

CIO | VIEW

2018年10月

貿易紛争の犠牲者

貿易紛争に巻き込まれる新興市場



秋に向けた市場の展望

市場環境は、少なくとも米国に関する限り良好です。8月末以降にS&P500種株価指数はまたも史上最高値を付け、米国株式市場は強気相場の最長記録を更新し続けています。例年、年末に向けて株価が上昇しやすいとされる「年末ラリー」が期待できるとすれば、S&P500は近く3,000ポイントに到達する可能性もあります。一方、米国以外の株価指数は大きく遅れを取っている状態です。MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックスのパフォーマンスは、年初来プラス圏で推移しているものの、それはひとえに米国株式による寄与と言えます。米国では、経済も近いうちに株式市場と肩を並べ、新たな記録を打ち立てそうな勢いです。景気拡大局面はすでに第二次世界大戦以降で2番目の長さには達しており、2019年7月まで継続すれば、戦後史上最長記録となります。景気動向を後追いしているに過ぎない、と思われるのを承知で言えば、我々は現時点で、この拡大局面の最長記録が実現するものと予想しています。また米国の国内総生産(GDP)が予想外の堅調な伸びを示していることから、2018年GDP成長率予測を従来の+2.7%から+2.9%に上方修正しました。当然ながら連邦準備制度理事会(FRB)は利上げを継続していますが、金利とインフレ率がいずれもオーバーシュートする(行き過ぎの水準に達する)可能性は低いと見ています。一方、規制緩和や財務上の自由(潤沢な資金など)の恩恵を享受している企業は、株主還元を最優先する姿勢を示しており、利益を賃上げや設備投資ではなく、配当に振り向けています。しかしながら、こうした状況が永遠に続くとも思えません。例えば、トランプ政権による財政面からの景気刺激策は、2019年にもその効果が剥落する可能性があります。

ここで現在は、景気サイクルのどの段階にあるのだろうかという疑問が浮かびますが、答えはどの国に注目するかによって異なります。例えば米国の失業率と金利は、欧州と大きくかけ離れた水準にあります。また中国はこれまで、あたかも法令を駆使して景気サイクルを操って来たかのように見えます。しかし米国との対立がエスカレートした場合、中国にどれほどの政策余地が残るのでしょうか。これは迫り来る政治リスクの一例に過ぎず、他にも、世界的な貿易紛争や、英国の欧州連合(EU)離脱、イタリアの2019年予算問題、米国の中間選挙など、リスクは枚挙に暇がありません。今後数カ月間に、世界では重大な決定が幾つか下されることとなります。秋に向けて、我々が債券、株式、通貨のいずれも、ニュートラルに近いポジションとしているのは、そのためです。とはいえ、こうした「秋の嵐」が襲来するリスクを認めながらも、我々は一筋の希望の光を見出しています。「DWSの指標から見て、景気サイクルが近く終了する可能性は低い」という事実です。いずれにせよ、市場はこのことをすでに織り込んでいると見られます。よってこの先、もし株価が騰勢を強める場面があるとすれば、それは例えば生産性の向上などを通じて、景気サイクルが一段と長期化した場合でしょう。



ステファン・クロイツカンフ
チーフ・インベストメント・オフィサー

"リスクは多数存在するものの、DWSでは差し当たり、世界景気に対して強気のスタンスを維持しています。しかし、投資家の強気の姿勢だけでは、相場を一段と押し上げる要因にはなり得ません。"

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DWS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10月9日時点のDWS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10月



フォーカス

一見すると、トルコやアルゼンチンの問題はかなり固有のものに見えます。しかし、これらの国や新興国全般は、起こりつつある世界貿易紛争の最初の犠牲者でもあります。

貿易紛争の犠牲者 06



マクロ経済

2019年に向けて、世界の経済成長率は3.8%で安定的に推移する見通しです。ただし、金融市場の問題が实体经济に意外な形で影響を及ぼし得る、あるいは実際に及ぼしていることには留意が必要です。

世界経済はこれまでのところ順調に推移 08



債券

我々は引き続き社債に対して強気であり、新興国市場に選別的な投資機会があると見ています。米国2年国債はリスク調整後ベースでかなり魅力的に映ります。

クレジットの他に何かがあるか? 10
為替 12



株式

シリコンバレーの優位性が高まっています。我々はシリコンバレー企業を高く評価していますが、テクノロジーセクターはかなり多様です。より全般的には、今後の重要な政治的決定を注視したいと考えています。

テクノロジー企業はどこでも王様? 13
バリュエーションの概要 15



オルタナティブ

インフラ資産が長期投資家を魅了し続けている理由は容易に理解できます。成熟したインフラ資産市場は、インフレヘッジされた長期インカムリターン of 安定性と一定のキャピタルリターンの可能性を提供し続けています。

不可欠なインフラ..... 16



マルチアセット

景気拡大と市場の上昇は続く見通しです。いくつかのリスクパラメーターはさらに悪化する見込みですが、そこには投資機会も潜んでいると考えられます。徹底的な分析が必要であり、それは報われる可能性があります。

不協和音を含んだハーモニー 18
アロケーション 20
指標 21



ESG (環境・社会・企業統治)

異常気象は発生頻度が高まるとともに激しさを増しています。投資家は潜在的リスクのポートフォリオへの経済的影響を理解する必要があります。DWSは状況に応じて投資プロセスを調整してきました。

変わりゆく気候..... 22



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恐れがあります。

DWSの見通し 24



パフォーマンス

過去5年のインデックス及び主要市場のパフォーマンス(期間:各12カ月)。

パフォーマンスの概要..... 26



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 27

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DWS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10月9日時点のDWS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。

貿易紛争の犠牲者

》世界的な貿易紛争勃発の危機感が高まるなか、早くも新興諸国がその犠牲となりつつあります。《

ロシアの文豪トルストイは、名作「アンナ・カレーニナ」の冒頭で次のように書いています。「不幸な家庭はどこもその不幸のおもむきが異なっているものである」。最近の新興諸国の一部にも同じことが言えるかもしれません。現在の状況は、新興国全体の長い景気低迷の始まりというよりも、トルコからアルゼンチン、ブラジルから南アフリカまで、各国がそれぞれに苦境に陥り、それらの集積が混乱となって表れているように見えるからです。

DWSの新興国市場担当チーフエコノミスト、エルケ・ショイプルヨーストは、「近年、大半の新興国は、外的なショックに対して以前よりはるかに耐性が高まっている」と指摘し、実際に今回が以前と異なる点を、以下のように列挙しています。1) 1990年代の幾つかの危機を経て、多くの国では慎重な財政運営を政策上の最優先課題として取り組んでいる、2) 変動為替相場制がショックを吸収する役割を果たしている可能性がある、3) 経常赤字は、過去と比較して大幅に縮小している、4) 中銀は概してインフレの抑制に成功し、金融市場からの信認を得ている模様である、といった点です。

主要新興国20カ国のうち、経常赤字幅が国内総生産(GDP)の3%を大きく超えている国は、トルコとアルゼンチンの2カ国に過ぎません。このうちトルコの危機は、実のところ、この国独自の問題と言えます。近年のトルコは、「持続不可能」な成長モデルに頼るようになっていました。2017年のGDP成長率は7.5%に達しましたが、その主な原動力となったのは、最低賃金の引き上げや社会福祉の充実など大規模な景気刺激策であり、個人消費の活性化もこうした刺激策によるものでした。そして予想通り、このような政策は景気の過熱を引き起こし、インフレ率の急上昇をもたらしました。

今回、事態の悪化に拍車を掛けているのは、トルコが長年、外国からの短期資金の流入に依存することで、こうした放漫な経済運営を可能にしてきた、という事実です。経常収支の赤字は、国内の貯蓄が、内需とりわけ企業投資に対してどれほど不足しているかを示す指標の一例です。トルコの場合、企業セクターは債務を急速に積み上げ、中でも特に米ドル建など外貨建資金の借入れを増やしてきました。そのためトルコリラが下押し圧力に晒されると、米ドル建債務の負担が増大し、同時に国内企業の売上や収益見通しは悪化の一途をたどりました。経済政策面で適切な対応策が講じられなかったことも、投資家の懸念を増大させる結果となりました。かつてはその手法が広く評価されていたトルコ中銀ですが、今年6月の大統領選と国会総選挙の前の段階で、すでに市場からの信認が低下していました。9月の利上げ決定は遅きに失し、中銀への信頼を完全に取り戻すには至りませんでした。

事態は悪化に向かうのか？

一見すると、トルコの混乱は、既知の弱みと平凡な過ちが重なった帰結としての不幸の極まりのように思われます。アルゼンチンの場合、政策面ではむしろ適切な対応がなされてきました。高水準の財政・経常赤字、短期の対外債務、そしてインフレの高騰という点ではトルコと同様ですが、市場動向に配慮する政府が早々に国際通貨基金(IMF)からの支援を取り付け、痛みを伴う様々な対応策の実行を約束しています。それでもアルゼンチンペソ相場が急落した背景には、2019年10月の大統領選で改革路線を志向する現政権が信認を得られないことへの懸念が、金融市場で高まっていることがあります。

そのほか、ここに来て市場による監視の目が厳しくなっているのが、ブラジルと南アフリカです。両国共に、経済のファンダメンタルズは堅調という印象ですが、最近の経済成長率は市場予想を下回っており、これは構造的な脆弱性によるものかもしれません。ブラジルの場合、最大の問題は、税収の増加をはるかに上回るペースで政府支出が増加している点にあります。テメル大統領(2018年末に任期終了)は、あまりに手厚過ぎて持続不可能とされる年金制度の改革に着手しましたが、今年初めに関連法案の採決を断念、試みは失敗に終わりました。ブラジルでは、この10月に一連の大規模汚職疑惑後初の総選挙が実施されることもあって、政治情勢は一層混迷の度を深めることになりそうです。一方で南アフリカは、比較的大きな経常赤字という、より深刻な構造問題を抱えているものの、やはりラマポーザ新大統領がこの問題に取り組む姿勢を明らかにしています。しかし残念ながら、米国のトランプ大統領がツイッターを通じて、紛糾する南アフリカの土地改革問題に「介入」する意志を示したことから、米国との関係悪化による通貨安が懸念されるなど、構造問題の解決は一筋縄では行かなくなりました。

