Deutsche
Asset Management

ドイチェ・アセット・マネジメント

CIOビュー

クオータリー　2016年10月





債務

もたらすものは混乱か、それとも恩恵か？

高揚感とためらいの間で

株価指数は過去最高に迫り、原油価格は安定し、そして夏場に生じた英国の欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）、中国、イタリアなどを巡る懸念は薄れました。今では各中央銀行の極めて寛大な金融政策に加え、各国政府も大規模な財政支出を開始する可能性があります。目下の相場上昇は、市場に対する明るい見通しによって煽られているものではなく、景気回復に対して懸念があるがゆえに実施されている強力な金融緩和が下支えしていることは明らかです。では、金融緩和に加えて財政支出が期待される現状では、相場は高揚感に包まれて上昇すると考えるべきなのでしょうか？

今回のCIOビューでは、こうした環境においては冷静なアプローチを取るようお勧めするとともに、その理由を説明します。特に先進国市場では、経済成長は依然として緩やかであり、これを理由に多くの中銀は今も政府による後押しを望んでいます。一方、政府は構造改革に苦労しているようで、むしろ財政出動が検討されるかもしれません。先進国市場においてさえ、不透明な政治環境にこれらの不確実性が重しとなって加わります。ブレグジットはまだ着地点が見えておらず、政府と企業にとって徐々にとはいえ確実に頭痛の種になりつつあります。イタリアでは国民投票が迫っており、そこで憲法改正が否決されれば、ほぼ間違いなく同国、特に銀行セクターの脆弱な状況に拍車がかかるでしょう。さらに、米国に目を向けると、2名の大統領候補者に1つの共通点があります。それは「両者とも非常に多くの国民に支持されていないと思われる」ということです。政治に左右される株式市場が短命に終わると考えている投資家は英ポンドの動き、あるいは米大統領選のバロメーターのように動くメキシコ・ペソを見れば分かりやすいでしょう。これは、「新興国市場がいまだいかに先進国市場に依存しているか」を示す一例に過ぎません。新興国市場の目下の安定を巡る高揚感の中でこれを肝に銘じておくことが重要です。原油価格や米ドル高、あるいは中国の輸入需要の減退など、いくつかの要因が新興国市場の夏場の「夢物語」に終止符を打つ恐れがあります。

それでも、新興国市場はまだしばらく、他の大半の資産クラスと同様に中銀の寛大さに頼ることが可能です。緩和的な金融政策が近いうちに終了される兆しはまだほとんどなく、そうなる可能性も高くありません。米連邦準備制度理事会（FRB）は、短期的な景気循環に関する懸念よりもより長期の視点での構造的な懸念から利上げに消極的であることを次第に強調し始めています。

これらはどれも、高揚感をもたらす材料のようには見えません。確かに、ここではリスクだけに言及してきました。それは、目立った報道がなくなってきたという理由だけでこうした落とし穴を過小評価するのは危険だからです。状況はそれほど悪いわけではないため、当社は慎重でありながらも楽観的な見方を維持しています。実際、大半の国や地域は、さえない環境の中でも成長しています。結局のところ、多くの資産クラスに関しては慎重な楽観が最善の行動指針なのです。当社は市場が小動きであることを望んでいます。そうした中でも堅調なリターンを達成する機会は存在するからです。



ステファン・クロイツカンプ
チーフ・インベストメント・オフィサー

夏場に生じたリスクの多くは姿を消して市場の回復に拍車をかけましたが、それらは永久に消え去ったわけではありません。当社は慎重な姿勢を維持しています。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメントが作成したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。上記の予測は、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

ドイチェ・アセット・マネジメント

CIOビュー

クオータリー　2016年10月

フォーカス

6 債務―もたらすものは混乱か、それとも恩恵か?

マクロ経済

8 高まる政治的緊張
10 ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し
11 コモディティ

債券

12 各国中央銀行の寛大さ
14 ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し
15 為替

株式

16 低金利環境が株式市場にとって好シナリオとなりうる可能性
18 バリュエーションの概要
19 ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し

オルタナティブ

20 インフラストラクチャー:実物資産の先に
21 リキッド・オルタナティブ:ロング・ショート株式戦略の概要

マルチアセット

22 冷静に運用を継続
24 アロケーション
25 指標

ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し

26 マクロ経済・債券・株式の見通し

会社概要

29 チーフ・インベストメント・オフィス、ドイチェ・アセット・マネジメントについて



フォーカス

借入れを財源とする景気刺激策を求める声が次第に大きくなっています。一方、新たな債務は成長を加速させるのか、それとも長期的には経済発展を頓挫させる恐れがあるのかを巡って議論が続いています。



マクロ経済

ブレグジットの決定を受けて、英国への投資には減速感が見え始めています。他の政治的な不透明感も相まって、ユーロ圏の成長は弱まる見通しです。米国経済は引き続き緩やかに成長すると見込まれます。



コモディティ

原油市場のファンダメンタルズと在庫水準を勘案すると、原油価格は若干の上昇が予想されます。金は政治的不透明感と低金利の恩恵を受けると考えられます。



債券

年初以降、当社は国債および社債市場において、新興国債券に対する選好を徐々に高めています。また、引き続き米国と欧州の投資適格社債を選好しています。



為替

各国中央銀行は（名目）イールドカーブ・コントロールにより、なお影響力を発揮しています。しかし、足元で通貨は、実質金利差に大きく左右されています。



株式

低金利環境が継続していることでバリュエーションは上昇し易い環境にありますが、それは正しい見方ではないでしょう。低金利は株式にとって「混乱」をもたらすものであるとともに「恩恵」とも考えられます。



インフラストラクチャー

安定的な収益構造と配当の高さなどから、インフラ資産が注目を集めています。この資産クラスにとっての主なリスクは、インフレ調整後の金利の予期せぬ上昇でしょう。



流動性の高いオルタナティブ資産

今年はロング・ショート株式戦略にとって決していい一年ではありませんでした。状況はすぐに好転しそうにありません。当社は引き続き、他の資産クラスにより良好な投資機会があると考えています。



マルチアセット

今はリターンを生み出すのが難しい局面にあります。当社は引き続き、リスク調整後でインカム・ゲインをもたらす資産、すなわち相対的に高い利回りを持つ債券や株式を選好しています。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメントが作成したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。上記の予測は、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

債務―もたらすものは混乱か、それとも恩恵か?

» 借入れを財源とする景気刺激策を求める声が次第に大きくなっています。
新たな債務は成長を加速させるのでしょうか、
それとも長期的には経済成長を頓挫させる恐れがあるのでしょうか。«

中銀の超緩和的な金融政策にもかかわらず、経済成長は緩やかで、インフレ期待は依然低い状況です。そのため、借入れを財源とする景気刺激策を求める声が次第に大きくなっているのも不思議ではありません。一方で反対意見もあり、中でもカーメン・ラインハート、ヴィンセント・ラインハート、ケネス・ロゴフの研究が注目に値します。この3人のエコノミストによると、政府債務残高比率(対国内総生産GDP比)が90%を超えると経済成長率は低下する傾向があります。

これに対して、トーマス・ハーンドン、マイケル・アッシュ、ロバート・ポーリンはこの分析にはいくつかの欠陥があると指摘し、言及された90%という数字に疑義を呈しています。さらに、公的債務に注目するだけで十分であるかも疑問です。これは政府が借金の全額を、長期的な成長につながらない、おそらくは低下させる可能性すらある1回限りのプロジェクトに投じる場合にしか当てはまらないように思えます。しかし、政府はインフラや教育に投資をし、それによって企業活動の環境全体を改善することもできるのです。そうすれば、成長率と税収はやがて押し上げられるでしょう。さらに、公的部門の債務だけに焦点を当てる理由はありません。

民間部門でも、借入れを元手とする消費ブームが起きるかもしれません。最終的には、借入れを財源とする企業投資は必ずしも成長をもたらしません。投資判断が誤っていれば、効果がまったく現れない可能性もあります。

原因と結果

公的債務がすべてというわけではないということは、1930年代の米国を振り返れば明確に分かります。当時、政府債務残高比率(対国内総生産GDP比)が高かったのは民間部門の負債の大きさが原因でした。「債務比率の高さが結果として1929年から1933年までの世界恐慌を引き起こした」という主張が良く論じられています。しかし、債務比率が上昇したのは主に危機が始まった後であり、実際には名目GDPが急激に低下したことが債務比率の著しい上昇の原因となったのです。

もっとも、政府債務残高比率(対国内総生産GDP比)だけを見ても全体像は分かりません。債務比率は、1人当たりGDPとの関係も検証する必要があります。結局のところ、富が増えれば、個人や企業が債務・GDP比率の上昇に耐える力も強まるのです。逆に、ある国の1人当たりGDPが一定の値を上回っていなければ、少ない富を背景に貯金率は低下するでしょう。

したがって、米国の富(すなわち1人当たり実質GDP)と債務比率の関係を検証することは有用です。1928年に、富に対する債務の比率は過去長期的平均をはるかに上回っていました。これは、米国経済の状況がやや脆弱だったことを示唆しています。金融および財政政策当局の反応が鈍かったことで、1929年にニューヨーク株式市場が暴落し世界的な景気後退に発展しました。

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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

