

BlackRock[®]

2023 Global outlook

BlackRock
Investment
Institute

A new investment playbook 新たな投資のプレイブック

当レポートの記載内容は、ブラックロック・グループ（以下、ブラックロック）が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。また当資料でご紹介する各資産の見通し（米ドル建て）は、米国人投資家などおもに米ドル建てで投資を行う投資家のための見通しとしてブラックロック・グループが作成したものであり、本邦投資家など日本円建てで投資を行う投資家の皆様を対象とした見通しではありません。

記載内容は、米ドル建て投資家を対象とした市場見通しの一例として、あくまで参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容はブラックロック及び弊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。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、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。また、ブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・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。



Philipp Hildebrand

Vice Chairman —
BlackRock



Jean Boivin

Head — BlackRock
Investment Institute



Wei Li

Global Chief Investment Strategist —
BlackRock Investment Institute



Alex Brazier

Deputy Head — BlackRock Investment
Institute



Vivek Paul

Head of Portfolio Research —
BlackRock Investment Institute



Scott Thiel

Chief Fixed Income Strategist —
BlackRock Investment Institute

目次

はじめに	2-3	投資見通し	8-9
概要	2	新たな指針	8
新たなレジームの展開	3	新たな戦略的アプローチ	9
新たな指針	4		
テーマ	5-7	レジームのドライバー	10-12
景気後退を織り込む	5	労働力人口の高齢化	10
債券投資の再考	6	新たな世界秩序	11
インフレとの共存	7	より迅速な移行	12
		インフラ投資に対する	13
		長期展望	
		資産クラス全般の見通し	14-15

経済活動とインフレが概ね安定的に推移していた40年にもおよぶ「グレート・モデレーション」は終焉を迎えました。マクロと市場のボラティリティが高まる新たなレジーム（局面）が進行するなかで、景気後退局面入りの可能性が意識されています。各国中央銀行はインフレを抑え込むため、過度な金融引き締め路線を推し進めています。そのため、ブラックロックは6-12カ月程度の短期的な観点において先進国（DM）株式をアンダーウェイトとしています。2023年のいずれかの時点でリスク資産に対するスタンスはポジティブに転じるとみていますが、今はまだその時期ではありません。その場合でも、以前のような長期の強気相場となる可能性は低いと考えます。新たな投資のプレイブック（指針）が必要なのはそのためです。

2022 midyear outlookでは、世界経済が新たな局面に突入した理由を説明しました。インフレの高止まりと生産活動のボラティリティ上昇、中央銀行による経済活動を阻害する水準への政策金利の引き上げ、債券利回りの急騰、リスク資産への下落圧力という形で、この局面入りは本格化しています。

こうした中、景気が減速して、投資家の金融緩和への期待が高まっても、中央銀行がその期待に応えることはないでしょう。中央銀行がインフレを抑え込もうと過度な金融引き締め策を講じることで、景気後退の可能性は増えています。景気後退が現実のものとなる状況下、中央銀行は最終的には金融引き締めを終了するとみられます。インフレは沈静化するものの、中央銀行の目標である2%を上回る水準が続くと予想します。

最も重要なことは、景気後退が市場価格にどの程度織り込まれているかでしょう。そこで、「景気後退を織り込む」を2023年の最初の投資テーマに挙げました。重要なポイントは、株式のバリュエーションはまだ、将来的な景気後退を織り込んでいないことだと考えます。景気後退が織り込まれたと判断されるか、市場のリスク・センチメントの見通しに変化した時点で、株式に対するスタンスをポジティブに転換します。しかし、それが今後さらに10年間続く株式と債券の強気相場の前触れになることはないと考えます。

この新たな局面では「債券投資の再考」が求められます。これが2番目のテーマです。利回りの上昇は、長年インカムを渴望していた投資家にとって恵みとなります。しかも、それを得るために投資家は必ずしもハイリスクな長期ゾーンに手を伸ばす必要はありません。こうした理由からブラックロックは短期国債と不動産担保証券を 선호します。また、景気後退リスクに見合ったインカムが期待できる高格付社債を 선호します。一方、インフレの高止まりから、長期国債には従来のようなポートフォリオの分散効果を期待できないと考えます。また、債務が記録的な水準に積み上がる中で、投資家は長期国債の保有により大きな見返りを要求すると思われる。

3番目のテーマは「インフレとの共存」です。労働人口の高齢化など新たな局面を構成する長期的な要因が、インフレ率をパンデミック前を超える水準に高止まりさせると考えます。そのため、短期と長期の両方の観点から、インフレ連動債のオーバーウェイトを継続します。

結論：新たな局面には新たな指針が必要です。リスク選好度と市場の景気後退に対する織り込み度合いのバランスを取りつつ、ポートフォリオをこれまで以上に頻繁に見直す必要性が高まるでしょう。また、幅広くエクスポージャーを取るのではなく、セクター、地域、サブ資産クラス等に注目しながら、より緻密な見通しを立てることが求められます。

新たな局面の展開

新たな局面の主な特徴は、供給制約と需要増の世界の下で、極めて厳しいトレードオフを迫られる点にあります。この動きは、弱まることないとみています。

インフレ率が市場予想を繰り返し上振れ、債券利回りは上昇し、株式と債券はともに大きく下落しました。こうしたボラティリティの高さは40年にわたる成長とインフレの安定期であったグレート・モデレーションの時代とは対照的です。生産制約がこの新たな局面の広がり一拍車をかけています。

パンデミックによって消費者支出がサービスから財へ移行したことが原因で、物不足と供給ボトルネックが生じました。人口の高齢化は労働力不足を引き起こしています。つまり、労働力が不足する中で、先進国が以前と同水準の生産を行おうとすれば、必然的にインフレ圧力が生じるということです。こうした理由から生産活動は新型コロナウイルス感染拡大前のトレンドを下回っているにもかかわらず、インフレ率は極めて高水準にあります。

中央銀行の金融政策は生産制約を解消する手段とはなりません。影響を及ぼし得るのは経済の需要側だけです。そのため、極めて難しいトレードオフを迫られます。

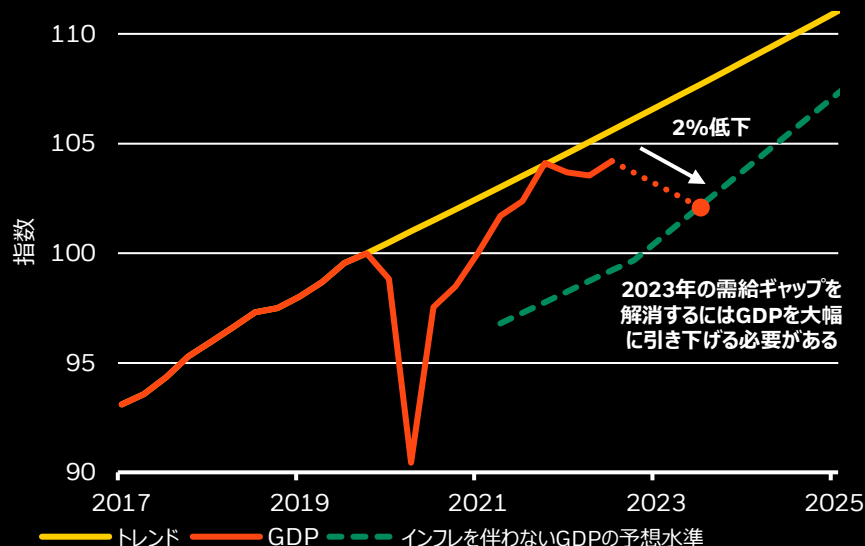
つまり、現在、経済が無理なく生産できる水準（グラフの緑の点線）まで需要を抑え込むことによってインフレ率を2%の目標まで戻すか、インフレ高進を許容するかのトレードオフです。これまでのところ、中央銀行は前者のスタンスを堅持しています。そのため、景気後退入りの公算が生じていると考えられます。但し、景気後退が現実となる時点では、たとえインフレ率が2%への明確な低下軌道を描いていなくても、中央銀行は利上げを終了すると考えます。

