

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12月

2018年経済・市場見通し

強気(ブル)相場はいつまで続くのか？





市場の過熱には注意が必要

イベントの多かった一年が過ぎ去ろうとしています。2017年は、多くの政治的サプライズがありました。フランスではマクロン大統領、オーストリアではクルツ首相という、いずれも非常に若い指導者が誕生しました。ドイツでは9月の総選挙後に連立交渉が決裂し、未だ新政権が樹立されていません。中国では、国の将来に関して、国民が以前より声を上げにくい状況となりました。一方、スペインのカタルーニャ州では独立の是非を問う住民投票で多くの人が賛成票を投じ、米国ではモラー特別検察官が昨年の大統領選へのロシア介入疑惑を捜査しています。さらに米国と北朝鮮は、それぞれ指導者の立場にある2人が互いを愚弄し合い、軍事的挑発を繰り返しています。

こうした政治面での動きをもとめず、市場は引き続き平穏に推移しています。投資家が平穏を保てられる理由として、金融緩和策が不安を和らげる効果をもたらしていることが挙げられますが、今回の場合はそれだけでなく、世界的に景気指標が堅調に推移していることも投資家心理を支えています。企業景況感指数と消費者信頼感指数は久しく目にする事のなかった高い水準に達し、市場は堅調なパフォーマンスでこれにえています。年末を前に、MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスのトータル・リターンは年初来ベースで約20%に達しました。巨大IT企業の中には、2017年に時価総額を倍増させた企業もあります。半導体業界では、1,000億米ドル規模の買収案件がまさに進行中です。仮想通貨ビットコインの時価総額は10倍に膨らみ、絵画オークションではレオナルド・ダ・ビンチの油絵に4億5,000万米ドルの値がつきました。このような状況は、しばしば市場が過熱している兆候と受け止められ、相場の転換点が近いとの指摘がなされることもあります。しかしながら、このように「転換点」とされる局面がここ数年間に何度もあったにも関わらず、今回の長期に及ぶ景気サイクルが終焉することはなく、その度に悲観論者が間違っていたことが明らかとなりました。

2018年に向け、当社では世界の景気見通しについて極めて楽観的です。とは言うものの、「2018年の市場は2017年と同様に力強い推移を示す」と予想しているのかと言えば、そうではありません。第一に、2018年末に向けて見通しを立てるには、2019年にも目を向ける必要があります。この先、一部の中央銀行で幹部の交代が予定されていることもあり、その時点の成長、インフレ環境がどうであれ、各国中央銀行の政策内容がますます見通しにくくなる可能性があります。第二のポイントとして、「市場は、期待の変化に応じて変動する」という点を指摘することができます。現在のところ、企業、消費者、投資家の先行きに対する期待は極めて大きくなっていますが、これ以上に期待が膨らむ可能性は低いと言えるでしょう。加えて多くの投資家のポートフォリオは、すでにリスク資産に偏った同じような配分となっています。従って一時的な相場下落のリスクは、2017年よりも2018年の方が大きいと予想されます。しかし当社では、景気、市場見通しを踏まえたうえで、下落局面をエントリー・ポイントとして活用する方針です。



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

**“2018年の世界の景気見通しについて
当社は楽観的ですが、市場は期待によって
変動することに留意しなければなりません。
投資家の期待はすでに十二分に大きく
なっています”**

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、2017年12月7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12月



フォーカス

株式市場では上昇基調が続いています。強気相場につまづきをもたらす要因があるとしたら、それは何でしょうか。株式市場を巡る環境は依然として良好ですが、バリュエーションは割高な水準にあり、警戒が必要です。

強気(ブル)相場はいつまで続くのか? 06



マクロ経済

2017年、世界経済は力強い伸びを示し、成長は予想外に広い範囲に拡大しました。しかし当社の強気の基本シナリオでは、インフレが主なリスクとして徐々に顕在化しています。

想定すべきリスクは何か? 08



債券

社債と新興国債券には、引き続き投資妙味があります。国債等のソブリン債については、残存期間の短い債券を選好しています。緩和的な金融政策が引き続き支援材料になると考えられますが、ここ数年ほどの下支え効果は見込めません。

債券を切り捨てるべきではない 10

今後のユーロ安は限定される見通し 12



株式

堅調な企業業績が、今なお世界の株式市場を支えています。但し投資家心理は強気であり、各種ファンドはほぼフルインベストメントの状態にあり、バリュエーションは割高で、一時的な株価下落の可能性が高まっています。

楽観的だが慎重 13

バリュエーションの概要 15



オルタナティブ

クオリティに基づく株式ロング/ショート戦略に妙味があり、さらなる収益機会の可能性があると考えています。市場をリードするハイ・クオリティ銘柄への投資は、相場下落局面で株式ポートフォリオのヘッジとなる場合もあります。

クオリティの高い銘柄を買う.....16



マルチアセット

プラスのリターンを生む可能性のあるポートフォリオを構築するには、これまでにない高いリスクをとることが求められています。

株式において他に投資先があるでしょうか?.....18
アロケーション.....20
指標.....21



ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し

世界経済は引続き順調に成長する見通しです。金利上昇は緩やかなペースとなるでしょう。しっかりとした企業収益が株式相場を支えると見ていますが、一時的な軟調局面では脆弱となる可能性もあります。

ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し22



ドイチェ・アセット・マネジメントについて

ドイチェ・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12月7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

強気(ブル)相場はいつまで続くのか？

》株式市場では上昇基調が続いています。強気相場につまづきをもたらす要因があるとすれば、それは何でしょうか？《

世界の株式市場では、株価指数が史上最高値を試す展開が続いています。米国株式市場の強気相場が始まった2009年以降、最高値が更新されるたびに、投資家は強気相場がどこまで続くのかを問うてきました。市場が突如として反転し、弱気相場入りするリスクは果たしてあるのでしょうか。この答えを探るには、過去のデータが参考となります。本稿では、世界最大の規模を有し、他の市場の先導役となっている米国株式市場の状況を詳しく見てみることにしましょう。

米国株式市場では、これといった調整局面もないままに株価が上昇し続けているため、市場がいずれ不安定な展開を示すのでは、との懸念を抱く投資家が増えています。こうした投資家の懸念は、S&P 500種株価指数の株価収益率(PER)等に向かうことが多いようです。現在、同指数の平均PERは、米国株式のバリュエーションが、これまでにないほど割高な水準に達していることを示唆しています。またボラティリティは低水準を維持していますが、これは市場参加者の一部が不用意な行動に走り、様々な警戒シグナルを無視していることを示す兆候とも考えられます。

弱気相場入りする理由

確かに、バリュエーションの割高感やボラティリティの低さを警戒シグナルとして捉えることは重要かもしれません。しかしそれ以上に、「過去において弱気相場入りのきっかけとなり、直近のピークから20%を超えるような株価急落をもたらした要因」に目を向けることの方が、ずっと重要です。1967年以降、米国では、景気後退に陥ると同時に、株式市場が弱気心理に覆われたケースが5回ありました。逆に後退局面でないにも関わらず、弱気相場入りしたケースは1回のみでした。

顕著なのは、景気後退時の弱気相場は長引く傾向があり、しかも株価の下落幅がとりわけ大きい、ということです¹。例えばS&P500種株価指数は、景気後退に伴って生じた5回の弱気相場の間、直近のピークから平均で43.5%下落しました。また株価調整局面が続いた期間は、平均して21.6カ月に及びます。景気後退局面ではないにも関わらず弱気相場入りした過去50年で唯一のケースでは、直近ピークからの下落幅は33.1%、持続期間は5.7カ月にとどまりました²。

景気後退下の弱気相場の方が、パフォーマンスが低調となる理由は、分配面から見た国内総生産(GDP)に着目することにより、簡単に導き出すことができます。分配面から見たGDPは、主に賃金等の労働所得と、利子収入や企業の利益等の資本所得から構成されます。このうち労働所得と利子収入は、短期・中期的に見て硬直的、つまり簡単には変化しない性質を持っており、GDPが減少している局面では、(賃金等を支払う側の)企業の利益がとりわけ打撃を受けるケースが多くなります。これが結果として、大幅な株価下落の原因となるわけです。

以上の分析を現在の状況に当てはめると、どうなるでしょうか。米国の主要指標が景気後退のシグナルを発していないことは、株主にとって好材料と言えるでしょう。また深刻な政策の誤りなど、重大なサプライズがない限り、景気後退のリスクは低いものと見られます。しかしだからといって、株価が調整に入る可能性が排除されるわけではありません。

景気後退なき下落局面

1987年10月、景気後退の兆候が一切見られないなかで、米国市場は株価の大暴落に見舞われました。いわゆるブラックマンデーです。この時は、株価崩

壊を受けて米国の連邦準備制度理事会(FRB)が大規模な金融緩和策を断行したこともあって、さらなる暴落は避けられました。しかしなぜこのような状況に陥ったのか、その理由を解明するため、様々な研究が行われました。ブラックマンデーまでの数年間、米国株式市場では、1980年代初頭から続くインフレ率の低下、金利の低下、そして経済成長の加速といった追い風を受けて、株価の上昇が続いていました。1981年にレーガン政権が規制緩和と減税を強化する政策(レーガノミクス)を打ち出したことも、成長をさらに加速させる要因となりました。

1982年以降、米国株式の株価収益率(PER: 株価/一株当たり利益)は、債券版のPER(米国債の額面100米ドル/利回り)と比較して、大幅に上昇していました。その結果、1987年時点の株式と債券のバリュエーション格差は、1960年代から1970年代にかけての平均的な水準を大きく上回ることとなりました。結果として投資家は、米国債と比較して米国株式が過大に評価されているのではないかと、との疑念を膨らませて行き、こうした状況が最終的に1987年10月の株価大暴落へとつながったと考えられます。今にして思えば、この株価下落局面は買いの好機であったと言えるでしょう。

