

Global Strategic Framework

ブラックロック 月次市場レポート

ブラックロック・ジャパン株式会社
2012年2月1日

2012年の主なテーマ 2

- ・ダイバージェンス（デカップリング（非連動）の進行）とネメシス（危機勃発）
- ・ダイバージェンスとネメシスの可能性と手掛かり
- ・5つのシナリオと投資戦略
- ・インフレと新たな世界

グローバル経済について 6

欧州債務問題などの影響からグローバル経済は鈍化してきましたが、欧州以外の国々の足元堅調な景気動向から世界的な景気後退は回避されると予想します。

株式市場について 8

バリュエーション上の魅力度は高まってきており、かなりの悪材料が織り込まれていると考え、株式市場に対しては慎重な見方から中立へと変更しました。

債券市場について 9

債券全般に対しての見方は極めて低い利回りから中立とします。資産クラス内では国債を中立、投資適格社債及びハイ・イールド債を強気としています。

為替市場について 11

米ドル、加ドルを強気としている一方で、ユーロ、英ポンド、豪ドルに対して弱気としています。円、スイスフランに対しては中立の見方をしています。

コモディティについて 11

長期的には新興国経済の成長がコモディティのサポート要因となるでしょう。資産クラス内では、欧州債務問題などから金など貴金属が魅力的であると考えます。

本資料は、最近の市場動向についてご説明する目的で作成したものであり、当社が設定・運用するファンドにおける投資判断が本資料の見解と必ずしも一致するものではありません。

	弱気	中立	強気
株式		●	
米国		●	
欧州		●	
日本	●		
アジア（日本を除く）		●	
南米		●	
欧州新興国			●
債券		●	
国債		●	
米国		●	
欧州	●		
日本		●	
投資適格債			●
ハイ・イールド			●
エマージング債（現地通貨建て）		●	
為替		●	
米ドル			●
ユーロ	●		
円		●	
英ポンド	●		
豪ドル	●		
カナダドル			●
スイスフラン		●	

2012年1月19日時点のブラックロック
Global BMACS Investment Strategy Groupの見解です。

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。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、弊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。

2012年の主なテーマ

ダイバージェンス(デカップリング(非連動)の進行)とネメシス(危機勃発)

足元、成長の加速する新興国と、債務に苦しむ先進国のダイバージェンス(デカップリングの進行)がみられます。新興国では、経済成長を刺激するために政策金利を引き下げ、財政出動を行うことができるため、先進国と新興国の“実体”経済や資産価値の格差は広がる可能性が考えられます。こうした“ダイバージェンス”(デカップリングの進行)シナリオでは、欧州は景気後退に陥り、その後2013年には非常に緩やかな回復をみせると予想しています。また、米国と日本の景気ももたついた状態が続く可能性があります。

最大のリスクは、欧州債務危機が制御不能となり、欧州が深刻な景気後退に陥り、それが世界各国に波及することです。こうした“ネメシス”(危機勃発)シナリオ(ネメシスは、ギリシャ神話で人間の思い上がりに罰を与えた女神の名前)では、先進国はさらなる危機に対応するだけの力がほとんど残っていないことから、世界経済にとって深刻な状況が想定されます。

可能性と手掛かり

ダイバージェンス(デカップリングの進行)をメイン・シナリオと考えています。それに比べると、ネメシス(危機勃発)の可能性は低いとみるものの、その発生確率は依然高く油断できません。市場はこうした要因を織り込んでいないため、機敏な投資家にとって投資機会となる可能性が考えられます。その他には、現在のような景気低迷が続くか、イ

ンフレが加速するか、或いは世界の経済成長が復活するといったシナリオも考えられます。

今年は大きな問題を抱えています。ユーロ圏の政策当局はユーロ圏を危機から救えるでしょうか?中国は経済成長を再加速させることができるでしょうか?金融・財政政策は世界の銀行が行う資産売却の悪影響を緩和することができるでしょうか?最近見られる米国経済の力強さは持続可能なものでしょうか?投資戦略を模索する前に、こうした問題に対する答えが投資戦略の手掛かりとなるため、世界経済のシナリオに沿って様々な投資戦略を確認する必要がありますと考えています。

