

BlackRock Monthly Report ブラックロック月次市場レポート5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。IMFは2017年経済成長率予測を+0.8%から+1.2%に上方修正した。2月の鉱工業生産は前月比-2.0%と反動減になったが、4月生産予測値は8.9%増と強い。消費動向は家計消費支出が前年比1.3%減と低迷しているが、小売店売上高は回復している。外需は強く、貿易収支は3月も6,147億円の黒字を計上、輸出額は前年比15.8%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し、有効求人倍率1.45倍と強い。経団連集計では賃上げ率が2.18%と4年連続で2%台で、年後半に向け消費者心理のさらなる改善と、消費増への動きがみられるかが重要だと考える。

見直しに対するリスク要因

- ・米中経済成長率の鈍化
- ・円高進行

米国

1-3月期実質経済成長率は年率0.7%に減速。前期に個人消費が大きく伸びた反動が出た形。引き続き企業と消費者の景況感が高く、4月以降、経済は再び加速するだろう。失業率は4.8%に低下、雇用環境はきわめて堅調だ。約7割の市場参加者がFRBによる6月利上げを予想しているが、FRBが参照しているインフレ指標のPCEコアは+1.6%で落ち着いている。トランプ政権は、税制改革案を発表したが、所得税減税、法人税減税、キャピタルゲイン課税減税、富裕層の相続税廃止など、かなり意欲的だが、共和党との間で減税率など修正される可能性があるとみている。

見直しに対するリスク要因

- ・トランプ税制改革案の交渉難航
- ・NAFTA再交渉不調

欧州

独貿易収支黒字の増加に象徴される様に、製造業中心に、ユーロ安をドライバーとして成長率が高まりつつあるとみている。ユーロゾーン全体においても実質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、このような実体経済面における巡航速度回帰の動きを受け、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、金融政策を後押しし、2017年の通期成長率にはプラス寄与するものと予想する。

見直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

米国を中心に堅調な先進国の成長率上振れや、国際商品市況、特に工業原材料価格の上昇を受け、資源・素材輸出国となる新興国では、堅調なマクロ経済動向になると予想している。ブラジル、インドといった内需の大きい新興国では、次第に政策面の落ち着きが確認される見通し。また、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。

見直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4月17日の18,355円で、目先の底値をつけたと評価している。テクニカル的にみても、騰落レシオ68%、プットコール・レシオ1.3倍、東証売買代金1兆6,337億円、空売比率41%と、ほぼ売られすぎのシグナルが目立った。ドル円は108円台を底に戻り始め、株価は買い戻された。フランス大統領選第1回投票結果で反ユーロ候補同士の決戦の回避、北朝鮮情勢の小康状態、米税制改革案の発表などが、投資家心理を好転させた。海外投資家は4月第1週より買い越しに転じた。国内要因は、好調な16年度決算発表、日銀による景気判断の上方修正、相対的に割安な株価収益率等、株価にとって強気材料が並んでいる。海外経済の堅調な回復で外需が伸び、国内も順調な景気回復が続き、株式市場は4月中旬からの反転の流れが続くと考える。

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、トランプ政権の期待後退や弱めの経済指標で横ばいが続いた。オバマケア代替案が共和党内の反対で採決できず、今後の議会運営への不安感が高まり、株価の頭を抑えた。一方、ナスダック指数は、好調なハイテク企業の決算に支えられて6,000ドル台に乗せて最高値を更新した。グローバル経済回復の恩恵もあり、S&P500指数銘柄の決算は1-3月期以降2桁増益が期待できる。やや割高なバリュエーション、トランプ政権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みている。

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

フランス大統領選挙といった重要日程を消化した後（※）、市場では再度市場全体のリスク許容度の高まりがみられるとみている。この点については、米国の政策に対する信任が回復するタイミングよりも、市場想定以上に堅調なファンダメンタルズが示されるタイミングが重要であると考えている。ファンダメンタルズ面のみに着目すると、欧州大手金融機関の個別決算発表や、主要国の月次マクロ統計等にて、2017年の主要企業の業績展開や実質成長率見通しが上方修正される局面にて、再度、株式を中心に市場のリスク許容度が高まるものと予想する。

