

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。

BlackRock Monthly Report

ブラックロック月次市場レポート1月号

マクロ経済について

国内

10-12月期の経済成長率もプラスになるだろう。政府、日銀とも景気の基調判断を12月に上方修正している。労働市場は完全失業率3.1%、有効求人倍率1.41倍と売り手市場が続いている。11月鉱工業生産は前月比1.5%と堅調、1月までの予測値も高い。日銀短観の大企業製造業DIは+10に加速、11月小売販売は前年比+1.7%と9ヶ月ぶりに増加した。街角景気、機械受注など景気回復を示す指標が増えている。今年度の実質経済成長率は1.0%程度になりそうだ。

見通しに対するリスク要因

- ・米国金利の低下と日本円反発
- ・デイスインフレの進行

米国

7-9月期実質GDP成長率3.3%成長に続いて、10-12月期も景気は順調に回復している。製造業、非製造業とも景況感が高まり、消費者信頼感が高水準である。インフレ指標はCPIコアが前年比2.1%上昇、PCEコアは同1.6%上昇、また時給は2.5%の伸びで、インフレ圧力は12月に比べて弱まった。12月FOMC利上げ後は、トランプ新政権の政策を確認する必要もあり、しばらく金融政策の変更はないだろう。

見通しに対するリスク要因

- ・期待インフレ率上昇を伴わない金利の急伸
- ・トランプ次期政権の経済政策

欧州

イタリアの大手金融機関に対する同国公的部門による支援が明確となる中、金融システム不安の後退がうかがえる。政策面では安定した欧州経済の背景に、欧州においても成長モメンタムの兆しがうかがえ、同時に物価上昇の動きも示唆される。こうした動向を背景に、欧州中央銀行の金融政策の展開が注視されよう。また、政治面では、引き続き各国の保護主義的な動きが台頭し易い環境にあり、政治リスクが間接的な金融システム不安を喚起する可能性について意識が必要であろう。

見通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

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、政治の安定度等によって異なる展開を想定。ファンダメンタルズ面では、中国の不動産市場に対する引き締め政策を潜在的なリスクとして勘案する必要があると考える。

見通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	見通しに対するリスク要因
<p>日経平均株価は、世界景況感の高まり、リフレッシュの進行、それを受けた米金利上昇とドル高円安の恩恵で、一気に19,000円台半ばまで上昇。ドル円は118円まで駆け上り、日米金利差も一気に拡大したため、今後、スピード調整と利益確定売りが出るだろう。その後は、企業収益の上方修正、国内景気の回復、日銀の緩和継続など国内要因が株価を支えていくと見ている。</p>	<ul style="list-style-type: none">・米新大統領経済政策への失望・デフレリスクの再燃
米国	見通しに対するリスク要因
<p>株式市場は、12月の利上げ決定後も上昇を続けている。消費者信頼感や製造業景況感などセンチメント系の指標が強いうえに、中国を中心に世界経済も堅調に推移していることが強気相場の基盤にある。それに加えてトランプ新政権の経済政策を前倒しで好感している。企業収益は10-12月期4.6%増益、1-3月期9.3%増益が予想されている。しかし、行き過ぎたドル高や金利上昇は、業績にはマイナスになることも次第に意識され、利益確定売りに押される場面があるだろう。</p>	<ul style="list-style-type: none">・トランプ次期大統領の政策への失望・イールドカーブの極端なスティープ化
欧州	見通しに対するリスク要因
<p>米国の金融政策動向を意識する形で、米国株式に連動する動きを想定。他方でユーロ安の進展や、金融システムにかかる懸念が後退し、金融銘柄中心に上昇の動きが示されているため、短期的には欧州株式市場の上昇モメンタムを意識したい。但し、その先に予定される欧州各国の選挙や国民投票に対する不透明感が残存するものと思料する。</p>	<ul style="list-style-type: none">・主要国でポピュリズム政党の躍進
新興国	見通しに対するリスク要因
<p>新興国の株式市場は、見通し辛い状況にある。経済ファンダメンタルズの観点からは、ロシア、ブラジル、中国といった内需の大きい新興国の景気回復や、米国の成長率上振れが見通し易い状況となってきた一方で、米新政権の通商政策に大きな不透明感があり、これまでの経験則のみからでは予想が難しい。</p> <p>経済ファンダメンタルズのみから見ると、米国景気連動となる韓国、台湾、ASEAN、メキシコといった国々に対して積極的な見方が出来る。また、主として中国のインフラ、都市開発や、国営企業再編の動きは、素材需給改善に一定以上の役割を果たしており、これも国際商品市況、新興国株式にとってプラスの動きとなっている。</p>	<ul style="list-style-type: none">・米国の保護主義的な政策対応・中国の政策転換・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

2

債券市場について

国内

見通しに対するリスク要因

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。債券利回りについては、日銀は新しい政策フレームワークの下、10年金利が概ね0%で推移するように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から、比較的低位でのレンジ形成となると考えている。

- ・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

見通しに対するリスク要因

米国の金利についてはやや弱気に見ている。米国の新大統領の政策では、上下院とも共和党が過半数を確保したことで、公約としていたインフラ投資の拡大が見込まれ、結果としてインフレの上昇ペースは加速すると考えられる。こうしたリフレ・シナリオが実現していけば、イールドカーブはスティープ化すると考えられる。

