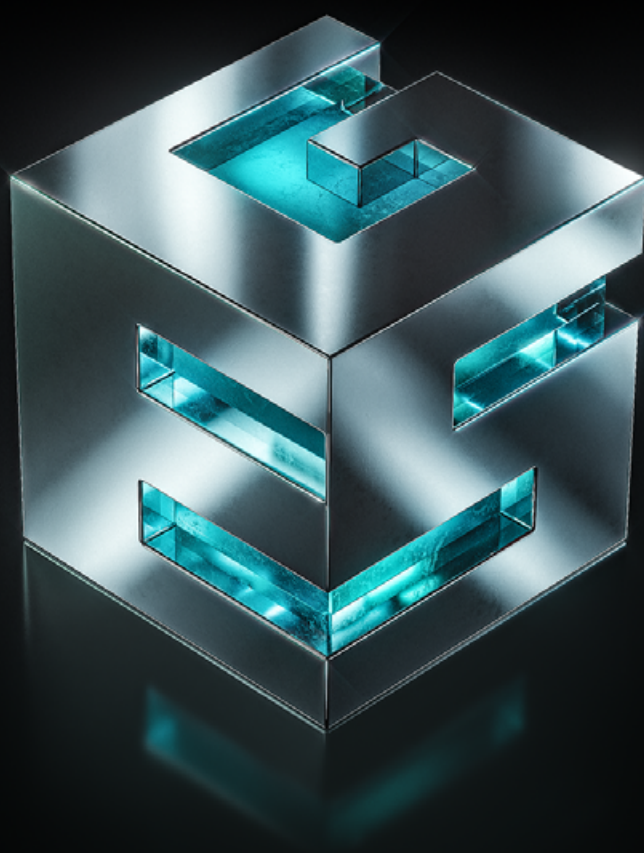


CIO | VIEW

2018年7月

サステナブル・ファイナンス

ESG(環境・社会・企業統治)の意味と重要性



二つの相反する世界

現在、世界経済は良好に推移しています。DWSでは、世界の国内総生産（GDP）の成長見通しに対する確信を強めており、インフレ率や金利の持続的な上昇を懸念してはいません。また一部の株式市場は、史上最高値に近い水準で取引されています。それにもかかわらずDWSのファンドマネジャーは、これまでにない不安を抱えながら夏季休暇に入ろうとしています。この明らかな矛盾の背景には、何があるのでしょうか。

こうした状況ではよくあることですが、その答えは、「既知の要素」と「未知の要素」をいかに評価し、それぞれをどのようにウェイト付けするかによって異なります。まず、世界の多くの地域で景気と企業業績が共に良好な推移を示していること、依然として緩和的な金融政策が続けられていること、またデフレ懸念が存在しないことは「既知の要素」と言えます。一方で、「未知の要素」もあります。例えば、長年にわたり緩和的な金融政策を実施してきた各国の中央銀行が、2018年後半からバランスシート（保有資産）の縮小を開始したとすると、市場はどのような反応を示すでしょうか。現在の景気サイクルにおいては、「秋（回復・拡大）」の局面が長期に及んでいますが、これはいつまで続くのでしょうか。そして各国の景気は、拡大局面に入った時と同じように、揃って縮小に転じるのでしょうか。こういった疑問です。一方、欧州では、移民問題が欧州連合（EU）を分裂させる原因となる危険性があります。ドイツのメルケル首相とフランスのマクロン大統領が、予想とは裏腹にコンセンサスを形成し、この問題に取り組まない限り、その危険性を排除することは不可能です。それ以上に大きい「未知の要素」は米国の政策ですが、トランプ氏を「予測不能の大統領」として責めることはできません。大統領はあくまで、選挙戦で示した公約を実現しようとしているに過ぎないからです。しかし米国議会や法廷が大統領に異議を唱える場面は減っており、与党・共和党ですら、大統領のやり方に対して匙を投げた感があります。一昨年の大統領選後、事態が選挙前と異なる方向に進むことを期待していた市場参加者は、恐らく我々だけではないはずです。これまでのトランプ政権は、以前ならば「越えてはならない」とされていた一線を越えるやり方が常態化しています。同様に、国内の産業セクターや企業に対する悪影響を回避しようとする様子もありません。こうした理由から、今年11月に予定されている大統領選の中間選挙を受けて、米国政治に大きな歪みが再び生じる可能性があります。

とは言うものの、我々のメインシナリオでは、各国の政策担当者の手によるダメージが続いたとしても、世界景気がその影響を受けることはない、との予想を維持しています。そのため、景気拡大局面が突如として終焉を迎える、といった懸念も持っていません。また中央銀行の緩和的な金融政策にもかかわらず、過去の景気サイクルと異なり、実体経済において資本の不適切な配分が広がっている状況は見受けられません。その意味でEUは現在、資産運用会社に対し、投資に際してESG（環境・社会・企業統治）要因をこれまで以上に考慮するよう求めています。我々は以前から、サステナビリティ（持続可能な投資）基準を運用プロセスにおける重要な要素としてきた経緯から、こうした動きを歓迎しています。



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

"ここ数年、経済は常にDWSの予想を上回ってきましたが、一方で、政治は我々の期待通りにはいきませんでした。"

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チェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もししくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

CIO | VIEW

2018年7月



フォーカス

どちらに向かおうと、サステナブル・ファイナンスへの歩みは止まりそうにありません。DWSでは引き続き、投資の意思決定プロセスにおいて、「持続可能性」の概念が果たす役割を強化すべく努めています。

サステナブル・ファイナンスの
実現に向けて..... 06



マクロ経済

世界経済の見通しは引き続き堅調です。一方で、貿易摩擦、欧州の政情不安から、市場の混乱が実体経済に波及する可能性に至るまで、様々な下振れリスクが浮上しています。

シートベルトをお締めください..... 08



債券

債券市場の「豊作」期間は終了した模様で、長きにわたった今回の景気サイクルも最終局面を迎えています。市場のボラティリティが上昇しており、戦術的な投資機会が生じています。

ゴルディロックス(適温)の終焉 10
為替 12



株式

DWSでは慎重ながら楽観的な見方を維持しています。向こう1年間は、国よりもセクター別の状況が主な注目点となります。引き続き、テクノロジーと金融セクターにおいて極めて良好な投資機会が見込めると考えています。

慎重に見つつも楽観 13
バリュエーションの概要 15



オルタナティブ

ここ10年間、「一部」のプライベートエクイティ投資家は驚くほどの利益を得てきました。DWSではプライベートエクイティはこの先も拡大していくと考えますが、投資家はどのマネジャーを支持するか注意する必要があります。

幸運は勇者に味方する 16



マルチアセット

サイクル終焉の兆しが見えにくいほど、経済は順調に推移しています。しかし、政治情勢がこの状況に水を差す可能性があります。DWSは慎重ながらも前向きな姿勢を維持します。

終わりを迎えない景気サイクルの終盤 18
アロケーション 20
指標 21



DWSの見通し

DWSの経済成長見通しに大きな変更はありません。ただし、リスクは高まっており、向こう数カ月は市場に混乱が生じる可能性があります。引き続き債券よりも株式を 선호します。

DWSの見通し 22



DWSについて

DWSはあらゆる資産クラスをカバーし、個人及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いたる幅広い資産運用ソリューションを提供しています。

会社紹介 24

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・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

サステナブル・ファイナンスの実現に向けて

》どちらに向かおうと、
サステナブル・ファイナンスへの歩みは止まりそうにありません。《

資産運用業界には果たすべき多くの役割があります。中でも重要性を増しているのが、金融システムの「グリーン化」、すなわち環境問題を強く意識した金融システム構築への貢献です。これは、運用戦略、リスクマネジメント、資産配分、企業統治、スチュワードシップといった資産運用会社の活動に、環境・社会・企業統治（ESG）関連の課題や、気候変動リスクなど長期的な持続可能性の課題を組み込むことを意味します。「優良企業市民」と見なされている企業に投資を行うことは、金融的な側面から言っても大いに理に適っています。例えばツイッターが広まり、消費者による不買運動が起きるこの時代、自分が投資を考えている企業が困難な状況に直面する前に、持続可能性に関するすべての問題について検討しておく意味はあるはずです。

世界各国の金融規制当局は、気候変動及び、より広範な持続可能性に関わるリスクを管理する金融機関の能力、準備体制、行動に注目するようになってきました。その背景には、低炭素で資源効率の高い技術への投資を促し、より長期的な視点を醸成しようとする考え方があります。この流れに弾みをつけたのが、2015年9月の英国イングランド銀行（中央銀行）マーク・カーニー総裁による「気候変動問題は金融の安定性にとって脅威である」との発言でした。同年、二十カ国・地域（G20）財務大臣・中央銀行総裁会議を通じて、ブルームバーグ創業者のマイケル・ブルームバーグ氏を議長とする民間主導の「気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）」が創設されました。このタスクフォースは、企業や金融機関による気候関連財務情報の開示方法をいかに改善すべきかについて、様々な提言を行いました。

欧州では、欧州委員会による「サステナブル・ファイナンス行動計画（SFAP）」がきっかけ

となり、サステナブル・ファイナンス（経済・社会の持続可能性に配慮した金融システム）を目指す動きに一段と弾みがつくことが予想されます。また現在、世界15カ国の中央銀行が「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク（NGFS）」のメンバーとなり、市場の監視、マクロ金融面から見た気候・環境のリスク管理、グリーンファイナンス¹の普及方法などに関して、ベストプラクティス（最良慣行）の共有を目指しています。さらに20カ国の保険規制当局も、「持続可能な保険フォーラム」と称する会合を通じて、ベストプラクティスを共有するようになりました。つまり2015年以降、この問題における重要な参加者として、各国中銀、年金基金、銀行・保険規制当局が新たに加わったこととなります。これを受けて金融業界では、持続可能で責任ある投資行動に対する注目がますます強まっています。

