

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7月

中国経済の舵取り

経済安定化と景気刺激策のバランス





経済環境は、ほぼ申し分ない

2017年前半、世界経済は極めて堅調な推移を示しました。後半にかけても同様に良好な状態が続くものと予想されます。各国中央銀行は緩和的な金融政策を継続しており、数年振りに、新興諸国と先進諸国の経済が同時に上振れすると当社では見込んでいます。世界は引き続き「ゴルディロックス経済*」、すなわち過熱感がなく低迷もしていない適度な状態、低いインフレ率と低い金利の元で緩やかに成長する状態へと向かっていますが、こうした環境は特に株式市場にとって追い風となります。

しかしこのように理想的な状況にも、やはりマイナスの側面はあります。一つは、ほぼすべての資産クラスのバリュエーションが過去最高水準にあることです。加えて、資産インフレ、すなわち資産価格の上昇が、インフレの主要要素である賃金の押し上げにつながっていない、という事実が挙げられます。企業にとって都合なこうした状況も、賃金を受け取る側にとっては何ら喜ばしいことではありません。このような賃金労働者の不満は、現在投資家から見て想定される以下の2つのシナリオを通じて、ゴルディロックス経済を脅かす要因ともなります。一つは「低い労働コストのおかげで、企業の収益率と株価バリュエーションは好調に推移するが、社会的な軋轢が生じるリスクを伴う」シナリオ、もう一つは、「(労働者の不満を受けて)賃金の伸びは加速するものの、企業の収益率にマイナスの影響が及ぶ」シナリオです。ただし二つ目のシナリオの場合、賃金労働者の心理の好転と購買力の向上を背景に企業の売上が拡大し、労働コストの上昇を一部相殺する可能性はあります。

エマニュエル・マクロン氏のフランス大統領選出を受けて強い高揚感が広がるなかでも(当社が現在、米国より欧州を選好する主な理由がこれですが)、今回の選挙では、賃金労働者の不満を背景に、社会党と共和党という二つの主流政党が存在感を失った事実を私たちは見過ごしてはいません。英国の欧州連合(EU)離脱決定やドナルド・トランプ氏の米大統領選勝利でも、不満を募らせた賃金労働者が主要な役割を果たしたことは明白です。従って、当社としては今後も引き続き、政治的な潮流を注視していく意向です。ただしリスクは明らかに欧州から米国へとシフトしており、この理由もあって、当社ではユーロの対米ドル相場の見通しをユーロ高方向に変更しました。但し欧州を覆う高揚感行き過ぎではないかとの懸念もあり、変更後のユーロ相場予想は、足元の水準と大差ないものとしています(以前の予想1ユーロ=1.00米ドルから1.10米ドルに変更)。同時に当社では、米国のトランプ政権について、見切りをつけるには時期尚早と考えています。トランプ氏は未だ一定の支持を得ており、極端に批判的な見方は広がりにくい状況にあるからです。またトランプ氏の支持者はいずれ現在の政治的現実慣れきってしまい、政府がごく小さな成果を上げただけでも高く評価する可能性があります。株式市場でも状況は同じです。従って投資家は今年後半も引き続き、様々な期待の裏にある要因を見定め、適切な判断をしていくことが重要となります。

*「ゴルディロックス経済」は、市場にとって理想的な経済状態を指す言葉です。童話「3匹のくま」の中で主人公「ゴルディロックス」は3杯のスープを口にしましたが、そのうちの1杯のみが、熱過ぎず冷め過ぎず、適温のスープでした。このスープの状態を経済に例えたものが「ゴルディロックス経済」であり、過熱することも極端に冷え込むこともなく、インフレのリスクもリセッション入りのリスクも伴わない経済状態を意味します。



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

“賃金の伸びを伴わない資産価格の持続的な上昇は、投資家にとっても悩ましい問題となりそうです”

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7月12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7月



フォーカス

中国の投資主導の成長モデルは限界に達しています。経済の均衡を保つため、中国指導部は債務の伸びを抑制する一方で、改革を実施して投資効率を改善させなければなりません。

中国経済の舵取り 06



マクロ経済

総じて、世界経済は堅調です。しかし、「タートル・サイクル（非常に緩やかな景気回復）」という言葉では、もはや全体的な状況を表すのに不十分かもしれません。むしろ、一部の先進国経済はウサギのように見えます。

カメとウサギとドラゴン 08



債券

我々はなお「インフレなき成長と慎重な中銀」という環境に置かれています。しかし、ゴルディロックス・シナリオが長く続くことは減多にありません。当社はユーロの対米ドル相場の戦略的予測を1ユーロ=1.10米ドルに修正しました。

すべて「ゴルディロックス（適度）」なのか? 10
為替: もはやパリティには達しない 12



株式

ファンダメンタルズは主に欧州で予想を上回っており、バリュエーションは米国で高水準になっています。当社は依然として株式に対して強気な見方を維持していますが、小幅な上昇余地しか見込んでおらず、一時的には下落する可能性もあるでしょう。

バリュエーションの概要 13
株価の上昇は続いているが... 14



オルタナティブ

英国の欧州連合(EU)離脱(ブレグジット)や他の政治リスクは、ディスクレショナリー・マクロ戦略に投資機会をもたらすかもしれません。政治リスクは欧州では後退していますが、米国では高まっています。

欧州の「離婚」 16



マルチアセット

大半の資産クラスのバリュエーションは行き過ぎの様相を呈し始めており、そのため当社は主に相対価値に基づく投資を通じて良好なパフォーマンスを達成することを目指しています。当社は、相場下落から利益を得る狙いで投資可能な資金を積み増し始めています。

悪天候に備えて傘を持ち運ぶ 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

当社は世界の経済成長が若干加速すると予想し、総じて強気な姿勢を維持しています。12ヵ月先のWTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート)原油価格の予測は50米ドル、金価格の予測は1,200米ドルです。

ドイツ・アセット・マネジメントの見通し 22



会社紹介

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7月12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

中国経済の舵取り

》 借入による資金調達に依存した成長モデルは限界に達しており、
中国政府は構造改革に注力する必要があります。《

今年5月に格付会社のムーディーズは、1989年以降で初めて、中国の信用格付けを従来のAa3からA1に引き下げましたが、中国政府は、格下げは納得し難いとして、これに反論しました。ムーディーズが格下げの発表に至った主な理由は、中国国内の債務の増加です。中国の企業、消費者、国をすべて合わせた債務水準は、対国内総生産（GDP）比で見て、2008年末時点の141.3%から2016年末には257.1%に達しました。上昇分の大半は、国有企業や地方政府の債務増加が原因です¹。このように、対GDP比で見た中国の債務急増が、ムーディーズによる格下げのきっかけとなりました²。

しかしこの発表の中でムーディーズは、信用の質の悪化はごく緩やかであり、改革の深化を通じてさらなる悪化を食い止めることは可能、との説明を加えました。中国政府はこの格下げに対してあからさまに不満を表明し³、すでに金融セクターの安定化策を講じているとして、債務危機のリスクを否定しています。実際、中国の地方企業や国有企業に対しては、自社の債務状況を分析したうえで、債務の再編措置を講じるよう指示が出されています。

債務は引き続き増加

中国は過去何年かにわたって、消費と信用の伸びの抑制に努めてきましたが、これは結果として投資と景気拡大の勢いを鈍らせることとなりました。しかし金融

引き締め策が講じられたにもかかわらず、経済が成長を続けたことは、重要な点として指摘しておかねばなりません。当社としては、この状況が今後も続くと考えていますが、一方で債務はGDP成長率を上回るペースで増加し続ける可能性があります。この動きは企業や消費者など国内の経済主体の債務比率を押し上げ、不安を高める要因となることは間違いありません。

そのような事態を避けるため、李克強首相率いる中国政府は現在、国内の金融セクターを指導・規制し、結果として同セクターへの信頼感が醸成されるような環境とすることを目指しています。これまでは、数々の地方インフラ・プロジェクトや緩和的な金融政策を背景に建設ブームが生じ、不動産価格が急上昇してきました。しかしここに来て中国政府と中国人民銀行（中央銀行）は、建設ブームを沈静化させ、不動産価格の上昇を抑えるべく、融資基準の厳格化と金利の引き上げに踏み切りました。

これらの措置が講じられた結果、直近の2四半期に都市部の不動産価格の上昇率は大幅に低下しました。また政府はこの1年間、厳格な規制が及ばないシャドーバンキング（影の銀行）の監視を続けてきました。先行きへの不透明感を強め、実体経済の重荷となりかねない債務不履行（デフォルト）の発生を防ぐため、規制枠外の融資を抑制する取り組みを進めているのです。その一方で政府は、

金融セクターを安定させる措置だけでは、中国の経済改革、ひいては成長を促進させるには不十分であることもよく認識しています。

金融の安定化策と同時に、改革も推進

中国政府は、汚職の取り締まりや構造改革の推進、さらには実体経済の強化をも目指しています。汚職問題に関しては、2014年以降に116万件の調査が実施され、2016年には、汚職撲滅の取り組みにおいて初めて成功の兆しが見え始めました⁴。構造改革では、採算性の劣る国有企業が主なターゲットとなっており、これらの企業は投資計画の縮小を迫られています。鉄鋼、アルミニウム、セメント、紙、石油精製といったセクターの過剰生産能力を削減し、これによって民間の高成長企業の投資余地を確保する、というのが政府の狙いです。実際、この2四半期に国有企業の投資の伸びは大幅に鈍化しましたが、民間企業の投資は増加傾向にあります（現在、民間企業は投資全体の半分強を占めます）。

