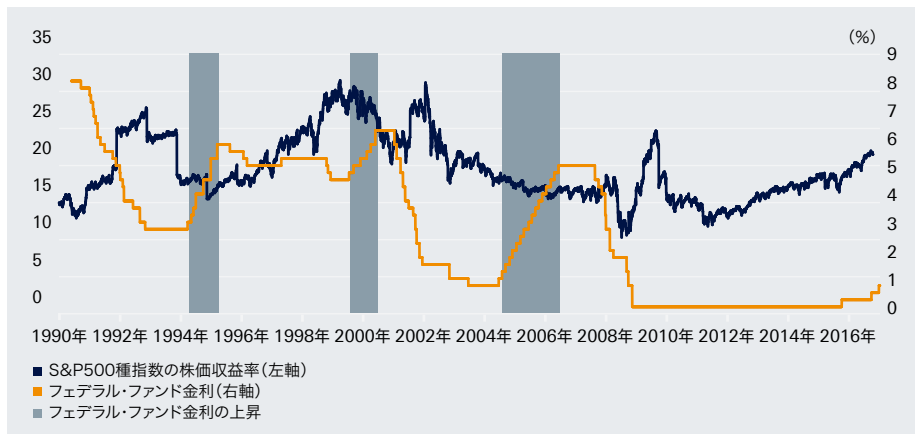
対する熱意を掻き立てられないと思われる。皮肉にも、今年はこれまでのところ、S&P500種指数を構成する企業の利益予想のみが引き下げられています。当社はなお法人税率の25%への緩やかな引き下げを予想していますが、これが2017年の利益に影響を及ぼすかどうかにはもはや確信が持てません。

„12ヵ月ベースで見ると、株価は適正水準に近く、一時的に上下両方向に行き過ぎることがあっても意外ではありません。”

アンドレ・コットナー
株式部門 共同グローバル責任者

急激な利上げは投資家に不人気

フェデラル・ファンド(FF)金利の上昇は通常、堅調な経済を示唆しますが、同時に株式のバリュエーションに圧力をかけます。金利の急激な上昇は株価収益率(PER)にさらに大きな影響を及ぼします。

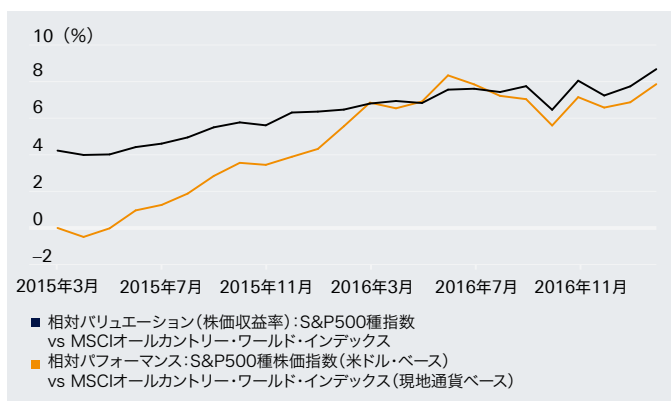


出所: ファクトセット・リサーチ・システムズ、ドイツ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、
2017年3月26日時点

バリュエーションの概要

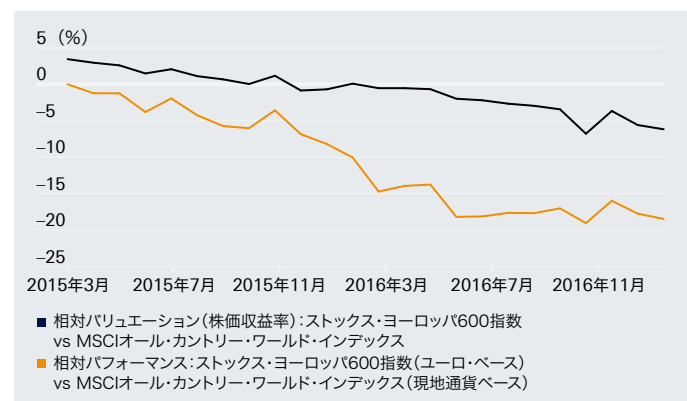
米国株式

当社は2017年にS&P500種株数を構成する企業の増益率が2011年以降で初めて二桁に戻ると予想しています。企業と消費者のセンチメントは良好であり、長期金利の大幅な上昇は見られません。バリュエーションと新政権が失望をもたらす可能性が、当社が「ニュートラル」を維持している理由です。



