

BlackRock Monthly Report ブラックロック月次市場レポート4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。OECDは2017年実質GDP成長率予測を+1.0%から+1.2%に上方修正した。鉱工業生産は2月は前月比+2.0%と強く予測値も高い。消費動向は前年の閏年効果を除けば順調に回復しているが、その勢いは弱い。外需は強く、貿易収支は2月8,134億円の黒字を計上、輸出額は前年比11.8%伸びた。中国を中心にアジア地域の経済が強く、輸出はその恩恵を受けている。労働市場は完全失業率が2.8%と22年ぶりの水準まで低下、有効求人倍率1.43倍と強く、雇用者数は年間で51万人増えた。そろそろ賃金に上昇圧力が掛かりそうだ。

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
- ・円高進行

米国

米国経済は10-12月期民間消費支出が年率3.5%拡大し、実質GDP成長率は2.1%に上方修正された。1-3月期も製造業、非製造業とも景況感が高まり、消費者信頼感も高水準にあるが、生産や個人消費が落ち着き、1%半ばの成長率になりそう。FRBが3月15日に0.25%利上げをしたが、その後、市場の景気回復へ見方が弱まった。FRBが参照しているインフレ指標PCEコアは1.8%上昇し、2%目標に近づいた。トランプ政権がオバマケア代替案を共和党内の議論紛糾で採択をあきらめ、今後の政局運営に不安が出ているが、米国経済のファンダメンタルズはしっかりしている。

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

独CPIが2%台の伸びで定着する等、実体経済面では、成長率が成長軌道に回帰する中で、デysinfler的な色彩が薄まってきている。ユーロゾンの実質GDP成長率は、2012年のマイナス成長から2%台を目指す動きが示されている。政策面では巡航速度への成長率の回帰を視野に、次第に欧州中央銀行の金融緩和是正が意識されるものとみられるが、政治的な不透明感から、秋口まで極端な政策変更は見込めず、これも成長率にはプラス寄与するものと予想する。

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

米国経済の成長率上振れや国際商品市況、特に工業原材料価格の上昇を受け、資源輸出国である新興国の成長は上振れる見通し。更に、台湾、韓国では、新型スマートフォンや、通信半導体等の追加需要を反映し、テクノロジー産業中心に景気サイクルの上方展開を想定する。リスクとしては、引き続き、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

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。

1

株式市場について

国内

日経平均は3月13日に年初来高値を更新(19,633円)したが、FRBによる利上げ後に、ドル円が111円割れまで下落、期末を控えた利益確定売りや、海外投資家の売りに押されて19,000円を割った。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相対的に強かった。新年度入り後は、堅調な企業業績、グローバル経済回復からの恩恵、海外投資家売り一巡、日銀のETF購入、企業の自社株買いによる株式受給改善などに支えられ、株式市場は回復するとみている。

見通しに対するリスク要因

- ・トランプ経済政策への失望
- ・デフレリスクの再燃

米国

株式市場は、トランプ政権の減税、規制緩和、インフラ投資促進に期待して新高値を更新してきたが、3月15日の利上げ後、景気見通しがやや弱くなるなか、トランプ政府がオバマケア代替法案が共和党内の反発で採択を断念。将来の経済対策実現力に疑念が生まれ、株式市場は調整局面入りした。4月以降、業績は伸びるものの、やや割高なバリュエーション、トランプ政権の政策実現への不透明感、次回利上げへの織り込みなどから、株価はボックス圏での展開になると考える。

見通しに対するリスク要因

- ・トランプ経済・通商政策への失望
- ・米国景気の減速

欧州

仏の大統領選挙を意識しつつ、米国株式市場に連動する動きとなるものと予想する。南欧の金融銘柄は戻り高値を試す動きが続いており、政治リスクを意識する一方で、ファンダメンタルズ面の上振れや、金融システム正常化、国債利回りのマイナス圏からの脱却を意識しているものとみられる。中国の旧正月明け以降、資源価格、特に原材料価格の調整が続いていたが、この動きも次第に鎮静化がみられ、商品市況も再度上向く動きがみられつつある。今後は、金融セクターの安定や、資源エネルギー・セクターの回復を受け、市場全体の堅調な動きが見込まれる。