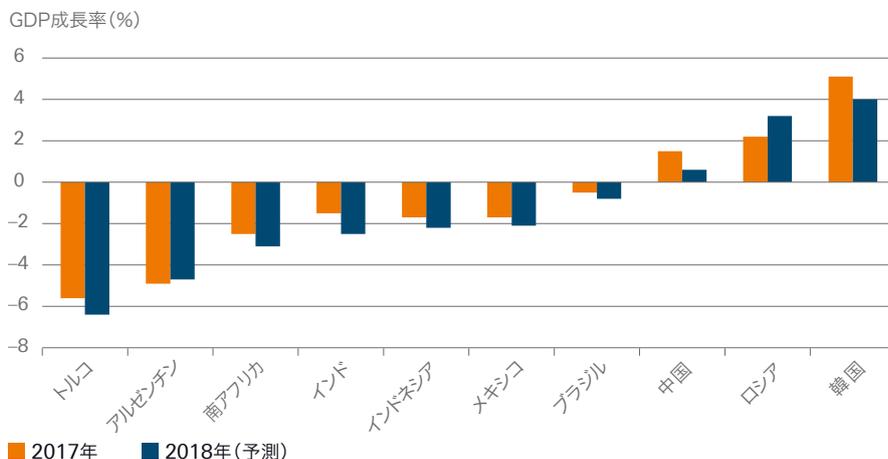
ここで再びトルストイの小説が思い浮かびます。「アンナ・カレーニナ」は、愛情が物語の中心に据えられていますが、それと同時に「裏切り」の物語でもあります。今回の場合、トルコリラ急落の直接の引き金は、トランプ政権が米国人牧師ブロンソン氏の長期拘束に抗議し、トルコから輸入する鉄鋼・アルミニウムの関税を2倍に引き上げる決定を下したことにありますが、これは少し前であれば考えられなかった措置です。保護貿易主義が吹き荒れた1930年代の反省から、西側の民

主主義諸国は、「地政学的目標の完遂のために貿易制裁に訴えることはしない」という、適切かつ聡明な判断を下してきたからです。結局のところトルコは、ずっと以前から西側の同盟国なのです。

現在、多くの新興諸国が混乱に巻き込まれているにもかかわらず、経済が比較的堅調に推移している理由の一つに、これらの国がかつて「ワシントン・コンセンサス」と呼ばれた一連のマクロ・ミクロ経済政策を推進してきたことが挙げられます。過去20年間、新興諸国は総じて、段階的な市場開放や貿易の自由化に取り組むと同時に、健全な金融・財政政策を推し進めてきました。現在の混乱が長期的な危機に転じるとすれば、それはコンセンサスの理念が完全に否定される場合でしょう。その可能性は低いと考えられますが、といて、かつてのように「まったく有り得ない」と断じることもできません。米国の首都ワシントンで起きていることは、これからも世界全体に影響し続けると考えられるからです。例えば現在、米ドル高が新興国にとっての重荷になっていますが、これは米国が昨年、財政赤字を財源とする減税や支出拡大に踏み切ったことなども一因です。現下の長い景気サイクルの終盤で、米ドル高と米国の金利上昇が新興国の課題となり得ることは以前から予想されていましたが、米国が市場を揺るがす通商政策をとったことで、事態は一層悪化しています。

経常収支は概ね健全

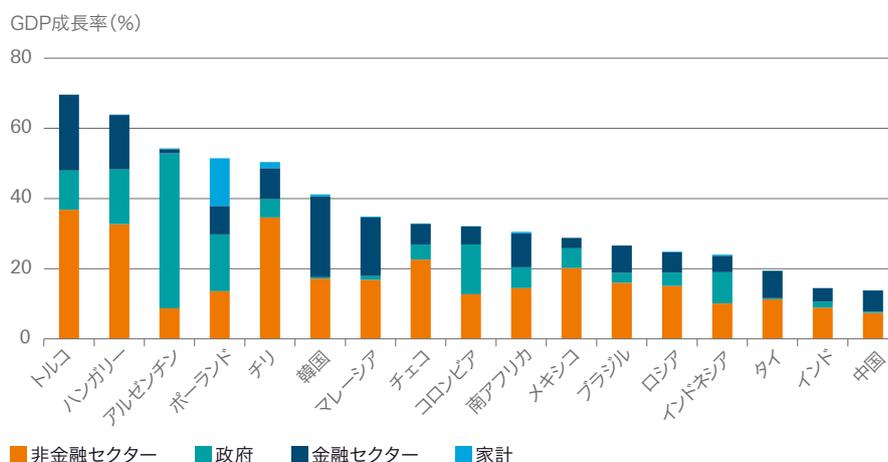
外国から新興諸国へと流入する資金は、総じて消費ではなく、成長の押し上げにつながる長期投資へと向かって来ました。



出所：ドイツ銀行AG、DWSインベストメントGmbH、2018年9月時点

一部新興諸国の不安材料は増大する債務の水準

一部の新興国は近年、主に企業借入の形で、外貨建債務を急速に増やしています。



出所：国際金融協会(IIF)、国際決済銀行(BIS)、DWSインベストメントGmbH、2018年第1四半期時点

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DWS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10月9日時点のDWS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。

世界経済はこれまでのところ順調に推移

》 型通りの分析によれば、引き続き力強い世界経済の見通しが描き出されています。《



ヨハネス・ミュラー
マクロ経済リサーチ 責任者

DWSの見解

- 2019年に向けて、世界の経済成長率は3.8%と着実なペースを維持する見込み
- 特にユーロ圏と中国では成長が鈍化しているように見えるものの、それはわずかに過ぎない
- だが、金融市場の問題が实体经济に意外な形で影響を及ぼし得るあるいは実際に及ぼしていることには留意が必要

市場にとって再び激動の四半期が過ぎました。我々は今回のCIOビューのフォーカスにおいて、トルコ、アルゼンチン、南アフリカといった国が苦境に陥っている理由と、新興国全般への持続的な波及が予想されない理由を説明しています。先進国においても、イタリアの予算協議、進行中の英国の欧州連合（EU）離脱交渉、継続的な貿易摩擦に関して不安を掻き立てる多くのニュースが飛び交っています。米国では中間選挙が間近に迫っています。そして中国では、ここきて支配層の間で、意見の違いを示す驚くほど多くの兆候が現れています。おそらくは一部の新興国の「ホットスポット」を除いて、我々の修正後の見通しを一見しただけでは上述したことは何も推測できないと思われます。ユーロ圏に関しては、2018年の国内総生産（GDP）成長率見通しを2.2%から2%に、2019年については1.9%から1.8%に若干引き下げました。この数字は欧州の成長率トレンドをなお大きく上回っていますが、今年前半の経済成長率の下方修正と高まりつつあるリスクを反映しています。これらのリスクのうち最も大きなものは引き続き世界的な貿易摩擦です。

米中間で目下進行中の貿易紛争は中国に打撃を与えています。2019年の中国のGDP成長率は6.0%に減速すると見られます（従来の見通しは6.3%）。2018年に関しては引き続き6.5%の成長率が予想されます。このさらなる減速は、2つの相反するトレンドを反映しています。米国の最新の関税措置により、今では中国からの輸入の約44%に何らかの新たな関税が課されることとなります。2017年の貿易統計を用いると、これは約2,500億米ドルの中国製品に相当し、その影響の一部として、おそらく価格上昇、貿易高の減少、他の市場への輸出先の変更が考えられます。また、成長への下押し圧力は、

中国の内需を押し上げるための様々な政策措置によってある程度相殺される見込みです。

今後1年間におけるGDPとインフレ率への実質的な影響は、米中ともになんか大幅にとどまると予想されます。確かに、多くの不確実性があり、実際に関税がすぐに撤廃されればポジティブサプライズが起きる余地もあります。さらに、9月の最新措置で1,890億米ドル相当の財に課される米国の関税率は当初10%に設定されています。この関税率は来年1月1日に25%に引き上げられる予定で、これはおそらく米国の消費者がクリスマスまではさらに大幅な値上げに見舞われないようにするための措置であると思われます。約600億米ドル相当の中国製消費財が関税リストに含まれていることは、他の分野での米国のターゲットが枯渇し始めていることを示唆しています。中国はさらに600億米ドル相当の米国の輸出品に5～25%の関税を課すことで報復しています。

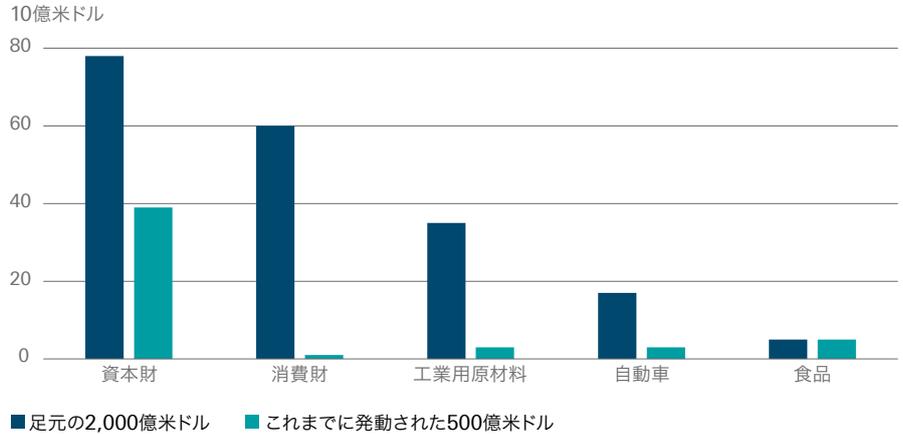
これにより多くの消費者は不満を抱くでしょうが、世界の景気サイクルの軌道から逸れる見込みは低いでしょう。景気サイクルの軌道から逸れるには、輸入割当制等の行政措置により世界のサプライチェーンを直接脅かす必要があるでしょう。輸入関税と割当制はいずれも経済効率と生産性伸び率をより長期的に低下させます。消費者は本当に必要とする輸入品を引き続き入手できるため、関税による持続的な打撃は次第に小さくなる傾向があります。それでも、関税は多くの混乱を引き起こしかねません。しかし、設計がとりわけ稚拙な売上税でさえそうであるように、関税が本来は堅調な景気回復を頓挫させることは考えにくいでしょう。実際、我々は米国の2018年のGDP成長率見通しを2.7%から2.8%へとわずかに

に引き上げました。2019年の見通しは2.4%で変わっていません。その理由の1つとして、今年の米国の減税の効果が薄まることが挙げられます。

以上をまとめると、世界全体は2018年、2019年とも3.8%の成長率を維持すると予想されます。世界の大半は依然として景気後退リスクの明確な兆しからは程遠い状況にあります。それでは、今のところ順調ということでしょうか。答えはイエスでもありノーでもあります。我々は今後12カ月に関して引き続き楽観的で、それ以降も成長が(場合によってははるかに長く)続くシナリオを容易に想像することができます。しかし、金融市場の問題が实体经济に意外な形で影響を及ぼす可能性があり、実際にそうなっていることも心にとどめておかなければなりません。加えて、怒れる有権者、気まぐれな議員、先進国における量的緩和の効果の剥落といった問題があり、「政策が失敗する可能性」は高まっています。直近のトルコをはじめ、過去を振り返ると豊富な事例を挙げる事が出来るでしょう。