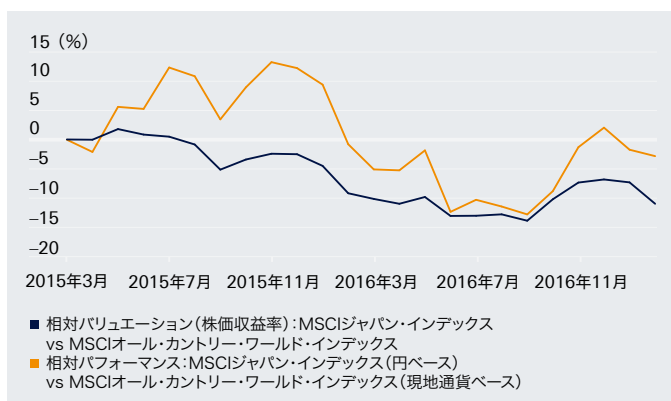
欧州株式

欧州の経済指標の多くが改善しており、その1つの理由として、企業が輸出市場の安定から恩恵を受けていることが挙げられます。しかし、英国の欧州連合(EU)離脱の影響や脆弱なユーロ圏における今後の選挙が市場のムードに水を差してきそうです。当社は2月にドイツの株式を「オーバーウェイト」に引き上げました。



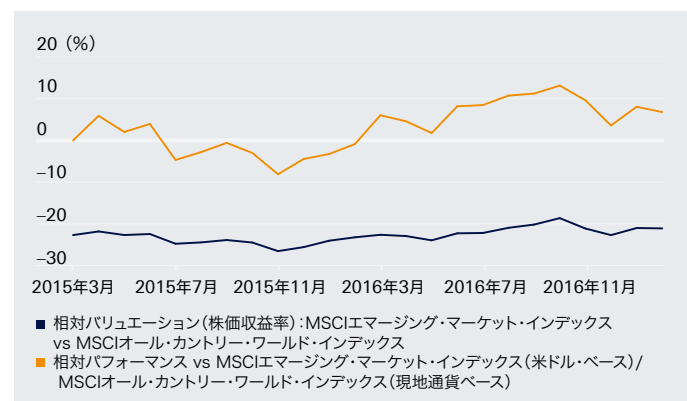
日本株式

日本のファンダメンタルズは企業のバランスシートと同様に、なお力強いと考えられます。しかし、12月中旬以降、円は対米ドルで上昇しており、これが日本株式の重しになっています。さらに、企業が慎重に舵を取り、日本から新興国に資金が流れることが懸念されます。当社は日本株式を「ニュートラル」に引き下げています。



新興国株式

新興国は2010年から2016年まで世界の株式市場のパフォーマンスを下回りました。当社は2016年の回復について当初は懐疑的でした。それが原油価格とほぼ連動したものであったからです。一方、中央銀行が十分な裁量余地を持続中、これらの国の一部で政治やマクロ経済に関する前進が見られています。国の選別がなお重要です。



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(2017年3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、2017年4月18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

適切なニッチを見つける

》非上場不動産とインフラに対する投資家の関心は相変わらず高い状況が続いています。特に欧州には有望な投資機会がありますが、選別的なアプローチが非常に重要です。《



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

不動産投資においてはその地域に根ざした視点が不可欠です。しかしここ数年、多くの先進国・地域における緩和的な金融政策によってこの事実は変わりつつあります。伝統的な資産クラスの期待リターンの下を受けて、オルタナティブ資産、特に不動産とインフラに対する投資家の関心が高まっています。

米国では、金融政策はすでに転換期を過ぎています。欧州でも、量的緩和の「終わりの始まり」が近づいているかもしれません。こうした状況から、不動産市場間の相関が低下し続け、今後、地域間と地域内のいずれにおいても乖離が生まれるとみています。

簡潔に言うと、米国の不動産サイクルは成熟しつつあります。欧州は、当初利回りがなお世界の平均を上回っているため、比較的良好な状況にあるようです。一方、アジア太平洋地域の状況は依然としてまちまちで、米国のトランプ新大統領の下での通商政策が主な懸念材料となっています。セクター別に見ると、オンライン・リテールへの長期的なシフトから物流が引き続き恩恵を受けています。

しかし、オンライン・リテールへの長期的なシフトは明確な部分とそうでない部分がはっきりしています。例えば、物流スペースがインターネット主導で拡大する余地は、必然的に当該市場でオンライン販売がす

でにどれだけの規模になっているかに左右されます。一方、ショッピングセンター等のような伝統的なリテール不動産への影響は様々で、一等地にある物件は十二分に持ちこたえています。実際、適切な立地で上手く構成されたリテール物件は、外食、ヘルスケア、フィットネスなど、オンラインでは提供できないサービスにより多くの時間とお金が費やされていることからむしろ恩恵を享受できます。