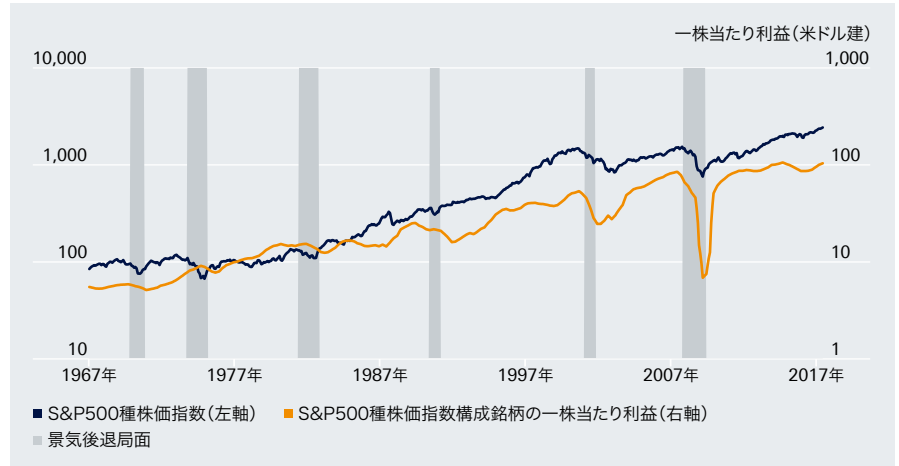
2018年についても、1987年と同じようなシナリオの可能性を考慮に入れるべきでしょうか。類似点は確かに存在します。当時と同様に、今回も株価上昇局面は長期に及んでいます。株式のPERが上昇している点も同じと言っていいでしょう。しかしながら、少なくとも債券との比較においては、株式に依然として割安感があるという事実、当時との根本的な違いがあります。特に、バリュエーション比較の指標である「株価収益率(PER)を債券版PERで除した倍率」は、過去最低水準で推移しています(図表)。

1987年の株価大暴落では、自動取引システムも大きな影響を及ぼしました。当時の投資家は、誕生したばかりのコンピュータを用いたトレード戦略の助けを借りて、収益獲得の機会を広げる一方、損失をなるべく抑えようと画策していました。しかし市場が調整局面に入ると、これが売り圧力を強める要因となったのです。これ以降、自動取引システムの重要性は高まる一方ですから、少なくとも同じような相場急落が起きるリスクについては、認識しておくことが肝要です。

現時点では、1987年との類似点は多数指摘できるものの、同時に相違点も存在します。バリュエーションはほぼすべての資産クラスで割高感がありますが、債券との比較で見ますと、株式の方が良好なリターンの獲得が見込める状況となっています。インフレ率は来年も低水準で推移する可能性が高く、利回りも恐らく小幅な上昇にとどまるでしょう。そのため当社としては、足元の市場環境が突如として変化することはないと考えています。また来年は、企業収益も引き続き堅調なペースで拡大する見込みです。これは、現在の強気相場が時間切れを迎えるまでにまだ間があることを意味しています。しかしながら、今後の相場動向には注意が必要です。

S&P500種株価指数と企業収益の推移

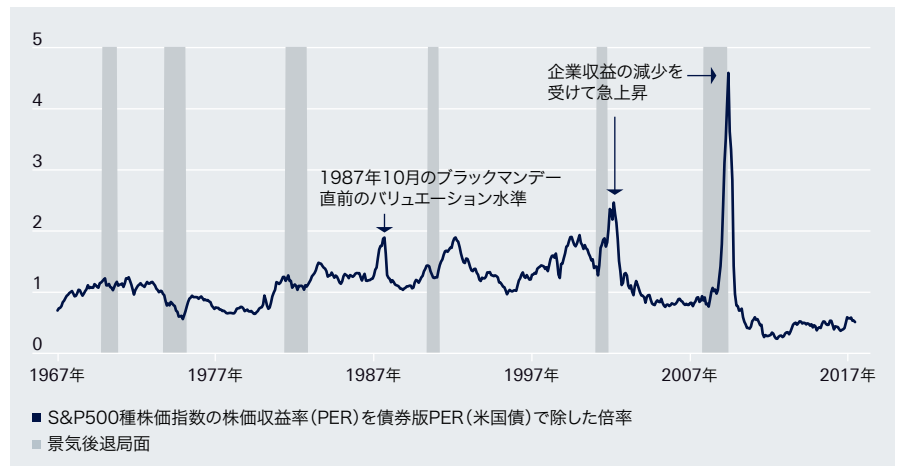
景気後退局面では、株価は下落、企業収益は減少傾向を示します。特に過去2回の後退局面では、企業収益が大幅に減少しました。



出所：ロバート・シラー、エール大学、2017年11月10日時点

株式と債券のバリュエーション比較

現在、株価収益率（PER）は過去と比較して高い水準で推移していますが、債券版PERはそれをさらに上回っています。債券との比較で見ると、株式には依然として妙味があります。



出所：ロバート・シラー、エール大学、2017年11月10日時点

¹ エレナ・ホロドニー「株価急落の背後には常に景気後退」ビジネスインサイダー、2015年8月25日付

² エドワード・ヤーデニ「株式市場の推移：S&P500種株価指数 ブル&ベア・マーケット一覧」、2017年8月11日付

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12月7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

想定すべきリスクは何か？

》景気回復はすでに9年目に入り、インフレ率は概ね低水準を維持していますが、
今後も注意深く、監視を続ける必要があります。《



ヨハネス・ミュラー
マクロ経済リサーチ 責任者

当社の見解の概要

2017年、世界経済は力強い伸びを実現。成長は予想外に広い範囲に拡大

当社の強気の基本シナリオでは、インフレが主なリスクとして徐々に顕在化

「低水準のインフレ／緩やかな引き締め」は、こうした状況の永続を意味するわけではない

2017年、世界経済は昨年に続いて力強い伸びを示し、成長は予想外に広い範囲に拡大しました。足元では、すべての主要国と大半の中小国の経済が成長基調を維持するという、異例の状況となっています。特にユーロ圏については、当社では何度も予想を上方修正する展開となりました。直近の修正は主に、各国政府がここ数四半期にわたり成長率予想を引き上げたことを考慮したものです。日本も景気を加速させているほか、米国の経済も引き続き堅調に推移しています。世界景気の長期的な拡大を促すもう一つの原動力、中国経済も、その成長が長期にわたるものであることが分かってきました。

このような順調な推移は、果たしてどれほど続くのでしょうか。2017年に入ってからこれまで、私たちはかなりの紙面を費やし、政治的リスクや地政学的リスクについて述べて参りました。そこで本稿では、先行きを見据え、あまり目立たないものの、現在の景気サイクルを支えていると見られる一つの「謎」に注目してみたいと思います。その「謎」とは、先進諸国の大部分、とりわけ米国において、依然としてインフレ率が驚くほど低い水準を維持しているという点です。米国では労働市場の堅調な推移が続いているだけに、このインフレ率の低さは注目に値します。過去6カ月間の平均で見ても、季節調整済みの失業率は4.3%と、金融危機前の2007年頃の水準をさらに下回っています。通常は、失業率がこの水準に達する遥か以前に賃金が上昇しますが、賃金が上昇すれば、企業は商品やサービスの価格を引き上げざるを得なくなります。その結果として賃金がさらに押し上げられるはずですが、現実にはそうはなっていません。

こうした状況の説明として有力となりつつあるのが、経済学の「フィリップス曲線」が示す「インフレ率（賃金上昇率）と

失業率のトレードオフの関係」が永続的に失われた、とする解釈です。その理由として、人口動態の変化、テクノロジーの進化、グローバリゼーションの3つの要因がしばしば指摘されますが、しかし特にここ最近、フィリップス曲線の平坦化（失業率が下がってもインフレ率が上がらない状態）が生じたタイミングを踏まえて考えますと、いずれもそれほど説得力のある理由とは言えません。まず人口動態の変化ですが、例えば通常、高齢者は支出を減らす傾向にあるため、人口の高齢化はインフレ率に対する下押し圧力として働くと考えられています。しかし一方で高齢者は、医療や在宅介護等、労働集約度の高いサービスを求める傾向が強いことから、これらの分野で賃金上昇圧力が高まる可能性もあります。実際、ドイツ銀行調査部のスタッフが米国で最近行った実証研究によると、高齢者の割合が高い地域は、インフレ率が低いどころか、高齢者の割合が低い他の地域と比較してインフレ率が高い傾向を示しています。また米国の労働力人口を年齢別のグループに分けて検証したところ、平均賃金の総合指標が低調な伸びにとどまっている理由の一端が、高所得のベビーブーマー世代の退職にあることが明らかとなりました。25～54歳の米国人労働者の時給データのみ注目した場合、フィリップス曲線は従来通りの関係性をしっかりと描き出していると言えます。

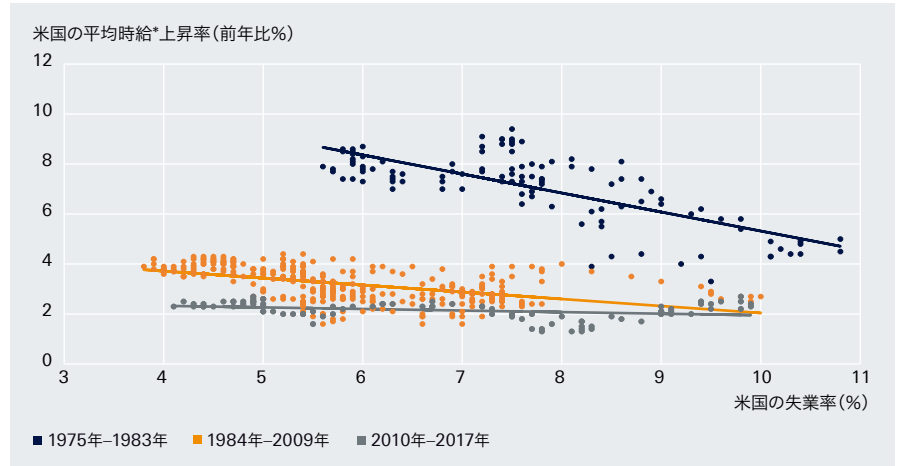
人口動態の変化と同様、テクノロジーへの大規模な投資が、今後も物価を押し下げる要因になる、との主張も多いようです。これも直観的には納得の行く主張と言えるかもしれません。例えば小売企業では、収益源が実店舗からオンラインへと急速にシフトしており、消費者はクリックひとつで商品の価格を比較できますから、オンラインと実店舗の両方で販売されている商品を値上げするのは難しいかもしれません。しかしこの場合も、