米国の関税対象リストはさらに拡大

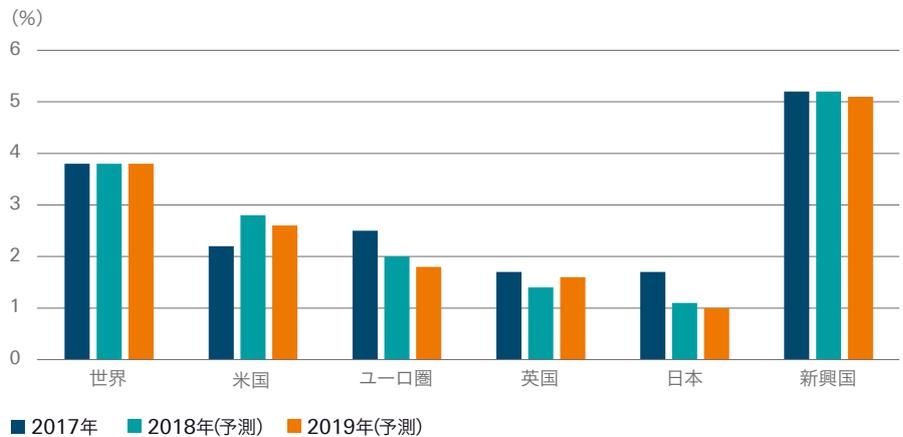
中国からの輸入を対象とする米国の最新の関税措置により、ますます多くの財とサービスに影響が現れ始める見込みです。



出所: シティグループInc.、DWSインベストメントGmbH、2018年9月時点

世界の経済成長見通し

世界の経済成長は堅調を維持する見通しですが、その構成は変化しつつあり、これはユーロ圏経済の若干の鈍化等を反映しています。



出所: DWSインベストメントGmbH、2018年9月18日時点

¹ エコノミスト誌は最近の見出しで状況を見事に要約しました。「関税はなぜ悪税なのか: 不公平かつ差別的で、しばしば意図せぬ結果をもたらし得る」。エコノミスト誌、2018年7月31日、次のURLで閲覧可能です。 <https://www.economist.com/the-economist-explains/2018/07/31/why-tariffs-are-bad-taxes>

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DWS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10月9日時点のDWS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。

クレジットの他に何があるか？

» DWSは引き続き社債に対して強気であり、新興国債券には選別的な投資機会があると考えています。«



イェロン・ワズモンド
債券キャッシュ部門 責任者

DWSの見解

- 米国2年国債のトータルリターンは2.8%程度になると予想され、これはリスク調整後ベースでかなり魅力的に映る
- とはいえ、DWSは引き続き社債に対して強気である
- 最近の市場の動きの一部は行き過ぎであるように見え、新興国には選別的な投資機会がある

昨年のこの時期以降、多くのことが起きています。全体として、我々は今年これまで米国の経済成長の勢いを過小評価してきました。減税と歳出拡大は少なくとも一時的には、我々が当初考えていたよりも大きな効果を生み出しています。また、米連邦準備制度理事会 (FRB) の議長交代後における行動の可能性も過小評価していました。対照的に、欧州の成長は予想よりも鈍くなっています。我々はイタリアの政治情勢の変化が市場に及ぼす影響の理解に時間がかかり、新興国債券のスプレッド拡大のスピードや程度を予見できませんでした。プラス面としては、DWSの1ユーロ=1.15米ドルというコンセンサスから外れた為替予想は的中しています。

秋を迎えて、DWSは見通しを概ね維持しています。我々は米国国債においては短期から中期を引き続き強く選好しています。米国2年国債は2.8%程度のトータルリターンが見込まれ、これは特に米ドルが横ばいで推移すると予想されることから、かなり魅力的に映ります。とはいえ、我々はなお社債に対して強気であり、新興国市場に選別的な投資機会があると見ています。

これらのテーマを順に取り上げると、米国経済には強力な勢いがあると引き続き考えられます。景気後退に対する懸念は少なく、FRBの引き締めは順調に進んでいます。9月に実施されたばかりの利上げに加え、2019年9月までにさらに3回の利上げが予想されます。その後、2019年終盤までに1回の利上げが実施され、それがおそらく今回の引き締めサイクルの終わりになると見込んでいます。そうなれば、フェデラルファンド (FF) 金利誘導目標は2.75~3.25%のレンジでピークを打つことになり、同時にイールドカーブがさらにフラット化することも十分あり

得ます。我々は差し当たり、米国10年国債と米国30年国債の利回りに関する見通しをそれぞれ3.25%、3.45%に据え置いており、これは米国長期国債のリターンが付随するデュレーションリスクを埋め合わせるには低過ぎると考えています。

DWSは現在、欧州の主要国国債は総じて魅力に欠けると見えています。イタリアは引き続き戦術的な取引機会を提供する可能性があるものの、政治と格付の2点における不透明な見通しに関連した多くのリスクがあります。ただし、ジャンク級 (投機的水準) への格下げは回避出来ると見えています。短期的には、スプレッドは現在進行中の予算協議に左右されます。欧州周辺国の情勢が深刻化しないと想定すると、欧州中央銀行 (ECB) は利上げサイクルを比較的ゆっくりと開始し、各種の購入プログラムにおける償還金の再投資を続けることになりそうです。

これらすべては社債にとってかなり良好な環境をもたらすでしょう。特に、欧州のクレジット市場はここ数カ月間の悪いニュースに過剰反応してきました。今後、投資適格社債やユーロ・ハイ・イールド社債のスプレッドは縮小すると思われます。米国ハイ・イールド社債については、多少のスプレッド拡大が想定されますが、依然としてプラスの絶対リターンが見込まれます。他の多くの高リスククレジット資産とは対照的に、米国ハイ・イールド社債はここ数カ月非常によく持ちこたえています。欧州でも米国でも、クレジットのファンダメンタルズは引き続き強固であり、デフォルト (債務不履行) 率は極めて低い水準にとどまっています。

最近の金利上昇は新興国における選別的な投資機会も生み出しています。新興国のハードカレンシー建ソブリン債のスプレッドが350ベースポイントであること

から、例えば、ロシアには戦略的に魅力的なエントリー水準を見ることが出来ます。最近の原油価格の上昇が支えになる新興国もあれば、打撃になる新興国もあるでしょう。また、ブラジルで予定されている大統領選挙を含め、注視すべきリスクも多く残存しています。新興国と先進国の両方におけるポピュリズムの台頭やそれに伴う関税措置と貿易摩擦も、センチメントの重石になり続ける恐れがあると考えています。経済面では、近視眼的な米国の通商政策が不安定化の可能性を高め、他国の政策反応の遅れや誤りにつながることも考えられます。米国のメキシコ左派新政権との関係は、上手く維持するのがより困難であることが明らかになるかもしれません。とはいえ、これらの多くはすでに足元の新興国債券のスプレッド水準に反映されています。市場は不安定な状況が続く公算が大きいため、新興国での投資機会を正確に評価し、タイミングを見計らうには、各国固有の要素を徹底的に理解することが不可欠になると見られます。また、過去25年間には新興国債券のパフォーマンスが他のリスク資産と比較してかなり良好であることにも留意すべきです。

新興国債券の長期リターン

最近の下落にもかかわらず、新興国ハイ・イールド債券は過去25年間には米国株式や米国ハイ・イールド社債をアウトパフォームしています。

1993年12月31日を100として指数化



* JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド・ハイ・イールド・インデックス

** S&P500種株価指数

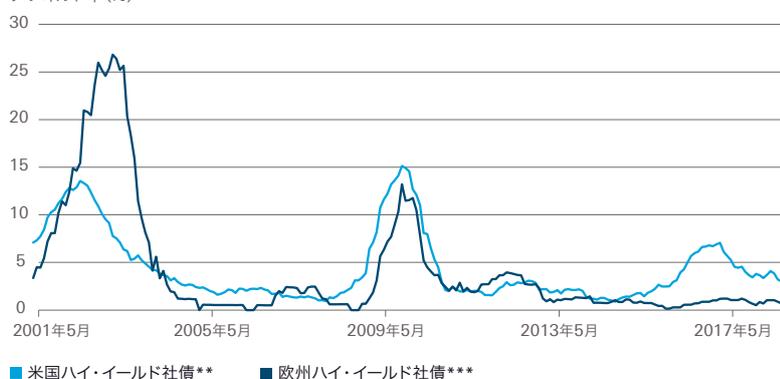
*** ICE BofAメリルリンチ米国ハイ・イールド・インデックス

出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., DWSインベストメントGmbH, 2018年8月3日時点

強固なファンダメンタルズ

ハイ・イールド債のデフォルト率は欧米ともに過去の基準に照らして極めて低位に推移しています。

デフォルト率(%)*



* デフォルト発生日の12カ月前の発行体ベースのデフォルト率

** ICE BofAメリルリンチ・グローバル・ハイ・イールド・インデックスに採用されている米国籍企業

*** ICE BofAメリルリンチ・グローバル・ハイ・イールド・インデックスに採用されている欧州籍企業

出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., DWSインベストメントGmbH, 2018年9月3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DWS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10月9日時点のDWS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。

均衡した状態

» DWSは現在、主要通貨ペアの為替レートが変化する理由はほとんどないと考えていますが、これは今後間もなく変わる可能性があります。«

DWSの見解

- 我々はなおユーロ/米ドルが膠着状態にあると見ており、経済要因と政治要因が引き続きお互いを相殺している
- 現時点では他の通貨ペアに関する見通しを調整する必要はほとんどないと考えられるものの、これは秋に変わり得る
- 人民元は当面下落が続くと予想されるが、中国当局が介入する可能性が残されている

大半の通貨ペアが今後12カ月間、概ね現在の水準で推移する確率は当然ながら極めて低いと言えます。しかしながら、我々は主要先進国の為替レートはわずかに±4%のレンジで変動し、10%を超える動きは新興国通貨のみになると予想しています。それはなぜでしょうか。このような低いボラティリティを見込む理由は2つ挙げられます。1つ目は、既知のすべての材料が十分に織り込まれていると見られることであり、これは現在ユーロ/米ドルに当てはまるでしょう。2つ目の理由は、重大な不確実性が確実に存在することです。つまり、我々が見通しを立てる期間において、予測とは著しく異なり、その結果資本市場に重大な影響を及ぼし得る決定がなされる可能性があるということです。こうしたイベントには英国の欧州連合(EU)離脱、イタリア政府の財政計画、

米国の中間選挙、トランプ大統領が貿易紛争をどの程度までエスカレートさせる心づもりがあるかという問題などが含まれます。これらのイベントの結果がどうなるか、あるいは考え得る様々なシナリオがそれぞれどの程度の確率で起こるかを予測することさえ非常に難しく、我々はニュートラルなスタンスを取るのが好ましいと考えています。

さらに、中国は自国通貨を操作する可能性があります。しかし、人民元は介入されなくても下落し続け、1米ドル=7.00元の節目は障害にならないと思われます。他の通貨ペアの大半については、見通しをニュートラルに維持しています。次の四半期には、2019年の見通しの枠組み内で十分な理由があれば再びより明確なスタンスを取るつもりです。

新規材料の欠如

米国の名目金利がドイツよりも高いということはおそらく広く知られており、そのことは対ユーロで米ドルの上昇を示唆しますが、実際には足元でユーロ高傾向となっています。つまり、短期の為替動向を予測するには、米独国債の金利差はほとんど役に立たないことがわかります。