投資戦略

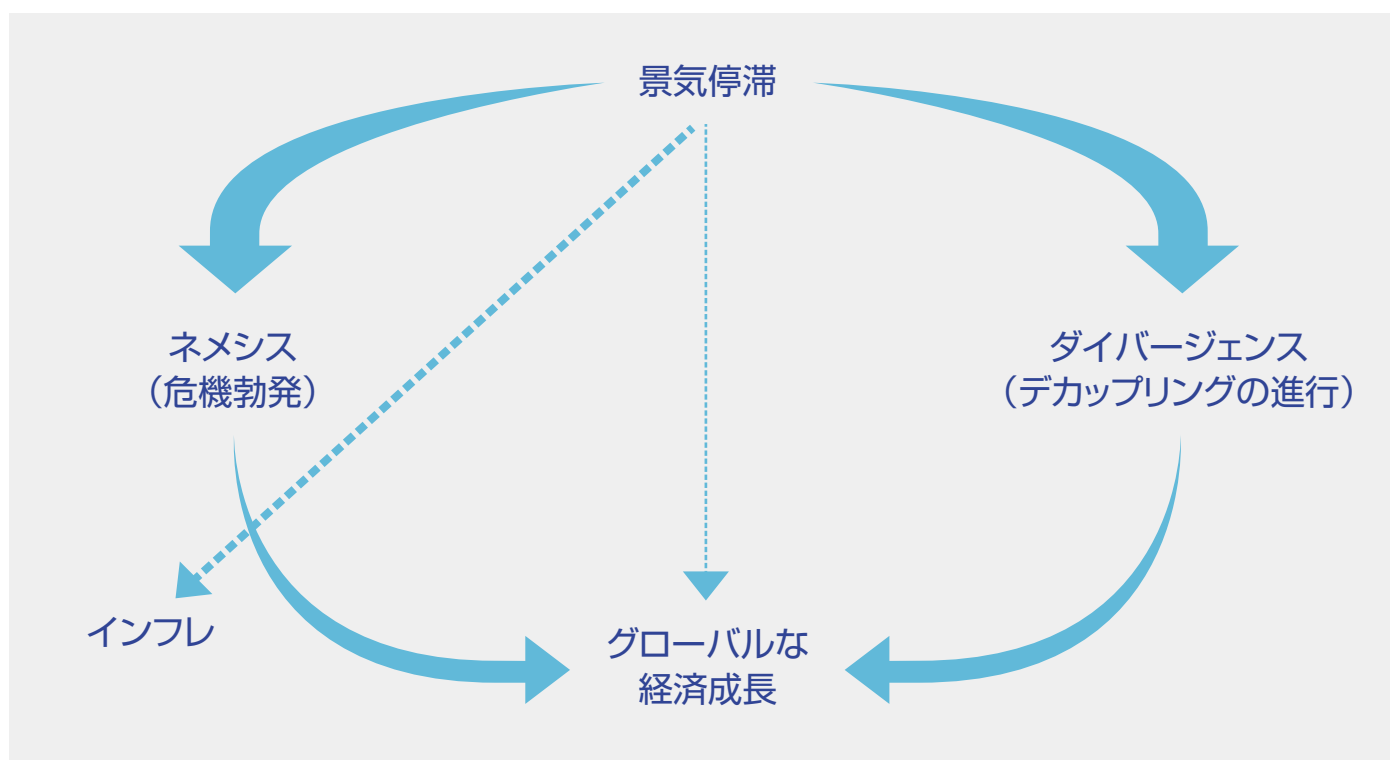
ダイバージェンス(デカップリングの進行)・シナリオでは、株式や投資適格債、ハイ・イールド債、金などの貴金属に注目します。一方、安全資産と称される国債、米ドル、ユーロのリターンは低いものとどまると予想します。株式の中では、新興国株式、及びエネルギーや資源セクターの株式に注目します。そして、ほとんどのオルタナティブ投資を選好します。一方、ネメシス(危機勃発)・シナリオでは、キャッシュ、及び米国やドイツ、日本の国債へ資金を逃避させることが適切であると考えられます。金も逃避先として買われるかもしれません。米ドルを選好し、ユーロよりも円に注目します。流動性危機に耐えることができれば、オルタナティブ資産に投資することで市場の変動からポートフォリオを守ることができるかもしれません。株式の中では、アジアや米国のディフェンシブセクターを選好し、欧州に対して悲観的な見方をしています。

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、弊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。