必ずそういう状況になると考えるべき理由はありません。オンライン小売業者はいずれかの時点で圧倒的な市場シェアを獲得し、値上げに踏み切るかもしれないからです。最後にグローバリゼーションです。確かに世界的な競争は、時に賃金と物価を抑制する要因となり得ますが、これもまた確実にそうなると思われるべき必然性はありません。過去において、グローバリゼーションが低インフレの原因になったからといって、今後も必ず同じ状況が生じるとは限らないのです。現在、インフレ率と失業率の関係性に疑念を抱いている人々の中には、ほんの少し前まで、「通貨価値の下落はインフレを引き起こす」との見方についても同じように疑義を呈している人がいました。しかしながら英国では、欧州連合(EU)離脱の是非を問う国民投票の結果を受けて、英ポンド相場が下落すると、インフレ率は上昇に転じ、経済の古い教科書が正しかったことが証明されました。

以上から、私たちは馴染みのある経済理論を頭から否定するのではなく、様々な因果関係が、どのように、そしてなぜ変化して行くのかを探るべきであることが分かります。当社の強気の基本シナリオは、「インフレ慣性」、すなわち近い過去にインフレ率が低水準で推移していた場合、賃上げ要求が抑えられる傾向がある、という考え方に基づいています。経済環境の好転に人々が適応し、結果としてインフレ率が上昇するには時間を要すると思われるべきでしょう。ここで想定される主なリスクとしては、失業率が過度に低下した結果、インフレ率が突如として上昇に転じ、中央銀行が金融政策を急激に引き締めざるを得なくなる可能性が挙げられます。一方で、上で述べたようなディスインフレ(インフレ率の低下)圧力が長期にわたり強まる可能性も同じくらいあります。いずれにせよ、足元ではインフレ率が「低水準」、金融引き締め策は「緩やかなペース」で進行していますが、こうした状況の永続を意味するわけではありません。

フィリップス曲線は平坦化へ?

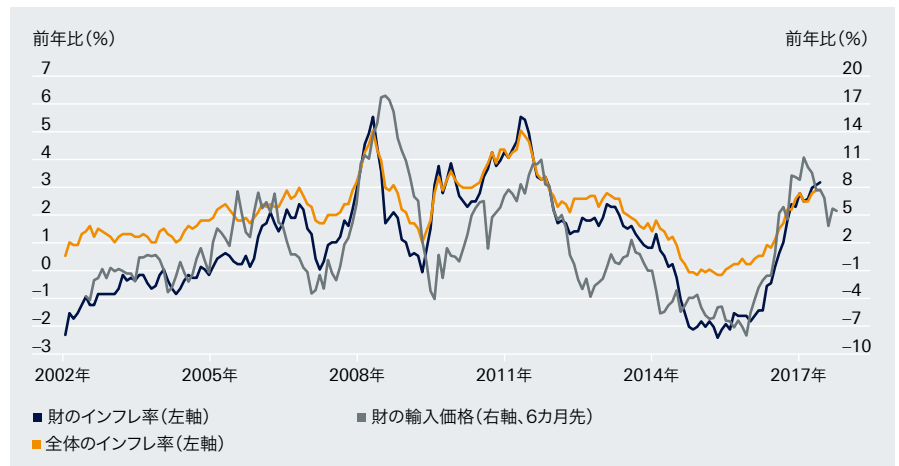
フィリップス曲線は、失業率とインフレ率の間に存在するとされるトレードオフの関係を示しています。近年、その傾きは平坦化しているようです。



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、
2017年11月9日時点
*民間部門

英国のインフレ率はEU離脱決定をきっかけに急上昇

英国では、国民投票で欧州連合(EU)からの離脱が決定すると、英ポンド相場が急落して輸入品価格が上昇、結果としてインフレ率が上昇しました。



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、
2017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12月7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

債券を切り捨てるべきではない

》社債及び新興国債券は2018年も引き続き堅調なリターンをもたらす見通しです。
金利についてはわずかな上昇を予想しています。《



イェロン・ワズモンド
債券キャッシュ部門 グローバル責任者

当社の見解の概要

力強い世界の成長を背景に、2018年にはインフレ率と金利は上昇するものの、緩やかな上昇にとどまると見込む

中央銀行は引き続き緩和的な金融政策を続ける見通しであるものの、こうした支援は2018年に著しく縮小される可能性が高い

当社は社債と新興国債券に対する選好を維持しており、国債等のソブリン債市場については年限が短めの銘柄を選好している

2017年を振り返ると、過去にどこかで体験したことがあるかのような感覚を覚えます。経済指標が予想外に力強かったにもかかわらず、インフレ率はまたしても予想を下回る水準で推移しました。欧州の1.5%というインフレ率はなお、欧州中央銀行(ECB)の目標である2.0%を大きく下回っています。このことは、2018年にユーロ圏の利上げを見込むことが本当にできるのかという疑問を投げかけています。ドイツ10年国債利回りが2017年に横ばいで推移した一方、米10年国債利回りは1月の時点を下回る水準で今年を終える見通しです。しかし、懐疑的な見方も2017年にドイツ国債と米国債の利回りがいずれも2016年半ばに付けた底から明らかに離れたことを認めざるを得ないでしょう。当社の経済予測と金融政策見通しに基づく、こうしたトレンドは2018年も続くと考えられます。世界の成長率は2018年にさらに加速して3.8%になると見込まれます。また、当社は世界の多くの地域でインフレ率がわずかに上昇するとも予想しており、金融政策は徐々に引き締められるでしょう。

米国では今年12月に続いて、2018年にとあと2回の利上げが実施されると当社は予想しています。さらに、米連邦準備制度理事会(FRB)はバランスシートを約7%縮小するとみられます。そして、FRBはもはや主要7カ国(G7)の中で利上げサイクルに着手している唯一の中央銀行ではありません。カナダと英国の中央銀行もすでにこの輪に加わっています。また、ECBは現在月額600億ユーロのペースで実施している債券購入を2018年1月から月額300億ユーロに縮小すると発表しており、その後9月にさらなる(おそらく最後の)縮小を行うとみられます。当社は2019年より前の利上げは見込んでいません。ただし投資家は、2018年半ば以降には利上げの可能性を懸念し始

めるでしょう。また、6名のECB役員会メンバーのうち、マリオ・ドラギ総裁を含む3名の交代が控えていることも、もう1つの懸念要因になると思われます。これにFRB指導部のメンバー交代が多いことが重なって、世界の金融政策において全くのサプライズとは言わないまでもコミュニケーションの混乱が生じる余地が非常に大きくなっています。これはタイミングがやや悪いと言えます。市場は2019年末までには金融危機以降初めて、中央銀行による流動性の吸収への対処を余儀なくされる可能性が非常に高いからです。

とはいえ、これらすべては当社予測の驚くほどわずかな調整しか必要としていません。当社は楽観的な見通しを持って新年を迎えますが、慎重姿勢も維持しています。端的に言えば、当社は社債と新興国債券に最も安心感を抱いています。欧州主要国の国債は利回りがやや上昇するでしょう。ドイツ10年国債利回りは2018年末には0.80%に達すると予想しています。価格の下落により、トータルリターンはマイナスになる見通しです。米10年国債利回りは2.60%になるとみられ、これはトータルリターンがゼロに近くなることを意味します。したがって、当社は国債セグメントにおいては、年限が短めの銘柄を選好します。とはいえ、バランスの取れたポートフォリオにするにはなお長期債を組み入れる必要があります。長期債は予想外の利回り低下の際により優れたプロテクションを提供してくれるためです。米国債利回りカーブはさらにフラット化する見通しです。成長に関して懐疑的な向きはこうした動向を注意深く見ていくでしょう。これまでのところ、米国のすべての景気後退期の前には、逆イールドが発生しています。しかし、逆イールドになっても、その後すぐには景気後退にならなかったケースもあります。中央銀行は著しく歪んだイールドカーブ

に直面する可能性が高く、今回のフラット化は債券市場が米国の景気後退を織り込み始めているというよりも、長期的な成長見通しを巡る根強い懸念と深く関係していると思われます。

社債セグメントについては、米国の一部のセクターがすでに2008年よりも高い債務比率を報告していることに留意すべきです。S&P500種株価指数構成企業のインタレスト・カバレッジ・レシオ(支払利息・税金・減価償却前利益(EBITDA)を企業の支払利息で除したもの)は2015年以降、低下傾向にあります。しかし、依然として2009年の水準を大きく上回っています。より規模が小さい企業(ラッセル3000種指数構成企業)の状況はそれほど好ましくありませんが、当社は差し迫った懸念があるとは考えていません。堅調な経済環境に基づき、当社は2018年のデフォルト率が低水準にとどまると予想しています。社債は過去数年ほどには信用スプレッドの縮小からの恩恵を受けられないとみられますが、恩恵を受ける余地はなお若干残っています。米国社債は欧州社債よりも高いリターンをもたらす可能性があるでしょう。