1933年になってようやく、ニューディール政策の下で一連の社会・経済改革が実施され、金融政策も緩和されました。これらの政策措置の結果、富に対する総債務の比率は低下し始めました。第二次世界大戦によって、米国政府は財政支出プログラムの非常に大幅な拡大を余儀なくされました。その結果生じた成長率の押し上げ効果によって、GDPに対する総債務の比率と1人当たりGDPに対する総債務の比率はいずれも低下し続けました。この動きは金利が1942年から1951年まで法令によって低水準に固定されたことでさらに促進されました。債務比率は1980年代半ばに上昇し始めましたが、債務の持続可能性はわずかに変動したに過ぎず、1人当たり所得の増加のおかげで債務比率は低水準にとどまりました。

債務の持続可能性に関する指標

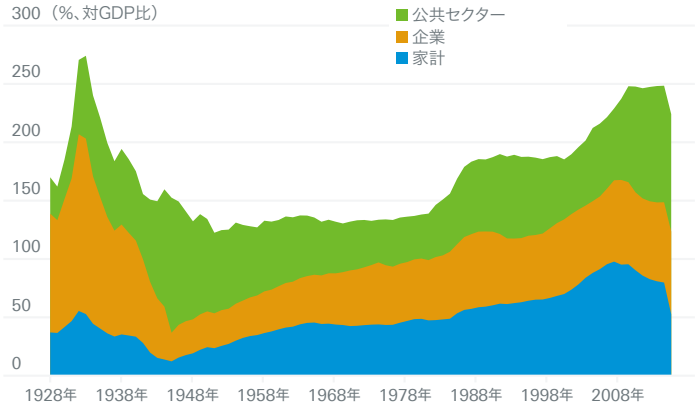
こうした事例からすると、「債務比率の上昇は長期的に見て米国の成長の妨げとなる」という懸念はやや行き過ぎであると思われます。同じことは、1人当たりGDPに対する債務の比率が相対的に低い英国やドイツといった他の国にも当てはまるでしょう。そのため、(特に長期的な成長を後押しし得る慎重で効率的な)財政刺激策を実施する余地があることは明らかです。 ■

[1] 2012年4月のNBERワーキング・ペーパーNo.18015「Debt Overhangs: Past And Present」:カーメン・M・ラインハート、ヴィンセント・R・ラインハート、ケネス・S・ロゴフ著

[2] 2013年4月のワーキング・ペーパー「Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff」:トーマス・ハーンドン、マイケル・アッシュ、ロバート・ポーリン著

債務比率は高水準に

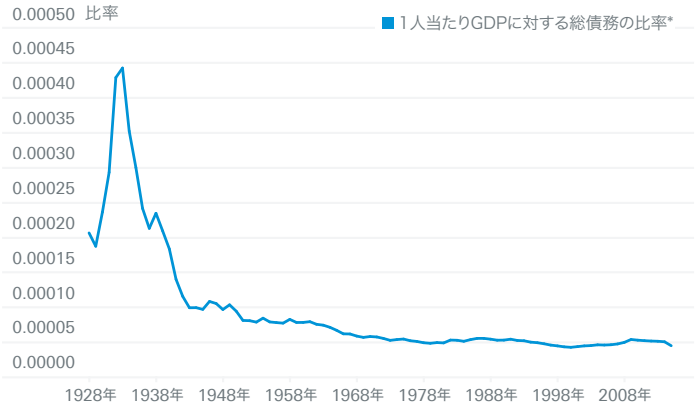
1928年には債務・GDP比率はかなり高い水準にあり、1930年以降の上昇はGDPの縮小によるものでした。現在、債務・GDP比率は当時と同程度の高水準に達しています。



出所:米連邦準備制度理事会、米経済分析局
MeasuringWorth.com、2016年9月16日時点

富に対する債務の比率

1928～1945年にはこの比率は非常に高水準でした。その後1970年代半ばには底打ちし、それ以降は横ばい傾向にあります。



*1人当たりGDPに対する総債務の比率
出所:米連邦準備制度理事会、米経済分析局
MeasuringWorth.com、2016年9月16日時点

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメントが作成したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。上記の予測は、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

高まる政治的緊張

» 先進国経済は緩やかな成長が続くと予想されますが、各国は金融緩和策を継続すると思われます。米国大統領選挙の行方や政治的混迷から、先行き不透明感が生じています。«



フィル・プール
グローバル・リサーチ責任者

今後の予想

- 英国のEU離脱（ブレグジット）の影響で、英国内の投資は減少。
- 米連邦準備制度理事会は、政策金利を徐々に切り上げへ。
- 欧州中央銀行は、量的金融緩和を継続。

国民投票から3カ月が過ぎましたが、英国は未だに不透明感が残っています。景況感指数の一つである英国の購買担当者景気指数（PMI）は、7月に4.8ポイント下落して47.6をつけた後、8月に53.6へと50を超えるレベルに回復しました。購買担当者の過半数が景気回復に自信を取り戻したと言えます。イングランド銀行（BoE）が政策金利を引き下げたことがPMIの回復につながり、また消費意欲を高め、不動産市場を落ち着かせる効果もありました。

英ポンドが下落した影響で輸出も堅調でした。この点から当社は、英国の2016年GDP（国内総生産）予想を1.3%から1.8%に引き上げました。ただし、長期的にはブレグジットが経済に悪影響を及ぼすと考えられます。人々が欧州連合（EU）市場へ自由に行き来できることをEUが求めているのに対し、英国はこの点に関する政策を明らかにしていません。今後、英国に対して、EU市場へのアクセスがどのような形で認められるのかは不透明です。この不透明感が英国への投資の減退につながり、これがさらに労働市場や個人消費に悪影響を与え、最終的には経済成長の鈍化をもたらすのです。

欧州連合は安定を維持

ブレグジットによってEUが政治的に不安定になるとの懸念は過度の心配であったことが明らかとなりました。一方で、ブレグジットにより、EUとユーロ圏双方を強化するための政治的改革の話し合いが加速することとなりました。現在のところ、EUとユーロ圏に引き続き決定権を持たせておくという考えが大勢を占めていますが、これでは改革のスピードを大幅に鈍らせる恐れがあります。

当社は、2016年上半期の堅調さを受けて、ユーロ圏のGDP成長率予想を0.1パーセント・ポイント引き上げて1.5%としました。労働市場の緩やかな改善と賃金の上昇により個人消費が拡大しており、これが経済成長の原動力となっています。また、限定的ではありますが、財政出動による経済刺激策も上積みされています。

当社では、2017年のGDP成長率はわずかながら鈍化すると見ています。ユーロ圏の輸出の7%以上は英国向けですが、ブレグジットの影響を読み切れない現状では、これらの輸出量が維持されるかは不透明です。さらには、政権樹立に手間取っているスペイン、今年の10-12月期に憲法改正を控えるイタリア、米国の大統領選挙などの不安定な政治状況も経済成長に影響を

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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

与えそうです。オランダ、ドイツおよびフランスでも2017年に大統領選挙や議会選挙が予定されています。これらに加え、中東やウクライナの地政学的リスクも、引き続き投資の障壁となっています。

各国中央銀行は当面現状維持

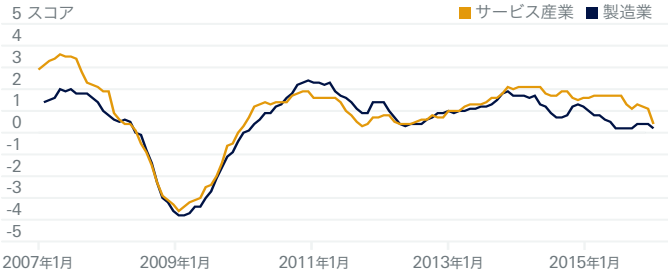
欧州中央銀行（ECB）は、現状の緩やかな経済成長と低インフレを受けて、12月に開かれる会合で、現在の量的金融緩和策を2017年9月まで延長する見込みです。しかし、ECBは、緩和的な金融政策だけで経済成長率を底上げすることはできず、構造改革も必要になると注意を促しています。ユーロ圏には構造改革を実行している国もありますが、改革のスピードは緩慢な状況が続いています。

経済規模の大きい先進国の中では、日本が依然として停滞しています。政府の財政出動や極めて大規模な金融緩和政策を実施しているにもかかわらず、2017年の経済成長率は0.7%に、消費者物価指数も0.2%の上昇にとどまると見込んでいます。過度な規制や労働人口の減少が引き続き日本経済活性化の足かせとなっています。

米国では、2016年上半期に在庫調整が進んだため経済成長率が低下しましたが、この調整がほぼ終了した現在、焦点は労働需給に移りつつあります。多くのエコノミストは、低い失業率と上昇する労働参加率や賃金を考慮して、個人消費の拡大トレンドを予想しています。›

英国：投資の減少が経済成長を阻害

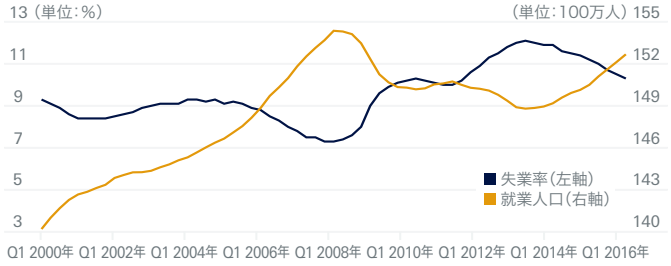
ブレグジットに起因する不透明感から、英国企業では既に動揺が始まっています。



出所：イングランド銀行、トムソン・ロイター・データストリーム、2016年9月時点

ユーロ圏：段階的な改善

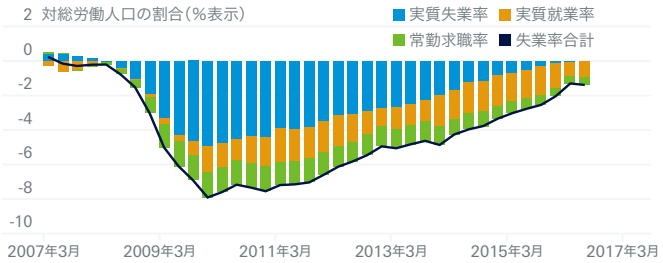
失業率が低下し就業人口が増加すると、賃金の緩やかな上昇が視野に入ってきます。



出所：ユーロスタット、ECB、トムソン・ロイター・データストリーム、2016年9月20日時点

米国：完全雇用状態まで余地あり

米国失業率の数値は、米国が完全雇用状態にあることを示していますが、まだ余地があります。



実質失業率＝失業率実数—自然失業率推計値
実質就業率＝就業率実数—循環的調整雇用就業率推計値
常勤求職率＝（常勤を求職しているパートタイム労働者率—景気後退期以前の率）の1/2
出所：議会予算局、米労働省、2016年9月20日現在