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

新興国の株式市場は、今年発売になる主要大手メーカーの新型スマートフォン販売にかかる、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とみている。これに加え、サーバ関連製品の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、MSCI新興国株式指数等、新興国の株式指数も堅調に推移すると評価している。

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

※本レポートは作成時点(2017年4月末時点)の見方であり、その後の経済、市場の変動については反映していません。

2

債券市場について

国内

円金利については中立にみている。日銀がイールドカーブ・コントロール政策の下、国債市場において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ると考える。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。また、物価動向は引き続き注目材料で、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マイナス寄与の縮小から17年後半にかけてプラス圏で回復の動きとなりそうだが、除く生鮮食品・エネルギーで明瞭な回復がみられるか否かが注目される。

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、利回りカーブについてはフラット化を 선호。足もと、米国では経済指標を中心に鈍化がみられるものの、主に季節要因によるものと考えており、中長期的にはグローバルな景気回復が継続し、FRBは年内に少なくともあと2回の利上げを行なう可能性があるともみられていることから、利回りカーブの短中期部分については弱気にみている。一方で、長期ゾーンについては、世界的にインカムの需要が高く、米国債利回りは他の先進国の金利水準と比較して相対的に魅力的であり、需要が集まりやすいと考える。

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。ドイツ等のコア国については、バリュエーションの観点から魅力度が低いとみている。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おり、欧州のインフレ指標についても上昇傾向がみられ始めている。周辺国に関して、相対的な利回りの高さや緩やかな景気回復がみられることから中長期的に選好する。フランスでは、大統領選の予備選が行なわれ（※）、最悪のシナリオを免れたことで政治的不透明感はやや晴れたものの、依然として政治イベントは多い。英国でのEU離脱交渉の行方、ドイツでの秋の総選挙、イタリアでも議会の解散が年内に前倒しされる可能性があり、こうしたリスクイベントについて注視している。

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るとみている。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

※本レポートは作成時点(2017年4月末時点)の見方であり、その後の経済、市場の変動については反映していません。

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が、銘柄選択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ールド債を選好する。

- ・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

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。

- ・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

4

為替市場について

米国

円ドルレートは、長期的に日米の実質金利差の推移によって変動するものと考えており、今後の米国金融引き締め政策や、グローバルなリフレーションの動きを勘案すると円レートは弱含むとみている。リスク要因として、米国の通商政策にて国境税調整導入の見通しが不透明な点や、中国に対する姿勢が強硬なものとなっていない一方で、米ドルが主要通貨、特にアジア通貨に対して安値誘導される可能性もあるとみている。

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、消費動向の上振れ
- ・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。メイン・シナリオでは、仏では中道候補の勝利を想定し（※）、ユーロ圏の安定が意識されることと、欧州中央銀行の金融緩和政策から中立的な政策への変更を意識し、ユーロが円に対して上昇する展開を想定。リスク・シナリオとして、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とみている。また、米国が通商政策の一環として、米ドル安に誘導していると市場が評価するような局面では、ユーロが相対的に強含む可能性があると考えられる。

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、総じて強含む推移の展開になるとみている。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

足もと原油価格は不安定な動きを示しているものの、ファンダメンタルズ面では先進国、新興国双方の景気拡大が意識され、着実に国際商品市況への需要増が確認される。今後は、堅調な米国のインフラ開発の動向や、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

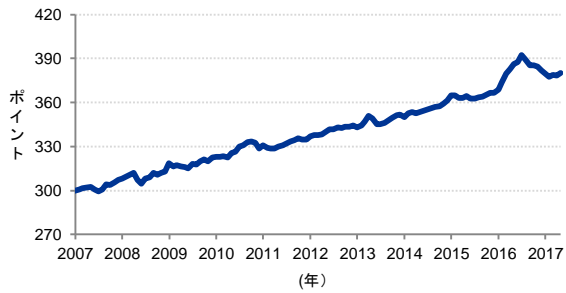
REIT

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と思われる。この点から、今後、良好なファンダメンタルズを受け、主要国の長期金利が上昇する様な局面では、再度REIT指数の弱含む可能性があるかとみている。