出所: トムソン・ロイター データストリーム、2018年9月25日時点

テクノロジー企業はどこでも王様？

» シリコンバレーの優位性が高まっています。我々はシリコンバレー企業を高く評価していますが、全面的にはありません。このセクターはかなり多様であるからです。«

政治ニュースを踏まえると、株式市場はこの夏、驚くほどよく持ちこたえました。少なくとも、米国の観点から見るとそう言えます。米国のトランプ大統領は真に重要なこととして、「米国が好調であれば、世界は好調である」といくら強調しても強調し足りないようです。しかし、これは完全に正しいわけではありません。第一に、世界経済の繁栄はほぼ同等に中国の状況に依存しており、中国の購買力平価国内総生産(GDP)は米国を上回ります。第二に、あまりにも多くの米国の「勝利」はコストも伴い、新興国に打撃を与えるであろう米国の利上げや米ドル高を招く可能性があります。しかし、米国の観点から見て、物事が極めて順調に進んでいることに疑いの余地はありません。

米国の株価指数は5月に世界の株価指数とデカップリング(非連動化)し、それ以降、過去最高値を何度も更新しています。8月22日以降、米国株式市場ではS&P500種株価指数の過去最長の強気相場が続いています(高値からの20%の下落が3,453日間起きていません)。強気になる理由は容易に見つかります。力強い経済と税制改革のおかげで、S&P500種構成企業の純利益は第2四半期に平均25%増加し、アナリスト予想の80%を上回りました。これは数年ぶりの記録です。さらに、最高経営責任者(CEO)は株主を喜ばせる方法を正確に理解しています。株主は米国に還流された海外利益が設備投資や営業利益の増加を通じて徐々に恩恵をもたらすことではなく、直接的な方法、すなわち、うまみのある自社株買いを好みます。自社株買いは今年前半に前年比で48%増加し、前年比19%増にとどまった設備投資の伸びを10年ぶりに上回りました。こうした動きの牽引役の

1つがテクノロジー企業であり、その市場での支配的な地位からすると、ここでより詳しく検討すべきでしょう。

我々はテクノロジーセクターの拠点であるシリコンバレーに2カ月滞在し、非公開企業と上場企業の両方を訪問する中で、100人以上の専門家及び企業幹部と対話しました。シリコンバレーには本当に驚かされます。シリコンバレーは全米の人口の1.25%を占めるに過ぎませんが、S&P500種構成企業の時価総額の3分の1を占めています。米国のベンチャーキャピタルの半分がこの地域に投資されています。一流大学の卒業生の初任給はウォール街の企業の初任給さえ上回っています。また、賃料は急上昇しており、サンフランシスコの寝室2部屋付きの賃貸住宅で暮らすには、月に2,000~7,000米ドルかかるため、最低賃金の4.7倍の収入の仕事が必要と見られます。これらはすべてレポート等を読めばわかることです。しかし、この地域とこの地域の企業の例外的なステータスを完全に理解するには、現地視察が必要でした。結局のところ、アクティブ・ファンドマネジャーの投資決定は直接得た印象にも基づいています。特に印象的だったのは以下の点です。

- 欧州の観点から見ると、シリコンバレーはいくつかの点で世界のその他多くの地域の数年先を行っているようです。
- これはシリコンバレーの有名なネットワーク効果と関係していますが、収益化するのに何年もかかる可能性があるテクノロジープロジェクトに対してこの地域のトップ企業が投じることのできる巨額の資金にも関係しています。
- 利用可能な資金の多くが企業買収に向かっており、新興企業の価格はこの地域以外では買い手がほとんどいない



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

- 重要な政治的決定が予想される秋に向けて、地域とセクターに対するDWSのスタンスは中立である
- 我々はテクノロジーセクターの構造的な強さをなお確信しているが、より慎重な戦術的ポジションを取っている

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DWS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10月9日時点のDWS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。

- 水準にまで押し上げられています。
- 成功している大企業も、他の方法で支配的な立場を強化しようとしています。企業は有能な人材を獲得するための競争において、技術革新でのリーダーシップや良いイメージでポイントを稼げなければなりません。2000年頃からその地位を確立したテクノロジー企業でさえ、流行の最先端を行く新規参入企業についていくのに苦労しています。
 - シリコンバレーではほぼすべてが拡張性とスピードによって決まります。目標は競争相手よりも先に新たな市場を占有し、規模を通じて市場アクセスへの障壁を設け、売上げの急激な伸びを実現することです。ある企業がこうした目標の達成に向かって順調に進んでいることを示せば、営業損失はたとえその規模が大きくても誰も気にしません。

我々が現地で受けた印象についてはここまでしておきましょう。では、その点から何をDWSの投資戦略に取り入れられるでしょうか。我々は間違いなくシリコンバ

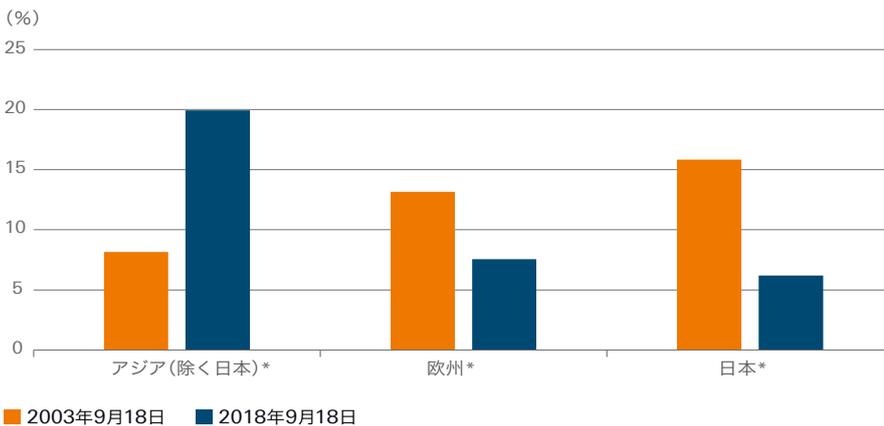
レー企業を高く評価するようになっており、これらの企業は多くの点で難攻不落のように見られます。しばらくの間、中国企業は保護された国内市場において、米国西海岸の大企業に対抗できているように見えました。しかし、中国のテクノロジーセクターは今夏のピーク以降、時価総額のほぼ4分の1を失っており、米国のトランプ大統領が引き起こした貿易紛争が間違いなくその一因となっています。一方、欧州や日本との競争はほぼ無視できるものです。これはそれぞれの国・地域のテクノロジー株指数の時価総額の推移を示す図表から明確に見て取れます。我々は、特にデジタル化とネットワークングの新たな波が、テクノロジーセクターに今後数年にわたって構造的な追い風をもたらすと考えており、シリコンバレー企業に当然のごとく感心してカリフォルニア海岸を後にしました。一部の指標で見たバリュエーションは高いものの、利益が非常に目覚ましいため、株価収益率(PER)は2000年初めほど高くありません。それにもかかわらず、意外に思われるかもしれま

せんが、DWSはテクノロジーセクターの投資判断を戦術的な理由により中立に引き下げています。

規制、競争、顧客の好みの変化に関する中期的な懸念は別として、短期的を絞ると、この夏の動きは、テクノロジーセクターにかけられた期待がいかに高いかを示しています。一部の企業は揺るぎないように見えた競争力が疑問視された後、株価が急落しています。しかし、我々の投資判断の引き下げは、セクターのウェイト付けの基準としているMSCI情報技術インデックスの変更にも関係しています。11月末にDWSが選好する銘柄の一部が新たに設けられる「コミュニケーション」インデックスに移り、それによってMSCI情報技術インデックスにおいて景気感応度の高い半導体株のウェイトが高くなります(こうした再分類はS&P500種株価指数ですでに実施されています)。そのため、我々は旧通信インデックスを構成する「コミュニケーション」セクターの投資判断を中立に引き上げています。結果的に、我々は地域やセクターに関して明らかな選好がない状態で秋を迎えています。しかし今後数カ月間には、英国の欧州連合(EU)離脱、貿易紛争、イタリアに関する重要な政治動向に加えて、米国の中間選挙の結果が明らかになります。今後数カ月の動向は、我々が次の見通しサイクルを形成する際のより良い判断基準を与えてくれるでしょう。

米国のテクノロジー株の優位性が高まる

欧州と日本のテクノロジーセクターが米国に押される一方、アジアは差を縮めています。

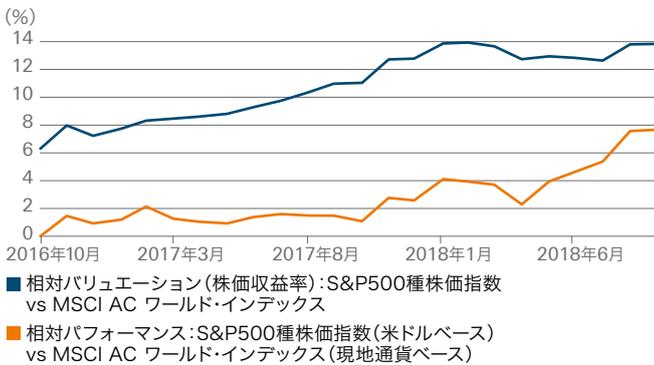


* MSCI米国情報技術インデックスの時価総額に対する各地域のMSCI情報技術インデックスの時価総額の比率
出所: トムソン・ロイター データストリーム、DWSインベストメントGmbH、2018年9月18日時点

バリュエーションの概要

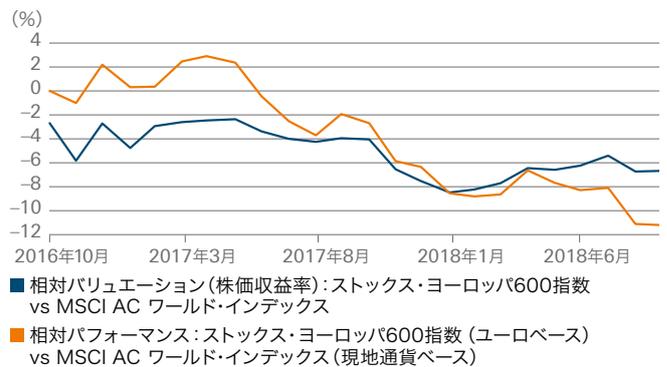
米国株式：ニュートラル (ニュートラル)*

過去数カ月においては、米国株式が世界の他の株式市場よりも急激に上昇しており、特別な地位を揺るぎないものになっています。かつて米国株式が株価の面でもバリュエーションの面でも、他の市場とこれほど急速かつ大幅に乖離した事例はほとんどありません。その主な要因となっているのは、テクノロジーセクターの上昇、税制改革による短期的な後押し、原油価格の上昇です。しかし、今後については、ポジティブサプライズの余地は限られていると考えられます。