欧州の例

欧州連合（EU）の例は、とりわけ示唆に富んでいます。EU欧州委員会のサステナブル・ファイナンス行動計画（SFAP）の狙いの一つに、「持続可能性に資する活動に資本の流れを振り向け、エネルギー・気候変動政策におけるEU目標を2030年までに達成すること」があります。これには、最終エネルギー消費のうち再生可能エネルギー（太陽光や風力など）の割合を少なくとも27%まで増やす一方、温室効果ガスの排出量を1990年比で最低でも40%削減する、などの目標が含まれます。しかし以上を達成するには、年間1,800億ユーロの追加的な資金調達が必要と試算されています。欧州投資銀行（EIB）によると、エネルギーだけでなく、運輸、水、廃棄物などの分野の目標をすべて達成しようとするれば、必要な資金調達額は年間2,700億ユーロに膨らみます。

なお2019年末までの実施が予定されているこの行動計画では、グリーンボンド²

など、持続可能性に配慮した金融商品向けに、新たな基準や区分が設定されることになっており、サステナブル・ファイナンス市場の統一性と信頼性の確立に資するものと考えられます。この新たな基準や区分は、EU用語で「サステナビリティ分類（タクソノミー）」とされる統一分類システムで、グリーン資産やブラウン資産³の分類法を体系化することによって、サステナブルな資本の流れが測定しやすくなると期待されています。またこのシステムは、気候変動の緩和、変動への適応など、環境・社会面の目標達成に貢献する活動にも適用可能です。統一分類システムの導入により、サステナビリティ基準の開発やその透明性の向上が一層進むことが期待されます。

欧州委員会は、持続可能性やその他のESG問題に関連し、投資家の責務を明確にするため、法的措置を講じようとしています。具体的には、運用戦略、リスクマネジメント、資産配分、ガバナンス、スチュワードシップなどの領域において、明確な指針を設定する方針です。例えば、機関投資家や資産運用会社は今後、「運用プロセスにおいて、ESG要因や気候変動関連のリスクをどのように考慮しているか」を開示するよう求められるでしょう。また資産運用会社については、顧客に対し「持続可能性に関する優先度」の確認を行うことや、「持続可能性の視点を自社の運用商品にどのように組み込んでいるか」を説明することなどが義務付けられる可能性があります。

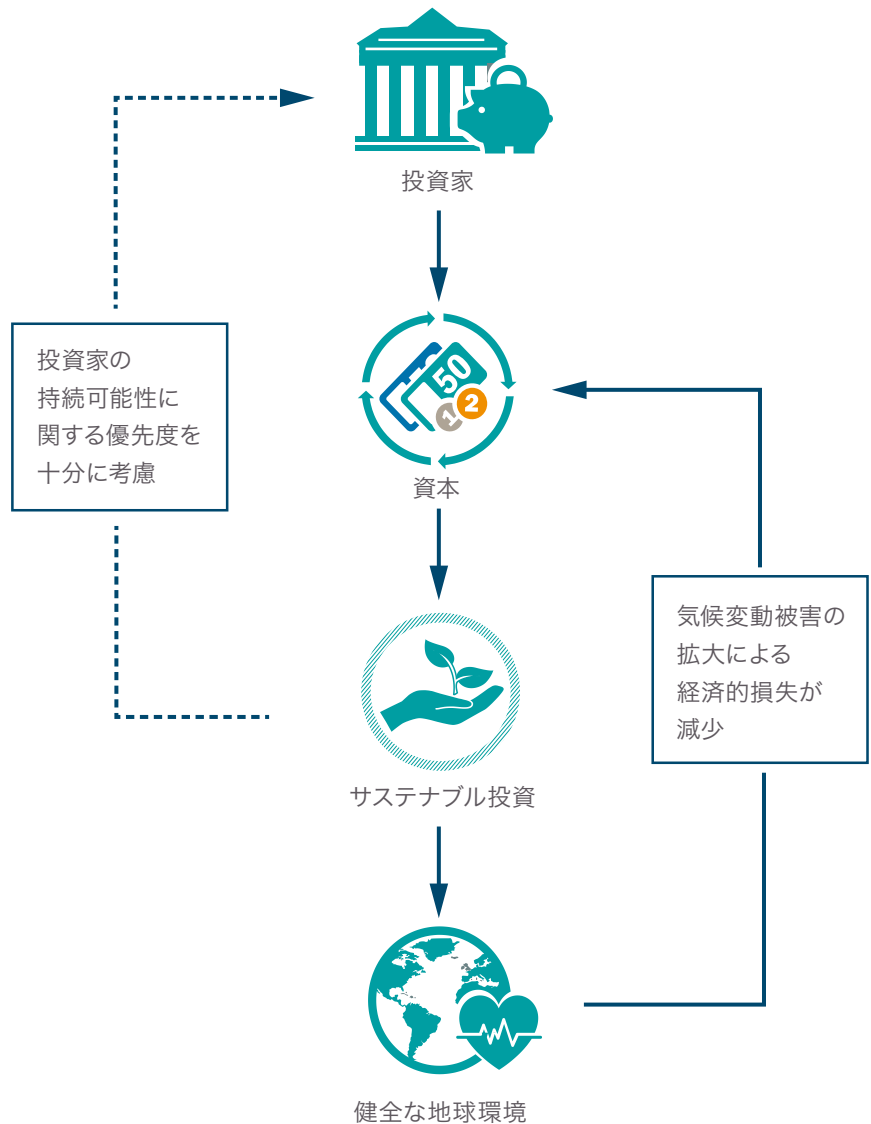
サステナブル・ファイナンス拡大の影響

以上で見てきた内容はすべて、サステナブル・ファイナンスがいかなる形をとるのか、その輪郭を示唆するものであり、欧州の例からは、影響が広範囲に及んでいることが見て取れます。そして上述したように、これは欧州だけの問題ではないのです。

「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク(NGFS)」による金融システムの「グリーン化」努力を取り上げてみましょう(NGFSの正式な英語名称は、その名も相応しく「Network for Greening the Financial System」「金融システムのグリーン化に係るネットワーク」です)。NGFSは、先進国、途上国両方の中央銀行と金融市場監督当局の代表から構成されるグループで、すでに企業に対し、特に気候関連リスク分野についての情報開示を強化するよう強く求めています。情報開示が進めば、市場の透明性向上に資するだけでなく、監督当局による監視や規制、政策の策定に関して、重要な知見が得られる可能性があります。

こうした状況は、何を意味するのでしょうか。現在、途上国と先進国の両方において、様々な関係者が力を合わせ、サステナブル投資への資本の流れを分類・評価する取り組みを行っています。また一部地域では資本を改めてサステナブル投資に向かわせるための法制化も進んでいます。「気候変動から生じる金融リスクを管理し、市場の透明性を向上させ、長期的な視点を育む」というその目標は、称賛に値します。とはいえ、これらの取り組みをすべて実際に機能させるにはどうすべきか、という問題が残っているほか、投資家の側も、こうした新たな期待を現実のものとするための構想や準備に関与していく必要があると考えます。我々は引き続き、投資の意思決定プロセスにおいて、重要なESG要因をより深く組み込むと共に、「持続可能性」の概念が果たす役割を強化すべく、努めています。資産運用業界に身を置く我々にとって、今はまさに胸躍る瞬間と言えるかもしれません。

より持続可能な経済を目指して前進



出所：欧州委員会「サステナブル・ファイナンス行動計画(SFAP)」、2018年3月発表

¹ グリーンファイナンス：環境にはプラスの効果をもたらし、投資家や貸し手にはリターンを提供することを目指す金融商品や投資。

² グリーンボンド：調達資金の一部又は全部を、新規・既存の適格グリーンプロジェクトにのみ(再)投資する債券商品。

例として、公害の予防・抑制、再生可能エネルギー促進、エネルギー効率向上などの分野のプロジェクトがある。

³ グリーン／ブラウン資産：EUの政策提案で使用されている用語。提案では、再生可能エネルギーの促進やエネルギー効率の向上などを目的とする、いわゆるグリーン融資・投資については、資本要件を緩和すべきとしている(「グリーン資産」)。対照的に、石炭分野など環境汚染源となる活動への融資・投資に対する資本要件は強化することを提案している(「ブラウン資産」)。

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・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

シートベルトをお締めください

》世界経済の見通しは引き続き堅調ですが、
下振れリスクも浮上しています。《



ヨハネス・ミュラー
マクロ経済リサーチ 責任者

DWSの見解

- 貿易摩擦の激化やユーロ圏の政情不安といった、市場の不安材料が相次ぐ
- DWSでは先行き見通しを小幅に修正したものの、依然かなり慎重な姿勢
- しかし市場の混乱が実体経済に波及するリスクは半年前よりも高まっている

仮にあなたが最近まで冬ごもりしていたとしても、我々の最新のマクロ経済見通しを見て、それほど驚くことはないでしょう。各国・地域のインフレ率、経常収支、経済成長率の予想について、我々はごく小幅な修正しか加えていないためです。米国については、年初来の経済指標が力強い推移を踏まえて成長見通しをやや引き上げ、2018年の国内総生産(GDP)成長率予測を現時点で+2.7%としています。これとは対称的に、ユーロ圏と英国に関しては、2018年のGDP成長率予測を若干引き下げ、それぞれ+2.2%と+1.4%としました。2019年の見通しは従来から据え置きとし、米国+2.4%、ユーロ圏+1.9%、英国+1.6%としています。

変更を小幅にとどめた点は意外かもしれませんが。なぜなら、国際社会で深まる米政権の孤立や、貿易摩擦の激化といった、市場の不安材料が相次いでいるからです。また6月初めには、イタリアにおいて場当たり的とも思える組閣が行われ、新政権が誕生するなか、一時は欧州債務危機の再来かと危ぶまれる場面もありました。ドイツと英国でも国内の政局が混乱しており、結果として、欧州における移民政策の共通化推進、銀行同盟の創設、英国のスムーズな欧州連合(EU)離脱¹などの課題は、いずれも簡単に達成できる状況ではなくなっています。

従って、これらの問題を無視して予想の修正を小幅にとどめているのかと問われれば、答えはノーです。まずイタリアですが、過去数カ月間にこの国で起こった出来事は、実に示唆に富んでいます。同国内ではしばらくの間、政情が安定せず、混乱状態が続いていました。今年3月の総選挙の前から、上下両院で複数のポピュリスト政党が多数の支持を獲得し、連立政権を組む可能性が無視できないことは明白でした。同様に、長期にわたってユーロ圏が機能するためには、制度面

