

BlackRock Monthly Report ブラックロック月次市場レポート6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おり、その基調が続くと予想。1-3月期の実質経済成長率は予想を上回る年率2.2%増と内需が強い。4月の商業統計で売上総額は1.5%増、小売業が3.2%伸びた。百貨店の既存店売上高も4月は14ヶ月ぶりのプラス(0.7%)に転じ、月間最高を記録した訪日客のインバウンド消費が百貨店の売上げを牽引した。機械受注額(1-3月前期比-1.4%)や鉱工業生産指数は力不足だが、外需も強く、4月の輸出額は前年比で7.5%伸び、輸出量も4.1%増えた。労働市場は完全失業率が2.8%、有効求人倍率1.48倍とバブル時代を超える水準となった。インフレ率はCPIコアが+0.3%と小幅に改善、年後半に小売業やサービス業を中心に値上げが進むかが注目している。

見直しに対するリスク要因

- ・米中経済成長率の鈍化
- ・円高進行

米国

1-3月期の実質経済成長率は年率1.2%に上方修正されたものの低い水準となり、一時的な弱さか、今後も低成長が続くか議論が分かれている。4月の経済指標は雇用統計の非農業就業者数22.1万人増、失業率は4.6%と強い数字であったが、住宅関連指標、製造業景況感などは高水準ではあるが勢いが低下している。インフレ指標は、消費者物価コア指数が+1.9%、PCEコア指数が+1.5%と減速している。6月のFOMCでは0.25%の利上げが確実視されているが、その後の利上げ予想は年末まで、まだ5割程度の確率しか織り込まれていないと評価。

見直しに対するリスク要因

- ・減税案の大幅後退
- ・貿易相手国への規制

欧州

欧州経済はこれまで回復基調を辿っていたが、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もあり、予断を許さない状態にある。欧州中央銀行の金融政策も、極端な緩和状況から正常化の方向に向かうこともあり、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であろう。2017年の通期成長率にはプラス寄与するものと予想するが、通貨や政策次第では、これまでの回復基調が途切れる可能性もあると考える。

見直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

米国を中心に堅調な先進国の成長率の上振れや、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よう。ブラジルでは政治的な不安定さが嫌気されるものの、実体経済面では回復基調が持続する見通し。中国の上海インターバンク金利の動向にみられる様に、中国での金融政策には引き続き注視が必要ではあるものの、秋口の党大会までは、極端な引き締めや、経済停滞をもたらす策は取り辛いものとする。また、台湾、韓国では、新型スマートフォンや、通信半導体などの追加需要を反映し、テクノロジー産業中心に生産のピークアウトを意識すべき時間帯に入って来ており、7月末以降の生産・純輸出動向には注視が必要とみている。

見直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直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

日経平均は4月中旬に底値をつけてから順調に回復してきたが、20,000円にあと2円というところで押し戻されている(※)。海外株高、為替の安定、株式の需給動向の改善が、堅調な株価推移につながったと思われる。新興市場や中小型株市場の好調が際立った。2016年度の決算は予想を上回る好調さだったが、2017年度の企業ガイダンスが極めて保守的であったため、アナリスト予想との開きがでている。年後半にかけて企業は上方修正をしてくるとみている。海外投資家は4月から買い越しに転じ、信託銀行(年金)、事業法人(自社株買い)も、ようやく買い始めたと思われる。国内・アジア圏の順調な景気回復が続き、業績改善、バリュエーションも妥当、需給の改善もあり、株価は利益確定をこなしながら、緩やかな上昇が夏場まで続く予想。

見通しに対するリスク要因

- ・米国景気の腰折れ
- ・デフレリスクの再燃

米国

株式市場は、アマゾン、アップル、グーグル、フェイスブックなどの大型IT株に牽引されて、S&P500指数、ナスダック指数は新高値を更新した。トランプ政権の対ロシア不正疑惑報道で、株価が大きく調整する場面があったが、堅調な企業収益と低金利に支えられて値を戻した。第1四半期の増益率は12%程度で、利益が予想を上回った企業は78%にのぼった。また、同期売上高は久々の増収を記録した。バリュエーション面では割高な為、業績改善、低金利、適度な経済成長に支えられるものの、株価は夏場まで高値ボックス圏での推移に終始すると思われる。

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

欧州大手金融機関の個別決算発表や、主要国の月次マクロ統計等のスケジュールを消化した後、市場では再度、株式を中心に市場のリスク許容度が高まっていると思われる。今後はファンダメンタル面において、引き続き経済成長と緩やかな物価上昇が示されるリフレーションの動きを見込んでおり、企業の利益成長も一定の増加率を見込めるものと考えている。リスク要因としては、欧州中央銀行の金融緩和解除の可能性が高まることや、米国経済統計の上振れに伴う、市場参加者の米国利上げペースに対する見通しの変更、短期間の米ドルの調整、この見合いでのユーロ高などが挙げられる。