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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し

» 世界経済は成長を続けるものの、そのペースは緩やかです。
新興国経済は安定性が回復する一方、先進国経済は
その勢いを失いつつあります。«

世界経済は2017年も緩やかな成長が続くものと思われますが、大部分は新興国によるものと予想しています。その理由の一つとして、コモディティ価格が安定し、原材料を輸出する新興国に利益をもたらすことが挙げられます。また、多くの新興国が改革に取り組み始めていることも要因です。その一方で、中国経済は勢いを失いつつあります。■

GDP成長率（単位：%）

	2016年（予測）		2017年（予測）
米国	1.5	↗	2.0
ユーロ圏	1.5	↘	1.2
英国	1.8	↘	0.8
日本	0.5	↗	0.7
中国	6.3	↘	6.0
世界	3.3	→	3.4

財政赤字（対GDP比、単位：%）

	2016年（予測）		2017年（予測）
米国	2.8	↗	3.0
ユーロ圏	1.9	→	1.9
英国	3.5	↗	4.0
日本	6.0	↘	5.2
中国	2.4	↗	2.5

消費者物価指数（単位：%）

	2016年（予測）		2017年（予測）
米国[1]	1.6	↗	1.8
ユーロ圏	0.2	↗	1.5
英国	0.7	↗	2.4
日本	-0.2	↗	0.2
中国	2.0	↘	1.5

経常収支（対GDP比、単位：%）

	2016年（予測）		2017年（予測）
米国	-2.7	↘	-2.9
ユーロ圏	2.9	↘	2.7
英国	-5.5	↗	-4.5
日本	2.8	↘	2.5
中国	2.5	→	2.5

予測は2016年9月22日時点の見通しです。
[1] コアレート、12月個人消費支出（前年同月比）（%）（他の数値は平均ではありません）。
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（2016年9月28日時点）

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

› これまで数四半期にわたって、企業は投資に消極的な姿勢を続けており、それが経済成長の足かせとなっていました。主要コモディティの価格下落により、エネルギーと鉱業セクターで投資が減少したことも影響しました。足元ではコモディティ価格が安定しているため、その影響は薄れると見られます。

当社では、2017年の米国の経済成長率は2%、コアインフレ率は1.8%へ上昇すると予測しています。その予測通りとなれば、米連邦準備制度理事会（FRB）は既定の金融政策を着実に実行することが可能となります。当社は、FRBが今年12月に政策金利を0.25パーセント・ポイント引き上げ、さらに2017年の7-9月期までに、さらに0.25パーセント・ポイント引き上げると予想しています。このように二度の利上げが実施されたとしても、米国の政策金利は歴史的低水準で停滞したままです。■

指標金利（単位：%）

	現在値*		2017年9月（予測）
米国	0.25 – 0.50	↗	0.75 – 1.00
ユーロ圏	0.0	→	0.0
英国	0.25	↘	0.1
日本	0.0	→	0.0

コモディティ

OPECは加盟国の原油増産を食い止めるため、9月下旬の会合で、1日当たりの原油産出量を3,250万バレルに制限することで合意しました。それに加えて米国における減産により、2017年の供給量は若干減少し、一方で需要は緩やかに増加する見込みです。その結果、原油価格（WTI）は2017年9月までに、1バレル当たり55米ドルへと緩やかに上昇すると予想しています。金価格は今年の7-9月期までは好調でしたが、これは英国民投票や、米国と欧州で予定されている選挙により、市場がリスクオフに動いたことも一つの要因でした。公社債の低金利環境は当面継続する見込みで、さらに金への投資妙味の強さが続きそうです。しかし、向こう12カ月の間に金価格のトレンドが上昇から横ばいに転換することがあるかもしれません。FRBが利上げに踏み切れば、金価格が反落する可能性もあるでしょう。■

ドイチェ・アセット・マネジメントの見通し

商品市況（米ドル建）	現在値*		2017年9月（予測）
原油（WTI）	45	↗	55
金	1,327	↗	1,375
銀	19	↗	20
銅（LME）	4,787	↘	4,500
アルミニウム（LME）	1,651	↘	1,500

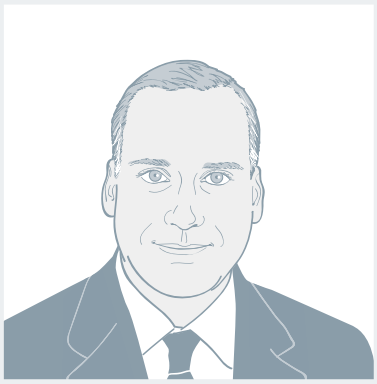
WTI：ウェスト・テキサス・インターミディエート
LME：ロンドン金属取引所

予測は2016年9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.、2016年9月27日時点
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（2016年10月7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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

各国中央銀行の寛大さ

》各国中央銀行は、またしても債券市場の追い風となる
市場環境を提供しています。しかし、すべての投資家が同じ様に
それに安堵しているわけではありません。《



ジョー・ベネヴェント



イェルン・ワズモンド
債券・キャッシュ部門
グローバル共同責任者

7月のCIO会議の後、英国のEU離脱（ブレグジット）が、ソブリン債への逃避を誘発し、ソブリン債の金利は過去最低水準を更新するまで低下しました。その後、イングランド銀行（BOE）が大規模な金融緩和に踏み切ったこともあり、金利水準は上昇しています。見過ごされていた懸念材料としては中国景気、イタリアの銀行に対する問題、また米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げスピードを加速させることへの懸念などがあります。これらの懸念材料は、一時的現象なのか、それともトレンドの大きな転換なのでしょうか。これまでの長期にわたるトレンドを見る限り、金利は25年間続いた低下局面の途中でつかの間の休息を取っているように思われます。この休息期間中に利回りの急激な上昇が何度か起きていますが、今のところ、そのどれ一つとして金利上昇局面の始まりを告げてはいません。当社としても、近い将来に金利上昇局面が始まるとは考えていません。欧州中央銀行（ECB）は2017年9月まで量的金融緩和を延長すると当社は考えています。日本銀行も金融緩和のための資産購入を継続すると見込まれますが、それも、10年国債の名目金利とイールドカーブの両方をコントロールするという新たな手法で行おうとしています。BOEはインフレ懸念、中国人民銀行は為替水準のターゲットの維持に加え供給過剰と、それぞれ金利引き下げが困難な状況にありますが、それでも両国とも金融緩和の姿勢を維持しようとしています。

そして、最後にFRBが控えています。連邦公開市場委員会（FOMC）が9月の会合で金利水準維持を決定したことは驚きではありませんでしたが、その決定が7対3という極めて異例の投票結果であったことは注目に値します。この決定や、FRBのメンバーから発せられる相矛盾したコメントは、米国経済の弱々しい回復を中央銀行としてどのように読み解くかで苦労していることを示しています。潜在成長率の低さと長期間の景気低迷に対し適切な対応をしていくことは、中央銀行と投資家双方にとってリスクを伴う難しい問題です。ただ、投資家と違い中央銀行はリターンを求める必要がないという点だけが異なります。

新興国債券—健全な代替投資先となりうるか?

2016年は新興国の債券市場以外に、利回りを確保できる投資先を探すことが困難な状況が続いています。新興国債券市場は2桁の利回りを実現し、債券市場の中で最高のパフォーマンスを達成しました。この先も当面の間、新興国債券市場の好調が継続すると考える理由がいくつかあります。

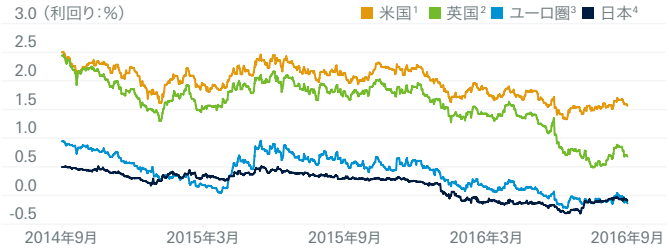
当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメントが作成したものをドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳して提供しておりますが、正確性・完全性についてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が責任を負うものではありません。上記の予測は、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

一つには、コモディティ価格の回復により新興国市場の安定化が進むと予想されることです。さらに、一部の新興国では国際収支が改善し、インフレ率も落ち着いてきていることや、構造改革の進展及び政治情勢の改善と相まって、良好な環境が整うと当社では考えています。そして、需給バランスの改善が新興国債券市場に恩恵をもたらしていると言えます。

