

BlackRock Monthly Report ブラックロック月次市場レポート7月号

マクロ経済について

国内

見通しに対するリスク要因

景気回復は広がりを見せている。OECDは日本の17年経済成長率を+1.0%から+1.5%に、世界銀行は同+0.9%から+1.5%に大幅に上方修正。7月発表の日銀短観では大企業製造業の景況感がさらに改善(+17)、設備投資計画も-1.3%から+2.9%に引き上げられた。街角景気、中小企業景況感、法人企業景気予測などの景況感も軒並み改善。政府は6月の景気基調判断を半年振りに上方修正、個人消費に改善が見られたとしている。労働市場は完全失業率が3.1%、有効求人倍率1.49倍とバブル時代を超える水準となった。インフレ率はCPIコアが+0.4%と小幅に改善した。年後半、賃金の上昇が個人消費の伸びにつながれば、2%近い経済成長率も達成可能とみている。

- ・米国、中国経済成長率の鈍化
- ・円高進行

米国

見通しに対するリスク要因

3月の利上げ後、予想を下回る経済指標が続く、インフレ率はピークアウトしている。しかし、労働市場は失業率4.3%と逼迫しており、米連邦準備理事会（FRB）はいずれ賃金上昇に結びつく判断、6月も利上げを実施した。5月インフレ指標はPCEが+1.4%、時給が+2.5%、CPIコア+1.7%と伸び率が鈍化している。雇用統計の非農業就業者数は13.8万人増と予想を下回った。しかし、消費者信頼感が高く、民間消費は順調に伸びている。製造業やサービス業の景況感も強く、年後半、米国経済は2%程度で成長を続けていくとみている。医療保険制度(オバマケア)改革法案は、上院共和党案がまだ合意されずに採択に至っていない。同案の上院可決後によりやく税制改革議論が始まるため、注目が集まっている。

- ・医療制度改革法案の頓挫
- ・貿易赤字拡大による他国との摩擦

欧州

見通しに対するリスク要因

欧州経済はこれまで回復基調を辿っていたが、今年1月以降の米ドル安ユーロ高の影響が次第に顕在化する可能性や、欧州中央銀行の金融政策が、極端に緩和的な状況から正常化の方向に向かうこともあり、為替・金融政策の両面が想定以上に実体経済にマイナスの影響を与えることも想定すべきであろう。2017年の実質GDP成長率は1%台のプラス成長を予想するものの、通貨ユーロの動向や金融政策の展開次第では、これまでの回復基調が途切れる可能性もあると考える。

- ・金融市場動向が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

見通しに対するリスク要因

米国を中心に堅調な先進国の成長率の上振れや、国際商品市況の回復を受け、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が維持されよう。ブラジルでは政治的な不安定さが嫌気されるものの、実体経済面では回復基調が持続する見通し。中国の上海インターバンク金利の動向にみられる様に、中国での金融政策には引き続き注視が必要ではあるものの、秋口の党大会までは、極端な引き締めや、経済停滞をもたらす策は取りづらいものと考えられる。また、台湾、韓国では、新型スマートフォンや、通信半導体などの追加需要を反映し、テクノロジー産業中心に生産のピークアウトを意識すべき時に入ってきており、7月末以降の生産・純輸出動向には注視が必要とみている。

- ・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

1

株式市場について

国内

日経平均は6月2日に20,000円台回復、円安や米金利高という支援材料はなかったが、堅調な国内景気、企業業績の質の向上、相対的に割安なバリュエーション、他市場に対する出遅れ感が買い材料となった。新興市場や中小型株市場の好調が際立ち、6月月間では東証マーズ指数は7.0%、東証2部は3.0%上昇した。米連邦準備理事会（FRB）の6月利上げ後は、各国金利上昇で対円金利差が拡大し、それが円安を誘い、日経平均の20,000円定着の援護射撃となった。年後半の企業業績予想は保守的とみており、景気回復がさらに進むにつれ、業績は上方修正されと考える。海外投資家は4月から買い越しに転じ、2ヶ月で約1兆9,500億円買い越した。6月以降は企業の自社株買戻しが増加する可能性があるとみている。

