

## BlackRock Monthly Report ブラックロック月次市場レポート8月号

### マクロ経済について

#### 国内

#### 見直しに対するリスク要因

日本経済の見直しは明るいとみている。6月の鉱工業生産は前月比1.6%伸びており、4-6月でみると前期比+1.9%、家計消費支出は前年比2.3%増、小売販売額は2.1%伸びた。労働市場は引き続き逼迫しており、完全失業率は2.8%に低下、有効求人倍率は1.51倍、正社員もついに1倍を超える水準となった(1.01倍)。輸出額は9.7%増となり、38%強伸びた半導体製造装置が輸出を牽引した。街角景気、中小企業景況感も軒並み改善しているとみており、4-6月の実質経済成長率は年率2%半ばの高い伸びになると考える。一方で、インフレ率はCPIコアが+0.4%、除くエネルギー 0.0%と横ばいで、日銀は展望レポートで17年度の物価予想を+1.4%から+1.1%に、18年度を+1.7%から+1.5%に6度目の下方修正されたものの、現状、2%の目標達成は限りなく不可能に近いと考える。

- ・中国経済の減速
- ・円高進行

#### 米国

#### 見直しに対するリスク要因

4-6月期の実質経済成長率は年率2.6%伸びた。民間消費支出が2.8%増、民間設備投資が5.2%増と堅調で、ISMの製造業・非製造業景況感、消費者信頼感などのセンチメント指標は高水準を保っている。また、6月雇用統計では非農業就業者数が22万人強増えた。FRBは6月に0.25%利上げしたものの、物価動向は下振れしているとみている。CPIコア+1.6%、PCE物価指数は+1.4%に鈍化、時給は+2.5%で横ばいとなり、インフレ圧力は限定的だろう。FRBの金融政策は、資産圧縮については早ければ9月に決定すると思われるが、追加利上げは物価動向をみながら、かなり慎重に動くと考え。12月までの利上げの可能性は5割を切ったとみている。オバマケア代替案の上院共和党案は共和党内部から反対者が出て否決された。トランプ政権の税制改革案がさらに先送りされ、市場の期待成長率は低下しているとみている。

- ・個人消費の減速
- ・北朝鮮を巡り、中国、ロシアとの緊張拡大

#### 欧州

#### 見直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きたとみているが、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、極端な緩和状況から正常化の方向に向かうと、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だと考える。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だろう。

- ・金融市場動向が景況感に与える影響
- ・ユーロ高に対するマクロ見通しの悪化

#### 新興国

#### 見直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るとみている。国際商品市況の動向については、中国の上海インターバンク金利に示される様な、中国の金融政策の方向性に大きく依存される可能性が高く、同金利動向には注視が必要と考える。また、年末商戦向けの新型スマートフォンや、通信半導体等の生産サイクルが夏場にピークアウトするものとみられるため、韓国、台湾の株価指数については、アウトパフォーマンスの時期が終焉する可能性を勘案する必要があるとみている。

- ・中国による引き締め政策
- ・地政学リスクの高まり
- ・韓国、台湾の半導体大手の調整に伴う指数軟化リスク

# 1

## 株式市場について

### 国内

日経平均は110円台への円高と、値高株への利益確定売りを背景に、7月末で2万円を割ってしまったが、TOPIX指数、中小型株指数は概ね底堅く推移したとみている。米イールドカーブの平坦化(中長期金利差縮小)や円高にも、日本株は粘り腰をみせたと評価。底流には好調な企業業績があり、7月中旬以降の決算発表では電子部品、機械セクターを中心に予想上振れ、日経の中間集計だと4-6月期売上高7%増、経常利益29%増になっている。また、株価収益率(PER)は14倍台前半で、バリュエーションも魅力的と考える。都議会選挙で自民党が大幅に議席数を減らし、安倍内閣支持率が急落したが、株式市場への影響は限定的だろう。自公政権が挑戦される可能性はなく、むしろ安倍一強体制の後退で自民党内で健全な政策議論が活発化することになるとみている。海外投資家は企業のガバナンス改善を評価して買い越しを続け、日銀も年間6兆円のETF購入を着々と進めている。

### 見通しに対するリスク要因

- ・国内経済政策の後退
- ・北朝鮮情勢の緊迫化
- ・デフレリスクの再燃

### 米国

7月も株式市場は堅調に推移したと評価。6月に調整した大型ハイテク株が買い戻され、金融株が低調だった。4-6月期の決算は、アマゾン、アルファベット(グーグル)など一部のIT関連株に失望が出たが、S&P500指数全体では約10%の増益で着地しそうだ。アナリスト予想を超えた銘柄は75%あるが、その上振れ幅は過去に比べて限定的だ。経済成長率は2%程度と順調だが、物価上昇率が低いFRBが年後半利上げに慎重になり、株式市場にとってはありがたい“適温経済”が続くだろう。トランプ政権の減税期待の後退やインフラ投資拡大の可能性縮小についても、株式市場の期待はすでに萎んでいるとみており、株価は秋に向けて、高いバリュエーションを理由に利益確定売りが出そうだが、大きな調整にはならず高値圏で推移するだろう。