これらの状況が現地通貨建での債券価値を上昇させ、現地通貨建の債券への関心が強まると予想されます。このような状況においても、当社は先進国通貨建ての債券を引き続き推奨します。よりリスクの高い資産を選好する投資家にとって、高利回り（ハイ・イールド）ソブリン債は優良な投資対象になるでしょう。このような債券のリスクは当然高くなりますが、それに見合ったリターンが期待できると考えます。さらに、同じ格付であれば、支払い困難になるリスクは社債よりも国債の方が圧倒的に小さいということがあります。高利回りソブリン債の発行体は40以上もあり、それぞれの国の様々な情勢を背景としているので、投資先を選定するには十分注意が必要です。なお米国の大統領選挙や、10-12月期に予想されるFRBの利上げも、マイナスの影響をもたらす可能性があります。■

国債利回りはブレグジットから回復

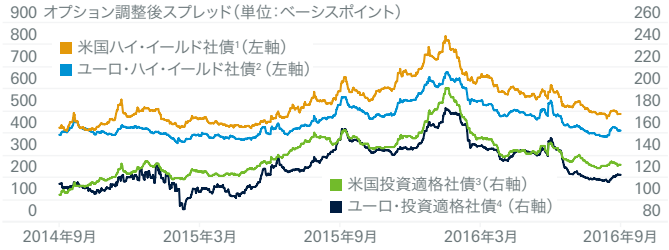
投資家のリスク選好姿勢により今夏国債は大量に売られましたが、当社は、国債利回りは引き続き低位にとどまると予想します。



1 10年物米国債利回り
2 10年物英国債利回り
3 10年物ユーロ圏国債利回り
（フランス国債とドイツ国債から成るユーロ圏ベンチマーク）
4 10年物日本国債利回り

引き続き社債を選好

利回りが高利回り債券の主な魅力ですが、当社は、投資適格社債のスプレッドはもう一段縮小すると予想します。



1 バークレイズ・米国ハイ・イールド社債・インデックス（対米国債）
2 バンクオブアメリカ・メリルリンチ・ユーロ・非金融ハイ・イールド社債・コンストレインド・インデックス（対ドイツ国債）
3 バークレイズ米国総合債券インデックス（対米国債）
4 iBoxx ユーロ社債インデックス（対ドイツ国債）

新興国市場はマクロ経済回復の恩恵を受ける

極めて慎重に選別する必要がありますが、多くの新興国で構造的かつ循環的景気回復が見込まれているため、当社は新興国国債が有望と考えます。



1 JPモルガン新興国社債複合スプレッド・インデックス
2 JPモルガン新興国世界分散債券スプレッド・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（2016年9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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

上昇余地は限定的

» 債券投資において良好な環境が整いつつある中、
当社は一部見通しを見直しました。«

	現在値*		2017年9月（予測）
米国			
米国国債（2年物）	0.74%	↗	1.15%
米国国債（10年物）	1.56%	↗	1.80%
米国国債（30年物）	2.28%	↗	2.45%
米国地方債	94%	→	93%
米国投資適格社債	131 bp	↘	115 bp
米国ハイ・イールド社債	495 bp	→	510 bp
証券化商品：米国住宅ローン担保証券[1]	96 bp	→	100 bp
欧州			
ドイツ国債（2年物）	-0.70%	↗	-0.50%
ドイツ国債（10年物）	-0.14%	↗	0.25%
ドイツ国債（30年物）	0.42%	↗	0.75%
英国国債（10年物）	0.67%	↗	1.30%
ユーロ・投資適格社債[2]	125 bp	↘	100 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債[2]	422 bp	→	420 bp
証券化商品：カバード・ボンド	1 bp	↗	10 bp
イタリア国債（10年物）[2]	135 bp	↘	120 bp
スペイン国債（10年物）[2]	104 bp	↗	120 bp
アジア太平洋			
日本国債（2年物）	-0.26%	→	-0.30%
日本国債（10年物）	-0.07%	→	-0.10%
アジア社債	245 bp	→	250 bp
世界			
新興国国債	340 bp	↘	320 bp
新興国社債	366 bp	↘	350 bp

コメント

概ね静かであった7-9月期を振り返ると、債券市場が神経質であることや中央銀行の政策次第であることを日本市場が改めて気が付かせてくれます。日本銀行が7月末に発表した政策は予想に反してほぼ変更点がなかったため、利回りが急伸しました。想定外でしたが、10年国債の利回りは、9月21日に4月以降で初めてプラスの領域に戻りました。

欧州の国債の中では、当社は周縁国国債を選好していますが、価格上昇余地は限定的であると見ています。高利回り債券では、当社は米国よりも新興国社債を、また投資適格債券では、欧州及び米国の社債を強気に見ています。■

* 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年9月27日時点
予測は2016年9月22日時点の見通しです。 bp＝ベーシス・ポイント
[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：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH（2016年10月7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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

米ドルの強気相場は収束

》米連邦準備制度理事会は、今後3年間に経済成長率や消費者物価指数、失業率などの経済指標に大きな変化が生じるとは見ていません[1]。それでは何が米ドルを動かすのでしょうか？《

マネタリーベースを拡大しようとする中央銀行の金融政策が、限界に近づいていることに投資家は気が付きつつあります。購入資産が減少し、インフレと成長率を高めようとする量的金融緩和策が有効性を失うという懸念が広がった結果、主要通貨が実質金利差に強い連動性を示すという事態になっています。ユーロと日本円は、米ドルに対して、それぞれの名目国債利回りとインフレ予想の違いを考慮すれば、完全に歩調を合わせて変動しています。この相関関係は既に1年程度継続しており、これからも続くと当社では予想しています。日本銀行は9月21日に長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入を決定したため、インフレ率を高められなければ必然的に日本円が高止まりすることになります。理屈は単純です。日本銀行と欧州中央銀行が試みているように目標利回りを固定化して、インフレを高めようとすると通貨は下落します。問題なのは、もしインフレ率が低水準で据え置き、若しくはさらに低下しても、その国の通貨は弱まらないことです。さらに、選挙や経常収支、国際収支など様々な要素も為替レートに影響を及ぼします。しかし今のところ、実質金利差が主要通貨の為替レートを動かしています。■

[1] 出所：米連邦準備制度理事会予測（9月21日会合）



ダーク・アウフデルハイデ
チーフ・カレンシー・ストラテジスト

揺らぐ確信

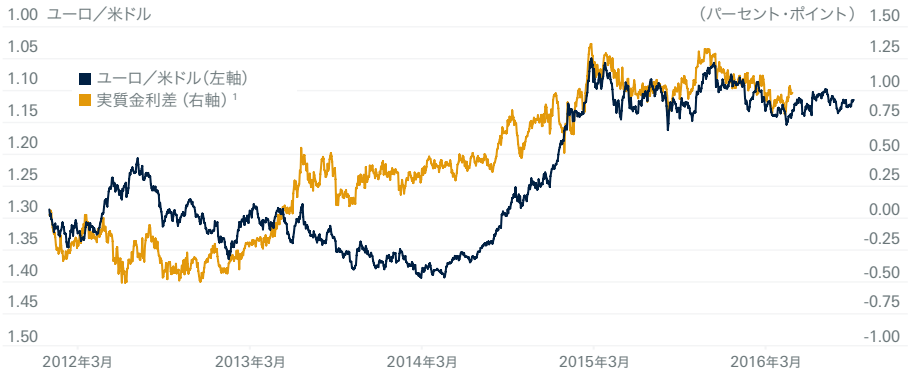
当社は、英国ポンドのさらなる下落と、米ドル上昇に対する不透明感の強まりを予想。

	現在値*		2017年9月（予測）
ユーロ（対 米ドル）	1.12	↘	1.08
米ドル（対 日本円）	100	→	100
ユーロ（対 英ポンド）	0.861	→	0.865
英ポンド（対 米ドル）	1.30	↘	1.25
米ドル（対 中国元）	6.67	↗	6.90

*出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年9月27日時点
予測は2016年9月22日時点の見通しです。
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（2016年10月7日時点）

ユーロ／米ドルは実質金利差に連動

為替レートは様々な要素により決まります。足元では、為替レートは実質金利差により決まっているようです。



[1] 10年物米国債利回りと10年物ドイツ国債利回りの差、消費者物価指数予測（10年）で調整
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（2016年9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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

低金利環境が株式市場にとって好シナリオとなりうる可能性

» マイナスになるような極端に低い金利環境は、債券市場だけでなく株式市場の評価を厳しいものにします。しかし、今は株価収益率が上昇する時ではないと考えます。«



ヘニング・ゲプハルト
株式部門　グローバル責任者

当社見通しの概要

- 株式市場もまた「低金利環境の長期化」の罠にはまっている。
- 従来のバリュエーション手法は最適ではないものの、依然として有効。
- 新興国市場は玉石混交ではあるものの投資妙味有り。

