# CIOIVIEW

2018年4月

# 上昇し始めた金利

株式市場を揺るがす要因となるか?





## 良好な投資環境はもう一年続く

最近の株価下落局面でも冷静さを保ち、買いに動いた投資家は、早くも再び優位な立場に立っています。今回の買いの好機は、9年の長きにわたる強気相場の間に何度かあった投資機会と同様、良好なリターンにつながっただけでなく、成果が上がるまでに僅か数カ月しか掛かりませんでした。しかしながら、投資家に有利な強気の地合いと言えども、そして強靭な神経を持つ投資家と言えども、あと何回、満足の行く成果を上げられるものでしょうか。「強靭な神経」が「自信過剰」になってしまうのはいつなのでしょうか。投資家が1~2%の追加リターンを追うことを諦め、利益確定とリスク削減に腐心するようになる瞬間は、いつ訪れるのでしょうか。

我々の見通しを簡潔に要約しますと、「良好な投資環境は、あともう一年続く可能性がある」ということです。「歳を重ねた雄牛(ブル)」、つまり長期にわたる株価上昇局面は、未だ息切れするには至っていません。我々は、世界経済は向こう2年間も引き続き、2017年と同じ力強いペース(+3.9%)で成長すると予測しています。過去50年間で、景気後退期でないにもかかわらず市場が弱気相場入りしたのは、1987年の1回だけです。特に株式に関しては、世界同時経済成長が今もセーフティーネットとしての役割を果たしていると見られます。とは言え、通常は景気の加速やサプライズを欲する株式市場も、経済が3年にわたり順調な成長を続け、株価が上昇し続ければ、「上昇疲れ」の兆候が現われる可能性があります。そのため我々は、資本市場のリターンに関し、全体としてそれほど強気の予想をしていません。

一方で先行き、こうした状況が示唆するような、静かで穏やかな推移が続く可能性は低そうです。上昇相場が長期化し不安定さが増すに連れて、懸念が否応なく膨らんで行くことが予想されるからです。理由は4つあります。第一に、今年後半から、世界の主要4中銀(日米英独)が全体としてバランスシート(保有資産)の縮小を進めることが予想されます。これは金融危機が始まって以降で初めてのことです。第二に、多くの投資家は「成長率は低過ぎるのではなく、高過ぎるのではないか」という、これまでにあまりなかった懸念を抱いています。第三に、米トランプ政権の強気の保護主義政策を巡る混乱は、世界の通商政策に重大な「不測の事態」を招きかねません。第四に、株価バリュエーションが過去のレンジの上限という恐ろしく高い水準で推移している局面では、特に、そうした動揺が起きる可能性があります。とは言え、向こう1年間については、こうした深刻な事態は回避されるものと我々は予想しています。そうなれば投資家の注目は主として、経済成長を背景に米国のインフレ圧力は果たして高まるのか、高まるとすれば、それはいつ、どの程度上昇し、利上げを示唆することになるのか、という点に集まるものと思われます。その場合でも、我々の予測通り、景気サイクルの終了に至るまで米国金利が小幅な上昇にとどまるならば、市場は引き続き良好なトレンドを示すことになるでしょう。



"現在のような堅調な経済環境下で 今後も市場の調整が続くとすれば、 実に驚くべき状況と言えます。"

Supan frum

# CIOIVIEW

### 2018年4月



#### フォーカス

2月初め、米国10年国債利回りが2.8%を上回ったことを受け、S&P500種株価指数は急落しました。このように神経質な株式市場の反応は妥当と言えるでしょうか。過去の経験が参考になるならば、答えは恐らく否です。

上昇し始めた金利 .......6



#### マクロ経済

DWSでは世界の成長見通しを上方修正しました。期待インフレ率の緩やかな上昇は、今なお景気過熱の可能性が低いことを示唆しています。一方で、他にもリスク要因は多数存在しており、注視しています。



#### 债券

各国中銀による景気支援策は縮小に向かっていますが、 DWSでは社債と新興国債券に対して強気の姿勢を維持 しています。企業業績の回復を背景に、ハイ・イールド社債 のファンダメンタルズが引き続き安定的に推移している と見られるためです。

投資機会 .......10 米ドルの回復が見込まれる根拠 .......12



#### 株式

市場では神経質な動きが続いていますが、ゴルディロックス (適温)相場シナリオに概ね変化はありません。DWSでは、 金利の上昇よりも貿易摩擦の激化等を背景とする景気減 速を懸念しています。

動揺する必要はない.		13
バリュエーションの概要	医	15



#### オルタナティブ

良好なマクロ経済及び金融環境を背景に、不動産を投資 好機と捉える多くの理由があります。ただし、パフォーマンス の地域間格差が広がっており、戦略的なアプローチが必 要となります。

今年も堅調な年が予想される ......16



#### マルチアセット

ボラティリティが上昇しています。金利上昇や世界的な 保護主義台頭による通商面での緊張の高まりにより、さら なるボラティリティの上昇が見込まれますが、その予測は 難しいでしょう。いかに対応すべきかご説明いたします。

ボラティリティの上昇に対応する	18
アロケーション	20
指標	21



#### DWSの見通し

DWSは、米国、ユーロ圏、及び世界経済全体の経済成長予測を引き上げました。こうした状況は株式相場への追い風となるでしょう。為替相場については、米ドルのリバウンド(反発上昇)相場を予想します。



#### 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。

### 上昇し始めた金利

#### »株式市場を揺るがす要因となるか?«

株式市場の古い格言に、「米連邦準備制 度理事会(FRB)には逆らうな」「というも のがあります。この格言が言わんとしてい るのは、株式市場は他の多くの市場と同 様に、FRBの利上げに対してマイナスの 反応を示すが、利下げにはプラスに反応 する、という点です。現在、FRBは、利上げ を通じて景気を抑制しようとしています。 米国10年国債利回りは2.8%を超える水 準まで上昇し、S&P500種株価指数は 2月初めの6営業日に8.5%下落しました。 この調整を受けて、多くの投資家は、金利 の一段の上昇により、株式市場が再び下 押し圧力にさらされるのではないかと危 惧しています。このような懸念は妥当と言 えるのでしょうか。

金利上昇による株価下落という見方は、 理論的には説得力があります。米国の経済学者ジョン・バー・ウィリアムズは80年前2、「株式の価値は、将来支払われる配当を現在価値に割り引いた値の合計である」と説明しました。この理論によれば、金利が上昇すると、将来支払われる配当の現在価値(その合計が株式価値)が低下します。逆に金利が低下すると、配当の現在価値、ひいては株式の価値が増大します。また、例えばインフレが加速するなどして、配当が増加し、同時に金利も上昇した場合は、通常、株式の価値にほとんど影響はない、とされています。

ここまでは問題ありません。しかし実際のところ、インフレや企業の収益・配当は変動するものであり、予測することは困難です。その背景には経済の複雑な動きがあり、例えば成長について悲観的な見方がされている時には、往々にして収益見通しと金利が低下し、株価も下落します。逆に楽観的な見通しの時には、多くの場合、収益見通しと金利が共に上昇し、株価が上向きます。