見通しに対するリスク要因

- ・国内経済政策の後退
- ・米国景気の腰折れ
- ・デフレリスクの再燃

米国

6月以降、株式市場に変調が見られた。月間でみるとNYダウ+1.6%、S&P500指数+0.5%、ナスダック指数-0.9%と、指数間でパフォーマンス格差が出た。年初来好調だった大型IT株は調整入り、また公益株など利回りの高いセクターも不振だった。逆に、銀行株や素材・エネルギー株が買い戻された。金融株には、ボルカー・ルールの規制緩和期待、米連邦準備理事会（FRB）のストレステストに34行全て合格し資本政策の自由度が高まったこと、イールドカーブのスティープ化などの好材料が揃った。早ければ9月にも米連邦準備理事会（FRB）のバランスシート縮小が始まり、株式市場は神経質な展開になりそうだが、企業業績の2桁成長が株価を下支えする可能性があるとみている。

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

イタリア、スペインにおける金融機関の破綻処理を受け、金融システム不安の解消が進んだとみている。他方で、欧州中央銀行が金融緩和の状態から、徐々に緩和解除の方向で政策を推進していることで、市場に一定の圧力を与えているものと思われる。今後は、ファンダメンタル面において、経済成長率の高まりと、欧州中銀による金融緩和姿勢の後退とが意識され、一進一退の動きとなるものとみている。

リスク・シナリオとして、欧州中央銀行の金融緩和解除にかかるメッセージが強まる局面や、米国経済統計の上振れに伴い、市場で米国の利上げペースの見通しが変わるような局面で調整が起こる可能性を意識する必要があると考える。

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、今後の米国株式市場の展開次第の側面もあるが、ファンダメンタル面や相関の高いセミ・マクロ、ミクロの状況を照らし合わせると、引き続き堅調な地合いで推移するものと思われる。特にロシア、ブラジル、中国等の大型新興国の株式市場は、国際商品市況の動向を触媒に、中国の金融引き締め政策の影響を強く受けるものと思われる。

他方、韓国、台湾では、半導体、電子部品等のハード・テクノロジーのファンダメンタルズ動向に影響を受けやすく、この点については、年末商戦向けスマートフォン生産ピークを意識した市場展開となるものと思われる。

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

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が縮小したことから、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・エネルギーのベースで明瞭な回復が見られるか否かが鍵となるとみている。

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、短期的には強気、中長期的には弱気にみている。米国の現政権の政策執行能力に対する懸念や、経済指標ではインフレ率の上昇基調が勢いを失う中、短期的に長期金利の上昇は抑制されると考える。ただ、インフレ率が鈍化傾向にある背景には、テクノロジーの進歩が影響していると考えており、テクノロジーの進歩による生産性の上昇を伴うインフレの鈍化は必ずしも経済にネガティブとは考えておらず、FRBは引き続き緩やかなペースで正常化を進めると考えている。そうした中で、金利は中長期的に再度上昇していくと考えている。

見通しに対するリスク要因

- ・FRBが金融政策の引き締めを過剰に行なってしまう可能性

欧州

欧州の金利については弱気にみている。特にコア国の金利については、欧州の経済指標に改善基調が見られるなか、ECBは実際にハト派色を弱めており、そうした動向は今後も継続するとみていることから、金利は上昇方向に動くと考えている。ECBのみならず、英国やその他先進国の中銀関係者からも、緩和的な姿勢を後退させる動きが見られる。バリュエーションに関しても、ドイツでは短期から中期の利回りがマイナスに落ち込んでいることから、割高であると考えており、弱気にみている。

見通しに対するリスク要因

- ・ECBの金融政策の変更の可能性

新興国

新興国債券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。特に原油やドルを巡るレジームは原油安・ドル安へと変化しており、そういった環境でメリットを享受する国について選好する。すなわち、原油輸入国やドル建ての債務が大きい国である。新興国のインフレが抑制される中で、新興国の中銀が緩和的な政策を打ち出すことができる環境となっていることもポジティブに影響すると考えている。

見通しに対するリスク要因

- ・中国のハードランディング
- ・原油価格の動向

3

クレジット市場について

米国

米国の社債（ハイールド債含む）については、強気にみている。バリュエーションの魅力は以前と比較すると減少したと思われるものの、米企業のファンダメンタルズは堅調であり、長期金利が低い水準を維持していることもポジティブと考える。ただ、セクターによっては、テクノロジーの進展によってネガティブな影響を受けているものもあり、注意が必要である。例えば、小売、自動車、エネルギー、通信等のセクターについては銘柄選択がより重要になるとみている。