広範なトレンドの先を見る

2016年は米国の商業用不動産にとって良好な1年でした。1年の大半を通じて需要が供給を上回り続けた結果、空室率は低下し、賃料は上昇しました。不動産価格は総じて年初よりも高い水準で年を終え、コア不動産は過去の平均と同水準のトータルリターンを記録しました。

しかし、状況は僅かに変化し始めています。ファンダメンタルズはなお良好で、新規供給によるリスクは後退していますが、低調な分野が浮上しつつあり、特にオフィス・セクターの弱さが顕著です。米国は完全雇用に近い状態にあるため、新たなオフィス・スペースが必要となるさらなる雇用創出の余地は限定的といえるでしょう。

米国の住宅セクターの見通しもやや冷え込んでいる模様で、やはりローカルな状況に気を配ることが重要です。中でも30歳代

当社の今後の予想

不動産市場間の相関は引き続き低下

堅調な見通しを持つ特定の立地やセクターで選別的なアプローチを取ることが重要

地域別では欧州が比較的良好

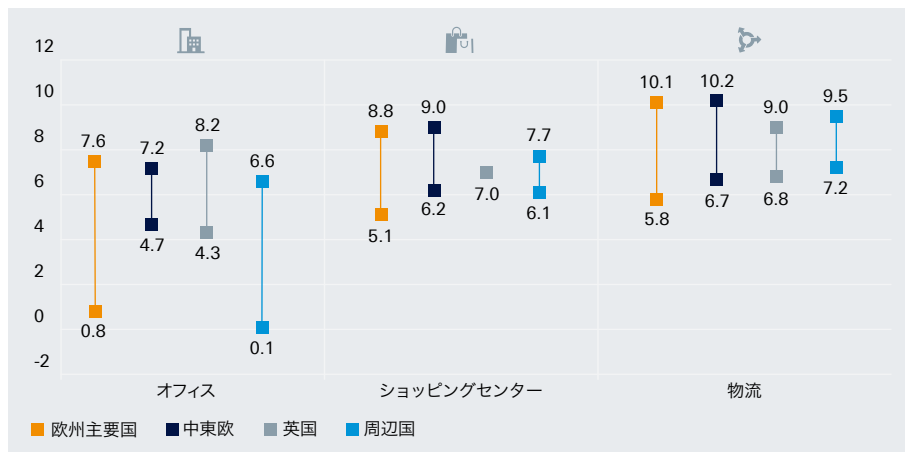
に入りつつあるミレニアル世代においては家計のライフスタイル志向が変化しつつあります。この世代が子育てのために家を探し始めるのに伴い、業務中心地区の外で都心と同様の快適さと通勤のしやすさを兼ね備えた都市近郊が恩恵を受ける可能性があります。

欧州の不動産も、ここ数年にわたって極めて高水準のリターンを投資家にもたらし続けてきました。しかし、今では市場全体が鈍化し始めている兆候が現れています。利回りはまだ底に達していない可能性があり、さらなる賃料の伸びも確かに見込まれますが、ドイツのような国は今サイクルのより成熟した段階に突入しつつあると考えられます。

欧州主要国の不動産は依然として他の資産クラスに引けを取らないとはいえ、2016年後半からの当初利回りのさらなる低下によって、今後5年の絶対リターンが低下する可能性が高まっています。短期的には、債券に対する目下の大きなスプレッドや一段の賃料上昇見通しなどを背景に、不動産にはさらなる利回り低下の可能性があると引き続き考えられます。より長期的に見ると、実質金利の上昇が問題となるでしょう。カギは依然として、堅調な成長見通しを持つ新たな特定の立地とニッチなセクターにおいて選別的なアプローチを取るとともに、政治的リスクから目を離さないことです。検討すべきオルタナティブ資産としては、欧州の非上場インフラがあげられます。この資産は国債利回りに対する妥当なプレミアムを実現できるとわれ、積極的な資産運用で一段の価値もたすことが可能でしょう。

