

本レポートは、ブラックロック・ジャパンの運用部門の当面の市場動向についての見方であり、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。本レポート中の各種情報は作成時時点のものであり、予告なく変更される可能性があります。

## マクロ経済環境について

### 国内

国内景気については、米国の景気サイクル、参院選挙後の財政金融政策に依存すると考えるものの、足許の軟調な動きから底打ちがみられ、その後一定程度の回復が見込まれると評価。個人消費は、堅調な労働市場と緩やかな賃金の上昇から消費拡大のパスが徐々に見え始めている。他方で、規制緩和については、観光業の一部を除いて、引き続き、不透明な状態が続いており、国内資本市場に対する消極的な見方が持続する可能性が残ると思われる。

#### 主な注意点

- ・米国景気のスロウダウン
- ・金融市場動向の景況感に与える影響
- ・参院選挙後の政策メニュー

### 米国

米国経済は長期的に2-3%の安定成長を辿る見通し。内需面では、雇用、所得、消費のメカニズムが機能しつつあり、持続的な民間消費支出の増加が見込まれる。生産面では、外需や企業部門の設備投資の足枷となっていた米ドル独歩高が、2015年第4四半期を境に調整に転じているため、製造業中心に生産面でも底打ちが見込まれる。

#### 主な注意点

- ・英国のEU離脱の影響が、米景気減速につながるリスク

### 欧州

英国のEU離脱にかかる国民投票の結果を受け、欧州各国の保護主義的な動きが政治面、経済面でも台頭し易い環境にあると思われる。他方で、英ポンドやユーロの大幅下落は、英独の外需部門にプラスに寄与すると考える。金融市場、金融システムに対する不透明感と、実体経済面での積極的な側面が混在する環境に移行しているものと思われ、成長加速や大幅減速といった極端な展開は想定し辛い。

#### 主な注意点

- ・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

世界経済の緩やかな回復を背景に、新興国のマクロ経済動向は総じて安定的に推移すると見込むものの、資源への依存度、外貨準備高、政治の安定度などによって異なる展開を想定。ファンダメンタルズ面では、ロシア等一部の国々の地政学リスクが和らぐと思われること、また、これに伴い国際商品市況が安定化の見通しを示すこと等より、新興国全般に成長の回復を予想する。特に中国では、腐敗防止運動の反動から、中央政府は景気刺激を意識した政策に転換して来ているため、この変化が新興国全体の成長に影響を与えるものと見られる。

#### 主な注意点

- ・中国政局の不安定化
- ・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り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。

## 株式市場について

## 国内

7月参院選後、政府は事業規模で28兆円の景気対策を発表、日銀はETF購入額を年間6兆円に拡大、足元の景気は個人消費を中心に弱含みだが、政策協調が株価を下支えすると思われる。円高と新興国経済の低迷で、企業業績の下方修正は避けられないが、4-6月期でそれも一巡、低金利の環境下で日本企業の自社株買い、増配が続くことで、国内株式市場は世界景気回復とともに堅調に推移すると考える。

## 主な注意点

- ・期待インフレ率の低下とデフレの再来
- ・米大統領選挙

## 米国

4-6月期の経済成長率は年率+1.2%(速報)と予想外に低かったが、個人消費は同+4.2%と好調だ。年内に1回利上げが予想され、株式市場は神経質になる場面もあるだろう。しかし、7月に新高値を更新した株価には過熱感がなく、4-6月期の決算発表では80%以上の企業がアナリスト利益予想を上回っている。年後半からは減益だった企業収益も増益に転じてくるだろう。大統領選挙という不確定要因はあるが、株価は比較的堅調に推移すると思われる。

## 主な注意点

- ・景気鈍化により、金利正常化が頓挫する
- ・大統領選におけるトランプ候補の勝利

## 欧州

英国国民投票でEU離脱が決定したが、各中央銀行の緩和期待と、比較的堅調な経済環境に支えられ、株価は回復基調だ。欧州金融機関のストレスチェックも無事通過、一部伊系銀行への民間による不良債権処理案も提示され、リスク回避の姿勢が弱まった。8-9月にかけて英国・ユーロ圏中央銀行の追加緩和の動きが期待されるが、欧州各国の選挙や国民投票に対する不透明感もあり、株式市場は一進一退の状況が続くと思われる。