インフレと新たな世界

2012年にインフレが起こる可能性は低いと考えています。ただし、一つ注意点として、ほとんど全ての市場参加者がこの考えを支持しているようにみえますが、こうした誰もが支持しているような見通しが覆されることは市場ではよくあることです。世界的な金融緩和やコモディティ価格のさらなる高騰がインフレを加速させる可能性も考えられます。市場価格は大多数の見解を反映している傾向があるので、そうした状況が覆されるリスクが存在すると言えます。

【イメージ図】左か右のどちらのシナリオか？
2012年には新しいシナリオへ移行



出所：ブラックロック

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、弊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。

2012年の投資環境見通し

5つのシナリオとその可能性及び影響を以下の様と考えます

シナリオ <>内は 発生する可能性	ダイバージェンス (デカップリング)・シナリオ < 40%-50% >	ネメシス (危機勃発)・シナリオ < 20%-25% >
内容	デカップリングが進行:新興国経済が引き続きアウトパフォームする一方、米国や日本は緩やかな成長にとどまる。欧州は浅い景気後退に陥り、回復は非常に緩やかなペースとなる。中国経済は再び加速する。主要国の選挙が主なリスクとなる。	グローバルな景気後退や信用危機、社会的混乱、世界中のアセット・クラスにおける価格の急落。中国の経済成長が急低下する。2008～2009年の金融危機よりも悪い結末となる可能性がある。
きっかけ	政策対応によりユーロ圏債務危機の悪化は食い止められるが、危機の解決には至らない。こうした動きの背景には、イタリア国債のような問題の指摘された資産に対する支援策や、先進国の財政責任に対するロードマップが曖昧であることが可能性として挙げられる。 中国やその他の新興国は貸出基準を緩和することが経済アウトパフォームのきっかけとなる。	欧州債務危機が制御不能に陥り、ユーロ圏の部分的な崩壊や世界の銀行による全てのリスク資産の投げ売りにつながることで、このシナリオを引き起こすきっかけとなる可能性が最も高い。
可能性	最も確率の高いシナリオ。ほとんどの資産間で、それらのリターンが相関が高いことから判断すると、市場はこのシナリオの起こる確率をかなり低いとしか織り込んでいない。	(歴史的に低金利水準の)債券価格はすでにこうしたシナリオとなる可能性を織り込んでいるかもしれない。しかし、株式などのリスク資産はまだ織り込んでいない。
投資アイデア	分散投資の機会が多く存在する可能性あり。株式や投資適格債、ハイ・イールド債、金などの貴金属に注目。米国やドイツ、日本の国債、そしてドルやユーロから得られるリターンは低いものになると予想する。 また、新興国市場の株式や債券、及びエネルギーや資源セクターに注目。多くの欧州株式は債務危機を織り込んだ水準にあるため、ここからはアウトパフォームする可能性がある。オルタナティブ資産に注目する一方、債券はデュレーションを短期化する見方。利回りを求めている投資家は、引き続き高配当株式や米国地方債及び社債に投資すると考えられる。	このシナリオでは、キャッシュ、及び米国やドイツ、日本の国債に資金を逃避させるのが適切であると考えられる。金も逃避先になり得るかもしれない。ユーロや新興国通貨よりも、ドルや円、ポンドに注目。短期資金調達難にならず、空売り規制などの措置に耐えることができれば、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ、インフラ関連への投資は、ある程度市場の変動から資産を守ることができるかもしれない。 株式の中では、米国のディフェンシブ・セクターや、堅調なキャッシュ・フローにより増配を行うことができる企業に注目。また、アジアに注目し、欧州を回避する見方。
注意点	このダイバージェンス・シナリオは非常にもろい面も持っている。ユーロ圏が部分分裂を起こせばネメシス・シナリオが現実化し、金融市場自由化の動きが後退しよう。	ダウンサイド(下落)のリスクを抑えるためのコストは非常に高いため、ヘッジを行うことは困難と言える。リスク・ポジションを縮小することや、高いプレミアムが受け取れるプット・オプションを同時に売却してコストを下げるのが考えられる。その他、ネメシス・シナリオに対応する一般的なヘッジ手段をとらざるを得ない。

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、弊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。