社債:2018年はクーポンに注目

信用スプレッドはすでに著しく縮小していますが、2018年にはより一層縮小する可能性があります。



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、2017年11月22日時点

* BofA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

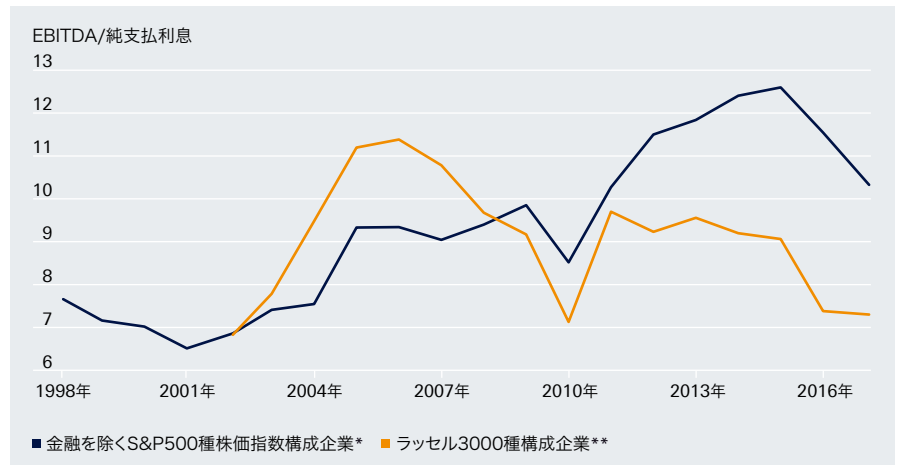
** ブルームバーグ・バークレイズ米国コーポレート・ハイ・イールド・インデックス

*** iBoxxユーロ・コーポレート・インデックス

**** ブルームバーグ・バークレイズ米国アグリゲート・ボンド・インデックス

米国の大企業と中小企業のインタレスト・カバレッジ・レシオ

当社は米国企業全般で債務の返済が問題になるとは考えていませんが、各セクターの動向を注視しています。



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、2017年11月22日時点

* EBITDAの平均を用いた数字

** 金融・不動産を除き、EBITDAの中央値を用いた数字

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12月7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

今後のユーロ安は限定される見通し

》当社はユーロの米ドルに対する下落が従来予想よりも小幅になるとみています。
12カ月ベースでは、今やユーロの下落余地は限定的と思われます。《

当社の見解の概要

米ドルは今年、1986年以降で最も軟調なスタートを切ったが、ここに来て回復している

欧州中央銀行(ECB)の最初の利上げを巡る議論が2018年末にかけて高まると予想され、これが最終的にユーロを下支えすると見込む

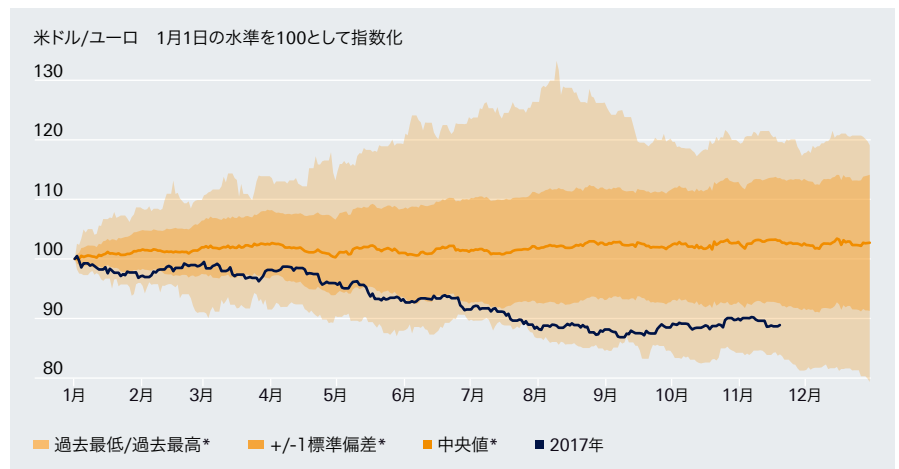
こうした状況を背景に、当社はユーロ/米ドルの12カ月予測を1.10から1.15に上方修正

米ドルは今年、軟調なスタートを切りました。市場のポジションが米ドル高に傾いたことも、米ドルの他の主要通貨に対する下落につながりました。米国経済のパフォーマンスが1-3月期に低調だったことや、ワシントンでの政治的混乱が続いたことも、米ドル安に拍車をかけました。同時に、ユーロ圏の成長データは予想を上回る堅調さを示し、エマニュエル・マクロン氏がフランス大統領選挙で難なく勝利を取めたことも相まって、ユーロは押し上げられました。実際、8月下旬の為替レートを見ると、米ドルの年初からのパフォーマンスは、1986年以降で最も軟調でした。当社は「こうした米ドルの下落は行き過ぎており、回復する可能性が十分にある」と主張しました。この見方は、ある程度は現実のものとなっています。

しかし、当社の予測期間が2018年12月までとなった今では、2018年終盤の世界の市場の状況について考えなければなりません。それまでには、ECBは資産購入プログラムを概ね完了していると予想されます。市場は間近に控えたECBトップの交代(2019年には3名の役員会メンバーの任期が終了し、この中には最も重要なメンバーである総裁も含まれます)を評価しようとしているでしょう。こうした状況で、ユーロ圏の最初の利上げ時期に関する議論が高まる見通しです。よって、当社は他の大半の通貨ペアに関する為替レート予測を据え置く一方で、ユーロ/米ドルについては1.15、ユーロ/円については132に予測を引き上げています。

異例の米ドル安

過去の標準に照らすと、2017年は米ドルが軟調な年となっています。



出所: ブルームバーク・ファイナンスL.P., 2017年11月20日時点

* 原サンプルは1974年から2016年の米ドル/ユーロの日次の為替レートから成る。

楽観的だが慎重

》世界的な景気回復は2018年も引き続き企業収益を後押しするでしょう。
株式にはなお上昇余地があるものの、リスクは高まっています。《

「世界同時景気拡大」。これは11月初めに米国で開かれた投資家会合で最もよく耳にした言葉です。約250社の製造業企業がそれぞれの根拠を挙げていました。雰囲気は非常に明るく、そのためかえて不安になった投資家もいるかもしれません。これは2018年の株式市場に関する当社見通しの出発点を上手く要約しています。企業は自信を持ち、受注は満杯で、注文は世界中から来ています。新興国だけでなく先進国の経済指標も良好で、予想を上回っています。最近の歴史において、景気後退に陥っている国が今年ほど少なかった年はほとんどありません。コンセンサス予想によると、米国、欧州、新興国、日本、中国の2017年の企業収益は軒並み増加し、2桁台の伸びとなる見通しです。こうした足並みの揃った収益増加が現実になれば、10年ぶりのことです。

これらの数字を上回っているのは様々なセンチメント指標だけです。欧州と米国の消費者のセンチメントは17年ぶりの高水準にあります。ifo経済研究所によると、ドイツの企業幹部の現況評価は1990年のドイツ再統一以降で最も明るいものになっています。米国の購買担当者のセンチメントが現在よりも大幅に良好だったのは1980年代半ばだけです。では、投資家はこうした状況をどう判断しているのでしょうか。データはやや交錯しています。どの調査にも悲観的なセンチメントを示す証左はありません。評価は「平均」から「1985年以来の高水準」までに分散しているものの（「米国アドバイザーズ・センチメント・レポート」）、明るいセンチメントが支配的であることは間違いありません。世界の機関投資家ファンドにおけるキャッシュ等の流動性資産比

率¹は10年平均をわずかに下回っているだけです。ここ1年で著しく低下しています。ファンド・マネジャーは現在、2000年以降で初めて平均を上回るリスクを取っています²。一方、国際ヘッジファンドの株式投資比率は11年ぶりの高水準に達しています³。伝統的な欧州株式ファンドの現金比率は現在1.3%です⁴。これは2007年の底の2倍以上の数字であるものの、それでもまだ10年平均の約2%を大きく下回っています。それにもかかわらず、プロの投資家は「2018年のリスクを過小評価していない」と主張しています。要するに、ファンド・マネジャーが言うこととポートフォリオの内容はしばしば大きく異なる、ということです。これらのセンチメント指標、株価、バリュエーションは何を物語っているのでしょうか。過去の数字と比較して、投資家の信頼が現時点で欠如しているとは到底言えません。

確かに、センチメント指標に難癖をつけることはとても簡単です。投資家、企業、消費者の様々なセンチメント指標はすべて解釈次第であり、株式市場がすでに現実を追い越しているかは誰にも分かりません。資本市場のあらゆる兆候が高揚感を示しているわけでもありません。フラットなイールドカーブは成長に対する若干の疑念を示唆しています。これが金利の問題につながります。金利の重要性は、例えばレバレッジ比率に関して向こう数四半期に高まる可能性があります。米国の非金融企業のレバレッジ比率は絶対ベースでもGDP比でも過去最高水準に達しています。S&P500種株価指数の一部のセクターでは、ネット・レバレッジ比率が2007年の水準を大幅に上回っています。インタレスト・カバレッジ・レシオ（営



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

当社の見解の概要

2018年は1桁台半ばの株式リターンが予想され、景気敏感セクターが主な牽引役になる見込み

しかし、明るいセンチメントや、ほぼフルインベストメントの状態にあること、バリュエーションの割高感を背景に、失望的な結果になる可能性が増している

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12月7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

業利益から未払い債務の金利を支払う能力)を見ると、状況はさほど心配ありません。しかし、実質金利が上昇し始めれば懸念は大きくなるでしょう。バランスシートが脆弱な企業はしばらく前から株式市場でその報いを受けています。