#### ドットコム・バブルと金利

市場はこれまで何度か、「FRBには逆らう な」という格言と相容れない動きを示した ことがあります。1990年代後半、インター ネットが急速に普及し、ネット関連企業 (ドットコム企業)が急増すると共に、市場 では経済成長と企業収益拡大への幻想 が大きく膨らみました。株価は高騰し、 1999年6月から2000年5月まで続いた 金利上昇局面も、投資家の熱狂を鎮める 効果はほとんどなく、少なくとも2000年 3月頃までは同じような状況が続きました。 しかしこの「ドットコム・バブル」が突如と して崩壊し、それに追い討ちをかけるよ うに2001年9月11日に同時多発テロ が発生すると、今度は成長への疑念が生 じました。こうした状況を受けてFRBは、 2001年年初から2003年6月にかけ、政 策金利のフェデラル・ファンド(FF) 金利を 13回に分けて6.5%から1%まで引き下 げました。理論上、金利の低下は株式市 場の追い風となるはずでした。しかし実 際には、企業の収益・配当見通しが悪化、 利下げの効果は完全に打ち消され、結果 として株価も下落するに至ったのです。

#### 金融危機と金利

2007年に始まった住宅・金融危機でも、企業の収益見通しが株式市場にもたらす影響の大きさが明らかに見て取れます。この時期、経済成長に対する悲観的な見方が高じ、株式リターンは過去最低水準に落ち込みました。また名目成長見通しを反映するとされる通常の米国10年国債利回りと、実質成長見通しを反映するとされる米国10年インフレ連動国債の利回りがいずれも低下しました。債券利回りの低下、そして名目・実質利回りの収斂は、投資家が中長期的な成長トレンドの大幅な下振れとインフレの終焉を予想していることを示唆していました。

実際、金融危機が始まって以降の数年間、物価の上昇は極めて緩やかなペースにとどまっていました。ゼロ・インフレの環境下で、企業がコストの上昇を商品価格に転嫁することは簡単ではありません。また危機の間は売上高への下押し圧力も強まりました。当然、収益は急激に落ち込みます。これに中期的なインフレ・成長見通しの低下が相俟って、企業の業績見通しは急速に悪化して行きました。そのため2007年末から2009年6月まで続いた景気後退期に、株価は急落しました。しかしその後は成長への楽観的な見方が徐々に広がり、将来の収益予想が改善、株価も上昇に転じました3。

#### 金利上昇のペースが株価に影響

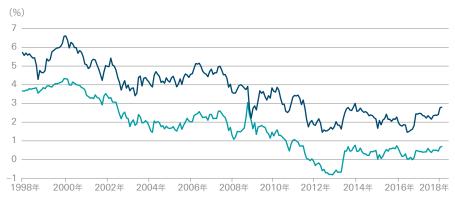
金融危機後は金利が引き下げられ、過去 最低水準での推移が続きました。ドット コム危機の後、金利は緩やかに上昇しま した。そしてどちらの場合も、株価は上昇 しました。それでは債券利回りが急激に 上昇する局面で、株価はどのような動き を示すのでしょうか。それを考えるには、 1999年の例が良い参考となります。この 時は成長とインフレの上昇期待を受けて FRBが政策金利を急激に引き上げたため、 債券利回りが急上昇しました。それでも 株価は力強い上昇を続け、2000年3月に 入ってから、ようやく下落に転じました。 この場合、最終的には「FRBには逆らうな」 という格言が正しいことが判明したわけ ですが、この格言が適切な売買タイミン グの捕捉に大いに役立った、ということも ありませんでした。

まとめますと、現在の低い債券利回りは、市場が「今後の成長は緩やかなペースにとどまる」と予想していることを示唆しています。通常の国債とインフレ連動国債の利回り格差は、2016年半ば以降にやや

拡大したものの、依然として低い水準にとどまっています。インフレ期待も上昇していますが、過去最低水準であることに変わりありません。そのためFRBは、金融政策の正常化を小刻みに進めており、結果として金利上昇も緩やかなペースにとどまっています。歴史を振り返ってみれば、このような環境の継続が予想される場合、株式市場が前向きな反応を示すことは明らかです。従って我々は引き続き、株式に関して積極的な見方を維持しています。

#### 米国10年国債利回りの推移(通常国債とインフレ連動国債)

米国の通常国債とインフレ連動国債の利回りは、成長とインフレの先行き見通しを示す 指標となります。



#### ■ 米国10年インフレ連動国債利回り

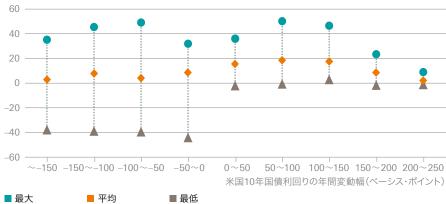
#### ■ 米国10年国債利回り

出所:トムソン・ロイター・データストリーム、2018年3月3日時点

#### 債券利回りの変化と株価パフォーマンス\*

1991年1月から2018年2月までの期間、S&P500種株価指数は、債券利回りが緩やかな上昇を示していた局面で最も良好なパフォーマンスを示しています。

S&P 500種株価指数の変動幅(年率%)



\* 対象期間は1991年1月~2018年2月 出所:トムソン・ロイター・データストリーム、2018年3月3日時点

<sup>1</sup>マーティン・ツバイク著「ツバイク ウォール街を行く一株式相場必勝の方程式」(1986年、ニューヨーク)からの引用

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> ジョン・バー・ウィリアムズ著「投資価値理論ー株式と債券を正しく評価する方法」(1938年、アムステルダム)

<sup>3</sup> FRBは2008年終盤から量的緩和(QE)プログラムを導入、結果として金利は低下しました。しかしこれは成長見通しを示唆する指標として、利回りの有効性が薄れたことを 意味していました。FRBは2013年5月にQEすなわち債券買い入れプログラムの縮小を発表、次いで2014年10月に同プログラムを終了しました。

# 景気はピークを迎えたのか?

#### »現時点で、世界景気に関する強気の基本シナリオを否定する材料はありません。«



#### DWSの見解

DWSでは、米国、ユーロ圏、世界 全体の経済成長見通しを上方修正

期待インフレ率の緩やかな上昇は、 景気過熱リスクが依然、限定的で あることを示唆

これまでに米国で発表された貿易 措置が経済活動全般に及ぼす影響は、ごく限られたものになる模様 2017年12月号のCIOビューでは、世界景気に関する強気の基本シナリオを説明するにあたり、「想定すべきリスクは何か?」という疑問を掲げました。これまでのところ、我々の楽観的な見方が妥当であったことは十分に示されたと考えます。このほど我々は、米国、ユーロ圏、そして世界全体の経済成長見通しを上方修正しました。

まず米国については、2018年の成長率 予測を2.6%に引き上げました。昨年11月 以降、米国では減税と追加の規制緩和 策が企業景況感の押し上げ要因となっ ています。財政を通じた最近の景気刺激 策は、景気サイクルの終盤、しかも完全雇 用に近い状態での導入という点で、非常 に珍しいケースであり、企業の設備投資や 消費支出の拡大が続けば、景気過熱リス クが高まる恐れもあります。しかし現時点 で設備稼働率は比較的低い水準にあり、 これはインフレの硬直性、つまり前の期 の物価上昇ペースがそのまま継続する状 況が2019年に至るまで持続する公算が 大きいことを示唆しています。期待インフ レ率は上昇していますが、水準そのものは 低い状態にあります。また中期的に見て、 減税と追加の規制緩和策が潜在成長力 をどの程度押し上げるかは未知数です。

欧州でも状況は似通っており、我々は2018年のユーロ圏の経済成長率予測について、潜在成長率を大きく上回る2.3%に上方修正しました。米国と欧州のいずれもインフレ率は緩やかな上昇にとどまっています。こうした状況を背景に、米連邦準備制度理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)は、極めて慎重な姿勢を維持するものと見られます。FRBについては、2019年3月までに3回の追加利上げを実施すると見込んでいます。一方ECBは、少なくとも向こう1年間は利上げに着手しないものの、量的緩和(QE)策については2018年10-12月期に終了