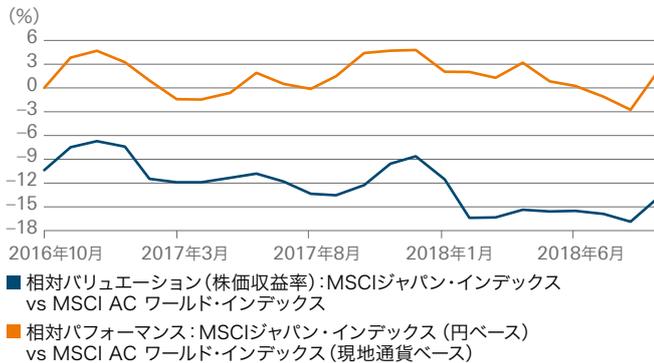
欧州株式：ニュートラル (ニュートラル)*

欧州株式は目下のところ様々な面から圧力を受けています。貿易紛争と新興国の低迷が、輸出に極めて大きく依存している欧州に大きな影響を及ぼしています。ドイツでは、これに加えて自動車セクターが固有の問題や世界の需要鈍化に悩まされている状況です。とはいえ、増益率、バリュエーション、ポジティブサプライズの可能性からすると、欧州の見通しは明るいと思われます。



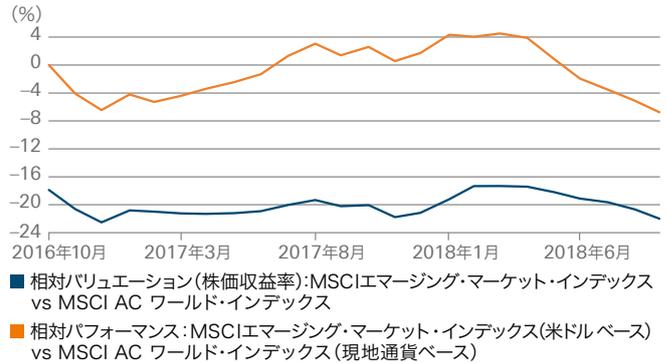
日本株式：ニュートラル (ニュートラル)*

日本の状況は変わっていません。改革が進んでおり、これは世界水準に再び徐々に近付いている自己資本利益率(ROE)にも表れています。最新の四半期決算も堅調でしたが、増益率はここにきて勢いを失いつつあります。欧州と同様、貿易紛争と新興国の低迷が日本株式にも打撃を与えています。我々は新たな材料を待っている状況です。



新興国株式：ニュートラル (ニュートラル)*

投資家は今年、新興国を注視しています。2月以降、米国金利の上昇と米ドル高により一部の脆弱な国の問題が悪化したことを受けて、新興国株式市場は他の株式市場に後れを取ってきました。しかし、貿易紛争が大きな影響を及ぼしているのは主にアジア以外の地域です。もっとも、我々は市場間の危機の感染を予想していません。DWSは引き続き新興国の中でもアジアを中心に投資妙味があると見ています。



* DWSの評価はMSCI AC ワールド・インデックスと比較したものであり、前四半期の見通しはカッコ内に示されています。
 出所：ファクトセット・リサーチ・システムズInc.、DWSインベストメントGmbH、2018年9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DWS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10月9日時点のDWS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。

不可欠なインフラ

》インフラ投資の魅力が高まり続けている理由。《



ハミッシュ・マッケンジー
インフラ部門 責任者

DWSの見解

- インフラ資産が長期投資家を魅了し続けている理由は容易に理解できる
- 成熟したインフラ資産市場は、インフレヘッジされた長期インカムリターンへの安定性、比較的低いキャッシュフローのボラティリティ、一定のキャピタルリターンの可能性を提供し続けている
- 規制の枠組みと個人によりインフラ資産は政治的リスクから保護される可能性がある

ここ数年、長期投資家の間でインフラ資産の人気が高まってきています。港湾、空港、発電所、送電網、通信ネットワークは、現代の先進工業国経済にとって不可欠な存在です。一般的に、インフラセクターには高い参入障壁があり、インフラ資産のパフォーマンスは、景気循環的な逆風に対して抵抗力があると考えられます。さらに、インフラ資産が生み出すキャッシュフローは、長期的で予測可能な性質を持つことが多く、また程度の差はありますがインフレヘッジの特性を有することがほとんどです。

欧州のインフラセクターは、経済の基調的なモメンタムが引き続き堅調であることを反映し、さらに拡大する条件が整っているようです。当然ながら、欧州の政治が再び障害となる可能性はあります。我々が注視している問題としては、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)の動向、イタリアの予算交渉、来年の欧州議会選挙など目先に控えた選挙が挙げられます。しかし、不安材料に過度に気を取られるべきではありません。英国、ドイツ、オランダ、スカンジナビア諸国、フランスといった西欧市場には、透明性の高い規制の枠組みと個人によるインフラ資産保有の長い歴史があり、これらがインフラ投資を支えています。時には、政治的リスクによって長期投資の好機が生まれることもあります。この点については、現時点では、欧州南部諸国のインフラ資産の一部が魅力的なリスク調整後リターンをもたらす可能性があります。

インフラは、経済成長の後押しという各国政府の政策方針においてますます重要な役割を果たしています。ユーロ圏の国債利回りは依然として長期平均を下回っています。インフレ率の緩やかな上昇は、国債価格に打撃を与えると見られる一方、

収益がインフレ率に連動するインフラ資産のパフォーマンスの下支えになると考えられます。リターンは国、セクター、資産によって異なるものの、成熟した欧州市場の低リスク資産に関しては、非上場のインフラ関連株式の2018年のリターンは7~8%(レバレッジ考慮後)のレンジになる見込みです¹。リターンは引き続き圧迫されると見られ、特に規制の管理下にある送電網についてはその傾向が強いのです。主な理由としては、とりわけ大型案件における潜在的な買い手間の熾烈な競争にあります。ミドルマーケット²では、特に相対取引を通じて投資家がインフラ資産を取得できる機会がより多くあり、こうした取引においてリターンは10~12%のレンジになると予想され、買収企業に対する積極的な関与により企業価値を拡大できる可能性もあります。例のごとく、落とし穴は細部に潜んでいるため、市場、規制、セクターの動向を十分に理解することが重要です。

様々な資産タイプの中では、輸送インフラがアウトパフォームしています。これは特に欧州の空港全般で輸送量が改善しているためです。欧州の港湾インフラの見通しは比較的安定しています。貿易摩擦が続いた場合でも、立地条件の良い港湾インフラは中期的に底堅さを示すと思われます。電力インフラには課題も残っています。エネルギー効率の向上を背景に、欧州の電力需要は長年にわたり極めて低調になっています。このため、公益事業セクターは事業モデルを再考せざるを得なくなっています。長期投資家の観点からすると、我々は欧州の比較的規模の小さい公益事業会社に好機があると見ていますが、再生可能エネルギーに対する補助金が削減されれば投資家は極端なテールリスクにさらされかねないとの認識も持っています。したがって、現時点

では、DWSは電力販売契約(PPA)³市場が急速に成長しており、長期リターンが見通しが改善している米国の再生可能エネルギーセクターを選好しています。

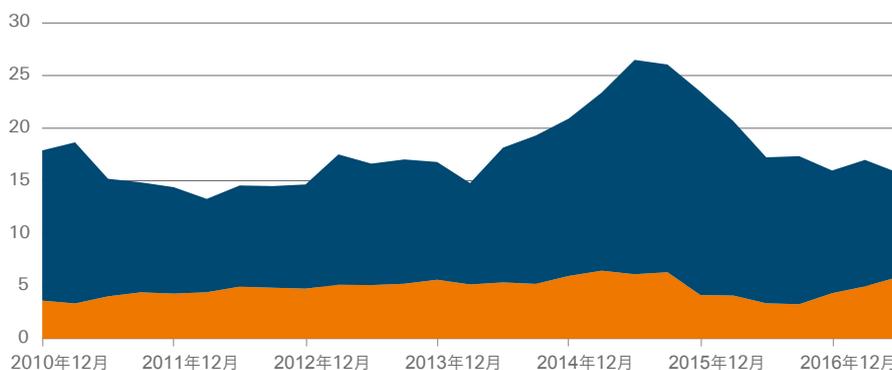
これは、米国のインフラ資産によって、長期投資家が欧州のポートフォリオを世界全体に分散化する機会が次第に増加する可能性があることを示す1つの例に過ぎません。米国の民間インフラ資産市場は相対的に成熟しており、取引高で見ると世界最大級です。中期的には、政策の焦点が再びインフラに当てられていることで、インフラ資産ポートフォリオをエネルギーセクター以外に分散させる好機が増える公算があります。

最後に、我々は通信ネットワークを有望と見ています。デジタル化が引き続き、かつてないほどのデータ需要の伸びとインフラ投資の必要性を生み出しているためです。より広範な領域まで見ると、技術革新はインフラ産業の大きな変化を加速させ、蓄電、スマートグリッド(次世代送電網)、電気自動車といった技術が公益事業セクター、電気通信セクター、送電網セクターの間に新たな相乗効果をもたらすでしょう。こうした技術が成熟するに伴い、新たな投資機会が生まれる可能性が高いと考えられます。

世界の輸送インフラの安定したリターン

特に欧州の空港全般で輸送量が改善していることから、輸送インフラがアウトパフォームしています。

トータルリターン年率(%)



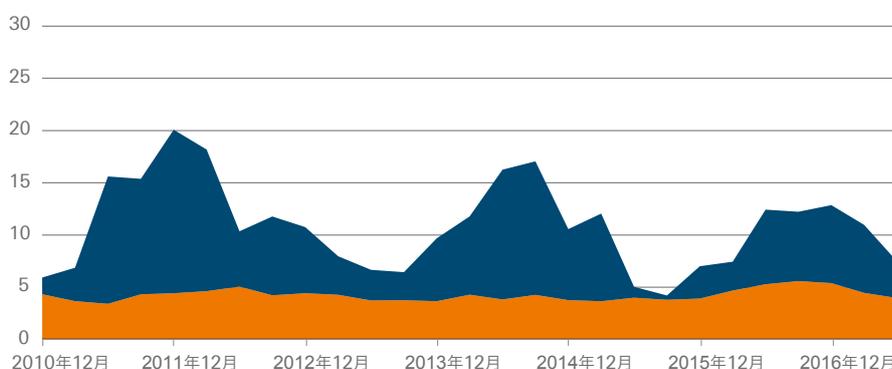
■ インカムリターン ■ キャピタルリターン

出所: DWSインベストメント GmbH, MSCI Inc., 2018年9月時点、MSCIグローバル・インフラストラクチャー・アセット・インデックス(現地通貨ベース)を使用

エネルギーインフラのリターンのボラティリティ

電力セクターには課題が残っています。欧州では再生可能エネルギーセクターの生産能力の拡大が引き続き従来の発電セクターを圧迫しています。

トータルリターン年率(%)



■ インカムリターン ■ キャピタルリターン

出所: DWSインベストメント GmbH, MSCI Inc., 2018年9月時点、MSCIグローバル・インフラストラクチャー・アセット・インデックス(現地通貨ベース)を使用

¹ この数字は、非上場の投資対象の収益性を評価するのに一般的に用いられる内部収益率(IRR)の推定値に基づいています。IRRとは、特定のプロジェクトから得られるすべてのキャッシュフローの正味現在価値(NPV)がゼロに等しくなる割引率のことです。