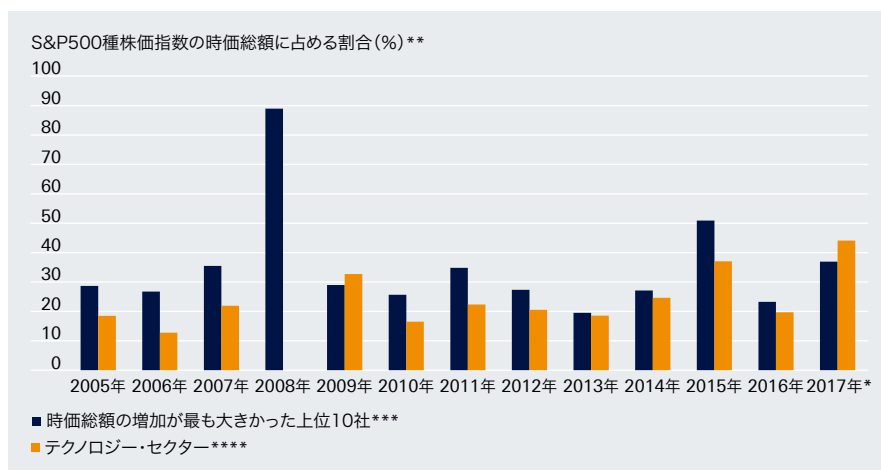
酸素はもう少し残っている

企業のバランスシートがやや悪化しているものの、当社は2018年に関して総じて楽観的です。その主な根拠は堅調な経済状況にあります。世界の経済成長率は2018年に3.8%まで加速する見込みです。加えて、金利とボラティリティは低水準にとどまり、バリュエーションは過去平均を上回る水準を維持すると予想されます。こうした環境で、株価収益率のさらなる上昇は見込めないでしょう。むしろ、株価収益率はわずかに低下する見通しです。当社がなお「トータル・リターンはほぼすべての市場で1桁台後半に達する」とみている根拠は主に2つあります。1つ目は企業収益の増加であり、平均すると先進国では1桁台後半、新興国では15%の増益率になると見込んでいます。2つ目は、配当利回りが約2%（米国、日本）～約4%（欧州）であることです。

セクター別では、依然として景気敏感セクターを選好しています。2018年も引き続きテクノロジー・セクターが相場を牽引すると予想しています。ハイテク企業は今年すでに目覚ましい業績を上げており、100億米ドル単位の売上高を持つ一部の企業は50%以上の増収を記録しました。テクノロジーに対するこうした需要の原動力は2018年も続くでしょう。しかし、今年の好調なパフォーマンスを受けて、来年、このセクターは市場の低迷に対して特に脆弱になるかもしれません。金融セクターは、2番目に力強い牽引役になる可能性があります。米国では規制緩和、金利上昇、配当増加等が追い風となります。欧州では企業の整理統合が進んでおり、構造改革の努力が実を結び始める見通しです。

総じて楽観的ですが、株式市場について2017年と同様のリターンや低いボラティリティは予想していません。上げ相場の長さを見ただけでも、多くの投資家は不安になるかもしれません。現在のところ、S&P500種株価指数が5%以上下落がない日の連続記録の更新が続いています。この記録をストップする恐れがあるのは、インフレ率のサプライズ、中国の期待外れの成長率、米国の税制改革案の頓挫等です。現在のリスク選好度が高い局面の後で、投資家は2018年にリスク・ポジションを突如として巻き戻すかもしれません。しかし、経済見通しは総じて良好なことから、相場調整は買いの好機と見なせるでしょう。

S&P500種株価指数のパフォーマンスに対する企業/セクターの寄与
S&P500種株価指数では従来、(セクターとは関係なく)上位10社の影響の方が明確でしたが、2017年はこれまでにないほどテクノロジー・セクターが支配的になっています。



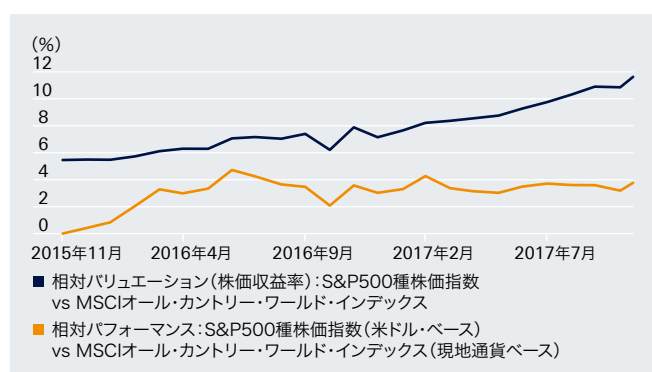
出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年11月16日時点
 * 11月16日まで(当日を含む)
 ** 年間の変化率がプラスの銘柄のみを考慮
 *** 各年において時価総額の増加が最も大きかった10社を参照
 **** S&P500種株価指数(情報技術)

^{1,2,3} BofA メリルリンチ・グローバル・ファンド・マネジャー調査(バンク・オブ・アメリカ・コーポレーション)、2017年11月14日時点
⁴ モルガン・スタンレー・リサーチ、ストラテジー・データ・ギャラリー、2017年11月10日時点

バリュエーションの概要

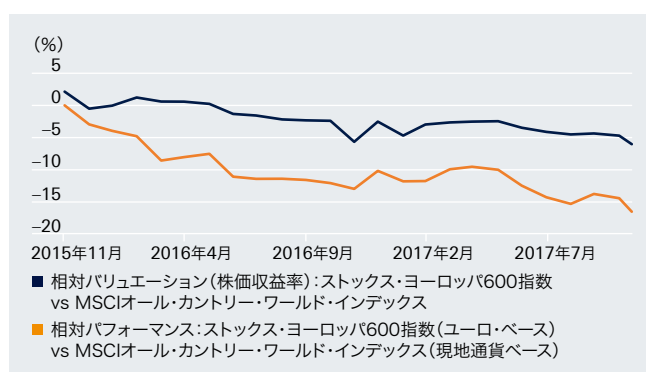
米国株式

S&P500種株価指数に関して、当社はなお1株当たり利益(EPS)成長率を今年が11%、来年が7%と予想しています。こうした背景に照らすと、一段の株価上昇の余地は限定的でしょう。計画されている税制改革が大きな刺激をもたらしてくれる見込みはますます薄くなっているようで、インフラ支出についてもトランプ政権には多くを期待できません。S&P500種株価指数の2018年末のターゲットは2,750です。



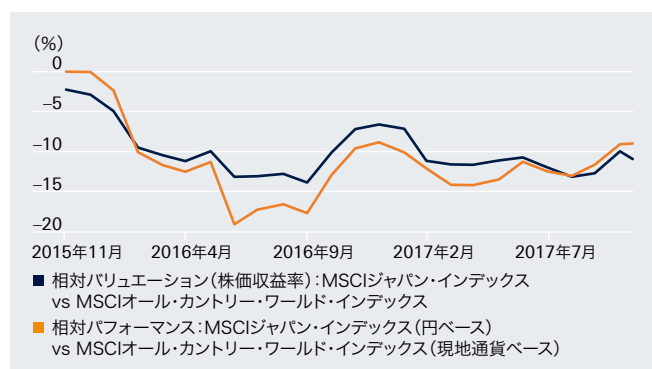
欧州株式

欧州経済は驚くほど良好です。7-9月期の数字に基づくと、ユーロ圏は2007年以降で最も高い成長率を達成する見通しです。また、センチメント指標はすでに数年ぶりの高さにありますが、企業業績に対する期待はまだそれほど上がっていません。総合すると、当社はユーロ圏に関してなお楽観的です。当社はドイツの戦術的見通しをニュートラルに引き下げましたが、DAX指数は2018年までに14,100まで上昇する可能性があるでしょう。



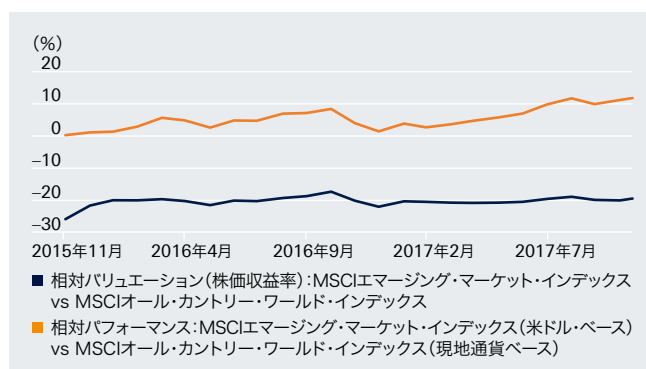
日本株式

日本市場はこのところ良好に推移しているものの、今年全体で見ると欧州や米国に後れを取っています。安倍首相の再選を受けて緩和的な金融政策が継続されるという信頼感が高まっており、その一方で企業ガバナンスは引き続き改善しています。7-9月期の企業収益は20%増加し、業績見通しの上方修正は先進国で最も目立ちます。日本株式は引き続き当社の選好対象の1つです。



新興国株式

新興国の経済環境は依然として良好です。力強い成長と低いインフレ率が持続していることから、特にアジアの環境が魅力的です。米ドルの回復も米国の利上げも、アジア市場がMSCIワールド指数を上回るパフォーマンスを記録する妨げにはなっていません。北朝鮮情勢が悪化しない限り2018年も同様の結果が予想されますが、その裾野は2017年はじめから現在までよりも幅広いセクターに及ぶでしょう。



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11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、2017年12月7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

クオリティの高い銘柄を買う

》株式ロング/ショート戦略の中には、「質への逃避」により下落のリスクを抑えつつ、収益機会を狙えるものもある。《



ティム・ガスコイン
ヘッジファンド・アドバイザー部門
責任者

当社の見解の概要

クオリティに基づく株式ロング/ショート戦略に妙味があり、さらなる収益機会の可能性がある

市場をリードするハイ・クオリティ銘柄への投資は、相場下落局面で株式ポートフォリオのヘッジとなる場合も

他のヘッジファンド戦略においてもそうであるように、クオリティに基づく投資は、戦略の厳選が最重要課題である

当社は、ポートフォリオ運用において、追加リスクを取らずにリターンを高めること、あるいはリターンを損なうことなくリスクを低減させることを常に目指しています。しかし、市場効率性に対する従来の考え方に基づいた場合、これらを実現することは不可能です。今年のノーベル経済学賞を受賞したリチャード・セイラー教授は、従来の通念に異議を唱え、経済理論に基づけば実現不可能であるものの現実には存在する様々な事象を見出し、説明することを研究テーマにしてきました。こうした事象はアノマリー（＝理論と矛盾する事象、理論的に説明がつかない市場の傾向）として一般的に知られており、ヘッジファンドはこれを利用して、市場動向に左右されないリターンの創出を目指しています。