株式市場が強気相場に入り8年目となった今、強気相場が継続している理由を明らかにする必要性が以前にも増して高まっています。政治的不透明感の高まり、精彩を欠く企業収益及び長期化する低インフレ環境を考慮すると、これを確かめることがますます重要となります。その際、株式のバリュエーション方法の考察が主要テーマとなってきます。10年国債利回りが当面の間、ゼロ近辺で推移すると見られることを考慮すると、従来のバリュエーション方法はもはや通用しないのではないかと思われます。市場がいわゆる「正常な」時期でも、金利は、株価評価と成長予想の両方に影響を及ぼし、株価評価に相反する二方向の影響を与えてきました。名目長期金利は国内総生産（GDP）の名目成長率やその成長予想に連動します。例えば現在、10年物米国債は1.6%で取引されていますが、この水準は将来のGDP成長率や企業収益のよい兆候とはみなされず、他方で、これらの長期金利はリスク性資産を評価する際の割引率モデルの基準金利として使われます。リターンが低く将来の収益を低い割引率で評価した資産と比較すると、株式の評価は相対的に高まります。しかし、もし名目金利があまりにも低く、その低金利は循環的変動の一時期ではなく、構造的問題による将来の成長に投げかけられた疑問符だとしたらどうでしょうか。これは明らかに評価に影響するでしょう。さらにもし、中央銀行の政策が長期金利へ与える影響が大きすぎて、長期金利がもはや将来の経済成長率や収益の先行指標としての機能を失っているとしたら、どうなるのでしょう。将来の高成長を期待できる可能性は残っているのでしょうか。当社は、このように影響力の大きすぎる中央銀行の金融政策運営自体を、中長期的な懸念材料の一つとして捉えています。次に構造的な問題についてお話ししましょう。依然として株式は、景気が不安定な時期には投資を敬遠される資産です。また債券は、世界全体で20兆米ドル以上がマイナスの利回りとなっており、このような状況では最善の資産クラスとはいえません。株価収益率に頼りすぎてはいけません。株価収益率が株価評価でどんな役目を果たしているのかご存知でしょう。当面の間、中央銀行の政策対応はすべての資産クラスに対してある程度下落リスクを抑制すると当社では考えています。そして実際に下落圧力がかかる場合でも、株式は債券よりも影響が小さいと考えられます。それでも当社は、株式のリスクプレミアムを減少させることはせず、また、株価収益率のターゲットを上げることもしていません。第一の

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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

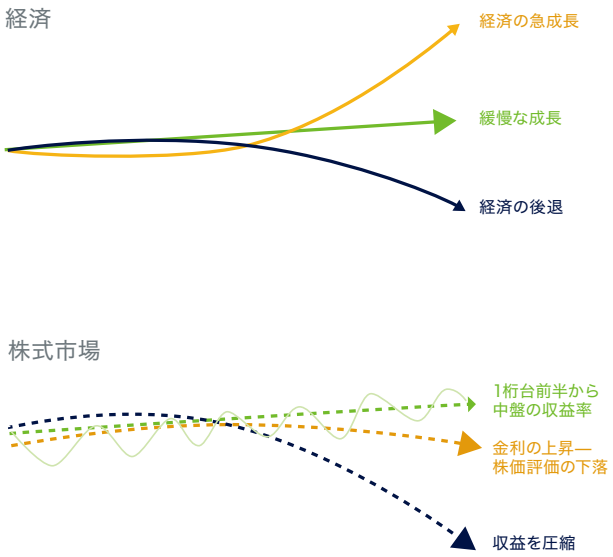
"当社が新興国株式市場を選好する理由は、収益予想が大幅に上方修正されている唯一の市場だからです。"

ヘニング・ゲプハルト　株式部門　グローバル責任者

理由は、経済に構造的変化、特に生産性の低下が生じていることは無視できないと考えているからです。1株当たり利益の減少は必然的に株価収益率の低下をもたらします。第二の理由は、周期的な金利引き上げ期に入る結果、過去の歴史的パターンが示すように米国株式の株価収益率は低下すると予想しているからです。経済成長率が低位で継続している事や原油価格安定化の見通し、低位安定した長期金利、FRBの慎重な金融政策運営など、株式投資に最善のシナリオが当面続くと考えられます。このような環境下では、1桁前半にとどまる株式投資リターンの主な源泉は株式配当になるでしょう。既に評価が上限に近づいている現状を考えると、経済が好転しても後退しても、いずれにしても厳しい状況から逃れられないでしょう。第一のシナリオは景気過熱のケースで、金利の上昇により、特に債券の代替のような配当利回りの比較的高い株式の評価は下落します。第二のシナリオは景気が低迷するケースで、企業収益の減少から株式市場は打撃を受けます。■

過熱感がなく緩慢に動く市場が株式に最適

急激な市場の回復は金利の上昇を招き、株価収益率が低下します。一方、成長の欠如は収益を圧迫します。



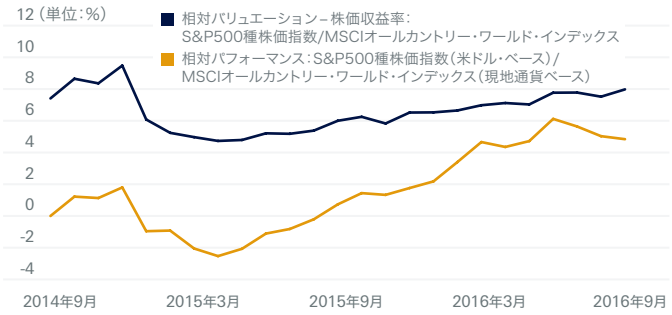
出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH（2016年9月時点）

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

バリュエーションの概要

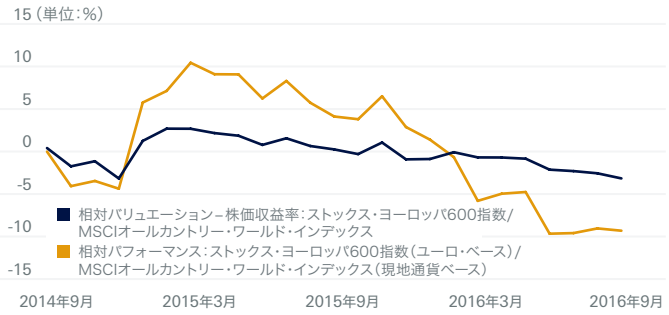
米国株式

米国株式についてはニュートラルに見ています。足元発表された経済指標は明確な方向感を示していませんが、緩やかな利上げが行われたとしても金融緩和策が継続するでしょう。今後1年間の1株当たり利益（EPS）成長率の予想は6%ですが、S&P500種指数の株価収益率（PER）が5%低下することで相殺される見込みです。一方、配当利回りは2.2%と予想しています。



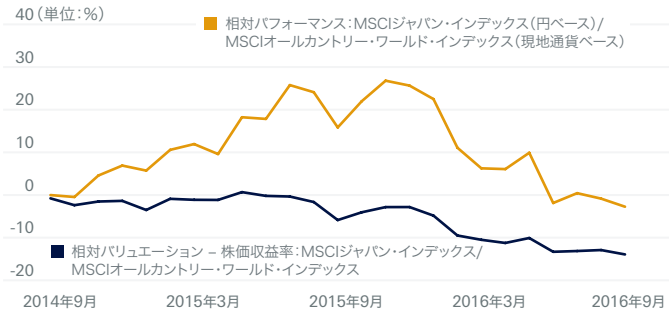
欧州株式

欧州金融セクターに対する懸念、今後予定されている選挙及びBrexitを受けた不透明感等から、欧州株式と米国株式のバリュエーション指標のスプレッドは高い水準にとどまると予想しています。しかしながら、最近欧州の収益予想が若干上方修正されています。



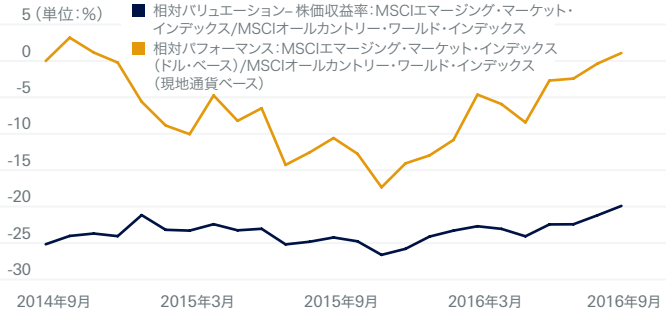
日本株式

企業のコーポレートガバナンスが長期的に改善をしていることもあり、当社では日本株式へのオーバーウエイトを維持しています。しかし、今後の政策が日本株投資にどのような影響を与えるかを予測するのは困難なため、当社としては、当面堅調と予想される日本企業のファンダメンタルズに焦点を当てたいと考えています。日本企業の強固な財務基盤は低い成長を十分に補ってくれるでしょう。



新興国株式

新興国市場は、コモディティ価格の回復もあり、マクロ経済の安定化と循環的な回復局面到来の気配が見て取れます。そのため、当社でも収益予想の上方修正を予定していますが、中南米市場の上方修正は予想以上となっています。新興国市場は既に大きく回復を示しており、当社の見方は全体としてはニュートラルですが、個別で見ると買いを推奨する国もあります。



今後1年間の収益予想のコンセンサスに基づく株価収益率（PER）

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（2016年10月7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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

投資先の選別がより重要に

» ほとんどの地域で収益の伸びは低調ですが、評価にばらつきがあり、そこに投資機会を見い出すことができます。その場合でも鍵となるのは配当です。«

株式市場に関して、当社の基本的なシナリオは変更していません。世界の株式市場は成熟段階に入っていると見ています。一時的に上下に振れる動きが続くと予想しているものの、投資家は少なくとも配当を手に入れることができるでしょう。配当は、現在のような低金利環境下では大変魅力的です。セクター別では、生活必需品セクターは、戦略的に引き続きアンダーウエイトとします。このセクターは割高である上に、いわゆる「買われ過ぎ」ているようにも思われます。生活必需品セクターの企業の多くは、食品価格インフレ率の低さに苦しんでいます。当社は、一般消費財セクターへのオーバーウエイト戦略も来月再検証する予定です。自動車や嗜好品分野の企業成長に懸念が出ているからです。バリュー投資とグロース投資の二つの株式投資のスタイルについてはどうでしょうか。バリュー投資の利益については過去10年間、エネルギー及び金融の部門と、それ以外の部門の相対的なパフォーマンスの差を反映している傾向にあります。別の言い方をすれば、バリュー株がアウトパフォームするためには、原油価格と米政策金利の上昇が必要だということになります。■