今後、生産制約はある程度緩和される可能性があります。しかし、生産能力を制約し続け、新たなレジームの定着を促進する3つの長期的トレンドが存在します。1つは多くの主要国で見られる人口の高齢化で、これは慢性的な労働力不足につながることを意味します。2つ目は地政学的緊張の高止まりが脱グローバル化とサプライ・チェーンの再構築の流れをもたらしていることです。3つ目は、炭素排出ネットゼロへの移行がエネルギー需給のミスマッチを招いていることです（11～13ページを参照）。

結論：過去の成功事例が、現在も有効だとは限りません。

インフレの抑え込みは深刻な景気後退を伴う

米国のGDPと供給力予想、2017～2025年



グラフからの結論：インフレ率を目標（緑の点線）まで引き下げるには、FRB（米連邦準備理事会）が景気を大幅に減速させる必要があります。

出所：BlackRock Investment Institute、および米商務省経済分析局。Haver Analyticsによるデータを使用。2022年11月。注記：グラフは、実質GDP実績値（オレンジの線）と新型コロナウイルス感染拡大前の成長率に基づくトレンド推計値（黄色の線）でみた経済の総需要を示しています。緑の点線は、コアPCEインフレ率のFRBのインフレ目標である2%に対する超過幅から推計した経済の供給力を表します。その上で、生産能力のある程度の回復を前提としつつ、2023年末までに供給力（緑の点線）とのギャップを埋めるために経済活動（オレンジの線）をどの程度減速させなければならないかを測定します。ブラックロックの推計では、2022年7-9月期から2023年7-9月期までにGDPを2%低下させる必要があるとみられます（オレンジの点線）。将来予想は実現しない可能性があります。

生産制約はインフレとマクロのボラティリティを高めています。中央銀行はこうした制約を解消することはできません。中央銀行にできることは金利を引き上げ、景気を後退させることでインフレを克服することです。

新たな指針

経済への打撃は価格に十分織り込まれているか

2023年の投資の舵取りにはこれまで以上に頻繁なポートフォリオの見直しが必要になると考えられます。ブラックロックの戦術的ポートフォリオは、1) 市場のリスク・センチメントの評価と、2) 景気後退が市場価格にどの程度織り込まれているかの見直しという2つの評価軸に基づいて決定されます。

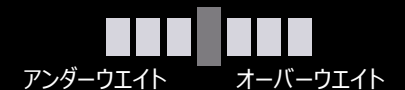
右のマトリックスは新たな局面で市場動向に応じてブラックロックが見通しをどのように変更し、ポジティブに転換するかの基準を示しています。これから導かれる主な結論は以下のとおりです。

- ブラックロックはすでに最もディフェンシブなスタンスを取っています。検討を要するポイントは、特に株式に対するスタンスを強気に転換するかどうかです。
- 現在の新たな局面ではいずれのシナリオにおいても長期国債をアンダーウェイトにします。これは、いずれのシナリオにおいても強い確信を持って言えることです。
- このほか、市場のリスク・センチメントの見通しか、景気後退が価格にどの程度織り込まれているかの見通しのいずれかに応じてポジティブなスタンスに転じる場合もあります。

市場のリスク・センチメント

		いいえ	はい
オフ	リスクオフ、経済への打撃が織り込まれていない		リスクオフ、経済への打撃が織り込まれている
	株式		
	クレジット		
	短期国債		
オン	リスクオン、経済への打撃が織り込まれていない		リスクオン、経済への打撃が織り込まれている
	株式		
	クレジット		
	短期国債		
	長期国債		

戦術的見通し



過去のパフォーマンスは現在または将来の成果を示唆する信頼できる指標ではありません。指数に直接投資することはできません。出所：Blackrock Investment Institute。2022年11月。注記：上記のマトリックス形式における各ボックスは市場のリスク・センチメントまたは景気失速の織り込み度合いに対する見通しを変更した場合に、幅広い資産クラスの戦術的見通しがどう変化するかを示しています。想定される見通しの変更は米ドルを基準としています。当資料は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の成果の予測あるいは保証を意図したものではありません。当資料中の情報は、特定のファンド、戦略あるいは証券に関する投資アドバイスとして依拠すべきものではありません。

景気後退を織り込む

中央銀行がインフレを抑え込むべく積極的利上げを続けていることから、景気後退入りの公算が高まっています。しかし、過去の景気後退局面とは異なり、今回はインフレの高止まりにより、リスク資産市場に配慮した政策の緩和転換は見込めません。そのため、単なる「押し目買い」を基本とする旧来の投資戦略は、より厳しいトレードオフを迫られ、マクロのボラティリティが上昇している足元のレジームでは効果的とは言えません。新たな投資戦略では、中央銀行が意図する景気後退がどの程度市場価格に織り込まれているかを、継続的に再評価することが求められます。

そうした経済への打撃は顕在化しつつあります。米国では金利敏感セクターでそれが最も顕著にみられます。住宅ローン金利の急上昇により、新規住宅販売戸数は急減しています（グラフ参照）。この他にも企業景況感の悪化、設備投資計画の先送り、消費者の貯蓄の払底といった懸念すべき兆候があらわれています。欧州では、エネルギー・ショックによる収益の落ち込みに金融環境のタイト化が追い打ちをかけています。

最終的な経済への打撃は、中央銀行がどれほど景気抑制的な政策対応を続けるかにかかっています。

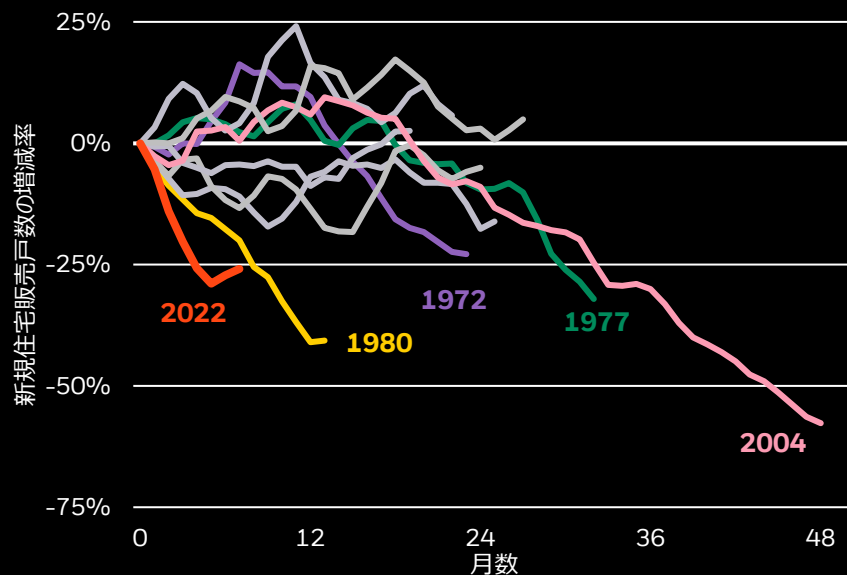
ブラックロックの戦術的な投資見通しは、マクロ環境の不透明感やその他の要因に基づく、市場参加者のリスク選好度の見通しと、景気後退が特に株式収益予想とバリュエーションを通じてどの程度市場に織り込まれているかの評価を軸に形成されています。

2023年に利上げ停止となった後の政策金利は、高水準で維持されると予想しています。収益予想は緩やかな景気後退さえも織り込んでいないと判断しています。そのため、当面は戦術的観点から先進国株式をアンダーウェイトとします。

しかし、ブラックロックでは、経済のソフトランディングへの期待を高めるリスク資産市場の動きに囚われることなく、バリュエーションが経済への打撃を十分に消化した水準に近づいた時点で強気のスタンスに転換すべきと考えています。注目すべきは、景気後退の織り込みだけではありません。市場が景気後退リスクを見込んだ上で市場のリスク・センチメントが改善すれば、それに伴ってリスク選好度を引き上げる可能性があります。しかし、まだその段階には至っていません。