## 主な注意点

- ・主要国でポピュリズム政党の躍進
- ・イタリア国民投票(10月)

## 新興国

世界経済の緩やかな回復を背景に、新興国の株式市場は総じて安定的に推移すると見込むものの、資源への依存度、外貨準備高、政治の安定度などによって異なる展開となるものと見ている。中国の経済成長率は4-6月期も6.7%(前年比)と堅調だったが、今後、不良債権処理や過剰設備の調整から、景気減速の可能性もある。トルコのクーデター失敗後の反対派粛清、中欧諸国政府の右傾化などの懸念材料がある一方、南米では政権がより市場重視の政策を実施している。

## 主な注意点

- ・中国のハードランディング
- ・コモディティ価格の更なる下落を受けた財政収支悪化
- ・民主主義の後退

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。

## 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%近辺の動きが続くそうだが、来年度にかけては持ち直しの動きが見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(17年度中にコアCPI 前年比+2%達成)は強気すぎるとの見方が大勢であること、2)日銀は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を想定している。

## 主な注意点

- ・安倍政権に対する信任の喪失
- ・財政規律喪失につながる政策決定

## 米国

米国国債のデュレーションは中立とし、カーブではフラットニングを 선호する。FRBが海外情勢を意識しているうえ、雇用の増加ペースは鈍化傾向にあるなかで、利上げは一旦ストップすると考えられる。その上、先進国（日本やドイツ）の金利は既にマイナスとなっており、相対的な魅力度は引き続き高く、利回りがプラスのものに対する需要は引き続き強いと見ている。

## 主な注意点

- ・潜在成長率が高まらない中、インフレ期待が高まり、長期金利が過剰に反応

## 欧州

ドイツ等のコア国は中立に見ている。投資家のリスク回避姿勢や安全資産に対する需要の高まりを受け、利回りは魅力的とはいえない水準まで低下している。周辺国の国債に対しては、相対的に利回りが高いことやECBによる資産の購入が継続しているため、国を選別した上で好意的に見ている。英国では、BOE(イングランド銀行)による金融政策の行方が焦点となっている。利下げに加えて、QEが行われるかどうかに対して注目している。

## 主な注意点

- ・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

## 新興国

エマージング債券を取り巻く環境は引き続きポジティブであると考えており（軟調な米雇用指標による利上げ可能性の後退・中国の成長懸念後退等）、中長期的には銘柄選択の上での投資機会が豊富にあると思われる。PMI等を含むエマージング諸国の経済指標も改善傾向にある。ハードカレンシーよりも現地通貨建て債のほうが魅力度が高いと見ている。

## 主な注意点

- ・中国のハードランディング
- ・コモディティ価格の更なる下落
- ・原油価格の下落

## インフレ連動債

インフレ連動債に対する見方を中立とする。米国では、ハト派的なFRBを背景に、サービスセクターを中心に消費者物価上昇率は堅調に推移している（家賃は前年同月比で2%以上の水準）。また、米国の失業率は5%を下回る水準で推移しており、賃金の上昇が見られる。さらに、原油価格の反発によりベース効果が生じると考える。弊社の資産では、コアインフレとエネルギー価格が現在の水準に留まった場合、ベース効果のみによる影響を考えた場合でも2017年前半には米国のインフレ率（総合、前年同月比）は2.5%近くまで達すると見ている。

## 主な注意点

- ・Brexitの影響によるグローバルナリスクセンチメントの後退
- ・原油価格の下落
- ・中国のハードランディングリスク

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。

## 為替市場について

## 米国

米国と他国との金融政策の方向性や、その背景にある各国マクロ経済の展開を基に、長期的には、米ドルは相対的に堅調推移となるとの見通し。特に下半期にかけても堅調な米国マクロ経済動向は米ドル高を支援する要因となるものと予想。対円では、日本銀行に緩和圧力がかかり続けることもドライバーとして機能しよう。