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、今年発売になる主要大手メーカの新スマートフォンの販売にかかる、有機EL部品、製造装置、工作機械といった需要の拡大期待に支えられている。これに加え、サーバ用需要の高まりや次世代通信規格に対応する半導体需要が加わり、韓国、台湾、中国市場を中心に上昇基調がうかがえる。今後は、こうした需要増が業績面に織り込まれる過程の中で、テクノロジー関連銘柄の上昇や、国際商品市況の回復を反映し、新興国の株式指数も堅調な展開を想定。

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
- ・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、今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

米国の金利についてはやや弱気にみている。グローバルな景気回復が継続する中、インフレは強く、FRBが今年のうち少なくとも2回の利上げを行なう可能性があると考えている。一方で、世界的にインカムの需要が高く、米国債は他の先進国の金利と比べれば相対的に魅力的と考える。また、中期的な観点からは、米国の政策に対する不透明感や、欧州の政治イベントが意識される場合に、金利が低下する可能性がある。

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、コア国については弱気、周辺国については中長期的に選好する。ECBは4月より月次の資産購入額減額しているほか、市場では、今後ECBがいかに緩和縮小を行なうかについて議論が始まっている。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。しかし、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るのでハードルが高いと考えるためである。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、高止まりしており、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

新興国債券市場はやや強気とする。銘柄選択を行なったうえで投資機会があるとみている。相対的な利回りの高さから、バリュエーションの魅力が高い。グローバルな景気回復は先進国だけでなく、新興国にも及んでいくとみている。ただ、銘柄選択は重要で、インフレが抑制され、利下げの環境が整う国について選好する。投資家のインカムに対する需要は強く、年初以降、資金流入は継続している。

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
- ・原油価格の動向

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

3

クレジット市場について

米国

米国社債（ハイイールド債含む）についてやや強気にみている。1年前と比較するとバリュエーションは必ずしも魅力的とはいえない水準であるため、セクターや銘柄の選別を行なった上で、投資機会があると考え。グローバルな景気回復の状況や企業収益の改善を背景に、より株式に近い資産クラスに妙味があるという点で、投資適格社債よりもハイイールド債を愛好する。

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
- ・海外投資家からのフローの動向

欧州

欧州社債（ハイイールド債含む）についてやや弱気とする。バリュエーションが割高である上に、政治リスクが高く、ボラティリティが高まる可能性があると考え。緩やかな景気回復を背景に金利が上昇しているため、金融セクターでは銘柄選択の上で投資機会があると考え。

見通しに対するリスク要因

- ・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ろう。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ためである。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考慮することが重要と考える。

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、米国の通商政策や仏大統領選挙を手掛かりに、ボラティリティの高い展開を予想する。仏大統領選にて極右の勝利となる場合には、通貨統合の後退が意識され、ユーロ安へのバイアスが高まり易い。また、米国が通商政策の一環として、米ドル安誘導を実施する局面では、ユーロが相対的に強含み推移する可能性が高まる。

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、米ドル安や新興国ファンダメンタルズに対する再評価の動きから、総じて強含み推移の展開となっている。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

中国旧正月明け以降の国際商品市況の調整も一巡し、原油価格を筆頭に、商品市況は再度回復から上昇基調への動きが示されている。今後は、堅調な米国等先進国や中国における都市開発の動きが意識され、2014年7月からの下落局面からの回復軌道を辿るものと予想する。

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

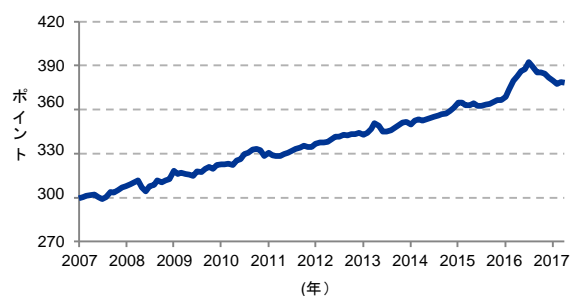
REIT

日米共にREIT指数の株式指数に対するアンダー・パフォーマンスの動きが鎮静化しつつある。これは米国を中心に長期金利の上昇圧力が弱まり、債券市場が堅調な動きを示し始めたことに起因する。この点から、今後、良好なファンダメンタルズデータを受け、主要国の長期金利が上昇する様な局面では、再度REIT指数が弱含む展開とみている。