当社では、株式投資において「クオリティ・アノマリー」と呼ばれる事象に最近注目しています。これは、ハイ・クオリティ銘柄のリスク調整後リターンが高く、長期的に市場をアウトパフォームする傾向があるというものです。これは不可解な事です。なぜならこうした状況は、裁定が働き結局は解消されているはずのものだからです。このアノマリーが長きにわたり継続しているということを実証しているのが、伝説の投資家、ウォーレン・バフェット氏です。「靴下であれ株式であれ（"socks or stocks"）」、クオリティの高いものを割安なときに購入するのが彼の極意です。当然、靴下のクオリティを見極めるのは簡単です。一方で、株式のクオリティを定義するにあたっては、直感的かつ実質的な面を考慮する必要があります。当たり前の事を敢えて言うと、ハイ・クオリティ企業というのは単純に他の多くの企業より一貫して優位にある企業なのです。同業他社と比較して、優れた業績、より良い企業経営、また、株主をより重視すること等を指すとも言えます。クオリティを測る

一般的な指標として、投下資本利益率、収益性と負債比率、配当性向やキャッシュフローに関連する効率性の指標等があります。

実際にハイ・クオリティ銘柄は長期にわたって高い超過リターンを上げています。こうしたリターンはハイ・クオリティ銘柄をロングし、市場全体又はクオリティの低い銘柄をショートすることで得られ、どちらをショートした場合でも超過リターンは長期的にプラスとなっています¹。このアノマリーはいかに説明できるでしょうか？投資家は、「つまらない」、予想可能なハイ・クオリティ銘柄よりも、クオリティは低いが「宝くじ」のように大化けする可能性のある銘柄を好むからかもしれません。もしそうであれば、このアノマリーは、市場全般のセンチメント次第で起きるものであるという説明がつかず。一般的に前述のロング/ショート戦略は、リスク許容度が高まった市場環境ではアンダーパフォームします。「リスク許容度が高い」状態とはその名の通り、投資家がリスクの高い、より不確かな投資を選好する傾向を指しています。反対に、この戦略は市場の下落局面では好調となります。例えば、クオリティ銘柄をロングし、低クオリティ銘柄をショートした戦略は、2008年に非常に高いプラスのリターンを上げたことでしょう。

この数カ月の株式相場の上昇は、結果的に見れば、主にハイ・クオリティ銘柄が牽引してきました。これらの銘柄は高いキャッシュフローと収益性の高いビジネスモデルを有し、様々なクオリティ指標においても高く評価されています。クオリティ重視となっていることから、最近の株式相場の上昇は、これまでのものとは異なっているようです。1990年代後半の株式市場の上昇は、テクノロジー関連銘柄が牽引しましたが、その大半の企業

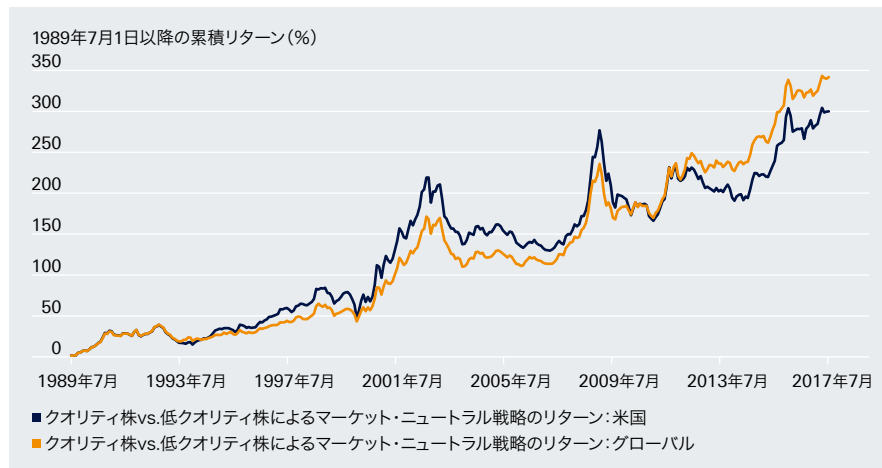
のビジネスモデルは未知数でした。その時、クオリティを重視した投資戦略は市場平均をアンダーパフォームしました。2000年代には、市場はクオリティ要素とは関係なく上昇したことから、クオリティに基づいた戦略は、その期間ほぼ横ばいであったでしょう。金融危機以降、このような戦略は株式市場が上昇した際に伸び悩み、「リスクオフ」局面で堅調なリターンを上げています。

当社は中期的にクオリティを重視した戦略へのオーバーウェイトを選択します。株式の強気相場が長らく続いた後、投資家はクオリティ銘柄へと方向転換しつつある兆候が見られます。当社では、ハイ・クオリティとされる、市場を代表する銘柄が今後も増益を続け、それゆえに株価の上昇余地があると同時に、相場下落局面では、「質への逃避」となるような一定程度の下落耐性を示すと考えています。

当然、現時点におけるハイ・クオリティ銘柄がいつまでもハイ・クオリティ銘柄であり続けるとは限りません。だからこそ、経験豊富な投資家による「クオリティ」の定性的な判断と共に、定量的な分析も重要であると考えています。他のヘッジファンド戦略においてもそうであるように、クオリティに基づく投資においては、戦略の厳選が最重要課題となります。

クオリティ銘柄の長期リターンの推移

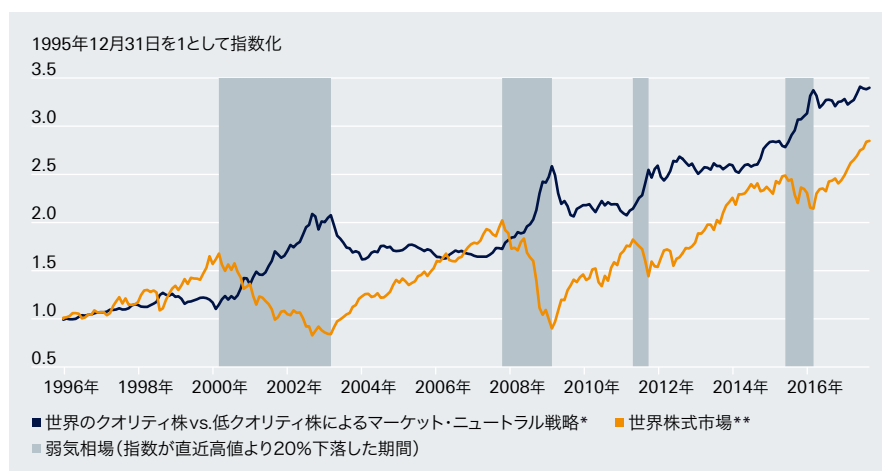
ハイ・クオリティ銘柄をロングし、低クオリティ銘柄をショートすることで、クオリティ・アノミーが長期的に高い超過リターンの源泉となっています。



出所：AQRキャピタル・マネジメントLLC、2017年8月31日時点

クオリティに基づく戦略はいかにしてアウトパフォームしてきたか

市場がリスクオフや「質への逃避」シナリオとなった局面において、当戦略のパフォーマンスは好調でした。市場が反発した際には、パフォーマンスが軟調でした。



出所：AQRキャピタル・マネジメントLLC、2017年8月31日時点

* 無リスク金利の超過リターン

** 時価総額加重ベースの全世界株式指数の超過リターン

¹ クリフォード・S・アスネス、アンドレア・フラツィーニ及びラッセ・H・ペダーソンによる2013年の報告書「Quality Minus Junk」を参照 (http://www.econ.yale.edu/~shiller/behfin/2013_04-10/asness-frazzini-pedersen.pdf)

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12月7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

株式をおいて他に投資先があるでしょうか？

》景気サイクル後期にあるとの想定に基づき資産配分を決定しています。具体的には、マルチアセットの戦略やポートフォリオで株式を選好しています。《



クリスチャン・ヒル
マルチアセット部門 責任者

当社の見解の概要

プラスの期待リターンを生むポートフォリオを構築するには、これまで以上にリスクを取る必要があります。

適切なリスク管理を徹底させれば、リスクを取る価値があると引き続き考えています。

向う12カ月について、株式を中心にプラスのリターンは得られる可能性があると見ています。ボラティリティの低い状況は予想以上に長く続く可能性があります。

有効フロンティアは現代ポートフォリオ理論において広く使われている考え方で、現在の市場環境を考える上で役に立ちます。有効フロンティアを構築するにあたり、投資可能な全ての資産又は資産の組合せを、リスクとリターンを軸としたチャート上で示します。各資産については、期待リターンとそれに付随するリスクを示します（リスクは実現収益の結果のバラツキで計測）。これにより、様々なリスク水準において最も高い期待収益をもたらす資産又はポートフォリオ（相関考慮後）を容易に特定できますが、このポートフォリオ群を結んだグラフ上の曲線を、有効フロンティアといいます。他に選択肢が無いと仮定すると、理論上は有効フロンティア上のポートフォリオを合理的な投資家は選定します。