での追加的なサポートが必要であることも、以前から明らかとなっていました。以上は、この3カ月間にユーロ圏の成長見通しを積極的に引き上げなかった理由の一部です。我々は現在の見通しは依然かなり慎重と考えていますが、これは基本シナリオに対して上下両方向に振れるリスクを反映させているためです。イタリア新政権による最初の声明はかなり期待を持たせる内容となっており、ジョバンニ・トリア新財務相は、ユーロ圏からの離脱の可能性を否定しました。景気モメンタムが引き続き堅調さを保っている点から見て、慌てて予想を変更するよりは、新政権の政策を待って判断するのが合理的と考えられます。またドイツとフランスについては、最近の貿易摩擦の影響を一部考慮した予想としています。

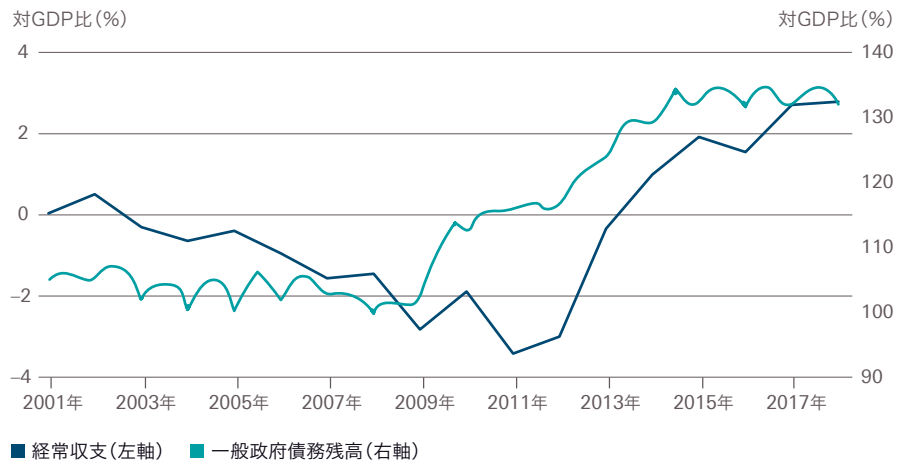
DWSの見方としては、トランプ政権による自由貿易への場当たり的な攻撃は、控えめに言っても根本的な誤りであり、驚くべき無知と言えるでしょう。トランプ政権の貿易政策は、米国だけでなく世界経済全体の成長見通しを下押しリスクがあります。世界貿易の支柱となっているルールベースの国際秩序を脅かし、世界のサプライチェーンを弱体化させれば、新興国市場を含め、貿易に関係するすべての国や地域が悪影響を受けることは明らかです。とは言うものの、近い将来に世界が景気後退入りする可能性もなさそうです。一方で、英国のEU離脱と金融政策も当然ながら注視が必要です。英国の政策に関しては、(離脱プロセスを強硬に進める)ハードブレグジット²の回避が可能となりそうな兆候も見られますが、その実現を過信するには時期尚早です。不安定な政治情勢を受けて、欧州中央銀行(ECB)は最近、向こう数四半期の政策の道筋について、2019年半ばまで金利を据え置く方針を示唆しました。同様に、米連邦準備制度理事会(FRB)も政策面で誤りを犯さないよう留意している模様

です。これまでのところ、米国経済が過熱している兆候はほとんどありません。FRBの政策は今後も景気指標に左右されることになるでしょう。FRBは2019年末までに3〜4回の追加利上げを行い、フェデラルファンド(FF)金利を3.00〜3.25%まで引き上げると予想しています。

以上すべてを踏まえた上で、我々の予想に対するリスクを挙げるとすれば、何が考えられるでしょうか。恐らく、最大かつ今なお増大しつつあるリスクは、金融市場が混乱に見舞われること、世界の金融環境が大幅に引き締まる可能性でしょう。これまでに述べた様々な要因の他にも、例えば中東地域の緊張の再燃やベネズエラの債務不履行(デフォルト)を背景とする原油価格の急上昇など、他にもリスクは多数存在します。これは、イタリアにおける最近の出来事から得られた現実的な教訓と言えるでしょう。世界は不安定であり、金融政策による支援も縮小しつつあるのです。市場はすでに警戒感を強めており、負のスパイラルに陥るリスクは、半年前よりも大きくなっています。

政治情勢を除き、イタリアの状況は実際には改善傾向

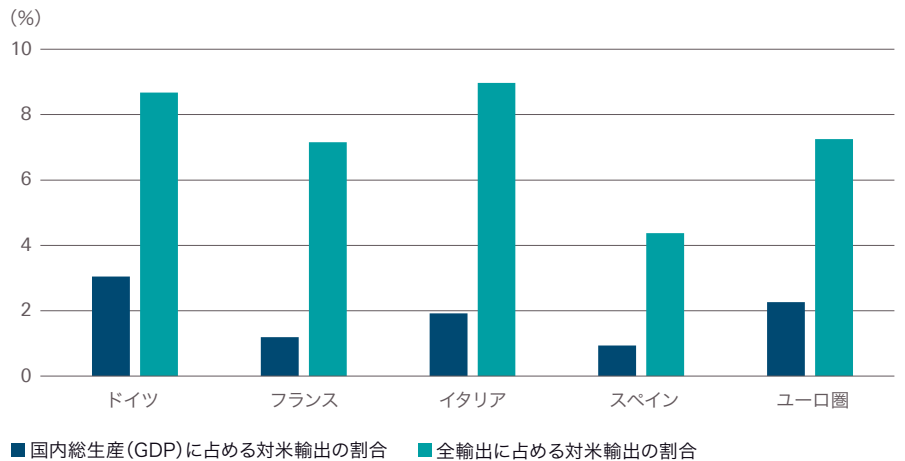
近年、イタリアの経常黒字は着実に増加しており、政府債務の対国内総生産(GDP)比は安定的に推移しています。



出所:国際決済銀行(BIS)、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、2018年6月22日時点

欧州諸国の対米貿易に対する依存度は比較的低い

米国の貿易制裁がユーロ圏諸国に及ぼす直接的な影響は、対GDP比で見れば、それほど大きくありません。



出所:ユーロスタット、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、2018年6月22日時点

¹「スムーズな欧州連合(EU)離脱(ブレッグジット)」は、英国・EU間で、十分に時間をかけて秩序ある移行プロセスを実現し、離脱予定の2019年3月以降、財・サービス貿易の流れに急激なショックを与えない内容の取り決めが締結されるケースを指します。その後の推移は、当然ながら取り決めの詳細に左右される面が依然大きいと考えられます。
²「ハードブレッグジット」は、英国とEUが、秩序ある移行に向けた拘束力のある取り決めを2019年3月までに結ぶことができないシナリオを指します。このような形のブレッグジットが避けられないのであれば、英国は何の備えもなく突然EUを去る可能性があり、その場合、資本の流れや財・サービス貿易の流れに大きな混乱が生じかねません。

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・マネジメント・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

ゴルディロックス(適温)の終焉

» それでも、米ドルではデュレーションが短期の社債(全般)、ユーロではハイ・イールド社債等、選別的な投資機会は残っています。«



イェルン・ワズモンド
債券キャッシュ部門 責任者

DWSの見解

- 債券市場の繁栄の時代は終わりを告げており、長期にわたる景気サイクルは最終段階に突入している模様
- 十分に抑制されたインフレ期待が債券資産をある程度下支えする見込み
- ボラティリティが上昇し、戦術的な投資機会を生み出している。米ドルではデュレーションが短期の社債を選好し、ユーロではハイ・イールド社債を選好

ほんの数カ月で何という変わりようでしょう。米ドルは対ユーロで我々の予想さえもはるかに上回るペースで上昇しており、米ドル/ユーロは1.15の戦略的目標に迫っています。一方、他の予想の一部は、期待していたほど順調な展開にはなっていません。特に、我々はイタリアの政治リスクとそれがイタリア国債に及ぼす悪影響や、新興国市場の重石となっている関税論争の激しさを過小評価していました。

こうしたイベントは、テールリスクが高まっていることを示唆しています。それと同時に、リスクを踏まえたりプライシングやボラティリティの高まりが投資収益を得る機会を生み出しています。ユーロ圏の周辺国を例にとってみると、スペインとイタリアの10年国債の利回り格差(スプレッド)からも、債券市場は利回りの高い様々なユーロ圏諸国をかなり上手く差別化していることが分かります。2013年以降、スペイン経済はイタリア経済の3倍のペースで成長しています。財政も改善しており、我々は最近ではスペインをもはや周辺国ではなく準主要国として扱い始めています。イタリアの政治リスクに起因するスペイン国債のスプレッド拡大により、スペイン国債は非常に魅力的になっています。

イタリアも注目に値します。投資家はほぼ間違いなく、2つの反ユーロ政党(同盟と五つ星運動)が新政権の樹立で直面する困難を過小評価していました。5月には、おそらくは同盟の意図的な政治的策略による「Italexit」の脅威を受けて、投資家のリスク選好度は急激に変化しました。状況が落ち着いた今、我々はユーロ圏周辺国に対して依然として強気です。イタリアでさえ、ユーロ圏危機のピーク時よりもはるかに良好な状態にあります。しかし、単純な押し目買いの時代が終わっているこ

とは間違いありません。ボラティリティは上昇しており、これはユーロ圏国債や新興国債券だけにとどまりません。最近のイタリア騒動では、リスク回避姿勢が他の市場セグメントに急速に広がりました。

こうした事例はより一般的なものになりそうです。長期にわたる景気サイクルは最終段階に突入しているようです。中央銀行の支援は弱まり始めています。欧州中央銀行(ECB)が示したスケジュールによると、ECBのバランスシート拡大は今年末で終了する予定です。ユーロ圏の最初の利上げは2019年秋に予想され、その観測が利回りを徐々に押し上げ始める見通しです。米連邦準備制度理事会(FRB)の継続的な引き締めにより、利回りはすでに上昇しています。とはいえ、行き過ぎた予想や拙速な予想は禁物です。