経済への打撃はすでに顕在化

米国の政策金利引き上げサイクルにおける新規住宅販売戸数、1972～2022年



グラフからの結論：今年の住宅販売戸数はすでに1970年代や1980年代のFRBによる大規模な利上げサイクルや、2000年代半ばの米国住宅ブームの巻き戻しをしのぐ急激な減少となっています。

出所：BlackRock Investment Instituteおよび米国国勢調査局。Refinitiv Datastreamによるデータを使用。2022年11月。注記：グラフは1972年から2022年までの政策金利引き上げサイクルにおいて新規住宅販売戸数が月数でみてどの程度急激に変動したかを示しています。色で分類した線は2022年と住宅販売戸数が最も急激に減少した年を示しています。

株価は景気後退リスクを完全には織り込んでいないと考えます。しかし、市場のリスク・センチメントと経済への打撃が価格にどの程度織り込まれているかの評価に基づいた強気見通しへの転換の準備は整っています。

債券投資の再考

世界的な利回り上昇を受けて、債券はようやく「インカム」をもたらしています。その結果、何年もの間、投資家が待ち望んでいた債券利回りの魅力が高まっています。ブラックロックはこれを収益機会ととらえ、債券を一括りにしたエクスポージャー取得ではなく、緻密な分析に基づく選別投資アプローチを採用します。

投資適格社債は、見通しの明るさが増していると判断し、戦術的および戦略的な観点からオーバーウェイトをさらに引き上げます。企業は、低利での債務借り換えによってバランスシートが強固になっていることから、景気後退を乗り越えることができると考えます。戦術上、新規にオーバーウェイトとしたエージェンシーMBS（不動産担保証券）もインカムの多様化に寄与するでしょう。短期国債も直利ベースで見て魅力的であると思われ、今回は戦術的見通しに別途このカテゴリーを追加しました。

長期国債は歴史的に景気後退に対する緩衝材として有効であったことから、旧来の投資戦略でポートフォリオの一部に組み込まれていましたが、今回はそうした効果は期待できないと思われま

す。グラフが示すように、株式と債券のリターンの負の相関はすでに失われています。つまり、両方が同時に下落する可能性があります。また、中央銀行はインフレ率を政策目標まで引き下げるとは、景気後退局面であっても急激な利下げで金融市場を支援する可能性は低いと思われま

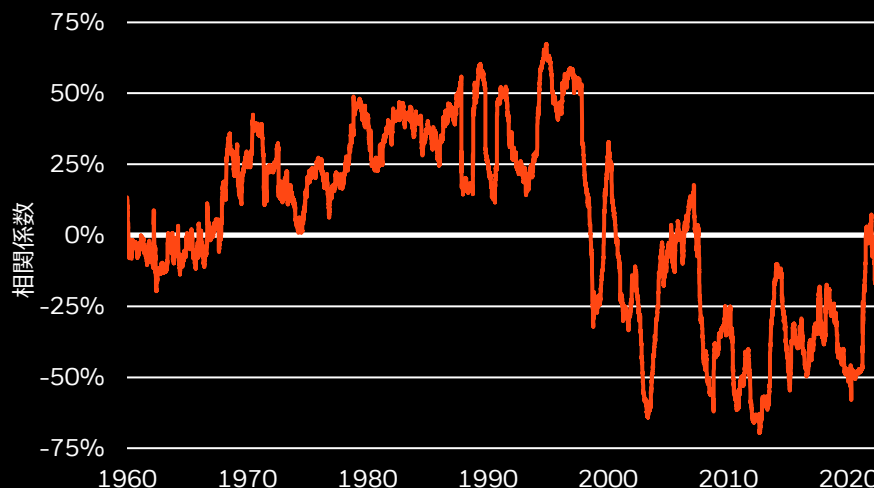
す。いずれにしても、政策金利は市場の予想以上に長期にわたって高水準に維持される可能性があります。債務膨張、国債発行額の増加、インフレ高進が続く中、投資家は次第に長期国債の保有により大きな見返り、すなわちターム・プレミアム（期間が長くなることによる上乗せ金利）を要求するようになると思われま

す。中央銀行は債券保有を圧縮しつつあり、日本は債券購入を停止する可能性があります。英国のインフレの火に油を注ぐ大規模な財政政策に対して、市場が利回りの急上昇を通じて警鐘を鳴らしたことにみられるように、いわゆる債券自警団が復活しています。

そのため、戦術および戦略的ポートフォリオで長期国債のアンダーウェイトを維持します。

債券と株式は同時に下落することもある

米国の株式と国債のリターンの相関係数の推移



グラフからの結論：この数十年間のポートフォリオ構築は、株価が下落すると債券価格が上昇することを前提としていました。新たなレジームではこうした相関関係が崩れていると考えています。

出所：BlackRock Investment Institute。Refinitiv Datastreamのデータを使用。2022年11月。注記：グラフは米国10年国債とS&P 500の日次リターンから算出した1年ローリングの相関係数の推移を示しています。

利回りの上昇によって債券がようやくインカムを提供するようになり、債券の投資妙味は増えています。しかし、長期国債には厳しい相場環境が見込まれるため、短期国債と高格付社債を選好します。

インフレとの共存

インフレ高騰に伴い、生活費が危機的に膨らみ、中央銀行は手段を問わず、インフレを抑え込む必要性に迫られています。しかし、経済成長と雇用へのマイナス影響が議論的になることは殆どありません。

「インフレの政治問題化」をめぐる主張はまさに節目にあると考えています。大幅な利上げサイクルは、インフレが目標とする2%に完全に戻らないうちに終了するとみえています。経済への打撃が明確になると、今度は「景気後退の政治問題化」に関心が移ると思われれます。さらに中央銀行は、投資家が財政刺激策に強い懸念を示した英国のように、金融市場の混乱に歯止めがかからなくなる事態を防ぐために引き締め策を転換せざるを得なくなる可能性があります。その結果、どうい状況になるのでしょうか？景気後退入りしても、インフレと共存することになると考えます。

支出が正常化し、エネルギー価格が下落するとインフレは沈静化するとみえますが、今後何年かは政策目標を上回る水準が続くと思われれます。市場はまだ、より大きな上下の振れをとまなうインフレ高止まりの可能性を織り込んでいないとみえています。

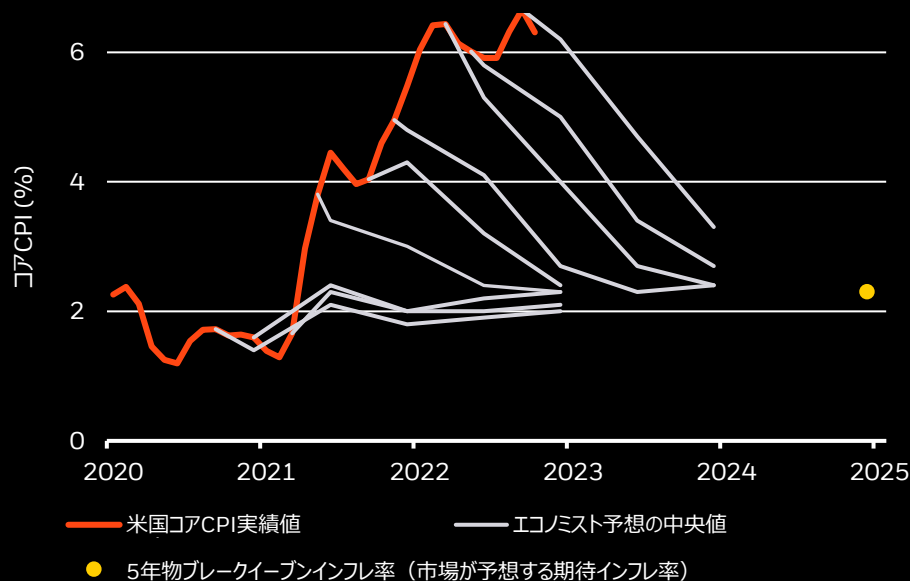
こうした状況をふまえ、インフレ連動債のオーバーウェイトを維持し、実物資産を愛好します。景気後退局面ではインフレ率が目標を下回り、金融緩和政策が講じられるという、旧来の投資戦略の原則はもはや当てはまらないでしょう。

