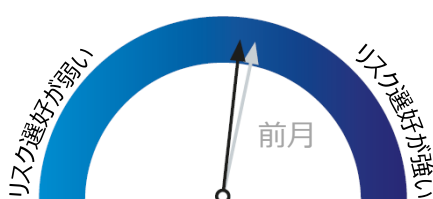


2017年9月

## リスク選好指標



## リスク選好指標

政治的イベントによってボラティリティが高まるなかで、8月のリスク選好度は低下しました。短期的なボラティリティに対する市場予想を示すVIXの平均水準は、7月の10.3から8月には12に上昇しました。北朝鮮による挑発やスペインでのテロ攻撃といった突発的なイベントを市場は消化していきました。

こうした不確実な状況の中でも、S&P 500指数は底堅く推移し、前月比で0.31%上昇しました。米国のマクロ経済指標はまちまちとなり、4-6月期のGDP改定値が2015年以降で最大の成長率を示した一方、インフレ率は低水準にとどまりました。その他の先進国市場では、最近の成長率の勢いが維持されています。ユーロ圏と日本の4-6月期のGDP成長率は、それぞれ2.2%、4%となりました。

出所：ブラックロック

## 最新情報

- 予算と債務問題：12月まで先送り - p.10

本レポートは米国法人であるブラックロック・インク(以降、ブラックロック)が発表した米国投資家向けに作成された英語版のレポートを基に、ブラックロック・ジャパン株式会社(以降、ブラックロック)が翻訳・編集したものです。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。内容は、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。本レポートは、米国投資家向けに作成されたものである点、また、日本の投資家が円から、外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていない点にご注意の上、参考情報としてご覧ください。その他ご注意点に関しては、必ず最終ページをご確認ください。

## Investment directions

## 良い材料、悪い材料、厄介な材料

## 良い材料

2017年最後の数カ月を迎えるにあたり、経済や市場は比較的良好な状態にあるとみています。ブラックロックチーフ株式ストラテジストのKate Mooreが最近指摘したように、世界経済は「ゴルディロックス」(適温)状態にあり、経済成長は市場を支えるのに十分な強さと評価していますが、中央銀行が金融引き締め強化に向かうほど過熱していないとみています。米国内外の株式の年初来パフォーマンスは好調であり、驚くべきことに多くの債券も堅調に推移しているため、「テーパータントラム(量的緩和の縮小をめぐる市場の痼癩)」の再来は回避できると考えています。

## 悪い材料

その一方で、不安を感じている投資家も多いようです。8年間上昇してきた米国市場のバリュエーションの高さを懸念する投資家もいるでしょう(ブラックロックでは、バリュエーションは見かけほど高くはなく、株式は債券と比較して今も投資妙味があると考えています)。また、長い間低ボラティリティが続いてきたため、今後は8月にみられたようなボラティリティの上昇局面が増えるのではないかと懸念する人もいるでしょう(ブラックロックでは、景気後退のシグナルが現れた時には比較的長い調整が起きると考えていますが、現時点でそのようなシグナルは現れていないと考えています)。

## 厄介な材料

しかし、市場を揺るがす突然の出来事が起きる可能性は、いくつも考えられます。北朝鮮と米国の緊張が高まっていることは大きな懸念材料の1つです。米国の政治については、債務上限の引き上げと政府予算の確保は実現する見通しですが、この問題は3カ月程度先送りされたにすぎません。一方、不法移民の子供に対する強制送還猶予措置(DACA)をめぐる移民法制に関する議論が新たに浮上したため、市場が待望している税制改革が進まなくなる可能性があります。

## さらなるリターンのために

このような状況であっても、ブラックロックの見解に変更はありません。ブラックロックは債券よりも株式を好みますが、米国株式は中立としています。欧州、日本、新興国市場を中心に、米国以外の株式に対しては強気の見方を維持しています。一方で、戦略的に一定のポジションを債券に投資することも引き続き好みます。これは、ポジションのバランスを取るためであり、大きな混乱が起きた時には分散投資として重要な役割を果たすと考えているためです。