セクター別、地域別に見た欧州のプライム資産のトータルリターン

欧州の中でさえ、セクターや地域によって期待トータルリターンには大きな幅があります。

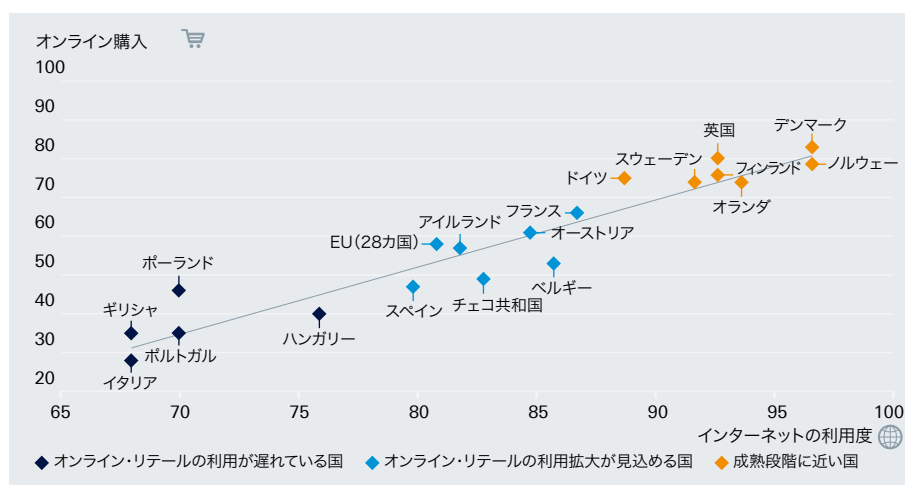


出所: RREEF Management LLC、2016年12月時点

注: レンジは各地域で予想されるパフォーマンスの最大値と最小値を示す(2017~2021年の年間リターン、%)。

オンライン・リテールで先行している国と出遅れている国

オンライン・リテールの影響を見極める際には、その国の成熟度を考慮する必要があります。



出所: ユーロスタット、2016年12月時点

注: 横軸は過去12カ月間にインターネットを利用した人の割合、縦軸は過去12カ月間にインターネットを利用して買い物をした人の割合。

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、2017年4月18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

不透明感がわずかに高まる

》米国と欧州では、政策に対する不透明感が著しく高い状態が続いています。
この事実は、金融市場のボラティリティの低さからは予測することが出来ません。《



クリスチャン・ヒル

マルチアセット部門責任者

昨年の米国大統領選での想定外の結果に続き、フランス大統領選挙などのさらなる政治リスクを控えていながらも、金融市場のボラティリティは非常に安定しています。世界の中央銀行の中には、こうした政治リスクが高まっているのにもかかわらず、金融市場のボラティリティは低いという興味深い事実に気づいている人もいます。

英国中央銀行は先の金融安定政策委員会の声明で、「多くの先進国経済における強い不透明感は、資産価格、または市場ボラティリティの指標に十分に反映されておらず、低水準のままである」と指摘しています。

戦術的運用は引き続き重要

時折起こる一時的な持ち直しにもかかわらず、株式市場のインプライド・ボラティリティ指標は実際のところ低水準にとどまっています。同時に、米国を中心に株式のバリュエーションは依然として高く、投資家はとりわけ慎重なポジションを取っていません。

このような環境下で、2つの疑問がわいてきます。よりシンプルな疑問として、どのようにマルチアセット・ポートフォリオを構築す

るかということです。ボラティリティは過去最低水準にとどまっていることにより、イベントリスクの過小評価で長期のデリバティブに収益機会の享受が期待されています。当社の予想では、多くの資産クラスのトータルリターンは軟調に推移すると考えています。最近のマクロ指標は非常に好調な一方で、経済サプライズ指標は行き過ぎた予想を示しています。当社では今後1年で、株価は現在の水準からわずか1桁台半ばの伸びにとどまると見ており、四半期を通じて全体のリスクを減らす予定です。

しかしながら、このことはリスクを直ちに減らすことを意味しません。むしろ、戦術的調整を目的として逆張り取引を行う予定です。市場は好調に推移していることから、ある種の限定的な調整が起きる可能性がさらに高まっています。当社はこうした調整に対して押し目買いで対応したいと考えています。政治リスクが一段と弱まれば、欧州は特に有望な投資先であることが証明されるでしょう。