新型コロナウイルスによる供給の混乱以外に、3つの長期的な制約が新たなレジームを温存させ、インフレをパンデミック前を超える水準に押し上げているとみえています。その制約とは人口の高齢化、地政学的な分断、低炭素世界への移行です。

ブラックロックの見通しはこの新たな局面を反映しており、今後2～3年はインフレ連動債をオーバーウェイトとします。市場予想とエコノミストの予測は最近になってようやく、インフレの高止まりを織り込み始めました（グラフのグレーの線を参照）。旧来の投資戦略では市場がインフレを過小評価していると考えられます（黄色のドットを参照）。新たな局面がどう展開しようとも、インフレに対する市場の希望的観測は根強いと確信を持っており、インフレ連動債を長期的、短期的いずれの期間でもオーバーウェイトとします。

インフレに対する希望的観測

米国のコアCPIインフレ率実績値、予測値、および5年物ブレイクイーブンインフレ率、2020～2025年



グラフからの結論：コンセンサス予想はインフレ率がどの程度上昇するかを過小評価しており、当初はインフレ率がどの程度急速にパンデミック前の水準近くまで戻るかを過大評価していました。ブラックロックは市場が織り込んでいる以上に高水準のインフレが続くと考えます。

出所：BlackRock Investment Institute。Refinitiv Datastreamのデータを使用。2022年11月。注記：グレーの線はReutersが調査したCPIインフレ率に対するエコノミストのコンセンサス予想を示しています。黄色の点は現在、市場が示唆する5年先のインフレ期待を示しています。将来の予測は実現しない可能性があります。

経済への打撃がより明確になると、中央銀行は利上げを一時的に停止するとみえています。これは新たな局面を温存させる長期的な制約要因になり、インフレの高止まりが続くと思われれます。

新たな指針

ブラックロックの2023年投資の指針は市場による景気後退の織り込み度合いと市場参加者のリスク選好度の変化に応じて速やかに修正できる態勢にあります。

利回りの点から短期国債を 선호します。利回りが急上昇したことで、イールドカーブの長期ゾーンでリスクを取る必要性は低下しています。米国2年債利回りは10年債利回りを上回っています（グラフを参照）。短期国債は中立とします。

投資適格社債のオーバーウェイトを更に引き上げます。利回りが上昇し、バランスシートも強固なため、景気後退を凌ぐには株式よりも有利な位置にあることを示しています。

利回りの高さと元利払いに対する政府保証付きという点で米国エージェンシーMBSを 선호します。また、市場が織り込んでいる以上にインフレ高止まりが続くと予想から、インフレ連動債のオーバーウェイトを維持します。

上述したように長期国債は依然として難しい状況にあるため、アンダーウェイトを維持します。

株式については、景気後退が企業収益予想やバリュエーションに織り込まれていないと考えています。また、中央銀行がやがて利下げに転じるという市場の見方には同意しかねます。全般的にはアンダーウェイトを維持しますが、人口の高齢化時代におけるヘルスケアといった構造的な変化における緻密な分析を基に、セクター別の収益機会を追求します。景気敏感セクターの中ではエネルギーと金融セクターを 선호します。

エネルギー・セクターの収益は歴史的な高水準からやや低下したものの、エネルギーの供給が逼迫する中で依然として高水準を維持しています。金利の上昇は銀行の収益にとって好ましい状況です。また、魅力的なバリュエーションと景気後退局面でのキャッシュフローの安定性を考慮して、ヘルスケアを 선호します。



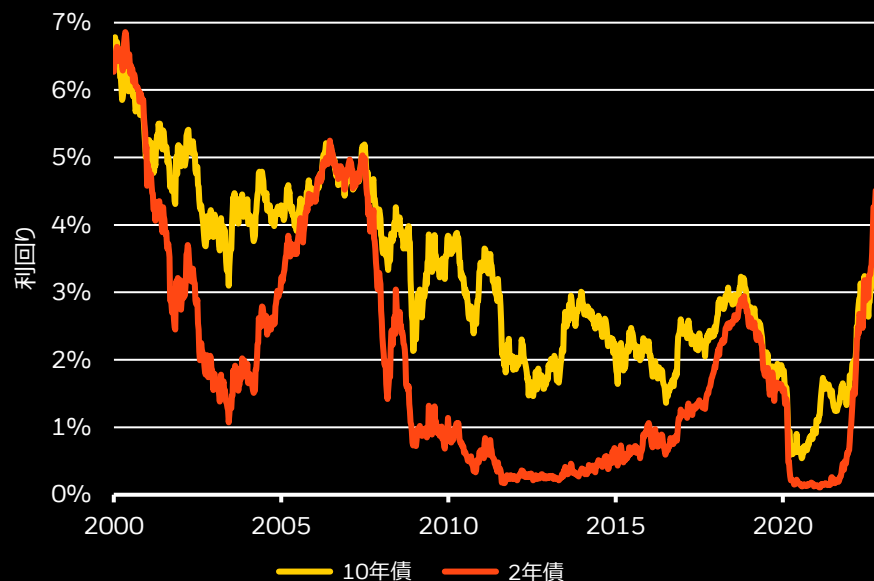
企業の現状をボトムアップで考察する姿勢は、おそらく将来の姿を映し出す最適なアプローチです。”



Carrie King
Global Deputy Chief
Investment Officer,
Blackrock Fundamental
Equities

短期国債と長期国債

米国債利回り、2000～2022年



グラフからの結論：ターム・プレミアムが復活したことから、長期利回りはさらなる上昇が見込まれます。しかし、政策金利のさらなる大幅引き上げの可能性は限定的であることから、短期利回りが上昇する余地は少ないと予想します。

過去のパフォーマンスは現在または将来の成果を示唆する信頼できる指標ではありません。出所：BlackRock Investment Institute。Refinitiv Datastreamのデータを使用。2022年11月。注記：グラフは米国10年債と2年債の利回りを示しています。

見通しはこれまでよりも短期的に変化しやすくなることが予想されます。2023年に向けたブラックロックのスタンスは概ねリスクオフで、株式や長期国債よりもインカムを 선호します。

新たな戦略的アプローチ

グレート・モデレーションの期間は、比較的安定した戦略的アプローチを採ることができました。新たな局面ではそれは通用しないでしょう。ブラックロックは、従前よりも機敏な対応が必要になると考えています。

過去10年間に私たちが経験したような、株式と債券が同時に上昇し、それが持続する相場環境は再来しないでしょう。資産ミックスは常に重要ですが、ブラックロックの分析では、配分を誤れば、グレート・モデレーションの時期と比較して、リターンへの影響は4倍に膨らむ可能性があると考えています（グラフのオレンジ棒と黄色線を比較参照）。株式と債券のリターンの相関がゼロ、さらにはプラスであるということは、これまでと同水準のリターンを達成するには、ポートフォリオのボラティリティの上昇を伴うことを意味します。

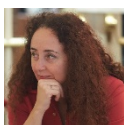
ブラックロックでは、プライベート資産が機関投資家の中核資産になると考えています。プライベート市場はマクロのボラティリティ上昇の影響から、バリュエーションが低下する可能性を考慮して、全体的にアンダーウェイトとしていますが、今後の投資妙味は増すと考えています（詳細は13ページ参照）。

ブラックロックの長期的見通しでは、今後10年間では、全体として株式が債券のリターンを上回ると見ているため、先進国（DM）株式を引き続きややオーバーウェイトとしています。株式への投資を継続することは、構造的な変化の影響を受けるセクターに緻密な投資を行う一つの手段です。

