

当資料は、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。ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と当資料の見解と必ずしも一致するものではありません。また、米ドルなど外貨建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建などで各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。本稿は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布はお控え頂きますよう、よろしくお願いいたします。

BlackRock®

ポートフォリオの視点
2021年5月

戦略的アセット・アロケーション における中国資産の組入

グローバル化の再編と中国資産の役割

BlackRock
Investment
Institute

はじめに

ブラックロックは長期的な投資を重視しており、その姿勢は世界の多くの投資家にとって目新しいと感じるような市場へのアプローチに反映されています。投資家は、経済が決定的に重要となる国・地域を「発見」するタイミングに乗り遅れがちです。中国に関してもそうです。同国の経済と資本市場は世界第2位に躍進しましたが、外国人投資家の中国本土株式の保有比率は約4%、国債の保有比率は約3%にとどまっています¹。

中国の資産は、潜在的な分散とリターン獲得の機会があり、ブラックロック独自の調査機関であるブラックロック・インベストメント・インスティテュートは、2019年後半に中国資産の戦略的オーバーウェイトを提唱しました。それ以降、米国と中国を中心とする世界の二極化の流れが加速し、テクノロジー・セクターにおける競争と対立はこうした世界秩序の象徴となりました。両国では、将来重要となる産業の国内回帰を目指す動きが強まっています。

競争の激化は、米中関係のほぼ全ての面に影響を及ぼし始めているようです。米国は、人権問題で中国政府を批判しています。他の国は、どちらの側につくかの選択を迫られることになるでしょう。この覇権争いは、新型コロナウイルス感染症の拡大によって激化し、世界のサプライチェーンの耐性を強化するため見直す動きも出てきています。こうした背景を踏まえたとえで、ブラックロックは、世界の経済成長の重心がアジアに移るなか、投資家は米国と中国の両方の市場にエクスポージャーを持つ必要があると考えています。

投資家は、2つの成長の中心へのエクスポージャーを得るために、自身の投資目的と制約に加え、両市場の潜在的な投資制約を考慮して、投資対象を検討する必要があります。地政学的分断が進むなかで、国、セクター、銘柄を熟慮した上で分散することが、ポートフォリオに耐性をもたらすでしょう。

では、中国の成長分野にエクスポージャーを持つにはどうしたらよいでしょうか。第1に、政治と市場を切り離すのは往々にして困難であり、そのことが中国のリスク・プレミアム（中国の資産を保有するにあたり、投資家が要求する対価）を引き上げている理由の1つであるとみています。地政学的リスクは現実には存在しますが、投資家が注目すべきは、資産や銘柄の特性であるとブラックロックは考えます。

第2に、投資家は、エンゲージメント（対話）を通じて投資先企業と期待を共有することができます。ブラックロックのインベストメント・スチュワードシップ・チームは、中国企業をはじめ多くの投資先企業とエンゲージメントを行っています。同チームは、ブラックロックのグローバル・エンゲージメント・プライオリティに従って、ガバナンスとサステナビリティの目標の達成を支援します。最後に、これは中国の資産に限って投資をするということではありません。中国の成長を梃に成長する国・地域、セクター、銘柄に投資することを意味します。本稿は中国に関連する資産について取り上げたレポートです。



Philipp Hildebrand
Vice Chairman, BlackRock



Rachel Lord
Head of Asia Pacific, BlackRock

目次

概要	3	プライベート市場	7
コロナ・ショック後の堅調な回復	4	注目されるサステナビリティ	8
グローバル化の再編	5	リスクとリターン	9
中国の質への転換	6	資産配分	10~11

1. 中国人民銀行、2020年10-12月期時点。中国で設立された会社の上場中国株式（人民元建）、中国本土で発行された債券（国債、社債を含む）

概要

- 中国は、パンデミックの打撃から立ち直り自信を新たにしています。この状況は、世界金融危機（GFC）後の同国の状況に酷似しています。経済成長率は従来のトレンドの水準まで回復し、海外直接投資の資金流入額は急増しています。先進諸国では金融政策と財政政策が実施され、債務が記録的な水準まで膨張していることを考えると、中国への投資に関して高い債務水準への懸念から議論を始めるのはもはや的外れと言えるでしょう。
- グローバル化の再編が行われている昨今、ポートフォリオの真の耐性を高めるためには、地理的エクスポージャーの分散が不可欠です。米国と中国の間には深い関係があるにもかかわらず、この2つの成長の中心を軸に、世界の二極化が加速しています。中国が自立しようと懸命になっているため、特に主要な技術分野での覇権争いが先鋭化しているとみられます。
- 国内経済の安定と米国との覇権争いの先鋭化を背景に、中国当局は成長の量よりも質を重視しているようです。こうした動きは、金融セクターのリスク削減の強化、エネルギー自給率の改善にむけた努力、海外からの技術移転への依存度の低下に表れています。成長の質の重視は、長期的に中国企業の生産性向上につながるとブラックロックは考えます。
- 中国は、その経済規模に比べて、グローバル株式と債券のベンチマークでの比重が小さくなっています。しかしブラックロックは、中国の成長の規模と、成長の質の向上を根拠として、戦略的な（中・長期的な）リターン獲得と分散の機会が見込まれると考えています。ブラックロックが仮想のポートフォリオで分析したところ、中国の資産を組み入れたポートフォリオは、過去の相場急落局面で衝撃が緩和されていたことが示されました。中国企業の利益成長率、中国株式のリスク・プレミアム、中国債券の利回りは先進国よりも高く、中国株式と債券のリターンは、不透明感が高まったとしても、中・長期的に先進国株式や債券を上回るとブラックロックは予想します。
- 中国のエクスポージャーを、慎重に考慮した上で、直接・間接を問わず、公開・非公開市場を通じて取得し、コア資産として戦略的に保有した場合、新興国（EM）のエクスポージャーとは異なる機能を果たすでしょう。しかし多くの投資家は、ポートフォリオに中国のエクスポージャーを取り入れていないか、または広範なEMへの配分を通じてわずかしか保有していません。EMEA（欧州、中東、アフリカ）の機関投資家を対象にしたブラックロックの調査（非公表）では、中国への配分がグローバル資産のベンチマークのウェイトよりもはるかに低いことが示されました。グローバル・ポートフォリオにおける中国の重要性は過小評価されているとブラックロックは考えます。反対に、中国への「中立」の水準における戦略的配分は、現在の指数のウェイトよりもはるかに高いと考えます。
- 中国への投資と、気候変動に対応した投資は両立しないと考える人が多いようです。ブラックロックはそうした考えに賛成しかねます。中国は2060年までにネットゼロの実現を目指すとして表明しましたが、これは自国経済のみならず世界にとっても、気候変動目標の達成に向けた画期的な前進と言えるでしょう。ブラックロックの調査では、中国経済は主要国のうち、気候変動対策を何も講じないシナリオと比較し、より持続可能な世界への「グリーン」な移行のシナリオから最も恩恵を受ける立場にあることが示されました。重要な点として、気候変動への取り組みは中国の理に合うと考えられますが、同国の行動と政策がその表明した内容に沿っているかどうかを、米国やユーロ圏の水準とも比較して注意深く見守る必要があるでしょう。
- 投資の視点で申し上げますと、中国株式指数のセクター構成は経済全体とは異なっており、テクノロジー・セクターなどグリーンへの長期的な移行から恩恵を受けると見られるセクターの比重が大きくなっています。社会（S）とガバナンス（G）の問題に対する懸念は今後も残ると思われます。しかし、現状と将来の方向性とを区別して考え、サステナビリティ目標の達成のために企業とエンゲージメントを行うことが重要であるとブラックロックは考えます。
- 結論：ブラックロックは、2019年11月にポートフォリオの視点の中で初めて、中国に対するオーバーウェイトのスタンスを主張しました。それ以来、成長の中心である中国のエクスポージャーをポートフォリオに取り入れる必要性は高まる一方だと考えています。中国資産を保有するリスク（例えば、西側諸国との間で緊張が高まること）を見過ごすことはできないものの、投資家は、中・長期的に、そうしたリスクの対価を受け取るはずであるとブラックロックは考えています。

執筆者



Jean Boivin

Head, BlackRock Investment Institute



Natalie Gill

Portfolio Strategist, BlackRock Investment Institute



Wei Li

Chief Investment Strategist, BlackRock Investment Institute



Vivek Paul

Senior Portfolio Strategist, BlackRock Investment Institute



Ben Powell

Chief Investment Strategist for Asia Pacific, BlackRock Investment Institute



Yu Song

Chief China Economist, BlackRock Investment Institute

寄稿者

Mark Everitt, Head of Investment Research and Strategy, BlackRock Alternative Investors

