

ドイツ・アセット・マネジメント

CIOビュー

クォーターリー 2017年10月

市場の季節性

意外なほど繰り返される投資パターン





サイクル終盤で、 景気はもう一段の上昇へ

一方は1.5%から2.1%に引き上げ、他方は2.1%から1.6%に引き下げ。これは一体、何の数字だと思われますか？これは当社が予想するユーロ圏と英国の2017年の経済成長率です。どちらも最初の数字は、2016年3月時点、つまり英国の欧州連合（EU）離脱と米トランプ大統領の勝利が決まる前の予想、2つめは現時点での予想です。私がこのことをお話する理由は、政治とビジネスの相互作用、そして経済成長の加速という、当社が現時点で注目している2つの重要な問題の提起につながるからです。まずはユーロ圏について見てみましょう。ユーロ圏経済は予想をはるかに上回るペースで成長しています。ドイツの連邦議会選挙でポピュリスト政党が躍進し、スペインではカタルーニャ自治州の独立を巡る緊張が高まっているにもかかわらず、EU域内の政治情勢は、2017年年初に多くの投資家が懸念したほど不安定な状況にはありません。企業は楽観姿勢を強め、消費者信頼感指数は2001年以降で最も高い水準に達しています。一方、英国ではまったく状況が異なり、2015年半ば以降、経済に対する消費者の不信感が強まる一方です。経済成長率に関しても、英国は主要7カ国の最下位に転落してしまいました。こうした展開が示唆するのは、「実際のところ、政治は、ビジネスと株式市場に影響を及ぼす」という事実です。現に、EU離脱を巡る国民投票が実施されて以降、主に英国企業から構成されるFTSE 250種指数は、ユーロ圏企業から構成されるユーロ・ストックス指数に大きく遅れを取っています（為替調整後ベース）。

それでは米国はどうでしょうか。当社では、米国の2017年成長率予想を2.0%から小幅に引き上げて2.2%としました。ただしこの変更は、政治とほとんど関係がありません。トランプ大統領の政策を巡っては、高揚感と失望感が互いに打ち消し合っている状況と見られるからです。一つだけ、小さくとも有益な例外があるとすれば、それは規制緩和策でしょうか。そのほか、トランプ政権が減税策を実現できるかどうかは、今のところ定かではありません。当社では、米国企業が一定程度は減税策の恩恵を受けられるとの見方を維持していますが、減税の規模については、すでに予想を大幅に引き下げています。これに伴い、インフレ率、金利、為替レートについての予想も変更しました。これらの指標の推移は、減税の規模に大きく左右されるためです。

政治面での不透明感是非常に強いものの、世界景気は驚くほどに良好な推移を見せており、その点は指摘すべきでしょう。当社では最近、2017年の世界の成長率予想を従来の3.5%から3.7%に上方修正しました。景気サイクルはすでに終盤に差し掛かっているにもかかわらず、ここに来てもう一段の上昇の兆候が見られます。これは、各国中央銀行の慎重な姿勢や、引き続き低水準での推移が予想されるインフレ指標とも合わせて、今後一年間にわたって市場を支える追加的な要因となる可能性があります。



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

*“2017年、世界景気は予想以上に
良好な推移を示しています。しかしながら
米国を中心に、政治の動きについては
強弱両方の材料が混在している模様です”*

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10月24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10月



フォーカス

市場の季節性を活用した投資は、過去の実績としては超過リターンをもたらしてきました。株式市場の経験則「5月に売り逃げろ、だが忘れずに9月に買い戻せ」は未だ有効なのか、有効ならばその理由は何かを分析します。

市場の季節性と投資行動 06



マクロ経済

当社の見通しは、これまでにない幅広い不確実性にさらされています。世界は、経済指標に見て取れる楽観的な状況とはおよそかけ離れた「政治上の激変期」を迎えています。

成長の勢いは十分 08



債券

バリュエーションは割高な水準にあるものの、債券の投資ユニバースの中には依然として一定の投資機会が存在します。新興国債券は引き続き、各国で進む構造改革と堅調な世界景気から恩恵を受けるものと考えられます。

新興国市場に注目 10

為替：米ドルは下落、しかし回復の

見込みがないわけではない 12



株式

当社では、引き続き企業収益の拡大を予想しており、それに応じて株価目標も引き上げています。バリュエーションは割高な水準にありますが、向こう12カ月間に強気相場が終焉を迎える兆しはほとんど見られません。

居心地が悪いほど楽観的 13

バリュエーションの概要 15



オルタナティブ

不動産市場間の相関は低下しており、グローバルな分散投資のメリットが高まっています。セクターや市場の慎重な選別により、超過収益の機会が生まれるでしょう。

分散投資のメリットの高まり 16



マルチアセット

力強い成長、穏やかなインフレを背景に資産クラス別では株式を選好しています。但し、総合的なリスクと流動性の動向は慎重に見極めていく構えです。

景気サイクルの終盤において 18
アロケーション 20
指標 21



ドイツ・アセット・マネジメントの見通し

当社では、ユーロ圏を筆頭に大半の地域で成長率見通しを若干引き上げました。利回りは緩やかに上昇する見通しです。為替市場では米ドルに反発の余地があると見られます。

ドイツ・アセット・マネジメントの見通し 22



ドイツ・アセット・マネジメントについて

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

会社紹介 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10月24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

市場の季節性と投資行動

》「5月に売って、9月に買い戻せ」—投資家に大幅な超過リターンをもたらしてきたこの経験則は、果たしてどれほど信頼できるのでしょうか。《

現在の強気相場が、極めて息の長いものであることは間違いありません。8年もの長きにわたり、世界の市場では株価の上昇が続いています。となれば、そろそろ売りを考えるべき時でしょうか。この問い掛けに対する当社の答えは、「時期尚早」です。第一に、これまでの例から見て、株価上昇局面は時にもっと長く、10年を優に越える期間にわたって継続することがありました。またファンダメンタルズ面から見ても、上昇継続が期待されそうです。世界経済は勢いを増しており、先進諸国では、低水準のインフレ率を背景に、金利も比較的低位で推移する見通しです。さらに、インフレ圧力は上昇傾向にあるもののなお弱い状態が続いていることから、各国中銀は緩やかかつ慎重な姿勢で、金融政策の一部正常化に取り組むことが可能となっています。

積極性を維持すべきもう一つの理由として、「季節性」があります。「株は5月に売り逃げる」は、昔からある株式市場の経験則ですが、この後にはしばしば「だが忘れずに9月に買い戻せ」という部分が続きます。ドイツの主要株価指数であるDAX指数の過去の推移を見ますと、この経験則には一定の真実がありそうです。株価指数の月次のパフォーマンスを分析しますと、基準日である1987年末以来、DAX指数が10月、11月、12月に上昇を示した割合は全体の3分の2を超えていることが分かります。

これまでの大半のケース、すなわち平均的に見た場合ですが、DAX指数は1～4月にも良好なパフォーマンスを示しています。一方、過去30年間に軟調な推移を示す傾向が特に強かったのは8月と9月でした。両月共に、株価の大幅な反転下落、そしてマイナスの平均リターンという特徴があります。従って通常の場合は、9月末まで買いを控え、その後に市場へ

の再参入を検討する意味が十分にあったのです。

利益獲得のタイミング

このような株式市場の経験則は、ドイツ以外の市場にもある程度当てはまります。そもそも「5月は売り」という格言が米国のウォール街で生まれたことを考えれば、当然と言えるでしょう。この点に関しては興味深い研究があります。マイアミ大学のサンドロ・C・アンドレード教授、ビディ・チャウチャリア教授、マイケル・E・フュースト教授の3名が、1998～2012年の期間を対象に、37カ国の金融市場で見られる季節性を検証した研究です。教授らは、各国・地域のMSCI指数の推移を元に分析を行い、多くの株式市場では11～4月のリターンが5～10月のリターンを平均で約10%上回るという結論を導き出しました¹。

オランダのTIASビジネススクールのベン・ヤコブセン教授と資産運用会社シーモア・キャピタルの最高経営責任者(CEO)スベン・ボウマン氏が、1970年5月～1998年10月の期間について37カ国の市場を対象に行った検証でも同様の結論が得られています²。教授らは、10月31日のハロウィーンになぞらえて、このアノマリー(理論や根拠はないが、経験則から見て起こりやすい現象)を「ハロウィーン効果」と名付けました³。ボウマンとヤコブセンが論文を発表した2002年以降、統計的な証拠があることを知った投資家がアノマリーの裁定取引によって利益を獲得すればアノマリーも消失してしまったはずですが、それにもかかわらず、この現象は未だに発生し続けています。理由が何であれ、経験豊かな投資家たちの動きをもってしても、まだハロウィーン効果が消滅するには至っていないようです。

株式市場におけるハロウィーン効果の持続は、長い間、市場参加者だけでなく研究者の関心をも惹き付ける要因となってきました。ボウマンとヤコブセンは、この効果が生じるタイミングと期間の長さについて、休暇の時期との関連を示唆しています。その説によると、「投資家は休暇に入る前に手持ちの証券を売ってリスクを抑制するため、休暇期間中の市場の取引量は低下するが、休暇が終わると、投資家はポートフォリオの株式への配分を再び拡大する」というのです。この説では、休暇と市場の動きとの間に「相関関係」があることは明らかですが、休暇が直接的な原因となって市場に一定の結果が生じるという「因果関係」があることの証明にはなっていません。