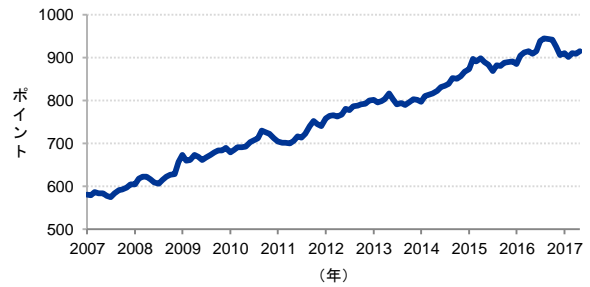
見通しに対するリスク要因

- ・米国長期金利急騰

国内債券
NOMURA-BPI総合



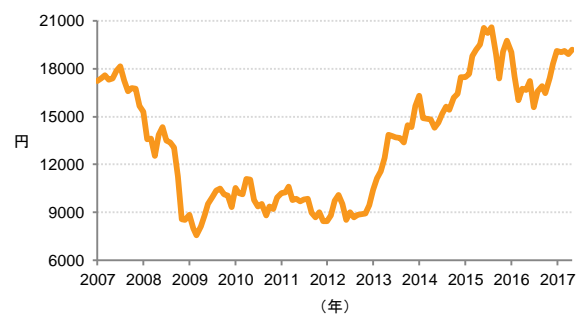
先進国債券 – シティ世界国債インデックス(除く日本、
現地通貨ベース)



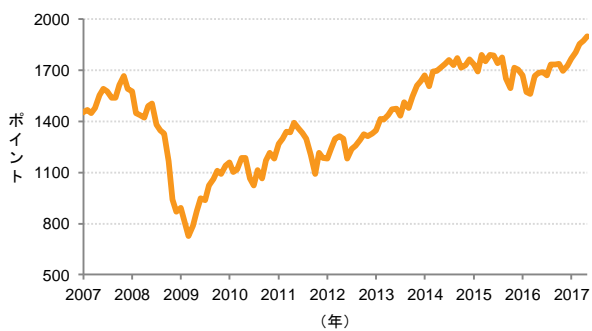
新興国債券 – J.P.モルガン・ガバメント・ボンド・インデックス –
エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド (USDル
ベース)



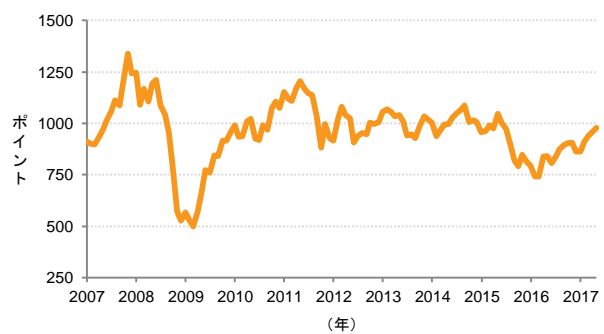
日本株式
日経平均株価



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4月末時点

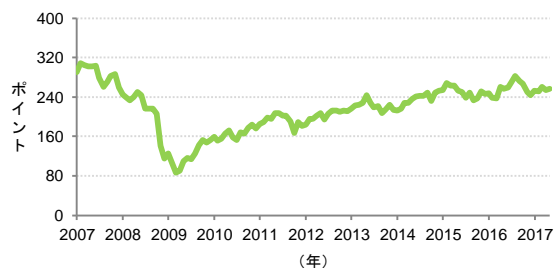
※当資料で使用した各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。

最終頁のディスクレマーをご覧下さい

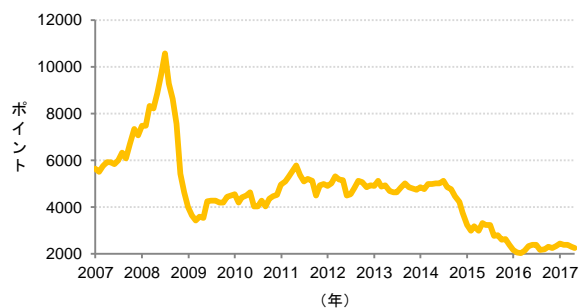
国内REIT
東証REIT指数



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4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