コロナ・ショック後の堅調な回復

現在の中国は、金融システムの健全性や信用主導型の成長に対する懸念が大幅に後退しているとブラックロックは考えます。世界が新型コロナウイルス感染症の拡大によって打撃を被るなか、中国経済と市場が堅調なパフォーマンスを維持したため、中国資産が戦略的ポートフォリオの耐性を高める可能性に突如注目が集まりました。このことを受けて、ブラックロックは、中国資産全般をオーバーウェイトとすることへの確信を深めました。中国の資産は他の国・地域の資産よりも期待リターンが高く、分散投資先としての可能性を秘めていると、ブラックロックは従前より考えていました。

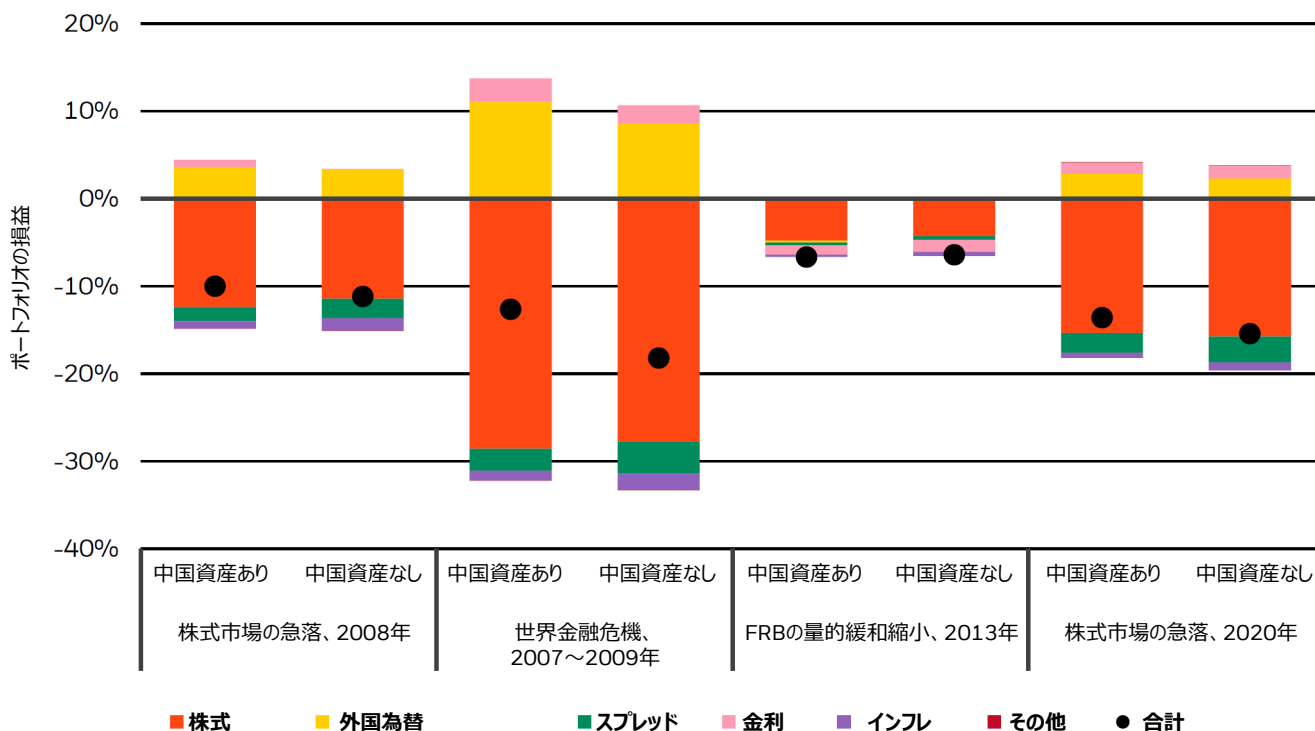
ブラックロックは2019年に、中国関連資産のウェイトを対指数比で引き上げた場合、ポートフォリオの期待リターンが上昇し、分散投資効果が高まる可能性があるとして主張しました。新型コロナウイルス・ショック後の構造的なトレンドの加速によって、中国資産に対するブラックロックの確信度合いは強まりました。金融政策と財政政策の協調という先進諸国の革新的な手法は、先進国の金利を大幅に低下させ、低金利が長期化する見通しを長引かせ、国債のポートフォリオ安定化機能に対する疑問を生じさせました。先進国国債の安定装置としての機能が低下している現在、中国国債のインカムとポートフォリオの安定装置としての機能は、相対的に魅力的にみえます。新型コロナウイルス・ショックによる経済全体の予想損失額は、GFC時の数分の一に過ぎないとみられますが、西側諸国政府の財政刺激策はGFC時の数倍の規模にのぼるため、世界の債務水準は急上昇しました。そうしたことを踏まえて、中国の全体的な債務水準を見る必要があるでしょう。

さらに重要なことに、新型コロナウイルス・ショックへの中国の政策対応は、西側諸国より慎重でした。追加で巨額の新規債務を負うことなく景気を回復させたことは、成長の量から質への転換を証明する重要な進化です。これについては、6ページで解説します。中国の昨年の海外直接投資額と輸出額は記録的成長を遂げましたが、このことは、中国に依存する世界のサプライチェーンの全面的見直しに関する大方の予想に反するものでした。米国と中国という2つの成長の中心が存在する二極化した世界では、経済や投資機会の切り離しが見込まれ、こうした中国経済の耐性の重要性はかつてないほど高まっています。

下図は、過去15年間にみられた4回の相場急落局面における英国の投資家向けの仮想マルチアセット・ポートフォリオ（中国国債、株式への配分あり・なし）のパフォーマンスを示したものです。当該ポートフォリオの構成資産の内訳については、12ページの補足資料をご覧ください。中国資産への配分は、過去4回の相場急落局面のうちの3回の局面において、ポートフォリオ下落の軽減効果をもたらしたとみられます。

新たな分散投資先の模索

リスクオフ局面における英国の投資家向け仮想マルチアセット・ポートフォリオ（中国資産あり・なし）のパフォーマンス



本資料に記載された数字は、過去の運用実績に関するものです。過去の運用実績は現在または将来の成果を示唆するものではなく、金融商品または戦略を選択するにあたって検討すべき唯一の要因ではありません。指数は運用されておらず、報酬は発生しません。指数に投資することはできません。出所：BlackRock Investment Institute. Refinitivのデータを使用。2021年5月時点。注記：上図は、過去15年間に世界の市場がストレス下に置かれた4つの期間における英国のファミリー・オフィスの仮想マルチアセット・ポートフォリオのパフォーマンスを示したものです。各シナリオにおける分析対象期間：2008年の株式市場の急落（2008年9月12日～11月3日）、世界金融危機（2007年12月3日～2009年3月9日）、FRBによる量的緩和の縮小（2013年5月21日～2013年6月24日）、2020年の株式市場の急落（2020年2月19日～2020年3月23日）。リスクの算定には、ブラックロックのソリューションであるアラディンのリスク・モデルを利用しています。代替指数については12ページの補足資料をご覧ください。上図のパフォーマンス分析は、情報提供のみを目的としたものです。特定の資産クラスまたは戦略の実際のパフォーマンスと解釈することはできず、投資判断の根拠として依拠することはできません。記載されたデータは、特定の時点における市場環境の評価を示すものであり、将来発生する出来事や将来の成果の保証を意図したものではありません。本資料中の情報は、特定のファンドまたは銘柄に関する調査または投資アドバイスとして依拠すべきものではありません。

グローバリゼーションの再編

世界における中国の存在感はかつてないほど高まっています。しかし、ベンチマーク指数における中国の比重は、経済・技術分野での同国の影響力に比べてはるかに低い水準に留まっています（以下の左側の図を参照）。貿易額は再び増加に転じており（中国国家统计局の2021年3月時点のデータ）、海外直接投資額は2020年に過去最高を記録しています（商務部のデータ）。この2つの事実から、米中間の貿易摩擦が、中国の台頭にそれほど悪い影響を及ぼしていないことが示されました。ただし、現実はもっと複雑にみえます。たしかに、ジョー・バイデン大統領が米国の政権を担ってから、米中関係の行方は以前に比べて見通しやすくなったように思われます。米国と中国は、気候変動対策で協力していくことに合意し、世界の主要な問題に再び関与することを示唆しました。しかし、ブラックロックは、この大国間の（複数分野に及ぶ）戦略的競争は、継続する見込みが大きいと考えます。

