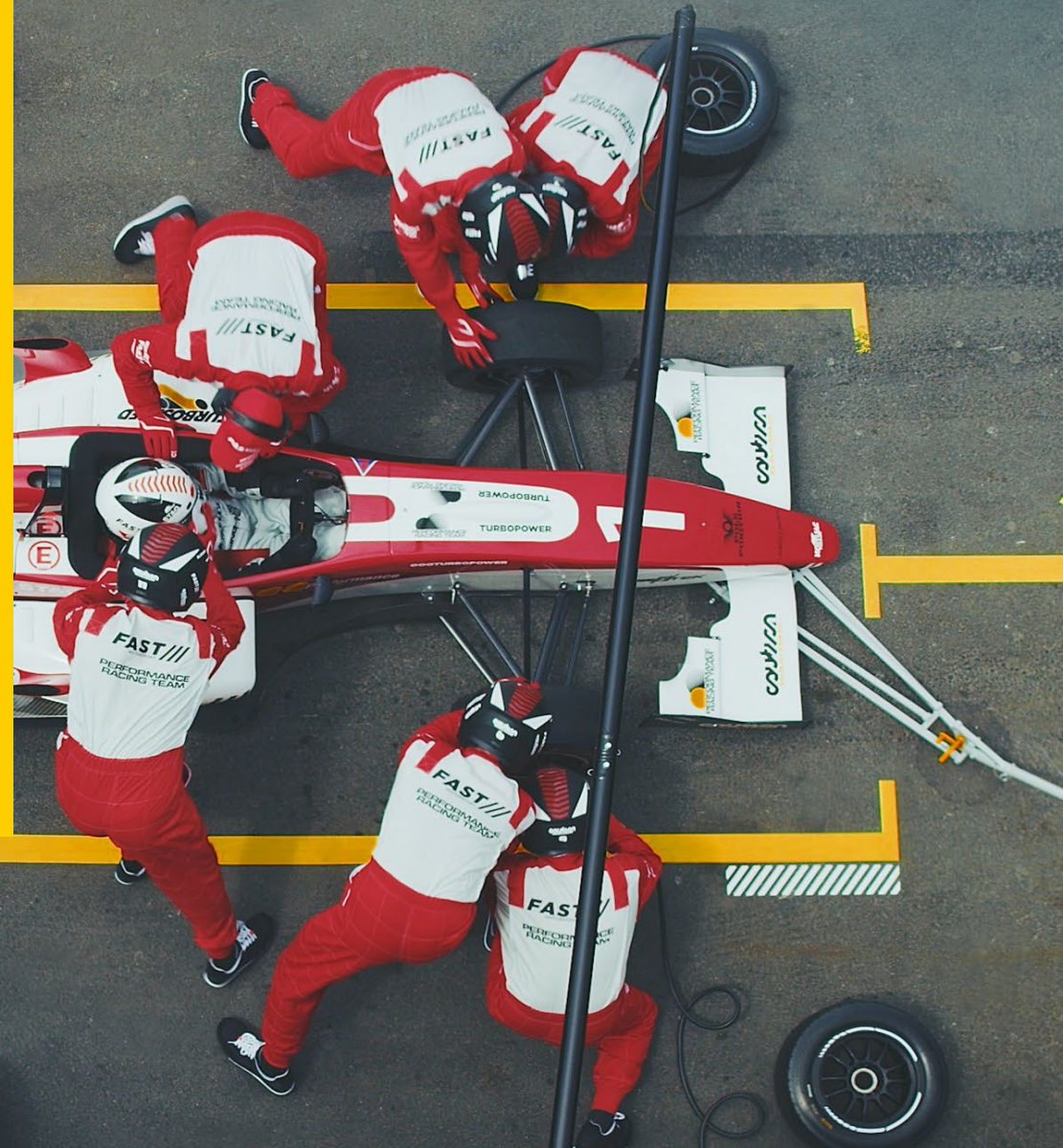


2024 Global Outlook

積極投資への回帰

BlackRock

BlackRock
Investment
Institute



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、よろしく申し上げます。



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



Christopher Kaminker

Head of Sustainable
Investment Research and Analytics –
BlackRock Investment Institute



