

BlackRock Monthly Report ブラックロック月次市場レポート3月号

マクロ経済について

国内

日本経済は順調に回復しているが、1月は悪天候の影響もあり消費活動が停滞し、内閣府は個人消費に関して基調判断を下方修正した。生産部門は好調で、機械受注や製品輸出が中国向けを中心に伸びている。10-12月期の実質GDP成長率は年率1.0%と予想を下回ったが、法人企業統計の設備投資額は伸びており、GDP改定値では上方修正されるだろう。労働市場は完全失業率3.0%、有効求人倍率1.43倍と強く、雇用者数も伸びている。名目雇用者報酬は2.0%増え、今後個人消費の伸びにつながるか注目している。

見通しに対するリスク要因

- ・トランプ新政権の保護主義的政策
- ・円高転換

米国

トランプ新政権の経済政策の具体的な発表はないが、米国経済は好調だ。10-12月実質GDP成長率は1.9%と強くないが、個人消費は年率3.0%に上方修正された。製造業、非製造業とも景況感の高まり、消費者信頼感も高水準にある。インフレ指標は、CPIコアが2.3%、PCEコアが1.7%上昇し、賃金は2.5%伸びている。各地区連銀総裁の発言から推測すると、3月の利上げ確率が高まっているとみている。トランプ新政権が保護主義的政策を打ち出し、経済の活力が削がれてしまうリスクには要注意。

見通しに対するリスク要因

- ・米中経済摩擦
- ・トランプ新政権の保護主義的政策

欧州

国政選挙が相次ぐことから、極端な政策変更やユーロ離脱といった政治的なリスクを内包した形で経済が動く想定。実体経済面では、それまでのユーロ安や金融緩和動向を受け、物価上昇を伴う形での成長率の高まりがうかがえる。政策面では次第に欧州中央銀行の脱金融緩和が意識されるものとみられる。

見通しに対するリスク要因

- ・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

米国経済の成長率高まりに応じて、新興国も総じて需要拡大の動きとなるものと予想。特に台湾、韓国では、米経済に連動する側面があるものの、ハイテク製品の需給動向に依存する形となる見通し。他方、ASEAN、南米等は米国景気サイクルを追う形で良好な展開がみられるものと予想する。リスクとしては、中国における金融引き締め政策や、国際商品市況の需給バランスが崩れる局面を想定する。

見通しに対するリスク要因

- ・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る資源国の財政収支悪化
- ・金融システム不安

1

株式市場について

国内

日経平均株価は1月初めに19,500円台の高値をつけてから、ドル円が118円から112円台に低下、トランプ政権の経済政策の効果が出るのはだいぶ先になるとの落胆から、19,000円台前半の攻防が続いている。一方で、東証2部指数、ジャスダック指数、マザーズ指数など、新興株、中小型株は国内経済回復と増益期待で上昇を続けている。大型株は、海外投資家が1月中旬から売り越しに転じたため、値動きが重くなっている。しかし、3月以降は、米利上げ期待から日米金利差拡大によるドル高円安、国内経済の順調な回復、好調な企業決算、日銀や自社株買いによる好需給が株価を支え、年初来高値を更新するとみている。

見通しに対するリスク要因

- ・トランプ新大統領の経済政策への失望
- ・デフレリスクの再燃

米国

1月25日に20,000ドルの大台に乗せたばかりのNYダウ指数は、2月には21,000ドルに迫る勢いで、S&P500、ナスダック指数とともに連日の新高値更新を続けた。これまでは、新政権の経済政策への期待、力強い経済指標、好調な業績に株価は支えられてきた。だがここからは、トランプ政権の経済政策に不透明感があり、急低下している株式市場の変動率が上がりそうだ。FRBによる利上げも近づいており、株式市場の上昇は一服しそうだ。

見通しに対するリスク要因

- ・トランプ新大統領の政策への失望
- ・イールドカーブの極端なスティープ化

欧州

米新政権の税制政策を中心とする財政政策面の輪郭が明らかとなる過程の中で、そのマクロ・ファンダメンタルズに与える影響を織り込む形で、欧州株式市場のリスク許容度は変化するものと思われる。この中で、米の政策メニューが金融セクターと資源エネルギー・セクターに好ましい内容である場合には、この恩恵を受ける形で欧州株式市場の堅調な展開を想定する。「国境税」の様な米国の通商政策については、引き続き、マクロ経済、個別企業業績の両面に不透明感を与え続けるものとみられる。

