

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2月号

#### マクロ経済について

##### 国内

日本経済は順調に回復している。鉱工業生産は12月も堅調、1、2月の予測値も高い。輸出額も中国向けが牽引し回復を見せ5.7%増、注目すべきは輸出数量が8.4%伸びたことである。労働市場は完全失業率3.1%、有効求人倍率1.43倍と強く、雇用者数も伸びている。日銀は1月展望レポートで、経済成長率見通しを16年度1.4%、17年度1.5%に上方修正した。12月小売販売は2ヶ月連続で増加した。家計消費支出はまだ弱いが、正社員増加が続いており、次第に賃金が上昇、消費増につながっていくとみている。

##### 見通しに対するリスク要因

- ・トランプ新政権の保護主義的政策
- ・円高転換

##### 米国

10-12月期経済成長率速報値は年率+1.9%と意外に伸びなかったが、前期の反動で純輸出のマイナス寄与が大きかった。個人消費は同+2.5%、設備投資は同+3.1%と堅調である。製造業、非製造業とも景況感が高まり、消費者信頼感も高水準にある。インフレ指標はPCEコアが1.7%上昇、また時給は2.9%の伸びがでており、今年3回の利上げが予想されている。トランプ新政権が保護主義的政策を打ち出し、経済の活力が削がれてしまうリスクには要注意であると考え。

##### 見通しに対するリスク要因

- ・米中経済摩擦
- ・トランプ新政権の保護主義的政策

##### 欧州

イタリアの大手金融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注意が必要であろう。

##### 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

日経平均株価は、世界景気の回復や、日米金利差拡大による円安を材料に19,000円を超えてきたが、ここからは、米国トランプ政権の保護主義的通商政策のリスクや、ドル高けん制発言に警戒感が高まり、株価上昇力は抑制されるだろう。しかし、国内経済の順調な回復、好調な企業決算、海外投資家、日銀、自社株買いによる好需給が株価を支えるとみている。物色動向は、11月から市場のけん引役だった割安な輸出セクター、金融セクターから、国内経済回復の恩恵を受けるとされる内需成長株、新興市場に移るとみている。

### 見通しに対するリスク要因

- ・トランプ新大統領の経済政策への失望
- ・デフレリスクの再燃

### 米国

NYダウは1月25日に20,000ドルの大台に乗せ、S&P500、ナスダック指数も新高値を更新した。新政権の経済政策への期待、力強い経済指標、好調な業績に株価は支えられてきた。トランプ政権の経済政策に不透明感があり、株式市場の変動率はあがりそうだ。企業収益は10-12月期7%程度の増益になりそうで、予想を上回った決算は約7割で堅調だ。FRBも利上げを急ぐことはなく、株式市場は高値圏でもみ合いを見込む。

### 見通しに対するリスク要因

- ・トランプ新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

米国の金融政策や経済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。米新政権の政策展開が不透明な中、マクロ・ファンダメンタルズ面で先進国を中心に堅調な景気動向、これに伴う賃金上昇圧力、財政刺激策といった要素が、株式市場全体にリフレッシュの動きを意識させるものとみている。他方、今後秋口までにかけて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。

### 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

中国旧正月入り前に鉄鉱石や原料炭といった原材料在庫が急増し、他方で、鉄鋼メーカーの一部では、鉄鉱石等の価格が上昇したことを受け、購入を見合わせる動きも散見されてきている。このため、短期的には、中国の旧正月明けの時期に、国際商品市況が調整する可能性があると考えられる。また、中国の人民元相場不安定化に伴う、中国金融当局の通貨防衛目的の短期金利引き上げの動きにも注意が必要と思われる。中国が政策面で極端な施策を計る場合、現在の新興国株式市場では利益確定売りを誘発し易く、これが資本市場全体に影響を及ぼす可能性を見込む。

### 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
- ・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

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%近辺の動きが続きそうだが、来年度にかけて一段の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(18年度頃にコアCPI 前年比+2%達成)は非常に緩やかなペースでの物価上昇見通しであること、2)日銀はイールドカーブ・コントロールおよび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となろう。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。