Vivek Paul

Global Head of Portfolio Research –
BlackRock Investment Institute

目次

概要	2	メガフォース	8-10
現在の状況	3-4	デジタルによる創造的破壊	8
現状を正確にとらえる	3	低炭素社会への移行	9
構造的シフト	4	分断化する世界	10
テーマ	5-7	フォーカス – 世界的な分散投資	11
マクロ・リスクを管理する	5	フォーカス – 実物資産	12
ポートフォリオの舵を取る	6	戦術的ブレイック	13
メガフォースを捉える	7	資産クラス全般の見直し	14-15

マクロ経済と市場が大きく変動する新たな局面は、不透明感の高まりとリターンのはらつきの拡大をもたらしました。そのためブラックロックは、投資ポートフォリオのアクティブ運用のリターンが今後高まっていくと考えています。成長率とインフレ率が長期的に安定していたグレート・モデレーションの時代には、資本配分を一度決定すれば、その後見直しを行わなくても支障はありませんでしたが、今は当時とは大きく異なります。そのような安定期はもはや過去のものとなりました。ブラックロックは、今は投資のハンドルを握り、新たな局面が提供する機会を捉える時期だと考えています。

新たな局面の特徴は、金利とボラティリティの高さであり、世界金融危機後の10年間とは大きく異なります。当時は、拡大を続ける生産力を背景に各国中央銀行は緩和的な金融政策を通じて経済を安定させ、成長を支援することが可能でした。そのことがマクロ経済と市場のボラティリティを抑制し、株式・債券の強気相場を後押ししました。投資家は幅広い資産クラスへの固定的な資本配分によってリターンを得ることが可能であり、詳細な分析を基に、差別化された見直しによるリターン寄与は余り大きくありませんでした。

ブラックロックは、現在は当時と正反対だと考えています。生産上の制約が多く、各国中央銀行はインフレとの戦いにおいてより困難な選択を強いられており、かつてのように景気の低迷に対応できずにいます。そのため政策の結果やリターンのはらつきが拡大し、中央銀行や投資家にとって不透明感が強まっています。

新たな局面を迎えているにもかかわらず、現状は景気サイクルのどこに当たるのかを、これまでの景気サイクルに照らし合わせて解釈する誘惑にかられてしまうことがあります。そのため市場はソフト・ランディングへの期待と景気後退への懸念との間で揺れています。しかし重要な点が見落とされています。経済がパンデミックを脱して正常化しつつある一方で、労働力人口の減少、地政学的分断、低炭素社会への移行という、構造的な要因が経済に影響を及ぼしているという点です。そのため景気サイクルという観点と構造的要因から見た現状の間にずれが生じ、ボラティリティが一段と高まる原因となっています。

好調に見える米国経済は、実際のところパンデミック・ショックによる深い落ち込みから抜け出そうとしている段階であり、低成長軌道をたどっています。最も重要なのは、足下の環境から判断して、高金利と金融環境のタイト化が今後も続くと思われる点です。金融市場はまだ新たな局面に適応しきっておらず、そのため、本資料の最初のテーマである「マクロ・リスクを管理する」ではファンダメンタルズ分析が重要となります。

新たな局面では、マクロ経済に関するインサイトがリターンに寄与すると思われる。2番目のテーマ「ポートフォリオの舵を取る」で詳述するように、ボラティリティが高まり、リターンのはらつきが拡大する局面では、高い投資の専門知識が力を発揮するでしょう。これには、インデックス投資戦略やアルファ追求戦略を臨機応変に運用することや、投資対象を厳選し、ミスプライスを追求することが含まれます。

ポートフォリオの運用成果を高める方法の1つは、「メガフォースを捉える」こと（3番目のテーマ）です。ブラックロックは、足下と今後の市場において、5つの構造的要因がリターンを左右すると考えています。それらはポートフォリオを構築する上での重要な要素となっています。

2024年に関する結論：投資家は、ポートフォリオをよりアクティブに運用する必要があります。今は投資を「自動操縦」に切り替える時ではなく、自らハンドルを握る局面です。ポートフォリオのリスク・テイクは慎重に行う必要があります。ブラックロックは、来年はより多くのリスクを取ることを想定しています。

現状を正確にとらえる

2023年の市場では、米国経済がソフト・ランディングを実現できる（つまり、景気後退に陥ることなくインフレ率が米連邦準備理事会（FRB）の目標である2%まで低下する）との期待が何度も浮上しました。こうした期待の背景には何があるのでしょうか。