今後12カ月で米国のイールドカーブは一段とフラット化する見込みですが、逆イールドカーブの発生は予想されていません。インフレ期待は依然として十分に抑制されています。経済モメンタムは差し当たり堅調に見えますが、貿易からユーロ圏の混乱の再燃まで、数多くの政治的リスクがあります。向こう数年のある時点で軟調局面に突入することへの懸念が長期金利を抑制するはずですが、

短期国債の「リスクフリーレート(無リスク金利)」の魅力が上昇していることを受けて、我々は資産配分をイールドカーブの短期年限側に移しつつあります。また、新興国を含む米ドル建クレジット資産に対して、慎重な楽観姿勢を維持しています。歴史を振り返ると、我々が予想しているようなイールドカーブのフラット化局面においてさえ、社債スプレッドは長期にわたりかなり安定的に推移する可能性があります。この点で、最近のスプレッド拡大は米国で選別的な投資機会を生み

出していると考えられ、特に年限が短めの社債についてと言えます。新興国では、こうした投資機会はとりわけ一部のリスクの高い国債に存在しています。我々は現地通貨建よりも、主要通貨建の債券を 선호します。社債に目を向けると、利回りの絶対水準の高さから、アジアの社債が魅力的な資産クラスであると考えます。

欧州社債のファンダメンタルズはなお良好です。FRBの利上げペースや合併・買収活動の影響を受けにくいことから、投資適格社債よりもハイ・イールド社債、米国の社債よりも欧州の社債を 선호します。全体的に見て、社債市場は中央銀行の政策による歪みが少なく、より正常で、より変動性の高い状態に戻りつつあります。これはたしかにリスクをもたらしますが、戦術的な投資機会も生み出していると考えます。

スペインとイタリアの異なる運命

2013年には、スペイン国債の利回りはイタリア国債の利回りを大幅に上回っていました。それ以降、これは大きく逆転しています。

(ベースポイント)



■ スペインとイタリアの利回り格差*

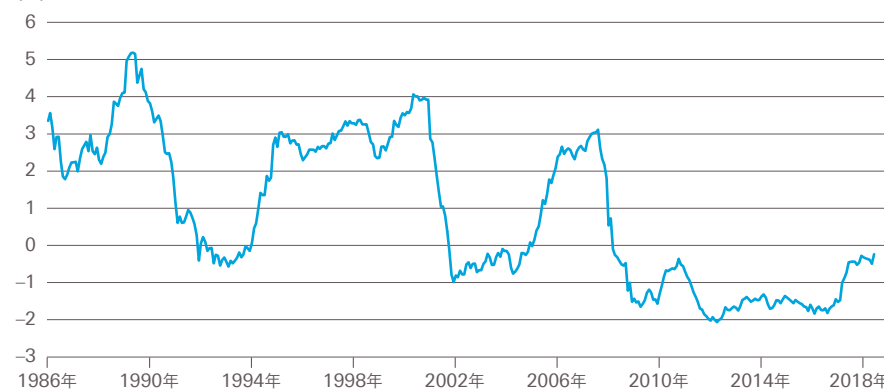
*10年国債

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、2018年7月3日時点

実質フェデラルファンド金利は依然として非常に低い

過去の標準と比べ、FRBは金融政策をさほど引き締めていません。実質フェデラルファンド金利はなお非常に低い水準にあります。しかし、これは変化し始めています。

(%)



■ 実質フェデラルファンド金利 (参照: コア消費者物価指数)

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、2018年6月30日時点

¹ 「Italy」と「exit」を組み合わせた言葉で、イタリアの欧州連合離脱の可能性を表しています。

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・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

米ドルの一段の上昇は見込みにくい

» 最新の経済指標は米ドルにとってプラス材料ですが、
債務と政策はそうではありません。«

DWSの見解

- ユーロ/米ドル先物市場での極端なユーロ買い米ドル売りポジションは今や巻き戻されており、明確なチャート・シグナルは見られない
- 米国経済は欧州経済よりも良好で、米欧間の金利差は過去最高水準にあるが、今後どうなるかは明らかではない
- 長期的には、財政赤字の拡大と米トランプ政権の孤立主義政策が米ドルにとってのリスクになる見通し

あらゆる通貨は多くの要因によって動かされますが、こうした要因は3つの大まかなカテゴリーに分類できます。具体的には、マクロ経済のファンダメンタルズ、センチメント/ポジショニング、そして市場のテクニカル要因です。今年テクニカル要因が主な原動力となっているようです。マクロ面では、最も頻繁に議論されているトピックは米国と他国との金利差です。とりわけ極めて緩和的な金融政策のために、金利差がユーロ/米ドルに与える影響は実質的に消失しています。一方、他の2つのファンダメンタルズ、すなわち米国の政治と財政・経常赤字(双子の赤字)は重視されていません。

双子の赤字は、トランプ政権の減税によって、今年のGDP比5%程度から2020年には同8%に膨れ上がる見通し

です。図表に示す通り、米ドルがこれほど高水準の赤字の影響を受けなかった事例は過去一つしかありません。それは1980年代初めに当時のロナルド・レーガン大統領が市場志向型の経済改革に対する期待を高めた時です。また実際、成長率は1980年代半ばまで明確に加速しました。同様の結果が目下の財政プログラムから生まれ得るかどうかには疑問の余地があります。また、米ドルの優位性が足元の政策によってどの程度損なわれているかという問題もあります。トランプ大統領の当選後まもなく米ドル安が進行しました。トランプ大統領は多国間協定に抵抗する一方、同盟国に対してさえも制裁を課すことを望み、トランプ大統領のこうした行動は世界の企業と銀行が決済通貨として米ドルを愛好しやすくなるようなものではありません。

米国の財政赤字と経常赤字は再び増加傾向に

収支の悪化が米ドルを支えた事例はこれまでに一つしかない



*ローリング4カ月平均、2018年以降については米議会予算局の予測
出所: トムソン・ロイター・データストリーム、米議会予算局、2018年6月19日時点

慎重に見つつも楽観

》DWSでは今後12カ月で主に注目すべきは、国よりもセクターと考えます。《

早速本題に入ると、我々はこのしばらくの通例を破り、直近の戦略会議でベンチマーク株価指数の目標水準を引き上げませんでした。これは2つの理由から注目すべきことです。第一に、2018年と2019年のGDP予測はほとんど変わっていません。これは、世界経済が堅調を維持する中、失業率の低下が続いており、購買担当者の景況感がなお高く、多くの企業が依然として多額の現金を溜め込んでいるためです。つい最近、米国の4つの大手金融機関は配当と自社株買いを通じて株主に1,100億米ドルを分配する意向を発表しました。したがって、景気サイクルは終盤を迎えてもなお健全で、景気過熱や金利の急上昇を心配する必要はないように見えます。第二に、我々の通常の予測プロセスに基づく、目下のマクロ経済・金融環境は目標株価の2~3%の引き上げを意味します。なぜでしょうか。我々は12カ月後の目標株価を予想し、四半期毎に見直しをしています。そのため、2019年夏までの企業収益の平均伸び率を10%程度とする想定は、1四半期当たり約2.5%の伸び率となります。したがって、株価収益率(PER)を一定とすると、目標株価を四半期毎に2.5%引き上げる必要があります。

それではなぜ、目標株価はほとんど変わっていないのでしょうか。主な理由は、目標PERをやや引き下げたことにあります。新興国に関してのみ、予想増益率もわずかに引き下げました。したがって、我々は多くの株式市場でここ数四半期に、そして好調な米国市場でもここ数カ月に顕著になっている動向、すなわちPERの低下を織り込んでいるのです。そのため、引き下げられたPERが企業の(実現又は予想)収益に適用され、目標株価が決定さ

れています。これは、投資家が中期的に、企業収益の減少、割引率の上昇、又はリスクプレミアムの上昇のいずれかを予想していることを意味します。現在は1番目と3番目の予想の組み合わせであると考えられます。具体的な証左がないにもかかわらず、ますます多くの投資家は景気サイクルが遅くとも2021年には終わると予想しています。しかし、(今年始まる予定の)中央銀行のバランスシート縮小、目下の貿易摩擦やトランプ米大統領の個々のセクター・企業に関する発言、中国の不動産バブル、企業や国家の高い債務水準に起因する大きな歪み等により、サイクルの終了は早まる可能性があります。こうしたリスクは我々の基本シナリオには織り込んでいませんが、もはや予測においてそれらを完全に無視することはできません。最も懸念されるのは、米国の株主が米国防権の様々な政策から、例えば税制改革や規制緩和だけに注目し、いいところ取りをしていることです。これは米国の国内市場に重点を置くラッセル2000指数で容易に見て取れます。2月初め以降、中国CSI300指数を28%ポイント、ドイツDAX指数を17%ポイント¹と、ラッセル2000指数は中国市場とドイツ市場を明らかにアウトパフォームしています。

強い国内バイアスを持つ企業とともに、テクノロジー株が再び米国市場を牽引しています。今年前半に時価総額の増加が最も大きかった10社はすべてテクノロジー企業でした。それらの時価総額は約7,000億米ドル増えています。この数字を大局的に見ると、ドイツDAX指数の時価総額のおよそ半分に相当します。しかし、S&P500種株価指数の時価総額の増加



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

DWSの見解

- 引き続き良好な投資環境が見込まれるものの、DWSは今後12カ月に関してより慎重
- 地域的な選好はもはやほとんど持っていないが、テクノロジー株と金融株になお最も大きな上昇余地がある

¹ トータルリターン。出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2018年7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・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイツ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

が2,980億米ドルであることと比べても、大手テクノロジー企業がいかに着実に支配的地位を固めているかが分かります。

スウェーデンのポップグループABBAは1975年に「The Winner Takes It All (勝者総取り、邦題「ザ・ウィナー」)」という曲を歌っていました。ここ数年は一部のテクノロジー企業にこれが当てはまっているように見えます。とはいえ、いつかは反トラスト機関や他の政府機関が介入に踏み切ると予想されます。