まとめ

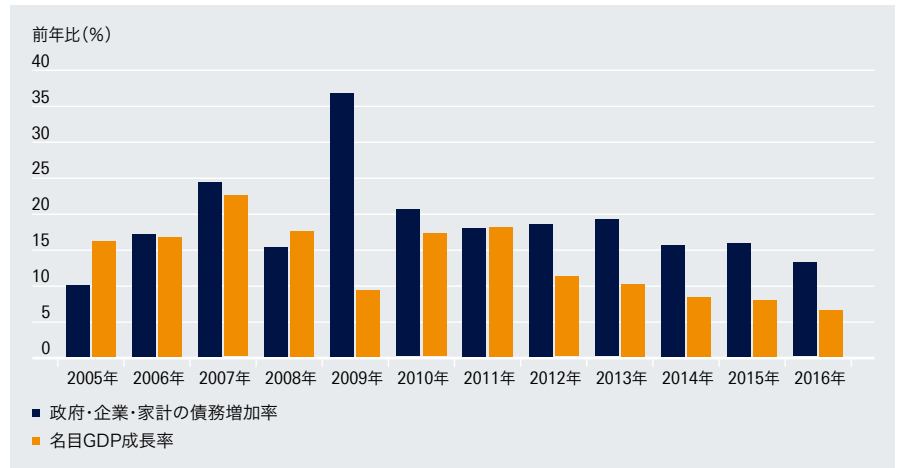
つまり中国政府は、企業投資に対するマイナスの影響を抑制しつつ、債務の増加ペースを抑えること、またイノベーション（技術革新）の発信源となるセクターに害を及ぼすことなく、金融規制を強化することを目指しています。ドイチェ・アセット・

マネジメントのアジア担当チーフ・エコノミストであるシュエミン・ソンはこれを、「経済再編を重心とする玉に乗ってバランスをとるようなもの」と表現しています。最も重要なのは、経済成長の持続と債務増加の抑制を同時に実現させることです。過剰生産能力の削減などの構造改革は必要ですが、これは一方で経済にブレーキを掛ける要因となり、また企業が借入で調達した資金で投資を行えば景気は刺激されますが、債務は増えることになります。

中国政府にとっての打開策は、借入で調達した資金が「成長の押し上げにつながる有意義な投資」に使われるような環境を整えることにあります。設備投資比率（設備投資／GDP）とGDP成長率の関係を比較してみると（GDPに占める設備投資の比率が低く、成長率が高いほど効率が良い）、中国は投資資金の活用度という観点から見て、新興諸国の平均を下回っていることが分かります。その意味でインドは、中国を遥かに越える投資効率を誇ります。以上のことから、中国政府が達成すべき目標の一つは、投資効率の大幅な上昇、すなわち「賢明な投資を通じた成長率の押し上げ」ということになります。これにより、経済全体の債務比率の上昇を抑えることも可能となります。

債務水準の上昇

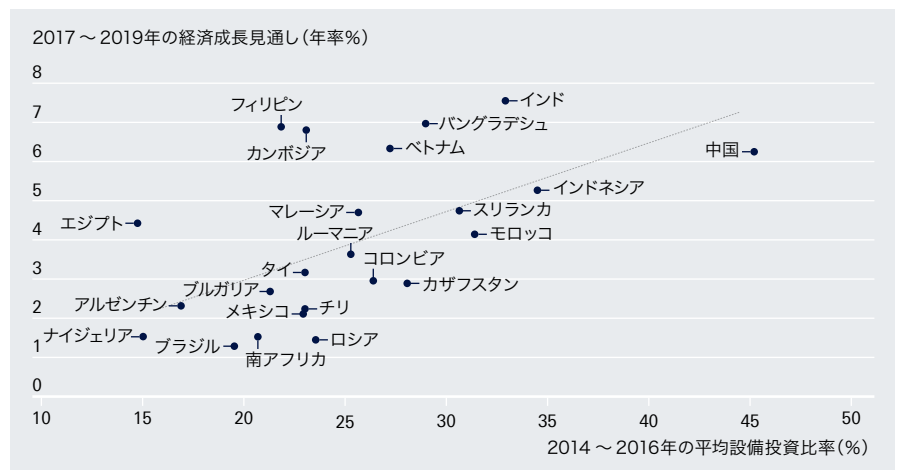
中国の債務増加率は鈍化傾向を示していますが、引き続き名目GDP成長率を上回っていることが問題となっています。



出所：国際通貨基金、国際決済銀行、2017年6月12日時点

新興諸国の投資効率

中国政府の目標は、新興諸国の平均を下回る投資効率（設備投資比率45%に対し、経済成長見通し+6.25%）を引き上げることにあります。



出所：国際通貨基金、2017年6月12日時点

¹ 国際決済銀行 (BIS)：「非金融部門の総信用残高」2017年6月12日現在

² ムーディーズ・インベスターズ・サービス：「格付けアクション：ムーディーズは中国の格付けをAa3からA1に引き下げ、格付け見通しを「ネガティブ（弱含み）」から「安定的」に変更」2017年5月24日

³ ブルームバーグ：「ムーディーズ、債務リスクを理由に中国の格付けを1989年以来初めて引き下げ」2017年5月24日

⁴ ジャパンタイムズ：「中国の汚職撲滅キャンペーンで120万人が処罰」2017年1月10日

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・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7月12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

カメとウサギとドラゴン

》総じて、世界経済は堅調です。しかし、それは全体的な状況の説明としては不十分です。《



フィル・プール
グローバル・リサーチ責任者

当社の見解の概要

世界経済の回復局面は今や9年目に突入している

多くの地域において、現在の景気循環サイクルはなお「歩みは遅いが長生き」というカメのような様相を呈している

一方で、ウサギのような国も増えつつあり、こうした国はカメを追い越す可能性も期待を裏切る可能性も

カメは長生きで歩みもゆっくりです。少し前に指摘した通り、これは今や9年目に突入した世界経済の回復と共通しています。しかし最近では、「タートル・サイクル(非常に緩やかな景気回復)」という言葉では、もはや全体的な状況を表すのに不十分かもしれません。代わりに、一部の先進国はウサギと考えてもよさそうです。イソップ物語に登場する有名なウサギのように、こうした国はカメを追い越す可能性も、期待を裏切る可能性もあります。

特に大陸欧州においては、依然としてカメのような国が多い状況です。個人消費と財政支出の拡大を背景に、当社は現在、ユーロ圏全体の成長率が2017年には1.8%、2018年には1.6%になるとみています。他方、アイルランドやエストニアといった比較的規模が小さい国のいくつかは、ウサギのような速さで急成長しています。また、スペインはウサギ並みに全力疾走している模様で、当社は2017年の成長率を2.7%と予想しています。ドイツとオランダの経済は欧州危機当時からかなり良好な状態にありました。イタリアやフランスのように後れを取っている国についても、当社は最近、成長率予測をやや引き上げて1.2%としました。先般の選挙を受けて、フランスでは他国のように構造改革を実現できる可能性があります。

欧州中央銀行(ECB)にとって、このように成長率、失業率、インフレ率が異なる国が集まる「ふれあい動物園」をまとめることは常に難題であり、2018年5月に実施される予定のイタリアの選挙をはじめとするリスクが残っています。それでも、焦点はECBが量的緩和(QE)プログラムの縮小を開始するかどうかではなく、いつ開始するかに移ってきています。現状では、9月の会合でQEプログラムの縮小が正式に発表され、そのプロセスが開始されるのは2018年初めになると見込ま

れます。9月のドイツ連邦議会選挙の後には、ユーロ圏をより上手く機能させるための共通予算に向けた新たな取り組みも見られるかもしれません。

米国では、前例のない金融緩和の縮小がすでに進められています。当社は、米連邦準備制度理事会(FRB)が2018年6月末までに政策金利をあと2回引き上げると予想しています。ただし、FRBは今年末に向けてバランスシートの縮小方法のさらなる詳細を発表することも見込まれ、同時に一旦利上げを休止する可能性もあります。

昨年の大統領選挙以降、米国経済はカメというよりもウサギのようになってきており、財政刺激と規制改革が潜在成長率を押し上げるとの期待が高まりました。実質所得の伸び悩みににもかかわらず、米国の家計は強固な財政基盤を取り戻し、良好な景況感を維持しています。雇用創出はこのところ控えめな水準にありますが、それでも人口動態トレンドを考慮した上で必要なペースを依然として上回っています。完全雇用の状態に緩やかながらも着実に近付く中、労働コストは上昇するでしょう。企業投資は持ち直しており、概して成長を下支える金融環境となっています。

米国経済の推移を成長率に関するコンセンサス予想の激しい変動から判断すると、残念ながら、他ならぬこのウサギは気まぐれであることが分かります。当社はトランプ大統領の政策案の様々な項目(特に法人税引き下げ)の進展については当初より懐疑的であったものの、今では期待値が大きく低下した分、米議会がこれを上回る結果を出す可能性がでてきたと言えます。当社は基本シナリオにおいて、米国の成長率予測をわずかに引き下げ、2017年を2.1%、2018年を2.3%