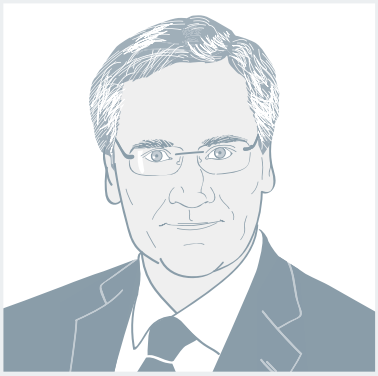
世界の株価指数（単位：ポイント）	現在値*		2017年9月（予測）	トータルリターン（予測）**			
			予測値	単位：%	企業利益成長率（予測）	株価収益率への影響	配当利回り
米国（S&P 500種指数）	2,160	↗	2,190	3.6	6%	-4%	2.2%
欧州（ストックス・ヨーロッパ600指数）	340	→	340	3.4	5%	-6%	3.5%
ユーロ圏（ユーロ・ストックス50指数）	2,971	↗	3,050	6.6	4%	-2%	4.0%
ドイツ（DAX指数）[1]	10,361	↗	10,700	3.3	1%	-1%	3.2%
英国（FTSE100種指数）	6,808	↘	6,400	-2.6	11%	-15%	3.4%
スイス（SMI指数）	8,175	↗	8,250	4.3	6%	-5%	3.4%
日本（MSCI ジャパンインデックス）	812	↗	820	3.5	1%	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）	911	↗	920	3.5	7%	-3%	2.5%
MSCI AC アジア 除く日本インデックス（米ドル建）	557	→	560	3.1	7%	-3%	2.4%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス（米ドル建）	2,383	↗	2,400	3.7	22%	-17%	3.0%

* 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、2016年9月27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。
予測は2016年9月22日時点の見通しです。
[1] トータルリターンインデックス（配当込）
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（2016年10月7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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

実物資産の先に

» インフラストラクチャー（インフラ）は引き続き非常に興味深い
セグメントです。しかし、投資すべき適切なセクターを選択するうえでは
注意が必要です。«

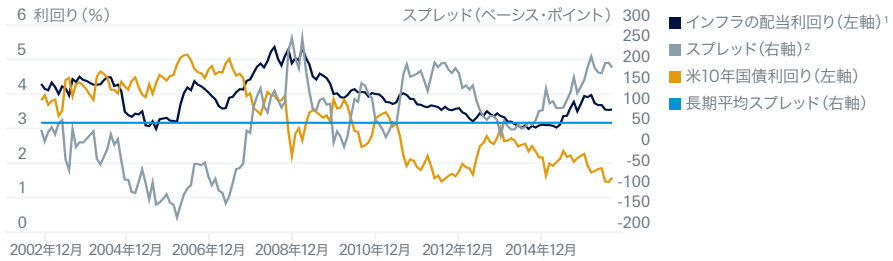


マーク・ロバーツ
オルタナティブ部門の調査及び
投資戦略責任者

インフラ投資は人気を集めており、その人気は米欧の政策当局の間のみにとどまりません。過去数年において、米国の上場インフラ企業は市場全般に比べ、プレミアムを享受してきました。現在のところ、S&P500種株価指数の実績株価収益率（PER）が18倍であるのに対し、ダウ・ジョーンズ・ブルックフィールド・グローバル・インフラストラクチャー社債総合指数の実績PERは24倍となっています。これは、高い配当利回りの魅力などが反映されたものです。利回りの低い債券と比較すると、このセクターにはさらなる優位性があります。総じて、インフラの収益は名目経済成長率と連動する傾向にあり、インフレ率の上昇に対する潜在的なプロテクションを提供します。相対的に高いPERは収益の安定とより高水準の配当を反映しているとも言えるでしょう。この資産クラスに対する主なリスクは、予期せぬインフレ調整後の金利上昇です。足元の環境では、通信会社向け無線基地局を運営する電波塔会社が、データ通信の長期にわたる成長から恩恵を受けているものの、細部を見れば落とし穴もあります。低出力の無線アクセス・ノード（移動基地局）の持続的な拡大といった技術革新の影響も考えられます。安定した国内総生産（GDP）成長率とインフレ率のわずかな上昇を背景に、当社は輸送量の継続的な改善を踏まえて鉄道セクターを選好しています。ただ、真の問題は「どの鉄道会社が最も好ましい状況にあるか」であり、その根本にある事業動向に対する十分な注意が必要です。■

インフラのバリュエーションのもう1つの見方

米国の上場インフラの平均配当利回りは3.6%と、米10年国債利回りを200ベーシス・ポイント近く上回っています。このスプレッドは長期平均を大きく超えるものです。



[1] ダウ・ジョーンズ・ブルックフィールド・グローバル・インフラストラクチャー社債総合指数の平均配当利回り
[2] 配当利回りと米10年国債利回りのスプレッド
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.（2016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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

ロング・ショート株式戦略の概要

» 個別銘柄のレベルでバリューを追求することは
ますます困難になっています。«

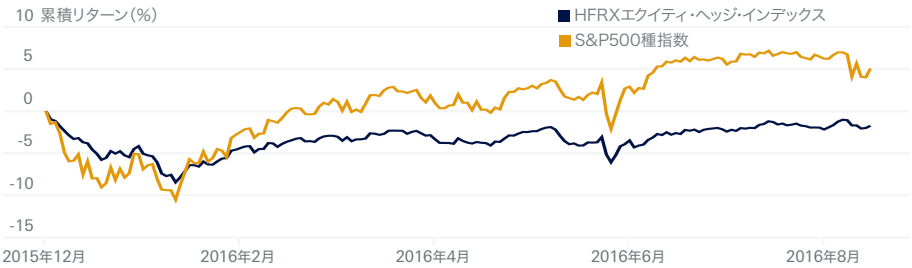
株の銘柄選択をしている投資家にとっては気の毒ですが、今年はロング・ショート株式戦略にとっては決していい一年ではありませんでした。理由は複数あるものの、1つの単純な要因に集約されます。株式市場は主にマクロ経済イベントと、このようなイベントに関する予想に主導されているのです。直近の例は、米連邦準備制度理事会（FRB）の次の利上げのタイミングに関する憶測で、当社では次回の利上げを12月と予想しています。このため、特定の業界内の勝者と敗者を見極めることで利益を上げようとするヘッジファンドの状況は厳しくなっています。2016年初めには、中国を巡る懸念、原油価格の急落、ハイ・イールド債券価格の乱高下が市場の全般的な低迷につながりました。同様に、英国の欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）決定で一部の株式銘柄は急落しましたが、その直後速やかに回復を見せました。ただ、企業業績自体やその見通しの多くは足元で具体的に改善しているわけではありませんでした。米国の大統領選挙とイタリアの憲法改正の是非を問う国民投票が間近に迫る中、状況がすぐに改善するとは思えません。フランスとドイツは来年選挙を控えています。一方で、多くの投資家は中銀による発表の効力を疑問視するようになる可能性があり、少なくとも欧州と日本の追加緩和措置についてはそう言えるでしょう。こうした状況を背景に、当社はロング・ショート株式戦略に関する見通しを引き下げ、特にディスクレショナリー・マクロ戦略など、その他の戦略により有望な機会があるとみています。 ■



ティム・ガスコイン
ヘッジファンド・アドバイザリー部門
責任者

ロング・ショート株式戦略にとって厳しい年

HFRXエクイティ・ヘッジ・インデックスはロングおよびショートの両方のポジションを維持する株式戦略で構成されており、S&P500種指数を大きくアンダーパフォームしています。



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.（2016年9月19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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

冷静に運用を継続

» 当社はインカム・ゲインをもたらす資産、すなわち、
相対的に高い利回りを持つ債券や株式を引き続き選好しています。
新興国は投資妙味が増しているように見えます。«



クリスチャン・ヒル
マルチアセット部門責任者

現在は、リターンを生み出すという点で難しい時期であることに間違いはありません。今後は世界の経済成長率の低下が予想されます。このため、中央銀行は流動性支援を続けるでしょう。金利はより長期にわたって低水準にとどまる見通しです。当然ながら、欧州銀の経営悪化から米国および他の国で予定されている選挙などの政治問題に至るまで、多くのテール・リスク（確率は低いが起こると甚大な損失をもたらすリスク）があります。しかし、総じてマクロ経済環境はかなり良好なようで、成長は企業収益を支えるのに何とか十分である一方、近い将来の大幅な利上げを正当化するほど力強くはなさそうです。ボラティリティもイベント主導で時に急上昇してはいるものの、低下傾向が続きそうです。