すると予想しています。新興市場では、 力強い世界景気、内需の拡大、主要国に おける改革の動きなどを背景に、堅調な 成長が見込まれます。注目すべきは、中国 で第19回共産党大会が終了し、政治面 での不透明感が後退したことでしょう。 政治は、今後、リスクの源泉となり得る 二つの要因のうちの一つであり、我々は 引き続き注視しています。もう一つのリス クは、金融市場に起因するリスクです。

意外に思われるかもしれませんが、地政学的な緊張が高まっても市場の認識と企業心理にほとんど影響しない状況が長く続いています。米トランプ政権は初年度の大半の期間、経済面の優先事項に関し、新たな共和党政権として従来路線を完全に引き継ぐかのような印象を与えていました。しかしそれ以降、要職スタッフの交代やツイッターを利用した重要政策を設した。それでも当面、米中間の貿易戦争を加速させるような大きな誤りは回避されるものと我々は考えています。

米国でこれまでに発表された貿易措置が 経済活動全般に及ぼす影響は、ごく限ら れたものになりそうです。外部から見ると、 これらの措置は単なる交渉戦術という印 象であり、中国側も交渉に応じる用意が あるものと見られます。仮に貿易摩擦が 高じた末に世界のサプライチェーンが危 機に瀕するようなことになれば、状況は 大きく変わってくるでしょう。しかし両国 共に失うものは大きく、従ってそのような 結末を避けたい理由も多々あるはずです。 貿易戦争にメリットは一切なく、相手を 簡単に打ち負かせることなど、まずありま せん。単なる脅しだけでも、ルールに基づ く世界の貿易システムを根底から揺るが す恐れがあります。いずれにせよ、貿易戦 争の影響が景気指標に表れ始めるまで には、月単位ではなく年単位の時間が掛 かるでしょう。

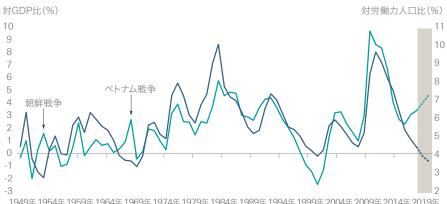
#### 》マクロ経済《

喫緊の問題は、市場が再び不安定さを 増し、それが実体経済へと波及しかねな い点にあります。これは財政赤字増大への 懸念など、様々な形をとって現れることに なるでしょう。しかしながら真の問題は、 財政危機などよりも人々の関心を引かな いところで生じるかもしれません。完全雇 用下で政府が借り入れを拡大すれば、生 産性向上が見込める他分野での資金調 達が困難になります。金利は上昇し、国 全体の資本ストックの蓄積ペースが鈍化 します。結果として、次の景気後退時、財 政による景気刺激策を講じる余地が限ら れることになりかねません。

以上はすべて、向こう1年間の懸念材料 というよりも、中長期的なリスク要因と 言った方が良さそうです。次頁以降、我々 の各資産クラス担当者が解説しているよ うに、例えば企業業績は基本的には堅調 を維持しています。また仮に金融市場の 環境が急激に悪化したとしても、恐らくは 中央銀行が再び救済策を講じることに よって影響が緩和され、最終的に状況は 好転するでしょう。現在のところ、景気に ついては依然堅調であり、安定している と言うことができます。

#### 過去に例を見ないタイミングで米国の財政赤字が拡大

戦時を除き、完全雇用に近い状況下で、米国の連邦財政赤字が今回のような増加幅を 示した例はほとんどありません。



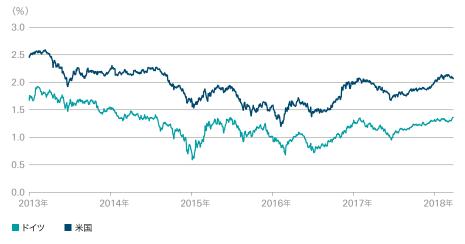
1949年 1954年 1959年 1964年 1969年 1974年 1979年 1984年 1984年 1994年 1999年 2004年 2009年 2014年 2019年

#### ■ 連邦財政赤字(左軸) ■ 失業率(右軸) ■予測値

出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、 2018年3月28日時点

#### 期待インフレ率の上昇

ドイツと米国では、インフレ連動国債と通常の国債の利回り差として算出されるブレーク イーブン・インフレ率(市場の期待インフレ率)が、ほぼ2年にわたり上昇を続けています。



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、 2018年3月28日時点

## 投資機会

»特にハイ・イールド社債には引き続き魅力的な投資機会があります。 押し目買いを推奨しますが、銘柄選択が重要です。«



#### DWSの見解

中央銀行の支援が縮小し始める中、 債券投資は今サイクルの大半の期 間よりも難しくなる見通し

社債全般と新興国債券(ソブリン債 と社債の両方)に対する強気姿勢 を維持

ハイ・イールド社債のファンダメンタルズは、企業利益の増加と低いデフォルト率を背景になお概ね安定している

ここ数カ月はボラティリティが高くなっています。今後12カ月を展望すると、債券リターンを左右する3つの大きなテーマがあります。第一に、米ドルは対ユーロで再び上昇し始めると予想されます。最近の米ドル安は行き過ぎに見え、次の為替の記事で説明する通り、その主要な根拠には説得力がないと考えられます。

第二に、米10年国債とドイツ10年国債 の利回りはいずれも上昇する見通しです。 ただし、米国債相場の大幅な下落は予想 していません。利回り上昇の原動力とな るのは引き続き世界の力強く同調的な経 済成長であり、インフレ率の急上昇では ありません。むしろ、インフレ率の上昇は ごく緩やかにとどまる見込みです。結果と して米国のイールドカーブはさらにフラッ ト化するでしょうが、逆イールドになるこ とはなさそうです。これは重要です。歴史 を振り返ると、第二次世界大戦後の米国 のすべての景気後退の前には逆イールド が発生していたためです(もっとも、米連 邦準備制度理事会(FRB)のパウエル 新議長は最近、この相関に関する懸念が 行き過ぎであるとの見方を示しました)。 堅調な成長モメンタムを鑑みると、市場 が今後12カ月に米国の景気後退入りを 織り込み始めるとはまだ思われません。

こうした状況で、市場ではリスクオン・センチメントが復活すると見られますが、ボラティリティの高い状況は続くでしょう。これはソブリン債よりも社債に有利に働くはずです。結論として、市場は2018年秋からサイクル後期の景気動向を先読みし始める可能性があります。主要中央銀行の全体的なバランスシートが今年後半に縮小し始める中、債券投資は今サイクルの大半の期間よりも難しくなる見通しです。総じて、我々は満期が短めの国債を選好しますが、かなり意外なところにもまだ魅力的な投資機会があると考えています。

先進国国債の中では、イタリアを選好します。反体制政党が選挙で予想外の強さを見せたものの、新政権の樹立を巡る政治的な不透明感が後退すれば、イタリア国債の対独スプレッドはむしろやや縮小するかもしれません。そうなれば、イタリア国債の絶対リターンはプラスになるでしょう。キャリー及びロールダウン効果を理由に、3~7年セクターを選好します。