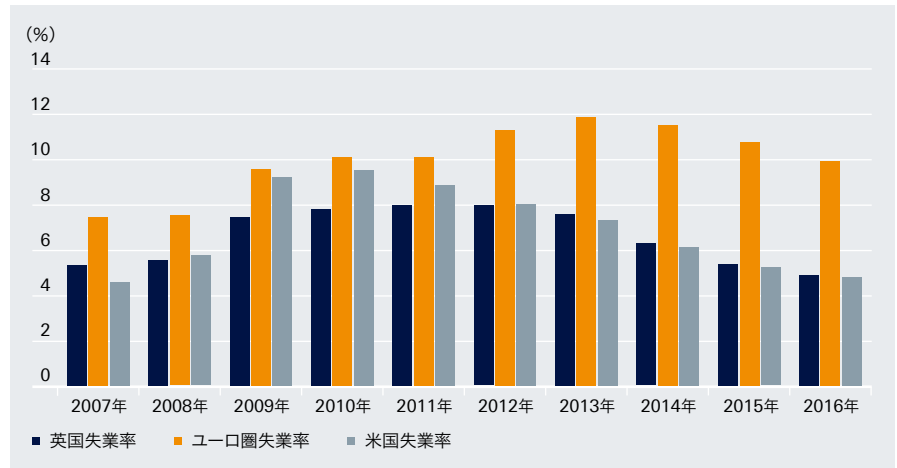
としています。しかし、米国の政治的な不透明感は非常に高い状況にあります。保護主義的な政策が新たな頭痛の種になる恐れがあるでしょう。

世界の他の国については、英国を「未知の領域に飛び込むネズミ」との見方もあるかもしれません。この意味を理解するには、今後の展開を見ていく必要があるでしょう。一方、日本の成長見通しは引き続き改善しています。日本国内に関しては、消費者がなお極めて重要です。心強いことに、労働市場は非常に逼迫している模様です。日本は輸出需要の拡大からも恩恵を受けています。その理由の1つは、新興国経済が安定してきており、全般的に生産性伸び率が上昇していることにあります。これは、韓国やインドといった多くの国における最近の構造改革などが要因とみられます。ブラジルの見通しは依然として不透明ですが、ロシアは小幅に回復しつつあります。

そして、当然ながら注目される中国については、最新の経済指標は強弱が交錯しています。それでも、「チャイニーズ・ドラゴン」は3年におよぶ下降の後で、今や新たな安定した飛行経路に入っているようです。当社は2017年に約6.5%、2018年に6.3%の成長を予想しています。また、中国経済にはお馴染みの課題が残されており、「ドラゴンにくしゃみをさせ得る」多くの問題があります。しかし現時点では、中国よりも米国のほうが市場の変動要因となる公算が高いと思われます。米国（ウサギ）と欧州（カメ）の間の終わりなき競争における今後のいくつかの勝負は、通常よりも予想が難しいようです。当社の為替予測を含む12ヵ月見通しにも、こうした判断が反映されています。

ユーロ圏の失業率は依然として非常に高い

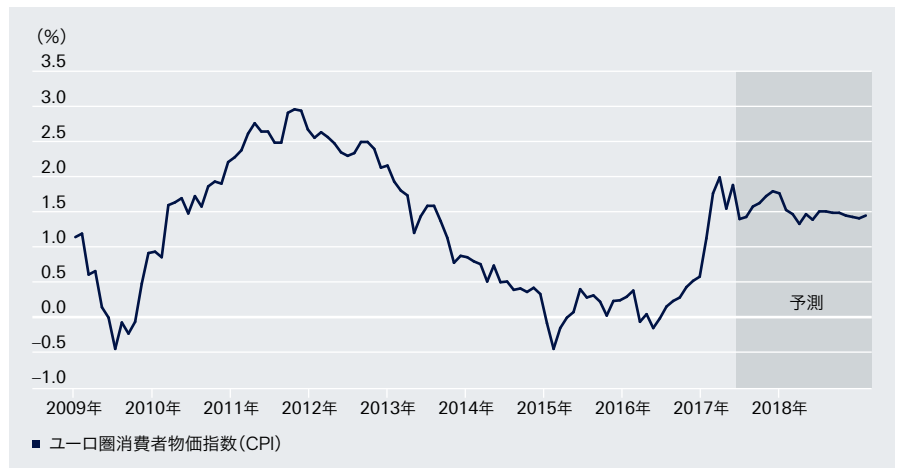
英国と米国はすでに完全雇用に近い状態です。対照的に、ユーロ圏はなおインフレを引き起こすことなく多くの雇用を創出することが可能です。



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年6月21日時点

ユーロ圏のインフレ率は抑制された水準にとどまっている

ユーロ圏のインフレ率は依然として「2%近く」というECBの目標を大きく下回っていますが、緩和的な金融政策のおかげでデフレは打破されたようです。



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイツ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2017年6月21日時点

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイツ・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7月12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

すべて「ゴルディロックス(適度)」なのか？

» 私たちはなお「インフレなき成長と慎重な中銀」という環境に置かれており、状況は「差し当たり」良好に見えます。«



イェルン・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

債券市場においては、利回りの歴史的な低水準への回帰も、利回りの力強い上昇も、どちらも見込まれない

先進国・地域の大半で、金利は足元の水準からわずかに上昇する可能性が高い

すべてのクレジット資産（社債等）に投資機会があり、米国・欧州の投資適格債が魅力

米国の成長率は予想を下回りました。欧州では政治リスクが後退し、インフレ期待が低下しています。債券投資家には確かに、「最近ニュースが不足している」と不満を言う理由はまったくありませんでした。さらに、前例のない金融緩和策を縮小するに当たり、欧州中央銀行(ECB)が米連邦準備制度理事会(FRB)にいつ、どのように追随するのかを巡る観測があります。

こうした状況では、債券市場における利回りの歴史的な低水準への回帰も、利回りの力強い上昇も見込まれません。米国においては、「トランプフォリア(トランプ氏の米大統領当選後の高揚感)」が後退し、大規模な政策変更に関する懐疑的な見方にとって代わられています。一方、FRBは1-3月期の経済成長率がまたもや期待外れであったにもかかわらず、かねてからの政策路線を堅持しています。FRBは6月に政策金利を引き上げており、今後12ヵ月であと2回利上げを実施するでしょう。来年2月に任期満了を迎えるイエレンFRB議長は、年内には(実質的に追加利上げの代わりとなる)バランスシート縮小に関するFRBの計画のさらなる詳細も示すと考えられます。ユーロ圏の基調的な経済モメンタムは堅調で、中国も安定しているようです。

全体として、ゴルディロックス経済が再び主流になっていることは意外ではありません。世界経済は、「3びきのくま」の童話に出てくるポリッジ(お粥)のように、熱過ぎでも冷た過ぎでもないようです。市場の観点から見ると、ゴルディロックスという隠喩は、少なくとも社債に関しては極めて適切です。

ただし、これは国債には当てはまりません。先進国・地域の大半で、金利は足元の水準から上昇するでしょう。結果として、長期の米国債とドイツ国債の向こう12ヵ月のトータル・リターンはマイナス、またはせいぜいゼロ%近くになる可能性が高いと思われます。スプレッドがすでに圧迫されているイタリア国債やスペイン国債など、相対的にリスクが高い国債も、10年債に関してはプラスのトータル・リターンを提供できないかもしれません。

一方、これにより中銀がタカ派に転じる可能性は低くなっています。中銀は金融危機後に、コミュニケーション政策を改善していると言えるでしょう。その結果、世界は原油価格の動向など実体経済に打撃を与えるショックと比べて、金融政策によるショックを受けにくくなっているとも考えられます。言うまでもなく、量的緩和(QE)という前例のない試みがどのような結末を迎えるかは、時間が経ってみなければ分からないでしょう。しかし、それまでの間、当社はすべてのクレジット資産(社債等)に投資機会があるとみています。

社債市場の見通しは堅調

デフレーションが絶対リターンの重しになるとみられるものの、当社は米国および欧州の投資適格債に対する楽観的な見通しを堅持しています。リスク調整後ベースで見ると、投資適格債にはなお非常に大きな妙味があります。米国と欧州のいずれにおいても、こうした状況は資金流入と低水準の供給によってしっかりと支えられています。米国社債のファンダメンタルズは概ね安定的で、減税や規

制緩和といった政策変更から恩恵を受ける可能性があるでしょう。ユーロ圏経済も改善しています。

当社は、米国の銀行や不動産投資信託（REIT）、欧州の銀行や保険会社などの金融セクターを選好しています。また、米国のハイテク・セクターも選好する一方で、米国の公益事業、小売、生活必需品セクター、および欧州の通信、素材、エネルギー・セクターをアンダーウェイトしています。