見通しに対するリスク要因

- ・主要国でポピュリズム政党の躍進

新興国

新興国の株式市場の中では、今年夏場以降の新型スマートフォン販売にかかる、部品、製造装置、工作機械といった需要の拡大期待が一服感を向かえ、台湾、韓国、中国の株式市場に利益確定売りを促す機運が生じていることに加え、3月5日からの中国の全国人民代表大会にて、同国中央政府がインフラ開発等の経済成長を促す施策の発表を見送り、代わりに構造改革を重視する姿勢が示される際のダウンサイド・リスクを想定すべきであろう。

見通しに対するリスク要因

- ・米国の保護主義的な政策対応
- ・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

2

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、来年度にかけて一段の持ち直しの動きがみられるか否かが注目である。市場利回りについては、1)日銀の物価見通し(18年度頃にコアCPI 前年比+2%達成)は非常に緩やかなペースでの物価上昇見通しであること、2)日銀はイールドカーブ・コントロールおよびマネタリーベース増加目標の下、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、等を背景に国債利回りは比較的低位でのレンジ形成となろう。但し、米国政策動向、為替動向等、マクロ環境の変化に対する日銀のイールドカーブ・コントロール政策への信認の持続性には注意を要する。

見通しに対するリスク要因

- ・日銀のイールドカーブコントロール政策に対する信任の持続性
- ・財政規律喪失につながる政策決定

米国

米国金利については上昇を見込んでおり、米国債は弱気にみている。米新政権の財政政策・減税・規制緩和等は、インフレの上昇や景気回復を後押しすると考えている。企業の景況感指数やPMIからは、企業が将来に対して楽観的な見方を持っていることが確認されはじめている。中長期的には、人口動態の変化からインカム資産への需要は強く、米国債は他の先進国国債よりも利回りが高いことから一定の需要が集まり、金利の上昇はある程度の水準で収まるとみている。

見通しに対するリスク要因

- ・米国新政権による政策の不透明感
- ・経済が過熱し、FRBの行動が遅れる可能性

欧州

欧州については、ドイツについてはネガティブ、周辺国については中長期的に選好する。ECBは12月に月次の資産購入額減額を発表した。この動きが逆戻りすることはないとみている。ドイツ等コア国の金利水準は他国と比べても低く、魅力度は低い。フランスではユーロ離脱への懸念が取り沙汰され、政治的な混乱がスプレッド拡大につながっている。現時点ではそのようなシナリオが実現するとは考えていない。ポピュリスト政党の候補者が大統領選に勝利し、国民投票で勝利し、かつ憲法改正も必要となりハードルが高いだろう。ただし、フランスの対ドイツスプレッドは欧州債務危機以来の水準まで拡大してきており、短期的にはネガティブにみている。周辺国に関して、相対的な利回りの高さや欧州でも緩やかな景気回復がみられることから中長期的に選好している。

見通しに対するリスク要因

- ・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
- ・ECBの金融政策の変更の可能性
- ・ポピュリズムの台頭による政治リスクの高まり

新興国

新興国債券市場は銘柄選択を行なったうえで投資機会があるとみている。特にインフレが抑制され、利下げの環境が整う国については選好する。投資家のインカムに対する需要は強く、大統領選後にみられた資金流出も反転し流入に転じている。また、中国について注目している。グローバルの循環的な景気回復の恩恵や、消費主導経済への移行の進展を背景に同国や関連する国・セクターに対する投資機会の拡大を見込んでいる。米国との貿易関係が悪化するリスクや積みあがっている債務に対する懸念はあるものの、中国の成長率が6.5%以上へ拡大すれば、影響力は大きく、非常に注目している。

見通しに対するリスク要因

- ・中国のハードランディング
- ・米国新政権による政策の不透明感

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

3

クレジット市場について

米国

見通しに対するリスク要因

米国社債（ハイールド債含む）についてポジティブにみている。米景気の強さや新政権への財政政策・減税・規制緩和への期待から企業の資本構成の下位にある資産が魅力的であると考え、今年度の社債全体の発行量の減少が予想される中、投資家のインカムへの需要は強く、強気を維持している。ただ、ハイールド債の спреッドは400bpsを割り込み、2014年以来的水準となっており、バリュエーションは必ずしも魅力的とは言えず、十分に分散をして投資を行なう必要がある。