社債全般に対する強気姿勢は変わってい ません。確かに、最近の保護主義的措置 や地政学的緊張によるリスクは注意深く 見守る必要がありますが、リスク・センチ メントへの持続的な影響はないでしょう。 むしる、株式市場と一部の社債セクター における最近の展開は、リスク資産の弱 気相場の始まりではなく、強気相場の調 整と考えられます。欧州中央銀行(ECB) の社債購入プログラム終了が市場に与え る影響は相応に大きくなると見込まれ、 年内にはその可能性があるものと想定し ていますが、その後も当分の間、ECBは クーポンや満期を迎えた債券の償還金 の再投資を通じて、引き続き買い手とな ると考えています。

ハイ・イールド社債については、押し目買 いを推奨する強力な根拠があります。社 債のファンダメンタルズは、企業利益の増 加と低いデフォルト率を背景に概ね安定 しています。新規発行で調達した資金は、 債券保有者にとって好ましくない活動で はなく、主に借り換えに利用されています。 それでも、銘柄選択とアクティブ運用が依 然として重要です。供給動向はかなり良 好です。年初来の新規発行額は、米国 が11%減の430億米ドル、欧州が17% 減の100億ユーロとなっていますが、これ に対して、流出額は米国が138億米ドル、 欧州が44億ユーロとなっています。バリュ エーションは欧州・米国共に魅力的な 水準になっており、我々はB格の債券に

強気バイアスを持つとともに、格上げや 合併・買収活動から恩恵を受けると見ら れる発行体に注目しています。

新興国のソブリン債と社債も依然として 魅力的な資産クラスです。安定したコモディティ価格や国内の経済成長の改善、 世界の同調的な経済成長がいずれも支援材料となっています。利回り水準もお魅力的です。また、格付け動向からも 恩恵を受けており、格上げされる発行体が格下げされる発行体を上回っています。 1つの問題は、多くの好材料、特にここ数年の主要市場の構造改革に関するニュースがすでに織り込まれていることです。 金利の急上昇や大幅な米ドル高が起きれば、逆風が生じる恐れがあります。

#### 新興国債券スプレッド

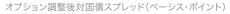
新興国社債のスプレッドは依然としてかなり魅力的ですが、地域間の格差は縮小しています。



\* JPモルガンCEMBIブロード指数、及びアジア、欧州、中東、中南米それぞれのサブ指数 出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、 2018年3月29日時点

#### ハイ・イールド社債の対国債スプレッド

ここ数カ月、ハイ・イールド社債のオプション調整後スプレッドは、米国では安定し、欧州ではやや上昇しています。





- \* ICE BofAMLユーロ・ハイ・イールド・コンストレインド・インデックス
- \*\* ICE BofAML米国 ハイ・イールド・コンストレインド・インデックス 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、 2018年3月28日時点

# 米ドルの回復が見込まれる根拠

»米ドル安は行き過ぎていると考えられます。 今後12カ月で米ドルは回復する見通しです。《

#### DWSの見解

最近の米ドル下落に関する一般的 な説明のほとんどは説得力を欠く

今後12カ月は再びファンダメンタ ルズが焦点に

12カ月後のユーロ/米ドルを1.15と 予測

米ドルの下落が続いている理由に関する 一般的な説明には事欠きません。しかし、 より詳細に見ると、そうした説明の多く は説得力を欠いています。例えば、多くの 人々は米国の双子の赤字の拡大が米ドル を圧迫していると考えていますが、少なく とも短・中期的に見た場合、経常赤字は 米ドルに関しても他の通貨に関してもほ とんど予測力がありません。双子の赤字 の残り半分である財政の悪化を加味する と、より微妙な状況が浮かび上がります。 財政赤字と経常赤字の組み合わせが通 貨安につながるまでには大きなタイムラ グがあるようです。例えば、1980年代に は米ドルは当初上昇していました。また、 双子の赤字の水準にも左右されます。今 のところ、双子の赤字はかなり抑制され ています。

対ユーロでの米ドル安は行き過ぎてい ると考えられます。もっとも、間違えない でいただきたいのは、最近の動きが米ド ル安であり、ユーロ高ではなかったこと です。ユーロの貿易加重レートについて はほとんど変動しませんでした。今後 12カ月は再びファンダメンタルズに焦点 があたると予想されます。こうしたファン ダメンタルズには、特に最近の減税や財 政支出拡大等を受けた米国の経済成長 の加速が含まれます。金利差も米ドルに 有利に働き、かなりの間その状況が続く 見通しです。加えて、市場のポジションは なお極端な水準にあり、テクニカル要因も 支援材料になりそうです。我々は12カ月 後のユーロ/米ドルを1.15と予測してい ます。

#### ユーロ/米ドルの今後の見通し

貿易加重ベースでは、ユーロは横ばいで推移しています。ユーロの極端なネットロング・ポジションは、米ドルがさらに下落する可能性を低下させています。



出所:ブルームバーグ・ファイナンスLP、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2018年4月4日時点

### 動揺する必要はない

»成長率予想と金利見通しに基づき、特に直近の調整を経た後であることも踏まえ、 株式への強気姿勢を維持します。《

市場はもう少しありがたいと思った方が よいかもしれません。確かに、米連邦準 備制度理事会(FRB)の3月の会合では 大きなサプライズがなく、多くの市場観 測筋が予想していたことが発表されただ けでした。それでも、ここ数年と同様に、 FRBは投資家に相場上昇の材料をもた らしました。すなわち、「熱過ぎでも冷た 過ぎでもない適温経済」というゴルディ ロックス・シナリオです。しかも今回はお まけに、明確なインフレ圧力がない状況で 成長が緩やかに加速しています。FRBは 米国の成長率予測を2018年については 2.5%から2.7%に、2019年については 2.1%から2.4%に引き上げました。インフレ 率予測は2018年が1.9%に据え置かれ、 2019年は2.1%に上方修正されました。 したがって、投資家の観点からはすべてが 順調です。成長率が今年2.7%でピーク を打ち、来年やや鈍化する見通しだとす れば、景気過熱のリスクは非常に小さい と考えられます。予測される成長ペース は速過ぎもせずインフレ誘発的なもので もなく、トレンドに沿っています。米国経済 は過去25年間、平均して2.5%のペース で成長しています。

それでも市場はありがたく思うことなく 調整を続けました。なぜでしょうか。市場 はいくつかの理由から神経質になっている ようです。第一に、昨年の好調なパフォー マンスと今年の素晴らしい滑り出しに よって、株式市場のバリュエーションに よって、株式市場のバリュエーショ でもあり、ゆえに株式市場の神経質な動 きの第二の原因となるのは購買担当者 景気指数(PMI)であり、この指数は1-3 月期に高水準を維持したものの上昇は

せず、欧州と日本ではむしろ低下しました。 第三に、3月半ばにはドナルド・トランプ 米大統領が保護主義的な政策案を実行 に移す兆候が増えていました。第四に、 中央銀行による金融刺激効果は今年明 らかに弱まっていると広く見なされてい ます。第五に、これらすべては米国の金利 が上昇する中で起きています。こうした不 安材料の組み合わせが、異例の長期にわ たる株式市場の超低ボラティリティ局面 に終止符を打ちました。そして、より通常 に近い水準へのボラティリティの上昇自 体が、投資家が要求するリスク・プレミアム の拡大を通じて株式のバリュエーションに 悪影響を及ぼしました。一方、これにより アクティブ運用のマネジャーは、市場の変 動を利用したポートフォリオの組み換えや 現金保有の調整が可能になっています。