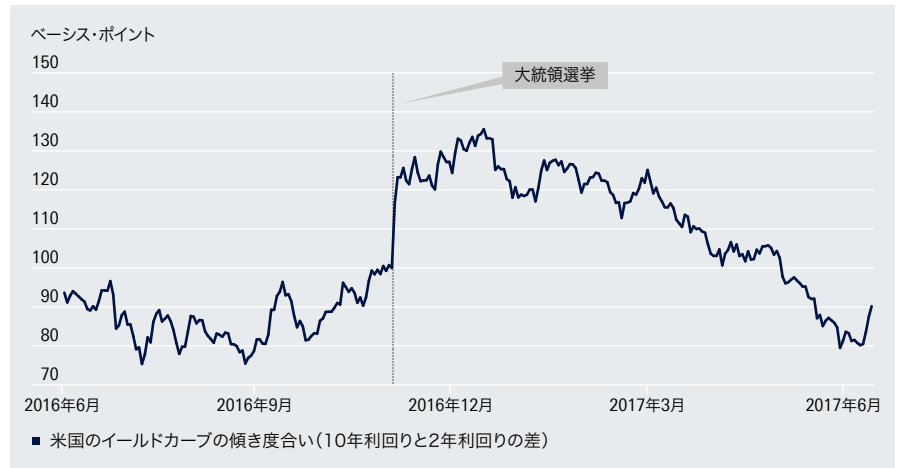
当社は高利回り社債に対する強気な見方を維持していますが、足元の水準からのさらなるスプレッド縮小は見込んでいません。中国に関する懸念や原油価格の一層の下落が最大のリスク要因であり、絶対利回りの水準も不安材料です。銘柄選択がカギとなります。

最後に、当社は新興国が最も興味深い資産クラスになると予想しています。これはソブリン債と社債の両方に当てはまります。特にアジアは、世界の景気回復と持続的な資金流入に大きく支えられているようです。状況は「差し当たり」良好です。しかし、とりわけ新興国投資において投資家が理解している通り、ゴルディロックス・シナリオが長く続くことはめったにありません。

ロシアのような原油輸出国にとって、原油価格のさらなる下落は最も差し迫ったリスクとなります。さらに、前回ゴルディロックス経済が話題になっていたのは、世界金融危機の直前の数年間であったことを想起すべきです。また、この童話の初期版においては、ゴルディロックスは「小さな美しい女の子」ではありません。「3びきのくま」のポリッジを食べてしまう侵入者は、「しわがきざまれたお婆さん」です。これは現在の息の長い景気回復に少し似ています。

米国のイールドカーブと「トランプフォリア」の後退

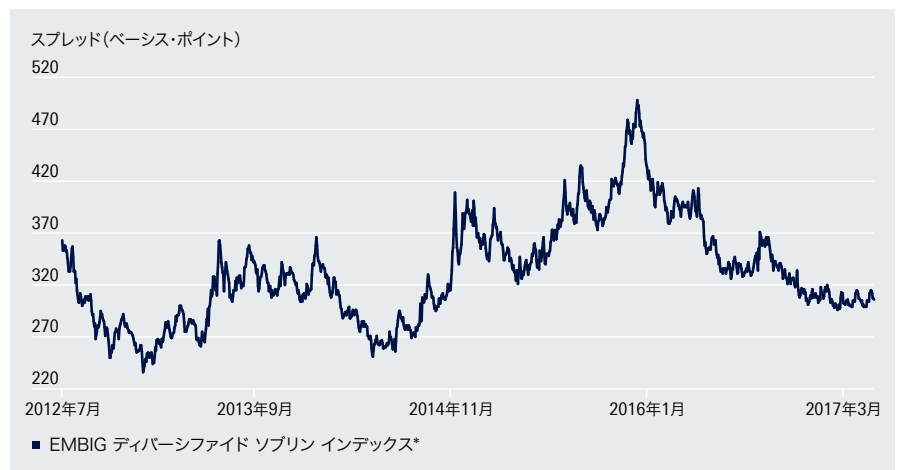
米国のイールドカーブは昨年11月の米大統領選挙後にステープ化しましたが、新政権に対する信頼感が弱まるのに伴い、再びフラット化しています。



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2017年6月28日時点

新興国のソブリン債スプレッドは縮小

新興国の外貨での借入れコストは低下しています。良好なソルベンシー指標と発行の少なさがその要因です。利回りの追求が続いています。



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、JPモルガン・チェース、2017年6月28日時点
*新興国の米ドル建てソブリン債の利回りと米国国債との利回り差

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7月12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

もはやパリティには達しない

》当社はユーロの対米ドル相場の12ヵ月予測を1ユーロ＝1.10米ドルに修正しています。《



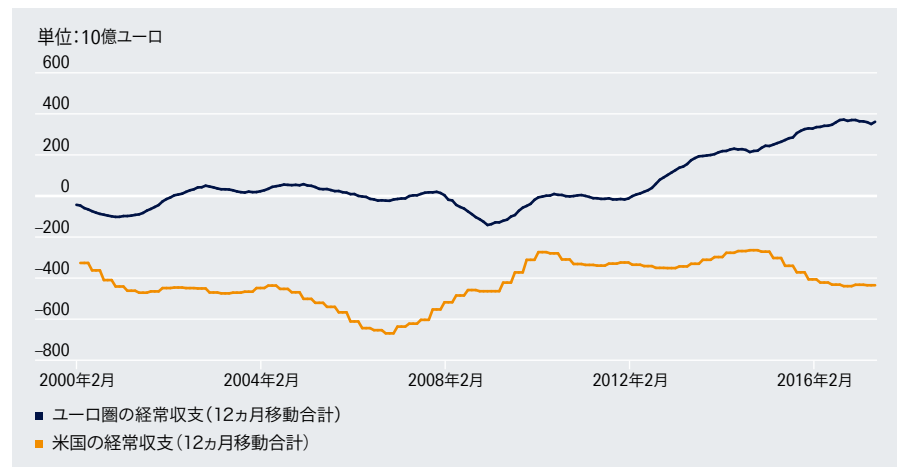
ダーク・アウフェルハイデ
チーフ・カレンシー・ストラテジスト

何事も永遠には続きません。2014年以降、当社は長期的見通しとしてユーロに対する米ドルの上昇を予測してきましたが、今では向こう12ヵ月のユーロの対米ドル相場の予測を1ユーロ＝1.10米ドルに修正しています。ユーロを選好する根拠を示すのは容易です。ユーロ圏は2012年以降、財・サービスの対外収支で多額の黒字を計上しており、黒字額は年換算で3,500億ユーロを超えています。これは、米国経済の一貫した多額の経常赤字とは対照的です。今後12ヵ月には、金利差もユーロに有利な方向に転じる可能性があります。現時点までに、欧州中央銀行(ECB)理事会が量的緩和(QE)プログラムからの出口戦略を検討し始める兆しが高まっています。為替レートは周期的に変動する傾向があり、すでに転換点を迎えているかもしれません。

ユーロ/米ドルが1.10にとどまり、それ以上は上昇しないと見込む理由は、市場があまりに急速に、あまりに多くのことをユーロ圏に期待し始めていると考えられるからです。確かに、欧州の政治リスクは最近の選挙、特にフランスでの選挙後に後退しています。一方、米国の政治は我々の記憶にあるどの時点よりも不安定であるように見えます。とはいえ、欧州単一通貨は依然として極めて脆弱なプロジェクトです。当社は、(1)その構造的な欠陥が補われていることのより明白な証拠が得られる、(2)欧州経済の相対的な強さを示す兆しが増える、(3)ECBがよりタカ派的になる、といった点が確認されない限りは、ユーロの対米ドル相場の予測をさらには修正しない予定です。ドイツの総選挙後に、「グランド・バーゲン(壮大な取引)」が成立する余地があるかもしれませんが、そこに至るまでには数々の政治ドラマがあるでしょう。

ユーロ圏と米国の経常収支

競争力の向上と域内貯蓄の増加に支えられ、ユーロ圏は全体として多額の経常黒字を計上しています。

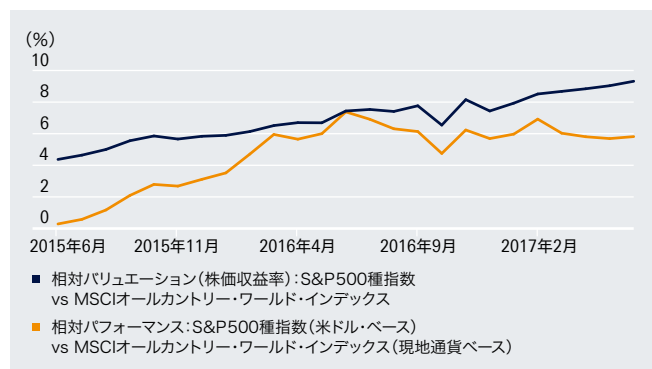


出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年6月21日時点

バリュエーションの概要

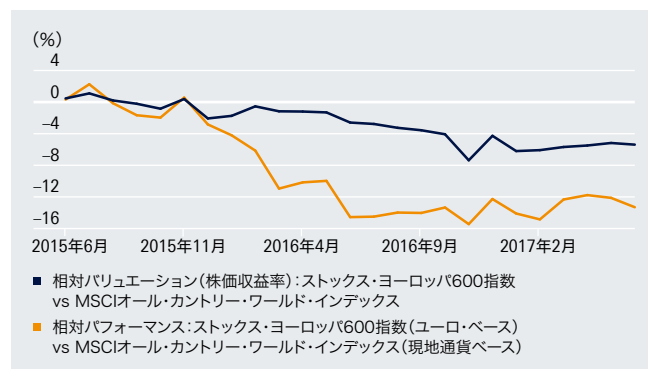
米国株式

米国の企業と消費者のセンチメントが良好で、第1四半期の企業業績が力強かったことから、S&P 500種指数の2017年の1株当たり利益 (EPS) 成長率は堅調と予想しています。割高なバリュエーション、米国の政策に対する期待の低下、原油安が市場に与える影響を踏まえ、当社は長期的な戦略としては「ニュートラル」な姿勢を維持する一方で、短期的な戦術としては「アンダーウェイト」にシフトしています。