予測の難しい10月相場

10月は株価急落のリスクが特に大きいとされており、これをうまく説明する理由もあります。平均的なボラティリティの水準が、他の月よりも比較的高いのです。一方、DAX指数は、10月も多くの年でプラスのリターンを記録しています。そのため(国際的な分析の常として)、DAX銘柄の買いのタイミングについては、10月末とすべきか9月末とすべきか、激しい論争的となっています。

過去のパフォーマンスは、必ずしも将来の運用成果を示唆するとは限りませんが、1987年末から2017年9月末までのデータを分析してみると、その結果はやはり説得力があります。この30年間、毎年9月末にDAX銘柄を購入し、4月末に売却した場合のリターンは実に3.222%に上るのに対し、毎年10月末に買った場合のリターンは1.581%にとどまりました。1987年末にDAX銘柄を購入し、現在まで保有し続けた場合のパフォーマンスはさらに低下し、1.183%にとどまります。

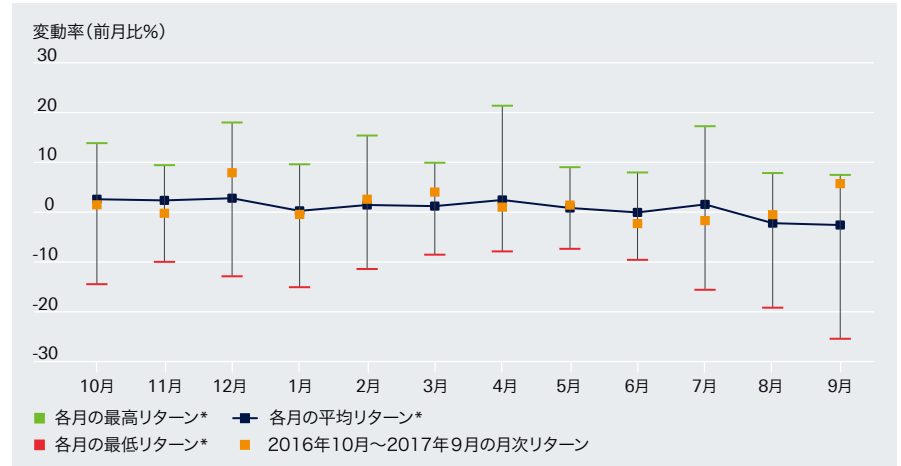
タイミングによるリスクの低減

売買タイミングは、リスク面も改善させる要因となります。DAX指数の設定以来、現在まで株式を「買い持ち」した場合、株価変動の度合いを示すボラティリティは22%に達しますが、毎年9月末に買い、4月末に売った場合のボラティリティは17.1%まで低下します。10月末の買い、4月末の売りの場合はさらに低い14.7%です。しかし前述したように、10月末を待って購入した場合、9月末に購入していれば得られるはずであった多くの利益を取り逃がしてしまいます。すなわち、DAX指数は10月に入るとリスクが高まる可能性があるが、そのリスクを許容できれば、9月末の買いが報われた可能性がある、ということです。

「ハロウィーン効果」という経験則の反証となりそうな材料も2つ挙げられます。1つは、今年は、この経験則に従った投資家が9月の大幅な株価上昇分を取り逃がしたこと。2つめは、ハロウィーン効果が永遠に続くとは考えにくいことです。理論的には、投資家は今後も、この市場のアノミーに対する裁定取引をしようとするでしょう。そしてそのような投資家が多ければ、9月末から4月末にかけての超過リターンはいずれ消え去り、結果として市場の効率性が向上するはずですが。しかし今のところ、そのような兆候はほとんど見られていないようです。

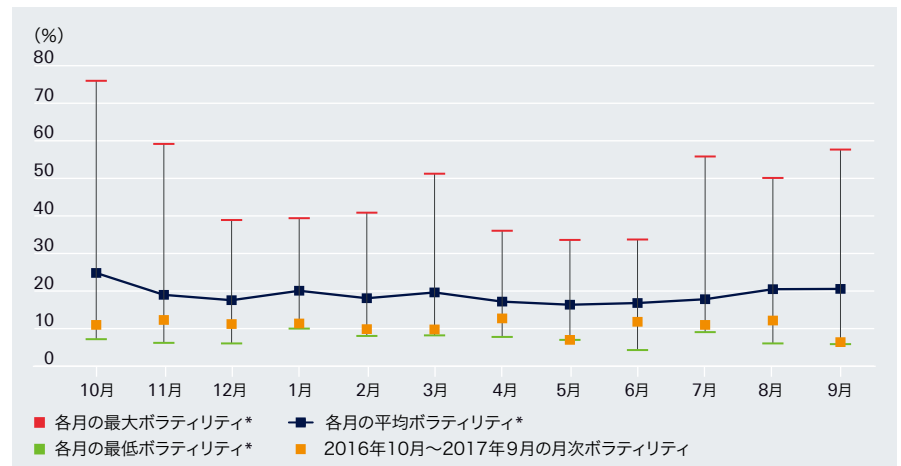
DAX指数は10-12月期に最も上昇

1988年以来、DAX指数は平均して10-12月期に最も高いリターンを上げる一方、例年8月と9月はパフォーマンスが低迷していました。



揺れの激しい10月

過去の例から見て、DAX指数は10月に変動が大きくなる一方、春と夏はボラティリティが低下する傾向があります。



¹ サンドロ・C・アンドレード、ビティ・チャウチャリア、マイケル・E・フュアースト「"Sell in May and Go Away" Just Won't Go Away(経験則"5月に売り逃げる"の変わらぬ有効性)」ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル第69巻4号、2013年

² スペン・ボウマン、ベン・ヤコブセン「"Sell in May and Go Away": Another Puzzle(ハロウィーン効果"5月に売り逃げる": もう一つの謎)」アメリカン・エコノミック・レビュー第92巻、2002年

³ アンドレード、チャウチャリア、フュアーストの論文とボウマンとヤコブセンの論文、いずれも売買の具体的なタイミングとして、売りは4月30日、買いは10月31日を挙げている。

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10月24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

成長の勢いは十分

》しかし、世界は政治上の激変期を迎えており、不確実性がいつになく高まっています。《



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

景気回復はついに世界の隅々まで
行き渡った

向こう一年間、すべての主要国で
景気後退リスクの低い状態が続く

しかし、当社の見通しはこれまでに
なく幅広い不確実性にさらされて
いる

世界経済はおしなべて順調に推移——当社の最新の経済成長見通しを一瞥して得られる印象としては、このように言えるでしょう。実際、景気回復はついに世界の隅々にまで行き渡りました。特にユーロ圏では、主要指標が一段と堅調さを増しており、当社では域内総生産(GDP)成長率予想を引き上げて、2017年を2.1%、2018年を1.8%としました。中国の成長見通しも小幅に上方修正し、それぞれ6.7%と6.5%としました。長年にわたり他の国々に遅れをとっていた日本でさえも、ついに経済の再生を示す兆候が見え始めており、当社は日本の2017年成長見通しを1.5%に引き上げました。ただし日本については、2018年にさらに景気が加速する可能性は低いと、引き続き考えています。

一方、米国経済は約2.2%の着実なペースで成長を続けており、労働市場は完全雇用に近い水準に近づき、労働コストは緩やかながら上昇傾向にあります。こうした状況を受け、米連邦準備制度理事会(FRB)は引き続き時間をかけて利上げを行うと共に、バランスシート(保有資産)の段階的な縮小に着手しました。FRBは向こう一年間に2度の追加利上げを実施すると当社では予想しています。このように全体として見ると、世界経済は金融市場にとって好ましい環境にあるように思えます。しかしながら一歩下がって眺めると、この良好な全体像に少し陰りが生じてきます。当社の予想も、これまでになく幅広い不確実性にさらされている状況です。その理由を分かりやすく説明するため、次のような思考の実験を行ってみましょう。

まずは、自分が2年前に昏睡状態に陥ったと想像してみてください。幸い、現在までに容体は回復しています。ベッド脇の机には新聞が山積みになっていたのを、

あなたは当然ながら金融面から目を通し始めます。すると、市場は2015年10月時点で自身が期待していたよりも、さらに堅調に推移していたと知り、あなたは安心しました。

景気の基調に関しては、特に最近の指標にあなたは目を奪われます。ユーロ圏でついに失業率が低下し始め、ドイツでは今や東西再統一後で最も低い水準にあります。量的緩和策(QE)は、米国と同様、ユーロ圏でも資産価格の押し上げに効果を発揮した模様です。共通通貨ユーロの崩壊はもちろんのこと、デフレも、もはやそれほど大きな問題ではないようです。

次にあなたは、政治面に目を転じます。ドイツ下院議会選挙では極右政党の得票率が約13%に達し、第二次世界大戦後初めて議席を獲得しました。スペインのカタルーニャ自治州では、正当性が疑問視される中で独立の是非を問う住民投票が強行され、よもや西欧の民主主義国家で起きるとは誰も予想していなかった暴力的な衝突が発生しました。また英国が国民投票で欧州連合(EU)からの離脱を決定し、しかもその後、解散総選挙の末に弱体化した政府が、どのような形の離脱を目指すのか、明確な計画を未だに提示していないことを報じる記事を読み、あなたは愕然とします。朝鮮半島でも緊張が高まっているようです。