#### DWSの見解と戦略

我々は多少の調整こそ加えていますが、 景気敏感セクターへの強気見通しを概ね 維持しています。戦術的な観点から、素材 セクターをニュートラルに引き下げ、不動 産セクターをニュートラルに引き上げま した。長期にわたる軟調局面の後、不動 産セクターは市場全体と比べてかなり割 安になっています。金利が上昇している 際には、投資家は債券の代わりになるよ うなセクターを避ける傾向がありますが、 我々の金利見通しは市場の見通しを下 回っています。株式全般、特に高配当銘 柄に悪影響を及ぼすには、金利が急上昇 する必要があるでしょう。金利上昇環境 で高配当銘柄は景気敏感株をアンダー パフォームする傾向にあるものの、米国 市場の歴史を見ると、高配当銘柄を 下落させるには金利の年間上昇幅が 200ベーシス・ポイントを超えなければ





#### DWSの見解

市場の動揺は別のことを示唆している可能性もあるものの、まずまずの成長と抑制された金利というゴルディロックス・シナリオは依然としてほぼ変わっていない

金利上昇への懸念よりも、例えば 貿易摩擦によって引き起こされる 景気減速への懸念の方が大きい

なりません。したがって、米10年国債利回りが3.5%を超えれば 臨界水準に達したと見なせます。利回りがこの水準以下にとど まれば、株式は底堅く推移するはずです。さらに、高配当銘柄は 3月半ばの調整局面でディフェンシブな特性を発揮したため、 より不安定な年に比較的安全な投資を望む投資家にとっては 魅力的に映るかもしれません。

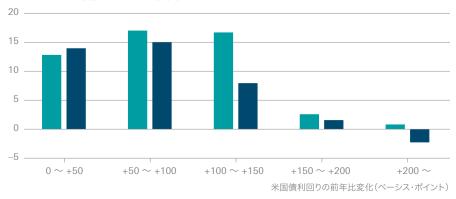
素材セクターにおける主な懸念材料は、高水準の鉄鋼在庫と原油生産の増加です。テクノロジー・セクターについては楽観的な見方を維持しています。テクノロジー・セクターは1-3月期に再び市場全体のパフォーマンスを大きく上回り、そのためバリュエーション・プレミアムが拡大しました。こうしたプレミアムの拡大はこれまでのところ四半期決算によって正当化されています。しかし、特に大手のテクノロジー企業が、ますます厳しくおそらくはコストのかかる規制面の逆風に直面していることも確かです。これは新たな段階に達している模様で、米国ではデータ・セキュリティやプライバシー権といった問題が議論されています。

一方、保護主義色を強めているホワイトハウスからの発言は、 輸出への依存度が高い地域やセクターに試練をもたらすかもし れません。政策実行の最初の試みはすでに進行中で、この問題 は今後しばらくの間、市場の重しになりそうです。トランプ大統 領の考える経済的根拠は容易には推測できないため、何が起き るかについて現実的なシナリオを描くのは困難です。多くの米国 企業がホワイトハウスによるこうした支援を望んでいないことを 表明している状況ではなおさらそう言えます。根強い不透明感 を受けて、我々は日本、欧州、ドイツの株価指数ターゲットをわ ずかに引き下げました。ただし、一部のケースではこれらの地域 が(新興国市場のように)米国と比べてバリュエーションが過去 最も割安な水準になっていることを踏まえ、これらの地域のオー バーウェイトと米国のアンダーウェイトを維持します。テクノロ ジー・セクターを除くと、こうした地域は、通常であれば米国 よりも激しく動揺するきっかけとなるようなあらゆる悪材料を よそに、今年すでに米国市場をアウトパフォームしています。

#### 過去の小幅な金利上昇が株価上昇の支えに

経済成長に伴い通常金利は上昇し、同時に多くの場合株価も上昇します。しかし、200ベーシス・ポイントを境に状況は変わります。

期間12カ月における価格リターンの中央値(%)\*



#### ■ S&P500種株価指数 ■ S&P500高配当銘柄\*\*

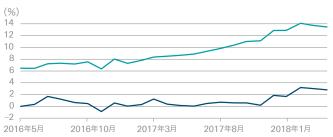
- \* 計算期間は1991年1月~2018年2月
- \*\* S&P500配当貴族指数

出所:ブルームバーグ・ファイナンスLP、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2018年3月25日時点

### バリュエーションの概要

#### 米国株式

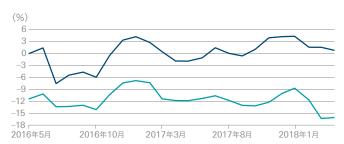
米国株式市場にはすでに税制改革の効果が現れており、1-3月期には企業の予想収益や自社株買いが急増しました。しかし、2月の調整によって当初の相場上昇は帳消しになり、投資家の主な懸念、すなわち金利上昇懸念が明らかになりました。中期的に金利の大幅な上昇は予想していませんが、米国株式についてはバリュエーションの高さを理由にアンダーウェイトを維持します。



- 相対パリュエーション(株価収益率):S&P500種株価指数 vs MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス
- 相対パフォーマンス:S&P500種株価指数(米ドル・ベース) vs MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(現地通貨ベース)

#### 日本株式

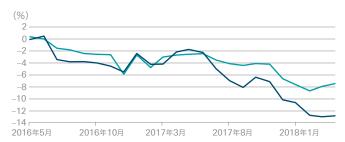
日本株式のオーバーウェイトを維持します。輸出企業の業績が 驚くほど円高の影響を受けていないほか、内需系企業の景況感 は高い水準にあります。こうした企業は、失業率のさらなる低下 等を背景とする消費者信頼感の上昇トレンドから恩恵を受けて います。業績見通しの一層の改善を踏まえると、日本株式が過 大評価されているとは思いません。



- 相対パリュエーション(株価収益率):MSCIジャパン・インデックス vs MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス
- 相対パフォーマンス: MSCIジャパン・インデックス(円ベース) vs MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(現地通貨ベース)

#### 欧州株式

欧州株式はオーバーウェイトを維持します。輸出依存度の高い地域として、欧州は堅調な世界経済から引き続き恩恵を享受しています。ユーロ高も今のところほとんど悪影響を及ぼしておらず、2018年にユーロが一段高となる展開は予想していません。これ以外のプラス要因としては、力強い域内経済や欧州の投資活動の拡大が挙げられます。欧州株式は世界的なリフレからも他の地域より大きな恩恵を受けるでしょう。



- 相対パリュエーション(株価収益率):ストックス・ヨーロッパ600指数 vs MSClオール・カントリー・ワールド・インデックス
- ■相対パフォーマンス:ストックス・ヨーロッパ600指数(ユーロ・ベース) vs MSClオール・カントリー・ワールド・インデックス(現地通貨ベース)

#### 新興国株式

新興国株式のオーバーウェイトを維持します。堅調な世界の成長とインフレ率の上昇は理想的な環境であり、特に資源が豊富な国にとってはなおさらです。企業利益は今年20%の成長が予測されます(昨年はさらに目覚ましい27%の増益でした)。決算発表シーズンはこれまでのところ非常に心強いものになっています。しかし、米ドルが予想を大幅に上回って上昇すれば、市場は低迷するかもしれません。



- 相対パリュエーション (株価収益率): MSCIエマージング・マーケット・インデックス vs MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス
- 相対パフォーマンス:MSCIエマージング・マーケット・インデックス(米ドル・ベース) vs MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(現地通貨ベース)

出所:ファクトセット・リサーチ・システムズ、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2018年3月30日時点