もちろん、タイミングには常に注意しなければなりません。このことは、より難しい2番目の疑問、つまりボラティリティの長期見通しと関係してきます。

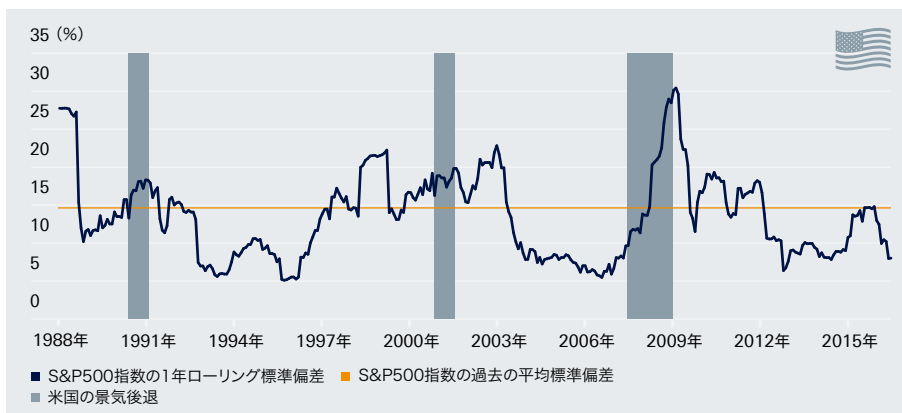
現在のところ比較的緩やか

株式市場および関連するセグメントの実現ボラティリティを見てみると、近年明らかに低下傾向にあります。その理由の1つとして金融政策が挙げられます。市場が痼癪を起こす中、投資家は中央銀行の金融緩和に慣れてきました。このため、利回りは過去最低水準、株式市場のバリュエーションは高水準となり、必然的に今後のリターンの上昇余地は限られてきます。米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げに踏み切り、債券市場ではすでにボラティリティがここ数カ月以内に再び上昇しています。

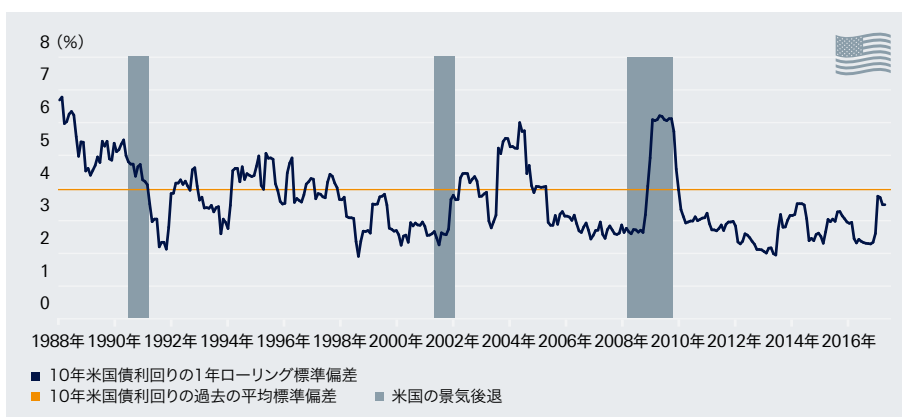
現在のところ、中央銀行は超金融緩和から慎重に脱却しようとしています。ソブリン債の利回りは緩やかではあるものの、上昇すると予想されます。利回り追求の動きが続く中、債券は引き続き下支えされるでしょう。流動性が重要であることに変わりはなく、これは当社が債券においてバーベル戦略を選好する理由となっています。バーベル戦略では、キャッシュの配分を高める一方で、新興国債券などのハイ・イールド債券の配分も高めています。

中央銀行は自ら作り出した低ボラティリティ環境に困惑しているようで、こうした事実は長期的な観点で見れば決して安心できるものではありません。インカムを生み出す資産に対する投資家の需要がボラティリティの高まりを抑えるでしょう。さらに、ボラティリティの低さは、取引のタイミングを計るのに役立ちません。このため、逆張り取引を行うのに、タイミングが早くなりすぎるか、遅くなりすぎる可能性があり、ポートフォリオのリスクへの影響は非常に大きくなります。しかし、中央銀行もその他の政策立案者も永久にリスクをなくすることはできないことを私たちは頭にとどめておくべきです。

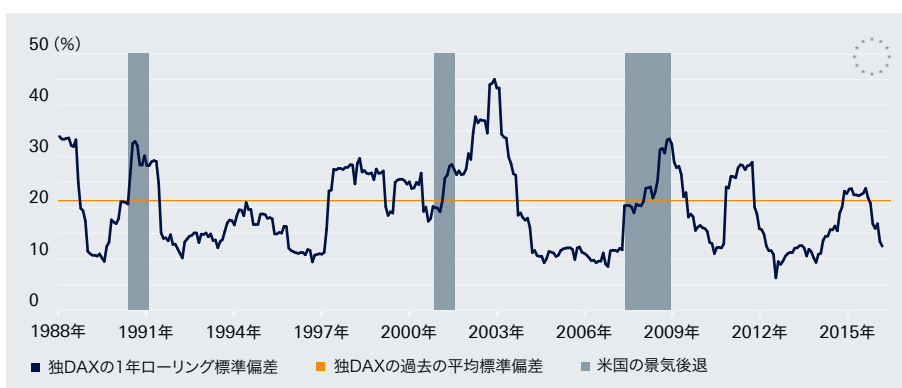
米株式市場ではボラティリティが低い状態が続く



しかし、米国債のボラティリティはすでに再上昇



欧州株式市場ではボラティリティの低い状態が続く



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мент・インベストメントGmbH、2017年2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、2017年4月18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