- ・米国新政権による政策の不透明感

欧州

見通しに対するリスク要因

欧州社債（ハイールド債含む）に対する見方は中立とする。欧州では、2017年にかけてフランスやドイツ等の経済規模の大きい国での政治日程を控えており、ポピュリスト政党の台頭を背景にボラティリティが高まる可能性がある。また、ECBの金融政策に関しても、すぐに実施されるとは考えないが、テーパリングの可能性が示唆されるようになってきており、積極的な緩和拡大期は過ぎた可能性がある。バリュエーションに関してもスプレッド縮小の継続を背景に割高な水準にある。一方で欧州は緩やかな景気回復の途上にあることに加え、ECBやBoEによる社債の買い入れが資産の下支えとなっている。

- ・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
- ・ECBの金融政策の変更の可能性

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

4

為替市場について

米国

米国の通商政策の展開や米国長期債利回りの動きに注視が必要である。日米の実質金利格差の変数として、日米の物価上昇率は短期で大きな変化がみられないものであることに加え、日本の10年近辺の長期金利は、日銀の金融政策により安定しているとみている。基本的には、米国長期金利の動向と円ドル、米国通商政策による日本政府への圧力、この2点に注目し、更に国際資本市場全体のリスク許容度の進展をうかがうことが重要だとみている。

見通しに対するリスク要因

- ・米国2017年の利上げペースの高まり
- ・金融システム不安を想起させる信用リスクイベント
- ・米国物価、消費動向へ上振れ
- ・米新政権の為替政策見通し
- ・中国当局の人民元高為替介入観測

欧州

欧州通貨については、オランダ、フランスの選挙を控え、ユーロの不安定感が高まる可能性を意識している。スイス・フラン同様、日本円は「質への逃避」対象となるため、短期的な政治リスクが高まる際には、ユーロ円が円高方向にオーバー・シュートする可能性がある。

見通しに対するリスク要因

- ・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にかかる欧州各国の政治的な動き

新興国

新興国通貨は、米ドルの独歩高の局面を前提とすると、米ドルに対して総じて弱含む形となるものと思われる。この中で相対的な強弱は、各国の経常収支、資源価格、政治リスク等、ファンダメンタルズに依存した傾向がより鮮明になるものとみられる。

見通しに対するリスク要因

- ・中国の金融引き締めへの政策転換
- ・コモディティ価格
- ・金融システム不安

5

その他市場について

コモディティ

ジャーナル・オブ・コマーズ社が発表する工業原材料製品価格の指数である Industrial Price Indexは中国旧正月明け以降、需給悪化懸念からピークアウト・軟化の兆しを示しており、工業製品中心に国際商品市況の上昇モメンタムが短期的に調整に向かう可能性を示唆している。これに加え、3月15日のFOMCにて米国金融当局が利上げを実施した場合には、経常収支赤字国中心に資金流出が連想され、新興国のファンダメンタルズに対する懸念の高まりと共に、商品市況への利益確定売りを促す取引が高まる可能性がある。

見通しに対するリスク要因

- ・地政学リスクの急激な高まり
- ・中国の政策転換

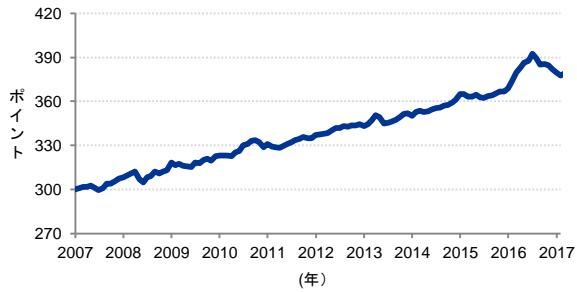
REIT

2月は東証REIT指数が上昇基調の中、TOPIXや東証不動産業種指数に対し、アンダー・パフォーマンスする動きがみられ、金利裁定資産の側面がうかがえた形となっている。米国REIT指数もほぼ日本同様の動きを示しており、今後株式市場が更なる続伸を示す場合には、相対的なアンダー・パフォーマンスを想定する必要があると考える。特に米国の長期金利上昇は、ハイイールド社債等と共に、利益確定売りを促す要因として取らえられる可能性がある。ファンダメンタルズ面にてリフレーションの動きを先取りするかのような展開とみている。