これにはもう少し時間がかかるかもしれませんが、投資家はそうした介入を予想し始めていると思われます。PERの低下はその兆候かもしれません。我々はテクノ

ロジー企業に関してより選別を強めています。しかし、歴史が指針になるとすれば、このセクターは投資家の行動によって支えられるかもしれません。過去においては、投資家は株価上昇が壁に突き当たるまで選好するセクターを変えませんでした。テクノロジー株に次いで、今後12カ月は金融セクターと欧州の中小型株も選好します。

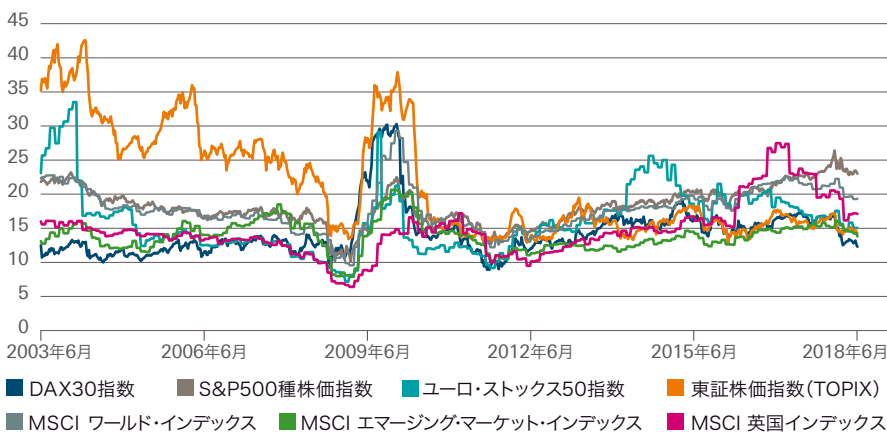
テクノロジー株の力強さを踏まえると、今年前半が終わった後、年初来でなお上昇している数少ない指数の中でNASDAQが先頭に立っていることも意外ではありません。大半の指数は年初来で下落しています。中国のCSI300指数とアルゼンチンのメルバル指数はすでに調整領域に達

しており、年初来の高値から少なくとも20%下落しています。ブラジルのボブスバ指数もこれと大差ありません。米ドル高、米国の金利上昇、世界の貿易問題に加え、一部の新興国の弱さは各国固有の問題にも帰せられるため、この弱さがシステムミックなものであるとは思えません。我々は引き続き、「特にアジア新興国はファンダメンタル的に良好で、直近の調整を受けてそのバリュエーションは魅力的になっている」と判断しています。さらに、米ドルがこれまでと同じペースで上昇し続けるとは考えにくく、米10年国債利回りは今サイクルのピークに近い水準にあります。これらすべてが株式への圧力を軽減すると考えられます。

米国の株主でさえより慎重に

PERはしばらく前から低下しています。指数のなかで最後に低下したのはS&P500種株価指数ですが、そのデータは税制改革によって歪められています。

株価収益率

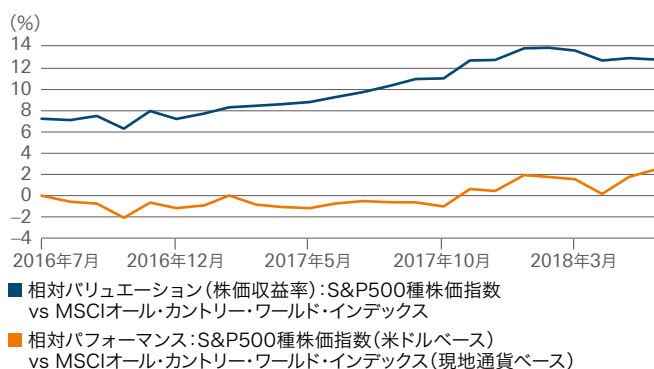


出所: トムソン・ロイター・データストリーム、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、
2018年7月2日時点

バリュエーションの概要

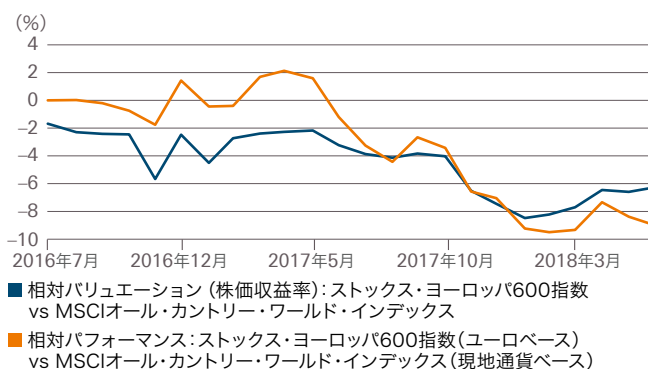
米国株式

米国には終わりの見えない政治的不透明感が漂っているとも言えますが、米国の経済と企業セクターはこれまでのところ堅調な数字を生み出し続けています。そのため、我々はGDP成長率予測をわずかに上方修正しました。また、米国企業の増益率は先進国の中で最も高い13%近くになると見えています。市場のバリュエーションは依然として極めて高いものの、テクノロジー・セクターがなお防波堤となっています。米国株式をニュートラルに引き上げます。



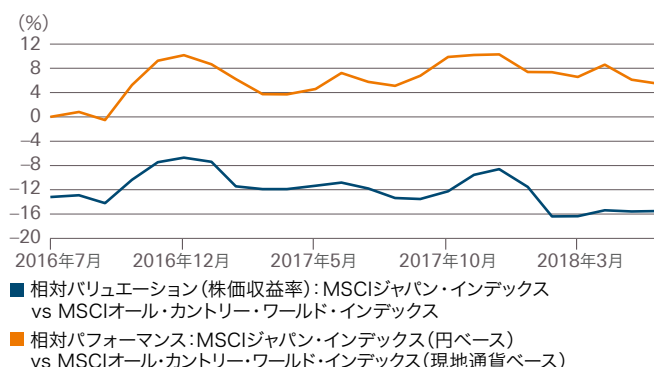
欧州株式

企業に関して言えば、我々は欧州をなお楽観視しています。四半期決算は目覚ましいとは言えないながらも堅調でした。米国と比べると、市場のバリュエーションは過去の水準に沿っています。また、米ドルの上昇も支援要因です。しかし、欧州は現在、内部的な問題（イタリア、英国の欧州連合離脱（ブレグジット）、ドイツの政権危機）だけでなく、米国の通商政策にも悩まされています。ドイツを含む欧州をニュートラルに引き下げます。



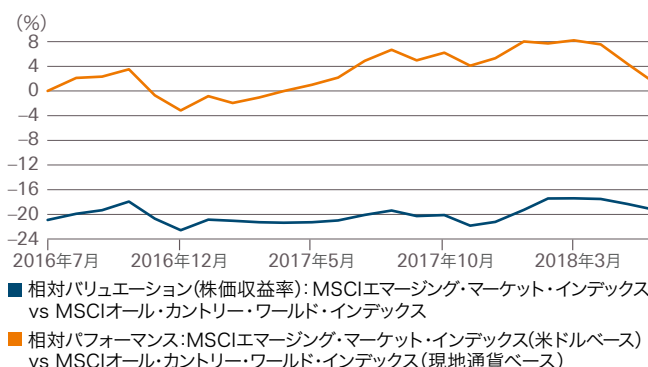
日本株式

我々は日本をニュートラルに引き下げました。3月末に発表された通期決算は非常に堅調でしたが、日本企業の業績見通しは意外なほど慎重でした。国内市場に重点を置く企業は今後もなお好業績が見込めますが、円高がさらに進めば輸出企業に悪影響を与える可能性があります。また、輸出企業は、欧州や中国の企業と同様、米国の通商政策から圧力を受ける恐れがあります。



新興国株式

我々は新興国をニュートラルに引き下げましたが、これはもっぱら東欧と中南米に対する懐疑的な見方を理由としています。アジアに関する強気姿勢は維持しており、アジアは我々が選好する地域になっています。米トランプ政権の政策、米ドル高、米国債利回りの上昇を背景に投資家が定期的に神経質になる中、市場は不安定になると予想されますが、米ドルと金利ではこうした大きな変動の大半はすでに起こっていると考えられます。



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、2018年6月29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・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もししくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

幸運は勇者に味方する

》ここ10年間、「一部」のプライベートエクイティ投資家は驚くほどの利益を得てきました。

DWSはこの背景を考察します。《



マーク・マクドナルド
プライベートエクイティ 責任者

DWSの見解

- 全体としてプライベートエクイティは金融危機以降非常に堅調なパフォーマンスを上げている
- ただし、パフォーマンスの上位と下位の間には大きな差が存在する
- DWSではプライベートエクイティはこの先も拡大していくと考えているが、投資家はどのマネジャーを支持するか注意する必要がある

プライベートエクイティ(PE)市場は、世界的な金融危機以後の10年間で驚異的な発展を遂げました。過去5年間のプライベートエクイティ・ファンドへの投資家コミットメント(投資確約金額)が約2兆米ドルに上るなど旺盛な資金調達環境を背景に、プライベートエクイティの運用総資産は2017年に3兆米ドル近くに達したと推定されます¹。しかしながら、この顕著な上昇の裏には今日のPE市場における4つの大きなトレンドが潜んでおり、投資家はこれを考慮しておくのが賢明です。

その第1は、プライベートエクイティは非常に魅力的なリターンを提供してきたということです。ただし、これは複数の投資サイクルにわたりプライベートエクイティを運用するマネジャー(ジェネラルパートナー(GP)と呼ばれる)への投資を維持し、トップクラスの優れたGPにアクセスできる投資家にのみに当てはまります。例えば、2008年の「ヴィンテージ」ファンドのデータに基づく、上位四分位と下位四分位のパフォーマンス間のリターンの差異は10%以上ありました。こうしたファンドは今では成熟段階にあり、将来のリターンの分散は相対的に低い傾向にあります。上位四分位のマネジャーへの投資家は、比較対象となる上場市場のベンチマーク以上のプレミアムリターンを享受しています。しかし、パフォーマンスの悪いファンドへの投資家のリターンは、この資産クラス特有の低い流動性を必ずしも補う結果とはなりません。

