

本レポートは、ブラックロック・ジャパンの運用部門の当面の市場動向についての見方であり、ブラックロック・グループの見解、あるいはブラックロック・グループが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。本レポート中の各種情報は作成時時点のものであり、予告なく変更される可能性があります。

## マクロ経済環境について

### 国内

夏場以降、国内経済は生産部門にやや改善が見られる一方、民間消費部門は悪天候の影響を受けて低迷している。貿易収支は縮小均衡ながら黒字が拡大、中国の経済指標や景況感が比較的強いことで、今後の輸出増が期待される。9月実質賃金は前年同月比0.5%の伸びにとどまった。ただ、労働市場は完全失業率3.0%、有効求人倍率1.38倍と逼迫しており、実質消費支出は前年同月比2.1%減で弱いが、消費支出は年末にかけて戻るだろう。28兆円規模の経済対策の効果は次第に出始め、すでに建設受注額は9月前年同月比21.2%増加した。今年度の実質経済成長率は0.5%~1.0%になり、名目成長率はそれを上回るだろう。

### 主な注意点

- ・米国景気のスローダウン
- ・急激な円高
- ・デフインフレの進行

### 米国

7-9月期実質GDP成長率は年率2.9%と予想を上回る伸びだった。在庫投資や純輸出の増加が牽引し、民間消費は2.1%増にとどまった。9月以降も経済は順調に回復しており、小売売上高、ISM景況感などが改善している。インフレ指標はCPIコアが前年比2.2%上昇、PCEコアも同1.7%に伸びており、また時間給は2.6%増で、12月のFOMCでの利上げが濃厚になってきたと考える。

### 主な注意点

- ・金利の急伸
- ・大統領選挙後の政治不安定

### 欧州

英国のEU離脱決定以降、欧州各国の保護主義的な動きが政治面、経済面でも台頭し易い環境にあると思われる。他方で、英ポンドやユーロの大幅下落は、英独の外需部門にプラスに寄与すると考える。金融市場、金融システムに対しては不透明感が漂う一方で、実体経済面ではポジティブな側面もあり、両者が混在する環境に移行していると思われるため、成長加速や大幅減速といった極端な展開は想定し辛い。

### 主な注意点

- ・金融市場動向の景況感に与える影響
- ・欧州における金融システム不安

### 新興国

世界経済の緩やかな回復を背景に、新興国のマクロ経済動向は総じて安定的に推移すると見込むものの、資源への依存度、外貨準備高、政治の安定度等によって異なる展開を想定。ファンダメンタルズ面では、中国の不動産市場に対する引き締め政策を潜在的なリスクとして勘案する必要があると考える。

### 主な注意点

- ・中国による引き締め政策
- ・地政学リスクの高まり
- ・コモディティ価格の更なる下落により資源国の財政収支悪化
- ・金融システム不安

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

## 株式市場について

## 国内

日経平均株価は10月以降堅調で、17,000円台を維持している。主要国経済の回復に加えて、中国の経済指標が強かったこと、円高による業績下方修正の一巡、日米金利差拡大でドル高が一時105円台まで進んだこと、海外投資家がい越しに転じたこと、日銀の年間6兆円ETF購入などが株価支援材料になっている。日銀は現状のイールドカーブと金利水準に満足しており、しばらくは金融政策を変更しない。政府・日銀の政策協調が株価を支え、低金利の環境下で日本企業の自社株買い、増配が続く。国内株式市場は世界景気回復とともに堅調に推移するだろう。

## 主な注意点

- ・期待インフレ率の低下とデフレの再来
- ・米景気低迷とドル安

## 米国

株価指数は8月15日に新高値を更新してから、利上げタイミングをめぐって方向感のない展開になっている。10月に入り、堅調な経済指標と12月の利上げの可能性を反映して、長期金利が一時1.87%まで上昇、ドル高が進み、株価下落材料になった。また、11月8日の大統領選をめぐるとの不透明感も、投資家心理を冷やした。7-9月期企業業績は、当初2%程度の減益が予想されていたが、発表企業の8割弱が予想を上回り、決算着地は2%弱の増益に転じる可能性が出てきた。金利上昇をさほど伴わない景気回復が続く適温経済は、株式市場にとって理想的で、大統領選後の政治不透明感が払拭され、12月の利上げが十分に織り込まれれば、株式市場はボックス圏を抜け出し、上昇に転じよう。