² (収益が最大1億米ドル程度の)中小企業と(収益が10億米ドルを超える)多国籍企業との間に位置する企業に用いられる用語

³ 電力の購入者と発電事業者との間の法的契約

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DWS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10月9日時点のDWS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。

不協和音を含んだハーモニー

》景気拡大と相場上昇は続くものの、リスクは次第に増大しつつあると見ています。《



クリスチャン・ヒル
マルチアセット部門 責任者

DWSの見解

- 経済は好調を維持し、市場もそれを好感、特に米国では顕著
- リスクは増大しているものの、投資の継続が正解との見方
- いくつかのリスク要因はさらなる悪化の可能性が高いが、そこには投資機会も生まれると見込む

7-9月期には、良好な経済指標、政治への失望、忍耐強い投資家というお馴染みの三重奏によって、市場でとても楽しげな旋律が奏でられました。10-12月期にも同様の三重奏が聴けるでしょう。一部の新興国は夏場に音を外し始めましたが、グローバル経済全体としては調和が保たれています。2019年6月には米国の景気拡大が戦後最長を記録する可能性があるにもかかわらず、少なくとも伝統的な経済モデルからは、目下の景気サイクルが間もなく終焉を迎えることを示す信頼性の高い指標を見つけることは困難です。

それでも、政治が音程の外れた音をますます出すようになり、中央銀行がまったく異なる歌を歌い始めるなか、市場の調和がかき乱される脅威が生じています。欧州では、英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)と反グローバル化を掲げるポピュリズムが不協和音の要因として長らく定着しています。イタリア政府から欧州委員会に向けられた最近のシグナルも、市場にとって長引く頭痛の種になりかねません。一方、一部の新興国は過去の苦い記憶を呼び起こさせる材料をもたらしつつあります。また、米国による新しく非伝統的な外交・貿易政策は非常に予測し難いものであり、不協和音を生み出す恐れがあります。中央銀行はあらゆる手を尽くしていますが、新たな優先課題を抱えています。それはバランスシートの縮小という大掛かりな作業です。

政治の状況と中央銀行の姿勢の変化を受けて、前述の三重奏の3番目の奏者、つまり投資家が試されることになるでしょう。投資家がこれまで幸運でいられた理由の1つは、金融緩和という鎮静剤の大量投

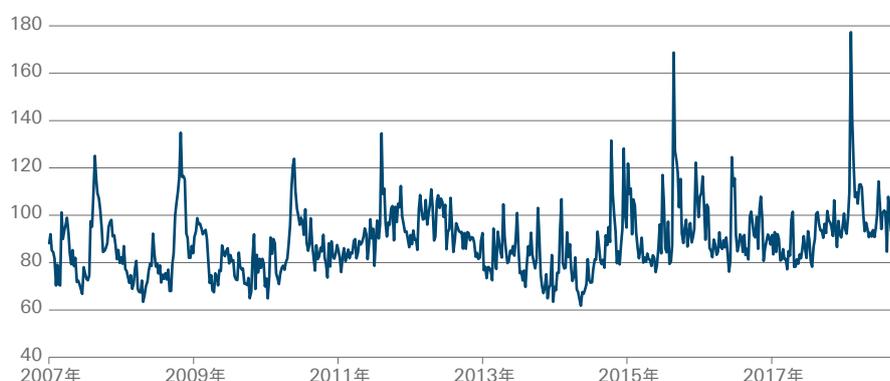
与です。また、投資家を安心させているもう1つの要因は、今のところの政治的問題も世界の国内総生産(GDP)成長率を腰折れさせるには至っていないことです。その結果、これまでのすべての相場下落は正当な買いの好機を提供してきました。また実際に、このような不確定要素を理由にリスクの高い高利回り資産を避けてきた投資家は、今では取り残されたと感じており、安全策を続けることを再考しています。この種の環境は慢心とリスクに対する油断を生みます。現在、バリュエーションは過去最高水準にあり、ボラティリティは昨年の過去最低水準には届かないものの、今年初めの混乱を切り抜けて低水準にあり、水面は再び極めて静かです。ただし、これは最も一般的なボラティリティ指標である先物市場が示唆するボラティリティを見た場合です。

別の指標はまったく異なる状況を示しています。例えば、S&P500種株価指数のボラティリティ指数(VIX指数)オプションの30日後の予想変動率を示すシカゴ・オプション取引所(CBOE)のVVIX指数を見ると、今年これまでのVVIX指数の平均値は、同指数が作成された2007年以降のすべての年間平均値を上回っています。潜在的な緊張を示す2つ目の例として、確率分布の形を表す尖度が挙げられます。資本市場の文脈では、この指標は価格変動が正規分布にどの程度に従っているか、逆に極端な変動の可能性をどの程度抱えるかを示します。正規分布であれば尖度は3ですが、次ページの図表に示す通り、S&P500種株価指数の尖度は時には3以上に上昇するものの、今年ほど高い水準にとどまることは過去にありませんでした。

なぜ現在の市場が頻繁に期待値の「正常」な幅から外れる反応を示すかについては別の機会に論じたいと思います。ただ、目下の一連の政治的イベントの結果が極めて不透明であり、資本市場に大きな影響を及ぼし得ることが可能性として挙げられます。いずれにせよ、市場の変動の振幅は小さくなるよりも大きくなる傾向にあると考えられます。投資家は不確実性を恐れることから、これは悪いニュースに聞こえるかもしれませんが、我々は希望の光とも見えています。つまり、徹底的な分析が要求され、それが報われる環境にあるのです。投資家は慎重な分析を実行し、それぞれの結果にどの程度の確信度を持つかを見極めなければなりません。そして、投資家は許容できるリスクの水準を推定し、適切なポジションを取る必要があります。このようなリスク管理は結局のところ、マルチアセット運用の中核的な使命の1つであり、潜在的な付加価値の源泉です。

S&P500種株価指数のボラティリティ指数 (VIX指数) の神経質な動き

S&P500種株価指数のボラティリティは過去最低水準にあるかもしれませんが、VIX指数が示す通り、VIX指数には想定されるよりも多くの懸念が内在しています。

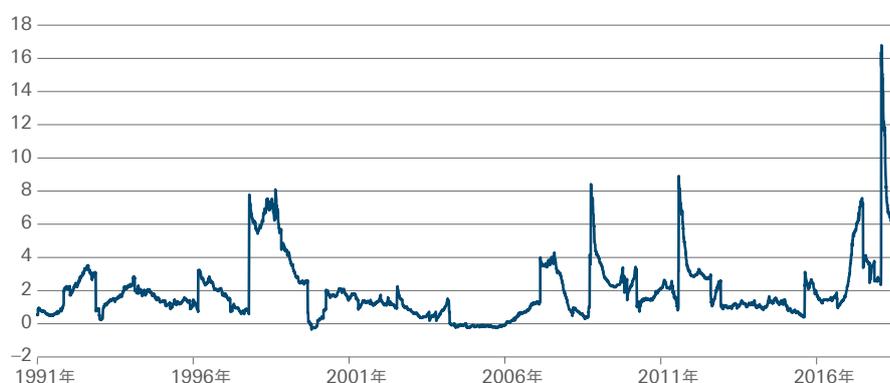


■ シカゴ・オプション取引所VIX指数

出所: トムソン・ロイター データストリーム、2018年10月5日時点

S&P500種株価指数の尖度は不安感も浮き彫りに

尖度はS&P500種株価指数の価格チャートでは測れない「異常時」を明らかにしています。



■ S&P500種株価指数の尖度*

* 尖度は確率分布の形状を表します。数字が大きいくほど、分布の両端でより多くの結果が生じます。
出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、DWSインベストメントGmbH、2018年9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DWS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10月9日時点のDWS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。

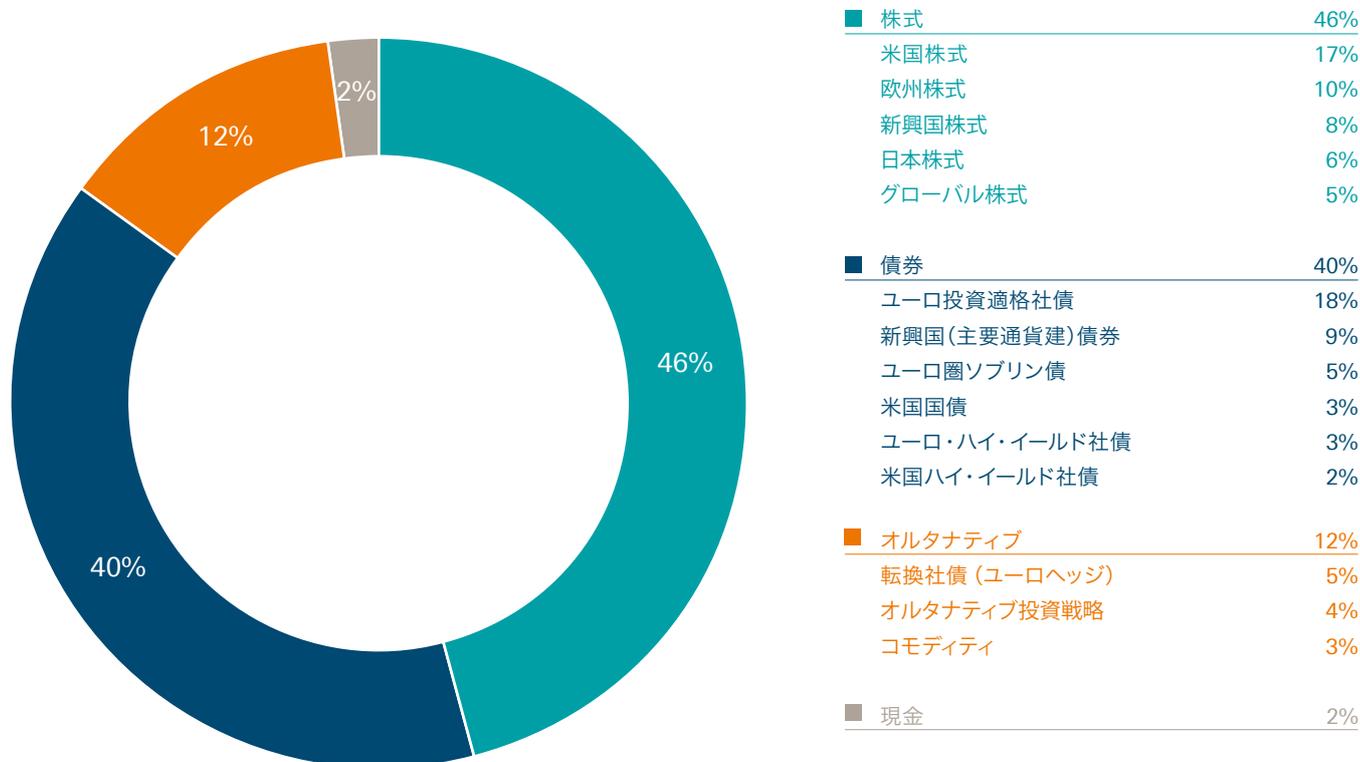
微調整のみ必要

» 株式と主要通貨建新興国債券の選好を継続。«

前四半期から大きな変更はありません。経済は景気サイクルの後期にあり、市場のボラティリティが高まる可能性はありますが、利回りの高い資産クラスに有利な状況が続くとの見方です。具体的には社債に対して株式の選好を継続し、その