## 今年も堅調な年が予想される

» DWSはグローバル不動産に対するポジティブな見方を維持します。 ただし、銘柄・地域選択と適切な分散戦略をとることが引き続き重要です。«



#### DWSの見解

堅調なテナント需要から依然として 良好な金融・マクロ経済環境まで、 楽観視できる理由は多数存在

一部に過剰供給が見られるものの、 新規物件の供給は全体的に過去 平均を下回る

ただし、各地域・セクターによる相対 的なパフォーマンスにはバラツキが 見込まれ、戦略的なアプローチが 求められる 一年でどれだけ状況は変わるのでしょうか。世界経済全体の見通しは大幅に改善しています。結果として、投資家は様々な手法で不動産市場に楽観的な機会を見出すことが出来ます。一つ目の理由して、大半の市場で雇用が安定的に伸びており、これは持続的なテナント需要につながるはずです。二つ目に、インフト需要につながるはずです。二つ目に、インフト需要につながるはずです。二つ目に、インフト需要につながるはずです。二つ目に、インフト需要につながるはずです。二つ目に、インフトにつながるはずです。二つ目に、インフトにつながるはがあります。さらに、実質金利は過去平均を下回っており、これは資本市場におけるリスクが限定的であるということです。

三つ目の要因は財政政策で、緊縮的な政 策は和らぎつつあり、米国のケースでは 経済成長に非常に支援的です。これは過 去10年の状況とは明らかに対照的です。 四つ目は、景気後退のリスクが非常に限 られている点です。米国を始め、一部の国 では、中央銀行による短期金利の引上げ が見込まれていますが、引き続き過去平 均を下回る金利水準となり、利回り曲線 も順イールドとなるでしょう。過去の経験 を踏まえると、これは我々の12カ月予測 期間内に米国の次の景気後退が起こる 可能性が低いことを示唆しています。五つ 目に、一部に過剰供給が見られるものの、 新規物件の供給は全体として過去の平 均以下に留まっています。

さらに、クレジット危機にまで至るような、不動産市場を活用した積極的かつ緩和的なレバレッジは見られていません。実際には商業不動産担保証券(CMBS)市場は米国、欧州ともに過去の影響を残しています。機関投資家や銀行による貸出も、より高い水準の規律を習得したようです。結果として、不動産のインカム・イールドは貸出金利に比べ、相応のリスクプレミアムを提供しています。確かに最近では金融市場で変動性が高まる局面もありましたが私の同僚が主張するように、どのよう

な金融情勢の悪化も一時的なものに留 まるでしょう。

こうした要因が整っていることから、引き 続き世界の不動産市場は、レバレッジ無 しベースで5%から8%レンジの魅力的な トータル・リターンを2019年まで提供で きると我々は予想します。そして債券市場 を凌ぐ、株式市場にも負けないリターンを 提供できるでしょう。変更した点は、各地 域の相対的な予想パフォーマンスです。 さらには、広範な地域ごとの数字は、都市、 国又はセクターレベルで得られるリター ンのバラツキを捉えていません。例えば、 我々は2019年までの米国のトータル・ リターンを6%から7%と予測しています。 しかし、我々は産業やロジスティクスセク ターをオーバーウエイトし、ニューヨーク やサンフランシスコ等の特定の大型市場 をアンダーウェイトすることでより高いリ ターンを得られると考えますが、そういっ た大型市場は指数に対して不均衡な配 分となっており、パフォーマンスに影響を 与えます。

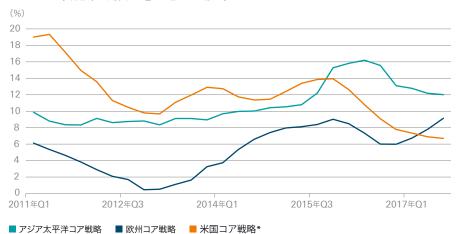
次にアジア・パシフィックを見てみましょう。 我々はこの地域に対する非常にポジティブ な見方を維持します。トータル・リターン は6%から8%のレンジを見込んでおり、 米国を上回るでしょう。アジア・パシフィ ックの不動産市場は、米国や欧州を大幅 に上回る経済成長率により支えられてい ます。オーストラリアのオフィスビルのコ ア型投資及びロジスティック市場は引き 続き我々の地域平均を上回るパフォー マンスを上げるでしょう。日本も低い借り 入れコストや景気見通しの改善を背景に 一桁台後半のレバレッジ調整後リターン を上げるでしょう。シンガポールは、伝統的 に市場サイクルを通じてリターンのバラ ツキが大きい市場ですが、世界的な経済 活動の活発化に伴い、再び循環的な回復 の動きを見せています。

#### » オルタナティブ «

最後に欧州の景気予想ですが、ここ一年で 著しく好転しました。この先2年について、 我々はプライム・トータル・リターンを7% から7.5%のレンジと予測します。供給の 伸び、大半の市場での失業率の低下、強い 入居需要、プラスの賃料の伸び、譲渡比 率の高まり、空室率の低下といった要因 により、2018年はトータル・リターンには ポジティブなモメンタムが出るでしょう。 さらにスワップ・スプレッドは依然低位に 留まっています。世界全体で見ると、欧州 の不動産市場は、多くの国際的な投資家 にとって魅力的な投資先です。当然、関連 する為替リスクを考慮した適切なグロー バル分散戦略が今後も重要であることは 言うまでもありません。各地域における 適切なセグメントとロケーションの選択 についても同様です。

#### 不動産市場のリターンには地域間格差が見られる

米国と比較すると、アジア太平洋地域の非上場不動産ファンドは引き続き堅調に推移しています。欧州は足元で巻き返しの動き。

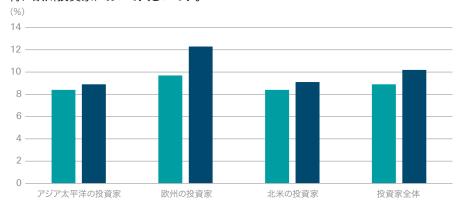


出所:アジア非上場不動産投資家協会(ANREV)、欧州非上場不動産投資協会(INREV)、 米国不動産投資受託者協会(NCREIF)、2017年10月時点

\* NCREIFが作成するコア戦略を採用する分散型のオープンエンドファンドを母集団にした指数

#### 不動産投資への配分に拡大余地

投資家のグローバル不動産への投資は目標配分を下回っています。目標とのギャップは 特に欧州投資家において大きいです。



#### ■ 現在の配分 ■ 目標投資配分\*

出所:米国年金不動産協会(PREA)、INREV及びANREVの調査による投資家動向、2018年1月16日時点\*目標投資配分は不動産資産に基づき加重。目標配分の達成を保証する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。当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント GmbHが作成したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年4月17日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメント GmbHの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更されることがあります。

## ボラティリティの上昇に対応する

»成長に対する懸念が過度な投資家も過少な投資家も存在するが、いずれにしても、 足元で上昇している市場のボラティリティは対処が可能。«



#### DWSの見解

2017年の相場はボラティリティと無縁でしたが、今年1月後半の相場急落を受けて、再び意識されるように

金利の上昇、市場の過熱感への懸念及び保護主義をめぐる議論などを背景に、ボラティリティは高止まりの見込み

我々はボラティリティが高水準及び 低水準で推移する両ケースに備え ており、ボラティリティに対して積 極的とまでは言えないものの、適切 に対応 振り返ると、2017年は投資を「自動運転」に任せるのにほぼ完璧な一年でした。しかし、2018年になり、投資家は目を見開き、目の前の道路に集中し、両手でハンドルを握りながら、瞬間的に示される標識に従って方向と速度を変更するように備えなければなりません。