次に、同時に無リスクで小幅ながらも確実に収益を生む資産もポートフォリオに含めるとしましょう。この時、有効フロンティアは、無リスク金利とポートフォリオ群との接点1を結ぶ直線になります。主要中央銀行による量的緩和により、一国の無リスク金利として代用される長期国債の利回りは低下しました。ユーロ圏の多くの国ではこうした金利はゼロ近辺または以下に留まっています。このような背景もあり、グローバルに分散されたマルチアセット・ポートフォリオにおいて、過去のケースに比べ、有効フロンティアは下方にシフトしながらも急勾配な線を示しています。当社ではこの状態は続くと考えています。その為、プラスの期待収益を生むポートフォリオを構築するには、これまで以上に多くのリスクを取る必要があります。

リスクを取る価値がまだある

現在の状況は、今はリスクを取る価値がまだあると考えており、当社では主に株式投資によりリスクを取っています。

同時に、ポートフォリオ全体のリスクを監視し、リスクが適切に管理されているかを徹底させることが重要です。株式のバリュエーションは割高となっていますが、更なる収益チャンスを見込む上で、まだ行き過ぎたレベルだとは見ていません。なぜなら結局のところ、企業収益は底堅く伸びているからです。妥当なリターンが生み出せる資産クラスは株式をおいて他にほぼ無いでしょう。特にハイ・イールド債を例に比べてみても株式のほうが、流動性が遥かに高くなっています。債券については、利回り曲線は平坦化し金利は低位に留まると見ています。これは市場が景気回復の後期に入ったとの当社の見方を裏付けています。債券の中では、特にハイ・イールド債を有望視しており、全体として先進国よりもエマージング諸国の債券を選好しています。米国を中心に、債務水準が上昇していますが、企業の強い収益力により下支えされています。金については、貴金属の機会コスト上昇要因となる、実質金利の大幅な上昇は予想していません。イベントリスクに備え、マルチアセットのポートフォリオにおいて、分散効果が期待できる資産として、引き続き金を選好しています。

現状が続くうちは享受するべき

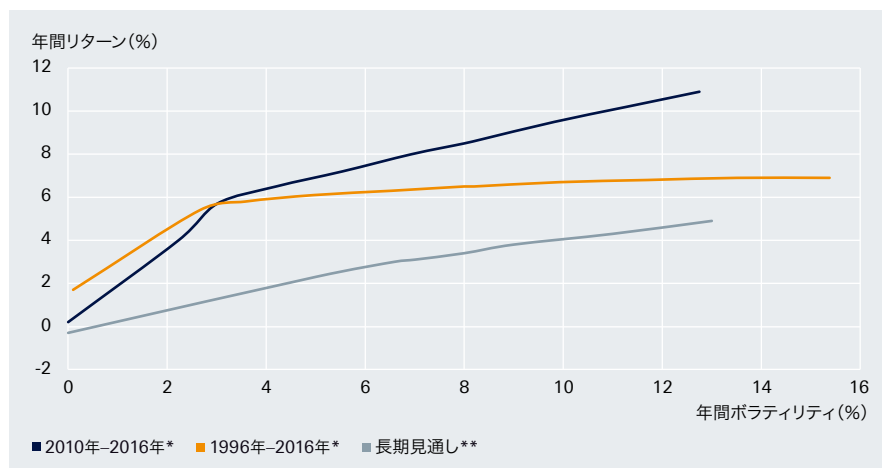
良好なマクロ経済環境が向う12カ月は続くとの予想に基づき資産配分を決定しています。最近の世界の経済成長は極めて広範に及んできています。その一方で、インフレ率は大半の国で停滞しています。このため、中央銀行に対する早急な利上げ圧力は引き続き弱くなっていますが、量的緩和政策は2018年末に向けてピークを迎える見込みです。近年、金融政策が資産価格に与えてきたインパクトを考えると、これは景気サイクルの転換点になるかもしれません。ただし現状では緩和的な金融政策が続くとの見込みのもと、投資家の資産価格の上昇、及びクーポ

ンや配当から得られる収益への強い需要は続くと見られます。

この状態が前述の有効フロンティアの話に繋がるのです。量的緩和により、多くの投資家は、それまで妥当と感じていた水準以上のリスクを取る必要に迫られています。緩和的な金融政策の縮小が想定される中で、現状低位にあるボラティリティは中位水準にいずれは移っていくでしょう。ここ数年間のボラティリティのデータに基づいたリスク計測は通用しないかもしれません。特に、現段階で発生確度が低いと見られるイベントについて、そのインパクトの規模は過少評価されがちです。景気後退の突然の顕在化又は、予想外のインフレ率上昇がそうしたイベントの例であり、おそらく中央銀行による何らかの政策的な過ちに続いて発生するでしょう。また、FRBとECBの政策方針の違いもより鮮明化し、コア金利やユーロ/米ドル相場に影響を及ぼす可能性があります。急激な政策転換又は、地政学的リスクの高まる局面ではボラティリティは一時期に高まるかもしれませんが、今のところこれらが情勢を一変させる可能性は低いでしょう。総合すると、足元の低ボラティリティはさらに続き、向う12カ月から24カ月は継続しうと見ています。

今後も低リターンが予想される

グローバルで分散されたマルチアセット・ポートフォリオについては、有効フロンティアが下方シフトとなる一方、これまで以上に急勾配となることが予想されます。



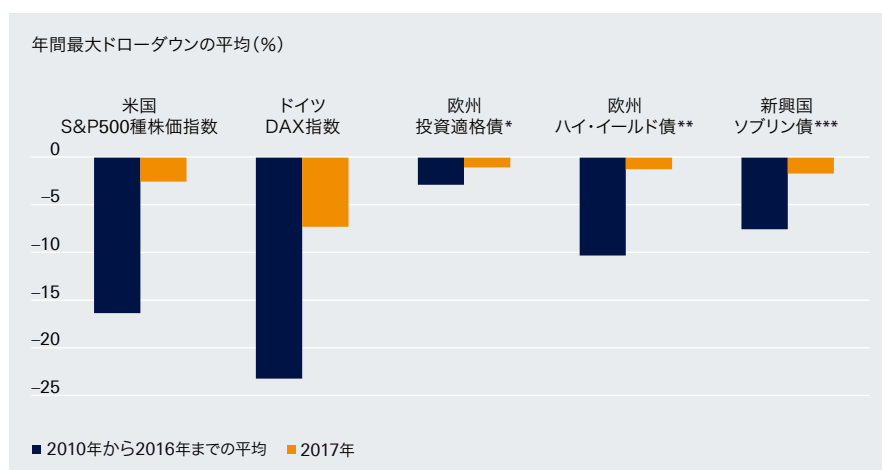
出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2017年11月時点

* パフォーマンスはMSCIワールド(ユーロ・ベース)、J.P.モルガン・グローバル・ボンド・インデックス・ドイツ(2000年10月2日まで)及びブルームバーグ・バークレイズ・グローバル・アグリゲート・ボンド・インデックス(ユーロ建、ヘッジ有、2000年10月2日以降)

** ドイチェ・アセット・マネジメントのマルチアセットグループの総合的な資産クラスデータに基づき予想

2017年は例外的な年

広範な資産クラスで、2017年の最大ドローダウン(最大リターンがでたピーク時点から最大どれだけ下落したか)は過去平均を大幅に下回っています。



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、2017年11月時点

* ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ・アグリゲート・コーポレート・トータル・リターン・インデックス(ユーロ建、ヘッジ無)

** ブルームバーグ・バークレイズ汎欧州ハイ・イールド・トータル・リターン・インデックス(ユーロ建、ヘッジ無)

*** J.P.モルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド・コンポジット

¹ ここでいう接点とは、リスクフリーの金利(Y軸上)と有効フロンティア上の点を結ぶ直線が、有効フロンティアと同じ傾きとなるときの、有効フロンティア上にある点です。

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、2017年12月7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