流動性と言えば、2番目の大きなトレンドとして、近年セカンダリー市場でのバイアウト投資が顕著に成長している点が挙げられます。清算に19年以上もかかった一部のファンドの例が立証するように、歴史的にPE市場は、本来的に長期的かつ

非流動的な資産クラスでした。市場におけるセカンダリー投資の普及が進むにつれて、リミテッドパートナー(LP)と呼ばれる投資家はプライベートエクイティ・ファンドの持分を売却することが可能となり、さらには複数のポートフォリオ企業を一度に売却すること、場合によってはプライベートエクイティ・ファンドのGP自体が主導する案件において売却することも可能となりました。同市場には約1,250億米ドル²の投資待機資金が存在すると推定されており、LPが非流動的なプライベートエクイティ・ポートフォリオを最大20億米ドルまで売却してこの市場環境を活用する動きに繋がっています。

事実上、これがこの資産クラス自体の流動性を高めました。さらに、LPはプライベートエクイティ・ファンド、特にセカンダリー市場で多額の投資を行ってきました。これにより、高度に多様化したプライベートエクイティ・ポートフォリオへ即座にアクセスできるようになり、ヴィンテージ年、セクター及び地域を越えた多様な銘柄の保有が可能となります。

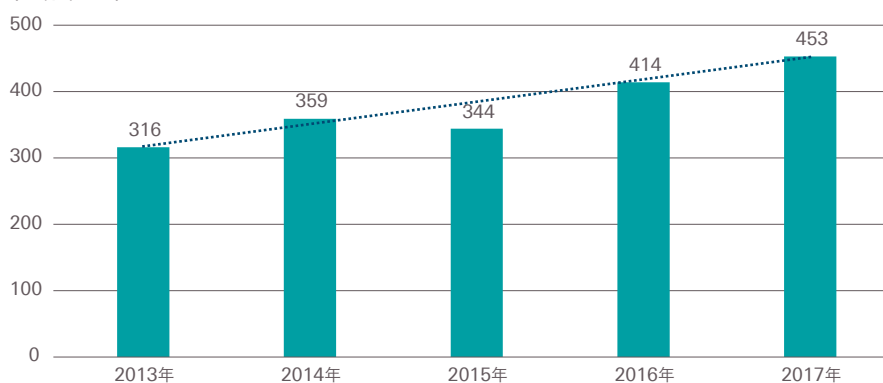
それでは、PE市場の今後10年間の見通しはどうでしょうか。我々は資金調達の水準がすぐに悪化することはないと見ています。しかし、資金調達には若干の想定外の副作用がつきもので、これが3番目のトレンドをもたらします。プライベートエクイティに配分された資金の増加は、質の高い資産を巡るGP間の競争を激化させ、購入価格の上昇をもたらします(主にデッド(借入/債務)よりも株式によって資金調達されます)。それ自体は、バイアウト案件の渦中にあるGPが投資家に低いリターンを期待するよう告げることで、リターンを圧迫します(とはいえ、それでもリターンは2桁台半ばで魅力的です)。

競争の激化は、近年見られる4つ目のトレンドである循環的及び構造的変化を強めるにすぎません。循環的な側面としては、LPはポートフォリオ分散の手段としてオルタナティブ投資(特にプライベートエクイティ)への資産配分を拡大しています。構造的な側面としては、「優良ブランド」ファンドへの資産配分の拡大がここ数年の主なテーマとなっていますが、これはLPが彼らとの関係を強化し、優れたマネジャーへのコミットメント額追加を狙っているためです³。結果、こうした市場の発展経緯により、これまで以上にマネジャーは投資家に自らを証明するためにより多くのことをする必要が生まれ、小規模で新規のマネジャーにとっては非常に競争の厳しい環境となっています。従って、市場の発展の次の段階では、マネジャーの選定と優れたマネジャーへのアクセスを持つ事がより重要になると考えます。

プライベートエクイティの資金調達は引き続き堅調

資金調達の増加は、オルタナティブ投資全般(特にプライベートエクイティ)に対する資産配分の増加を反映しています。

(10億米ドル)



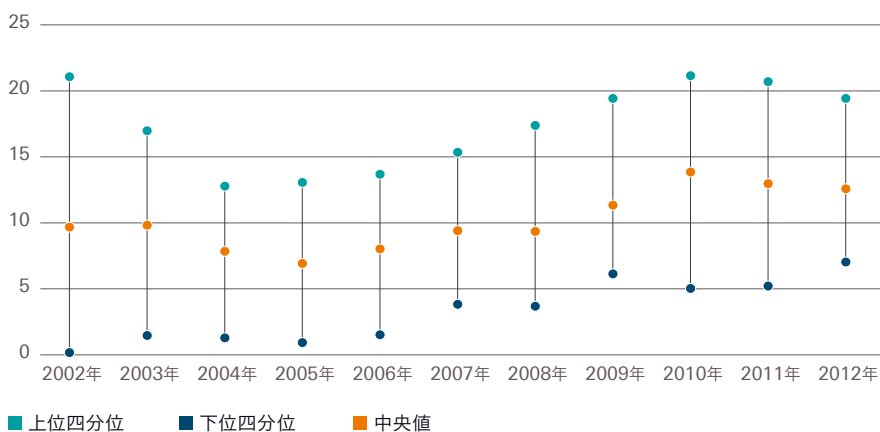
■ 年間プライベートエクイティ資金調達額

出所: 2018プレキン・グローバル・プライベートエクイティ&ベンチャーキャピタル・レポート、2017年12月時点

多様なリターン

プライベートエクイティのうち、ヴィンテージ年別、また、パフォーマンスの上位と下位の間でも大きな差異が生まれる傾向があります。

ヴィンテージ年別のプライベートエクイティのリターン(内部収益率、%)



■ 上位四分位 ■ 下位四分位 ■ 中央値

*内部収益率は、将来のキャッシュフローの割引価値を初期投資コストと比較することによって投資の収益性を見積もる一般的な方法で、これらの金額がそれぞれ相殺される割引率を求めることで計算されます。

出所: ケンブリッジ・アソシエイツ、プライベートエクイティ&ベンチャーキャピタル・ベンチマーク・スタディスティックス、2017年12月時点

¹ 2016年以前の数値はマッキンゼー・グローバル・プライベート・マーケット・レビュー2018「The Rise and Fall of Private Markets」、2017年の数値は2018プレキン・グローバル・プライベートエクイティ&ベンチャーキャピタル・レポートを参照

² グリーンヒルズ・セカンダリー・プライシング・トレンド&アナリシス(2018年1月)及びペイン&カンパニー・グローバル・プライベートエクイティ・レポート2018

³ 調査会社であるプレキン社によると、2017年においては42%の資本は上位20のマネジャーによって確約されたものでした。

オルタナティブ投資は投機的であり、非流動性、損失の可能性の高さ、不透明性を含む重大なリスクを伴います。オルタナティブ投資はすべてのお客様に適しているものではありません。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・マネジメント・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

終わりを迎えない景気サイクルの終盤

》政治的リスクは高いが経済は依然として堅調を維持しており、
DWSでは注視しつつも楽観的。《



クリスチャン・ヒル
マルチアセット部門 責任者

DWSの見解

- 経済は堅調で、景気失速の兆候はごくまれ
- DWSではやや景気敏感な投資テーマへの注目を維持しながら、相場下落へのヘッジや投資の分散にも留意
- 足元でネガティブサプライズをもたらす可能性が最も高い要因は政治状況

資産運用では時折、大胆さと無謀さを明確に区別できることがあります。アクセルを強く踏み込む投資家が勇敢だと称賛される一方、すぐにアクセルを緩める投資家はリターンを得る機会を逃していると非難されるかもしれません。我々は政治や経済はサプライズの可能性を常に抱えていることを認識しつつ、その中間に身を置きます。具体的には、絶対リターンをある程度犠牲にしても、テールリスクへのヘッジを備えた投資ポジションをとることを意味します。また、前方の道路状況を把握することが重要であり、今のところは依然として前方にはまっすぐな景気の道が続いているため、スピードを出して進むことができます。しかしながら、政治がもたらす危険なカーブに備えて、右足はブレーキペダルの近くに置く必要があるのです。

足元の経済及び企業業績の指標は良好で、そこから想定されるのは、リスク選考かつ景気敏感な投資ポートフォリオです。我々は今年と来年の世界経済の成長率を概ね4%と見込んでいます。企業業績は良好で、資金調達にも依然として良好な環境が続き、企業のデフォルト率も低水準を維持しています。しかしながら、いくつかの政治状況は警告サインを発しています。足元における最大の危機は、トランプ大統領が仕掛けた貿易紛争が本格的な貿易戦争に発展する可能性を抱えていることであり、他のリスクとは特殊性の程度が大きく異なります。この貿易紛争はすでに一定数の企業の業績に影響を及ぼしつつあり、より多くの企業業績へ悪影響が及ぶ可能性も示しています。ただし、状況がさらに政治的に複雑化しないのであれば依然として制御可能と思われます。懸念材料は、トランプ大統領が彼自身を長年悩ませてきた貿易問題に取り組む強い意志を示している事実であり、例えば他国の貿易政策が米国にとり不公平であるとの考えを公言しています。加えて、トラ

ンプ大統領の政策に対するアメリカ国内の抵抗勢力が弱まりつつある事実です。トランプ大統領がターゲットとしている国々だけでなく、米国企業や11月に中間選挙を控える米国の上下両院議員にとっても、「本格的な貿易戦争」のシナリオがテールリスクから主要なリスクへと変質する可能性があります。我々は波乱の秋を見込んでいます。