また、物価連動債のオーバーウェイト、先進国の名目国債のアンダーウェイトを継続します。国債では、インカムの確保と金利リスクの回避の観点から短期債を愛好します。債券では、社債でリスクを取ることを優先し、プライベート・クレジットよりも市場で取引されるクレジット物の債券を愛好します。



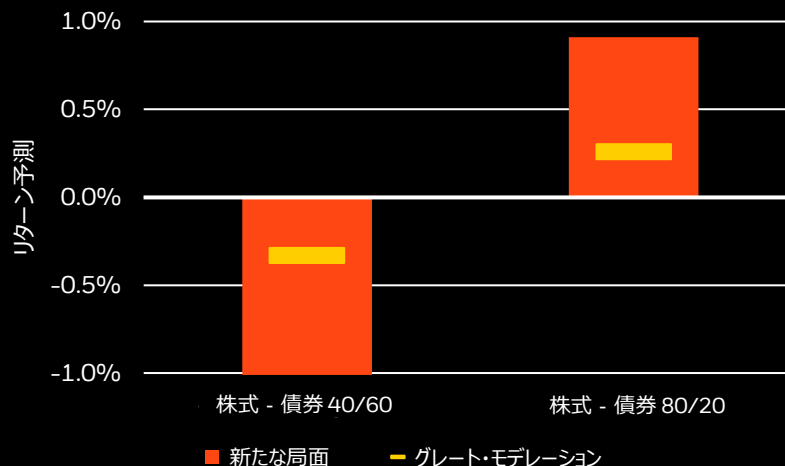
新たな局面では、ポートフォリオへの新たなアプローチが必要であることは言うまでもありません。戦略的な資産ミックスの重要性が高まります。”



Simona Paravani-Mellinghoff
Global CIO of Solutions,
BlackRock Multi-Asset
Strategies & Solutions

新たな局面では資産の組み合わせがより重要となる

新たな局面とグレート・モデレーション期の予測リターンの比較



グラフからの結論：新たな局面では、資産の組み合わせを誤った場合にリターンへの影響が相当大きくなることが予想され、グレート・モデレーション期と比較すると4倍に膨らむとみられています。

グラフは説明のみを目的としており、実際のパフォーマンスを表すものではなく、投資助言を提供するものではありません。出所：BlackRock Investment Institute。Refinitiv DatastreamとMorningstarのデータを使用。2022年11月。注記：グラフは、グローバル株式と債券を60対40で組み合わせるポートフォリオについて、マクロ及び市場ボラティリティが高まると予想する今後10年（オレンジ）と安定的な成長とインフレが特徴のグレート・モデレーションの期間（1990-2019年）（黄色線）と比較した2つの仮想ポートフォリオの年平均の相対パフォーマンス予測を示したものです。グローバル株式及びグローバル債券の比率が40%対60%及び80%対20%から成るポートフォリオの仮想パフォーマンスを示しています。次の指数を使用：株式はMSCI AC World、債券はBloomberg Global Aggregate Index。予測結果はあくまで仮想に基づいており、パフォーマンスに反映された資産配分比率の決定は実際の市場環境のもとで行われたものではありません。従って実際のポートフォリオ運用にともなう金融リスクの影響は完全に考慮されていません。指数は運用されておらず、手数料の対象ではありません。また、指数に直接投資することはできません。

ブラックロックの長期的見通しは、新たな局面を前提にしています。長期的ポートフォリオでさえ、よりダイナミックな運用を行う必要があり、資産の組み合わせを誤れば、損失はより大きくなる可能性があります。

労働人口の高齢化

ブラックロックでは、新たな局面で生産を制約する3つの長期的要因を提示しています。一つ目は人口の高齢化です。この影響は長期にわたり認識されていますが、昨今では、より重要なポイントとなっています。

なぜでしょうか？人口の高齢化は労働人口の減少を意味するからです。米国の人口に占める割合が増加の一途をたどっているのは、雇用市場から退出する65歳以上の層です。これが、米国で現在、労働力の供給が労働需要になかなか追いつかない主な理由の一つです。

学生や家事従事者と同じで、退職者は「労働力人口に含まれません」。これが主な理由となり、成人人口に占める労働人口（就労者又は就労希望者）の割合は、パンデミックが始まった時期を大幅に下回る状況が続いています。この割合は、労働参加率とも言われます（グラフのオレンジ線を参照）。

最初の急激な落ち込みは、コロナ禍のシャットダウンによるものです。健康に対する不安や介護の必要性などから、失業者の多くは、直ちに職を探すことはありませんでした。

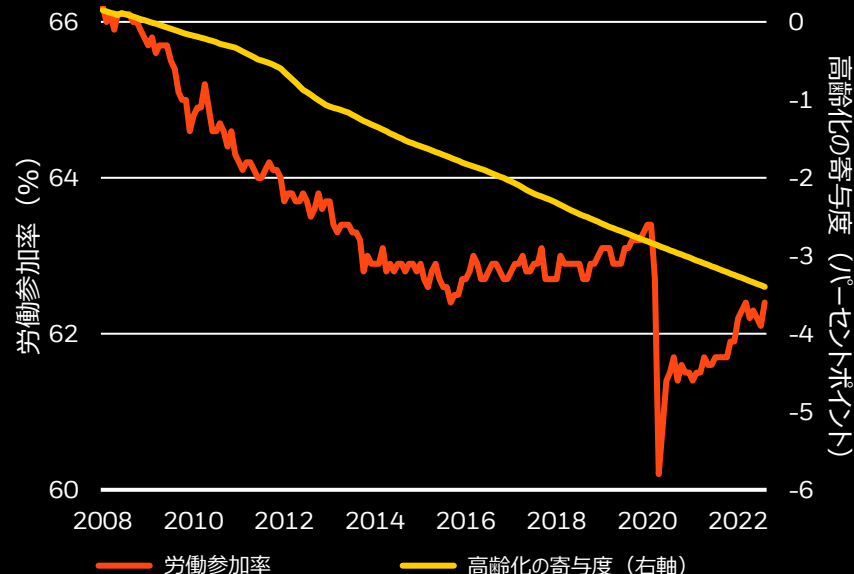
この落ち込みの一部は現在解消されていますが、黄色線が示す通り、回復しきれていないのは、パンデミック特有の影響ではなく、ほぼ完全に高齢化によるもの（退職年齢にある人口比率の増加）であることがわかります。従って、今後労働参加率の改善は見込み難しく、インフレの原因である労働需給の逼迫が大幅に解消されることはないというのがブラックロックの見解です。

また、将来の経済成長においても高齢化は頭の痛い材料です。今後の労働力人口の拡大ペースは、これまでよりも大幅に緩慢なペースとなるでしょう。過去と同じ水準での生産量をこれからの経済に期待することはできません。また、高齢ゆえに消費が大幅に減少することもないと考えています。これは、ヘルスケア需要を考慮すれば尚更のことです。結果として、生産能力の減少により、需要を満たすのが困難になり、インフレ圧力の持続につながります。また、高齢者ケアへの財政支出も増大し、政府債務残高が増すとみえています。

株式では、高齢化社会のニーズを満たす医薬品や医療機器を開発するセクターとして、ヘルスケアを選好します。

労働力は回復していない

米国の労働参加率の低下における高齢化の寄与度



グラフからの結論：労働参加率は、経済がシャットダウンしたパンデミック禍において劇的に低下しました。雇用市場から退出した人の多くは、まだ復帰しておらず、今後復帰することもないとみられます。

出所：BlackRock Investment Institute。米労働統計局、2022年10月。注記：オレンジ線は、就労者又は積極的な求職者の成人人口（16歳以上）に占める割合と定義される米国の労働参加率を示します。黄色線は、2008年以降、高齢化が労働参加率の低下にどの程度寄与したかを示します。各年齢層の参加率を固定し、サンプル期間中の人口データから観察されたウェイト変化を考慮して算出しています。