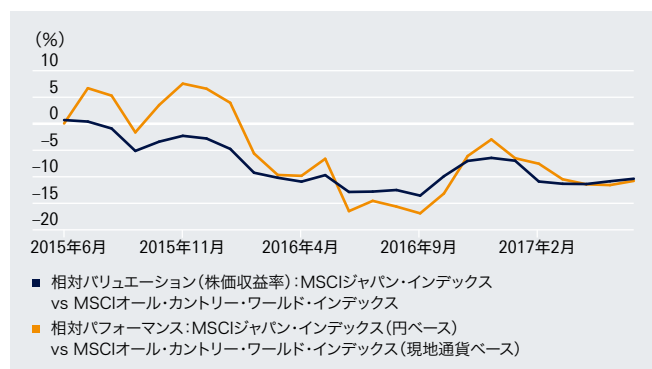
欧州株式

マクロン氏がフランス大統領選で勝利した後、欧州連合 (EU) 分裂に関する好ましくないニュースは話題に上らなくなっています。マクロ経済要因は株価にとってプラスであり、欧州中央銀行 (ECB) も同様です。今年これまでのところ、EPS (一株あたり利益) 成長率と売上高伸び率はいずれも予想を上回っています。当社は、企業の景況感指標が過去最高水準にあるドイツ市場を特に選好し、「オーバーウェイト」を継続しています。



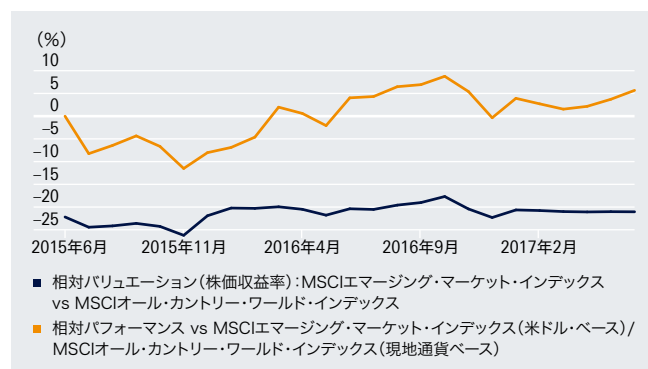
日本株式

企業が決算発表シーズンで当社の想定よりも良好な業績見通しを明らかにしているため、日本株の投資判断を「ニュートラル」に引き上げました。構造改革は緩やかながらも進展しており、バランスシートは強固なようです。日銀の政策にはなお疑問があります。朝鮮半島の政治的緊張と円高リスクがあることから、さらに強気の姿勢を取ることは控えています。



新興国株式

マクロ経済ファンダメンタルズの安定化、新興国間の貿易の増加、米国の金融や貿易の政策に関する懸念の後退、EPSの着実な回復はいずれもなお有効なトレンドです。改革の進展や、特にアジアにおける低いインフレ率、米ドル安期待を背景に投資判断を「オーバーウェイト」としている一方、中南米に関しては慎重な見方を維持しています。



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6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7月12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

株価の上昇は続いているが・・・

》経済がなお順調な軌道に乗っていることから、株式に関する当社の向こう12カ月の見通しは引き続き良好ですが、下落局面も予想されます。《



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

特に欧州と新興国の株式にはさらなる上昇余地がある見通し

しかし、高いバリュエーションや今年前半に調整が起きなかったことは、慎重になるべき理由

今回は、4月号のコメントを純粋に再利用したい気持ち強いことを認めざるを得ません。これは前回の内容が格別に素晴らしかったためではなく、投資家が今も、3月とまったく同じ自問を繰り返していると思われるからです。特に米国と欧州における最近の政治イベントを踏まえると、これは意外かもしれません。しかし、株式市場は政治情勢に極めて平然と反応し、いとも簡単に高値を更新したため、一部の投資家はむしろ神経質になり始めました。今年前半にS&P500種株価指数が1%以上変動したのはわずか4回で、ストックス・ヨーロッパ600指数については7回だけでした。ボラティリティがこのように低い現在は、リスク回避の投資家（例えばドイツの平均的な個人投資家）でさえ、この資産クラスを選好し始める時期ではないでしょうか。すべての株式ファンド・マネジャーは投資家心理のこうした変化を歓迎するでしょう。しかし、株式への新たな選好はすぐに弱まり、いつもの懐疑的な見方に逆戻りすることも考えられます。株価指数、特に米国の株価指数が事実やや先行して動いている、すなわち、事実を後追いつけるのではなく先取りしていることが懸念されます。そのため、米国株式は今年の夏か秋に下落する一定のリスクがあると思われます。経験からすると、他の指数も影響を受ける可能性があるでしょう。下落局面が比較的大きな調整という結果になった場合にはなおさらです。前回、相場調整がいかに迅速に

独自のマイナスの動きに発展し得るかを目の当たりにしたのは2016年の初めてでした。特に、慢心した投資家が多過ぎる場合には、こうした展開の可能性が高くなります。

現在、株式を支えるいくつかの要因があることに異論はありません。中銀が全般的に緩和姿勢を維持する中、世界の経済成長は今年加速するでしょう。さらに、1-3月期の良好な決算が4-6月期も継続する可能性を示す兆候があります。業績見通しに関して言えば、特にドイツの企業はかなり楽観的であるように思われます。当然ながら、こうした環境では、誰もが上昇相場の終わりを最初に予測し、予測が外れるリスクを負うことを望みません。また、時期尚早に市場を離れ、リターンを放棄することを望む投資家がいるのでしょうか。このため、投資家は投資を継続し、「今回は確実に指標の悪化に気付き、遅れずに対応できる」と考えて安心しようとしているのです。

無論、大半の投資家はサプライズや良好なモメンタム、そして景気サイクルでさえ永遠に続くことはあり得ないと十分に認識しています。それでも、景気サイクルは長期化しているというだけの理由で終わることはありません。経験豊富な市場参加者はなお驚きの目を向けていますが、目下の景気サイクルはフラットなものであるとはいえ長く続いています。

セクター：当社はグロース株を選好

今回の景気サイクルが例年になく好調であったことから、当社が選好するセクターはサイクルのいかなる段階においても典型的とは言えない組み合わせ(情報技術(IT)、金融、素材)となっています。ITセクターは強いシクリカル面での追い風がなくても売り上げを伸ばせると考えられます。一方、金融セクターはなお歴史的に見て割安な水準にあり、金利上昇の恩恵を受けるとみられます。株価の割安感、素材セクター、特にサブセクターでは金属や鉱業にも当てはまります。これらのサブセクターは、コモディティ価格の落ち着きや中国における引き続き安定した工業活動の恩恵も受けています。他のサブセクターである化学については、さらなる企業の合併・買収(M&A)活動がプラスになる可能性があるものの、当社はさほど有望とは考えていません。

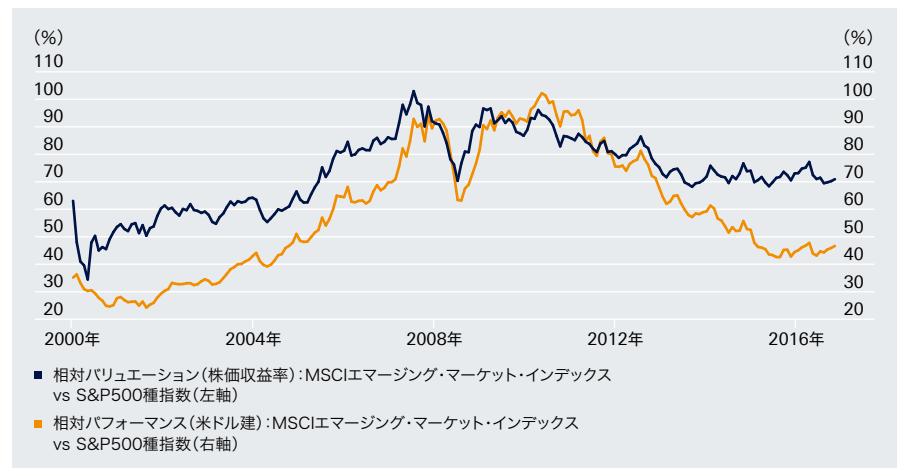
ヘルスケア・セクターとは対照的に、ITセクターの大企業のバリュエーションは高く、この分野の最大手企業間のM&A活動を想像することさえできない水準に達しています。世界の時価総額上位5社がこのセクターに属しており、そのうち4社はインターネット関連企業です。工業セクターのデジタル化が急ピッチで進んでおり、ITセキュリティ予算は拡大しています。また、消費者向けIT分野における短い製品・技術革新サイクルが終わる兆しはまったくありません。2000年のITバブルと比較して、このセクターは十分に利益を出しており、バリュエーションも他のセクターとは異なっています。