リターンのないリスクの時代

中銀の金融政策による景気下支え効果が徐々に弱まっていることから、金利の一段の低下を受けて債券価格がさらに上昇する余地は限られています。このため、デュレーションが長い債券のリスクとリターンのバランスはゆがんでいると思われます。最近の中銀の行動主義は「無リスク金利」という言葉に新たな意味を与えています。慎重な投資家はもはや「リスクのないリターン」を期待できません。それどころか、現在は「リターンのないリスク」の時代なのです。いわゆる低リスクの国債は、短期的には利回りが低水準ないしマイナスとなり、長期的には金利が上昇した場合に価格が大きく下落する恐れがあるでしょう。分散投資はより難しくなっています。無論、すべての資産が過去と比較して「割高」です。それは足元のマクロ経済環境がこのまま続けば、すべてを相対的に考えてしまうからです。何よりも第一に、これは利回りが相対的に高い債券を重視することを意味し、こうした債券はキャリー（すなわち大きなプラスの利回り）を提供することに加え、少なくともスプレッドの一段の縮小による恩恵を受ける可能性があります。同様に、当社は新興国債券のポジションを積み増しています。欧州の投資家から見ると、為替を考慮することもますます重要になっています。特に米国国債に関しては、対ドルのヘッジ・コスト上昇を反映した資産配分の削減を示唆しています。投資適格債は引き続き魅力的な投資対象ですが、欧州金利がすでに大幅に低下していることなどから、欧州よりも米国に大きな可能性があると考えられます。欧州の中では、マルチアセットの観点からよりリスクの高いセグメント、すなわちユーロ圏のハイ・イールド債券に注目しています（当社は直近のスプレッド調整局面を活用して、この市場ですでに保有していたポジションをさらに積み

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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

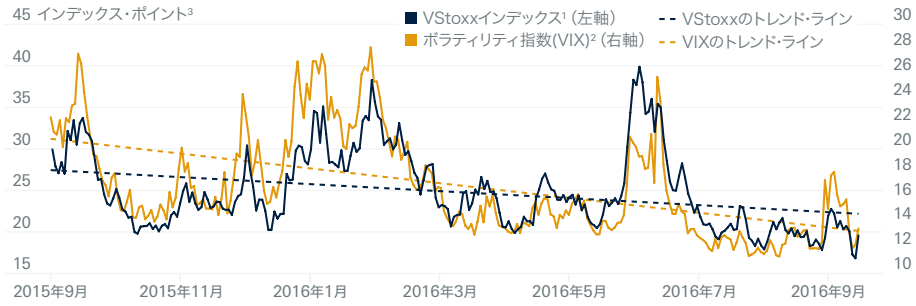
増しました）。また、魅力的な格付け調整後の利回りから恩恵を受ける可能性がある新たなセグメントとして、ハイブリッド証券もポートフォリオに加えました。全体として、当社は株式相場が下落した場合にポジションを戦術的に変更できる範囲を十分念頭に置き、リスク許容度を幾分拡大しました。

株式と株式投資スタイルの現在の役割

このところ、株式投資家は非常に緩やかな上昇トレンドの中で起こる大きな変動を受け入れなければなりません。こうした環境の恩恵を受ける2つの方法は、戦術的なポジショニングを取る（すなわち押し目買いする）か、値動きが比較的小さい銘柄を重視することです。当社は株式の中では欧州と米国に関してやや慎重になっており、新興国を選好しています。しかし現段階では、リターンを獲得するには地理的配分よりも適切な株式投資スタイル（つまり正しい投資基準）の選択が重要でしょう。当社はインカム・ゲインをもたらす高配当株とボラティリティを最大に抑えた戦略、つまり前述した債券カテゴリーとよく似た特性を持つ資産を引き続き選好しています。同じことが債券に似た他の実物資産にも当てはまります。ポートフォリオ分散の一環としてのオルタナティブ投資は、インフラ投資や厳選した不動産市場を中心に注目する価値が十分あります。■

ボラティリティは低下傾向にある

ボラティリティは時に急上昇してはいるものの、過去と比べて低い水準が続いています。



[1] ユーロ・ストックス50・ボラティリティ・インデックス
[2] シカゴ・オプションズ取引所インデックス
[3] 1インデックス・ポイントは年間のインプライド・ボラティリティの1パーセント・ポイントに相当します。
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.（2016年9月26日時点）

高配当株はアウトパフォームする傾向がある

高配当株はより広範な株式指数と比較して良好なパフォーマンスを示しています。



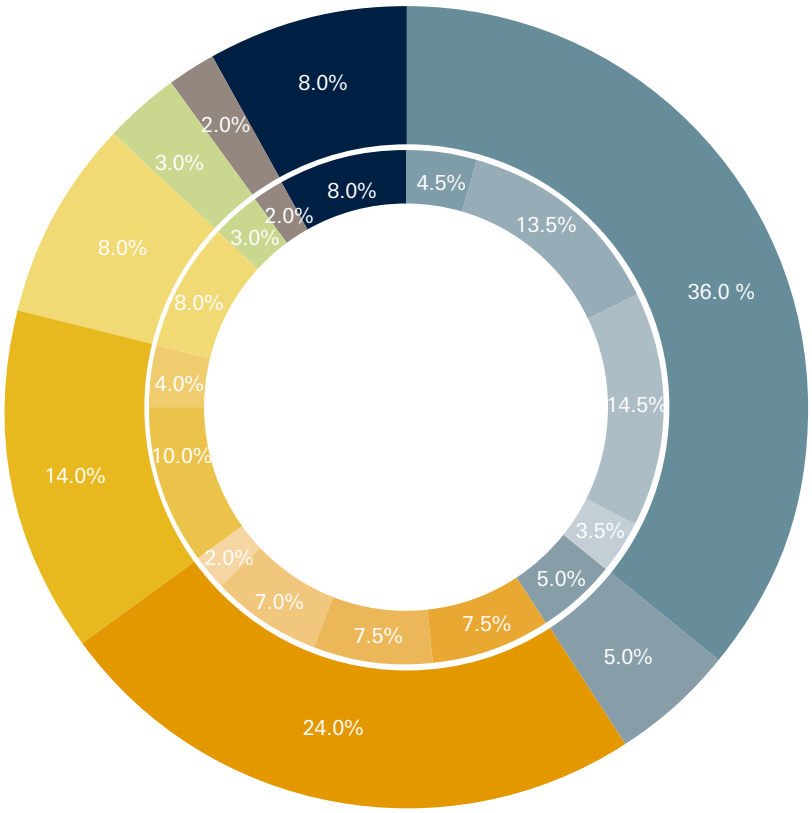
[1] MSCIワールド高配当指数
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.（2016年9月26日時点）

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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

精選してリスクをとる

» 世界的に成長が鈍化する中、当社は投資妙味がある
セグメントを慎重に選別します。«

足元の環境は依然としてキャリー（大きなプラスの利回り）を提供する資産に有利なものとなっています。債券に関しては、当社は相対的にリスクの高いセグメント、特にユーロ・ハイ・イールド債券を選好します。新興国については、引き続き債券と株式の両方に投資機会があるとみていますが、これらのセグメントでは慎重な選別が極めて重要です。また、株式全般については当社では悲観的な見方が後退しているものの、米国株式は依然としてアンダーウェイトとしています。一方、為替ヘッジコストの上昇などを背景に、米国国債へのエクスポージャーはさらに減らしました。欧州の国債については慎重な姿勢を維持しています。現在の環境で国債の利回りが過去最低を更新する可能性は限定的とみられる一方、中期的なリスクは高まっています。当社ではコモディティの投資判断を引き続きニュートラルにしていますが、オルタナティブ資産（インフラや不動産）に選別的な投資機会があると考えています。■



先進国株式	
米国	4.5%
欧州	13.5%
日本	14.5%
グローバル株式	3.5%
新興国株式	
新興国株式	5.0%
債券：社債	
ユーロ投資適格社債	7.5%
米国投資適格社債	7.5%
ユーロ・ハイ・イールド社債	7.0%
米国ハイ・イールド社債	2.0%
債券：国債	
ユーロ圏国債	10.0%
米国国債	4.0%
債券：新興国（ハードカレンシー）	
新興国市場（ハードカレンシー）	8.0%
転換社債（ユーロ・ヘッジ）	
転換社債	3.0%
現金	
現金	0.0%
コモディティ	
コモディティ	2.0%
オルタナティブ投資	
オルタナティブ投資	8.0%

上記の円グラフは、当社が現時点で考えるグローバルに投資を行う欧州の投資家のためのバランスの取れたユーロ建ポートフォリオです。この配分はすべての投資家に適しているとは限りません。オルタナティブ投資はすべての投資家に適しているわけではありません。
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、（2016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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

先行きの不透明感が高まる

» マクロ経済指標は投資家に慎重姿勢を促しており、
投資家のリスク許容度は差し当たり低水準にとどまるでしょう。《

夏場の慎重な楽観姿勢から一転、世界の金融システムを脅かすリスクが再び注目を集め始めています。当社のマクロ経済指標は、世界の経済環境が徐々に改善を見せた後、特に米国において経済指標とセンチメント指標の大半が悪化していることを示しています。このような状況では、慎重な姿勢が求められます。当社のサプライズ指標もこうした減速を裏付けています。アジアとユーロ圏のマクロ経済指標は概ねアナリスト予測と合致しているものの、米国ではネガティブ・サプライズが増加しています。その結果、投資家は環境がはるかに良好だった7月と8月に比べてよりディフェンシブなスタンスへとシフトしています。米国経済を巡る懸念、金融政策に関する不透明感、間近に迫る米大統領選挙、フラットなイールドカーブに苦しんでいる欧州の銀行システムはすべて警戒要因です。このことは、資本市場の短期的な変化に非常に敏感な当社のリスク指標によって浮き彫りになっています。これら3つの指標を総合的に勘案することで、基調となるファンダメンタルズだけでなく、市場のムードや投資家の足元のリスク許容度についても包括的に捉えることが可能となります。■