## 概要

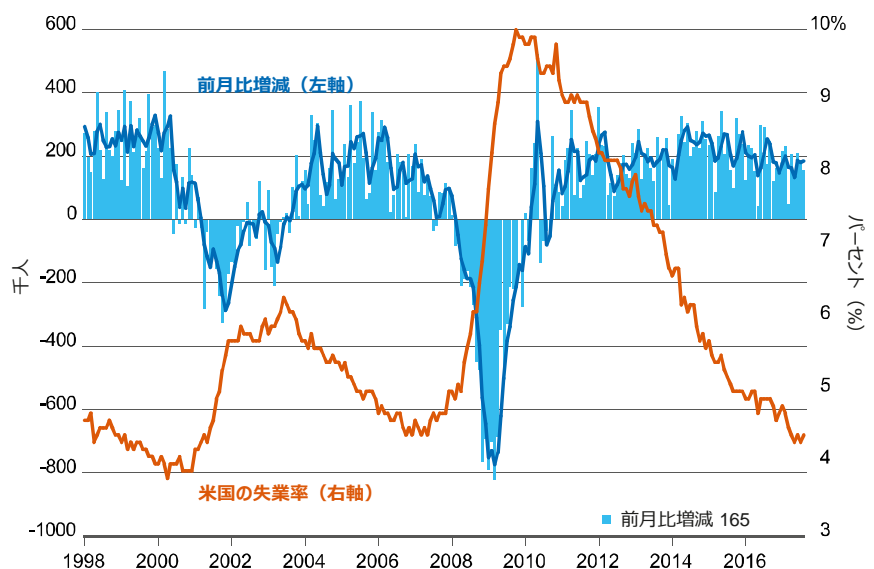
好調な経済を背景に企業収益のモメンタムは力強いと評価。しかし、米国市場はバリュエーションが割高な水準にあると思われ、またセクターや個別企業ごとにバリュエーションが異なるため、銘柄選択が重要。

## 米国

**米国株式に対する中立の見方を維持します。**ブラックロックは、テクノロジー株と金融株のほか、バリュエーションとモメンタムのファクターを引き続き選好します。また、配当性向が高い銘柄や負債比率が高い企業の銘柄よりも、増配銘柄を選好します。間もなく決算発表シーズンが到来しますが、アナリストは米国株式を強気に見ているようです(※)。通期予想利益はあまり変化しておらず、2018年の予想利益も引き下げられる様子はありません。10-12月期を前に、株式のリターンは堅調ですが、これほど速い株価上昇はほとんど予想されていなかったでしょう。マクロ経済面での不安材料にもかかわらず、株価は今後も堅調に推移する可能性があるかとみています。夏の終わりは例年、銘柄固有の材料が少ない時期ですが、直近では厳しい一過性のシナリオが数多く出現し、市場が弱含む場面もありました。具体的には、米国で四番目に大きい都市ヒューストンを襲ったハリケーン「ハービー」による洪水被害、政府機関閉鎖と債務不履行の可能性、米国と北朝鮮の対立、米連邦準備理事会（FRB）による保有資産の縮小開始の発表等があげられるでしょう(※)。

それでも、米国経済は底堅さを維持しているとみています。ただし、特にインフレ圧力については、新たな変化もみられます。完全雇用状態とみなされる状況が続くなかで、FRBは賃金上昇率を特に重視すると考えられます。FRBの9月の経済見通しは、最新情報に従って予想を行うことから、注目を集めるでしょう(※)。2018年と2019年のドット・チャートは、今年12月の利上げをまだ十分に織り込んでいない市場の見方を反映して引き下げられる公算が大きいとみています。現状の市場は難しい環境にあると考える人は多いようですが、ブラックロックは、米国経済は大方の見方ほど脆弱ではないとの見解を維持しています。このような理由から、現在の低いボラティリティは持続する可能性が高く、経済が底堅い限り、ボラティリティが長期的な平均の水準に戻る可能性は低いとみています。