太平洋を越えた米国では、ドナルド・トランプ氏が大統領に選出され、相も変わらず分別に欠けるツイートを発信しています。大統領選から約一年が経過しましたが、トランプ氏が次期FRB議長にどのようなスタンスの人物を指名するかなど、未だに多くの問題が残されています。一方、日本では解散総選挙が実施され、混乱状態に陥った野党勢力と、支持率が低

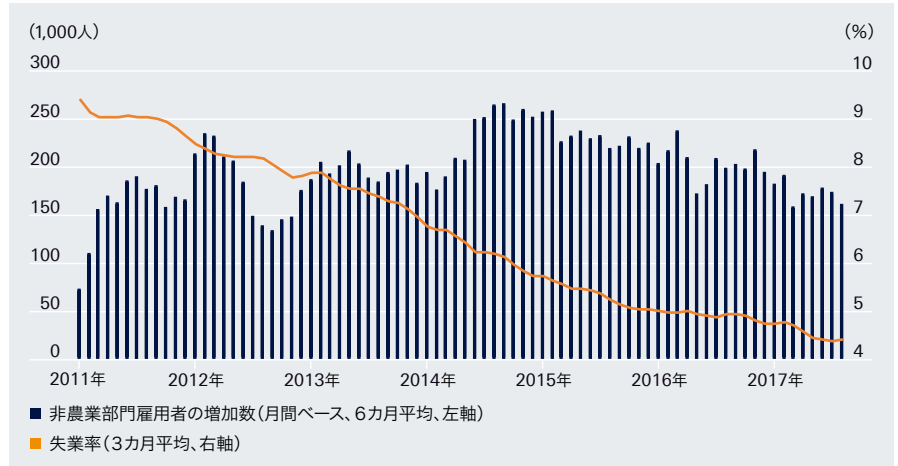
下気味の政府との戦いという選挙の構図となりました。フランスでは、2017年6月に国民議会(下院)選挙が実施され、伝統的な中道右派政党と中道左派政党がいずれも議席を大きく減らしました。明るい材料としては、フランスのエマニュエル・マクロン新大統領がついに労働市場改革に着手したことが挙げられます。

まとめると、経済・金融指標に見て取れる楽観的な状況とはおよそかけ離れた印象の「政治的激変の時代」に、あなたは目を覚ましてしまったようです。こうした状況は、偶然に起きたものではないと当社では考えています。例えば大半の先進諸国において、賃金上昇率は低水準にとどまっており、これが恐らく、未だ低位で推移するインフレ率と、現状に対する有権者の不満、その両方の要因になっていると思われます。英国のEU離脱については例外かもしれませんが、政治的な不安定さが経済的な意思決定に影響を及ぼしている兆候は、未だほとんど見られません。

向こう一年間、すべての主要国において景気後退リスクの低い状態が続くものと見られます。しかし政治と経済の関係性は明らかに変化しており、しかも必ずしも世界経済の成長と金融市場の繁栄に資する方向には向かっていません。その意味で、米国における税制改革の議論は、法人税率を巡る問題であるだけに、重要なテストケースとなりそうです。当社では引き続き、小幅な減税案が議会を通過するものと予想していますが、いずれにせよ、先行き不透明感は極めて強くなっています。

米国では雇用の増加ペースが鈍化

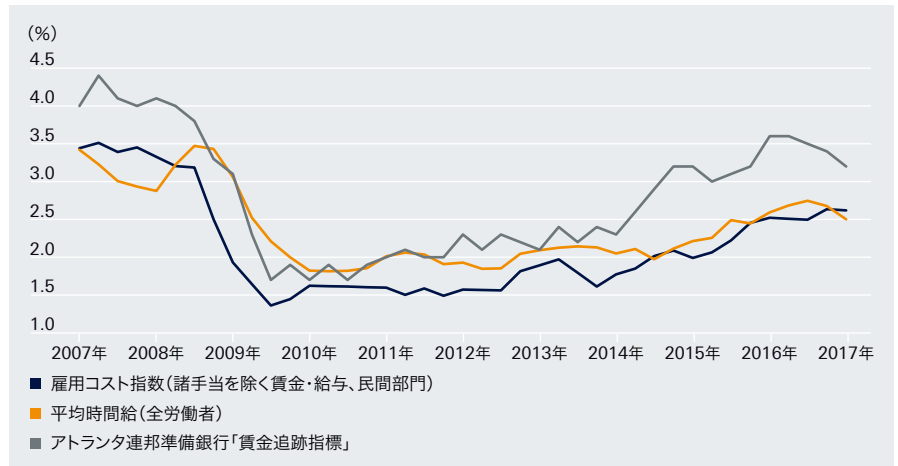
米国の労働市況は引き続き回復傾向にありますが、その回復のペースは鈍化しており、すでに完全雇用に近い可能性があります。



出所: 米労働省労働統計局、2017年8月1日時点

労働コストの上昇ペースは緩やか

大半の指標から見て、米国の賃金の上昇は小幅にとどまっています。インフレ期待が低調に推移していることもあって、今後も賃金の伸びは緩やかなペースを維持すると見られます。



出所: 米労働省労働統計局、米連邦準備銀行、2017年9月1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10月24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

新興国市場に注目

》大半の債券市場は緩やかな利上げサイクルを冷静に受け止めています。
新興国市場は構造改革の恩恵を受けています。《



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

債券市場はここ数ヵ月特段大きな変化をしていない

多くのバリュエーションは過去最高水準となっているが、それでも依然いくつかの債券資産に好機がある

新興国債券は引き続き、構造的な改善、力強い世界経済、ドル安の恩恵を受けている

債券市場は過去3ヵ月、さほど変化していません。実際、お馴染みのトレンドが続いており、経済指標が上振れしている一方、インフレ率は依然として予想を下回っています。金融政策が徐々に緩和的ではなくなる中で、利回りは緩やかな上昇を続ける見込みです。米国では、今後12ヵ月であと2回の利上げと、米連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシートの縮小が予想されます。欧州では、欧州中央銀行（ECB）が2018年初めから債券購入を縮小する予定である一方、イングランド銀行（BoE）は今年中に利上げを1回実施するかもしれません。とはいえ、BoEが2018年に追加利上げをすることはないでしょう。

こうした背景に照らし、当社は先進国の超長期債をほとんど選択していません。当社は引き続き先進国の投資適格社債とハイイールド社債に好機があるとみており、これらはなお旺盛な需要と堅調な経済ファンダメンタルズに支えられています。後者は良好な金融環境とともに、ハイイールド・セクターのデフォルト率を過去最低水準に維持する助けとなっています。しかし、このセクターではプライシングやコベナント・ライト発行の急増が懸念されるため、銘柄選択が重要です。

長期的な改善と良好な短期見通しが組み合わさっていることから、新興国国債は依然として魅力的です。1990年代終盤のアジア金融危機以降、改革が進んでいます。アジアおよび中南米の一部諸国は、経済的ショックや外生的ショックを吸収する力を高めるために、財政規律、変動相場制、構造改革を受け入れました。これらの国の多くは今や、高インフレを招くことなくまずまずの経済成長を生み出しています。中銀にとっては、これは金融政策の裁量余地につながっており、安心感をもたしています。債券は、投資

家がこうした状況から利益を得るための格好の手段と言えるでしょう。新興国国債のカントリー・ユニバースは、新興国社債や新興国株式と比べてはるかに多様です。新興国国債のベンチマーク¹には、ハードカレンシー建てで借入れをしている65の異なる国が含まれています。これにより、格付け、地域、経済成長モデル、コモディティへの依存度等に応じた、分散投資のメリットを享受できます。また、大半の投資家は新興国市場のリスクを相対的に高いと考えていますが、こうしたリスクの多くはその国に特有のものです。とはいえ、多くのハードカレンシー建て国債はさほど流動性が高くありません。したがって、適切な地域、年限、通貨を選択するとともに、流動性にも気を配ることが重要です。このセグメントでは間違いなくアクティブ運用が賢明でしょう。

言うまでもなく、新興国市場の構造的改善に注目しているのは私たちだけではありません。さらに、新興国市場はすべてのリスク資産にわたって利回り追求を促している緩和的な金融政策から恩恵を受けています。そのため、先進国・地域における金融政策の引き締めは多少の混乱を引き起こす恐れがあるでしょう。2013年の米国の緩和縮小騒動の時に、新興国市場はFRBが国債購入プログラムを縮小するという単なる見通しだけで大きな打撃を受けました。当時の売りはかなり無差別的で、債券相場が回復するにはしばらく時間がかかりました。今後、中銀による緩和縮小が予想されるため、これは一部の投資家が現在抱えている懸念を正当化するでしょう。