2012年の投資環境見通し

5つのシナリオとその可能性及び影響を以下の様と考えます

シナリオ <>内は 発生する可能性	スタグネーション (景気停滞)・シナリオ < 15%-25% >	インフレーション (物価上昇)・シナリオ < 5%-10% >	グロース (経済成長)・シナリオ < 0%-5% >
内容	グローバル経済は成長が鈍化し、高い失業率が続く。ただし、欧州の景気後退は新興国市場に悪影響を与えるが、新興国市場の成長を止めてしまうことはない。信用収縮が生じるが、信用危機に陥ることはない。新興国経済は成長を維持するために金利を引き下げるか、或いはその必要に迫られる。	世界中でインフレーションが進行すれば、先進国の債務負担は実際に減少するが、一方で社会不安や、それに対するワンパターン・反射的な政策対応の可能性が高まる。	長期的なトレンドをやや上回る持続可能なグローバルな経済成長が実現する。欧州債務危機の懸念が払拭され、欧州経済が回復する。新興国経済はインフレを抑えつつ加速する。米経済の回復が本格化する。
きっかけ	現在の状況が続くことがトリガーとなる。政策立案効率の悪いEU政策当局と、不信感に覆われた金融市場との綱引き。毎週行われるサミットや毎日の大きな市場変動もきっかけとなる。 2012年における米国やフランス、ロシアの大統領選挙、及び中国の国家主席等交代により、不透明感がさらに高まることもきっかけとなりうる。	世界の中央銀行が大量の紙幣増刷を始め、経済成長が緩やかであっても、コモディティの供給不足が大幅な価格高騰につながる。或いは、予想を上回るグローバルな景気回復がインフレを加速させる。	先進国の政策当局は債務危機を食い止めるだけでなく、長期的な解決に向けた確かなロードマップを示すことがきっかけとなる。
可能性	世界経済は転換点にあり、現在の小康状態を維持することはできない可能性があり、ある程度の可能性でスタグネーション・シナリオが起こると見ている。	とりわけ先進国においてはインフレが加速する可能性は低い。しかし、インフレの兆しが少しでも見られた場合、債券市場は即座に反応する可能性が高い。	可能性としては非常に低い(夢物語)。
投資アイデア	投資家は直近の政策対応が債務危機を食い止めるか、或いは状況を悪化させるかを判断して行動するため、資産価格は毎日、ある一方向にかつ大幅に変動する可能性あり。リスク資産価格が上昇するとしても、銀行がリスク資産の売却を進めるため、その持続的な上昇が抑えられると考える。 このシナリオでは、デュレーションの長い米国債や社債、アジア新興国の債券に注目。欧州や日本の国債は回避する見方。欧州の資産よりも、新興国株式や新興国現地通貨建て債券に注目。対ユーロでは通貨としての円に注目。	米国債やその他の高格付け国債であっても急落する可能性あり。相対的には投資適格債よりもハイ・イールド債に注目。これまで配当を好んできた投資家でも、リスク資産に資金を振り向ける方針を支持。 米国や英国、南米、日本の株式に注目し、エネルギー・セクターに注目。不動産やインフラ関連(個別でなくまとまって指数化されているようなもの)、プライベート・エクイティといったオルタナティブ資産は堅調に推移すると考える。	ほとんどの市場が上昇し、とりわけコモディティやハイ・イールド債、欧州周辺国のソブリン債、金融セクターの株式といったリスク資産が大幅に上昇する可能性あり。米国債やドイツ国債、及びその他の安全と称される資産は下落する可能性あり。 円や債券よりも、ユーロや新興国通貨に注目。欧州や新興国の株式に注目し、資源や金融、景気敏感セクターに注目。
注意点	どのシナリオにおいても、ボラティリティやリスクは常に存在する。安心して投資を行うためには、投資家は常にリセットして新鮮な視点を持つことが必要である。	市場では、インフレのシナリオをほとんど想定していない状況である。歴史を振り返ると、こうした状況の時に限ったことは実際に起きていたため、可能性は低いけどゼロではないだろう。	経済はいずれこうした状況に回帰するだろうが、問題はそれまでに何が起こるかということである。最悪のネメシス・シナリオか、或いは穏やかなダイバージェンス・シナリオのどちらの道を辿るのだろうか？

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、弊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。

グローバル経済について

- 欧州債務問題などの影響からグローバル経済は鈍化してきましたが、欧州以外の国々の足元堅調な景気動向から世界的な景気後退は回避されると予想します。
- 米国経済は雇用環境の改善や活発なクリスマス商戦などに後押しされ、足元堅調に推移しています。そのため、今後も緩やかな成長が続くと考えます。
- 欧州経済は欧州債務危機への抜本的な解決策の欠如や財政緊縮策の実施から、短期的に景気後退に陥る可能性は高いと考えます。
- 日本経済は震災の立ち直りから堅調に推移していますが、需要の鈍化や円高が懸念材料となっています。
- 中国では、インフレ率の低下から金融緩和余地が生まれてきていることなど、金融政策による景気支援を実施する国が増えると考えています。そのため、新興国経済は景気拡大基調に回帰すると予想します。