他の主要国とは対照的に、2023年7-9月期の米国経済は力強い成長を記録しました。コアインフレ率は大幅に低下しています。2022年1月以降の新規雇用者数は700万人近くに達しており、一般的な景気拡大局面と比較して驚異的なペースで雇用が拡大しています（右上グラフを参照）。

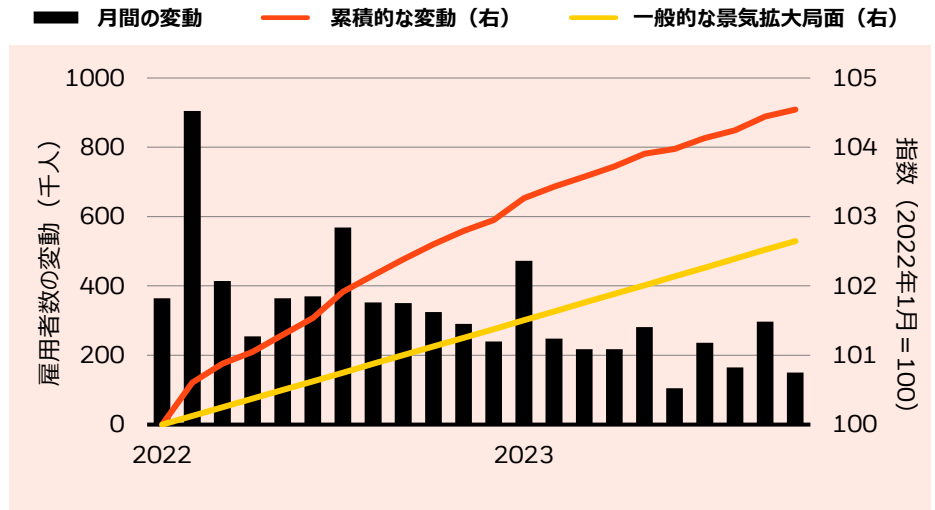
しかし長い時間軸で見ると（右下グラフ）、米国経済はパンデミックに伴う落ち込みからやっと抜け出しつつあることが分かります。

- パンデミックが始まったころには、約2,200万人が失業しました。その後の大幅な雇用拡大は、概ねそれを回復する動きだと言えます。しかし、雇用水準はパンデミック前の想定より大きく下回っています。
- 経済活動全体を見ると、パンデミック開始以来の米国経済の年間平均成長率は1.8%を下回っています。これはパンデミック前からのトレンド成長率だけでなく、市場予想やFRBの予想も大きく下回っており、楽観できるような水準ではありません。
- そのため成長率は一段と低迷し、失業率は歴史的な低水準に落ち込み、インフレ率は上昇しました。

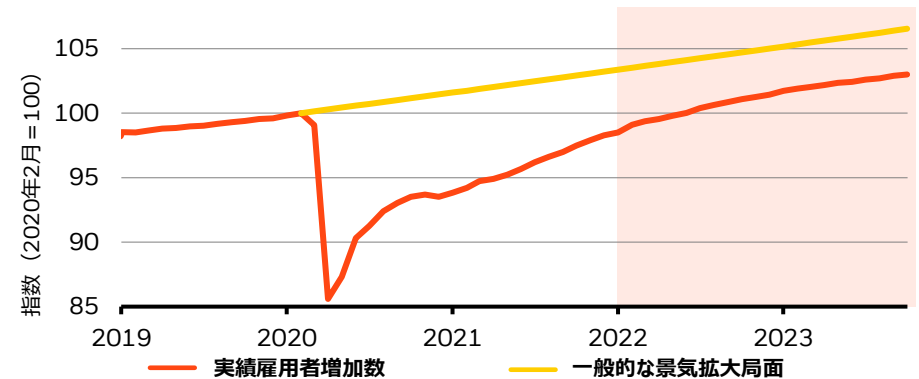
これは構造的な変化があったことを示しています。以前と比べて成長軌道は低下し、インフレ率と金利は上昇し、債務水準は大幅に上昇しています。これは投資家にとって何を意味するのでしょうか。ブラックロックは、経済と市場が新たなレジームにどう適応しているかに焦点を当てるのが重要だと考えています。景気循環という一般的なプレイブック（指針）を当てはめたのでは状況を見誤るおそれがあります。

雇用の伸びは堅調...