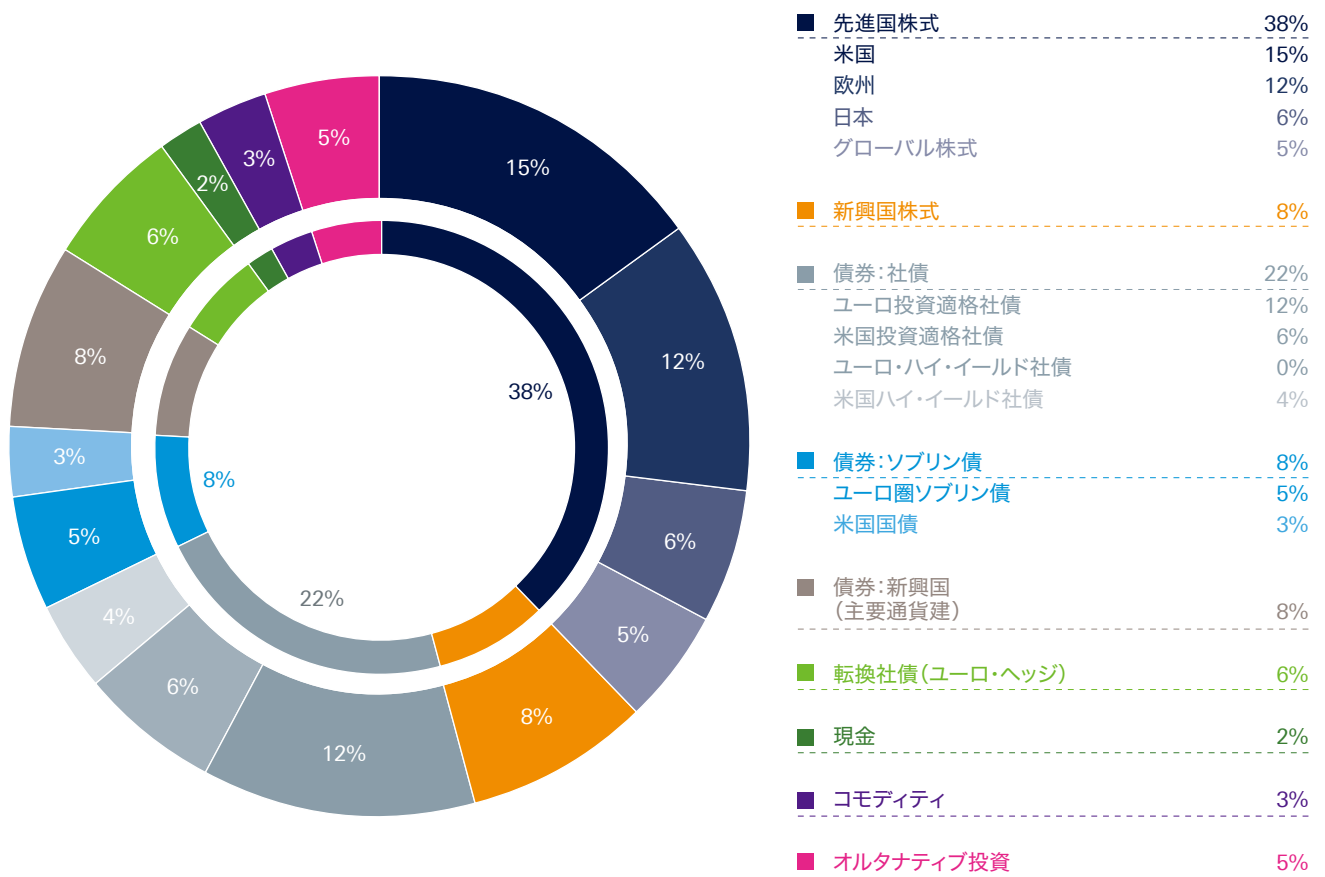
リスクは理にかなった方法で取るべき

》伝統的資産クラスでは分散投資がますます難しくなっている。《

高リスク資産クラスの中で当社は引き続き株式を選好しています。戦術的に、センチメントと資産配分はさらに強気な内容となっています。その為、下落局面も想定されますが、ファンダメンタルズは依然強固です。具体的には、バリュエーションが

割安で収益モメンタムも強い事から、特にアジア新興国株等の米国以外の株式を全般的に選好しています。更なる上昇余地が見込めるため、世界成長の動向に敏感なコモディティを引き続き保有しています。一方で先進国クレジット、特に

ハイ・イールド債は市場調整局面での脆弱性が増しています。全体として、伝統資産クラスで分散を行うことは昨今難しくなっています。その為当社では、オルタナティブ戦略に分散した資産配分を構築しています。



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、
2017年11月21日時点

上記チャートは、グローバル投資を行う欧州の投資家向けに、当社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。
上記配分はすべての投資家に適するとは限りません。オルタナティブ投資はすべての投資家に適するとは限りません。

ほぼ晴れ

》引き続き経済指標は資本市場にとって望ましい環境であることを示唆。《

ここ数カ月間、各種指標は市場環境が極めて良好であることを示しており、これは主に二つの要因によります。まず、投資家が地政学的リスクに慣れて来ており、軽視する傾向が見受けられる点です。次に、かつてない広範な地域で経済が同時に拡大している点で、この二つが市場参加者の自信を益々強固にしています。その結果、マクロ指標は大幅に改善しています。

ただし、プラスの経済指標が続いたことで、アナリスト予想はすでに今夏前に押し上げられていました。その結果、逆に失望する可能性が増し、サプライズ指数は一時的にマイナス領域に陥りました。それ以降、期待値は実態に沿った水準に戻りました。その為、さらに多くのポジティブ・サプライズが起り、サプライズ指数は6月末から一貫して上昇しました。欧州のサプライズ指数は10月に過去最高水準に達しました。リスク指数も、投資家の最近の高いリスク選好度を反映し、10月には2012年以来の高レベルに達しました。これは主に、株式相場が堅調となった時に付随して起こりました。マルチアセット指数の三種全ては、年初からほぼ一貫して現在までプラス圏にあります。

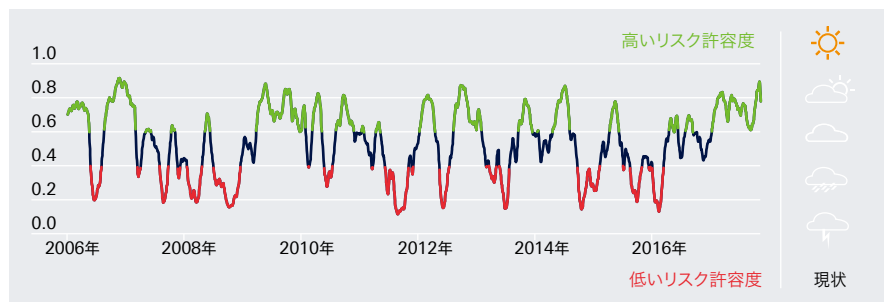
マクロ指標

マクロ経済指標は広範な経済指標を集約したものです。



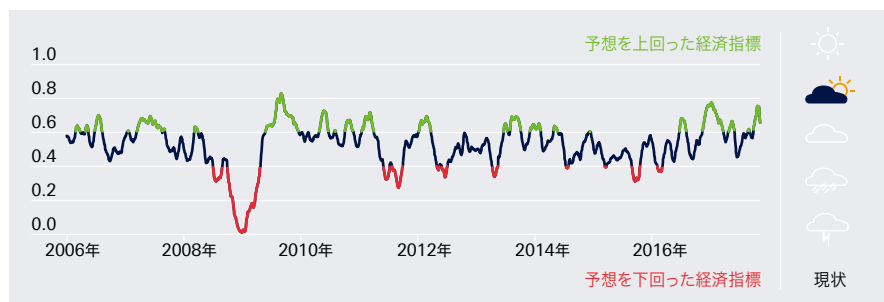
リスク指標

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。



サプライズ指数

サプライズ指数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: ドイツ・アセット・マネジメント・インベストメント GmbH 2017年11月15日

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12月7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

マクロ経済 | 堅調な成長を予想

GDP成長率(対前年比、単位:%)

地域	2017年(予測)		2018年(予測)
米国 ¹	2.3	→	2.3
ユーロ圏	2.3	↘	2.0
英国	1.5	↘	1.3
日本	1.5	→	1.5
中国	6.7	↘	6.5
世界	3.7	↗	3.8

消費者物価指数(単位:%)

地域	2017年(予測)		2018年(予測)
米国 ¹	1.5	↗	1.8
ユーロ圏	1.5	↘	1.4
英国	2.6	↗	2.7
日本	0.7	↗	1.0
中国	1.9	↗	2.2

指標金利(単位:%)

地域	現在値*		2018年12月(予測)
米国	1.00-1.25	↗	1.75-2.00
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

* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年11月30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2017年11月16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

財政赤字(対GDP比、単位:%)

地域	2017年(予測)		2018年(予測)
米国	3.5	→	3.5
ユーロ圏	1.4	↘	1.3
英国	3.3	↗	3.5
日本	4.8	→	4.8
中国	3.4	↘	3.2

経常収支(対GDP比、単位:%)

地域	2017年(予測)		2018年(予測)
米国	-2.6	↘	-2.8
ユーロ圏	3.1	↘	2.9
英国	-4.5	↗	-3.5
日本	3.5	→	3.5
中国	1.8	→	1.8

商品市況(米ドル建)

	現在値*		2018年12月(予測)
原油(WTI)	57.4	→	55
金	1,275	→	1,230
銅(LME)	6,762	↘	6,600

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12月7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 | 利益成長が株価をしっかりと下支え

	現在値*		2018年12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	2,648	↗	2,750	6.2		14%	-9%	2.3%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	387	↗	405	8.4		8%	-3%	3.7%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,570	↗	3,780	9.6		9%	-2%	3.7%
ドイツ(DAX指数) ³	13,024	↗	14,100	8.3		8%	-3%	3.1%
英国(FTSE100種指数)	7,327	↗	7,400	5.3		5%	-4%	4.3%
スイス(SMI指数)	9,319	↗	9,450	4.7		13%	-10%	3.3%
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,062	↗	1,120	7.9		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)	1,121	↗	1,210	10.7		15%	-6%	2.8%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	696	↗	760	11.8		16%	-5%	2.6%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,719	↗	2,850	7.7		10%	-5%	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、2017年11月30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 2017年12月4日に見直し

³ トータルリターン・インデックス(配当込)

債券 | 緩やかな金利上昇を見込む

米国

	現在値*		2018年12月(予測)
米国国債(10年物)	2.41%	↗	2.60%
米国地方債	92%	↘	85%
米国投資適格社債	92 bp	↘	80 bp
米国ハイ・イールド社債	344 bp	→	350 bp
証券化商品: 米国住宅ローン 担保証券 ¹	72 bp	↗	100 bp

欧州

	現在値*		2018年12月(予測)
ドイツ国債(10年物)	0.37%	↗	0.80%
英国国債(10年物)	1.33%	↗	1.40%
ユーロ投資適格社債 ²	95 bp	↘	75 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ²	272 bp	→	260 bp
証券化商品: カバード・ボンド	46 bp	↗	65 bp
イタリア国債(10年物) ²	138 bp	↗	160 bp

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年11月30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

アジア太平洋

	現在値*		2018年12月(予測)
日本国債(10年物)	0.04%	→	0.10%
アジア社債	229 bp	↘	210 bp

世界

	現在値*		2018年12月(予測)
新興国ソブリン債	288 bp	→	285 bp
新興国社債	285 bp	↘	270 bp

為替相場

	現在値*		2018年12月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.19	↘	1.15
米ドル(対 日本円)	112.5	→	115.0
ユーロ(対 英ポンド)	0.880	→	0.885
英ポンド(対 米ドル)	1.35	↘	1.30
米ドル(対 中国元)	6.61	↗	6.80

予測は2017年11月16日時点の見通しです。bp=ベース・ポイント

チーフ・インベストメント・ オフィスについて



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、商品情報資料等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12月12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、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7,100億ユーロ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

ドイチェ・アセット・マネジメント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9月末時点