中国は、2035年までに国内総生産（GDP）を倍増させ、米国を追い抜いて世界の成長の重心をアジアに移すという経済的野心を抱いています²（以下の右側の図を参照）。この野心を達成するために中国が策定した広範な計画は、新型コロナウイルス感染症の世界的拡大を背景に両国の経済面の耐性への注目度が高まるなか、米中間の新たな摩擦の火種となりそうです。重要な技術や産業のサプライチェーンの保護と自国内調達は、戦略上優先度の高い事項であり、世界貿易の再編につながる可能性があります。5Gや半導体など、極めて重要な技術をめぐる競争の激化はその一例です。

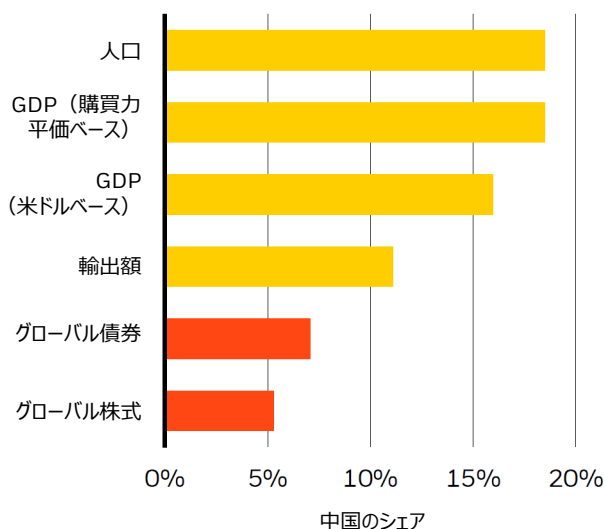
中国は、「双循環」を戦略の中心に据えています。双循環とは、2020年5月に中国指導部によって最初に提唱された概念であり、国内経済の需要と供給を重視する一方、海外との経済連携も強化することにより経済の耐性を高めるというものです。最近の、中国によるRCEP（地域的な包括的経済連携）協定の批准は、今後中国とRCEPの地域連携国や欧州連合との貿易が縮小されるのではなく、貿易の方法が変更されることを示唆しています。中国は、世界のGDPの30%を占めるRCEPを通じて、韓国、日本、東南アジア諸国との経済連携を強めるでしょう³。世界は、この2つの成長の中心（米国と中国）との連携を強化し、そのどちらかを選択するよう迫られているようにさえみえます。

中国と世界の市場との関係は、指数の構成比率の上昇や、外国人投資家への市場開放を通じて深化しようとしています。経済的関係は見直されつつあります。世界は数十年にわたってグローバル化が進んだため、一般に地理的エクスポージャー（例えば、国・地域の選別）の重要性は低下しました。しかし、ほぼ一方通行であったグローバリゼーションの流れが中断した現在、慎重な地理的分散アプローチの重要性は増したとブラックロックは考えます。国・地域間（特に米国と中国）、セクター間（テクノロジーなど）の格差は鮮明になりつつあります。これは、リターンとリスク分散の観点からも言えることであり、両方の成長エンジンにエクスポージャーを取ること、また、相互に相関性が低い資産をバランス良く保有することが良いと思われる。

ブラックロックは広範な投資見直しを立て、その中で「ポートフォリオの耐性は、相関性の低い資産クラスへの分散によってではなく、広範な国、セクター、地域に熟慮の上分散することによって高まる可能性がある」と一貫して主張してきました。戦略的ポートフォリオにおける中国資産の潜在的な役割は、この主張の妥当性を強調しています。米国と中国を中心とする世界の分断は、地域間のリターンの格差を拡大させるとみえますが（以下の成長エンジンの図をご覧ください）、リターンの源泉を分散させる機会も創出する可能性があります。

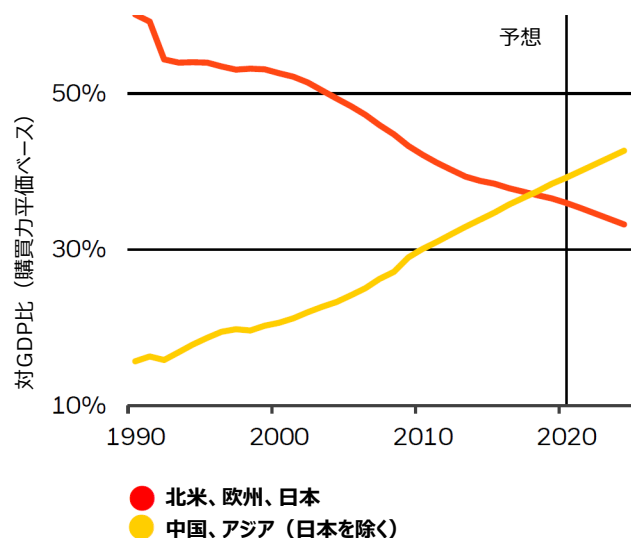
大き過ぎて見過ごせない

世界における中国のシェア、2020年4月現在



成長エンジンと分散化

世界のGDPに占める各地域の割合、1990～2024年



本資料に記載された情報は、特定の資産クラスまたは戦略への投資推奨を意図したものでなく、将来のパフォーマンスを約束または予測するものではありません。指数は運用されておらず、手数料は考慮されていません。指数に直接投資することはできません。出所：BlackRock Investment Institute, IMF, Datastream Refinitivのデータを使用。2020年6月時点。注記：左側の図は、主要なマクロ指標、市場指標における中国のシェアを示したものです。グローバル債券はブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数、グローバル株式はMSCI ACWI株式指数を利用しています。右側の図は、世界のGDPに対する各地域の合計GDPの割合を購買力平価ベースで示したものです。

2. 中国の第14次5カ年計画に関する習近平主席の講話。http://www.xinhuanet.com/english/2020-11/03/c_139488075.htm

3. Brookings Institute, 2020年11月時点。RCEP：世界の経済および政治を形成する新たな貿易協定、2020年11月。

中国の質への転換

西側諸国と中国はともに、政策を大きく転換させています。これはコロナ危機の発生以降、ブラックロックにとって主要テーマの1つです。しかし、重要なことは、これらの転換が全く異なっていることです。西側諸国では、大規模な財政刺激策と金融刺激策を融合し、大規模な政策支援によって、インフレという狭い目標ではない社会的目標の達成を目指しています。一方、中国の政策転換は、量的成長を優先する姿勢から質的成長の重視に移行する真剣な取組みだとブラックロックは考えています。下図は、西側諸国で債務総額が拡大し、米国とユーロ圏ではGDPに占める債務残高の比率が、中国と同程度の水準に達したことを示しています。

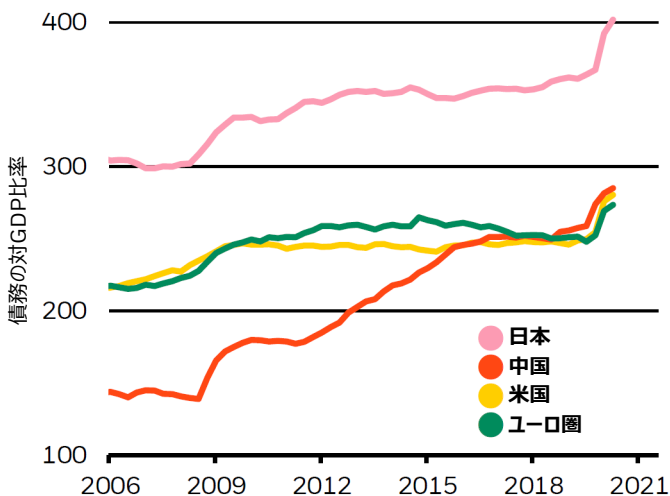
「質」には何が含まれるでしょうか。中国の成長見通しの観点からは、少なくとも、2017年に習近平国家主席が強調した3つの分野、つまり環境、経済的な豊かさ、金融システムの安定が対象になるとブラックロックは考えます⁴。つまり、中国は、GDP増分1単位当たりの公害、不平等、金融リスク（債務）を減少させ、生産性の向上を目指しているとも言えます。以下の右側の図は、中国が科学分野における研究開発支出の対GDP比率を過去20年間に倍増させたことを示しており、これもまた先進的で自立した国家になるという目標の達成に向けた措置です。中国はこうした目標を重視した改革を優先させるとブラックロックは考えていますが、それは政策当局がこの改革は不可欠だと認識しているためです。