米国の雇用者数の変動と通常の景気拡大局面との比較（2022年～2023年、2019年～2023年）



...しかしまだパンデミックによる深い落ち込みから抜け出そうとしている段階



出所：BlackRock Investment Institute、米国労働統計局、Haver Analyticsのデータを使用、2023年12月。注記：グラフは米国の非農業部門雇用者数を示しています。オレンジ色の線は非農業部門雇用者増加数の実績合計を表し、2つの異なる開始日（上のグラフでは2022年1月、下のグラフでは2020年2月）を100として指数化しています。両グラフの黄色の線は、米国経済が1945年以降の景気拡大局面における平均成長率を維持していたと仮定した場合の雇用者増加数の合計を表しています。上のグラフの黒い棒は2022年1月以降の実際の月間雇用者増加数（千人）を表しています。

構造的シフト

市場はソフト・ランディングへの期待と、最終的に景気後退を引き起こす一層の利上げへの懸念との間で揺れています。グラフが示すように、このことはボラティリティをもたらしています。

米国経済は2つの大きなショックを乗り越えつつあります。1つ目のショックはパンデミックです。過去2年間の新規雇用のほとんどは、閉鎖されていた経済が再開したことによるものです。

消費者支出の変化によって、消費者が買いたいものと生産されるものとのミスマッチが生じたことで、インフレ率は上昇しました。このミスマッチは今や解消されつつあり、その結果インフレ率は低下してきています。

パンデミック・ショックの影響が和らいだ結果、2番目の、より構造的な要因の影響がより明白になりつつあります。米国の人口のうち、退職者の割合が増加しつつあることから、労働力不足の問題が浮上しています。

米国経済の平均成長率がパンデミック前の水準を大きく下回る（3ページ参照）にもかかわらず、失業率が歴史的低水準にあるのはそのためです。

労働力人口の伸びは欧州と中国でも鈍化しており、ブラックロックはこれを、多くの国がインフレを再燃させることなくパンデミック前の成長率を取り戻す上での妨げとなる、いくつかの長期的な生産制約の1つと考えています。

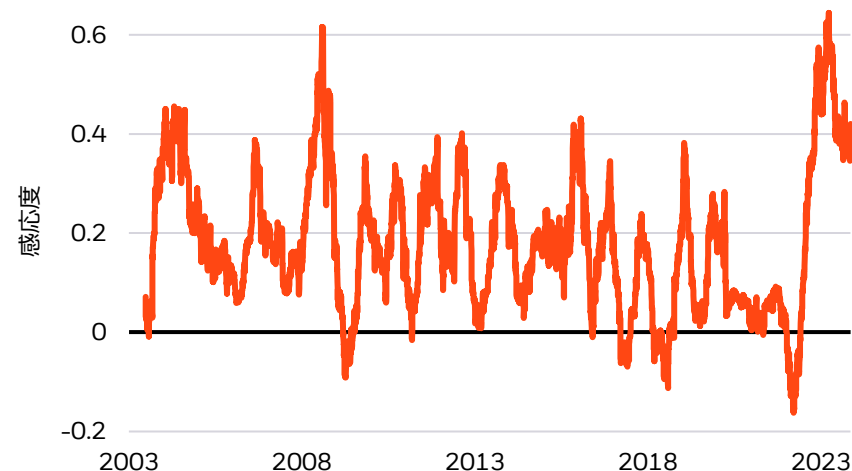
世界の分断化を背景とする生産コストの上昇も、主要国のインフレ率を長期的に押し上げると見られます。また、低炭素経済への移行によるエネルギー・システムの転換が、物価上昇圧力をもたらしています。

そのため、各国中央銀行は厳しい選択を迫られています。中央銀行がインフレの再燃を阻止したいのであれば、金融引き締め政策を維持する必要があるでしょう。ブラックロックは、政策金利はパンデミック前を大きく上回る水準で定着すると予想しています。各国中央銀行は最終的に、政府支出と債務負担が拡大する中で、インフレ率の上昇を容認することになるとブラックロックは見えています。

低成長率、高インフレ率、高金利、高ボラティリティが新しいレジームの特徴となるでしょう。

短期的なサプライズに対する利回りの変動

経済的サプライズに対する米国10年国債利回りの感応度（2003年～2023年）



グラフからの結論：統計のサプライズは、米国10年国債利回りに過去20年間で最も急激かつ持続的な変動をもたらしています。このことは、いまだに経済を一般的な景気サイクルという観点から捉えようとしている投資家の間で不透明感が高まっていることを反映していると思われます。