幾分警戒を強める

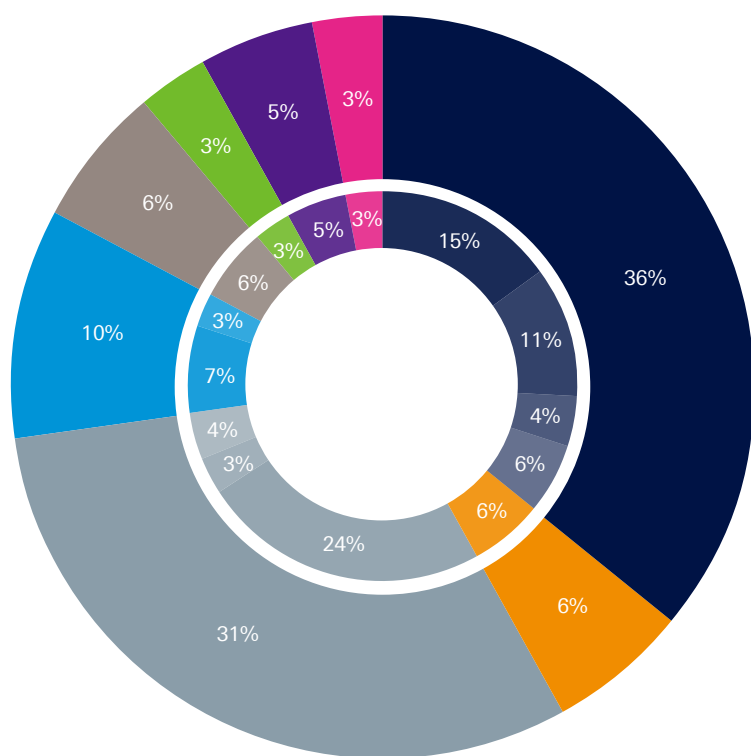
》当社は株式のエクスポージャーを若干減らし、
債券の中で社債を選好しています。《

2017年は好調なスタートとなりましたが、今後のトータルリターンに対する期待は限られています。バリュエーションが高水準にあることから、一時的に調整が起きる可能性が高まっています。株式のエクスポージャーを若干減らしていますが、その中でも欧州と新興国市場は選好しています。

債券については、当社が取るべき慎重なアプローチとして、デュレーションの短期化

が適切と考えています。当社はソブリン債を引き続きアンダーウェイトしていますが、金利の上昇が緩やかなペースに留まるとの予想に基づき、アンダーウェイトのスタンスを若干弱めています。債券の信用力は引き続き維持されると見込まれますが、中央銀行の金融政策に対する姿勢を踏まえて、スプレッドを慎重にみていく必要があります。

このような環境下においては、ポートフォリオを流動性の高いキャッシュ代替の債券とハイ・イールド債券（特に新興国市場債券）で構成するバーベル戦略は一考に値すると考えています。コモディティについては、景気に敏感なセクターを選好しており、マルチアセットの観点から金が分散投資として大きく寄与するとみています。



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ユーロ建のバランス型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(2017年3月29日時点)

先進国株式	
■ 米国	15%
■ 欧州	11%
■ 日本	4%
■ グローバル株式	6%
新興国株式	
■ 新興国株式	6%
債券:社債	
■ ユーロ投資適格社債	24%
■ 米国投資適格社債	0%
■ ユーロ・ハイ・イールド社債	3%
■ 米国ハイ・イールド社債	4%
債券:国債	
■ ユーロ圏国債	7%
■ 米国国債	3%
債券:新興国 (ハードカレンシー)	
■ 新興国市場	6%
転換社債 (ユーロ・ヘッジ)	
■ 転換社債	3%
コモディティ	
■ コモディティ	5%
オルタナティブ投資	
■ オルタナティブ投資	3%

指標が示すほど好調か？

》足元の指標は経済の好調さを示しています。しかし、不透明感は払拭されていません。《

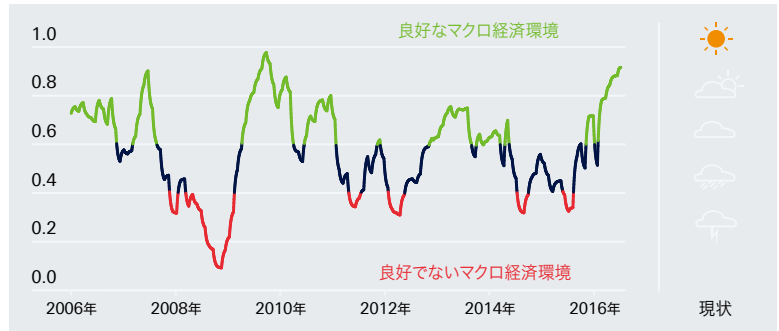
当社の3つのマルチアセット指標が示しているように、足元の金融市場の環境はおおむね良好です。中でも、マクロ経済指標は特に好調です。ファンダメンタルズの強さに下支えされ、マクロ経済指標は2016年の秋以降、堅調に上向いています。こうした指標の好調さは引き続きマクロ経済の土台が強固であることを示しています。