中国が目標達成のための措置を講じているか、という質問に答えることは容易ではありません。しかし、全体として見ると、中国はそうした措置を講じているとブラックロックは考えています。金融システムの不安定性への対応を例に取ります。米中関係の緊張やコロナ危機といったストレス下でさえ、また、中国金融システムの脆弱性に関する長年の懸念があるなかで、中国は昨年、世界の主要国ほど大規模な財政刺激策を実施しませんでした。その理由の1つとして、中国はコロナ危機の間でも他国より相対的に良い状況にあったため、それほどの規模の刺激策を必要としなかったことが挙げられます。しかし、それ以上に、中国が刺激策のアクセルを踏むことにはいかに躊躇しているかを示すものとブラックロックは考えています。この対応は、GFCをはじめとする過去の市場下落局面とは大きく異なっています。実際に、中国は刺激策のアクセルを踏むことを回避しただけではなく、むしろ全体的な政策スタンスをやや引き締め気味に維持しました。これは、主要国で私たちが目に見えているアプローチとは全く異なります。先進国では、包摂的成長の達成が優先され、インフレの容認が見込まれます。中国では、金融システムの安定化を図る「重要な戦い」に欠かせない、やや引き締め気味の政策を取っています。

投資家が注視すべきリスクは2つあります。信用市場の再構築と、特に民間部門における独占的慣行の取り締まりに向けた中国の取り組みです。いわゆる「ゾンビ」企業の倒産の容認は前者の一面を示し、一方テクノロジー・セクターの統制は後者の例です。ブラックロックは、ゾンビ企業の倒産を認めることがシステミック・リスクにつながることはなく、むしろ、より健全な経済に向かうステップだとみています。質の重視は、長期的に企業の生産性向上につながり、投資家に中国本土の債券と株式市場への投資機会を提供するでしょう。しかし、短期的にはデフォルト、失業、システミックな安定性への懸念といったリスクが高まるとみられます。国による経済統制で、国有企業が民間企業に対して優遇される場合には、法の支配が弱体化する可能性もあります。短期的には不透明要因があるため、経済の再開が加速しても、2020年に見られたリスク資産の上昇が今年も中国で繰り返される可能性は低いでしょう。投資対象を厳選することが重要であり、戦術的には株式のエクスポージャーを景気敏感と内需セクターに振り向けることが望ましいとみています。また、金融政策が比較的引き締め気味になるとしても、ポートフォリオ分散の観点から引き続き中国の地方政府債を愛好します。

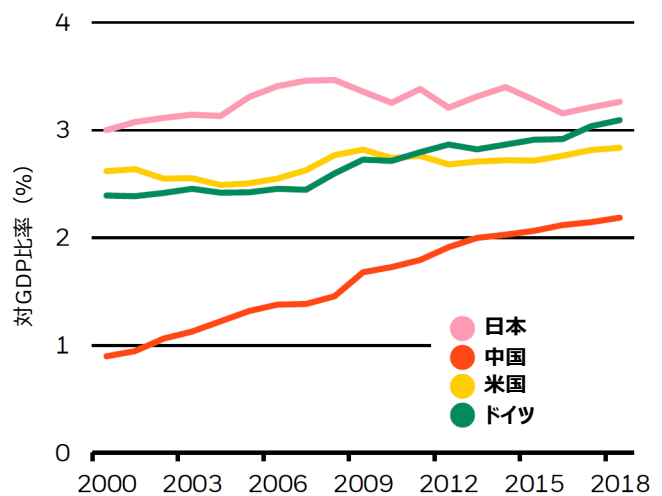
政策の転換

債務の対GDP比率、2006～2021年



バリューチェーンの強化

研究開発費の対GDP比率、2000～2018年



出所：BlackRock Investment Institute、国際決済銀行（BIS）、WIND、Refinitiv Datastream。2021年5月時点。注記：左側の図は、政府債務、家計債務、非金融機関の借入から構成される総債務の対GDP比率を示しています。データは2020年7-9月期時点。右側の図は、各国の研究開発支出の対GDP比率を示しています。

4. 習近平国家主席は、2017年1月にダボスで開かれた世界経済フォーラムの基調演説において中国の優先政策の概略を述べました。

プライベート市場の利用

中国で生じている質への転換と構造変化は、急速に拡大しているプライベート資産の市場にとって重要な意味を持ちます。双循環戦略、2060年を目標とするカーボン・ニュートラルの推進、都市化は長期的な変革であり、今上場され公開市場で取引されている資産では十分に捉えきれない可能性があります。2020年9月のPreqinのデータによると、アジア太平洋地域のプライベート・キャピタルのリターンは、過去5年、10年、20年といった長期間で見ると、同地域の公開市場のリターンを上回っています。しかし、プライベート市場に関しては、マネージャー選択が重要だとブラックロックは考えています。中国の構造的変革を投資機会と捉える投資家は、プライベート市場の活用を検討すべきと考えますが、関連するリスクを認識する必要があります。

新興国におけるプライベート市場投資は新しい概念ではありませんが、先進国と比べてリスクと不確実性は高くなっています。プライベート市場の投資家は、一般的に資本が長期間、固定されます。投資期間が長期にわたるために、先進国に比べ規則や規制の変化が早い新興国では、投資家はその影響を受けやすくなります。規則や規制の細かい内容、複雑な仕組み、カウンターパーティー・リスクを理解するには、現地についての専門知識が不可欠です。また、スポンサーや中国の銀行・企業との関係を長期にわたって維持することも重要だとブラックロックはみています。使用できるデータは限定的で、データの検証は困難です。主にこれが理由で、ブラックロックの資本市場予測（CMA）では、中国のプライベート市場資産のリターンを今のところ推計していません。こうしたリスクを認識している投資家にとって、プライベート市場には投資機会があるとブラックロックは考えていますが、この資産クラスは、幅広いエクスポージャーで「ベータ」獲得を目指す世界ではなく、選択が鍵となる「アルファ」の世界に位置づけられるでしょう。

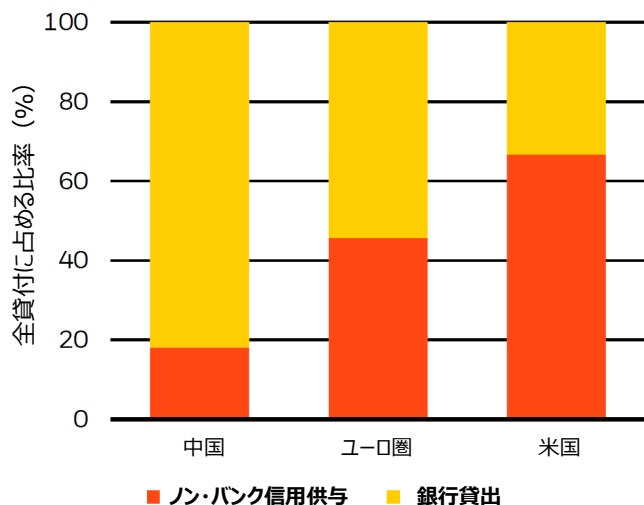
中国でのプライベート市場の活動はこれまで国内投資家が主導してきました。しかし、質への転換により、こうした状況が変化する可能性があります。中国当局は、オンショア金融システムの発展において、より大きな役割の担い手として海外資本を呼び込むことは経済的利益にかなうと見ていますとブラックロックは考えます。昨年、中国の適格外国機関投資家制度が改定され、オンショア・プライベート・ファンドが海外投資家に開放されました。これは当局が海外資本を歓迎していることの表れと言えるでしょう。

プライベート・クレジット、不動産、プライベート・エクイティは、中国で急速に成長しています。金融システムの安定も、中国の質への転換に含まれる重要な方針です。この目標の実現に向けて、政策当局は、シャドーバンキングを厳重に取り締まりつつ、伝統的な銀行システム外での資金供給を徐々に増やそうとしています。下記の左側の図は、昨年時点で、中国企業の借入に占めるノン・バンクによる信用供与の割合を他の国・地域と比較したものです。シャドーバンキングの縮小によって生まれたギャップを埋める重要な役割は、プライベート・レンディングが果たすとブラックロックはみています。倒産法の改定は、信用市場の健全性を高め、市場の厚みを増すことに貢献するでしょう。