### 米国の民間雇用者数および失業率



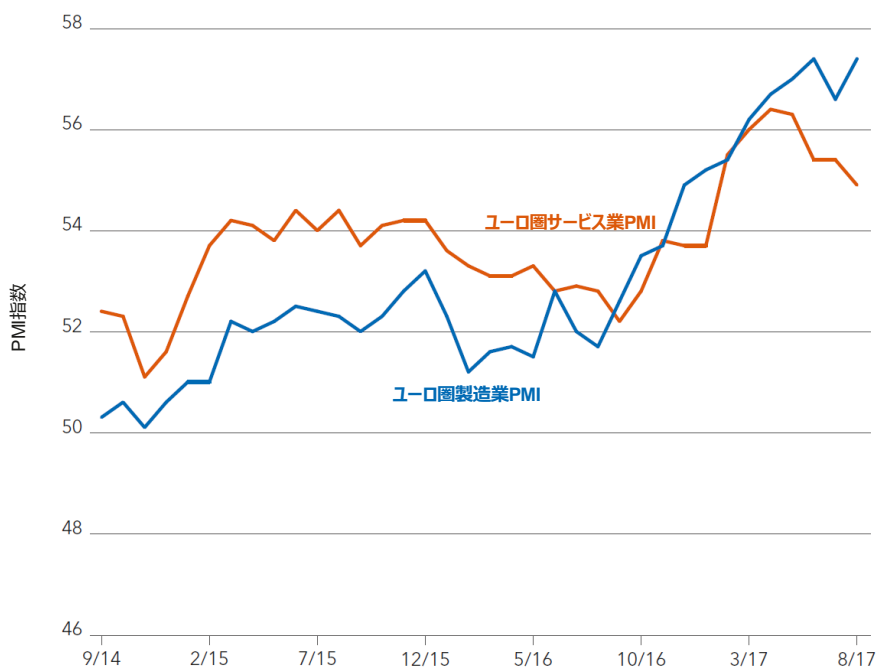
出所：トムソン・ロイター・データストリーム、BLS、ブラックロック・インベストメント・インスティテュート、2017年9月5日現在

※2017/9/18 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おりません。

## 先進国株式市場

**欧州株式に対する強気の見方を維持します。**今後数カ月間は、量的緩和プログラムの縮小が発表される可能性があるため、欧州中央銀行（ECB）に注目が集まるでしょう。インフレ率はECBの目標である前年比2%をなお下回っていますが（7月の確定値は同1.3%）、ユーロ圏の成長率は依然として底堅く、また資産買入れの対象となる債券の不足も深刻化しているとみています。量的緩和縮小が発表されることへの期待から、ユーロは上昇しており、特に、ジャクソンホールのシンポジウムでECBのドラギ総裁がユーロの方向性について言及しなかったことで上昇が続きました。しかし、ブラックロックはユーロ圏の株式に対する強気の見方を維持します。資金調達コストの急上昇を防ぐため、ECBによる縮小開始の発表はハト派的な文言になると予想します。ブラックロックは、足元のユーロの上昇は行き過ぎであると考えています。そのため、FRBの政策がタカ派となれば、年内にユーロの下落圧力がかかり、短期的に安定して推移する可能性があると考えています。政治的環境による追い風も続くでしょう。来年行われるイタリアの選挙ではポラティティが高まる可能性があるものの、2017年のユーロ圏の重要イベントであるドイツの選挙は、メルケル氏率いる与党が世論調査で十分なリードを確保しているため、市場にとって大きなリスク要因にはならないでしょう(※)。

**ユーロ圏の購買担当者指数(PMI)は、今年初めの高水準からはやや低下したものの、引き続き好不況の分かれ目となる50を大きく上回っている**



出所：ブルームバーグ、2017年9月1日現在

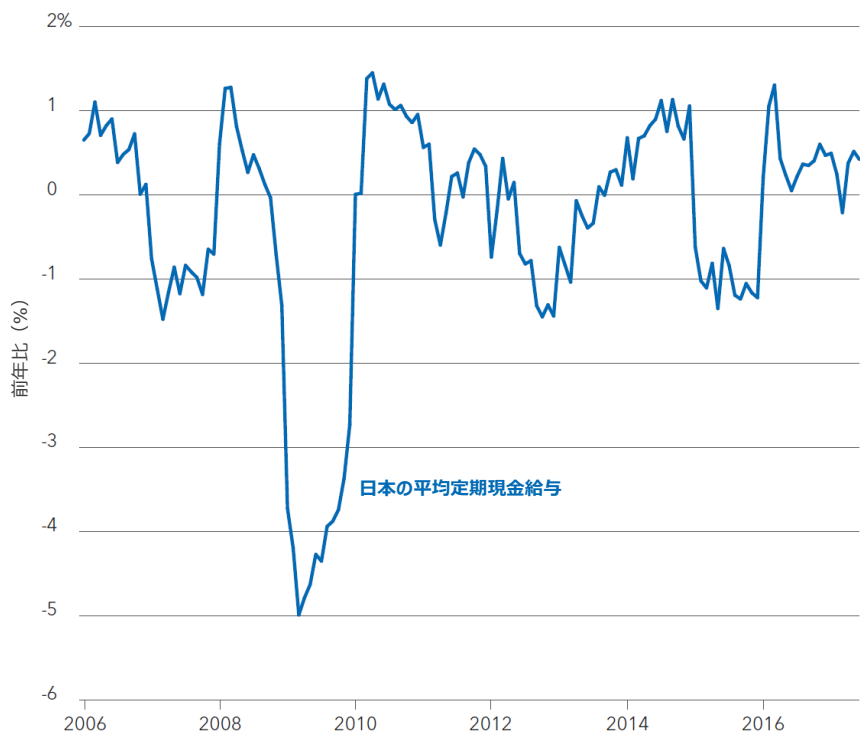
※2017/9/18 時点の見方であり、その後の経済、市場の変動については反映しておりません。