グローバル経済はここ数ヶ月間において減速し、ユーロ圏の債務危機は市場や投資家心理に悪影響を及ぼしています。ユーロ圏で発表された経済指標はユーロ圏が既に景気後退入りしている可能性を示唆しています。また、英国においては経済はほぼ停滞している様子です。一方、米国の経済指標はここ数ヶ月において改善しています。中国の経済成長は足元減速しているものの、経済成長率自体は依然高い水準を維持しています。多くの先進国の金融市場は依然として緩和的であり、実質金利が異常に低い水準にあります。一部の新興国では成長率やインフレ率が低下しているため、金融緩和や財政政策を開始しつつあるか、或いは少なくともその実施を検討し始めてい

ます。したがって、仮にユーロ圏の債務問題がくすぶり続けたとしても、グローバルな景気後退をメイン・シナリオとして想定していません。

米国では、1-3期に景気が多少後退する圧力を受ける可能性もありますが、今後も緩やかな成長基調が続くと思われれます。2011年12月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が市場予想を上回る20万人増となり、総労働時間や時間当たり平均賃金も増加しました。これにより労働市場の改善が示されましたが、クリスマス商戦に伴う運送業の雇用増加といった季節要因も一部影響しています。ここ数週間では住宅市場関連の指標も堅調であり、住宅着工件数や住宅建設許可件数、住宅建設業者信頼感指数などに改善がみられます。クレジット市場では、商業銀行による消費者への貸出が最近増加しており、資本市場を通じてユーロ圏の債務問題が米国に波及するリスクは若干減少したようにみえます。

ここ数週間では住宅市場関連の指標も堅調であり、住宅着工件数や住宅建設許可件数、住宅建設業者信頼感指数などに改善がみられます。クレジット市場では、商業銀行による消費者への貸出が最近増加しており、資本市場を通じてユーロ圏の債務問題が米国に波及するリスクは若干減少したようにみえます。

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、弊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。

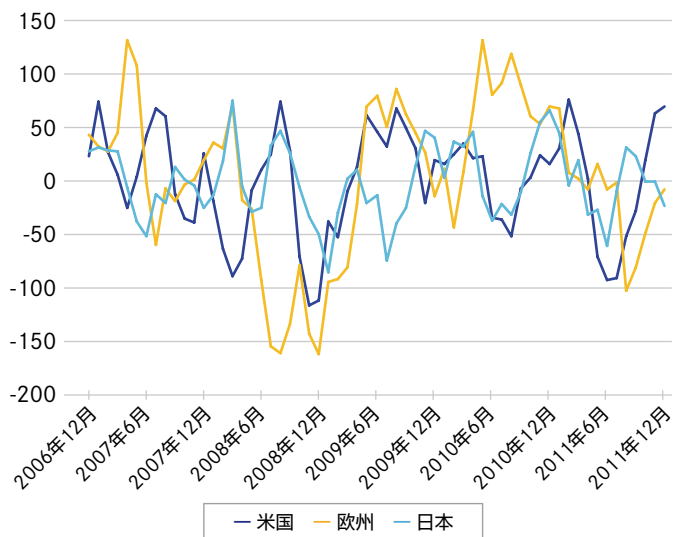
ユーロ圏の指標の多くは、ユーロ圏経済が既に景気後退入りしている可能性を示唆しており、緩やかな景気後退はある程度避けられないとみています。現時点では、ユーロ圏の景気後退は緩やかなものになるかもしれないと予想するものの、ユーロ圏全体の先行指数が示す景気見通し、緊縮財政策導入の見込み、タイトな金融市場、ユーロ圏の債務危機に対する明確な解決策の欠如、などといった要因を考慮すると、短期的には厳しい環境を予想せざるを得ません。12月の購買担当者指数 (PMI) は48.3となり、景気の弱含みをやや示唆する水準にあります。また、失業率は10.3%と高止まりしています。直近の指標では、民間部門における与信の伸びが鈍化し、鉱工業生産も落ち込んでいる一方、政府の借入が増加しており将来の財政不安が拡大するリスクを孕んでいます。しかしながら、ドラギ欧州中央銀行 (ECB) 総裁は、経済や金融情勢が悪化すれば追加的な金融緩和を行う可能性があることを示唆しています。