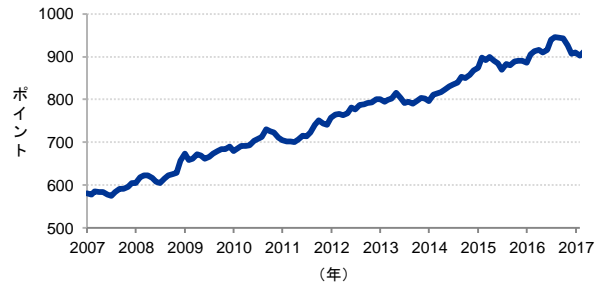
見通しに対するリスク要因

- ・米国長期金利急騰

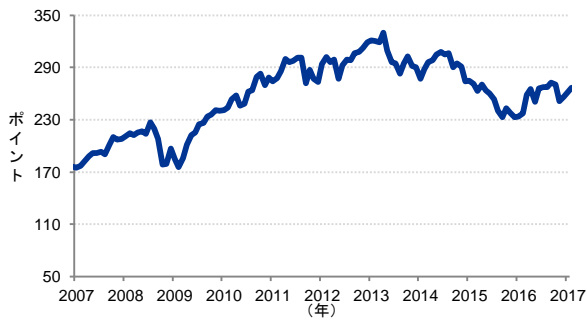
国内債券
NOMURA-BPI総合



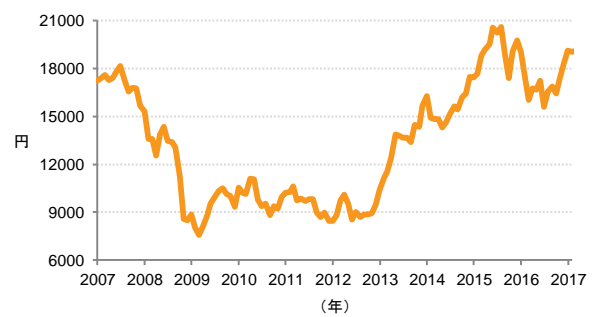
先進国債券 – シティ世界国債インデックス(除く日本、
現地通貨ベース)



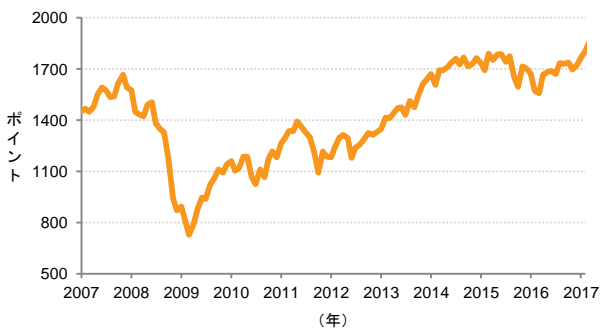
新興国債券 – J.P.モルガン・ガバメント・ボンド・インデックス –
エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド (USDル
ベース)



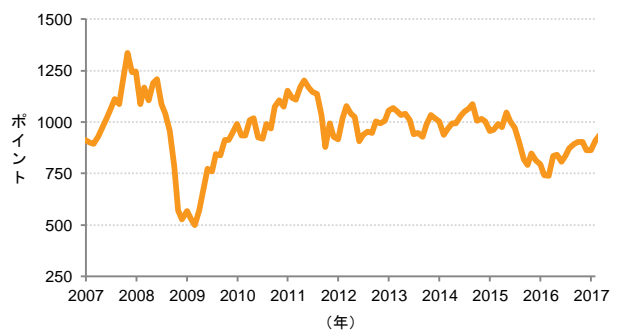
日本株式
日経平均株価



先進国株式
MSCIコクサイ指数(USD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)



本資料で使用したデータについて

出所：Bloomberg のデータをもとにブラックロック・ジャパン作成 2007年1月から2017年2月末時点

※当資料で使用した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。

最終頁のディスクレーマーをご覧ください

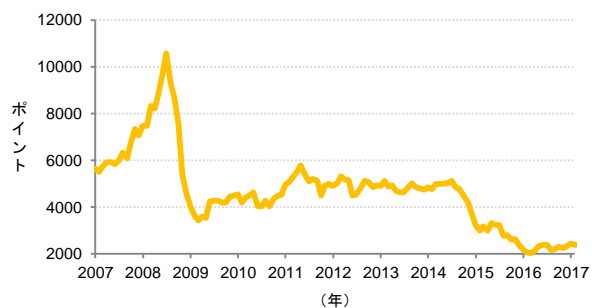
国内REIT
東証REIT指数



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)



本資料で使用したデータについて

出所：Bloomberg のデータをもとにブラックロック・ジャパン作成 2007年1月から2017 年2月末時点

※当資料で使用した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。

最終頁のディスクレーマーをご覧ください

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けます。

<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けます。

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。

©2017 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・ジャパン株式会社に帰属し、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。

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館