## 概要

欧州株式と日本株式に広く投資機会があるとみているが、銘柄選択が鍵。

**日本株式に対する強気の見方を維持します。**日本株式にとって、マクロ経済環境は良好であるとみています。成長率は堅調で、インフレ率は低く、金融政策は緩和的であり、企業収益も好調であると評価しています（財務省が実施した直近の法人企業統計でも、その傾向が裏付けられました）。しかし、日本株式は海外の動向の影響を受けやすく、現在は海外要因による逆風が強まっていると考えられます。円は引き続き安全資産とみなされているとみており、この逆風は円高という形で表面化しているものと思われます。北朝鮮情勢をめぐる緊張の高まりは、短期的には投資家心理を冷やす可能性があります。経済指標は堅調であり、製造業および消費関連セクターはともに拡大し、労働市場も需給の逼迫が続いています。次は賃金上昇が予想されますが、これは、アベノミクス的一大目標であるインフレ率上昇を実現する上で不可欠な要素とみています。

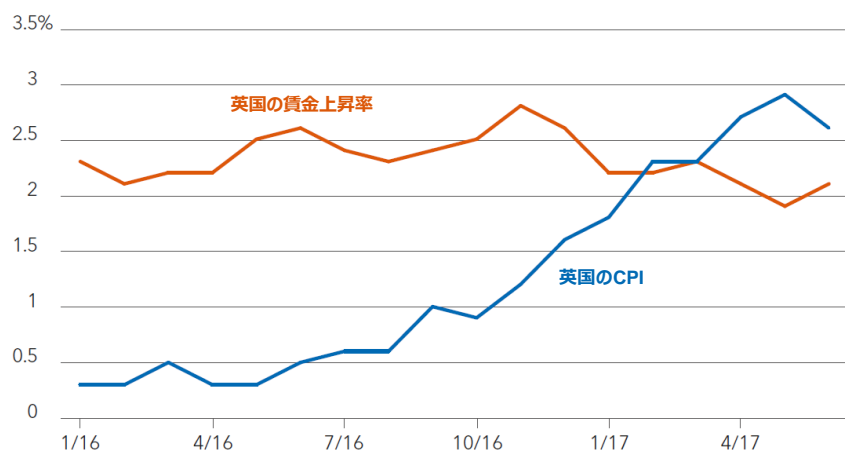
## 日本の賃金上昇率



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、ブラックロック・インベストメント・インスティテュート、2017年9月5日現在

**英国株式に対し引き続き警戒感を維持しています。**夏場はブレグジット(英国のEU離脱)交渉の進捗に関する数多くの報道が飛び交い、8月も報道内容に落ち着きがない状態が続きましたが、1つ重要な教訓が得られました。それは、テリーザ・メイ首相がハイキングに出かける時は要注意だということです。前回ハイキングから戻った時には、国会で与党勢力を強化するために解散総選挙を実施するという大掛かりな計画を実行し、英ポンド市場ではボラティリティが高まりました。今回は、離脱派と残留派の閣僚2名が日刊紙に共同で寄稿し、「崖っぷち」の交渉決裂シナリオを回避するために着実な移行期間を設ける姿勢を示しました。それでも、移行期間の詳細には不明な点が多く、EUとの交渉もほとんど前進していないように見えます。ブレグジットをめぐる投資家心理は英ポンド相場に反映されると思われるため、為替変動には注意が必要と考えています。ポンド以外の通貨で英国株式へ投資する場合は、為替ヘッジも検討に値するでしょう。一方、ファンダメンタルズには若干改善の兆しが見られ、小売売上高と平均賃金は市場予想を上回りました。しかし、設備投資は低迷しており、住宅価格も腰折れし、インフレによって実質所得の縮小が続いていると評価しています。