プライベート市場は、中国国内の新しいトレンドを対象を絞ったエクスポージャーを提供する可能性があるかとブラックロックは考えます。Bain & Companyのアジア太平洋地域プライベート・エクイティ調査によると、デジタル化を原動力とする事業への資金提供が最も拡大すると投資家は予想しています（以下の右側の図を参照）。単にオンショア株式市場に配分するだけでは、成長機会のあるセクターへの投資が十分ではなく、プライベート市場を利用する利点がはっきりします。中国の重要政策である都市化は、もう1つの例です。中国における都市化は他国と比べて依然として遅れていますが、急速に進んでいます。McKinseyの調査によると、中国の都市化率は2030年までに約58%に達する見込みですが、この水準は高所得国を大きく下回っており、住宅用不動産とインフラに投資機会が生まれるとブラックロックはみています⁵。

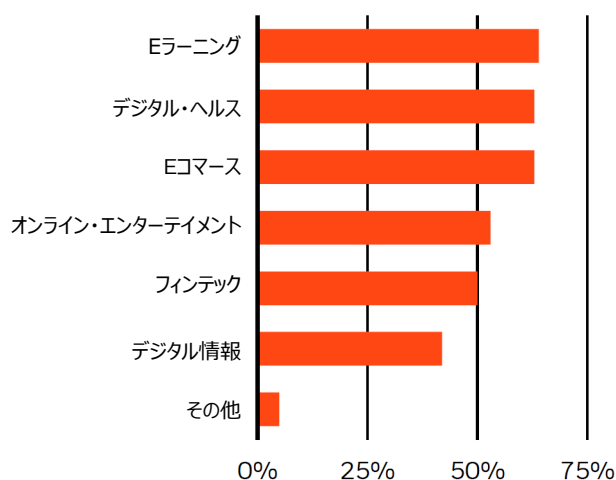
成長余地

企業向け貸付の内訳、2020年9月時点



成長機会

長期的成長が見込まれるプライベート市場のセクター、2021年時点



出所：BlackRock Investment Institute、国際決済銀行（BIS）、Bain & Company。2021年5月時点。注記：左側の図は、中国、ユーロ圏全体、米国における企業向け全貸付に占める銀行、ノン・バンク金融機関のシェアを示しています。データは2020年9月時点で、BISが提供する最新データです。右側の図は、Bain & Coの2021年調査でアジア太平洋地域プライベート市場の投資家が長期的成長を予想したセクターを示しています。

注目されるサステナビリティ

サステナビリティは、世界的に見て中期的なリターンの源泉となり、あらゆる投資判断において、これまで以上に中心的役割を果たすとブラックロックは考えています。サステナビリティには多くの側面があり、投資家によってどの面を重視するかが異なります。そのため、中国に対する総合的な評価も投資家によって違ってきます。ブラックロックは、中国のサステナビリティにおける信頼性を評価する際には、現状と今後進む方向性の両方を考慮します。いくつかの面、特に環境（E）への取組みでは改善が認められますが、さらに推し進める余地があり、掲げたコミットメントは達成されなければなりません。

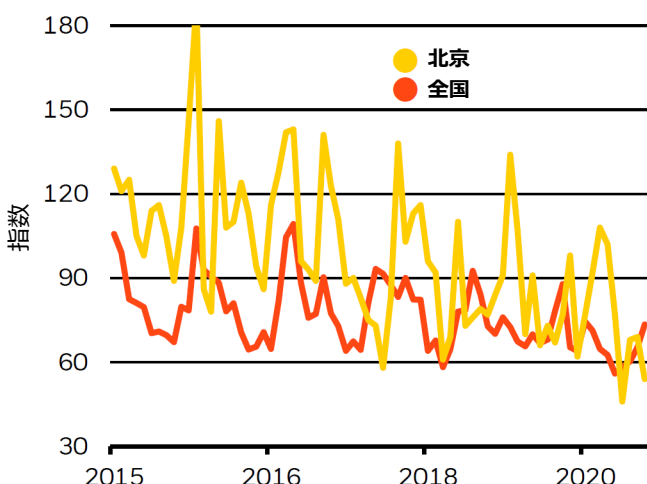
ブラックロックのCMAでは、資産の長期リターンの評価に気候変動の影響を組み込んでいます。一般に、中国への投資と気候変動への取組みは両立しないとされていますが、この考え方は誤っているとブラックロックは考えます。CMAではESGのEを重視しています。その理由は、第1に、今後の経済や社会にとって気候変動が重要であるとの認識が広がっているためです。第2の理由は、炭素排出量を用いた気候変動に対する企業の寄与度の測定に関してコンセンサスが存在していることです。この要素は、気候変動が幅広い市場においてリターンの源泉になり得ることを示しています。詳細は2021年2月のブラックロックのレポート、気候変動：投資リスクを機会に変える（Climate change: Turning investment risk into opportunity）をご覧ください。ベンチマーク指数に対して中国資産をオーバーウェイトするブラックロックの考えは、期待リターンに対する気候変動の影響を考慮した後も変わりません。中国の株式指数の構成は、経済全体と比べ、低炭素社会への移行状況をより良く反映しているとブラックロックは考えます。例えば、世界銀行のデータによると、中国の工業セクターは2019年のGDPの約39%を占めていました。しかし、MSCI中国指数では、資本財・サービスセクターはわずか5%で、一般消費財・サービス（34%）や消費者サービス（20%）などの「グリーン」セクターが高い比率を占めています（2021年3月31日付けのMSCIファクトシート）。

今日の先進国が前世紀に経験したように、中国の急速な経済発展は高い環境コストを伴ってきました。しかし、転換期を迎えていると考えます。世界銀行によると、中国はGDPの約1.2%を環境保護に費やしており、これは欧州諸国と同等の水準です⁶。ここ5年で中国の都市では大気質が大きく改善しましたが、依然として大半の先進国には後れを取っています（下図を参照）。大気汚染の改善を求める大きな政治的圧力がかかっています。気候に関する目標の達成は、より多くの海外資本を中国に呼び込むという別の政治目標を成し遂げる手段になるでしょう。中国の第14次5カ年計画では脱炭素により重点を置いています。中国は2060年までにカーボン・ニュートラルを目指すことを表明しており、これは世界各国の気候変動との戦いにとって重要な貢献となるだけでなく、中国にとっても、気候変動による損害に備え、エネルギーの自給を実現するために重要です。中国の国内排出権取引制度は、世界最大級になると予想されており、2021年1月のゴールドマン・サックスの調査によると、炭素取引制度によってカバーされる世界の温暖化ガス排出量の合計割合が約23%に達するとみられます。

投資プロセスにサステナビリティを組み込むためには、現在の状況と潜在的な機会を区別する必要があります。中国の首脳陣がカーボン・ニュートラル経済の実現を重視する姿勢は、企業の優先順位と目標に浸透していくでしょう。ブラックロックのインベストメント・スチュワードシップ・チームは、サステナビリティに関する情報開示を強化するために、他の国・地域と同様に中国企業にもエンゲージメントを行っています。幅広いESGの課題に対処する同チームの枠組みについては、2021年のグローバル・エンゲージメント・プライオリティをご覧ください。ブラックロックは、サステナビリティの情報開示は改善の余地が大きいと考えていますが、戦略的ポートフォリオへの中国資産の組入れを妨げるものではないとみています。サステナビリティをめぐる一部の懸念は今後も残るでしょう。社会（S）とガバナンス（G）分野の課題は、コロナ危機により重要性が高まると予想されます。サステナビリティはもはやE、S、Gといった分類では把握しきれなくなっています。これによって、しばしば適切なデータの欠如に関連して複雑な問題が発生します。十分な情報開示の実現はまだ道半ばですが、ブラックロックは、今後数年間に進化や進展が見込める分野として注目しています。

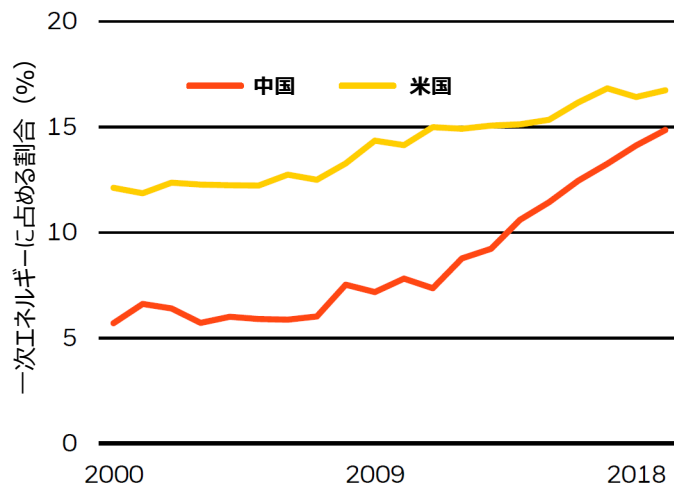
大気汚染との戦い

中国大気質指数、2015～2021年



低炭素経済への移行

エネルギー生産における低炭素源、2000～2019年



本資料に記載された情報は、特定の資産クラスまたは戦略への投資推奨を意図したのではなく、将来のパフォーマンスを約束または予測するものではありません。出所：BlackRock Investment Institute。CEIC、Windのデータを使用。2021年5月時点。注記：左側の図は、CEICの北京、全国の中国大気質指数を示しています。指数の「ゼロ」は大気汚染がないことを示します。右側の図はエネルギー生産全体に占める低炭素源の割合を示しています。