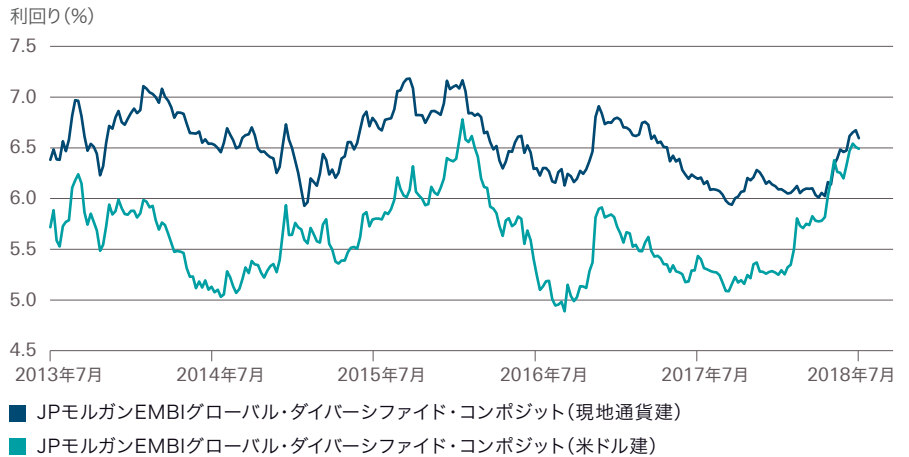
記録的な債務水準と中央銀行のバランスシートの縮小といったその他の問題も広く認識されています。この問題を別の角度から見ると、資本市場がどのような状況であれば、現在我々が取る慎重かつ楽観的な投資スタイルを支持できるかという問いになります。我々は最も重要な指標が3つあると考えています。まず、米国債10年物利回りが年末までに3.5%を上回らないこと。次に、米ドルが新興国市場に更なる圧力をかける水準までは高くないこと。最後に、原油価格が1バレル当たり80米ドルから90米ドルを下回る水準で安定することです。

これら3つの条件がすべて満たされるならば、マーケットの底で押し目買いを行いつつ、許容できるリスクの範囲内でより高いリターンを生む可能性の高い投資機会に集中する現在の投資戦略を維持するでしょう。具体的には、株式では米国と新興国を日本と欧州に対してオーバーウェイトとします。米国を引き続き選好する要因の1つは、強気相場が継続するハイテク株のウェイトが高いことです。アジア新興国の株式は最近の相場調整により投資妙味が増しました。新興国債券では主に主要通貨建に関して選好を継続しています。先進国では投資適格社債への選好を維持しつつ、ハイ・イールド社債のウェイトを低めに維持します。一方で、国債はアンダーウェイトしていますが、相場の混乱への備えになると考えており、特に

イールドカーブの短期側を 선호しています。また、金と日本円への投資は時宜にかなった分散を提供する適切な手段と考えています。現在は景気サイクルの終盤にあるため、一部のコモディティは需要の増加とインフレ期待の高まりに対処するために適していると考えています。欧州投資家にとっては、米国資産への投資は昨年と比較して魅力を失ったと考えられます。しかしながら、年初の米ドルの急落を受けて、ヘッジコストの高まりも重なり、ユーロに対する米ドルのヘッジはもはや不要であることを示唆しています。現在の相場水準から、当面は米ドルが大きく変動するとは見込んでいません。

新興国債券：現地通貨建で耐える必要なし

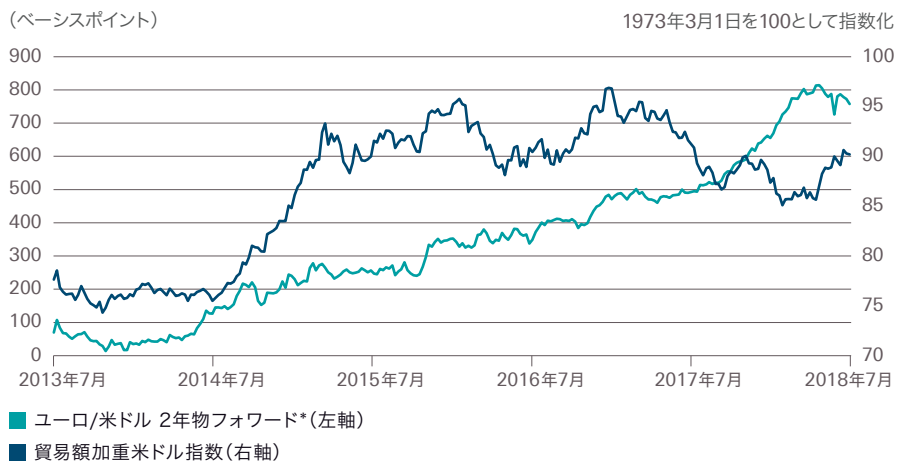
米ドル建の新興国債券は今年に入り軟調となりましたが、足元の利回りは現地通貨建に匹敵する水準まで高まってきています。



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、2018年7月4日時点

ヘッジコストが割高なため、現時点では必ずしも必要とは言えない

欧州投資家にとって米ドルのヘッジコストは2年間で750ベースポイントに上ります。DWSではユーロ/米ドルについて横ばいの推移を見込んでいるため、為替ヘッジは不要と見ています。



*フォワード交換レートは、無策定価格理論に基づき2通貨の金利とスポットレートを用いて決定します。それぞれのレートは年率換算されていません。

出所：トムソン・ロイター・データストリーム、2018年7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・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。投資にはリスクが伴います。運用資産額が変動し、損益が発生する場合があります。また、元本が保証されるものではありません。

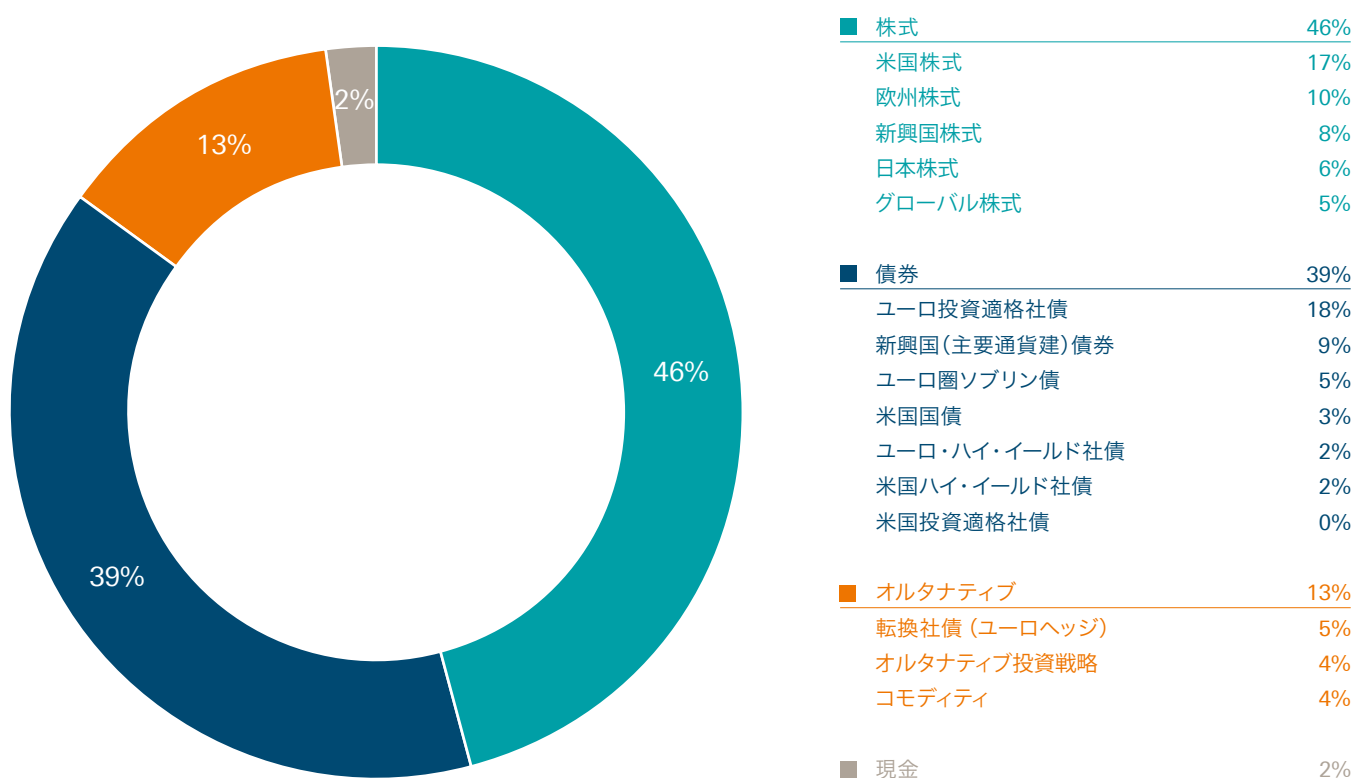
投資を継続

》真夏の悪夢の脅威に備えた防御と攻撃。《

政治的リスクは絶え間なく続いていますが、経済環境は概ね堅調を維持しています。我々は、足元での押し目買い及び景気敏感セクターへの投資継続が適切な状況と考えています。最も望ましい資産

クラスと考える株式では、欧州と日本よりも米国とアジア新興国を選好します。債券でも、最も興味深い投資機会は新興国に存在するものの、より選別的な投資が必要と考えています。また、米ドル建と

ユーロ建の社債を減らしつつ、変動利付債への切り替えを進めています。一方、ポートフォリオの分散のため、先進国の短期国債、金、日本円の保有を維持する方針です。



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、2018年6月25日時点

上記アセットアロケーションは、DWSが現時点で考えるユーロ建のバランス型ポートフォリオです。すべてのお客様に適しているものではありません。また、予告なく変更されることがあります。

オルタナティブ投資には様々なリスクが伴うため、すべてのお客様に適しているものではありません。また、すべてのポートフォリオに適しているものではありません。

晴れ時々曇り

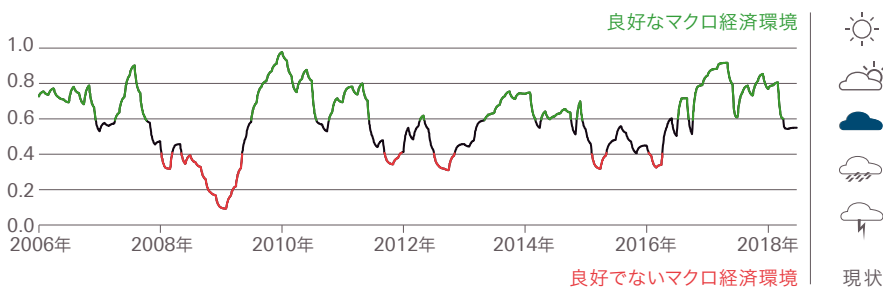
》DWS指標はわずかにポジティブな市場環境を示唆。《

2017年と比較して、今年のDWS指標はここまでまだ模様ですが、これは強気な経済データと政治的リスクの間で揺れ動くジェットコースターのような投資家心理を反映したものです。DWSサプライズ指標はこのような感情の交錯を示す代表例です。グローバルレベルでほとんどの経済データが市場予想を上回ったにもかかわらず、同指標はヨーヨーの動きのようにポジティブとネガティブの領域を行ったり来たりしています。地域別に見ると、米国ではポジティブサプライズが支配していますが、ヨーロッパは失望となり、アジアでは最も大きな変動が見られました。足元の同指標は全体的に若干ポジティブな状況を示しています。