日本に関しては、3月の東日本大震災から経済が立ち直りを見せており、7-9月期の実質GDPは前期比年率5.6%増となりました。今後の日本経済については、復興への取り組みは今後も引き続き成長を下支えすると考えられますが、世界的な景気減速やさらなる円高がマイナス要因となる可能性があります。

アジアでは、中国のインフレが引き続き鈍化しています。中国の旧正月がインフレ率に多少の変動をもたらす可能性もありますが、インフレ率が低下するトレンドにより金融緩和の余地が拡大していると考えます。インドの鉱工業生産 (11月) は前年同月比5.9%増となり、経済成長の復

調の可能性が示唆されました。インドネシアや韓国では中央銀行が政策金利を据え置きました。インドネシアでは国内消費が引き続き堅調となることが予想され、韓国では低迷している経済成長を刺激するために今後利下げを行う可能性が示唆されました。

図表1: 米国の経済指標は市場予想を上回るが、日本は少し軟調
— シティグループ・エコノミック・サプライズ指数



※各種経済指標と市場予想との乖離幅を指数化し、事前の市場予想と比べ上振れが多ければプラス方向を示し、逆に下振れが多ければマイナス方向を示し、予想通りであればゼロを示します。上下幅が広い場合は、事前予想に対し経済指標の発表値が大きく乖離していることを示します。

出所: DataStream、ブラックロック・ジャパン作成
(データの期間: 2006年12月31日～2011年12月30日 (月次))

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、弊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

- バリュエーション上の魅力度は高まってきており、かなりの悪材料が織り込まれていると考え、株式市場に対しては慎重な見方から中立へと変更しました。
- 米国については、経済指標は堅調であり、バリュエーションは魅力的となりつつありますが、市場もある程度の企業収益の伸びを織り込んでいるため、中立とします。
- 欧州については、景気後退リスクの高まりや緊縮財政の実施がマイナスとなる一方で、株式の大幅下落でバリュエーションに改善が見られるため、若干弱気よりの中立を維持しています。
- 日本については、円高の進捗や復興需要の今後の剥落が懸念されることから、中立から弱気の見方へと変更しました。
- 新興国については、インフレ圧力の後退により金融引き締めからの転換が想定され、若干強気としています。特に欧州新興国が魅力的と考えます。

現在、グローバル景気の今後の見通しが投資家にとって最も関心の高いものではありませんが、欧州債務危機は引き続き市場心理やボラティリティに大きな影響を及ぼすと考えられます。グローバル景気が低迷しており、世界各国の税収が減少することからさらに財政赤字の拡大につながるおそれがあります。国債が無リスク資産と見なされない状況となっているため、様々な資産の評価が非常に困難になる可能性があります。ただし、かなりの悪材料は既に価格に織り込まれていると考えており、株式のバリュエーションは魅力的な水準に近づいてきました。その結果、株式全般に対する見方については、弱気から中立へと上方修正しました。

米国株式に対しては中立の見方を維持します。米国経済指標は堅調に推移しており、現在のバリュエーションは魅力的になりつつあると考えられます。しかしながら、米国では企業収益やその伸びの市場予想は上方修正されているので、2012年の上半期は予想を上回る決算発表が少なくなる可能性があります。

欧州株式については若干弱気よりの中立を維持しています。欧州では、各国の経済指標が既に弱含んでおり景気後退に陥っている可能性があるにもかかわらず、債務問題によりある程度財政緊縮策を採らざるを得ない局面が考えられ、株式市場にとっては下押し要因となる可能性が懸念されます。しかし、株式市場は昨年から大幅に下落しており、バリュエーション上の魅力度が改善しています。ユーロ通貨が下落していることで一部輸出企業の業績にはプラスに働く可能性もあると考えます。