6. 中国2030：近代的で調和のとれた生き生きとした社会の構築（英語版）、ワシントンD.C.、世界銀行グループ

<http://documents.worldbank.org/curated/en/781101468239669951/China-2030-building-a-modern-harmonious-and-creative-society>

リスクとリターン

中国の経済と市場は急速に進化しているため、期待リターンとリスクに対する見方に関して、過去にだけ依存することはできません。下図は、選択した資産クラスに関するブラックロックの5年期待リターンの中央値と、それぞれの不確実性の範囲を示しています。中国本土の株式と国債の期待リターンは、新興国と先進国を上回っています。一方で、中国経済の急速な変化、過去データの少なさ、先進国と比べた透明性の低さを考慮し、推定リターンの中央値の不確実性は相対的に高いと考えます。図中の薄い色の範囲をご覧ください。推定リターンの不確実性の高さを考慮しても、戦略的ポートフォリオで中国資産にベンチマークを上回る配分を行うだけの理由があるとブラックロックは考えます。

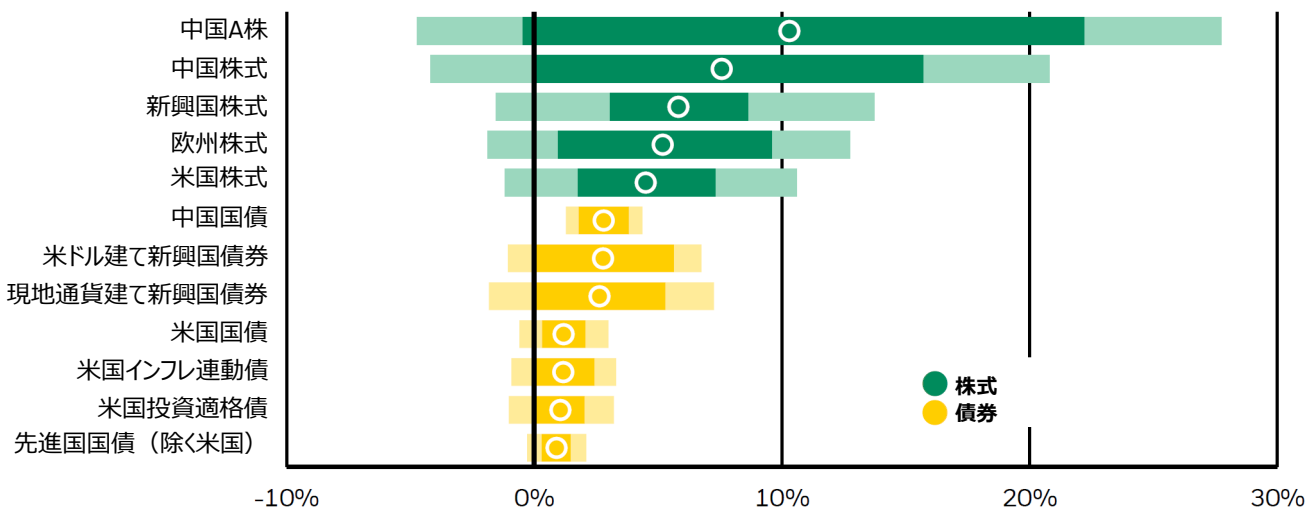
ブラックロックが中国資産を組み入れることを魅力的と考えるのは、高い経済成長が予想されるからではありません。実際に、ブラックロックの中国に対する成長見通しは過去と比べると低下しています。ブラックロックの期待リターンは、実質GDPの年間成長率が10年間の平均で4%を下回るとの想定に基づいています。市場ベースの利益予想、利益率の見通し、バリュエーション、国内金利の推移が、期待リターンにより大きく影響します。ブラックロックがバリュエーションの測定に望ましい指標だと考えている、株式リスク・プレミアムの推定値は、中国本土の株式市場でほぼ7%ですが、米国では約4.5%と、中国市場のリスク調整後リターンが魅力的であることを示しています。手法の詳細については、補足資料をご覧ください。

中・長期的には、中国本土株式のリターンが、新興国と先進国の総合指数を上回るとみています。これは、高い利益成長率に加え、海外投資家からの要求や、中国の証券市場規制当局からの圧力による配当性向の上昇が見込まれることを背景としています。内需銘柄中心のA株市場は、中国経済とセクターに対する優れたアクセスを提供しています。経済の重点を段階的に国内消費にシフトさせる各種構造改革は、海外投資家に対する参入障壁の引き下げと相まって、中国のオンショア資産価格が国内経済の成長を反映することにつながるでしょう。オンショア市場は個人投資家を中心であることから、中国株式のパフォーマンスとファンダメンタルズの乖離がしばしば懸念されます。この懸念はごく短期的には正しい場合があります。しかし、5年の時間軸では、1株当たり利益の増加は、米国よりも中国の方が株式リターンに反映されており、最終的にはファンダメンタルズが重要であることを示しています。

中国の国債と政策銀行債の利回りは、主要国の同様の債券よりはるかに高い水準にあります。ブルームバーグ・バークレイズ中国国債 - 政策銀行債指数は、先進国市場の指数と比べてデフレーションがはるかに短く、金利リスクへの感応度は低くなっています。中国では利回りが上昇するとブラックロックはみているが、リスク調整後ベースでは、先進国と新興国市場の国債と比べ、中国のリターンは魅力的と考えます。中国国債の5年の年率期待リターンは米国債を上回るとブラックロックはみている（下図を参照）。中国国債の期待リターンが米国債の期待リターンと同程度になるためには、中国国債の利回りが現在の水準から急上昇する必要がありますが、これは可能性が小さいと考えています。

資本市場予測

5年の年率期待リターン、不確実性の範囲の推定、2021年5月時点



本資料に記載された情報は、特定の資産クラスまたは戦略への投資推奨を意図したのではなく、将来のパフォーマンスを約束または予測するものではありません。

出所：BlackRock Investment Institute。2021年5月時点。データは2020年12月31日時点。注記：上図は、米ドルから見た名目期待トータル・リターンを示しています。資産の期待リターンは手数料控除前です。期待リターンの中央値を中心に2種類の範囲が示されています。濃い色の範囲は、ブラックロックが予測する期待リターンの中央値の不確実性を示しています。薄い色の範囲は、期待リターンの四分位範囲で25パーセンタイルから75パーセンタイルに基づいています。地域別株式市場はMSCIの地域別指数で表しています。中国A株はMSCI中国A株オンショア指数、中国株式はMSCI中国指数で表しています。債券指数（並び順）：ブルームバーグ・バークレイズ中国国債 + 政策銀行債トータル・リターン指数、JPモルガンGBI EM指数、JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド指数、ブルームバーグ・バークレイズ米国国債指数、ブルームバーグ・バークレイズ米国国債インフレ連動債指数、ブルームバーグ・バークレイズ米国社債指数、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合国債指数（除く米国）。指数は運用されておらず、手数料は考慮されていません。指数に直接投資することはできません。また、例示目的のみで使用されています。上記の指数は、いかなるファンドまたは戦略のパフォーマンスの示唆を意図するものではありません。

ベンチマークを上回る配分

大半の投資家にとって、中国への配分の起点となる中立的な水準は、ベンチマーク指数が現在示唆するよりはるかに高いと考えられます。ブラックロックは、広範なグローバル・ベンチマーク指数におけるウェイトと比べ、中国資産、特に中国国債を戦略的にオーバーウェイトしています。中国、新興国市場（除く中国）、先進国市場の株式と国債について、グローバル・ベンチマーク指数における各ウェイトと比較したブラックロックの地域別ティルト（傾斜）を下記の図に示しています。