2018年は始まってまだ数カ月ですが、 昨年の平静な相場は過去のものとなって います。S&P500種株価指数は5%超 の下落がない期間の最長記録を更新中 でしたが、2月8日に400日以上ぶりに 終止符を打ちました。さらに、米国株式 指数は年初来で1%以上の変動をすで に20回も記録しており、これは2017年 全体の2.5倍の頻度です。2月5日には、 S&P500種株価指数のインプライド・ボラ ティリティ(オプション価格に織り込まれる ボラティリティ)に基づくVIX指数は、変化 率と変化幅の両方で過去最大の一日あた りの上昇を記録しました。一方、2017年 はVIX指数が10以下の水準となった日が 計55日でしたが、これは1990年の指数 導入から2016年末までの間に10以下 の水準となった日が計10日であった事実 を踏まえると異例の事態でした。

「最後の審判」(相場の大幅調整)のシナリオはS&P500種株価指数が年初の水準を初めて下回った2月5日から拡がり始めました。それ以降、大半の市場が高いボラティリティを伴いながら2017年末の水準付近で推移しました。仮にVIX指数が20以上である状況を「高ボラティリティ期間」と定義(チャート参照)すると、2月後半にかけて「高ボラティリティ期間」は21日間続き、次の大きな相場変動は3月22日に始まりました。一方、2017年は「高ボラティリティ期間」は一度も発生せず、「高ボラティリティ期間」が連続した局面は2016年初めまで遡ります。

#### DWSの市場予測は…

では次に何が起きるのでしょう?2017年にボラティリティは底を打ったと見られます。現在の金利サイクルと主要中央銀行(ユーロ圏、日本、米国)がバランスシートを(遅くとも今年第4四半期までに)縮小する方向にある兆候をもはや無視することはできません。我々は、フィリップス曲線の形状変化が今後1、2年における主要なリスクシナリオであると考えています。その中でも、フィリップス曲線の形状が非線形になる場合により深刻な影響が見込まれており、労働市場の逼迫の継続によって労働コストの上昇が著しく加速するリスクが高まります。

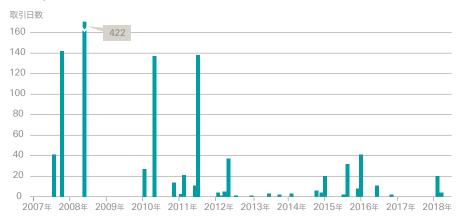
ただし、これは我々の基本シナリオでは ありません。我々は今回の景気サイクル におけるインフレ率及び金利の急激な上 昇は想定していません。FRBは3%近辺 で利上げサイクルを終了する可能性があ ります。また、投資家が金利上昇や景気 過熱への懸念を消化しなければならな いため、ボラティリティの高い一年となる と見ています。しかし、世界は同時景気回 復の中にあり、これが引き続きセーフティ ネットとしての役割を果たすとともに、株式 市場におけるサイクル後期の輝きを延長 させる可能性もあります。中期的には平 均ボラティリティの上昇はわずかに留まる と見込まれるものの、短期的なボラティ リティ急上昇の可能性は排除できないで しょう。

#### ...ポートフォリオのポジションをどう すべきか

ボラティリティの急上昇の可能性を前に、 我々は積極的にボラティリティをショート するような戦略は追求しません。より洗 練された手法でボラティリティあるいは ボラティリティ水準の変化から利益を得 ることができるためです。例えば、投資家 はボラティリティ関連商品のコンベクシティがもたらす価格の歪みを収益源にすることも可能です。また、プット・オプションの売り(つまり、カバード・オプション取引)も魅力的です。この戦略は平均ボラティリティの水準が若干上昇した状況下で、さらに興味深いものになりました。2つ目のチャートは、S&P500種株価指数プット・オプション指数(プット・オプション指数の売りと担保相当の利子を生む商品との複合戦略)の投資パフォーマンスを示したものです。同指数は、20年間にわたってS&P500種株価指数と同程度のパフォーマンスとなる一方、ボラティリティは大幅に低いものでした。

#### 正常に戻るVIX指数

2017年は株式市場が特別に穏やかな一年となり、VIX指数は一度も20を上回りませんでした。下記チャートは過去に起こった「高ボラティリティ期間」の継続日数を示しています。



#### ■ VIX指数が20を超えた期間の継続日数\*

\*「高ボラティリティ期間」の終了条件は、VIX指数が4日連続して20を下回ること。 出所:トムロン・ロイター・データストリーム、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2018年3月27日時点

#### より少ないストレスで同程度の結果

S&P500種株価指数プット・オプションの売り持ち戦略は、過去20年間にわたりS&P500種株価指数の買い持ち戦略と同様の投資リターンをもたらしましたが、ボラティリティはより低位でした。



#### ■ S&P500種株価指数(トータル・リターン) ■ S&P500種プット・オプション指数\*

\* CBOE S&P 500 プットライト指数を使用 出所: トムロン・ロイター・データストリーム、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2018年3月27日時点

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbHが作成したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。オルタナティブ投資は投機的であり、非流動性、損失の可能性の高さ、不透明性を含む重大なリスクを伴います。オルタナティブ投資はすべてのお客様に適しているものではありません。当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。当資料記載の予測は、2018年4月17日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbHの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更されることがあります。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。

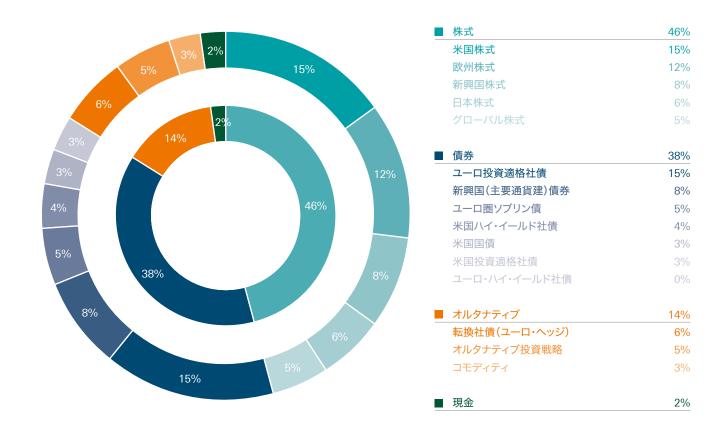
## ゴルディロックス(適温)の終焉

#### »より高いボラティリティや低利回りの市場も対処が可能。«

ボラティリティが市場に戻り、ゴルディロックス(適温)相場は終わろうとしています。我々のマクロ経済見通しは楽観的な姿勢を維持しますが、神経質な相場展開を見込んでいます。このような環境では、我々は債券よりも若干株式を選好します。地域別による格差は僅かなもの

と見ており、むしろ資産クラスやセクターの観点で選別する構えです。米国及び新興国では、引き続きテクノロジー銘柄などのモメンタム株を選好し、欧州及び日本ではバリュー株を選好します。債券に対して懸念のある地域では、引き続き機動的な運用を行うとともに、ディフェンシブ銘

柄と景気敏感銘柄の両債券を組み合わせます。前者は例えば変動利付債、後者は例えば新興国債券などを用いたバーベル戦略です。また、先進国市場の社債は極力避ける方針です。



出所:マルチアセット・グループ、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2018年3月28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、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。 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。