人口の高齢化は経済の足かせになります。退職年齢になり、就労しない人口の割合は今後ますます増大するため、生産力の拡大は限定的となります。

新たな世界秩序

新たな世界秩序の時代が到来しています。ブラックロックでは、世界が第二次世界大戦以降、最も危険を孕む環境にあり、ポスト冷戦時代の国際秩序に終止符が打たれたと考えています。これまでの地政学的な協力関係やグローバル化は、競合するブロック経済圏に分断された世界へと変化しているとみています。こうした環境は、経済の効率性を損ないません。自国での調達比率を高めることは、企業にとって、コスト高となる可能性があります。また、資源の再配分の際に、需給の新たなミスマッチが生じることも考えられます。

代表的な例が、ロシアのウクライナ侵攻への対応です。欧米の制裁は、経済の自給自足を追求するきっかけとなりました。現在、エネルギー安全保障は優先事項です。欧州がロシアからの石油及びガスの輸入を徐々に縮小するなか、エネルギー不足やエネルギー価格の上昇がみられています。米国では、ネットゼロ移行に必要な金属やその他材料の調達において、貿易相手国を優遇する動きが押し進められています。

米中の戦略的競争は激化しています。米国政府は中国への強硬姿勢を超党派で支持しており、中国のハイテク技術へのアクセスを制限するよう動いています。

ブラックロックでは、最近の中国の党大会は、政治的にも経済的にも極めて重要なイベントであったと考えています。中国がエネルギー、食糧、テクノロジーの面で自給率を高めるため、経済成長を後回しにする公算が高まったようにみられます。今後は、人口の高齢化による影響も加わり、経済成長はより緩慢になるでしょう。

地政学的な分断は、全ての資産クラスでリスクプレミアムを高止まりさせ、市場への影響は過去にみられたような一過性の影響に留まることはないでしょう。市場の関心は、今後も地政学的リスクに集中するとみられます（グラフを参照）。

こうした点全てが、マクロと市場のボラティリティ上昇、インフレの高止まりという新たな局面を構成していくことでしょう。



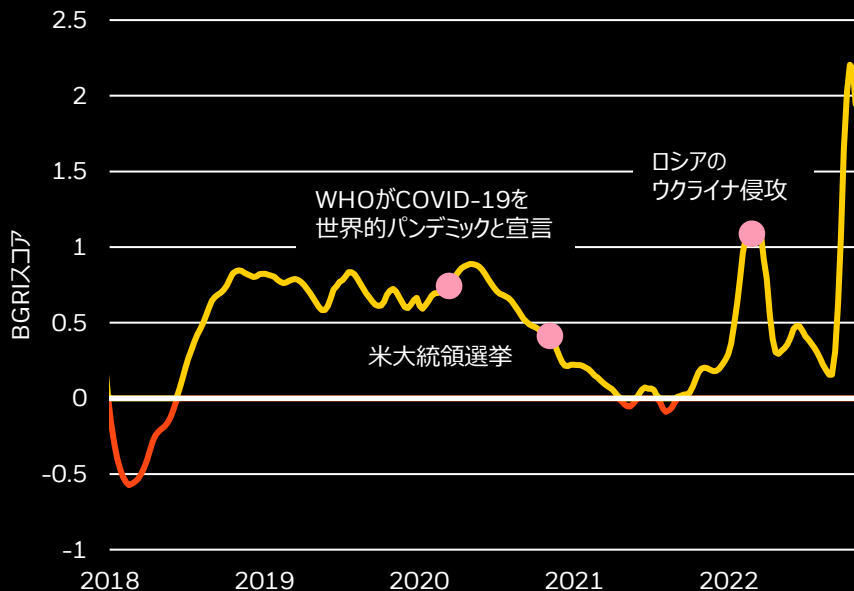
“今、私たちは、地政学的に分断され、ポスト冷戦時代に完全な終止符が打たれた、新たな世界秩序の時代にいます。”



Tom Donilon
Chairman, BlackRock
Investment Institute

地政学的リスクが市場の関心を集める

ブラックロック地政学的リスク指標（BGRI）、2018年～2022年



グラフからの結論：この数カ月、市場では、現在の世界情勢の危険性に対する意識が高まり、地政学的リスクへの関心が急激に上昇しています。

将来の予想は実現しない場合があります。出所：BlackRock Investment Institute。2022年10月。ブラックロック地政学的リスク指標（BGRI）は、特定の地政学的リスクに関連する金融ニュース記事（Dow Jones News）及びブローカーレポート（Refinitive）の相対頻度に基づいて算出されます。記事のセンチメントがプラスかマイナスかを調整し、スコアを付与します。このスコアは、過去5年間と比較した、各リスクに対する注目度を反映しています。新型コロナウイルスは発生時期が限られているため、このリスクでは過去の参照期間を短くしています。特定のリスクに対する、世間一般ではなく金融市場の関心度を測定したいため、ブローカーレポートの比重は、他のメディア・ソースよりも高くしています。

世界は今、第二次世界大戦以降で最も危険を孕む地政学的環境にあるとみています。世界では、自立的な経済発展を追求するブロック経済圏が競合する分断が進んでいます。

加速する移行

ブラックロックでは、炭素排出量ネットゼロへの移行を、金融政策などの投資リスクや収益機会をもたらす要因と同様に注視しています。移行がどのように「展開すべきか」ではなく、どのように展開しようなのかという視点で考え、金融リスクとリターンへの影響を評価します。

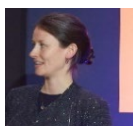
ブラックロックの調査は、世界的な移行が加速する可能性を示唆しています。要因としては、大規模な気候変動対策、再生可能エネルギーの低コスト化に寄与する技術革新、気候変動に起因する物理的な損害とその費用がより明白になることによる社会的選好のシフトを挙げています。

欧州は、ロシアへのエネルギー依存の段階的な低減を目指しているため、クリーンエネルギーのインフラ構築への取り組みを強化しています。欧州委員会のRePowerEU計画は、その最たる例です。従来型エネルギーの価格上昇により、生活の危機が深刻化し、よりクリーンなエネルギー源を選好する経済への決定的なシフトが起こっているため、この勢いはさらに強まるでしょう。米国では、インフレ抑制法により、大規模な投資促進が見込まれています。

この投資により、クリーンテクノロジーのコストが低減され、国内での製造が急増するとみられています。

ブラックロックでは、ネットゼロ移行への準備を整えた企業に投資機会があるとみており、その一つがインフラです（13ページを参照）。しかし、移行は、生産制約を増大させることになると考えています。移行には、大規模な資源の再配分が生じます。実現の可能性が高い移行シナリオのもとで将来のエネルギー需要を満たすためには、石油とガスは引き続き必要になります。低炭素の代替エネルギーが段階的に導入される前に高炭素の生産が減少すれば、エネルギー不足が生じ、価格上昇につながり、経済活動の混乱が生じます。移行スピードが速いほど、スムーズな移行は難しくなるでしょう。これはつまり、経済活動とインフレの不安定さが増すということです。

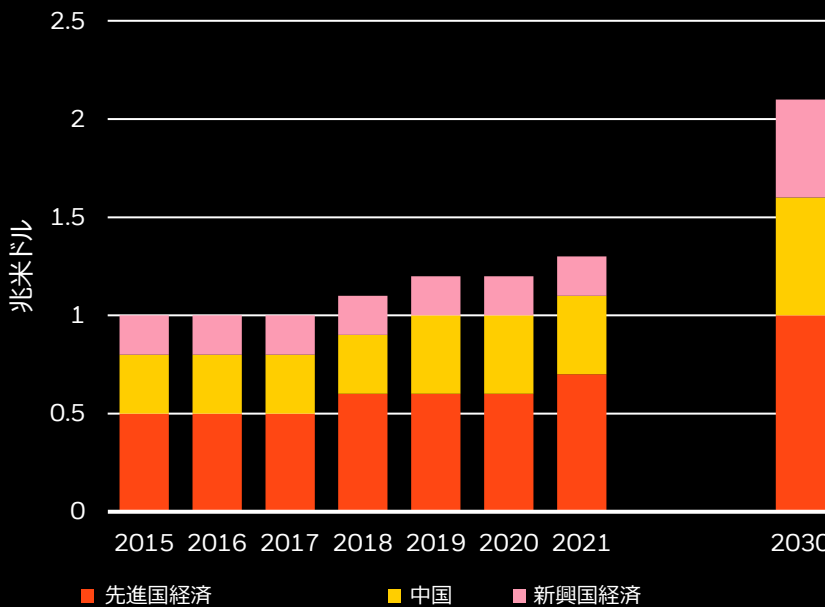
“**グリーン投資の方向性を見越すことで、優れた投資機会を見出します。**”