投資家が既存の指数ウェイトに従って資産配分を決定し、かつその場合に中国へのエクスポージャーを引き上げる際には中国資産について幅広い暗黙の前提を置く必要があります。ブラックロックが提唱するポートフォリオでの地域別ウェイト配分決定では、投資家が直接的に中国資産にウェイトを配分できると想定しています。しかし、直接的に中国資産に投資できない場合には、次のような方法で中国比率を間接的に増やすことができます。具体的には、もっと高い視点から地域を捉え直すことや、経済的に中国と結びつきが近い市場の資産を増やすことなどを通じて間接的に中国へのエクスポージャーを増やすことができます。我々のポートフォリオ構築方法では、中国資産に対する制約が緩まれば、それに伴い中国の組み入れ比率が高まってきます。

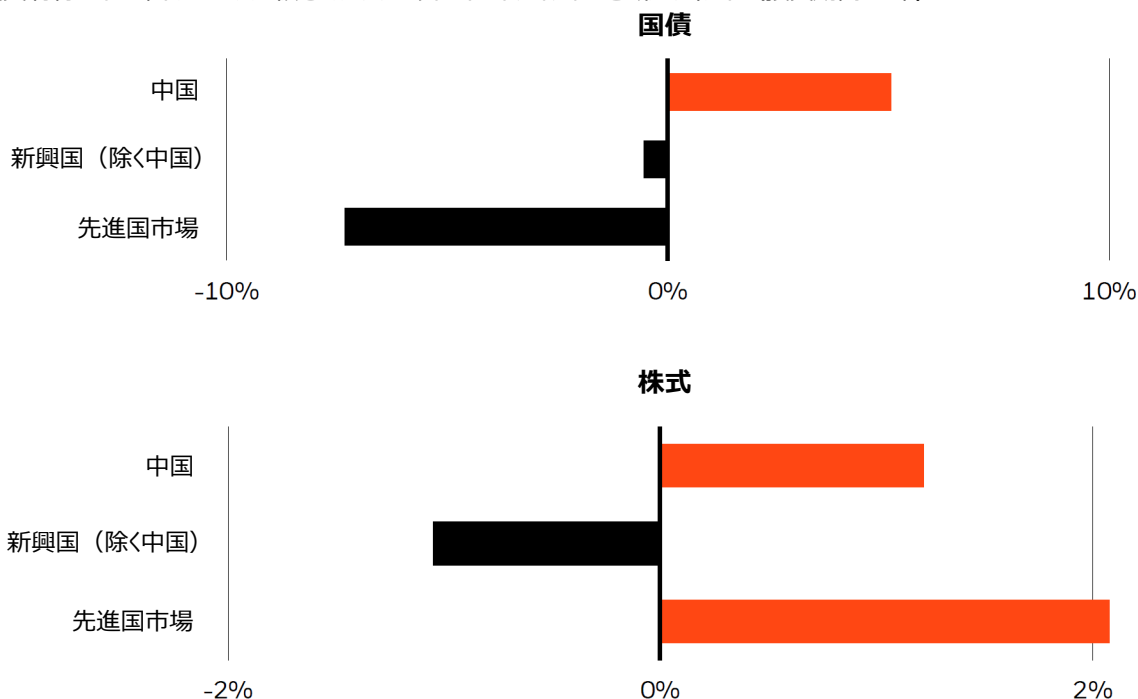
これまで中国本土市場へのアクセスは困難でしたが、この制約は急速になくなりつつあります。中国のオンショア資産がグローバル指数に組み入れられるようになり、中国の国内市場の海外投資家への開放も進んでいます。香港・上海ストックコネクトなどの市場インフラが整備され、アクセスが改善されています。同時に、外国籍と中国籍のファンドが数多く設定され、中国本土市場にアクセスできるようになり、ファンダメンタルズ、システムティックの両方の戦略で選択肢が広がっています。

デュール・デリジェンスにはまだいくつかの課題があります。多くの戦略は短期間のトラック・レコードしかありません。依然として少数のマネージャーに資産が集中しており、モーニングスターの推計では、上位のマネージャー10社で中国の運用総資産の約半分を占めています（複数の戦略が含まれます）⁷。しかし、中国本土の株式と債券市場に対して幅広いエクスポージャーを提供するインデックス戦略の数も増加しています。

機関投資家による中国への配分もアクティブ運用が一般的で、銘柄選択により指数をアウトパフォームすることに焦点を当てています。その理由の1つとして、成長産業にターゲットを絞ることができるアクティブ運用ファンドへのエクスポージャーを望んでいる可能性があります。しかし、中国への投資を単なるアルファ追求の機会と見なすことで全体像を見失うリスクがあるとブラックロックは考えます。これまで述べてきたように、投資家は潜在的なリターンと分散効果を目指して、グローバルな成長の重要な柱である中国への配分を拡大させる必要があります。

地域別の内訳

投資制約のない米ドルベースの仮想マルチアセット・ポートフォリオの地域別ティルト（投資期間10年）



本資料に記載された情報は、特定の資産クラスまたは戦略への投資推奨を意図したものではありません。将来のパフォーマンスを約束または予測するものでもありません。指数に直接投資することはできません。出所：BlackRock Investment Institute。Refinitiv Datastreamのデータを使用。2021年5月時点。注記：上図は、投資制約がない米ドルベースの仮想マルチアセット・ポートフォリオ（投資期間10年）における国債、株式へのブラックロックの地域別ティルトを、それぞれのベンチマーク指数におけるウェイトと比較したものです。国債にはブルームバーグ・バークレイズ・グローバル国債指数、株式にはMSCI ACワールド指数を使用しています。仮想ポートフォリオは、国や地域によって異なる可能性があり、情報提供のみを目的としており、投資助言を行うものではありません。上記の配分は、既存のポートフォリオを表すものではなく、そのため投資可能な商品ではありません。仮想ポートフォリオの配分は、パフォーマンスにプラスに影響した可能性がある、様々な情報を選別的に適用した基準に基づいており、実際のポートフォリオのパフォーマンスに影響する可能性のあるリスク要因を説明するものではありません。実際のパフォーマンスは、取引コスト、流動性、またはその他の市場要因により、ブラックロックの仮想マルチアセット・ポートフォリオと大きく異なる可能性があります。指数は運用されておらず、運用報酬を含んでいません。指数に直接投資することはできません。

7. 2021年3月30日時点でモーニングスターのデータベースに掲載されているファンドが定義するAll Chinaの株式ユニバース。リストには、ラップ・アカウント（SMA）、プライベート・ピークルは含まれていません。

戦略的投資機会

投資家の多くは中国資産に十分な投資を行っておらず、現在のグローバル・ベンチマークが示す中立水準よりもさらに低いとブラックロックは考えています。中国は、世界第2位の経済規模と金融市場を備えた国です。しかし、中国資産は、多くの投資家のポートフォリオに全く組み入れられていないか、またはごく僅かしか保有されておらず、新興国市場のエクスポージャーとしてまとめられていることも多いと考えられます。

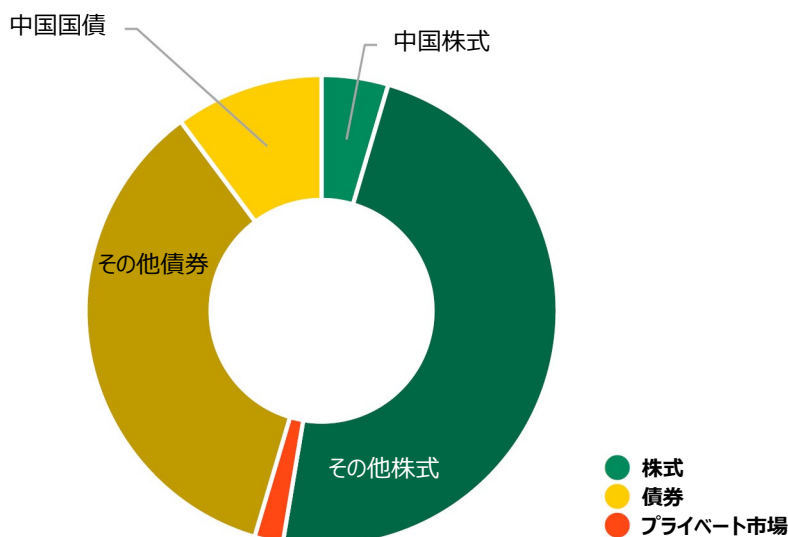
BlackRock Portfolio and Analytics Solutionsグループが2020年に実施したEMEA（欧州、中東、アフリカ）におけるポートフォリオの傾向に関する内部調査によると、中国に対する明示的配分は、平均すると、株式は0.3%、債券はわずか0.05%でした⁸。新興国市場への配分に含まれている中国資産のエクスポージャーも、株式で3%未満、債券で0.5%未満と相対的に小さいものでした。これに対し、2021年3月時点において、MSCIオール・カントリー・ワールド指数における中国株の構成比が約5%、ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数における中国債券の構成比が約7.5%です。