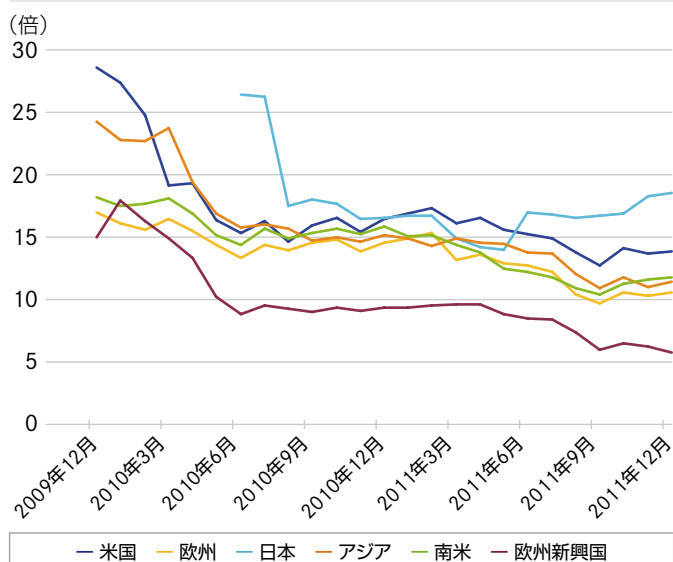
かなりの悪材料は既に価格に織り込まれており、株式のバリュエーションは魅力的な水準に近づいてきました。その結果、株式全般に対する見方については、弱気から中立へと上方修正しました。

日本株式に対する見方を中立から弱気へと下方修正しました。この見通しに至った主な理由には、現在も円高が進行していることや、復興努力による押し上げ効果が次第に衰え始めていることが挙げられます。

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、弊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。

新興国株式へは若干の強気スタンスを維持します。新興国市場におけるインフレ圧力は引き続き弱まっており、今後は、金融引き締めペースが緩和されたり、場合によっては引き締め策が終了することが想定され、そうした場合、新興国株式に対してはプラス要因となると考えます。また、先進国株式よりも新興国株式のバリュエーションの方が魅力的であることも、支援材料となるでしょう。地域別では、とりわけ欧州新興国株式に対し強気の見方をしています。

図表2：魅力的となったバリュエーション—各国の実績PERの推移
(注)日本に関しては赤字決算を除くため10年6月からの推移



出所：DataStreamのデータをもとにブラックロック・ジャパン作成
(データの期間：2009年12月31日～2011年12月30日(月次))

債券市場について

- 債券全般に対しては極めて低い利回りを理由に中立とします。資産クラス内では国債を中立、投資適格社債及びハイ・イールド債を強気としています。
- 国債では、欧州債務危機の迷走から欧州国債を弱気、米国及び日本については中立としています。
- 堅調な企業業績の推移によりデフォルト率が上昇する可能性は低いと考え、投資適格社債およびハイ・イールド債に強気の見方をしています。

債券全般に対しては、中立な見方を維持しています。資産クラスとしては利回りが相対的に低水準で魅力に欠けますが、投資適格社債及びハイ・イールド債の両方に依然として投資機会が存在すると考えます。国債(ユーロ圏の周縁国は除く)は、とりわけインフレ率を考慮すると割高にみえます。しかしながら、緩やかな経済成長、低い政策金利、高い市場ボラティリティなどが続く市場環境では、それらは国債の下支え要因になるかもしれません。

米連邦準備制度理事会(FRB)が新たに短期金利を2014年末までゼロ近辺に据え置くことを発表しました。また、長期的な物価目標を、個人消費に関する物価指数で2%と明示しています。金利は引き続き低水準で推移していますが、今後のFRBによる低金利策継続を考慮して米国債に対しては中立の見方を維持します。

欧州債務危機に関する政治的なニュースは、短期的な資産価格の方向性を決める上で重要な要素となっており、引き続き欧州周縁国のバリュエーションに影響を及ぼすものと

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、弊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。