## 主な注意点

- ・景気鈍化により、金利正常化が頓挫する
- ・大統領選におけるトランプ候補の勝利

## 欧州

米国の金融政策動向を意識する形で、米国株式に連動する動きを想定。他方でユーロ安の進展や、金融システムにかかる懸念が後退し、金融銘柄中心に反転の動きが示されているため、短期的には欧州株式市場全体に安心感が広がるものと思われる。ユーロ圏域内では追加緩和の動きも支援材料として機能しよう。但し、その先に予定される欧州各国の選挙や国民投票に対する不透明感は残存するものと思料。

## 主な注意点

- ・主要国でポピュリズム政党の躍進
- ・イタリア国民投票（12月）

## 新興国

世界経済の緩やかな回復を背景に、新興国の株式市場は総じて安定的に推移すると見込む。工業用原材料価格の緩やかな上昇基調が確認される中、国際商品市況と連動傾向にある新興国の株式市場も、先進国株式に対して、アウトパフォームの基調を維持するものと予想する。但し個別市場では、台湾・韓国指数の牽引役であるハード・テクノロジーセクターの生産ピークアウトが懸念され、この新興国株式指数に与える影響については注視が必要。また、中国の不動産価格を意識した引き締め政策も工業用原材料価格に一定のインパクトを与える可能性があり、この点も懸念する必要がある。

## 主な注意点

- ・中国の政策転換
- ・コモディティ価格の更なる下落を受けた財政収支悪化
- ・民主主義の後退

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

## 債券市場について

## 国内

物価動向が引き続き注目材料。前年比コア物価上昇率（除く生鮮食品）は、エネルギー関連価格の下落等から目先は前年比0%近辺の動きが続きそうだが、来年度にかけては持ち直しの動きが見られるか否かが注目である。市場利回りについては、日銀は新しい政策フレームワークの下、10年金利が概ね0%で推移するように国債市場において積極的な買い入れを継続していくことから、比較的低位でのレンジ形成となると考えている。

## 主な注意点

- ・安倍政権に対する信任の喪失
- ・財政規律喪失につながる政策決定

## 米国

米国国債のデュレーションは中立とし、カーブではスティーピングを選好。年内1度の利上げが予想されるものの、FRB（米連邦準備理事会）の正常化プロセスは引き続き非常に緩やかで、中長期的には長期部分に利回り追求の姿勢をとる投資家からの資金流入が見込まれる。一方で、物価上昇率の高まりを中央銀行が許容する傾向にあることや財政政策拡張への思惑から特に長期金利の部分には金利上昇圧力がかかることが予想される。

## 主な注意点

- ・潜在成長率が高まらない中、インフレ期待が高まり、長期金利が過剰に反応
- ・米国大統領選挙の動向

## 欧州

欧州については、コア国についてはやや弱気、周辺国については選好する。ECBによる金融政策枠組みの変更は金利の引き下げや資産の買入拡大から離れることが想定され、コア国のカーブにとってはスティーピング化要因になると考える。周辺国に関しては、相対的な利回りの高さやECBが積極的に買い入れを進めていることを背景に選好する。

## 主な注意点

- ・特に周辺国に対して、Brexit(※)の影響による政治的不透明感や経済成長率の鈍化の可能性

## 新興国

新興国債は、先進国の緩和的な政策、原油価格の安定、ファンダメンタルズの改善に加え、先進国債券比での魅力的なスプレッド水準によって、引き続き下支えされると思われる。とはいえ、資金流入が細ってきている中で、収益の源泉は、ベータからアルファ（個別銘柄選択）にシフトしていくと考え、銘柄選択がより重要になると考える。米国での利上げや米大統領選挙等のイベント・リスクが、新興国債では十分に織り込まれていない可能性があり、注意を要する。

## 主な注意点

- ・中国のハードランディング
- ・コモディティ価格の更なる下落
- ・米国大統領選挙の動向

※Brexit:英国（Britain）とEU離脱（Exit）を組み合わせた造語

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

## 為替市場について

## 米国

米国と他国との金融政策の方向性や、その背景にある各国マクロ経済の展開を基に、米ドルはボラティリティの高い展開を想定する。短期的には、米国の金融引き締め政策がより緩やかなスピードになる可能性や、足許のドル高の影響により、2017年第1四半期以降の外需、設備投資の伸びの鈍化等が想定され、米ドルは12月のFOMC以降、対主要通貨で軟化する局面も想定される。

## 主な注意点

- ・米国金融政策の不透明性
- ・金融システム不安を想起させる信用リスクイベント
- ・米国景気減速にかかるとの見通しの高まり

## 欧州

欧州各国、特にユーロゾーンの信用リスクが意識され、これに関連し欧州金融システムにかかる不透明感が続く。これを背景にユーロ、英ポンドについては、継続的に弱含みとなる可能性がある。特に対米ドルでは、短期的には政策金利の方向性等、ユーロ安の地合いに傾き易い展開を想定する。