### 実質賃金の減少



出所：ブルームバーグ、2017年9月1日現在

### カナダの経済は2017年に入って先進国の中で特に好調でしたが、株式市場は対照的に回復が遅れています。

4-6月期の実質GDP成長率は4.5%となり、1-3月期(3.7%)に続いて好調な結果となりました。家計の債務負担は大きく、トロントとバンクーバーでは住宅市場の過熱抑制措置も講じられましたが、消費支出は底堅さを維持しています。インフレ率は現在伸び悩んでいますが、底堅い経済指標を背景に、カナダ銀行(中央銀行)は7月に利上げを実施し、9月初めにも再び利上げを実施しました。4-6月期の企業業績も同様に底堅く、大手銀行を中心に好調でした。経済活動はいくらか鈍化するとみられますが、カナダの株式市場のパフォーマンスは低迷しており、その度合いはファンダメンタルズからますます乖離したものになっています。ブラックロックの見解では、カナダ株式は割安であり、堅調なマクロ経済、原油価格の安定、企業利益の着実な増加という環境の下で上昇余地があるとみています。

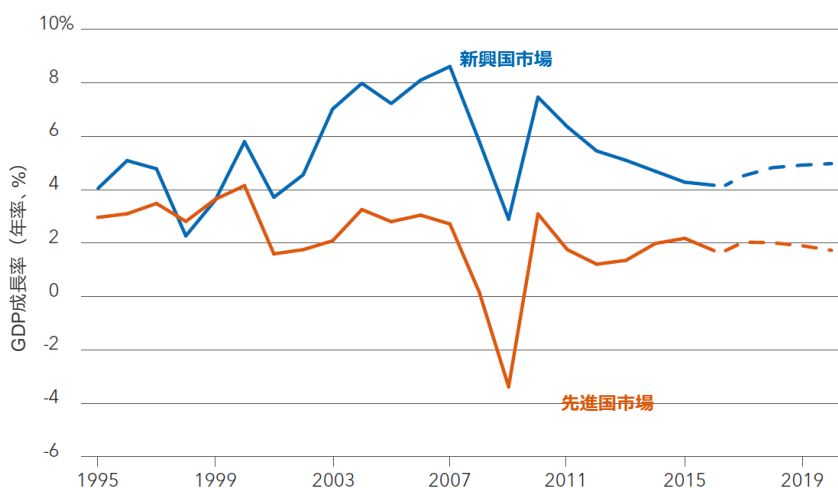
## 概要

新興国市場全体の見通しは引き続きポジティブだが、投資家はリスクを認識し、投資対象の選別を徹底することが重要。

## 新興国市場

**新興国株式に対する強気の見方を維持します。**新興国市場は、地政学的リスクの高まりや北朝鮮情勢の緊迫にもかかわらず、底堅さを維持しています。マクロ経済の変動が依然として小さく、世界経済は長期平均を上回る堅調な成長を見せています。世界貿易の回復に加え、米ドル安や潤沢な資金流入といった短期的要因も、新興国の成長にとって追い風となっています。ECBとFRBは、金融政策の重要な転換点に近づいているとみていますが、新興国の経常収支は過去数年間で改善しており、グローバルな金融引き締めによる影響を受けにくくなっていると考えています。新興国株式のバリュエーションは世界の株式市場の中で最も低く、多くの投資家は先進国と比較して新興国を概ねアンダーウェイトとしているようです。このような状況は、投資家にとって魅力的な投資機会になると考えられます。地域としては、長期的な改革に取り組んでいるアジア諸国を愛好します。