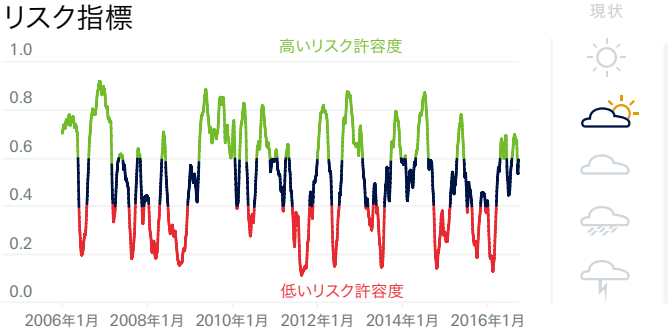
出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH
（2016年9月27日時点）

マクロ経済指標



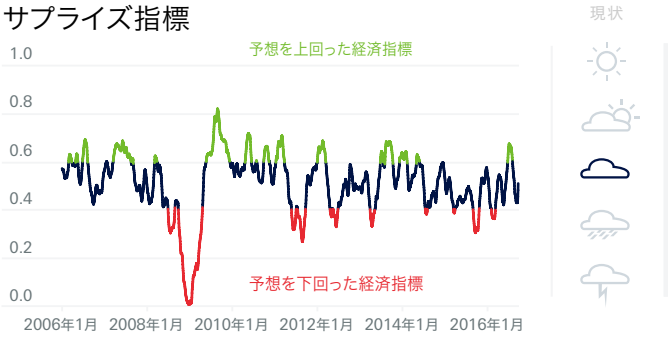
マクロ経済指標は、消費者信頼感、貿易収支、雇用者数など広範な経済指標を凝縮したものです。

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。

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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

マクロ経済| 間近に迫る政治的リスク

GDP成長率（単位：%）

	2016年（予測）		2017年（予測）
米国	1.5	↗	2.0
ユーロ圏	1.5	↘	1.2
英国	1.8	↘	0.8
日本	0.5	↗	0.7
中国	6.3	↘	6.0
世界	3.3	→	3.4

財政赤字（対GDP比、単位：%）

	2016年（予測）		2017年（予測）
米国	2.8	↗	3.0
ユーロ圏	1.9	→	1.9
英国	3.5	↗	4.0
日本	6.0	↘	5.2
中国	2.4	↗	2.5

消費者物価指数（単位：%）

	2016年（予測）		2017年（予測）
米国[1]	1.6	↗	1.8
ユーロ圏	0.2	↗	1.5
英国	0.7	↗	2.4
日本	-0.2	↗	0.2
中国	2.0	↘	1.5

経常収支（対GDP比、単位：%）

	2016年（予測）		2017年（予測）
米国	-2.7	↘	-2.9
ユーロ圏	2.9	↘	2.7
英国	-5.5	↗	-4.5
日本	2.8	↘	2.5
中国	2.5	→	2.5

指標金利（単位：%）

	現在値*		2017年9月（予測）
米国	0.25 – 0.50	↗	0.75 – 1.00
ユーロ圏	0.0	→	0.0
英国	0.25	↘	0.1
日本	0.0	→	0.0

商品市況（米ドル建）

	現在値*		2017年9月（予測）
原油（WTI）	45	↗	55
金	1,327	↗	1,375
銀	19	↗	20
銅（LME）	4,787	↘	4,500
アルミニウム（LME）	1,651	↘	1,500

予測は2016年9月22日時点の見通しです。
[1] コアレート、12月個人消費支出（前年同月比）（%）（他の数値は平均ではありません）
* 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年9月27日時点
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（2016年10月7日時点）
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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

債券 | 中銀はなお期待に応えている

	現在値*		2017年9月（予測）
米国			
米国国債（2年物）	0.74%	↗	1.15%
米国国債（10年物）	1.56%	↗	1.80%
米国国債（30年物）	2.28%	↗	2.45%
米国地方債	94%	→	93%
米国投資適格社債	131 bp	↘	115 bp
米国ハイ・イールド社債	495 bp	→	510 bp
証券化商品：米国住宅ローン担保証券[1]	96 bp	→	100 bp
欧州			
ドイツ国債（2年物）	-0.70%	↗	-0.50%
ドイツ国債（10年物）	-0.14%	↗	0.25%
ドイツ国債（30年物）	0.42%	↗	0.75%
英国国債（10年物）	0.67%	↗	1.30%
ユーロ・投資適格社債[2]	125 bp	↘	100 bp
ユーロ・ハイ・イールド社債[2]	422 bp	→	420 bp
証券化商品：カバード・ボンド	1 bp	↗	10 bp
イタリア国債（10年物）[2]	135 bp	↘	120 bp
スペイン国債（10年物）[2]	104 bp	↗	120 bp
アジア太平洋			
日本国債（2年物）	-0.26%	→	-0.30%
日本国債（10年物）	-0.07%	→	-0.10%
アジア社債	245 bp	→	250 bp
世界			
新興国国債	340 bp	↘	320 bp
新興国社債	366 bp	↘	350 bp

* 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年9月27日時点
予測は2016年9月22日時点の見通しです。bp=ベーシス・ポイント
[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：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH（2016年10月7日時点）

為替相場

	現在値*		2017年9月（予測）
ユーロ（対 米ドル）	1.12	↘	1.08
米ドル（対 日本円）	100	→	100
ユーロ（対 英ポンド）	0.861	→	0.865
英ポンド（対 米ドル）	1.30	↘	1.25
米ドル（対 中国元）	6.67	↗	6.90

* 出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、2016年9月27日時点
予測は2016年9月22日時点の見通しです。
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（2016年10月7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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所：ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

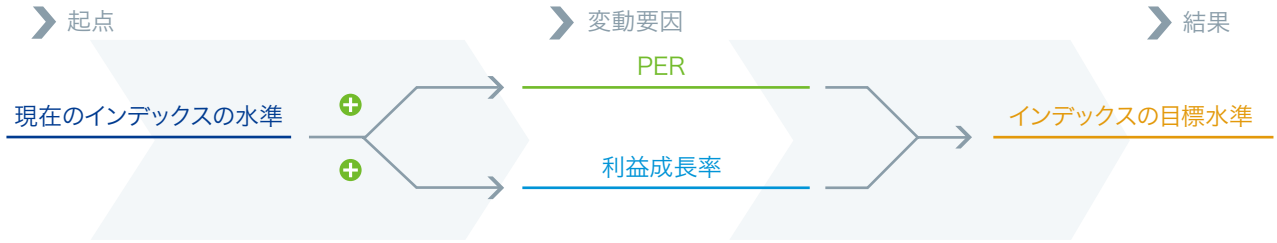
株式 | 緩やかに上昇

世界の株価指数(単位:ポイント)	現在値*		2017年9月(予測) トータルリターン(予測)**				
			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)	2,160	↗	2,190	3.6	6%	-4%	2.2%
欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数)	340	→	340	3.4	5%	-6%	3.5%
ユーロ圏(ユーロ・ストックス50指数)	2,971	↗	3,050	6.6	4%	-2%	4.0%
ドイツ(DAX指数)[1]	10,361	↗	10,700	3.3	1%	-1%	3.2%
英国(FTSE100種指数)	6,808	↘	6,400	-2.6	11%	-15%	3.4%
スイス(SMI指数)	8,175	↗	8,250	4.3	6%	-5%	3.4%
日本(MSCI ジャパンインデックス)	812	↗	820	3.5	1%	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)	911	↗	920	3.5	7%	-3%	2.5%
MSCI AC アジア 除く日本インデックス(米ドル建)	557	→	560	3.1	7%	-3%	2.4%
MSCI EM ラテン・アメリカ・インデックス(米ドル建)	2,383	↗	2,400	3.7	22%	-17%	3.0%

* 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、2016年9月27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。
予測は2016年9月22日時点の見通しです。
[1] トータルリターンインデックス(配当込)
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(2016年10月7日時点)

当社におけるインデックスの目標値の算出方法

当社では、現在のインデックスの水準、株価収益率(PER)の見通し、そして企業の利益成長率予測に基づいてインデックスの目標値を算定しています。PERが上昇し、インデックスに含まれる企業の利益が増加すれば、目標値は当然ながらより高くなり、逆にPERが低下し、企業利益が減少すれば、目標値は下がります。PERは金利環境や成長見通し、市場参加者のリスク評価に特に大きな影響を受けます。



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(2016年7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、2016年10月7日時点のドイチェ・アセット・マネジメントの見解であり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。出所:ドイチェ・アセット・マネジメント・インベストメントGmbH

チーフ・インベストメント・オフィスについて

ドイチェ・アセット・マネジメントのグローバル・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

ドイチェ・アセット・マネジメントの運用プロセスの中心的役割を果たす

経済及び市場に関する統一された見解の策定のため、グローバルな運用体制が有する専門性を集結

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

グローバル投資見通しであるCIOビューを策定する

> 当社が投資対象とする地域は広範囲に及び、多様な投資テーマをカバーしています。そのことが、すべての資産クラスの評価や分析において当社が業界をリードすることを可能にしています。

ステファン・クロイツカンプ
チーフ・インベストメント・オフィサー

ドイチェ・アセット・マネジメント[1]について

約7,190億ユーロの運用資産残高（2016年6月末）を誇る世界有数の資産運用機関

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

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

[1] ドイチェ・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。ドイチェ・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、2016年10月17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：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7,190億ユーロの運用資産を有する世界有数の運用グループです。投資信託のほか、ETF、不動産投資戦略、ヘッジファンド運用戦略を中核としたオルタナティブ投資など多彩な運用ラインアップを取り揃え、個人及び機関投資家など幅広い層のお客様を対象にグローバルな資産運用のソリューションを提供しています。（2016年6月末時点）

© 2016年10月 ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

D-161102-1