中でも季節要因もあり欧州と日本の株式が追いつける可能性を見込む一方、新興国株式は不安定な動きが続くことも視野に入れていきます。一方、債券に関しては、ファンダメンタルズが良好な一部の新興国債券は、利回り水準が全般的に高いこ

とから依然として好ましい選択肢です。コモディティは、エネルギー価格の上昇を受けて値固めの兆しを示す公算が大きいと見込んでいます。為替は、差し当たり特定の主要通貨ペアへの選好はありません。



出所：マルチアセット・グループ、DWSインベストメントGmbH、2018年9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。

秋の晴れ間

» DWSの各指標はなお中立からポジティブな市場環境を示唆しています。«

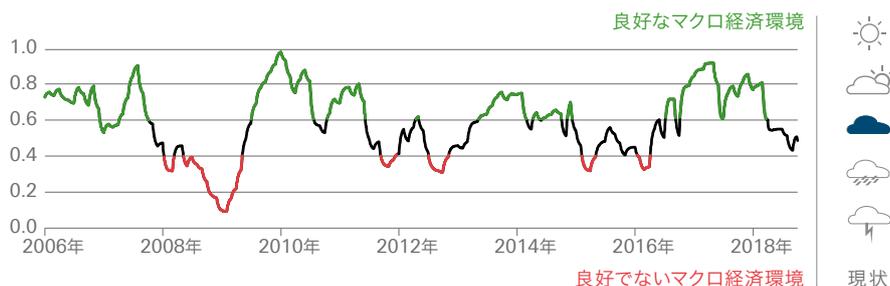
7-9月期の各指標は相場と投資家心理の浮き沈みを再び反映し、前半と同様にリスク指標は非常に不安定となりました。7月に一旦回復したものの、その後は世界的な不透明感を背景にリスク回避志向が高まり、8月初めや9月初めにはより顕著となりました。しかし9月半ば以降は、新興国市場を中心に落ち着きを取り戻す中、リスク指標は再び良好な市場環境を示すようになりました。

ファンダメンタルズ面では、シグナルは弱く変化も大きくありませんでした。マクロ経済指標は前半の非常に高い水準から低下してきましたが、今では中立水準で安定しています。目下のところ、成長の加速も差し迫った景気後退も示唆していません。また、サプライズ指標もやや弱まりました。8月半ばから9月半ばにかけて、世界の経済指標はやや期待を下回りましたが、それを除けば、概ねアナリストの予想と合致ないしは上回ることもたびたびありました。これは特に9月の米国と足元の欧州で顕著でした。

全体として、DWSの3つの指標は晩夏が楽観的な状況であったことを示しますが、秋の嵐が近づけば、これらの指標は低下する可能性が高いと思われます。

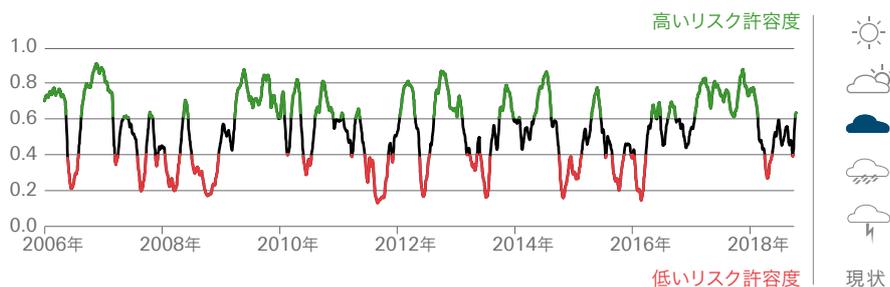
マクロ経済指標

マクロ経済指標は広範な経済指標を集約したものです。



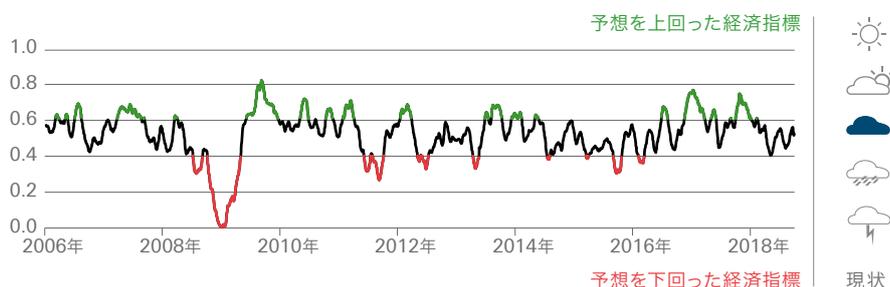
リスク指標

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: DWSインベストメントGmbH, 2018年10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DWS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10月9日時点のDWS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。

変わりゆく気候

» 発生頻度と激しさを増す異常気象をどう考えるか。«



ペトラ・フラウム
責任投資 チーフ・インベストメント・オフィサー

DWSの見解

- 気候変動はリスクだけでなく投資機会をもたらす可能性がある
- 投資家は個々の企業やポートフォリオ全体に対する潜在的な経済的影響をさらに理解する必要がある
- この点に関して、DWSは過去12年にわたり臨機応変に投資プロセスを調整し、継続的に改善してきた

ハリケーン「フローレンス」がノースカロライナ、サウスカロライナの両州の沿岸部を襲うよりもはるか前に、ニューヨーク・タイムズ紙は2018年を「地球温暖化の脅威が現実になった年」と表現しました¹。残念ながら、最近の熱波や山火事、洪水は何ら驚くことではないのです。ポツダム気候影響研究所が最近指摘した通り、「ますます多くの人々が往々にして前例のない、かつ頻繁な異常気象による人的被害と経済的損失に苦しめられています。温暖化が続く中、地球の自然システムに大規模かつほぼ不可逆的な変化が起き、臨界点を越えるリスクも高まっています」²。

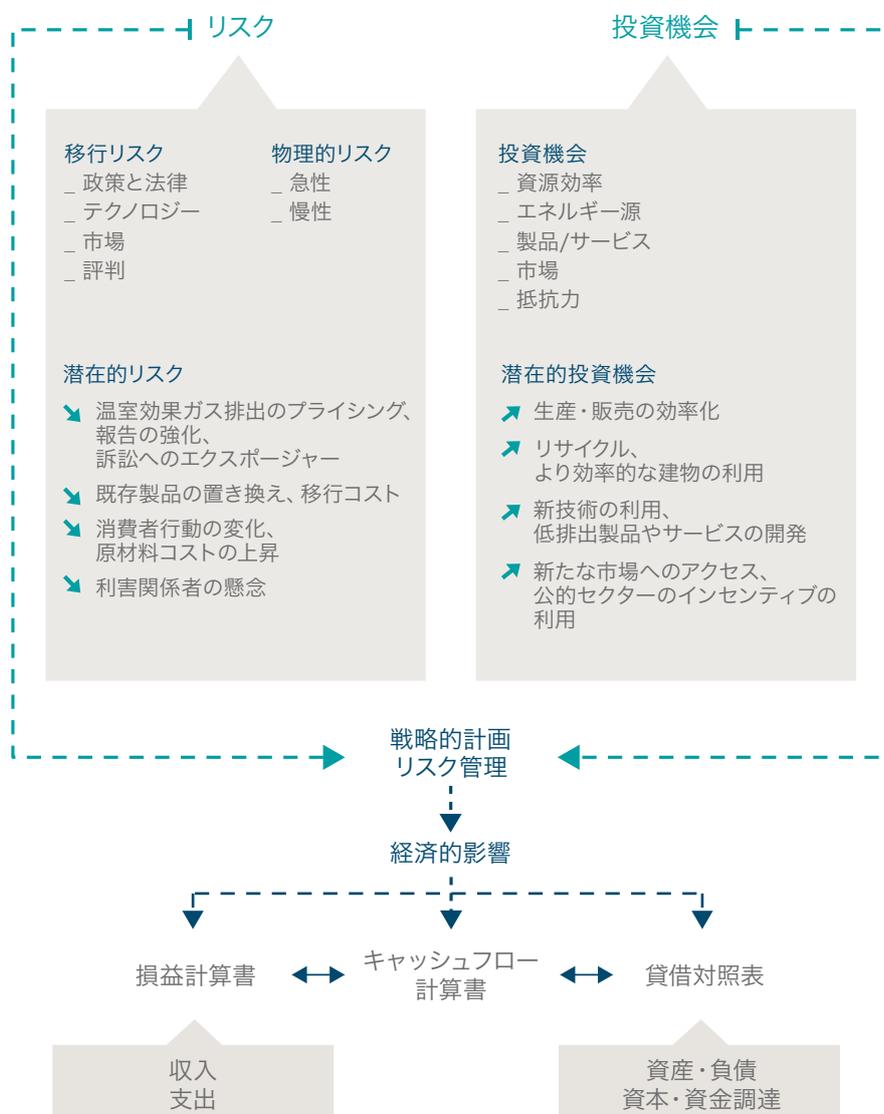
そのような中、投資家と資産運用会社はどのように対応すべきでしょうか。実のところ、気候変動は長期投資家に対して、リスクとともに投資機会をもたらす可能性があります。炭素排出量が格段に少ない経済への移行は、ますます顕著になりつつある実社会における気候変動の影響だけではなく、政策、テクノロジー、消費者の好み、社会規範の変化によっても形成されます。例えば、炭素税の引き上げや訴訟は企業の事業コストを増加させるだけでなく、製品やサービスに対する需要を変化させる可能性もあります。また、技術開発により、既存企業が競争力を失うことも考えられます。言うまでもなく、気候関連リスクを軽減する政策があらゆる国やセクターに利益をもたらすとは限りません³。本質的には、多くの投資家は気候変動のリスクと投資機会を見誤っているか、間違っただけで評価している可能性があります。そのため、このテーマに対しては、謙虚さと柔軟な考えを組み合わせるアプローチを取ることが最善であると思われます。これはまさに、DWSが過去10年にわたって実践してきたアプローチです。

例えば、我々は最近、DWSの投資プラットフォームのすべての運用プロフェッショナルに、自身がカバーしているサブセクターが今後1年及び5年以内にどのような影響をどの程度受けると見込まれるか尋ねました。我々はその情報を基に投資適格社債、ハイ・イールド社債、株式の分析を行い、気候変動が世界経済の各サブセクターに対して、もしくは横断的に及ぼしている影響について、相互関係を示すマップを作成することができました。すでに、このプロセスは多くのサブセクターの将来のパフォーマンスに影響を与える主なテーマを特定することに役立っています。そうしたテーマは、エネルギー生成に関するビジネスモデルの構造変化から自動車産業の成長可能性の見直しまで多岐にわたります。その他にも、公益企業が収益性を維持・拡大する能力や保険会社が資産価値を保つ能力のほか、より全般的には個別サブセクター内、またはサブセクターをまたがる資本支出やイノベーションへの影響等が挙げられます。