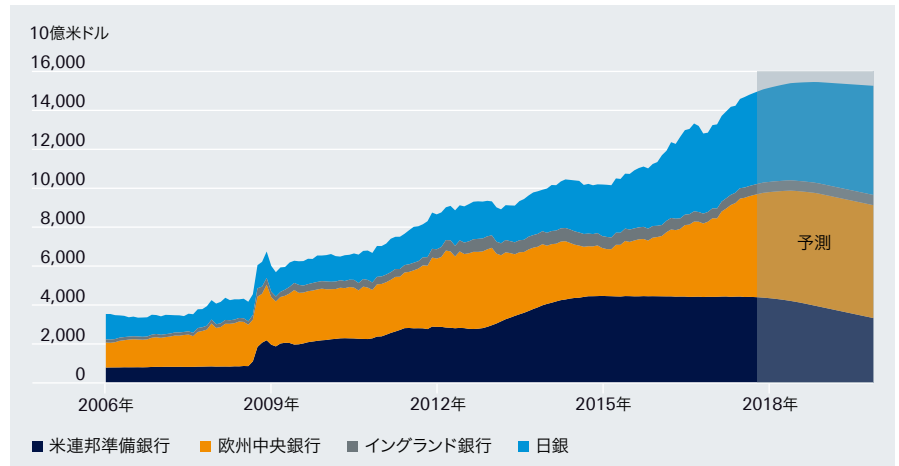
しかし、投資家は今のところさほど危惧していません。アルゼンチンは6月に100年債を発行することができました。デフォルトを繰り返してきた同国の長い歴史を踏まえると（前回のデフォルトは

つい最近の2014年)、これは市場のミニバブルの兆候であるように見えます。逆説的ながら、もう一つの不安材料は、前回の本格的な新興国危機からかなり時間が経っていることです。上場されている国債の大規模なデフォルトはそれほどよくあることではありません。最近の2つの例外は、前述した2014年のアルゼンチンと2015年のウクライナです。それでも、楽観主義者はこうした事例の中にも希望の光を見出します。例えば、ウクライナ国債のヘアカット率はわずか20%でした。

差し当たり、懸念材料は非常に限定的と考えられます。現在の安定したコモディティ価格、堅調な世界の成長率、およびドル安は、ブラジルやロシアといった国が予想を上回るペースで回復する助けとなりました。中国の経済指標も同様に良好です。選好したいのは、満期が長めで、現地通貨建ての、高い利回りを持つ新興国債券です。右の2つ目のチャートを見ると、このセグメントが過去20年間いかに力強いパフォーマンスを示してきたかが分かるでしょう。アクティブ運用によって、パフォーマンスをもう一段高められる可能性があります。

主要中央銀行のバランスシートの合計

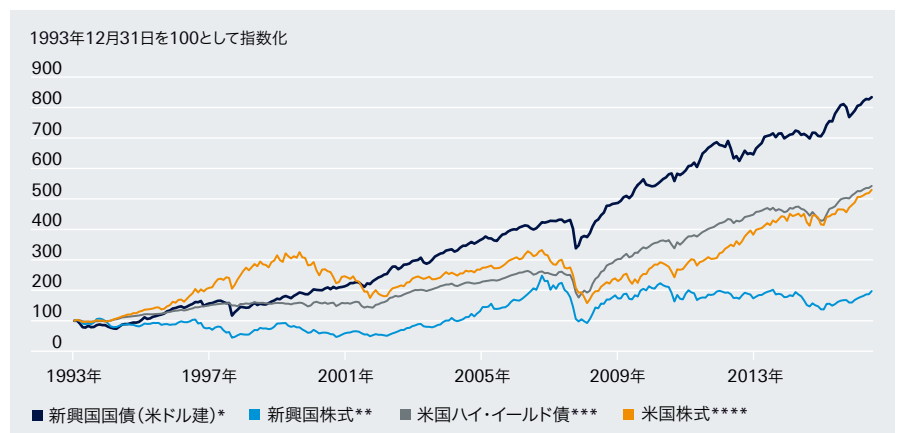
拡大はあと1年とみられ、2018年は中銀のバランスシートが(わずかとはいえ)拡大される最後の年になるでしょう。



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10月4日時点

新興国債券の目覚ましいパフォーマンス

新興国株式、米国株式、米国ハイ・イールド債のいずれと比べても、新興国国債が過去20年にアウトパフォームしていることは明らかです。



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年10月4日時点

* JPM EMBI グローバル・コンポジット・インデックス

** MSCI エマージング・マーケット・インデックス

*** BofA メリルリンチ・米国ハイ・イールド・インデックス

**** S&P500種指数

¹ JPM EMBI グローバル・コンポジット・インデックス

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10月24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

米ドルは下落しているが、 回復の見込みがないわけではない

》金融市場は期待に支配されています。足元の期待を踏まえると、
米ドルが回復するある程度の余地がありそうです。《

当社の見解の概要

年初時点ではあらゆる状況が米ドル
にとって好ましく見えた

それ以降、市場が米国経済の低調
なスタートを消化する必要に迫ら
れた一方、欧州の経済指標は予想
を上回った

投資家はユーロの上昇を見込んで
いるものの、米ドル回復の可能性
を排除するのは時期尚早

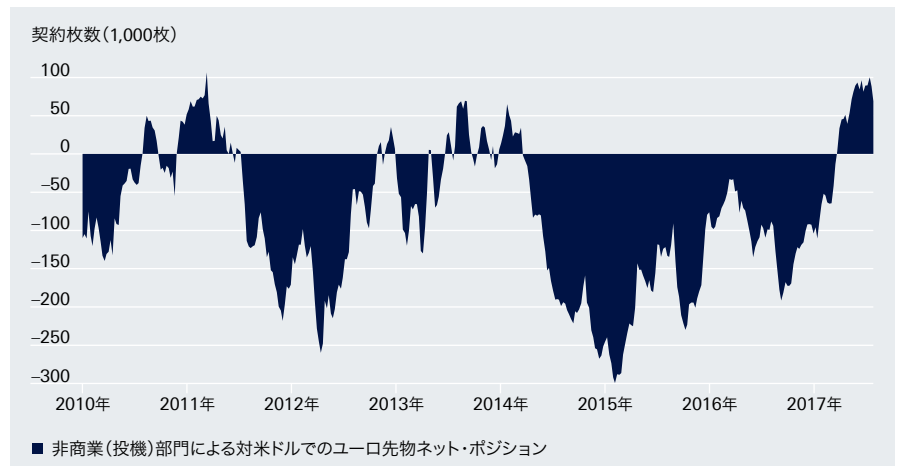
米ドルは2017年に大きく変動しています。年初時点ではあらゆる状況が米ドルにとって好ましく見えました。投資家は3年間にわたって、特にユーロに対する米ドルの上昇を見込んできました。投機筋の通貨先物ネット・ポジションから分かる通り、米大統領選挙の後にはこうした期待がさらに高まりました。それ以降、市場が2017年の米国経済の低調なスタートを消化する必要に迫られた一方、欧州の経済指標は予想を上回りました。フランスの有権者がエマニュエル・マクロン氏を大統領に選出した際には、投資家はドル高観測を後退させざるを得ませんでした。こうした動きによって、米ドルは急落しています。

市場は現時点でユーロの上昇を見込んでいますが、再び予想外の展開に見舞われるかもしれません。「欧州は『財政同盟』に向けて大きく前進する可能性がある」

という期待が高まっているものの、当社はこの見方に懐疑的です。欧州機関の仕組みはまったくそのようなものではありません。ユーロ圏には19カ国が加盟しており、いずれかの国で政治的なネガティブ・サプライズが起きる可能性が常にあります。カタルーニャ州の独立に向けた試みやイタリアでの来年の総選挙はその2つの例に過ぎません。また、欧州中央銀行(ECB)の緩和縮小が予想ほど順調に進まない恐れもあります。一方、米国で何らかの形の減税法案が最終的に成立する可能性はなお十分にあるでしょう。市場の期待が後退していることからすると、最終的な結果がどうであれ、減税法案に関する議会での進展の兆候は米ドルにとってプラスになるはずです。米国債券と欧州債券の利回り格差が拡大していることも考え合わせれば、まだ米ドル回復の可能性を排除すべきでないことは確かです。

ユーロ高への期待

先物市場における為替ヘッジとは無関係のネット・ポジションが示す通り、ユーロに対する投資家の楽観度はここ数年で最も高くなっています。



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年10月2日時点

居心地が悪いほど**楽観的**

》当社を含め、粘り強い株価上昇を懐疑的に見る向きがあります。
しかし今のところ、この上昇局面が終わる兆候はほとんどありません。《

多くの人々は、市場のエントリー・ポイントについてより強い確信を持って再び議論できるようになるという理由だけで、市場の調整を予想するか、場合によっては調整を切望すらしています。言うまでもなく、株式市場の下落はこうした向きにとって、そして実のところ当社にも、議論するのに適した話題ももたらしてくれるかもしれません。とはいえ、悲観主義者は深刻な危険を冒しています。確かに、当社は「株式市場は今夏に調整する」と予想していました。しかしそれどころか、伝統的に市場が敏感になりやすい9月でさえ結局は平穏に終わりました。資本市場の用語では、「平穏」は「低ボラティリティ局面」と翻訳されます。今回の場合は、こうした局面が長期にわたって続いている状況です。多くの資産クラスのボラティリティが過去最低を更新しています。S&P500種指数を見ると、ハリケーンやトランプ米大統領のツイートにもかかわらず、今年9カ月のうち8カ月が1997年以降でボラティリティが最も低かった20カ月にランクインしています。同様に波乱含みの政治情勢に直面している英国では、FTSE100指数が今年これまでわずか6%程度の狭いレンジ内で推移しています。これは1984年の指数開始以来、初めてのことです。