### 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認の持続性
- ・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上昇傾向にあるとみており、米新政権の財政政策・減税・規制緩和、インフレの上昇や景気回復がそれを後押しすると考えている。企業の景況感指数やPMIからは、個人や企業が将来に対して楽観的な見方を持っていることが確認されはじめている。また、金利の上昇はある程度の水準で収まると考える。一方、中長期的には、人口動態の変化からインカム資産への需要は強く、米国債は他の先進国国債よりも利回りが高いことから一定の需要が集まるとみている。

### 見通しに対するリスク要因

- ・米国新政権による政策の不透明感
- ・経済が過熱し、FRBの行動が遅れる可能性

### 欧州

欧州については、コア国については弱気、周辺国については中長期的に強気にみている。ECBは12月に月次の資産購入額減額を発表した。同時に期間を延長したため、市場ではハト派的に捉えられる面もあったが、この動きが逆戻りすることはないとみている。ドイツ等コア国の金利水準は他国と比べても低く、魅力度は低いと評価。周辺国に関して、相対的な利回りの高さや欧州でも緩やかな景気回復が見られることから中長期的には強気と考える。一方で、欧州でもポピュリスト政党に対する支持は高い状況が継続しており、政治的なリスクは高まる可能性があるだろう。

### 見通しに対するリスク要因

- ・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
- ・ポピュリズムの台頭による政治リスクの高まり

### 新興国

新興国債券市場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。米ドル高や米金利が上昇傾向にあることやトランプ大統領が保護貿易主義的な政策を取る可能性を背景に、新興国の債券市場はややネガティブな影響を受けていると思われる。特に、米国との貿易関係が強い新興国は脆弱な状況にある。ただ、新興国全体を見れば2013年とは状況が異なっていると考える。PMIが底打ちした傾向が見られる他、米大統領選の後に大きく出たアウトフローも小幅ながらインフローに転じている。また、世界的に利回りを求める投資家の需要が同資産をサポートすると考える。

### 見通しに対するリスク要因

- ・中国のハードランディング
- ・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**
**見通しに対するリスク要因**


---

米国社債（ハイイールド債含む）について強気にみている。バリュエーションは必ずしも割安とはいえないものの、米景気の強さや新政権への財政政策・減税・規制緩和への期待から企業の資本構成の下位にある資産が魅力的であると考え。また、投資適格社債よりもハイイールド債を選好する。金利が上昇傾向にある中では、デデュレーションが相対的に短いハイイールド債を選好することで、金利リスクを抑えつつキャリアを確保できると考える。

- ・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要因になると考える。

- ・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

1月初旬以降、米ドルの軟化が示されている。米国新政権の中国に対する安全保障、経済政策の一環として、人民元に対して米ドル安を誘導する思惑や、中国当局が外貨準備高の減少を食い止めるべく、人民元買い米ドル売りの取引を実施している可能性が意識されているものと思われる。

引き続き、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だろう。

### 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、あるい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、米ドルの独歩高とな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込んでいる。

### 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だろう。但し、短期的には、鉄鉱石、原料炭等の在庫の積み上がりによって、中国旧正月以降、需給面のバランス悪化から市況が調整する可能性もあり、この点に注意が必要である。

### 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

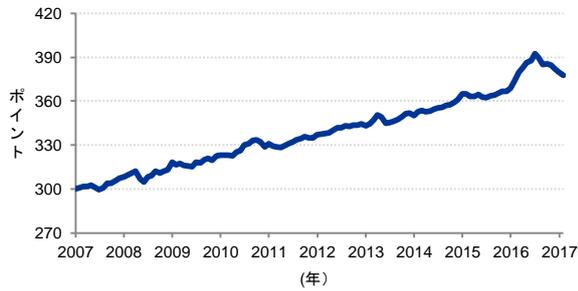
### REIT

日本では東証REIT指数が上昇基調の中、東証不動産種指数に対し、アウトパフォーマンスが続く動きが見られ、堅調な状態にある。米国REIT指数もほぼ株式同様の動きを示しており、今後ファンダメンタルズ面でリフレーションの動きを先取りするかのような展開を示している。長期的に主要国の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。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る局面も散見されるものと思われる。

### 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1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1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