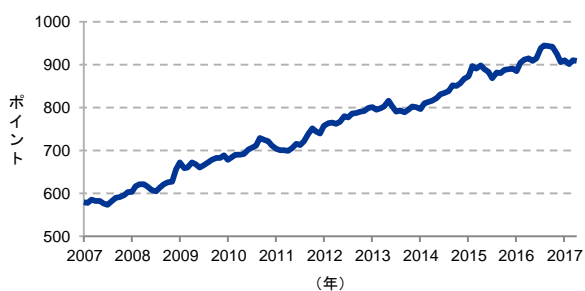
見通しに対するリスク要因

- ・米国長期金利急騰

国内債券
NOMURA-BPI総合



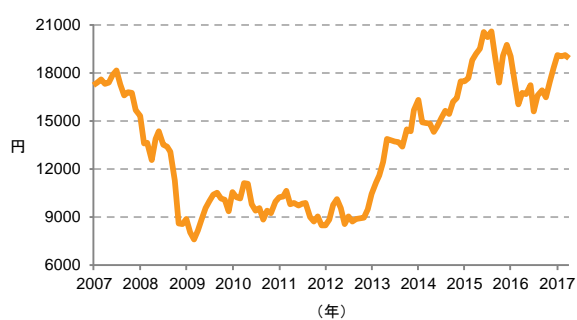
先進国債券 – シティ世界国債インデックス(除く日本、
現地通貨ベース)



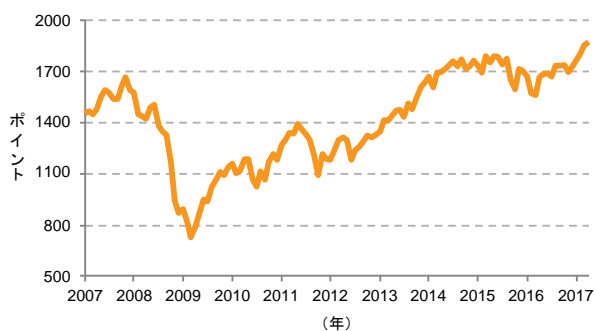
新興国債券 – J.P.モルガン・ガバメント・ボンド・インデックスー
エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド (USDル
ベース)



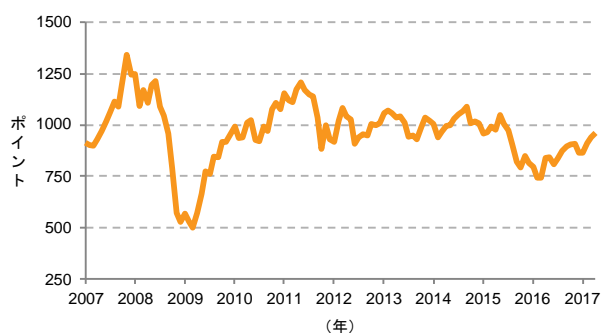
日本株式
日経平均株価



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3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

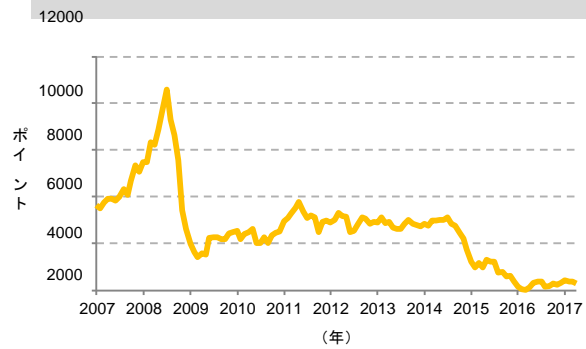
国内REIT
東証REIT指数



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3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、運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。

©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