高揚感ではなく無気力

低いボラティリティと株価の上昇は通常であれば株主を活気づかせるはずですが、そのような証左はほとんどありません。

それどころか、取引高はむしろ無気力を示唆しています。高頻度トレーダーによる取引高の力強い伸びにもかかわらず、MSCIワールド指数構成銘柄の2017年7-9月期の取引高は2002年初め以降のどの四半期よりも低調でした。このことから、長期投資家が一段と消極的になっていることがうかがえます。今や9年近くに及んでいるこうした上昇局面を真に信用している向きはいないようです。市場参加者は多くの批判材料を見出しており、低水準のボラティリティさえその一つになっています。「これは投資家による危険な慢心である」と考えるアナリストがいる一方、「これは目下の活況の表れである」と見る向きもあります。市場の状況に関する相反した見方が続いているのです。

株式市場の活況がほんの一握りのハイテク銘柄に過度に主導されていると考える向きがある一方、これにより米国株式の力強さが正当化できると考える向きもあります。中銀の行動の結果としてのリスク資産の同調的な動きを批判する声があるのに対し、2017年は銘柄選択が再び実を結び始めているとして賞賛する声もあります。欧米の多くの上場企業がいかに中国経済に依存しているかを懸念する向きがある一方、新興国からの旺盛な需要に高揚感を覚えている向きもあります。株式が割安であると考えた向きがあるのに対し、……いえ、実際には株式が割安であると考えた投資家が見つかる可能性は低いでしょう。



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

株式市場は今や9年近くにわたって活況を呈しているものの、投資家の懐疑的見方が強まっている

投資家の懸念は妥当だが、12カ月の期間で見ると市場を反転させ得る要因はほとんど見当たらない

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10月24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

懐疑主義は正当化されるか？

多くの投資家が懐疑的になっている理由は何でしょうか。それは経験と経験不足の組み合わせであると考えられます。2000年および2008年の市場の調整局面を乗り越えた投資家の多くは苦い経験について多少のことを知っており、現在と1999年や2007年との間には確かに類似点があります。しかし、相違点もあります。これが2つ目の重要な問題につながります。つまり、私たちは未知の領域にいるということです。未知の要素の中の主なものとして、主要中銀の肥大化したバランスシートと、主要中銀が証券投資を縮小し始めた場合に何が起こり得るかという問題が挙げられます。これと密接に関係しているのは、広範な低金利環境の終了が、特に多額の債務を抱える企業セクターに及ぼす潜在的な影響です。

これらすべての考慮事項に加え、目下の株式市場の活況には、低い生産性伸び率、低調なインフレ率、そして最後に重要なこととしてそのかなりの長さといった異例の特徴がいくつかあります。相場はあと数ヵ月で米国の歴史上2番目に強い強気相場になるでしょう¹。しかし、変化はマクロ・レベルのものに限定されません。ミクロ・レベルでも変化が見られます。2017年1-9月期における時価総額の変化で見たS&P500種指数構成企業の中の勝者と敗者に目を向けてみましょう。時価総額が大きく増加した上位4つの企業はすべてインターネット企

業であり、この4社の時価総額は合計で5,000億米ドル増加しました。一方、時価総額が減少した上位約50の企業によって同程度の時価総額が失われました。これらの企業には「伝統」産業の象徴とされる企業や、通信会社、コンピューター・メーカーが含まれます。このことは、世界レベルでも明らかになっている市場の極端な分断を浮き彫りにしています。時価総額が最も高い10社²は主にインターネット・セクターやソフトウェア・セクターで事業を展開しており、2社は中国企業です。この2社はわずか19年前に創設されたばかりであるにもかかわらず現在の時価総額は8,500億ドルであり、これは上海A株指数全体の時価総額の5分の1に相当します。

当社の株式戦略

こうした所見は当社の株式戦略にどのように反映されているでしょうか。1つ言えることとして、当社は、特に持続的な市場調整を引き起こす直接的な要因が目先の見当たらないことから、低ボラティリティ局面が続くと考えています。当社は引き続き企業収益がさらに拡大すると見込んでおり、その場合、当社の目標株価も引き上げることになるでしょう。企業に関しては、デジタル化は今後も一部の企業に試練を与える一方で、他の企業には恩恵をもたらすでしょう。当社は株価収益率のターゲット³を実質的に据え置いています。景気サイクルがなくなるとは思えないためです。目下の経済・金融システムが次の景気後退にどれだけ耐えられるかはまだ分かりません。

デジタルの年：ハイテク株は特別なサイクルにある

大手インターネット企業を中心とする世界のハイテク・セクターは過去1年には、従来型の小売業を含む市場全体を上回るパフォーマンスを示しています。



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年9月29日時点

* ダウ・ジョーンズ・ハイテク大型株30種指数

** ブルームバーグ米国食品小売株指数

*** ブルームバーグ米国小売中型株指数

¹ 全米経済研究所(NBER)の定義に基づく

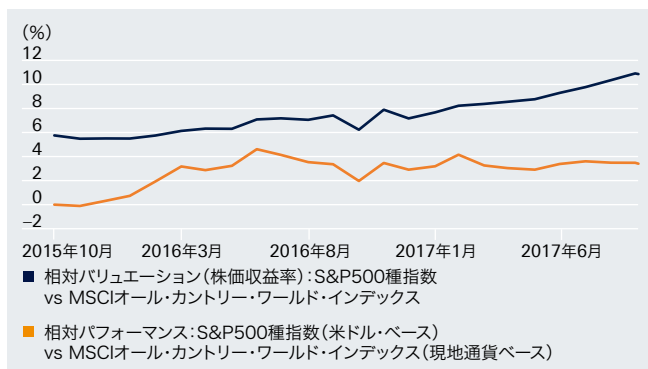
² S&Pグローバル大型株指数を構成する企業の株式市場価値で測定

³ 各種株価指数の株価収益率に関する当社のターゲット

バリュエーションの概要

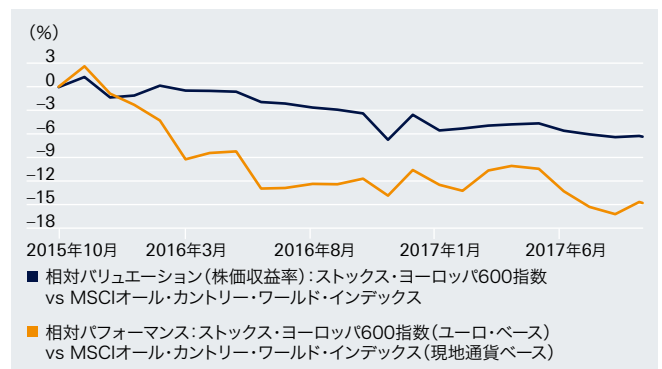
米国株式

米国株式市場は今年、インターネット大手企業の力強い業績から恩恵を受けているものの、当社は12ヵ月予測において収益の拡大が多くのセクターに広がると見込んでいます。トランプ政権ではこれまで重要法案の改正が実現しておらず、市場では失望の声があるものの、当社は「企業にとって多少有利な減税法案が今後数ヵ月のうちに可決される可能性は依然としてある」と考えています。しかし、市場はますます失望感を抱きやすくなっています。



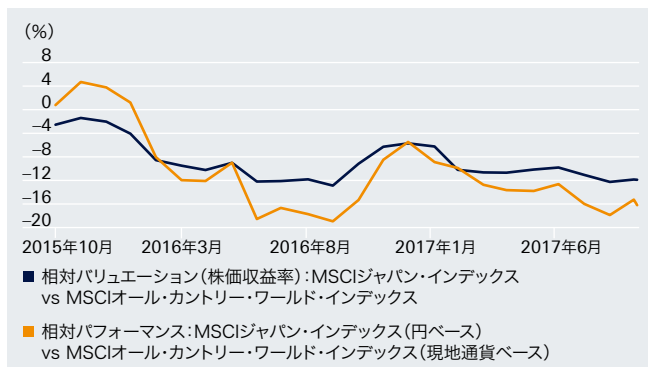
欧州株式

欧州経済は引き続き好調な世界経済から恩恵を受けています。センチメント指標はなお良好で、マクロン仏大統領は経済改革をさらに前進させています。ユーロの上昇は差し当たり一段落したとみられることや、最近再び上昇している米国株式との相対的な割安感が、欧州株式にとって追い風になるかもしれません。配当性向の上昇と相次ぐ合併・買収(M&A)も支援材料になるでしょう。