Hannah Johnson
Portfolio Manager, Natural Resources, BlackRock Fundamental Equity

移行の加速を後押しする政策

2015年～2030年の年間グリーン投資総額（実績及び計画）



グラフからの結論：ネットゼロ移行に関連したグローバル投資は、政策対応が奏功し今後顕著に増大するとみられます。

出所：BlackRock Investment Instituteおよび国際エネルギー機関（IEA）。2022年11月。注記：グラフは、IEAが予想する年間のグリーン投資総額（実績及び計画）を米兆ドル単位で示したものです。将来の予想は実現しない場合があります。

ブラックロックでは、炭素排出量ネットゼロへの移行を、他の投資リスクや収益機会をもたらす要因と同様に注視しています。

インフラ投資に対する長期展望

プライベート市場では、バリュエーションが公開市場の急落に追いついておらず、相対的な魅力が低下しています。戦略的見通しでは、プライベート市場、特にプライベート・エクイティなどの巨額の資金流入がみられた分野をアンダーウェイトとしています。しかし、ブラックロックでは、プライベート市場は、全ての投資家に適するものではない複雑な資産クラスではあるものの、経験豊富な投資家に通常みられる配分比率以上に高める必要がある資産クラスと考えています。

ブラックロックは、インフラへの投資機会が存在するとみています。鉄道から空港やエネルギー・インフラまで、これらの資産は産業と家庭の両方になくしてはならないものです。インフラは、エネルギー危機やデジタル化といった構造的なトレンドに後押しされ、長期的に資本需要が増大することによる恩恵を受ける可能性があります。

グラフは、世界銀行のデータで、既存の投資とグローバルなインフラ需要を満たすために今後十数年で必要とされる額を表しており、約15兆ドルのギャップがあることが見て取れます。

米国では、インフレ抑制法だけで、持続可能なインフラとサプライチェーンへの投資や税控除のために4,000億ドル近くの予算を割り当てています。

ブラックロックでは、インフラはリターンの源泉を多様化し、長期的に安定したキャッシュフローを生み出すと考えています。これは、政治的な圧力がある中、政府が人為的な上限価格を設定するリスクなどがあっても言えることです。インフラからの収益は、多くの場合、企業収益よりも景気変動の影響が低くなります。契約は長期で、数十年にもなり得ます。また、インフラ資産は、費用が固定され、価格がインフレに連動しているため、インフレに対するヘッジ効果があります。

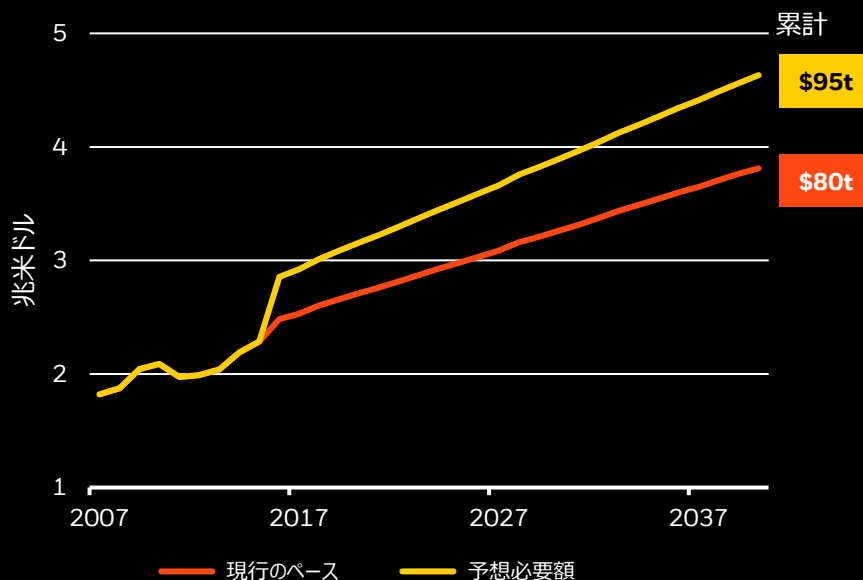
“インフラ資産は多岐にわたり、そのパフォーマンスに大きなばらつきがあるため、ブラックロックでは資産選定が不可欠であると考えます。”



Anne Valentine Andrews
Global Head, BlackRock Alternatives, Infrastructure and Real Estate

投資ギャップ

インフラ投資（2007年～2040年）



グラフからの結論：グローバルでのエネルギー供給網の再構築、デジタル化、脱炭素化という最も構造的なトレンドは、インフラ投資のペースを大幅に速めることとなります。

出所：BlackRock Investment Instituteおよび世界銀行。2017年。注記：グラフは、2040年までの50カ国におけるインフラ投資の予想額を示したものです。黄色線は毎年必要となる投資額を示しており、オレンジ線は、各国が現在のトレンドに沿って投資すると想定した投資トレンドを示しています（世界銀行データ）。必要とされる累計投資総額の95兆ドルに対し、現在のトレンドでの投資額は80兆ドルです。将来の予想は実現しない場合があります。

プライベート市場は、マクロのボラティリティの影響を受けないわけではありません。しかし、戦略的投資家にとっては、インフラなどの資産クラスが、構造的トレンドに乗じる投資対象となり得ます。

より一層緻密に

ブラックロックの新たな指針では、今後予想されるリターン格差の拡大やボラティリティの上昇が生み出す機会をとらえるため、長期と短期の両面から、緻密な投資分析の重要性を掲げています。









株式では、先進国株式を短期的にアンダーウェイトとしています。内訳は、米国、欧州、英国がアンダーウェイト、日本は中立です。そしてセクターレベルまで踏み込み、新たな局面の鍵を握るセクターを選好します。

セクターでは、日用品、公益事業、一般消費財よりも、エネルギー、金融、ヘルスケアを選好します。長期的には、株式をオーバーウェイトとし、先進国株式を選好します。ブラックロックでは、先進国株式への投資を継続することは、より緻密に投資を行い、構造的トレンドから恩恵を得られる手段の一つだと考えます。たとえば、先進国の株式指数は、テクノロジーやヘルスケアといった炭素集約度の低いセクターのウェイトが相対的に高く、ネットゼロ移行に対応する投資において優位性を発揮できるとみています。

債券では、一部の債券、特に短期債において、インカムおよびキャリー収益への期待から投資妙味が高まっています。広範な債券の資産クラスから構成される指数への投資や、債券を一塊とみなすアプローチは現在とるべきではないと考えます。インフレの高止まり、債務の膨張、市場の流動性低下により、タームプレミアムが復活するとみているため、ブラックロックでは、長期の名目国債のアンダーウェイトを維持します。また、このため、長期の名目国債には、過去の投資戦略と同様の安全資産としての役割を期待できないでしょう。一方、この状況が短期国債に与える影響は小さいと考えます。ハイイールド債の中立に対し、投資適格債は高い確信度でオーバーウェイトとし、戦略的、短期的見通しの両方で名目国債よりも物価連動債を引き続き選好します。