最近では米国大統領選挙後の高揚感が若干薄れ、トランプ大統領の政策が迅速に実施されるかどうか懸念が生じています。また、こうした状況はリスク指標にも織り込まれており、良好な基調が続いていたものが、最近急落しました。しかし、全体としては高い状態にあることに変わりありません。

最近発表された欧州のデータがアナリストのコンセンサスを若干下回っていたことを、サプライズ指標は示しています。一方、米国とアジアの指標は引き続きコンセンサスを上回っています。全体として、マクロ、リスクおよびサプライズの3つの指標は経済の好調さを示していますが、リスク指標とサプライズ指標は若干軟調に推移しています。

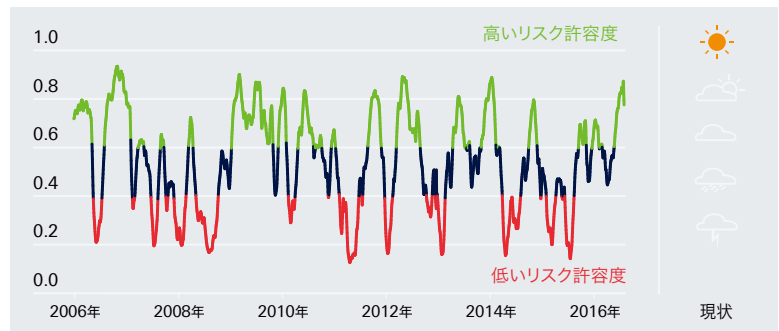
マクロ指標

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集約したものです。



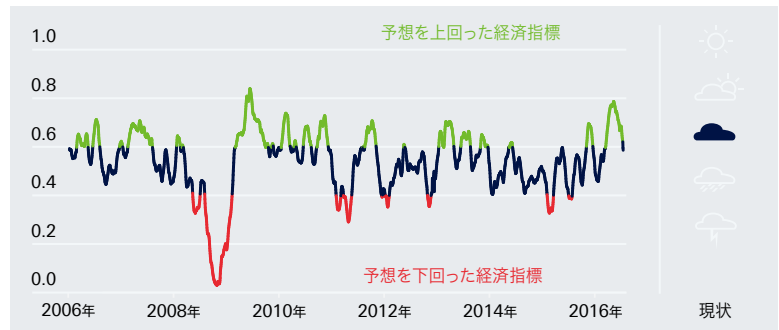
リスク指標

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。



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 (2017年3月24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、2017年4月18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

引き続き堅調

当社の世界経済見通しに変更はなく、ユーロ圏と英国の成長予想を若干引き上げました。おそらく世界の金融政策は乖離した状態が続くでしょう。米連邦準備制度理事会(FRB)は向こう1年間で2回から3回の利上げを行うと見込まれます。一方で、日本とユーロ圏では金融緩和が維持される可

能性が高く、欧州中央銀行(ECB)が年前半に量的緩和縮小を示唆する可能性は低いでしょう。当社は引き続き、欧州の政治イベントおよび米国で保護主義的措置が実施される可能性について注視していきます。世界経済の成長とインフレがやや加速する中、国債の利回りは若干上昇す

るでしょう。規制緩和や減税などのビジネス寄りの政策は、米国企業に恩恵をもたらすとみられます。デフォルト(債務不履行)率の低下や利回り追求の動きは、米国を中心としてハイ・イールド債券にとって追い風となる見込みです。欧州では継続する金融緩和や限定的な供給を受け、投資適格

マクロ経済 | 堅調に成長

GDP成長率(対前年比、単位:%)

地域	2017年(予測)	2018年(予測)
米国	2.2 ↗	2.4
ユーロ圏	1.5 ↘	1.4
英国	1.6 ↘	1.3
日本	1.1 ↗	1.6
中国	6.3 →	6.3
世界	3.5 ↗	3.7

財政赤字(対GDP比、単位:%)

地域	2017年(予測)	2018年(予測)
米国	3.3 ↗	3.6
ユーロ圏	1.6 →	1.6
英国	3.5 ↗	3.6
日本	5.2 ↘	5.0
中国	3.4 ↘	3.2

消費者物価指数(単位:%)