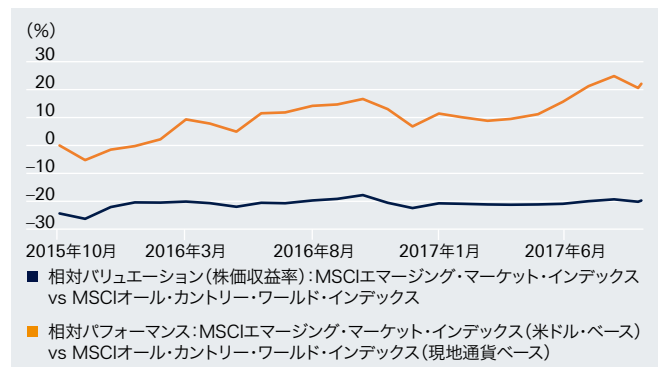
日本株式

日本企業も引き続き予想を上回る業績を達成しています。当社の予想通り、日本企業の春季業績見通しは控え目過ぎたことが今やすでに明らかになっています。日本は業績見通しの修正という点で先進国の先頭に立っています。もっとも、こうした明るい状況にもかかわらず、今のところ、北朝鮮情勢の緊張やドル安を懸念しているとみられる外国人投資家の関心を再び呼び起こすような材料はほとんど見当たりません。



新興国株式

新興国は依然として楽観の源です。米国発のリスクは懸念されていたほど現実化していません。具体的に言うと、金利は小幅にしか上昇しておらず、ドルは予想よりも弱く、トランプ米大統領はまだ貿易制限を課していません。収益の伸びは堅調で、インフレ率は歴史的な低水準にあり、バリュエーションは先進国と比べて魅力的です。ハイテク企業が好調であることから、アジアは依然として投資妙味のある地域となっています。



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, 2017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10月24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

分散投資のメリットの高まり

》グローバル不動産市場は全体として堅調ながら、選別的かつ規律ある投資行動が重要となるとの見通し。《



マーク・ロバーツ
オルタナティブ部門
リサーチ&ストラテジー責任者

当社の見解の概要

期待リターンは若干低下しているものの、魅力的な水準見通しを維持

米国では、過去の景気サイクルよりも緩やかで長期化した回復を示唆する兆候

こうした環境下では、セクターや市場の慎重な選別が超過収益の機会を生む

クレジット危機後の不動産市場は、株式市場と同様に各国市場間での相関が高まりました。しかし、現在は各国の経済、金融政策、政治のサイクルは異なる段階にあり、この影響で、各国不動産市場も市場毎に異なる展開となるでしょう。その結果、各国市場間の相関は低下してきており、グローバルな分散投資のメリットが高まりつつあります。同時に、低金利環境を背景に、不動産やインフラ投資といった期待利回りの高い資産への需要が高まっています。

米国を中心に投資需要が不動産価格を押し上げるなか、ここ数年の投資リターンは長期平均を大幅に上回りました。市場サイクルが成熟するにつれて、トータルリターンは平均並みに戻りつつありますが、それでも引き続き、株式、債券市場よりも魅力的なリターンが見込めるでしょう。実際、データを見ると自己資本による米国コア不動産の2017年第2四半期時点のトータルリターン（直近4四半期平均）¹は2016年の8%からは低下したものの7%と安定しています。小幅な低下の背景には、米大統領選後の金利の変動や、純収益（ネット・オペレーティング・インカム）の伸びの小幅な縮小などがありますが、月次データでみると不動産価格は春先には底堅さを示しました。供給過剰による一部賃貸市場での賃料低下や、いくつかの小売業態での店舗閉鎖が重石となるなど、弱気材料も見られました。

ただし、全体としては、空室率が15年来の最低水準にあり、金利対比で魅力的な利回りである米国不動産市場の見通しは引き続き良好であることから、2017年と2018年のトータルリターンは6-7%の範囲に留まると見ています。インフレ率調整後の実質賃料は過去20年の平均を5%程度下回る水準で推移

しており、賃料の一段の回復余地を示しています。経済全般と同様に、不動産市場も過去の市場サイクルよりも緩やかで長期化した回復を遂げる可能性が高いでしょう。実際、実質賃料が過去平均に収束またはオーバーシュートすると仮定した場合、不動産収入は今後数年間、インフレ率を上回ると見込まれます。一方、不動産ローン貸付は若干抑制された状況が続いており、供給増加による脅威は限定的です。ただし、米国不動産市場には相当程度の偏りが生まれると見込んでおり、セクターや市場を慎重に選別することでより高いリターンを得る機会があると考えています。

欧州を選好する理由

地域別では、欧州は引続き魅力的であると見ています。オランダとフランスの選挙結果やイタリアの銀行システムの問題解決に向けた進展など、今回は欧州の有権者と政策立案者が憂鬱ではなく陽気になれる話題を提供してくれました。当然、Brexitを巡る懸念は残っているものの、大陸欧州の問題ではなく英国に限定された問題と考えています。実際、フランクフルト、ダブリン、そして影響は小さいもののパリ、ルクセンブルクなどの市場では、むしろBrexitを受けた企業移転の恩恵を受ける有利な立場にあります。

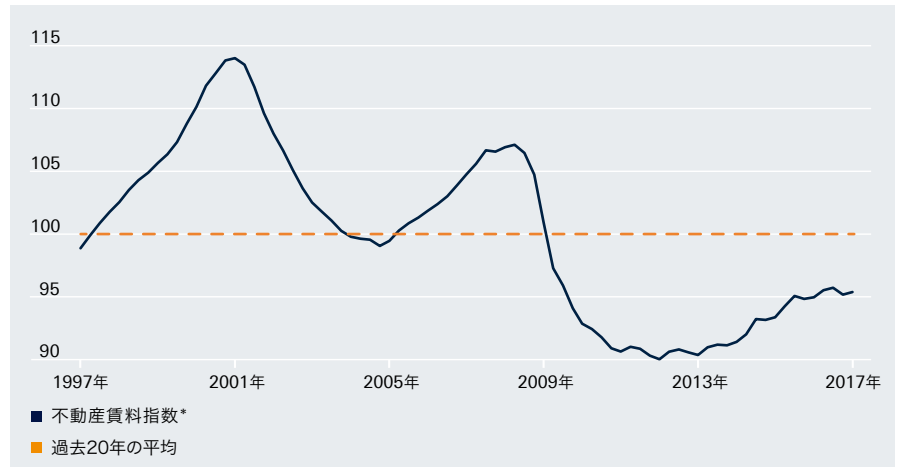
全体として、信頼感が高く、成長は加速し、政治リスクが低下するなかで、欧州不動産は引続き魅力度の高い資産クラスであると考えます。特に、第一級の欧州不動産は2017年も再び2桁台のリターンが得られる極めて堅調な一年となるでしょう。向う2年では、ドイツ、フランス、ベネルクス三国、イベリア地域が欧州市場の中でも特に堅調となるでしょう。一方、英国では賃料の伸びが欧州市場の平均

を下回る状況が2021年まで続く見込みです。オフィスセクターは欧州主要都市のテナント入居済み床面積が2017年前半に上昇する一方、物流セクターは今後5年間でパフォーマンスが上位となる見込みです。

マクロ経済環境はアジア太平洋地域でも勢いを増しています。堅固なファンダメンタルズを背景に、アジア太平洋地域の不動産市場は今後5年間、年率6-8%程度の健全なリターンをもたらす見込みです。同地域内では、オーストラリアが主要地域でのオフィス需要の回復を背景にリターンが最も高くなるとみており、日本も引き続き無リスク金利に対する超過リターンでは最も高くなるでしょう。

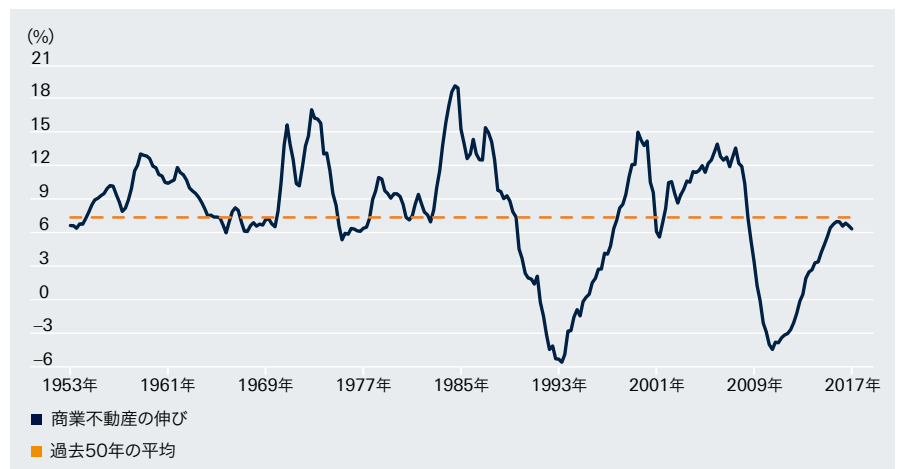
米国の実質賃料には依然伸びしろあり

米国不動産の実質賃料は過去20年の平均を5%程度下回る水準に留まる



米国商業不動産ローンは沈静

米国商業不動産のローン貸付は極めて抑制された状況で、供給増加による脅威は限定的。また、ローン残高は過去平均並みに近づく



¹ 自己資本によるリターン：リターンを比較可能にすることを目的として、資産が負債なしで資金調達されていると仮定して算出（例：株式発行のみによる資金調達など）

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ュ・アセット・マネジメントが作成したものをドイチュ・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ュ・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10月24日時点のドイチュ・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：ドイチュ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