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、今後の米国株式市場の展開次第の側面もあるが、ファンダメンタル面や相関の高いマクロ、ミクロの状況を照らし合わせると、引き続き堅調な地合いで推移するものと思われる。MSCI新興国株式指数は、韓国、台湾、中国の組み入れ比率が高いため、半導体、電子部品等のハード・テクノロジーのファンダメンタルズ動向に影響を受ける。この点については、拡大基調にある人工知能、拡張現実(AR)やモバイル・インターネットの拡大、次世代通信規格への移行といった長期的な成長の原動力が継続して確認されるほか、アップル社の次世代スマートフォンに関連する生産増も市場に積極的な影響を及ぼすものと見ている。

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
- ・民主主義の後退

※本レポートは作成時点(2017年5月末時点)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いません。

2

債券市場について

国内

円金利については中立に見ている。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。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やや弱気に見ている。米国の成長サイクルは今後も継続すると考えられることから、中期的には金利は上昇すると見ている。利回りカーブについては、フラット化が進むと見ている。短期債については、FRBの利上げによって影響を受ける一方、長期債については、他の先進国の国債と比較して、相対的に利回りが高いことから、需要が集まりやすく、利回りの上昇は一定程度にとどまると見ている。

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

欧州の金利については弱気に見ている。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見られるなか、今後ECBがよりハト派色を弱めていくことが想定され、金利は上昇方向に動くと考えている。バリュエーションに関しても、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いる。

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
- ・ポピュリズムの高まり

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見ている。特に通貨安が一服し、景気配慮のための利下げを行うことができる国を選択している。特に現地通貨建ての新興国債は、相対的に利回りが高く、強いインカム需要が同資産をサポートすると見ている。

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
- ・原油価格の動向

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、やや強気に見ている。今後も景気回復サイクルが継続すると考える中で、社債スプレッドは縮小及び現在の水準での推移を見込むものの、バリュエーションの割安感は一定程度後退したと考えている。よって、社債スプレッドの縮小余地は限られると見る一方、相対的な利回りが高い中で需要が集まりやすい資産であると考えている。

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
- ・海外投資家からのフローの動向

欧州

欧州の社債（ハイールド債含む）については、やや弱気に見ている。欧州は景気回復サイクルの途上にあり、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、金利が上昇した場合のネガティブな影響が大きいと考えている。特に、今年は英国やドイツ、イタリア等における政治イベントが控える中、イベントに近づく中で、市場のボラティリティが上昇する可能性があると考えている。

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

4

為替市場について

米国

為替市場では、米国政権の政策遂行能力に対する不信感等から、米ドルの軟化が再度進み、5月8日から11日にかけての一時的なドル高の後は再度ドル安方向に展開している。米ドルは基調として、今年1月以降の主要国通貨に対し軟調な展開を続けていることがうかがえる。このような米ドル安の展開は、米国の通商政策、対外政策を反映したものと見ており、成長率格差、実質金利差、米利上げペースにかかる要因は、短期的に影響力が低いものと考えている。米国大統領が通商政策において、中国、日本、メキシコ、ドイツ等に対し、強硬な手段を講じられない一方で、米ドル安に働きかけるインセンティブは高いものと推測している。また、米国大統領の信任にかかる懸念が高まるような局面では、ドルに対する軟化の動きがみられると考える。

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（アップサイドリスク）
- ・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直し
- ・中国当局の人民元高為替介入観測

欧州

欧州通貨については、欧州中央銀行の金融政策の見通しを背景に、ボラティリティの高い展開を予想する。短期的に米国大統領を取り巻く政局の不透明感が持続する限り、米ドルに対しては大きな軟化の可能性があり、この分ユーロ高が持続する可能性がある。なおこの場合、資本市場全体がリスク回避的な動きとなる点も勘案する必要がある。

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、米ドル安や新興国ファンダメンタルズに対する再評価の動きから、総じて強含み推移の展開となっている。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

商品の中で、工業原材料価格は、中国のインフラ・不動産開発と連動する景気動向に依存する傾向が見られる。足許、中国における金融政策が引き締め気味に推移する場合には、工業原材料にとってはマイナスの影響を与えらると思われる。原油等エネルギー価格については、OPECの減産継続報道を手掛かりに、再度軟化を余儀なくされたものの、今後は中国、米国の最終需要の見通しに依存するものと思われ、特段方向感の出ない展開を予想する。