- ・米国新政権による政策の不透明感

欧州

見通しに対するリスク要因

欧州については、コア国についてはやや弱気、周辺国については相対的な利回りの高さから中長期的には選好する。ECBによる金融政策の変更は、コア国のカーブにとってはスティープ化要因になると考える。周辺国に関して、相対的な利回りの高さやECBが積極的に買い入れを進めていることを背景に選好する。また、米国大統領選による影響により、欧州でも政治的なリスクは高まる可能性があると考えられる。

- ・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

新興国

見通しに対するリスク要因

新興国債に対する見方を警戒しつつもポジティブとする。新興国経済は先進国の緩和的な金融政策を背景に恩恵を受けており、経済も回復の途上にある。一方で、米国の新大統領の政策については、実際に保護貿易主義的な政策が採用されれば、新興国市場にとっては重石となる。米国との貿易により恩恵を受けてきたラテンアメリカの国への影響を踏まえると、今後銘柄選択がより重要になると考える。大統領戦後に出たアウトフローについてもいったん落ち着きを見せており、小幅ではあるものの、再度資金流入が見られると思われる。

- ・中国のハードランディング
- ・コモディティ価格の再度の下落
- ・米国新政権による政策の不透明感

※Brexit:英国（Britain）とEU離脱（Exit）を組み合わせた造語

米国

米国社債（ハイイールド債含む）に対する見方を強気とする。新政権の政策は米国のマクロ経済にポジティブと考えられる一方で、金利のボラティリティ上昇が予想され、投資家がしばらく様子見をする可能性がある。新政権の政策について、財政支出や減税は企業収益にプラスの影響を及ぼすが、企業が借入を増やしバランス・シートのレバレッジが上昇する可能性がある。需給については良好な状態が続くと予想する。長期金利が上昇すれば、生保・年金からの長期社債の買いが増えると考えられ、欧州や日本との金利差が拡大し、これらの地域の投資家からの資金流入も増えると予想。

見通しに対するリスク要因

- ・FRBによる金融政策見通しの不透明感
- ・米国新政権による政策の不透明感

欧州

欧州社債（ハイイールド債含む）に対する見方は中立とする。欧州では、2017年にかけてフランスやドイツ等の経済規模の大きい国での政治日程を控えており、ポピュリスト政党の台頭を背景にボラティリティが高まる可能性がある。また、ECBの金融政策に関しても、すぐに実施されるとは考えないが、テーパリングの可能性が示唆されるようになってきており、積極的な緩和拡大期は過ぎた可能性がある。バリュエーションに関してもスプレッド縮小の継続を背景に割高な水準にある。一方で欧州は緩やかな景気回復の途上にあることに加え、ECBやBoEによる社債の買い入れが資産の下支えとなると思われる。

見通しに対するリスク要因

- ・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

※Brexit:英国（Britain）とEU離脱（Exit）を組み合わせた造語

4

為替市場について

米国

良好な米国のマクロ経済環境を背景に、米国の利上げペースの高まりが意識され易い展開。これに伴って、ボラティリティの高まりや、米ドル高のバイアスが掛かり易い動きを想定する。現在の1ユーロ＝1.05米ドルの水準を試す動きは象徴的である。ひとたびこの水準を超えた米ドル高が示現すると、米ドルに対する更なる追従買いの動きが見られ、米ドルのオーバー・シュート（相場の行き過ぎた変動）が見られる可能性がある。他方で、短期的には、中国投資家からのドル買い人民元売りといった動きに伴う、外貨準備減少が中国当局の懸案として取り上げられる可能性を想定する。この資金流出に対抗する措置として、中国当局による為替介入と、それに伴う米ドル安の可能性を意識する必要がある。

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

イタリアの金融機関救済や、バーゼル3導入延期を契機に、欧州の金融システムにかかる懸念が後退し、一旦はユーロに対する上昇モメンタムが高まるものの、基本的には、欧州各国のファンダメンタルズ以上に、米ドルの展開に左右されるものと予想する。対円では、中立、ないしは弱含みの推移を想定する。

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、米ドルの独歩高が示現する局面を前提とすると、米ドルに対して総じて弱含む形となるものと思われる。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。

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

商品市況は、緩やかな世界経済の回復を受け、継続的に鉄鋼、銅、セメント等、工業製品価格等の上昇が見込まれる。特に中国では、大幅な供給過剰を解消すべく、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価格安定化要因として挙げられる。他方、リスク要因として、中国主要都市の不動産価格の上昇を受け、中国当局が引き締め政策に転換することが挙げられる。

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

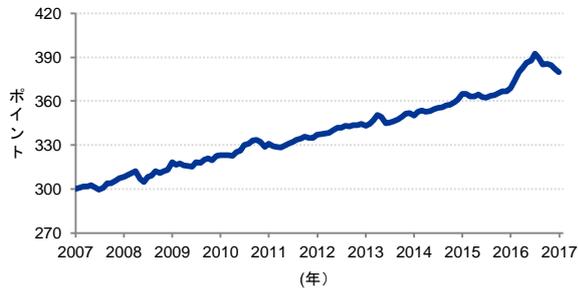
REIT

先進国株式は上昇基調で推移する可能性が高く、この中で、市場参加者の投資選好も、利回りを重視したものから、利益成長を重視したものへと変化すると予想する。具体的には、市場の不透明感の高い環境、超低金利下にてアウトパフォームした高配当株式、ヒストリカルに市場リスクの低いディフェンシブ銘柄への選好は後退し、今後はよりリスク性の高い、景気敏感、利益成長を見込んだ銘柄群への投資妙味が増すものと思われる。この中で、REITは相対的なアンダーパフォーマンスを余儀なくされよう。

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
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2016年12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2016 年12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