景気サイクルの終盤において

》現在は景気サイクルの終盤にあたり、当社では全般的にリスクを取りやすい環境にあると見ており、低ボラティリティを想定したポジションとしています。《



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

現在の経済環境の特徴：
力強い成長、穏やかなインフレ、そして依然緩和的な中央銀行の政策

株式市場は景気サイクルの終盤に
特に堅調となる傾向

全体的なリスクと流動性に対する
注視を継続

現在の金融市場にとって重要な事は、世界経済がゴルドロックス(適度な成長が続く理想的な経済状態)にあるのか、または景気サイクルの終盤にあるのかを見極める事です。どちらのシナリオを想定するかによって適切な対応は大きく異なります。両者には堅調なGDP成長率と低いインフレ率(いずれも一般的にリスク資産には支援的)という共通点があり簡単には区別出来ません。両者の大きな違いはこの良好な状態がいつまで続くかという点であり、資産配分やリスク管理に大きな影響を与えます。

当社では景気サイクルの終盤にあると見ています。2008年の世界金融危機以降、長期に及んだ超低金利環境と金融緩和が金融資産のリターンを牽引し下支えしてきました。世界の金融政策は転換点に差し掛りつつありますが、各国中央銀行が超緩和的な金融政策からの脱却を図るなかで、判断を誤る余地は大いにあります。金融市場は引き続き中央銀行の一挙手一投足に大きく左右されるでしょう。

当面の間は、各国中央銀行は強い緩和的スタンスを続けると見られます。中央銀行の動向自体が主な不確実要因の一つとなっていますが、一方では、想定される市場の混乱に備えて常に万全の体制を整えています。当社では金利上昇は緩やかなペースで進むと見ており、これを背景に景気サイクル終盤の市場環境は今後1-2年継続するでしょう。一般的にこのような環境下ではリスクを取りやすく、資産価格も下支えされるでしょう。

ポジションを閉じるには時期尚早

金融政策以外にも懸念材料はあります。広範の資産クラスで足元の強気相場は

過去よりも長期間に渡り、また力強いものとなっています。その結果、多くの評価尺度で世界の株式市場(およびその他金融資産)は過去平均に対して割高となっています。さらに、割高な株価指標の算出に用いられる企業収益は特に米国において、記録的高水準の利益率によって押し上げられています。

しかしながら、この状況は喫緊の懸念ではないと考えています。多くの市場参加者の見方には反しますが、米国GDP成長率の第二次世界大戦以降の実績データは景気回復が単に長期間に及んだからといって終息しないことを示唆しています。これが低ボラティリティの市場環境が過去にしばしば長期間継続した理由のひとつと考えられます。現在の市場環境は過去最長期間を更新する勢いですが、株式市場だけに留まらず、リターンの変動や市場の緊張度のバロメーターであるボラティリティはほぼ全ての資産クラスで過去最低水準まで低下しています。その結果、日次の値幅は狭まっており、恐らく、オプション市場の一部ポジション(例えば、ボラティリティの一段の低下を予想してプレミアを獲得するようなポジション)は限界に近い水準まで達していると見られます。

当然ボラティリティの急上昇は時折発生しますが、ボラティリティを一段上昇させる要因は景気後退の見通しとなるでしょう。そのため、当社では経済指標及び市場センチメント指標を注視していますが、極めて安定した状況が続いています。過去の分析はこのような市場環境において株式の組み入れを引き上げることを示唆しています。

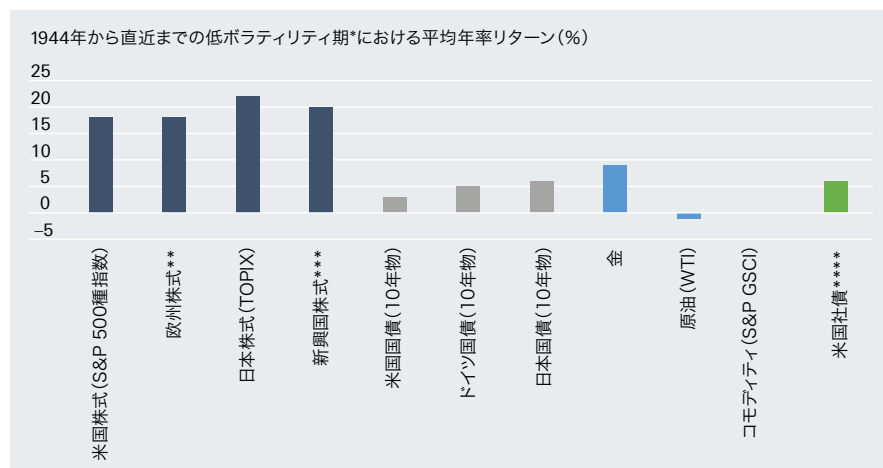
株式の組み入れを引き上げ

これらの理由から、当社では資産クラスの中では株式を嗜好しています。バリュエーションは過去の水準と比較して割高ではありますが、堅調な利益成長、健全なバランスシート、低金利環境の継続を考慮すると、更なる株価上昇の余地があると考えます。地域別ではユーロ圏株式の選好を維持していますが、政治リスクが低下する一方で、バリュエーションには依然として価格上昇の余地があることがその理由です。また、当社は新興国株式と日本株式について堅調なパフォーマンスを期待する一方で、米国株式については主にバリュエーションの観点から強気な見方はしていません。

新興国債券については、リスク調整後のリターンの観点から、債券だけでなく全資産クラスの中でも新興国債券の選好を維持します。ポートフォリオの観点からは、先進国社債、特にリスク・リターン特性が下落方向に歪みを示し始めたハイ・イールド社債の組み入れを引き下げる一方で、流動性の高い債券とキャッシュを維持しながらも株式の組み入れを段階的に引き上げました。結果的に、ポートフォリオの金利感応度は以前より低下しました。金は引き続き有事のリスク・ヘッジとして戦略的に保有しています。現時点でも経済、金融の問題を超えたリスク要因には事欠きませんが、北朝鮮を巡る地政学的な緊張はまさに当社が注意深く監視している経済以外の懸念材料です。

株式市場は景気サイクルの終盤に好調となる傾向

株式市場は低ボラティリティ期に平均リターンを上回る傾向を示しており、S&P500種指数では平均期間が22カ月に及ぶ。



出所: ゴールドマン・サックス・グループ、グローバル・ストラテジー・ペーパー No. 23、2017年6月21日時点及びドイツ・アセット・マネジメント・インベストメント GmbH、2017年9月時点

* 上記期間はS&P 500の1カ月実績ボラティリティが10%以下となった状態が6カ月続いた時点から、S&P 500の1カ月実績ボラティリティが10%以上となった状態が6カ月続いた時点までとする

** MSCIヨーロッパ・インデックス (米ドル建)

*** MSCIエマージング・マーケット・インデックス (米ドル建)

**** ダウ・ジョーンズ米国起債企業社債指数

株式よりもハイ・イールド社債が割高

欧州ではハイ・イールド社債の利回りが株式配当利回りより50ベースポイント低い水準にあり、過去平均を大幅に下回る



出所: ファクトセット・リサーチ・システムズ、ドイツ銀行AG、2017年8月時点

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイツ・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10月24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