推察します。さらに、欧州債券市場の緊張は、周縁国からフランスといった主要国に広がりを見せています。そのため、総合的に欧州国債については弱気の見方をしています。

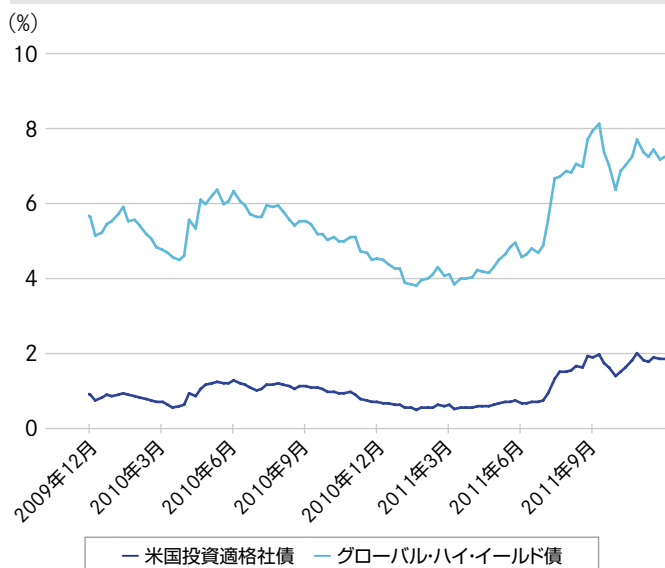
日本では、復興需要による政府借入の増加や金融政策の緩和措置継続が、日本国債の価格や円の対外国通貨の価格の上昇を抑えるかもしれません。そのため、国債利回りは極めて低水準ではありますが、引き続き中立の見方を維持します。

社債の中では、ハイ・イールド債及び投資適格社債の両方に強気な見方をしています。これまでの好調な企業業績を背景に、企業は潤沢に現預金を保有しており、企業のデフォルトは現在低位に推移しています。企業のデフォルトは今後も低い状態で推移すると予想しています。また、インカム収入に対する投資家のニーズが高いことも、引き続きハイ・イールド債や投資適格社債を下支えする要因になると考えます。さらにFRBが今後も緩和政策を続けることを考慮すると、スプレッドの拡大が抑えられる可能性があり、長期債、良質なクレジット債、またはハイ・イールド債なども選好されるかもしれません。

さらにFRBが今後も緩和政策を続けることを考慮すると、スプレッドの拡大が抑えられる可能性があり、長期債、良質なクレジット債、またはハイ・イールド債なども選好されるかもしれません。

新興国債券については中立の見方をしています。新興国政府はインフレ圧力の低下とグローバル景気の減速懸念を受けて、金融緩和への転換を示唆、もしくは転換の兆候がみえ始めています。欧州債務危機の余波により新興国債券の利回りは足元上昇しており、先進国国債と比べ魅力度は増しましたが、短期金利差が縮小してきていることにより、新興国債券からの資金流出が今後懸念されます。

図表3：魅力度の高まった投資適格社債とハイ・イールド債
－対米国債スプレッドの推移



出所：DataStreamのデータをもとにブラックロック・ジャパン作成
(データの期間：2009年12月31日～2011年12月30日(週次))

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、弊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

- 米ドル、加ドルを強気と見ている一方で、ユーロ、英ポンド、豪ドルに対して弱気の見方をしています。円、スイスフランに対しては中立の見方を維持しています。

ユーロ圏が直面している様々な問題を憂慮し、ユーロや英ポンドの対ドルの見通しを弱気に維持します。欧州中央銀行（ECB）による資金供給の拡大を受け、ユーロは今後も下落するとみています。もし、欧州と米国の経済がデカップリングすれば、両地域間の金利差により英ポンドとユーロに下方圧力が加わると考えます。米ドルについては強気の見方を維持します。

一方で、米国経済成長見通しの改善により、米国経済との連動性の高いカナダドルを評価し、オーストラリアドルよりもカナダドルを選好します。

日本円に対しては中立の見方を維持します。日銀の低金利策の継続や、円高阻止を意図した為替介入に前向きな姿勢は、対外国通貨に対して円安圧力となると考えます。しかし、日本では東日本大震災からの復興需要により、経済状況は他の先進国と比べ回復基調にあるため、このような状況は円を下支えする要因となるでしょう。

コモディティについて

- 長期的には新興国経済の成長がコモディティの下支え要因となるでしょう。資産クラス内では、欧州債務問題などから金など貴金属が魅力的であると考えます。

コモディティについては、新興国経済の成長に伴う潜在需給が長期的な下支え要因となると考えます。最近発表された中国の経済統計から推察するに、今のところ中国経済が大きく減退する可能性は少ないと考えています。欧州債務問題の迷走を考えると、引き続き、金など貴金属に対して強気の見方を維持します。しかしながら、現在の鉱山株のバリュエーションを踏まえると、現物の金よりも金鉱株の方が望ましいかもしれません。

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、弊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。

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4.20%（税抜 4.0%）

解約手数料：ありません。

信託財産留保額：ありません。

■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2.4994%（税抜 2.428%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。

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、弊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。

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：社団法人 日本証券投資顧問業協会、社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ウェブサイト：www.blackrock.co.jp