## 主な注意点

- ・欧州中央銀行の政策対応
- ・金融システム不安を想起させる信用リスクイベント
- ・反EU、脱EUにかかると見通される欧州各国の政治的な動き

## 新興国

世界経済の緩やかな回復を背景に、新興国の為替市場は総じて安定的に推移すると見込むものの、資源への依存度、外貨準備高、政治の安定度などによって異なる展開となるものと見ている。今後は資源価格の回復に準ずる形で、これまで一貫して軟調な動きを示してきた資源国通貨は、その反動という側面から、先進国通貨に対してアウトパフォーマンスを続ける可能性があると考えられる。

## 主な注意点

- ・中国の政策転換
- ・コモディティ価格
- ・金融システム不安

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

## コモディティ市場について

## コモディティ

商品市況は、緩やかな世界経済の回復を背景に年後半にかけて需給が徐々に改善すると予想され、継続的に鉄鋼、銅、セメント等、工業製品価格等の上昇が見込まれる。この背景には、中国を中心に大幅な供給過剰を解消すべく、国営企業の再編等を通じ、政府主導で生産活動を抑制する動きが示されていることや、他方で、社会資本整備を中心とした有効需要の拡大政策に軸足を移していることが挙げられる。リスク要因として、中国主要都市の不動産価格の上昇を受け、中国当局が引き締め政策に転換することが挙げられる。

## 主な注意点

- ・地政学リスクの急激な高まり
- ・中国の政策転換

## REIT市場について

## REIT

各国中央銀行の潤沢な流動性供給が相場の下支え要因になる一方、米国では、更なる不動産価格の押し上げを意図したFRB（米連邦準備理事会）による流動性の供給は縮小していくと考えられることから、ボックス圏での推移を想定。

## 主な注意点

- ・潜在成長率が高まらない中、インフレ期待が高まり、長期金利が過剰に反応

## クレジット市場について

## 米国

米国社債（ハイールド債含む）に対する見方を強気とする。投資家の利回りに対する需要が非常に強い中、インカムを得るために魅力的な資産であると見ている。英国のEU離脱が決定して以降、先進国中央銀行の緩和政策を背景にスプレッドのタイト化が継続してきたが、割高感が出てきている。年後半の政治イベントには警戒をしており、市場のボラティリティが高まった場合に影響を受けにくい資産として、ハイールド債よりも投資適格社債を愛好する。

## 主な注意点

- ・FRBによる金融政策見通しの不透明感
- ・米国大統領選挙の動向

## 欧州

欧州社債（ハイールド債含む）に対する見方は強気とする。欧州は景気サイクルの回復初期局面にあり、また、ECBによる社債買い入れプログラムの実施も強力な追い風となっている。一方で、バリュエーションは割高で、英国のEU離脱時期を巡る不透明感やイタリアの国民投票等、ボラティリティが高まるイベントには警戒している。

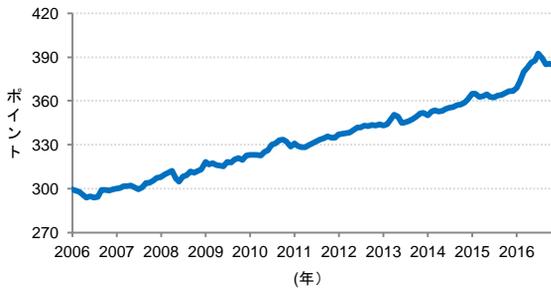
## 主な注意点

- ・Brexitの影響による政治的不透明感や経済成長率の鈍化の可能性

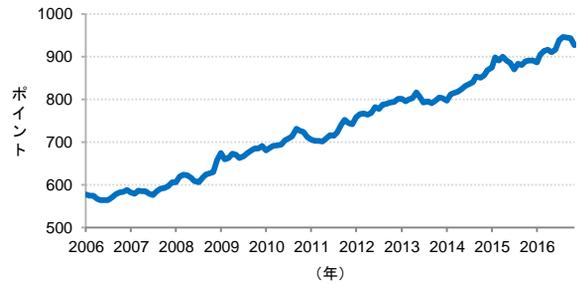
当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