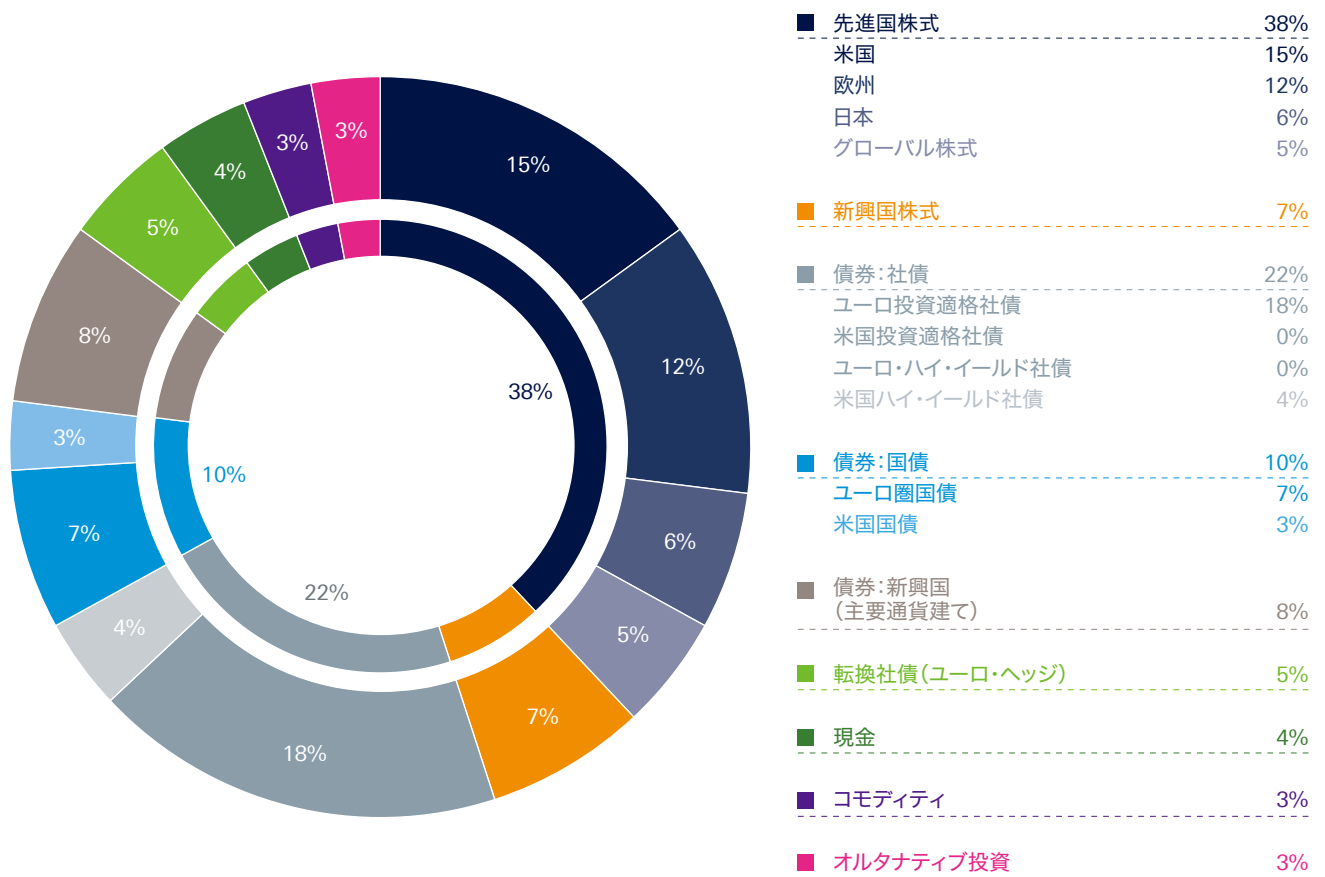
株式の配分を引き上げ

》資産クラスとしては株式を選好《

堅調な利益成長を背景に当社では株式の配分を引き上げています。地域別では、引き続きユーロ圏株式を選好し、新興国株と日本株についても堅調なパフォーマンスを見込む一方で、米国株式については確信度が低下しています。ただし、米国

株式のバリュエーションは過去対比では割高な水準にありますが、債券利回りの水準に比べればそれ程の割高感はありません。また、クレジットスプレッドが縮小していることや、小幅で緩やかながら金利上昇を見込んでいることから、投資

適格債の配分を引き下げ一方で、新興国国債への配分を引き上げます。コモディティ全般の配分を若干引き下げたものの、金は分散効果をもたらす重要な資産として保有しています。



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10月6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。

雲は晴れた!

》各指標は晴れを予報《

2017年前半の数か月間、資本市場を取り巻く環境は極めて良好なものであり、3つのマルチアセットの指標にも反映されました。年央にかけては一時、水面下にあった懸念が雲のように影を落とし始めて指標にも明確に表れましたが、雲は再び散らばり始めました。リスク指標は投資家の健全なリスク選好姿勢を示す一方で、アナリストの見通しは実態経済を幾分上回るものとなっており、一部については、事前の市場予想を上回ることには難しい状況となりました。そのため、サプライズ指数は年央にかけて落ち込みました。

2017年第2四半期には、マクロ経済指標が高水準に留まりながらも経済モメンタムの減速を一時的に示唆しました。しかし、直近数か月で、各指標が示す市場環境は大幅に改善しています。特にアジア、米国、欧州のサプライズ指数が改善しており、3地域で同時に活気を増しているようです。現在、3つのマルチアセット指標すべてがプラスの領域にあり、リスクを取りやすい投資環境にあることを示しています。

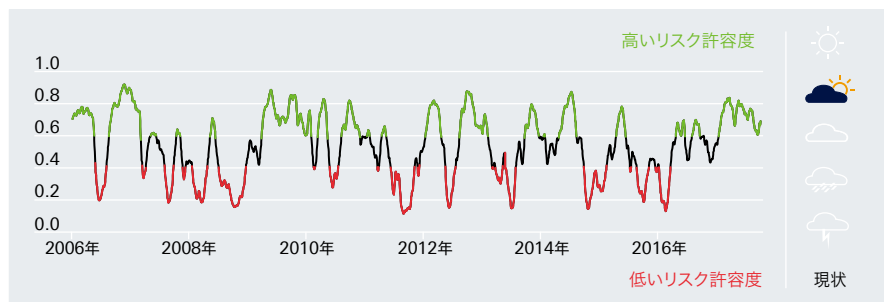
マクロ経済指標

マクロ経済指標は広範な経済指標を集約したものです。



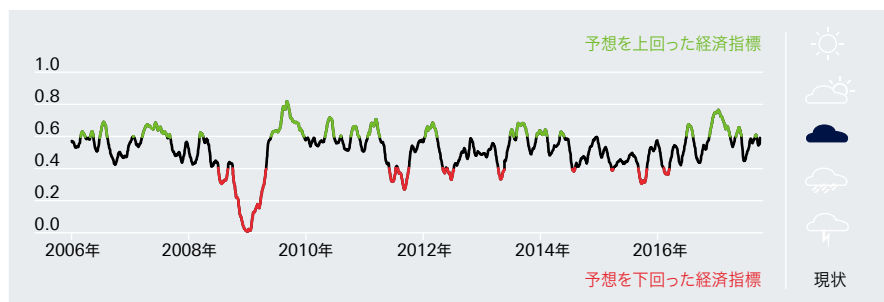
リスク指標

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9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10月24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 | 成長の勢いは十分

GDP成長率(対前年比、単位:%)

地域	2017年(予測)		2018年(予測)
米国 ¹	2.2	↗	2.3
ユーロ圏	2.1	↘	1.8
英国	1.6	↘	1.3
日本	1.5	→	1.5
中国	6.7	↘	6.5
世界	3.7	↗	3.8

財政赤字(対GDP比、単位:%)

地域	2017年(予測)		2018年(予測)
米国	3.3	↗	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

消費者物価指数(単位:%)

地域	2017年(予測)		2018年(予測)
米国 ¹	1.6	↗	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

経常収支(対GDP比、単位:%)

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

指標金利(単位:%)

地域	現在値*		2018年9月(予測)
米国	1.00-1.25	↗	1.50-1.75
ユーロ圏	0.00	→	0.00
英国	0.25	↗	0.50
日本	0.00	→	0.00
中国	4.35	→	4.35

商品市況(米ドル建)

	現在値*		2018年9月(予測)
原油(WTI)	51.5	→	50
金	1,304	→	1,300
銅(LME)	6,882	↘	6,600

* 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年10月13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9月28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、為替相場およ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:

国債の場合、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10月24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 | 力強い利益成長

	現在値*		2018年9月(予測)	トータルリターン(予測) ¹			
			予測値	単位: %	企業利益成長率 (予測)	株価収益率への 影響	配当利回り
米国(S&P 500種指数)	2,553	↗	2,600	4.1	12%	-9%	2.3%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	391	↗	400	5.8	11%	-7%	3.6%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,605	↗	3,700	6.3	11%	-7%	3.6%
ドイツ(DAX指数) ²	12,992	↗	13,600	4.7	8%	-7%	3.0%
英国(FTSE100種指数)	7,535	↗	7,500	3.6	8%	-9%	4.1%
スイス(SMI指数)	9,312	→	9,100	1.0	11%	-12%	3.2%
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,012	→	1,020	3.1	13%	-11%	2.3%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	1,126	↗	1,160	5.7	15%	-6%	2.6%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	688	↗	710	5.6	17%	-7%	2.5%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,966	↗	3,000	3.9	17%	-14%	2.8%

* 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10月13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 | 金利がわずかに上昇するのみ

米国

	現在値*		2018年9月(予測)
米国国債(10年物)	2.27%	↗	2.60%
米国地方債	87%	→	90%
米国投資適格社債	94 bp	↘	90 bp
米国ハイ・イールド社債	348 bp	→	360 bp
証券化商品: 米国住宅ローン 担保証券 ¹	80 bp	↗	100 bp

欧州

	現在値*		2018年9月(予測)
ドイツ国債(10年物)	0.40%	↗	0.80%
英国国債(10年物)	1.37%	→	1.40%
ユーロ投資適格社債 ²	101 bp	↘	90 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ²	249 bp	↗	275 bp
証券化商品: カバード・ボンド	51 bp	↗	65 bp
イタリア国債(10年物) ²	167 bp	→	180 bp

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年10月13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9月(予測)
日本国債(10年物)	0.06%	→	0.10%
アジア社債	224 bp	→	235 bp

世界

	現在値*		2018年9月(予測)
新興国国債	288 bp	→	285 bp
新興国社債	292 bp	↘	280 bp

為替相場

	現在値*		2018年9月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.18	↘	1.10
米ドル(対 日本円)	111.8	↗	115.0
ユーロ(対 英ポンド)	0.89	→	0.87
英ポンド(対 米ドル)	1.33	↘	1.27
米ドル(対 中国元)	6.58	↗	6.90

予測は2017年9月28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、商品情報資料などに各社名を記載しています。



ご留意事項

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメントが作成し、2017年10月24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