## 4月 市場の天候

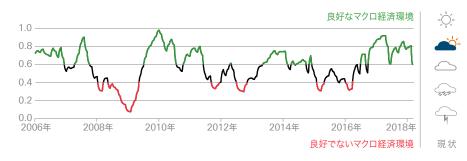
#### 》曇り空《

心配無用ともいえる12カ月間を経て、 年初から市場の雲行きは次第に怪しくなっ てきました。DWS指標の3種類全てが悪 化しました。2017年の好調な経済環境 を背景にアナリスト予想は引き上げられ たため、ポジティブ・サプライズの余地は ほとんど残されていません。特に、欧州は 今年年初を境に極めて良好な状況から 深刻な状況へと急転しましたが、これが DWSサプライズ指標の主な悪化要因と なっています。対照的に、アジアと米国では 同指標は年初来で上昇しました。しかし、 世界的にはポジティブ・サプライズは劣勢 になりつつあります。多くの投資家は2月 初めの相場調整に不意を突かれた形と なり、投資家のリスクセンチメントは悪化 しました。

そして、ボラティリティの急上昇もDWSリスク指標に影響を及ぼしました。2017年12月中旬以降、市場の流動性に若干の逼迫を観測しており、これもまたDWSリスク指標の重石となっています。その結果、同指標は2月初旬よりリスク環境の悪化を示し始めました。DWSマクロ経済指標も遅れて悪化を示しましたが、3つの同サブ指標はいずれも最高水準に留まっており、マクロ経済はなお健全であることを示しています。結果として、DWSの3指標のうちマクロ経済指標とリスク指標の2つは依然としてポジティブ領域にあります。

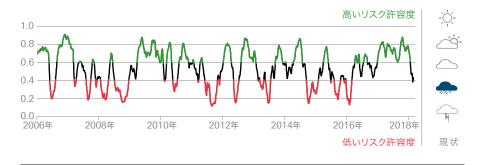
#### マクロ経済指標

#### マクロ経済指標は広範な経済指標を集約したものです。



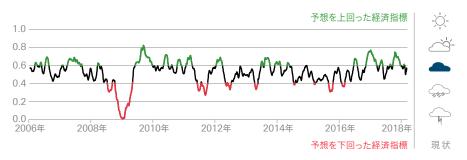
#### リスク指標

#### リスク指標は金融市場における投資家の足元のリスク許容度を反映したものです。



#### サプライズ指標

#### サプライズ指標は実際の経済指標と事前の市場予想を比べたものです。



出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2018年3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・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4月17日時点のドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbHの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更されることがあります。投資にはリスクが伴います。運用資産額が変動し、損益が発生する場合があります。また、元本が保証されるものではありません。

### マクロ経済 景気はピークを迎えたのか

#### GDP成長率(対前年比、単位:%)

#### 2018年(予測) 2019年(予測) 米国 2.4 ユーロ圏 2.3 1.9 英国 1.6 1.5 A 日本 1.5 1.0 × 中国 6.3 6.5 × 世界 3.9 3.7 A

#### 財政赤字(対GDP比、単位:%)

	2018年(予測)		2019年(予測)
米国	-4.1	*	-4.7
ユーロ圏	-0.9	1	-0.8
 英国	-2.5	×	-2.7
日本	-4.0	7	-3.8
中国	-3.5	1	-3.2

#### 消費者物価指数(単位:%)

	2018年(予測)		2019年(予測)
米国1	1.9	×	2.0
ユーロ圏	1.5	1	1.7
 英国	2.7	¥	2.1
日本	1.0	*	1.4
中国	2.0	7	2.2

#### 経常収支(対GDP比、単位:%)

2018年(予測)			2019年(予測)
米国	-2.8	×	-3.0
ユーロ圏	3.0	¥	2.9
英国	-4.0	<b>→</b>	-4.0
日本	3.8	<b>→</b>	3.8
中国	1.5	×	1.2

#### 指標金利(単位:%)

	現在値*		2019年3月(予測)
米国	1.50-1.75	1	2.25-2.50
ユーロ圏	0.00	<b>→</b>	0.00
————————————— 英国	0.50	×	1.00
日本	0.00	<b>→</b>	0.00
中国	4.35	<b>→</b>	4.35

#### 商品市況(米ドル建)

	現在値*		2019年3月(予測)
原油(WTI)	65.5	×	60
金	1,340	<b>→</b>	1,290
銅(LME)	6,945	1	7,300

\*出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2018年4月10日時点 <sup>1</sup>コアレート、12月個人消費支出(前年同月比)(%) 予測は2018年3月22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。 (メ)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

### 株式 | 変動性の拡大

	現在値*		2019年3月(予測)	トータル・	J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&P500種株価指数)	2,657	1	2,850	9.6	14%	-6%	2.4%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	378	7	390	6.6	7%	-4%	3.6%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,439	7	3,640	9.7	9%	-3%	3.9%
ドイツ(DAX指数) <sup>2</sup>	12,397	7	13,500	8.9	8%	-2%	3.2%
英国(FTSE100種指数)	7,267	<b>→</b>	7,200	3.4	6%	-7%	4.3%
スイス(SMI指数)	8,756	7	9,100	7.5	25%	-17%	3.5%
日本(MSCI ジャパン・インデックス)	1,024	7	1,080	7.8	5%	0%	2.3%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	1,175	7	1,280	11.6	15%	-5%	2.7%
MSCI AC アジア(除く日本)インデックス(米ドル建)	725	7	790	11.5	13%	-3%	2.6%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	3,019	7	3,200	8.9	22%	-13%	2.9%

<sup>\*</sup>出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ファクトセット・リサーチ・システムズ、2018年4月10日時点

### 債券 | 引き続き堅調を見込む

#### 米国

	現在値*		2019年3月(予測)
米国国債(10年物)	2.80%	×	3.25%
米国地方債	88%	*	85%
米国投資適格社債	101 bp	×	80 bp
米国ハイ・イールド社債	341 bp	<b>→</b>	350 bp
証券化商品:米国住宅ローン 担保証券 <sup>1</sup>	75 bp	A	95 bp

#### 欧州

	現在値*		2019年3月(予測)
ドイツ国債(10年物)	0.52%	×	1.00%
英国国債(10年物)	1.41%	A	1.75%
ユーロ投資適格社債 <sup>2</sup>	105 bp	×	75 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 <sup>2</sup>	315 bp	×	260 bp
証券化商品:カバード・ボンド2	41 bp	×	51 bp
イタリア国債(10年物) <sup>2</sup>	128 bp	×	120 bp

#### アジア太平洋

	現在値*		2019年3月(予測)
日本国債(10年物)	0.04%	<b>→</b>	0.10%
アジア社債	230 bp	<b>→</b>	225 bp

#### 世界

	現在値*		2019年3月(予測)
新興国ソブリン債	298 bp	×	285 bp
新興国社債	290 bp	×	270 bp

#### 為替相場

	現在値*		2019年3月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.24	×	1.15
米ドル(対日本円)	107.2	×	112.0
ユーロ(対 英ポンド)	0.872	<b>→</b>	0.90
英ポンド(対 米ドル)	1.42	×	1.28
米ドル(対 中国元)	6.28	<b>→</b>	6.50

<sup>\*</sup>出所:ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2018年4月10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

 $<sup>^1</sup>$ 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)

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup>ドイツ国債に対するスプレッド

予測は2018年3月22日時点の見通しです。

bp=ベーシス・ポイント

### チーフ・インベストメント・ オフィスについて

DWSの運用プロセスの中心的役割を果たす

DWS<sup>1</sup>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

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 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

DWSについて

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

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

<sup>1</sup> 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。

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

#### ご留意事項

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。 当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbHが作成し、2018年4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(DWS)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。

DWSは、約7,000億ユーロ<sup>1</sup>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。

12017年12月末時点