バリュー株(現在のような状況ではなかなか馴染めない表現です)の中では、当社はここしばらく金融銘柄を選好しています。このセクターは利上げから恩恵を受けます。また、多くの銀行が最近バランスシートを強化しており、今や増配を期待できるほどです。ここしばらくこのセクターの足かせとなってきた規制の波はピークを打ったようです。

当社は前述した3セクターの投資判断を据え置いている一方、エネルギー・セクターの投資判断を引き下げました。石油輸出国機構(OPEC)による減産延長が原油価格の安定化をもたらさなかったことから、現在ではこのセクターの投資判断を「ニュートラル」に戻しています。当社は3つのディフェンシブな金利敏感セクター(公益事業、情報通信、不動産)を「アンダーウェイト」としています。

新興国のトレンドの反転？

1年余り前までは、それまで数年間にわたり新興国株式がS&P500種指数に対してアンダーパフォームしていました。当社では今後一定期間アウトパフォームが続くと予想しています。



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6月26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7月12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

欧州の「離婚」

》ブレグジットや他の政治リスクは、ディスクリショナリー・マクロ戦略に
投資機会をもたらす可能性があります。《



当社の見解の概要

私たちは不確かな時代に生きている

大西洋の両側（米国と欧州）で政治的不透明感の高まりが見込まれる中、当社はディスクリショナリー・マクロ戦略に対して前向きな見方を維持

銘柄選択の投資環境も改善しており、株式マーケット・ニュートラル戦略は恩恵を享受する見通し

「離婚協議」が予想以上に速くまとまって、双方の関係者を驚かすことは滅多にありません。また、自分の弁護士が相手方との交渉の席に着く直前に、新たな「進撃指示」を与えることも問題の助けにはなりません。残念ながら、これこそがまさに英国が現在置かれている状況です。メイ首相は議会で過半数を占めていた議席を更に増やすことを目指して解散総選挙を実施しました。ところが、英国の有権者はハング・パーラメント（単独過半数を占める政党がない議会）を選択したのです。傷を負ったメイ首相は今や、政権の座に留まりながら再度の総選挙を回避するために、北アイルランド民主統一党の支持に頼らざるを得ない状況です。

こうした状況で、ブレグジット交渉の行方はこれまで以上に不透明になっています。現時点では、英国が欧州連合（EU）の一員であることから得られているメリットの多くを維持できる合意が成立する、いわゆる「ソフト・ブレグジット」の可能性がまずまず期待できそうです。また、EU離脱の決定が覆される可能性でさえ完全には排除できなくなっています。一方で、両者が瀬戸際政策を取ることににより悲惨な離脱に至るリスクも高まっています。

ヘッジファンドにとっては、こうした不透明感が投資機会を生み出してくれるかもしれません。例えば、ディスクリショナリー・マクロ戦略は今年1-3月期にはリスボン条約第50条の発動から恩恵を受けました。また、離脱交渉を巡る不透明感を背景に投資が継続したため、英国国債は今年1-3月期に屈指のパフォーマンスを記録した債券関連資産の一つでした。一部のファンドはこの動きから恩恵を受けましたが、他のファンドはそうではありませんでした。大陸欧州でも同じような

状況となり、フランスとオランダでの選挙リスクがボラティリティの主な源泉となりました。

投資機会の増加を見込む

政治リスクは欧州では足元で後退していますが、大西洋の反対側の米国では高まりつつあります。本稿執筆時点で、トランプ大統領の医療制度改革法案は「生命維持装置」の助けで生き長らえている状態であり、与党・共和党の分裂を反映しています。この状況は、法人税減税といった法制化が必要なトランプ大統領の他の政策の進展にとって良い兆候とは言えません。そして、我々がトランプ政権から学んだ教訓があるなら、それは想定外の出来事を想定する必要があるということです。

大西洋の両側（米国と欧州）で政治的不透明感の高まりが見込まれる中、当社はディスクリショナリー・マクロ戦略に対して前向きな見方を維持しています。金利の上昇、為替市場の変動、不安定なコモディティ市場も、この戦略にとっての投資機会を生み出してくれます。ヘッジファンド戦略全体の足元のパフォーマンスは良好であり、様々なディレクショナル戦略とレラティブ・バリュー戦略が牽引しています。しかし、1-3月期に見られたように、ディスクリショナリー・マクロ戦略においてマネジャー間のパフォーマンスの開きが極めて大きくなり得ることは注意が必要です。現在のような政治的に不安定な状況では適切なトレードを選択することが難しいこともあり、マネジャーの選択が依然として重要です。

他の戦略に目を向けると、株式市場における銘柄選択の投資環境が明らかに改善しています。特に、ペアワイズ法による

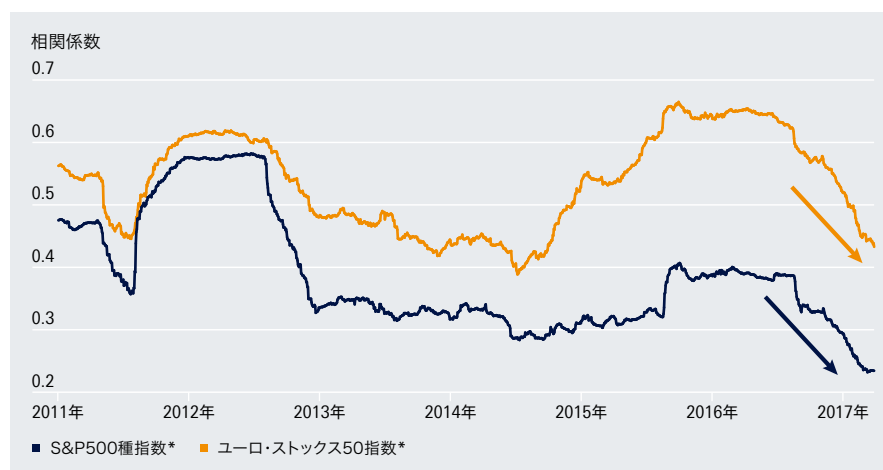
相関(ある株式と別の株式の2銘柄間の相関など)が低下して銘柄毎の乖離が大きくなる中、当社は株式マーケット・ニュートラル戦略の見通しを「ポジティブ」に引き上げました。同じ理由から、株式ロング・ショート戦略の見通しも引き上げましたが、市場の方向性に対するやや悲観的な見通しを踏まえて、「ニュートラル」に留めました。

イベント・ドリブン戦略も銘柄選択の投資環境の改善から恩恵を受けています。しかしながら、発表済み買収案件の合併スプレッドが比較的タイトな水準まで縮小している状況の中、合併アービトラージは難しくなりつつあります。足元では、案件数に加えて、影響はそれほどではないものの案件規模も縮小しています。投資戦略の評価項目である投資機会がある意味で限定的になっていることから、イベント・ドリブン戦略に対する見通しを「ニュートラル」に据え置きました。

コモディティ・トレーディング・アドバイザー(CTA)戦略は、ボラティリティの反発や、幅広い市場でのトレンド継続の可能性から恩恵を受けるでしょう。言うまでもなく、ボラティリティ上昇のタイミングや直接的な要因は誰にも分かりません。トランプ大統領が抱える問題やブレグジット関連の挫折が予想しうる原因かもしれませんが、低水準のボラティリティが続く可能性も排除できません。当社は金利の上昇によりパフォーマンスが伸び悩む可能性を考慮して、クレジット戦略に対して中立です。また、デフォルト率が依然として極めて低い水準に留まることから、ディストレスト戦略に対しては悲観的な見方を維持しています。

銘柄選択を重視する株式投資家への朗報

欧州と米国の株式市場では銘柄間の相関が一段と低下しています。これは個別の株式またはセクターの分析に特化しているヘッジファンドにとって朗報です。

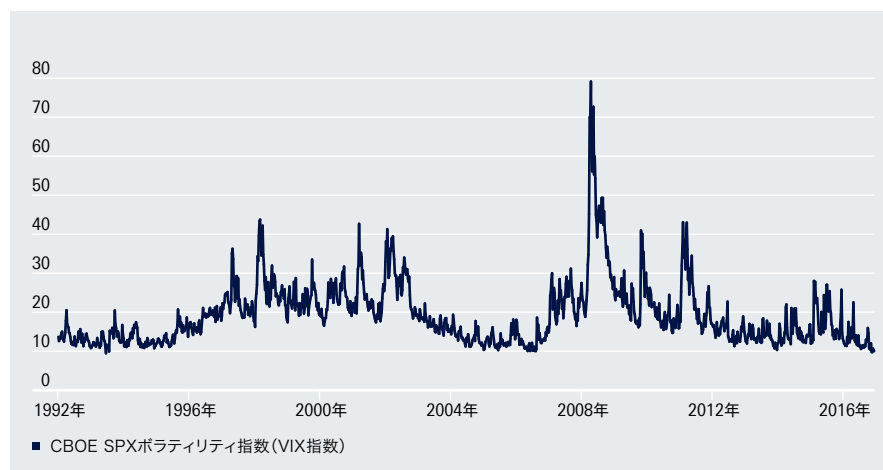


出所: ドイツ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH, 2017年3月31日時点

*チャートはS&P500種指数およびユーロ・ストックス50指数の構成銘柄間の相互相関(1年移動ベース、日次リターンを基に計算)