投資家のリスク許容度も同じような状況です。1月末の株式市場の下落を受けて、DWSリスク指標は2016年初以来の最低水準まで低下しました。同指標は一時的に回復しましたが、最近の新興国市場の混乱により、再びリスク回避を示す領域に押し下げられました。一方、DWSマクロ経済指標は今年も安定しており、短期的には弱さを見せたものの、依然としてマクロ経済環境の健全さを示唆しています。現時点ではDWSの3指標のうち2つがポジティブな領域にありますが、堅調なマクロ経済環境に関わらず、投資家心理は著しく変動しています。

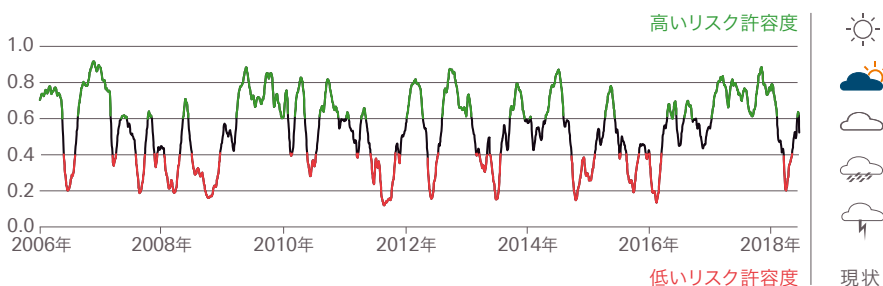
マクロ経済指標

マクロ経済指標は広範な経済指標を集約したものです。



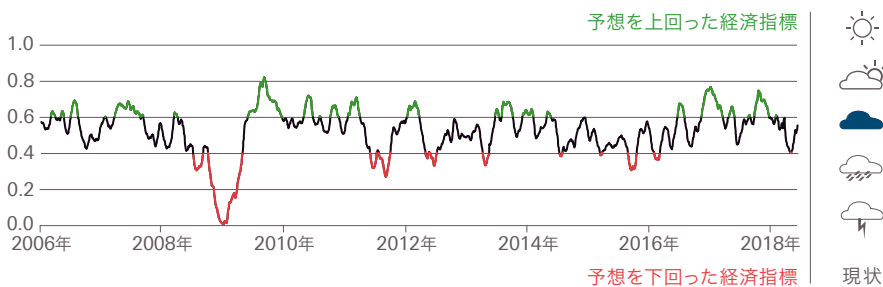
リスク指標

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

サプライズ指標は実際の経済指標と事前の市場予想を比べたものです。



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、2018年6月21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・インベストメントGmbH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。オルタナティブ投資は投機的であり、非流動性、損失の可能性の高さ、不透明性を含む重大なリスクを伴います。オルタナティブ投資はすべてのお客様に適しているものではありません。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。投資にはリスクが伴います。運用資産額が変動し、損益が発生する場合があります。また、元本が保証されるものではありません。

マクロ経済 | 貿易摩擦の代償

GDP成長率(対前年比、単位：%)

地域	2018年(予測)		2019年(予測)
米国	2.7	↘	2.4
ユーロ圏	2.2	↘	1.9
英国	1.4	↗	1.6
日本	1.5	↘	1.0
中国	6.5	↘	6.3
世界	3.9	→	3.9

財政赤字(対GDP比、単位：%)

地域	2018年(予測)		2019年(予測)
米国	-4.1	↘	-4.7
ユーロ圏	-0.9	↗	-0.8
英国	-2.5	↘	-2.7
日本	-4.0	↗	-3.8
中国	-3.5	↗	-3.2

消費者物価指数(単位：%)

地域	2018年(予測)		2019年(予測)
米国 ¹	1.9	↗	2.0
ユーロ圏	1.5	↗	1.7
英国	2.5	↘	2.0
日本	1.0	↗	1.4
中国	2.0	↗	2.2

経常収支(対GDP比、単位：%)

地域	2018年(予測)		2019年(予測)
米国	-2.8	↘	-3.0
ユーロ圏	3.0	↘	2.9
英国	-3.8	↘	-4.0
日本	3.8	→	3.8
中国	1.5	↘	1.2

指標金利(単位：%)

地域	現在値*		2019年6月(予測)
米国	1.75-2.00	↗	2.50-2.75
ユーロ圏	0.00	→	0.00
英国	0.50	↗	0.75
日本	0.00	→	0.00
中国	4.35	→	4.35

商品市況(米ドル建)

	現在値*		2019年6月(予測)
原油(WTI)	74.2	↘	60
金	1,253	→	1,290
銅(LME)	6,626	↗	7,050

*出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2018年6月29日時点

¹コアレート、12月個人消費支出(前年同月比)(%)

予測は2018年6月21日時点の見通しです。

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

当ページ以降の記号表記について

株価指数、為替相場及びオルタナティブ投資：

矢印は以下の見通しを示します。

(↗) 堅調な推移、(→) 横ばい傾向、(↘) 下落の可能性

債券：

ソブリン債の場合、矢印は以下の見通しを示します。

(↗) 利回り上昇、(→) 横ばい傾向、(↘) 利回り下落

社債や証券化商品等、新興国債券の場合、矢印は米国国債に対するスプレッド

(利回り格差、オプション調整後)の見通しを示します。

(↗) 利回り格差の拡大、(→) 横ばい傾向、(↘) 利回り格差の縮小

矢印の色はロングオンリー戦略でのリターンの見通しを示しています。

↗ ↗ ロングオンリーの投資家にとってプラスリターンの可能性

→ → プラスリターンの機会は限定的で、マイナスリターンの可能性もあり

↘ ↗ ロングオンリーの投資家にとってマイナスリターンの可能性

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・インベストメントGmbH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。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年7月19日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH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。

株式 | 過剰な期待の抑制

	現在値*		2019年6月(予測)	トータルリターン(予測) ¹		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&P500種株価指数)	2,718	↗	2,900	8.8%		13%	-6%	2.1%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	380	↗	390	6.3%		8%	-4%	3.7%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,396	↗	3,550	8.5%		8%	-3%	3.9%
ドイツ(DAX指数) ²	12,306	↗	13,500	9.7%		7%	0%	3.3%
英国(FTSE100種指数)	7,637	↗	7,800	5.2%		7%	-6%	4.3%
スイス(SMI指数)	8,609	↗	8,850	6.4%		18%	-13%	3.6%
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,025	↗	1,080	7.7%		7%	-2%	2.3%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	1,070	↗	1,150	10.3%		11%	-3%	2.8%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	672	↗	740	12.9%		11%	-1%	2.8%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,477	↗	2,500	4.0%		10%	-8%	3.1%

*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、2018年6月29日時点

¹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。

²トータルリターン・インデックス(配当込)

債券 | 先行き不透明な市場

米国

	現在値*		2019年6月(予測)
米国国債(10年物)	2.86%	↗	3.25%
米国地方債	86%	→	85%
米国投資適格社債	116 bp	↘	100 bp
米国ハイ・イールド社債	363 bp	→	370 bp
証券化商品: 米国住宅ローン 担保証券 ¹	75 bp	↗	90 bp

欧州

	現在値*		2019年6月(予測)
ドイツ国債(10年物)	0.30%	↗	1.00%
英国国債(10年物)	1.28%	↗	1.75%
ユーロ投資適格社債 ²	134 bp	↘	95 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ²	388 bp	↘	300 bp
証券化商品: カバード・ボンド ²	55 bp	→	55 bp
イタリア国債(10年物) ²	237 bp	↘	200 bp

アジア太平洋

	現在値*		2019年6月(予測)
日本国債(10年物)	0.04%	→	0.10%
アジア社債	267 bp	→	255 bp

世界

	現在値*		2019年6月(予測)
新興国ソブリン債	370 bp	↘	350 bp
新興国社債	332 bp	→	330 bp

為替相場

	現在値*		2019年6月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.17	→	1.15
米ドル(対 日本円)	110.8	→	111.0
ユーロ(対 英ポンド)	0.885	→	0.90
英ポンド(対 米ドル)	1.32	↘	1.28
米ドル(対 中国元)	6.62	→	6.50

*出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2018年6月29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

予測は2018年6月21日時点の見通しです。

bp=ベーシスポイント

DWSについて¹

2018年3月 フランクフルト証券取引所に上場

すべての主要な資産クラスを網羅した商品及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

個人投資家及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

約7,000億ユーロの運用資産残高(2017年12月末)を誇る世界有数の資産運用機関



チーフ・インベストメント・オフィスについて

DWS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し、DWSの運用プロセスの中心的役割を果たす

経済及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

グローバル投資見通しであるCIOビューを策定する

ポートフォリオ・マネジメント、調査及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

¹ DWS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。DWS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、商品情報資料等に各社名を記載しています。

※2018年3月、ドイチェ・アセット・マネジメントは、欧州、特にドイツにおいて広く認知されている「DWS」を世界共通ブランドとして採用しました。

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・インベストメントGmbHが作成し、2018年7月20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

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、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・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。

DWSは、約7,000億ユーロ¹の運用資産を有する世界有数の資産運用会社のひとつです。すべての主要な資産クラスを網羅した商品及び運用ソリューションを通じて、あらゆる投資機会へのアクセスを投資家に提供しています。

優れた商品、時代に則した運用ソリューション

DWS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り、個人及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しています。

¹ 2017年12月末時点