### 世界のGDP成長率：新興国と先進国の乖離



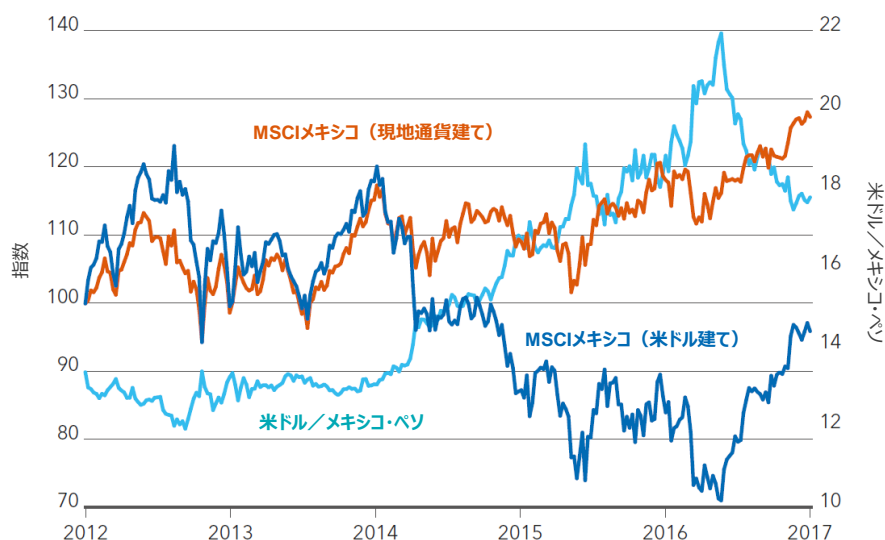
出所：トムソン・ロイター、国際通貨基金（IMF）、2017年9月1日現在。先進国と新興国はIMFの分類による。

**中国に対する強気の見方を維持します。**中国では、この秋に第19回共産党全国人民代表大会が開催され、習近平総書記が権力基盤をさらに固めることになると広く予想されています。新たな指導体制の下では、経済安定化に向けた取り組みが一層加速すると予想されています。具体的には、経済が融資依存の急速な成長から持続可能な成長に移行するための改革が実施されるとみられます。供給能力の削減や国有企業（SOE）の構造改革は、長期的な安定成長に向けた政府の取り組みの一例といえるでしょう。実際に、供給サイド改革の一部は、短期的な経済成長に貢献してきたと評価しています。例えば、生産能力の削減により、生産者価格は複数年にわたる下落から反転し、その結果製造業の利益は増加しました。中国経済には経済構造の移行が必要と考えられるため、SOEの再編や債務削減等、長期的な改革の取り組みを注視していくことが重要になると考えています。

**インド株式に対して長期的に強気の見方を維持します。**これまでのところ、ナレンドラ・モディ首相の改革は経済にプラス、マイナス両方の影響をもたらしています。高額紙幣の廃止は特に影響が大きく、最近の指標では一部企業の業況悪化と消費の弱含みが示されています。7月に導入された物品・サービス税は、全体的な課税基盤を拡大し、長期的には財政状況の改善に貢献するものですが、短期的には消費を押し下げる影響が懸念されます。GDP成長率が1-3月期の6.1%から4-6月期には5.7%に落ち込んだことは、改革が経済成長を短期的に押し下げた結果とみられます。しかし、株式市場は依然として底堅く、長期的な成長見通しに注目が集まっているようです。このような時期においては、国民がモディ首相のビジョンを支持し続けるかどうかという点も懸念材料であり、注視すべきリスクとみています。しかしながら、改革実施後のインドでは、株式のボラティリティが拡大し、魅力的な長期投資の機会が現れる可能性があると考えています。

**メキシコに対する中立の見方を維持します。**メキシコの資産価格は、米国の大統領選挙後の下落から大きく回復しました。特に通貨のペソは、年初来で米ドルに対して17%上昇しています。通貨の下落によりインフレ率は上昇したものの、数回の利上げを経て、インフレ率の上昇は一服したようであり、中央銀行が今後数カ月のうちに金融緩和策を実施できる余地が生まれているとみられます。GDP成長率は2四半期連続で市場予想を上回り、直近では2018年の予想値も上昇しています。株式では、予想EPSが前年比15%増となっている点が明るい材料ですが、その多くは既に株価に織り込まれているとみています。継続中のNAFTA再交渉やメキシコの選挙はボラティリティを高める一因となり得るため、魅力的な投資機会になる可能性があります。北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉において注視すべき問題には、物品の「原産地規則」の修正、対象業種の範囲、労働規制等があげられるでしょう。

### メキシコの資産価格の回復



出所：トムソン・ロイター、2017年9月1日現在。指数のパフォーマンスは例示のみを目的としています。指数のパフォーマンスには運用報酬、取引コスト、取引費用が反映されていません。指数は実際の投資成果を示すものではなく、また指数への直接投資は出来ません。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