一方、ボラティリティは低位で推移

インプライド・ボラティリティは非常に低い水準で推移しています。ボラティリティの反発が起きれば、一部のヘッジファンド戦略、特に株式マーケット・ニュートラル戦略とディスクレショナリー・マクロ戦略に恩恵をもたらすでしょう。



出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年6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7月12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

悪天候に備えて傘を持ち運ぶ

》現在の景気サイクルの段階では、機敏に投資機会を伺う姿勢を保ちつつ、
市場の調整に対しても備えが必要です。《



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

現在の景気サイクルはさらに成熟しつつあるが、引き続き持ちこたえたと見込む

資産クラス間の配分とデュレーションの調整に関して、機敏さを保ちながらタクティカルな投資機会を伺っている

目先の市場の調整を活用するために手元流動性を引き上げている

傘を持って出かけるとたいてい雨が降らない、このような体験はフラストレーションの種になります。逆に、傘を持たずに出かけるとたいてい雨が降る、これもフラストレーションを引き起こします。長引くフラストレーションは胃痛の原因となるため、我々もできれば避けたいと考えています。しかし、我々は傘を持って出かけることは必要な用心だと考えています。なぜなら、実際に雨が降っているからだけではなく、我々の経験則でも、傘を持っていると雨が降らないことが多いからです。

これを資本市場の文脈に当てはめると、我々は「(結果的に)何でもなかったこと」に対してヘッジすることにはフラストレーションを感じないということです。もちろん、指数オプションのプレミアムのようにヘッジの対価としてプレミアムを支払うため、ヘッジ行動は「何でもないこと」に対して行うものではありません。現時点では、我々はプット・オプションを用いた直接的なヘッジは行っていません。代わりに、ポートフォリオのリスクを選択的に排除しつつ手元流動性を高める一方、指数コール・オプションを用いることで市場上昇の恩恵を部分的に期待しながら、損失のリスクを限定しています。

ボラティリティの上昇に長期にわたって賭け続けても収益を生まないという事実はあるものの、表面上は政治的サプライズには影響されずにボラティリティの低下が続く中、我々はボラティリティの上昇を見込んでいます。ただし、我々はボラティリティの上昇自体から収益を挙げようとしているのではなく、ポートフォリオ分散の機会として捉えています。

多くの材料が市場の継続的な上昇を示唆

誤解を避けるために申し上げますと、我々は様々な資産クラスに関する向こう12ヵ月間の見通しについて、いくつかの例外を除き、建設的な見方であることを強調したいと思います。景気サイクルが終盤に差し掛かる中、ゴルディロックス相場に共通する多くの要素、つまり低インフレと市場融和的な中央銀行の姿勢を背景に過熱も冷え込みもない適度な経済状況は、投資家を甘やかし続けています。また、企業利益が増加している事実はポジティブな市場心理を示すとともに、懐疑的な株式投資家の期待を裏切るものです。

そのような中でも、我々に警戒心を抱かせる材料も存在しています。例えば、先に述べたように多くのリスク資産の記録的な低ボラティリティは、裏を返せば多くのリスク配分に特化した運用戦略がリスク資産の比率を高める結果となります。このように、多くの投資家が継続的なボラティリティの低下を見込むような状況は、一定規模の市場調整が自己強化的な下降局面に短期間で変わる可能性を含みます。また、当社のサプライズ指標の低下が示すように、すべての市場指標がプラスといった訳でもありません。例えば、低迷する原油価格は米国のハイ・イールド債券市場を中心に危機をもたらす可能性があります。さらに、投資家は米国イールドカーブの一段のフラット化から、先行きに対するネガティブな市場心理を読み取る可能性もあります。また、ロンドンやワシントンD.C.が震源となる政治的サプライズの可能性は述べるまでもありません。

手元流動性の引き上げ

現時点で明らかなのは、資本市場が興じているパーティを少なくとも中断させるような興ざめな材料には事欠かないということです。そこで我々は、市場の調整局面（ただし、現在の投資環境を前提）でリスク資産のポジションを再構築するために手元流動性を保持しています。具体的には、現金、短期債券、金、米国利付証券のポジションを引き上げました。

これとは別に、当社は主として相対価値に基づく投資戦略の活用により、現在の市場環境の下で収益を上げるように努めています。株式については、欧州と新興国を米国よりも選好しています。新興国資産については、ハイ・イールド社債の保有を減らす一方で、主要通貨建て債券を選好しています。欧州については、当社の新たな為替見通しに基づいてポジション変更を進めています。外貨建て資産への投資については、2014～2016年の期間とは異なりユーロ安による追い風の恩恵がもはや期待できない状況ですが、逆風に直面している訳でもありません。以上が、今のところは自信を持って傘を閉じたまま歩き続けられる理由の一部です。

ブレグジット(Brexit)の1周年により1年ボラティリティは低下

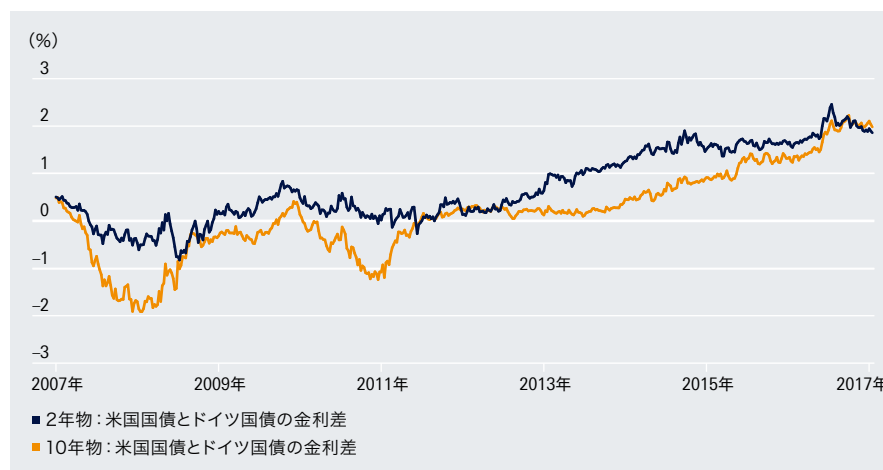
1年が経過し、ブレグジット投票の影響が1年ボラティリティ指数から消滅



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6月27日時点

大西洋を隔てた金利差の拡大は終焉？

ドラギ氏の「whatever it takes(なんでもする)」(2012年)とバーナンキ氏の「taper tantrum(テーパー・タントラム)」(2013年)を受けて米欧の金利差は拡大してきました¹。果たしてピークは越えたのでしょうか？



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH、2017年6月28日時点

¹ 2012年、ECB(欧州中央銀行)のマリオ・ドラギ総裁は記者会見で、ECBはユーロを共通通貨として維持するためには「なんでもする」つもりである、と発言しました。その結果、ドイツ国債の利回りは低水準に留まるとともに、他のユーロ圏国債の利回りは著しく低下しました。一方、米国では2013年に、連邦準備制度理事会(FRB)のベン・バーナンキ議長(当時)がFRBはその債券買入プログラムを徐々に「テーパー(縮小)」していく予定だと発言したことが金利の急騰を引き起こしました。徐々に縮小する意図は、まさにそのような急激な市場の反応を避けるためであったことから、市場ではこの反応を「tantrum(かんしゃく)」と呼びました。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメント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7月12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

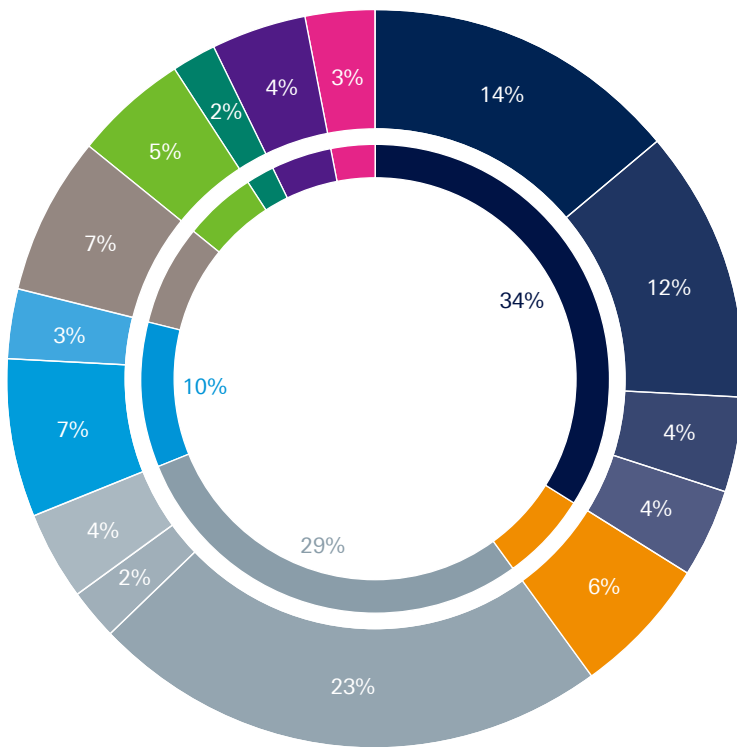
万が一に備えるための手元流動性

》リスク資産の入れ替えにより、手元流動性を引き上げました。《

投資環境が大きく変わっていないことから、当社は基本ポートフォリオに若干の調整を加えたのみです。現在のポジションは、株価の上昇と金利の緩やかな上昇を前提としていることに変わりはないものの、現在は米国よりも欧州に対して