2006年1月～2016年10月

国内債券  
NOMURA-BPI総合



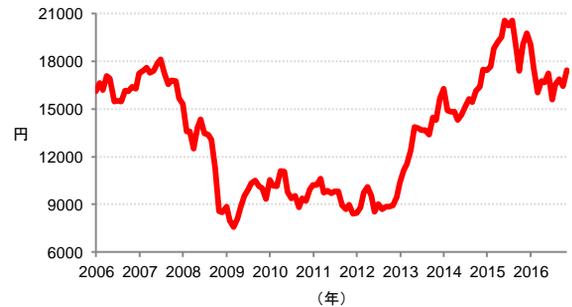
先進国債券 – シティ世界国債インデックス(除く日本、  
現地通貨ベース)



新興国債券 – J.P.モルガン・ガバメント・ボンド・インデックス –  
エマージング・マーケット・グローバル・ディバースィファイド (USDル  
ベース)



日本株式  
日経平均株価



先進国株式  
MSCIコクサイ指数(usドルベース)



新興国株式 – MSCIエマージング・マーケット・インデック  
ス (USDルベース)



当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

2006年1月～2016年10月

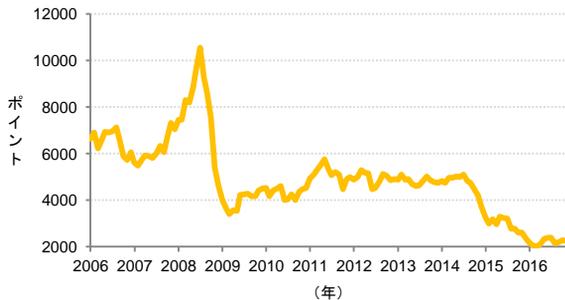
国内REIT  
東証REIT指数



先進国REIT  
S&P先進国REIT指数 (除く日本、USDベース)



コモディティ  
S&P GSCIトータルリターン指数 (USDベース)



本資料で使用するデータについて

出所：Bloomberg のデータをもとにブラックロック・ジャパン作成 2016年10月末時点

※当資料で使用する各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

## ETFに関するリスク・手数料について

iシェアーズETFへの投資による損益はすべて投資家の皆様に帰属します。投資をご検討される際は、取扱い金融商品取引業者にて交付される契約締結前書面等を十分にご確認の上、ご自身でご判断下さい。当社はiシェアーズETFに関する情報の提供は行っておりますが、その売買等に係る契約の締結を行っておりません。本資料は信頼できると判断した資料・データ等に基づき作成していますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果を保証・約束するものではなく、その内容は将来予告なく変更されることがあります。

### リスクについて

iシェアーズETFは、投資元本および投資元本からの収益の確保が保証されているものではありません。iシェアーズETFの価格は、連動を目標とする指数や為替の変動等や、iシェアーズETFの発行者および組み入れた投資対象の発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により変動します。このため、iシェアーズETFへの投資においては、投資元本を毀損するおそれがあります。

### 手数料・費用等について

#### <東証上場iシェアーズETFについて>

東京証券取引所に上場しているiシェアーズETFを売買する際の手数料は取扱いの金融商品取引業者（証券会社）等によって定められます。詳しくは証券会社までお問い合わせください。ETFの保有期間中は運用管理費用等を間接的にご負担いただきます。

#### <海外上場iシェアーズETFについて>

海外の証券取引所に上場しているiシェアーズETFの売買の際の手数料は取扱い金融商品取引業者（証券会社）によって定められます。売買にあたっては、前述の手数料の他に、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生することがあります。（現地法制度等により定められるため記載できません。）売買にあたり、円貨と外貨、または異なる外貨間での交換をする際には、それぞれの証券会社で別途定められた手数料が課せられることがあります。

ETFの保有期間中は運用管理費用等を間接的にご負担いただきます。

保有時の費用の率は個別のiシェアーズETFによって異なります。また運用状況や保有期間等に応じて異なることからその上限額を示すことはできません。

個別のiシェアーズETFに関する情報、運用報酬・管理報酬等については、取扱い金融商品取引業者（証券会社）、又はiシェアーズETFに関するウェブサイト（<http://www.blackrock.com/jp/ishares/>）にてご確認ください。

©2016 BlackRock 無断複写・転載を禁じます。iShares®（iシェアーズ®）およびBlackRock®（ブラックロック®）はブラックロック・インクおよび米国その他の地域におけるその子会社の登録商標です。他のすべての商標、サービスマーク、または登録商標はそれぞれの所有者に帰属します。本資料の著作権は、ブラックロック・ジャパン株式会社へ帰属し、全部または一部分であってもこれを複製・転用することは社内用、社外用を問わず許諾されていません。