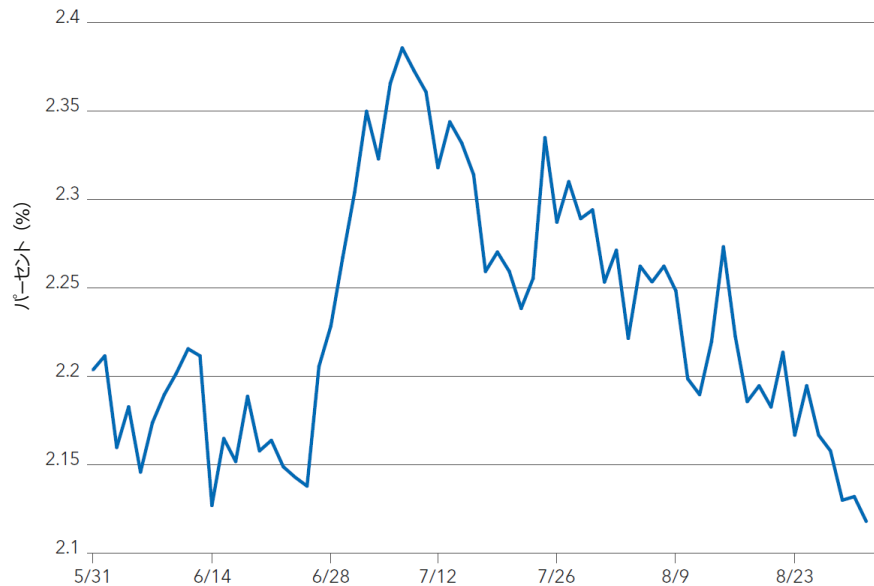
## 概要

米国金利は過去最低水準にとどまっております。債券投資では、ポートフォリオにおける金利デュレーションと金利リスクの管理、インカムの獲得、広く分散が効いたコアポートフォリオの構築等、厳しい環境が続くと予想。

## 債券市場

**米国債に対する弱気の見方を維持しますが、分散効果には注目しています。**米国債の利回りは前月比で低下しました（10年債利回りは、8月初めの2.25%から2.11%に低下）。これは、地政学的脅威やインフレ率の低迷といった複合的な影響によるものと考えられます。今月は、FRBが、保有債券の元利償還金の再投資削減を10月から開始すると発表する可能性が高いとみています（※）。もしそうなれば、債券供給の増加予想から金利に上昇圧力がかかる可能性があるでしょう。とはいえ、ブラックロックでは、12月にFRBが短期金利を引き上げるという予想を変えていません。CPIは依然として低調ですが、労働市場の需給逼迫によってインフレ率は小幅ながらも上昇すると考えられることから、米国債よりも米国物価連動国債（TIPS）を引き続き選好します。

米10年国債利回り（5月31日～8月31日）



出所：ブルームバーグ、2017年8月31日現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

**米国以外の先進国債券には、弱気の見方を維持しますが、リスク資産のボラティリティが拡大する可能性があるため、分散効果を得る為に検討に値すると考えます。**先進国債券は長期にわたり割高な水準で取引されてきましたが、成長見通しの改善が続いているため、今後利回りが上昇し調整する可能性があるでしょう。しかし、地政学的リスクは上昇しており、短期的には金利の動きは抑制されると予想しています。

※2017/9/18 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おりません。



**ハイイールド債に対する中立の見方を維持します。**ハイイールド債はインカムの源泉として優れているとみていますが、スプレッドが過去数年来の水準まで縮小しており、リスク資産のボラティリティが上昇しつつあることから、バリュエーション面を引き続き懸念しています。長期的には、経済見通しが改善しているため、クレジット・サイクルの転換の可能性をそれほど懸念する必要はないと考えています。

**投資適格社債に対する強気の見方を維持します。**スプレッドは8月に拡大しましたが、経済環境は好ましい状況が続くとみています。投資適格社債の中では、FRBによる利上げから直接の恩恵を受けることができる変動利付債にも注目しています。

**米エージェンシーMBSに対する中立の見方を維持します。**8月のエージェンシーMBSは、今年最高のパフォーマンスとなり、2017年8月31日現在で0.73%のリターンを記録し、年初来リターンは2.55%になりました。しかし、足元では長期金利が低下しており、FRBのバランスシート正常化をめぐる不透明感も残ることから、中立の見方を維持します。

**新興国市場債券に対する中立の見方を維持します。**各国中央銀行の金融政策が引き締めに向かうことを考えても、グローバルな景気拡大は新興国債券全般に恩恵をもたらすと思われます。一方で、懸念すべき地域もあります。特に、ベネズエラは債券の新規発行に関して米国による制裁に直面しています。