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

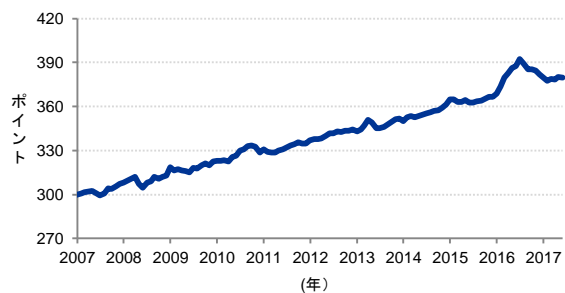
REIT

日米共にREIT指数の株式指数に対するアンダー・パフォーマンスの動きが鎮静化しつつある。これは米国を中心に長期金利の上昇圧力が弱まり、債券市場が堅調な動きを示し始めたことに起因する。この点から、今後、良好なファンダメンタルズデータを受け、主要国の長期金利が上昇する様な局面では、再度REIT指数の弱含み推移が見込まれる。

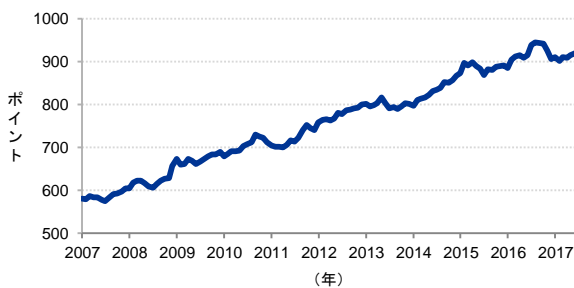
見通しに対するリスク要因

- ・米国長期金利急騰

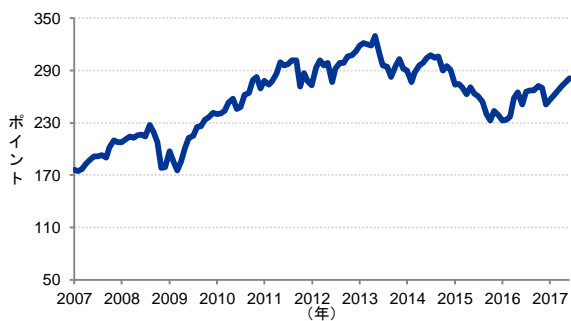
国内債券
NOMURA-BPI総合



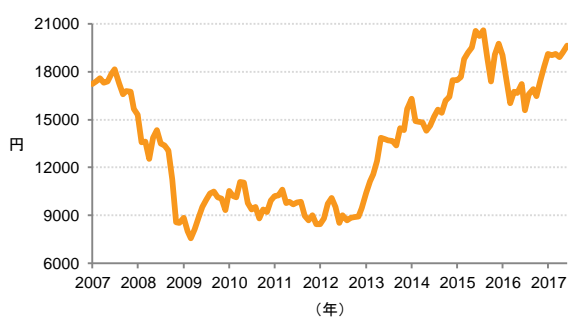
先進国債券 – シティ世界国債インデックス(除く日本、
現地通貨ベース)



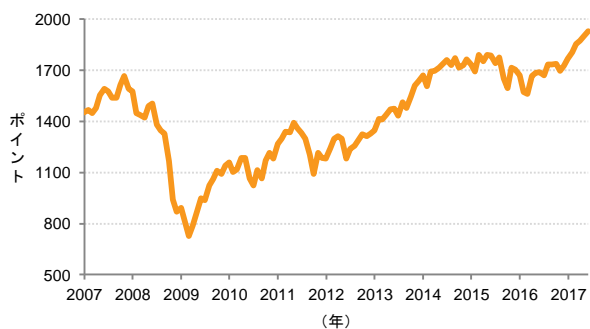
新興国債券 – J.P.モルガン・ガバメント・ボンド・インデックス –
エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド (USDル
ベース)



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5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下さい

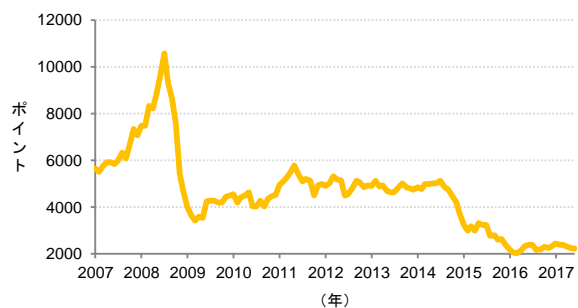
国内REIT
東証REIT指数



先進国REIT
S&P先進国REIT指数 (除く日本、USドルベース)



コモディティ
S&P GSCIトータルリターン指数 (USドルベース)



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5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