### 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

欧州株式市場では、欧州中央銀行による金融緩和解除の動きが示され、ユーロ高の進展と共に株式市場は月末まで軟調な展開が持続した。業種別にはスペイン、イタリアの大手金融銘柄群が堅調地合いで推移する一方、資本財銘柄群の調整が著しく、業種間の格差が広がっているとみている。今後は、金融政策の正常化と共に、イールドカーブの形状変化をうかがいつつ、金融銘柄群のアウトパフォーマンスが意識されるだろう。他方で、過度なユーロ高が進む局面では、資本財銘柄群を中心に指数に対して下押し圧力がかかるものとみている。また、仮に米国株式市場が調整するような局面でも、欧州株式市場では、相対的に資源・エネルギー関連銘柄や医薬品関連銘柄のウェイトが高く、ハード・ソフトのテクノロジー銘柄群の占めるウェイトが低い。したがって、主要国の株式市場が調整する様な局面では、相対的にアウトパフォーマンスの可能性があると考える。

### 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、韓国、台湾の調整を視野に入れる一方で、国際商品市況の回復と共に、資源・エネルギー産出国の株式市場や、米国との貿易取引量の多い国々のアウト・パフォーマンスが予想される。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、上昇基調を維持する可能性があると思われる。最大のリスク要因は、中国の金融政策動向にあるとみているが、党大会を前に实体经济に悪影響を与える施策は見送る可能性が高く、当面はリスクシナリオとして勘案すべきと思料する。

### 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

## 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・エネルギーのベースで明瞭な回復がみられるか否かに注目している。

### 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。経済指標では物価指標を中心に勢いを失い、FRBによる利上げペースも緩やかとなることが予想されるなか、短期的に長期金利上昇の可能性は低下していると考え。ただ、米国経済は引き続き緩やかに成長していくと考えており、企業決算が堅調であることも踏まえると、金利は中長期的に上昇する局面があると考えている。

### 見通しに対するリスク要因

- ・FRBが金融政策の引き締めを急激なペースで行う可能性

### 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みられるなか、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みられる。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。中国経済が安定し、FRBは緩やかに利上げを行なうとみられることから、米ドル安・米長期金利低下傾向が続くそうであることもポジティブ。新興国の中でもインフレが鈍化している国では、景気を配慮した利下げを行うとみられることから、こうした国の現地通貨建て債券を選好する。

### 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
- ・FRBが金融政策の引き締めを急激なペースで行う可能性

# 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後退したものの、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リスク資産にとっては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となる。

### 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。欧州の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。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

米ドルの独歩安の動きが続いている。先進国通貨に対する米ドル指数は一本調子に下落し、7月は月間で2.89%下落した。これは米国の主要国に対する金利差等のファンダメンタルズ面以上に、米国の通商政策を色濃く反映した動きであるものと勘案する。米ドル指数は昨年総じて堅調推移となっていたものの、今年1月より新大統領就任と時同じくして軟調基調に転じ、その後も7ヵ月間一貫して下落トレンドを辿っている。これは米国が通商政策面で、主要貿易相手国に対して、強硬な姿勢を示せないことを反映している可能性があるものと考えられる。

- ・米国2017年の利上げペースの高まり（アップサイドリスク）
- ・米国物価、消費動向へ上振れ
- ・米新政権の為替政策見直し
- ・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、米ドルが独歩安を続ける中で、欧州における金融緩和解除観測の高まりも手伝い、ユーロ高の動きが顕在化した。今後も目先は米ドルに対する売り圧力が残り、欧州の金融政策の思惑によって、ユーロ高基調が進む可能性が高い。

- ・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

### 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みられる。

- ・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

中国の金融引き締めに対する懸念が後退することによって、同国を中心に有効需要の拡大が意識され、国際商品市況は堅調な展開を続けている。引き続き、商品市況の最大の原動力として、中国の最終需要動向にかかる見通しが鍵を握るものと考えている。  
足許、中国の短期金利、例えば上海インターバンク金利が再度上昇基調を示している点については、短期的な調整局面の可能性はあるだろう。但し、同国では党大会を前に実体経済に悪影響を与える施策は見送る可能性が高いため、秋口にかけて、原油や工業原材料価格は安定した価格形成を続けるものと思われる。

- ・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

グローバルREIT指数は7月第3週目より、主要国の中で最も堅調な米国株式をアウトパフォームしている。これは6月後半以降に示現した欧米の長期金利上昇が一服し、その後は、再度低下傾向に向かっていることが挙げられる。REITや高配当株式のような金利裁定が働く資産クラスは、名目金利の低下観測と相俟ってアウトパフォームする傾向にある。今後も、主要国の長期金利次第で、REITの相対パフォーマンスが決定するものと思われる。

- ・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(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

**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7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