ポジティブな見方をしています。新興国市場の回復は続いており、主要通貨建て債券とアジア株式を 선호しています。一方、米国と欧州のハイ・イールド債券は、堅調な推移の後だけに、より慎重な見方をしています。投資適格債券を引き続き

選好していますが、現在はさらに選別を進めています。ヘッジと分散投資の観点、およびボラティリティ上昇の見通しから、金と一部の景気循環型コモディティのポジションを引き上げました。



■ 先進国株式	34%
米国	14%
欧州	12%
日本	4%
グローバル株式	4%
■ 新興国株式	6%
■ 債券・社債	29%
ユーロ投資適格社債	23%
米国投資適格社債	2%
ユーロ・ハイ・イールド社債	0%
米国ハイ・イールド社債	4%
■ 債券・国債	10%
ユーロ圏国債	7%
米国国債	3%
■ 債券・新興国 (主要通貨建て)	7%
■ 転換社債(ユーロ・ヘッジ)	5%
■ 現金	2%
■ コモディティ	4%
■ オルタナティブ投資	3%

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6月29日時点

上記円チャートは、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。

ところにより曇り

》2つの指標が下落傾向を示していますが、投資家はリスクテイクに前向きです。《

足元で金融市場には少し陰りが出てきました。これは当社のマルチアセット指標の二極化の動きにも表れています。具体的には、リスク指標が直近数週間にわたり比較的高い水準で推移して好ましい投資環境を示唆する一方で、マクロ経済環境は直近3カ月間で軟化しているようです。

マクロ指標は直近3カ月間で30ポイント以上低下して、10あるサブ指標のうち9指標が悪化しました。唯一改善したのは米国労働市場に関するサブ指標でした。とはいえ、マクロ指標は依然としてプラスの領域に留まっています。

一方、サプライズ指標はプラスの水準を維持できませんでした。主要地域のサプライズ指標は、経済実態がアナリストの期待に追いついていないことを示唆しますが、この状況は米国とアジアで顕著です。これら2地域では期待が相当高かったため、期待を上回することはほぼ不可能だったとも言えます。特に、米国では著しいプラスからマイナスの領域まで落ち込みました。

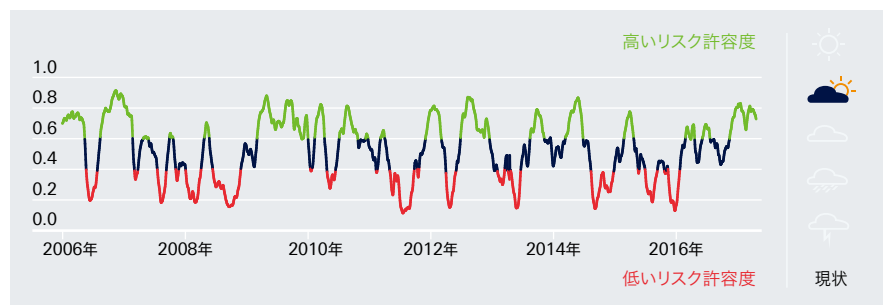
マクロ指標

マクロ指標は広範な経済指標を集約したものです。



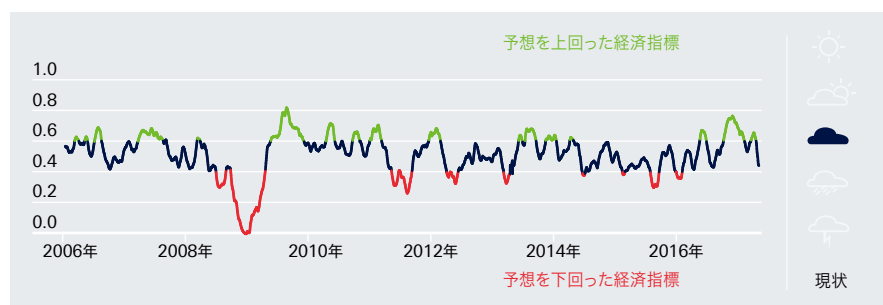
リスク指標

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

サプライズ指標は市場のコンセンサス予想と比べた実際の経済指標を追跡するものです。



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、2017年6月23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7月12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

マクロ経済 | 全体的に堅調

GDP成長率(対前年比、単位:%)

地域	2017年(予測)	2018年(予測)
米国 ¹	2.1 ↗	2.3
ユーロ圏	1.8 ↘	1.6
英国	1.6 ↘	1.3
日本	1.1 ↗	1.5
中国	6.5 ↘	6.3
世界	3.5 ↗	3.7

消費者物価指数(単位:%)

地域	2017年(予測)	2018年(予測)
米国 ¹	1.7 ↗	1.9
ユーロ圏	1.6 ↘	1.4
英国	2.7 ↘	2.5
日本	0.7 ↗	1.0
中国	2.2 ↗	2.5

指標金利(単位:%)

地域	現在値*	2018年6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 →	0.25
日本	0.00 →	0.00
中国	4.35 →	4.35

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

予測は2017年6月22日時点の見通しです

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2017年6月30日時点

¹ コアレート、12月個人消費支出(前年同月比)(%)

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, 2017年6月30日時点

財政赤字(対GDP比、単位:%)

地域	2017年(予測)	2018年(予測)
米国	3.2 ↗	3.4
ユーロ圏	1.5 →	1.5
英国	3.3 ↗	3.5
日本	5.2 ↘	5.0
中国	3.4 ↘	3.2

経常収支(対GDP比、単位:%)

地域	2017年(予測)	2018年(予測)
米国	-2.9 ↘	-3.1
ユーロ圏	2.9 ↘	2.7
英国	-3.5 →	-3.5
日本	3.2 →	3.2
中国	2.2 ↗	2.4

商品市況(米ドル建)

	現在値*	2018年6月(予測)
原油(WTI)	46 ↗	50
金	1,242 ↘	1,200
銅(LME)	5,937 ↘	5,000

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7月12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 | 地域を選別

	現在値*		2018年6月 (予測)	トータルリターン (予測)**		企業利益成長率 (予測)	株価収益率 への影響	配当利回り
			予測値	単位: %				
米国(S&P 500種指数)	2,423	→	2,450	3.4		10%	-8%	2.3%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	379	↗	400	9.1		12%	-7%	3.7%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	3,442	↗	3,650	9.8		11%	-5%	3.8%
ドイツ(DAX 指数) ¹	12,325	↗	13,400	8.7		9%	-4%	3.1%
英国(FTSE100種指数)	7,313	↗	7,500	5.4		12%	-9%	4.2%
スイス(SMI指数)	8,907	→	8,750	1.5		10%	-11%	3.3%
日本(MSCI ジャパンインデックス)	959	→	970	3.5		12%	-10%	2.3%
MSCI エマージング・マーケット・インデックス(米ドル建)	1,011	↗	1,050	6.6		14%	-8%	2.7%
MSCI AC アジア 除く日本インデックス(米ドル建)	625	↗	660	8.1		16%	-9%	2.6%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,544	→	2,550	3.1		17%	-13%	2.9%

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ファクトセット・リサーチ・システムズ、2017年6月30日時点

** 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。

¹ トータルリターンインデックス(配当込)

債券 | 金利はわずかに上昇

米国

	現在値*		2018年6月(予測)
米国国債(10年物)	2.30%	↗	2.60%
米国地方債	85%	↗	93%
米国投資適格社債	103 bp	→	100 bp
米国ハイ・イールド社債	364 bp	→	380 bp
証券化商品: 米国住宅ローン 担保証券 ¹	87 bp	↗	100 bp

欧州

	現在値*		2018年6月(予測)
ドイツ国債(10年物)	0.47%	↗	0.80%
英国国債(10年物)	1.26%	↗	1.40%
ユーロ投資適格社債 ²	108 bp	↘	100 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債 ²	268 bp	↗	290 bp
証券化商品: カバード・ボンド	46 bp	↗	75 bp
イタリア国債(10年物) ²	168 bp	↗	180 bp

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

* 出所: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2017年6月30日時点

予測は2017年6月22日時点の見通しです。bp=ベース・ポイント

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、2017年6月30日時点

アジア太平洋

	現在値*		2018年6月(予測)
日本国債(10年物)	0.09%	→	0.10%
アジア社債	232 bp	→	225 bp

世界

	現在値*		2018年6月(予測)
新興国国債	308 bp	↘	285 bp
新興国社債	306 bp	↘	280 bp

為替相場

	現在値*		2018年6月(予測)
ユーロ(対 米ドル)	1.14	↘	1.10
米ドル(対 日本円)	112.4	↗	115.0
ユーロ(対 英ポンド)	0.88	→	0.89
英ポンド(対 米ドル)	1.30	↘	1.23
米ドル(対 中国元)	6.78	↗	6.90

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7月19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について

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7,230億ユーロ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3月末時点