詳細を確認すると非常に興味深いことがわかります。例えば、公益事業を見てみましょう。プラス面では、ますます多くの産業が炭素排出量を意識するようになってきているため、再生可能エネルギーや分散型エネルギーインフラへの需要は増加し続ける見通しです。これは、陸上、洋上の風力発電施設や太陽光発電施設への投資を拡大できる電力会社にとっては明るいニュースと考えられます。こうした施設をエネルギーシステムに統合する必要性から、送配電ネットワークに特化した企業の役割が増大する見込みです。このように、産業全般の構造変化がもたらす機会を利用することが可能となるのです。気候変動は炭素排出の話題だけにとどま

らず、公益事業の他のサブセクターも影響を受けるでしょう。水道事業では、一部の地域で水不足が深刻化していることから、ますます多くの企業が脱塩プラント等に投資するようになったり、水道事業者が追加的な水道サービスの提供を求められるようになると思われます。公益事業内では、気候変動による勝者とともに、火力発電等の分野では敗者が生まれると考えられます。洪水、熱波、干ばつといった異常気象の発生頻度やその激しさが増していることから、気候変動に対応するための規制の変更や技術進歩は一段と加速し、おそらく市場が考えているよりも速いペースで進む見通しです。DWSは全力でそれに備えています。

気候関連のリスク、投資機会、経済的影響



出所：金融安定理事会が設置した気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）による「気候変動関連財務情報の任意の開示の枠組みに関する最終報告書」（2017年6月発表、<https://www.fsb-tcfd.org/wp-content/uploads/2017/06/FINAL-TCFD-Report-062817.pdf>、8ページ目）を基にDWSインベストメントGmbHが作成

¹ ニューヨーク・タイムズ、2018年8月10日付 (<https://www.nytimes.com/2018/08/09/climate/summer-heat-global-warming.html>)

² ボツダム気候影響研究所 ステファン・ラームストーフ及びアンダース・リーバーマンによる「Mission 2020」の序文（2017年4月発表、<https://www.mission2020.global/climate-turning-point/>）

³ Climate Action Tracker (CAT) によれば、主要国の中で2015年パリ協定の国際公約を達成できそうな国はありません。（<https://www.nytimes.com/interactive/2017/11/06/climate/world-emissions-goals-far-off-course.html>）

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DWS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10月9日時点のDWS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。

マクロ経済 | 世界的な分岐と米国の急成長

GDP成長率(対前年比、単位：%)

地域	2018年(予測)	2019年(予測)
米国	2.9 ↘	2.4
ユーロ圏	2.0 ↘	1.8
英国	1.4 ↗	1.6
日本	1.1 ↘	1.0
中国	6.5 ↘	6.0
世界	3.8 →	3.8

財政赤字(対GDP比、単位：%)

地域	2018年(予測)	2019年(予測)
米国	4.0 ↗	4.6
ユーロ圏	0.9 ↘	0.8
英国	2.5 ↗	2.7
日本	4.0 ↘	3.3
中国	3.5 ↘	3.2

消費者物価指数(対前年比、単位：%)

地域	2018年(予測)	2019年(予測)
米国 ¹	2.0 ↗	2.1
ユーロ圏	1.7 →	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	-2.7 ↘	-3.0
ユーロ圏	3.0 ↘	2.9
英国	-3.8 ↘	-4.0
日本	3.8 →	3.8
中国	0.8 ↘	0.6

指標金利(単位：%)

地域	現在値*	2019年9月(予測)
米国	2.00-2.25 ↗	2.75-3.00
ユーロ圏	0.00 →	0.00
英国	0.75 ↗	1.00
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9月(予測)
原油(WTI)	73.3 ↘	65
金	1,191 →	1,275
銅(LME)	6,258 ↗	6,400

*出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2018年9月28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9月18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DWS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10月9日時点のDWS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 | 上昇の可能性は限定的

	現在値*	2019年9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				
米国(S&P500種株価指数)	2,914	↗	3,000	5.0%	10%	-6%	2.0%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	383	↗	390	5.4%	7%	-6%	3.6%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,399	↗	3,410	4.2%	7%	-6%	3.9%
ドイツ(DAX指数) ²	12,247	↗	12,800	4.5%	6%	-4%	3.2%
英国(FTSE100種指数)	7,510	→	7,400	3.1%	6%	-6%	4.5%
スイス(SMI指数)	9,088	↗	9,100	3.6%	13%	-11%	3.5%
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,082	→	1,090	3.0%	7%	-6%	2.2%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	1,048	↗	1,070	4.8%	11%	-8%	2.7%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	655	↗	680	6.5%	10%	-6%	2.8%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,577	→	2,500	0.5%	10%	-12%	3.4%

* 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Inc.、2018年9月28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 | 概ねの予測を維持

米国

	現在値*		2019年9月(予測)
米国国債(10年物)	3.06%	↗	3.25%
米国地方債	85%	→	85%
米国投資適格社債	100 bp	↘	95 bp
米国ハイ・イールド社債	316 bp	↗	370 bp
証券化商品: 米国住宅ローン担保証券 ¹	78 bp	↗	90 bp

欧州

	現在値*		2019年9月(予測)
ドイツ国債(10年物)	0.47%	↗	0.80%
英国国債(10年物)	1.57%	↗	1.75%
ユーロ投資適格社債 ²	128 bp	↘	100 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ²	356 bp	↘	325 bp
証券化商品:カバードボンド ²	53 bp	↘	40 bp
イタリア国債(10年物) ²	267 bp	→	250 bp

アジア太平洋

	現在値*		2019年9月(予測)
日本国債(10年物)	0.13%	↗	0.20%
アジア社債	253 bp	→	255 bp

世界

	現在値*		2019年9月(予測)
新興国ソブリン債	343 bp	→	350 bp
新興国社債	321 bp	↗	350 bp

為替相場

	現在値*		2019年9月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.16	→	1.15
米ドル(対 日本円)	113.7	→	111
ユーロ(対 英ポンド)	0.89	→	0.9
英ポンド(対 米ドル)	1.3	→	1.28
米ドル(対 中国元)	6.87	→	7

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2018年9月28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9月18日時点の見通しです。

bp=ベースポイント

パフォーマンス | 概要

過去5年のパフォーマンス(期間:各12カ月)

	2013年9月 -2014年9月	2014年9月 -2015年9月	2015年9月 -2016年9月	2016年9月 -2017年9月	2017年9月 -2018年9月
DAX指数	10.2%	2.0%	8.8%	22.1%	-4.5%
ユーロ・ストックス50指数	11.5%	-3.9%	-3.2%	19.7%	-5.4%
FTSE100種指数	2.5%	-8.5%	13.8%	6.9%	1.9%
ICE BofAメリルリンチ・グローバル・ハイ・イールド・インデックス	6.2%	-5.3%	12.8%	9.8%	1.2%
ICE BofAメリルリンチ米国ハイ・イールド・インデックス	7.2%	-3.6%	12.8%	9.0%	2.9%
JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド・ハイ・イールド・インデックス	12.2%	-1.8%	18.6%	7.1%	-3.2%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス	5.8%	-14.4%	14.0%	20.0%	-0.9%
MSCI AC アジア(除く日本)情報技術インデックス	15.0%	-12.5%	30.5%	39.1%	-2.3%
MSCI AC ワールド・インデックス	10.0%	-6.9%	9.1%	15.9%	9.2%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス	-4.0%	-40.2%	25.7%	22.5%	-11.7%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス	1.8%	-21.2%	14.1%	19.7%	-3.1%
MSCI 欧州情報技術インデックス	7.6%	5.9%	17.1%	16.2%	10.4%
MSCI ジャパン・インデックス	10.5%	5.0%	-7.0%	24.6%	9.1%
MSCI ジャパン情報技術インデックス	26.0%	0.9%	-2.7%	44.9%	1.8%
MSCI 米国情報技術インデックス	26.2%	0.4%	20.2%	26.5%	30.9%
S&P500種株価指数	17.3%	-2.6%	12.9%	16.2%	15.7%
ストックス・ヨーロッパ600指数	10.5%	1.4%	-1.4%	13.2%	-1.3%
SMI指数	10.1%	-3.6%	-4.4%	12.5%	-0.8%
	2013年9月 -2014年9月	2014年9月 -2015年9月	2015年9月 -2016年9月	2016年9月 -2017年9月	2017年9月 -2018年9月
アジア社債	8.5%	2.8%	10.5%	2.2%	-1.0%
新興国社債	8.4%	-2.0%	13.3%	5.9%	-1.2%
新興国ソブリン債	9.7%	-0.6%	16.2%	4.6%	-1.9%
ユーロ・ハイ・イールド社債	8.6%	-0.4%	9.7%	7.5%	0.8%
ユーロ投資適格社債	7.7%	-0.5%	7.4%	0.5%	0.0%
ドイツ国債(10年物)	9.0%	3.9%	6.7%	-3.2%	0.8%
イタリア国債(10年物)	20.7%	5.8%	6.8%	-3.3%	-4.5%
日本国債(10年物)	2.7%	2.4%	3.7%	-1.2%	-0.2%
証券化商品:カバードボンド	7.8%	1.6%	3.7%	-1.3%	0.1%
証券化商品:米国住宅ローン担保証券	3.8%	3.4%	3.6%	0.3%	-0.9%
米国ハイ・イールド社債	7.2%	-3.4%	12.7%	8.9%	3.0%
米国投資適格社債	6.6%	1.5%	8.3%	2.0%	-1.1%
米国国債(10年物)	3.5%	6.2%	5.4%	-3.0%	-3.0%
英国国債(10年物)	4.5%	7.4%	9.9%	-2.7%	0.2%

* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2018年9月28日時点

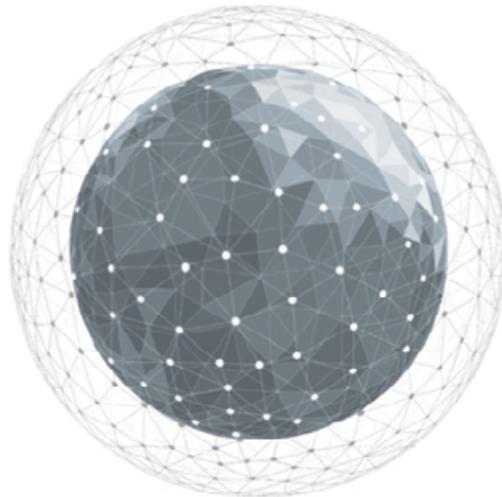
当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにDWSインベストメントGmbHが作成したものをドイツ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイツ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年10月9日時点のDWSインベストメントGmbHの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。

DWSについて¹

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6,870億ユーロの運用資産残高(2018年6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・クロイツカンプが統括し、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DWSインベストメントGmbHが作成し、2018年10月19日に発行したものをドイツ・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。

ドイツ・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

ドイツ・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6,870億ユーロ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 2018年6月末時点