地域	2017年(予測)	2018年(予測)
米国 ¹	1.9 ↗	2.0
ユーロ圏	1.7 ↘	1.5
英国	2.5 →	2.5
日本	0.7 ↗	1.0
中国	2.4 ↗	2.5

経常収支(対GDP比、単位:%)

地域	2017年(予測)	2018年(予測)
米国	-2.9 ↘	-3.1
ユーロ圏	2.9 ↘	2.7
英国	-4.5 ↗	-3.5
日本	3.2 →	3.2
中国	2.2 ↗	2.4

指標金利(単位:%)

地域	現在値*	2018年3月(予測)
米国	0.75-1.00 ↗	1.50-1.75
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*	2018年3月(予測)
原油(WTI)	51 ↗	58
金	1,249 ↘	1,200
銅(LME)	5,838 ↗	6,200

WTI: ウェスト・テキサス・インターミディエート

LME: ロンドン金属取引所

予測は2017年3月23日時点の見通しです

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年3月31日時点

¹ 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(2017年3月31日時点)

債券が有利な状況にあると言えます。一方、新興国債券は、若干でもスプレッドが縮小すれば、恩恵を受けるでしょう。当社は株式に対して強気の見方を維持しており、株価の下落は買いの好機になると考えています。株式は年初に好調なスタートを切りましたが、現在の水準からの上昇余地は限定

的と言えます。投資先としては欧州を偏好しており、フランス大統領選挙後はアウトパフォームする可能性があります。上昇する米国の経済成長率や金利および足元の資金の流れを踏まえて、米ドルは十分に下支えされると考えられます。現在、ユーロと米ドルがパリティ（等価）に達するという見通しを

当社は変えていませんが、欧州の政治リスクが一段と軽減されれば、こうした見方を変更せざるを得なくなるかもしれません。

債券 | 金利は上昇

	現在値*		2018年3月(予測)
米国			
米国国債(10年物)	2.39%	↗	3.00%
米国地方債	95%	→	96%
米国投資適格社債	112 bp	↘	100 bp
米国ハイ・イールド社債	383 bp	→	400 bp
証券化商品: 米国住宅ローン担保証券 ¹	87 bp	↗	105 bp
欧州			
ドイツ国債(10年物)	0.33%	↗	0.80%
英国国債(10年物)	1.14%	↗	1.75%
ユーロ投資適格社債 ²	126 bp	↘	100 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ²	348 bp	↗	375 bp
証券化商品: カバード・ボンド	58 bp	↗	75 bp
イタリア国債(10年物) ²	198 bp	↘	180 bp
アジア太平洋			
日本国債(10年物)	0.07%	→	0.00%
アジア社債	220 bp	↗	235 bp
世界			
新興国国債	306 bp	→	300 bp
新興国社債	306 bp	↘	290 bp

予測は2017年3月23日時点の見通しです。bp=ベース・ポイント

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年3月31日時点

¹ 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

² 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(2017年3月31日時点)

為替相場

	現在値*	2018年3月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.07 ↘	1.00
米ドル(対 日本円)	111.39 ↗	120
ユーロ(対 英ポンド)	0.85 ↘	0.813
英ポンド(対 米ドル)	1.26 ↘	1.23
米ドル(対 中国元)	6.89 ↗	7.10

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、2017年4月18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

株式 | 割高なのには理由がある

世界の株価指数(単位:ポイント)	現在値*		2018年3月 (予測)	トータルリターン(予測)**			
			予測値	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
米国(S&P 500種指数)	2,363	↗	2,400	3.9	12%	-9%	2.3%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	381	→	380	3.3	11%	-10%	3.6%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,501	↗	3,500	3.6	10%	-9%	3.6%
ドイツ(DAX指数) ¹	12,313	→	12,600	2.3	7%	-8%	2.9%
英国(FTSE100種指数)	7,323	↗	7,300	3.8	15%	-13%	4.1%
スイス(SMI指数)	8,659	→	8,300	-0.8	5%	-8%	3.4%
日本(MSCI ジャパンインデックス)	905	↗	950	7.5	13%	-7%	2.4%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	958	↗	1,000	7.0	12%	-8%	2.6%
MSCI AC アジア 除く日本インデックス(米ドル建)	582	↗	600	5.6	12%	-8%	2.5%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,611	↗	2,650	4.2	19%	-15%	2.7%

予測は2017年3月23日時点の見通しです。

* 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、2017年3月31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。

¹ 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、2017年4月18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

チーフ・インベストメント・オフィスについて

ドイツ・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

ドイツ・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

ドイツ・アセット・マネジメント¹について

約7,060億ユーロの運用資産残高(2016年12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

¹ ドイツ・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。ドイツ・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。



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、2017年4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: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7,060億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12月末時点)