## 主な注意点

- ・米国金融政策の不透明性
- ・金融システム不安を想起させる信用リスクイベント
- ・米国景気減速にかかる見通しの高まり

## 欧州

英国のEU離脱にかかる国民投票の結果を受け、欧州各国、特にユーロゾーンの南欧諸国の信用リスクが意識される展開を予想。この中で、ユーロ、英ポンドについては、短期的に弱含みとなり、他方、スイスフランは「質への逃避」対象通貨として堅調となるものと想定。長期的にも、欧州各国の反EU運動の展開次第で、南欧のクレジット中心に不安定な展開が見込まれる。これに対して、ECBは更なる緩和的な対応を講じる可能性が高く、これがユーロの軟化要因として機能するものと予想。

## 主な注意点

- ・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

世界経済の緩やかな回復を背景に、新興国の為替市場は総じて安定的に推移すると見込むものの、資源への依存度、外貨準備高、政治の安定度などによって異なる展開となるものと見ている。今後は資源価格の回復に準ずる形で、これまで一貫して軟調な動きを示して来た資源国通貨は、その反動という側面から、先進国通貨に対してアウト・パフォーマンスを続ける可能性があると考え。

## 主な注意点

- ・中国のハードランディング
- ・コモディティ価格
- ・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。

## コモディティ市場について

## コモディティ

商品市況は、緩やかな世界経済の回復を背景に年後半にかけて需給が徐々に改善すると予想され、原油、鉄鋼等、工業製品価格等の回復が見込まれる。この背景には、中国を中心に大幅な供給過剰の解消すべく、国営企業の再編等を通じ、政府主導で生産活動を抑制する動きが示されていることや、他方で、社会資本整備を中心とした有効需要の拡大政策に軸足を移していることが挙げられる。

## 主な注意点

- ・地政学リスクの急激な高まり
- ・中国のマクロ政策

## REIT市場について

## REIT

各国中央銀行の潤沢な流動性供給が相場の下支え要因になる一方、米国では、更なる不動産価格の押し上げを意図した連邦準備制度理事会（FRB）による流動性の供給は縮小していくと考えられることから、ボックス圏での推移を想定。

## 主な注意点

- ・潜在成長率が高まらない中、インフレ期待が高まり、長期金利が過剰に反応

## クレジット市場について

## 米国

米国社債に対する見方を強気とする。特にハイイールド社債については、投資家の利回りに対する需要が非常に強い中、インカムを得るために魅力的な資産であると見ている。多くの投資適格級以下の企業は、設備投資の削減、配当の削減、資産の売却等により自社のバランスシートを保護する資本政策を採っている。また、英国のEU離脱により、政治的不透明感が継続、グローバルな成長率の鈍化（特に欧州圏）が予想される中、相対的には株式よりも債券資産への投資が合理的であると考え。米国（やアジア）といった市場に対しては、ダウンサイドリスクは増加していると考え、英国のEU離脱による直接的な悪影響は限定的であるとしている。

## 主な注意点

- ・Brexitの影響によるグローバルなリスクセンチメントの後退
- ・FRBによる金融政策見通しの不透明感

## 欧州

欧州社債（ハイイールド債含む）に対する見方は強気とする。欧州は景気サイクルの回復初期局面にあり、また、ECBによる社債買い入れプログラムの実施は強力な追い風となっている。金融セクター（特に銀行セクター）では長引くマイナス金利による影響で収益性が低い状況が続いており、英国によるEU離脱のイベントは収益性に対してネガティブな影響を与えるものの、金融機関の支払い能力に対して深刻な影響が及ぶとは現時点では考えていない。