見通しに対するリスク要因

- ・海外投資家からのフローの動向
- ・FRBが金融政策の引き締めを過剰に行なってしまう可能性

欧州

欧州の社債（ハイールド債含む）については、弱気にみている。欧州は経済指標は堅調であり、スプレッドは縮小方向で推移すると考えるものの、スプレッドが薄いことから、ベース金利が上昇した場合のクッションが小さいと評価している。さらに欧州中銀の政策は今後タカ派的になっていく見通しであることや、社債の買い入れ量についても減額方向で動く予想されることもネガティブな影響を与えると考える。

見通しに対するリスク要因

- ・ECBの金融政策の変更の可能性

4

為替市場について

米国

見通しに対するリスク要因

為替市場では、引き続き米ドルの軟化基調が続いている。足許では、短期的に資本市場全体のリスク許容度の回復や、米国の金融引き締め見通しを反映し、一時的に米ドルの反転が見られるものの、長期的なトレンドの変更には至っていないとみている。

長期的な米ドル安の展開は、米国の通商政策、対外政策を反映したものと見ており、成長率格差、実質金利差、米利上げペースにかかる要因は、短期的に影響力が低いものと考えている。米国大統領が通商政策において、中国、日本、メキシコ、ドイツ等に対し、強硬な手段を講じられない一方で、米ドル安に働きかけるインセンティブは高いものと推測している。また、米国大統領の信任にかかる懸念が高まる局面では、ドルに対する軟化の動きが示現し易いと考えられる。

- ・米国2017年の利上げペースの高まり（アップサイドリスク）
- ・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

見通しに対するリスク要因

欧州通貨については、欧州中央銀行の金融政策見通しを背景に、堅調な展開を予想するものの、米国の政策遂行力に対する信認や、市場の想定以上に速いペースでの米国利上げが意識される局面では、ユーロが短期的に利益確定売りとなる可能性がある。

- ・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

見通しに対するリスク要因

新興国通貨は、米ドル安や国際商品市況の回復等を受け、回復基調となっている。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見られる。

- ・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

見通しに対するリスク要因

中国の最終需要動向が国際商品市況、特に工業原材料価格に影響を与えているとみている。中国のインフラ・不動産開発については、中国の財政・金融政策と連動するため、足許では、中国の金融政策見通しを最も注視する必要があるものと思われる。

足許、中国の短期金利、例えば上海インターバンク金利が低下局面に入ってきていることもあり、国際商品市況は回復の動きを示している。こうした動きが持続するようであれば、原油や工業原材料価格は安定化の方向に向かうものと思われる。

- ・地政学リスクの急激な高まり
- ・中国の政策転換

REIT

見通しに対するリスク要因

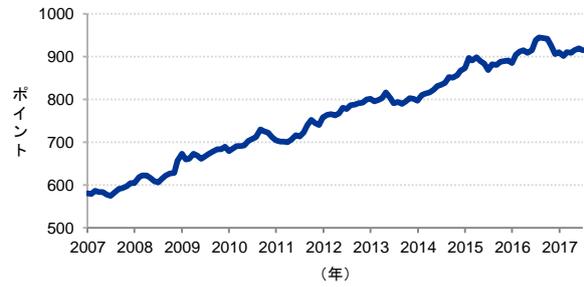
欧米の長期金利上昇に伴い、金利裁定が働く資産であるREIT指数は株式指数に対してアンダー・パフォーマンスの動きが進んでいる。今後、継続的に主要国の長期金利が上昇する場合、伝統的な株価指数に対して相対的にアンダー・パフォーマンスを余儀なくされよう。この点において、欧米の金融政策にかかる見通しは重要な要素となる。

- ・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
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6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。

最終頁のディスクリーマーをご覧ください

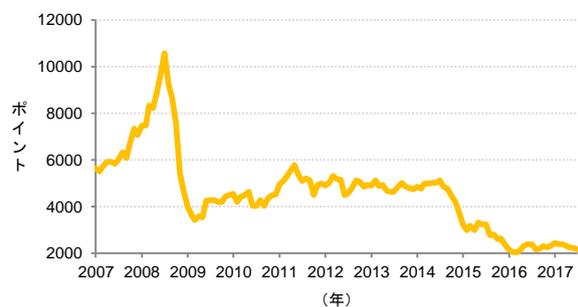
国内REIT
東証REIT指数



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6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