## 予算と債務問題：12月まで先送り

本稿執筆時点(※)において、トランプ政権と米国議会はハリケーン被害救済法案で合意しており、12月15日までの債務上限の引き上げと暫定予算を含めた法案が可決されました。この発表が行われる前にも、災害救済の必要から迅速な行動につながると思惑から、政府機関の閉鎖や債務不履行の可能性は低いとみられていました。

しかし、12月まで問題を先延ばししても、事態が解決したわけではありません。ブラックロックでは、政府機関の閉鎖や債務不履行の可能性は低いと引き続き考えています。しかし、政府予算と債務上限に関する継続予算審議におけるいくつかの論点は、市場への影響の観点から注視する必要があると考えています。

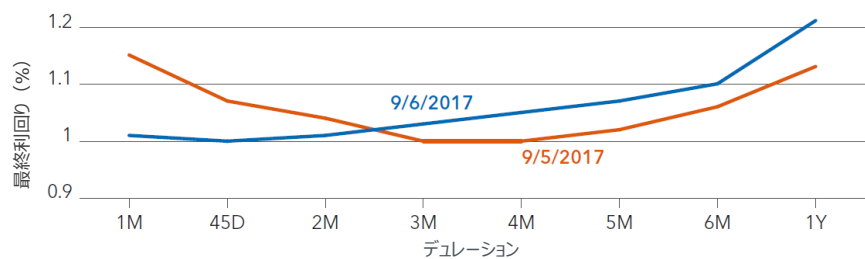
第1に、トランプ大統領は、メキシコ国境の壁建設資金を予算案に盛り込む意思を変えていません。さらに、DACAをめぐる移民問題の重要性が高まっており、一部の議員がDACAを予算交渉に絡める可能性があるため、事態は一層複雑化しているとみています。医療費負担適正化法（ACA）については、政党間の交渉が決裂する可能性もまだ残されています。これらの問題が税制改革に直結するわけではないものの、議会審議の遅れから税制改正が後ずれする可能性があるかとみています。

今回の合意の前から、株式市場は予算と債務上限の問題をあまり懸念していなかったようですが、米国の短期国債には顕著な動きが見られました。下記のグラフは、残存期間が1か月から1年までの米国債のイールドカーブを示したものです。合意が発表される前日（9月5日）には、1か月国債の利回りが1年国債を上回り、超短期国債ではかなり懸念が高まっていたとみられます。9月6日の発表後は、短期利回りは低下し、1年利回りは上昇しました。

政府機関の閉鎖や債務上限の引き上げ失敗といった事態が12月に起きる可能性は低いと考えていますが、万が一そうなった場合、短期的にはボラティリティが上昇し、長期で見た場合、投資機会が生まれる可能性があるかとみています。

### わずか1日で大きな変化

政府機関の資金確保と債務上限の引き上げの問題を12月まで引き延ばす合意が行われる前と後の短期米国債利回りの比較



出所：ブルームバーグ、2017年9月6日現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

※2017/9/18 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おりません。

## 重要事項

本レポートは米国法人であるブラックロック・インク(以降、ブラックロック)が発表した米国投資家向けに作成された英語版のレポートを基に、ブラックロック・ジャパン株式会社(以降、弊社)が翻訳・編集したものです。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。内容は、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。本レポートは、米国投資家向けに作成されたものである点、また、日本の投資家が円から、外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていない点にご注意の上、参考情報としてご覧ください。また、日本のお客様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。当資料は、ブラックロック及び弊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又は見通しであり、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、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。当資料に記載された市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、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。また、ブラックロック・グループの見解、あるいはブラックロック・グループが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

## 投資リスク・手数料について

### ・投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、組入れられている有価証券の値動きの他、為替変動による影響を受けます。これらの信託財産の運用により生じた損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。したがって、投資信託は元金および元金からの収益の確保が保証されているものではなく、基準価額の下落により投資者は損失を被り、元金を割り込むことがあります。また、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

### ・手数料について

弊社が運用する公募投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

#### ■ 直接ご負担いただく費用

お申込み手数料： 上限4.32%（税抜 4.0%）

解約手数料： ありません。

信託財産留保額： ファンドによっては、信託財産留保額がかかる場合もあります。

投資信託説明書（交付目論見書）および目論見書補完書面の内容をご確認ください。

#### ■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬： 上限2.56824%（税抜 2.378%）程度

#### ■ その他の費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。（その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。）

※リスク及び手数料の詳細につきましては、投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。

## お問い合わせ先

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