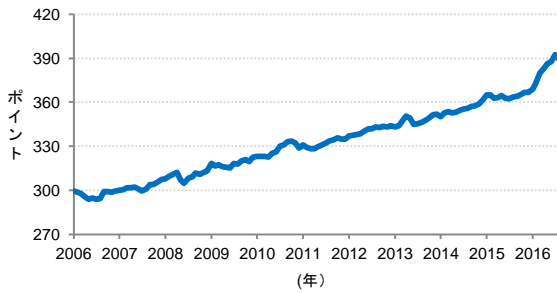
## 主な注意点

- ・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

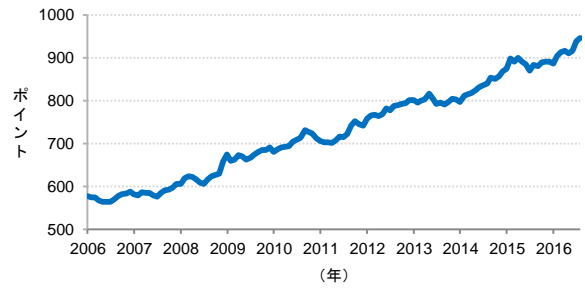
当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

2006年1月～2016年7月

国内債券  
NOMURA-BPI総合



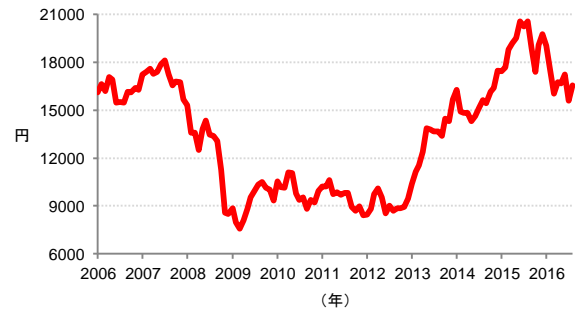
先進国債券 – シティ世界国債インデックス(除く日本、  
現地通貨ベース)



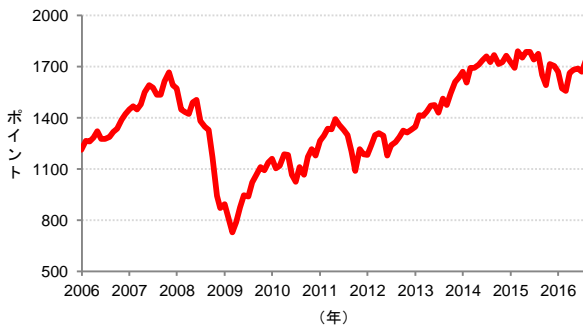
新興国債券 – J.P.モルガン・ガバメント・ボンド・インデックス –  
エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド (USDル  
ベース)



日本株式  
日経平均株価



先進国株式  
MSCIコクサイ指数(usドルベース)



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)



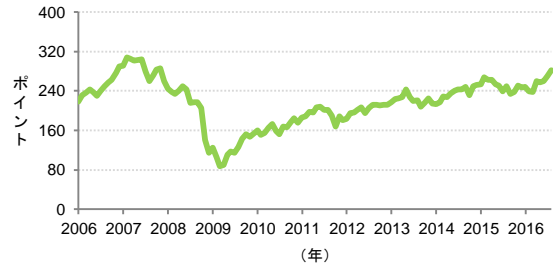
当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。当資料は当社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のものであり、今後の運用成果を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、当社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在の当社の見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

2006年1月～2016年7月

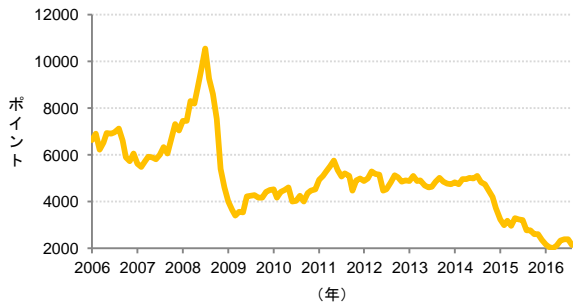
国内REIT  
東証REIT指数



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 2016 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。

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。

## 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料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の売買の際の手数料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/>）にてご確認下さい。

©2016 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。