市場見通し

幅広い資産クラスに関する戦略的（長期）ならびに戦術的（6～12カ月）見通し：2022年11月

資産	戦略的見通し	戦術的見通し	
株式	 +1	 -1	資産クラス全体としてみた場合、今後10年間は、債券よりも株式のリターンが高いと予想しており、戦略的見通しは株式をオーバーウェイトとします。長期的にみたバリュエーションには割高感はないと思われます。戦術的には、中央銀行が過剰な引き締めを行う公算が高く、景気後退が視野に入ってきているため、先進国株式をアンダーウェイトとします。企業の業績予想には、わずかな景気後退さえも十分に織り込まれていないでしょう。
クレジット	 +2	 +1	戦略的観点では、バリュエーションの割安感、利回り上昇によるインカム期待から、グローバル投資適格債のオーバーウェイトを引き上げます。ハイイールド債は、景気後退リスクに対しより脆弱なため、中立に引き下げます。戦術的にも、投資適格債はオーバーウェイト、ハイイールド債は中立とします。高格付け銘柄を選好します。大きく上昇した新興国債券については、中立に引き下げます。先進国債券のインカムの期待が高まるとみています。
国債	 -1	 -1	戦略的な国債のアンダーウェイトは、名目国債が最大のアンダーウェイト、物価連動債が最大のオーバーウェイト、中国の国債がアンダーウェイトと大きく幅を持たせています。市場は、投資家が要求するタームプレミアムの上昇による影響、インフレの持続性を過小評価していると考えます。戦術的な観点では、タームプレミアムが利回りの上昇要因になるとみているため、先進国の長期国債はアンダーウェイトとします。一方、利上げのピークアウトがみえてきたため、短期国債は中立とします。ハイイールド国債からは、相対的に魅力的なインカムが期待できるでしょう。
プライベート市場	 -1	 -1	ブラックロックが前提とする資産配分は、経験豊富な投資家に通常みられる配分比率以上としたうえで、プライベート・グロース資産をアンダーウェイト、プライベート・クレジットを中立としています。プライベート資産は、マクロや市場のボラティリティの高まりや金利上昇の影響を受けますが、公開市場の急落により相対的な妙味が薄れました。プライベート資産への配分は長期的なコミットメントになりますが、時間とともに資産の再評価が進み投資機会が生じるとみています。プライベート市場は複雑な資産クラスであり、すべての投資家に適するものではありません。

アンダーウェイト 中立 オーバーウェイト ● 前回の見通し

注記：上記の見通しは米ドルベースです。2022年11月時点。当資料は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の出来事の予想または将来の成果の保証を意図したものではありません。読者は当資料中の情報に、特定のファンド、戦略あるいは証券に関するリサーチまたは投資アドバイスとして依拠すべきではありません。

以下の「各資産の見通し（米ドル建て）」は、米国の投資家などおもに米ドル建てで投資を行う投資家のための見通しとしてブラックロック・グループが作成したものであり、本邦投資家など日本円建てで投資を行う投資家の皆様を対象とした見通しではありません。当該見通しは米ドル建て投資家による各資産の見通しの一例として、あくまでご参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容はブラックロック及び弊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。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用して生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、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。またブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・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。

各資産の短期的見通し 各資産クラスの6～12カ月の戦術的見通しと確信の度合いに基づく世界の資産クラス全体に対する見方：2022年11月

株式	見通し	コメント
先進国		アンダーウェイトとします。業績予想とバリュエーションのいずれも今後の景気後退を十分に織り込んでいないとみています。セクター選択では、エネルギー、金融、ヘルスケアセクターを 선호します。
米国		アンダーウェイトとします。景気抑制的な領域まで利上げするFRBの姿勢が確実視されています。業績の下方修正が始めていますが、今後の景気後退はまだ織り込まれていないでしょう。
欧州		アンダーウェイトとします。エネルギー価格ショックと金融政策の引き締めにより、スタグフレーション・リスクが高まっています。
英国		アンダーウェイトとします。エネルギーセクターの上昇により、他の先進国市場に比べて堅調なパフォーマンスとなったため、バリュエーションに割高感が出ています。
日本		中立とします。金融緩和の継続と配当性向上の上昇は好材料ですが、世界経済の成長減速が懸念材料です。
中国		中立とします。経済活動は再開し始めていますが、経済成長のペースはより緩慢になるとみています。政府による経済統制の強化により、中国資産のリスクは高まると考えます。
新興国市場		中立とします。世界経済の成長減速が新興国市場の重しになるでしょう。この資産クラスでは、コモディティ輸入国より輸出国を 선호します。
日本を除くアジア		中立とします。中国の短期的な景気回復はプラス材料ですが、オーバーウェイトに引き上げるほど魅力的なバリュエーションとは考えていません。

アンダーウェイト **中立** **オーバーウェイト** ● 前回の見通し

債券	見通し	コメント
米国長期国債		アンダーウェイトとします。投資家がより高いタームプレミアムを要求する中で、長期国債の利回りはさらに上昇するとみています。
米国短期国債		中立とします。短期ゾーンはインカムの期待が高いため、引き続き 선호します。
グローバル物価連動債		オーバーウェイトとします。市場が予想する将来のインフレの水準を示唆するブレイクイーブンインフレ率は、ブラックロックが見込むインフレの持続性を過小評価していると考えています。
欧州の国債		長期国債をアンダーウェイトに引き下げます。タームプレミアムの復活により、長期債利回りの上昇が見込まれます。インフレの高止まりと大幅な利上げが、ユーロ圏諸国の国債利回り格差の拡大につながるリスクを高めるとみています。
英国債		アンダーウェイトとします。財政への信頼性が十分に回復していないと考えます。インカム水準を考慮し、短期物を選択します。
中国国債		中立とします。政策当局による景気下支えのための緩和的な政策対応が遅く、利回りも先進国国債と比較して魅力が薄いと考えます。
グローバル投資適格社債		オーバーウェイトをさらに引き上げます。優良企業の強固な財務基盤は、投資適格社債の方が株式よりもうまく景気後退を切り抜ける可能性があることを示しています。
米エージェンシーMBS		新規にオーバーウェイトとします。債券ポートフォリオの分散という観点で、この資産クラスは質の高いエクスポージャーになると考えます。米国で急騰する住宅ローン金利により、インカムへの期待が高まっています。
グローバル・ハイイールド債		中立とします。マクロ環境が悪化する中、質の高いクレジットへのエクスポージャーを 선호します。
新興国債券（米ドル建て）		中立とします。コモディティ価格の上昇が価格を下支えすると考えますが、米国債券の利回り上昇には脆弱であるとみています。
新興国債券（現地通貨建て）		大幅な上昇を受けて、新興国債券は中立に引き下げます。先進国債券のインカムへの期待がより大きいとみています。
アジア債券		マクロ見通しが悪化するなか、アジア債券は中立とします。バリュエーションは、この資産クラスに対して強気見通しに転じるほどの投資妙味はないと考えています。

過去のパフォーマンスは現在または将来の成果を示唆する信頼できる指標ではありません。指数に直接投資することはできません。注記：見通しは米ドルベースです。当資料は特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の成果の予想あるいは保証を意図したものではありません。当資料中の情報は、特定のファンド、戦略あるいは証券に関する投資アドバイスとして依拠すべきものではありません。

重要事項

当レポートの記載内容は、ブラックロック・グループ（以下、ブラックロック）が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。また当資料でご紹介する各資産の見通し（米ドル建て）は、米国人投資家などおもに米ドル建てで投資を行う投資家のための見通しとしてブラックロック・グループが作成したものであり、本邦投資家など日本円建てで投資を行う投資家の皆様を対象とした見通しではありません。

記載内容は、米ドル建て投資家を対象とした市場見通しの一例として、あくまでご参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。記載内容はブラックロック及び弊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。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、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。またブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・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。

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に帰属します。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4.40%（税抜 4.0%）

解約手数料： ありません。

信託財産留保額： ファンドによっては、信託財産留保額がかかる場合もあります。

投資信託説明書（交付目論見書）および目論見書補完書面の内容をご確認ください。

■ 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2.6158%（税抜 2.378%）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。

お問い合わせ先

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

BlackRock