オンショア中国資産における外国人投資家の保有比率は、指数への中国銘柄の組み入れの増加に伴って資金流入が急増しているにもかかわらず、全体的に低水準です。中国人民銀行のデータによると、2020年末時点で、オフショア投資家のオンショア資産の保有比率は、国内A株市場が4.3%、債券が2.9%に留まっています。グローバル投資家は、アクセスの開放に伴い配分の引き上げを検討すべきだとブラックロックは考えます。下記の図は、英国の機関投資家の仮想マルチアセット戦略ポートフォリオ（投資期間10年）の推奨配分を示しています。

この投資見直しを実行に移す方法は、投資家のタイプや地域によって異なり、投資目的や投資上の制約、投資規制に左右されます。中国資産を直接購入する場合もあれば、中国銘柄の組入比率が高い地域別指数へのエクスポージャーを高める場合もあるでしょう。しかし、中国への配分を決定する視点や体系的なプロセスがないことは、大きな投資リスクであるとブラックロックは考えます。投資計画がなければ、世界第2位の資本市場である中国を誤ってアンダーウェイトする可能性があります。

配分の引き上げ

英国機関投資家の仮想マルチアセット戦略ポートフォリオにおけるマルチアセット配分（投資期間10年）



本資料に記載された情報は、特定の資産クラスまたは戦略への投資推奨を意図したのではなく、将来のパフォーマンスを約束または予測するものではありません。出所：BlackRock Investment Institute, Refinitiv Datastream, ブルームバーグのデータを使用。2021年5月時点。注記：上図は、ブラックロックの資本市場予測のウェブサイトに記載されている指標に基づく仮想的戦略的資産配分を示しています。代用指数は「Assumptions」タブにある表「Assumptions at a glance」の情報アイコンをクリックするとご覧いただけます。手数料の前提は、「Methodology」タブに記載されています。上記の配分は、既存のポートフォリオを表すものではなく、そのため投資可能な商品ではありません。仮想的資産配分の構築は、パフォーマンスにプラスに影響した可能性がある、様々な情報を適宜的に適用した基準に基づいており、実際のポートフォリオのパフォーマンスに影響する可能性のあるリスク要因を説明するものではありません。実際のパフォーマンスは、取引コスト、流動性、またはその他の市場要因により、大きく異なる可能性があります。指数は運用されておらず、運用報酬を含んでいません。指数に直接投資することはできません。一部のプライベート市場については、十分なデータがないため、ブラックロックの代理指標を使用しています。これらの代理指標は、当該資産クラスの経済的感応度を示すとブラックロックが考えるリスク要因へのエクスポージャーを組み合わせて表しています。

8. 数字は、EMEAの機関投資家654社（アセット・マネージャー64社、アセット・オーナー34社、ウェルス・マネジメントの顧客556社）を対象としたBlackRock Portfolio and Analytics Solutionsグループの内部調査に基づく平均的なポートフォリオ配分を示しています。データは2019年12月31日から2020年12月31日の間に収集されました。

補足資料

以下の表は、4ページの仮想ポートフォリオに使用した指数の一覧です。この表は、2つの仮想のボンド建て戦略的資産配分を表したもので、いずれもブラックロックのポートフォリオ構築フレームワーク（資本市場予測を含みます）を用いて策定されています。投資期間10年の目標リスクを8%と想定しています。

資産	指数	中国を含む ウェイト	中国を除く ウェイト
株式	MSCI先進国 米国グロス・トータル・リターン指数	23.4%	23.7%
	MSCI先進国 英国	1.6%	1.6%
	MSCI先進国 欧州（除く英国）グロス・トータル・リターン指数	16.3%	18.3%
	MSCI先進国 日本グロス・トータル・リターン指数	4.0%	4.7%
	MSCI日次グロス・トータル・リターン 先進国 太平洋（除く日本）	0.9%	0.8%
	MSCI中国A株ネット指数	2.3%	0.0%
	MSCIエマージングー中国 中国元建て	2.3%	0.0%
	MSCIエマージング市場（除く中国、ネット）	2.8%	2.5%
債券	ブルームバーグ・バークレイズ国債指数	6.6%	5.8%
	ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合ユーロ国債	4.6%	4.0%
	FTSEアクチュアリーズ英国コンベンショナル・ギルト・オール	1.7%	1.5%
	ICE BofA日本国債（GOYO）指数	4.4%	9.5%
	ブルームバーグ・バークレイズ中国国債 + 政策銀行トータル・リターン指数	11.3%	0.0%
	ブルームバーグ・バークレイズ米国国債インフレ連動債指数	7.5%	13.2%
	ICE BofA EMUダイレクト国債インフレ	0.4%	0.4%
	FTSEアクチュアリーズ英国インフレ連動ギルト指数	0.7%	0.6%
クレジット	ブルームバーグ・バークレイズ米国クレジット指数	5.5%	4.8%
	ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ総合社債指数	2.0%	1.8%
	ICE BofAスターリング社債指数	0.4%	0.4%
不動産	CMAーコア不動産英国ヘッジ付き（ブラックロック代理指標*）	1.4%	1.7%

* 一部のプライベート市場については、十分なデータがないため、ブラックロックの代理指標を使用しています。これらの代理指標は、当該資産クラスの経済的感応度を示すとブラックロックが考えるリスク要因へのエクスポージャーを組み合わせで表しています。

補足資料

手法 – 資本市場予測

株式

Li他（2013）が論じているように、割引キャッシュフロー（DCF）モデルを用いて、株式市場の総合インプライド資本コストを算出します。時系列での資本コストの推定は、株式リスク・プレミアム（ERP）、金利の期待値によります。ブラックロックの調査によると、株価収益率のフェアバリューだけを見出そうとするのではなく、将来の金利の期待値とERPを結びつけることで、株式の期待リターンをより正確に予測することができます。

現在と将来の資本コストの推定値は、株式市場のリターンを推定するDCFモデルのインプットとなります。将来のキャッシュフローは、アナリストの利益予想（景気サイクルの後半に見られる典型的な上方バイアス調整後）とGDP成長率の長期予測に基づいて推定されます。

中国の株式市場については、入手可能な過去のデータが限定的であるうえに、過去20年間で市場環境が大きく変化しました。市場の自由化とグローバルな市場統合により、リスク・プレミアムの低下が予想されるため、将来の株式リスク・プレミアムは最近の観察結果に近いものになると想定しています。

金利

ブラックロックの金利モデルは、将来の複数の時間軸におけるイールドカーブを緻密に描く方法を提供します。このモデルでは、1) 短期金利、2) モデルが推定するターム・プレミアムを予測します。

短期金利の予測は、短期的な市場データと長期的なマクロ情報に基づいて行われます。具体的には、長期的なインフレ率と実質成長率の予想、さらに貯蓄の選好度とリスク回避度の変化が、短期金利の予想を長期的に決定すると想定しています（「長期的な短期金利」）。

ターム・プレミアムは、利回りの第1から第5の主成分5つを用いてイールドカーブを表現するアフィン型期間構造モデル（Adrian、Crump、Moench、2013）をベースとするモデルによって計算します。アフィン型期間構造モデルから得られたモデル推定ターム・プレミアムは、その時間軸に応じた相対ウェイトを用いて、さらに市場が織り込んでいるターム・プレミアムと調整されます。

参考文献

Adrian, T., Crump, R.K. and Moench, E. (2013) Pricing the Term Structure with Linear Regressions. Federal Reserve Board of New York Staff Report No. 340.

Li, Y., Ng, D.T. and Swaminathan, B. (2013) Predicting market returns using aggregate implied cost of capital. Journal of Financial Economics, 110(2), pp. 419–436.

重要事項

当資料は、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。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や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と当資料の見解とは必ずしも一致するものではありません。当資料は、米ドルなどの外貨建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドルなど外貨建て各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から、外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。グローバルの投資家向けに作成されており、日本の投資家には当てはまらない内容を含みます。

当資料は、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。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等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、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。さらに、当資料に記載された市況や見通しは作成日現在のものであり、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。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

なお、当資料は御社内限りとし、当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

当資料は、個人投資家の方を対象としたものではありません。販売会社の方は、個人投資家の方への配布はお控えくださいますようお願いいたします。

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