出所：BlackRock Investment Institute、LSEGデータストリームのデータを使用、2023年12月。注記：グラフは、経済的サプライズに対する米国10年国債利回りの感応度を示しています。回帰分析により、米国10年国債利回りとのシティ・エコノミック・サプライズ指数との関係を移動6か月平均で推計して計算しました。感応度は、シティ・エコノミック・サプライズ指数自体の変動率と比較して、米国10年国債利回りの変動が同指数の変動とどれだけ密に連動しているかを表します。この分析は、米国10年国債利回りとの関係を推計することのみを目的としています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

各国中央銀行がインフレの再燃を阻止したいのであれば、政策金利を高水準に維持し、経済活動を抑制し続ける必要があるでしょう。

マクロ・リスクを管理する

マクロ・リスクは、景気後退に陥るかどうかではなく、局面の変化に関わるリスクです。したがって、投資家がマクロ環境の改善を待つことは理に適っていないとブラックロックは考えます。投資家はマクロ・エクスポージャーを中立にすることを目指すか、強い確信がある場合は、どのようなエクスポージャーを取るのかを慎重に検討すべきだと考えます。

市場をアウトパフォームする余地は、ボラティリティが比較的低水準であったグレート・モデレーションの時期よりも現在の方が大きいと思われます。

生産上の制約が多く、各国中央銀行はインフレとの戦いにおいてより困難な選択を迫られており、かつてのように景気の低迷に対応できずにいます。これが見通しのばらつきが拡大している要因だと考えます。

例えば、LSEGのデータによると、アナリストによる将来のS&P500の収益予想は、パンデミック前よりも現在の方がばらつきが大きくなっています（グラフを参照）。収益見通しの判断が難しくなっているため、マクロの洞察がリターン獲得につながりやすくなっています。

一方で、投資家は新たなレジームでマクロ・エクスポージャーに伴うリスクを警戒する必要がありますと考えます。

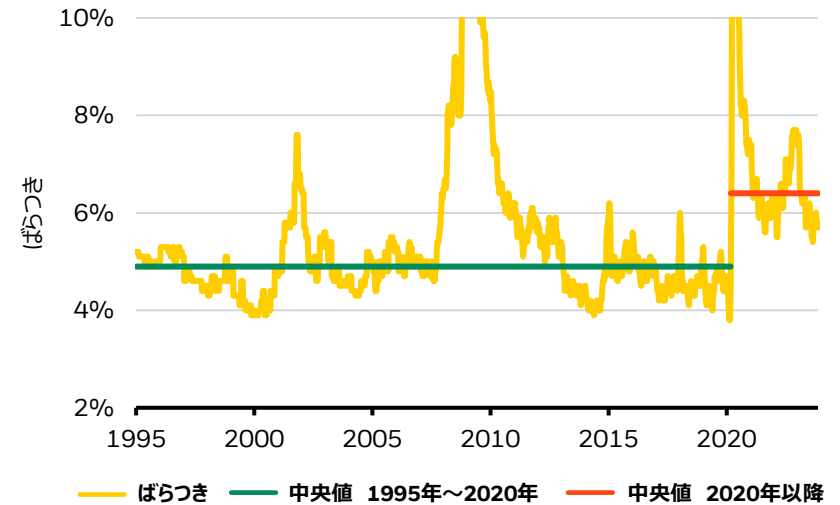
第1に、市場は構造的なインフレと政策金利の引き上げに合わせて緩やかなペースで調整しつつありますが、この動きは均一ではありません。例えば、米国10年国債利回りは16年ぶりに5%近辺に上昇しました。しかし、大半の先進国の株式益回りはそれほど大きく上昇していません。こうした調整はテクニカル・リセッションが起こった場合よりも重大であると考え、ブラックロックは幅広いエクスポージャーに慎重な姿勢を維持します。

第2に、構造的な低成長と金利上昇は米国政府の債務を膨張させる問題を招きます。利回り上昇により借入コストが5%近辺にとどまった場合、政府の利払い額は2～3年でメディケアの支出額を上回る可能性があります。中央銀行がこれまでほど積極的なインフレ抑制策を講じなくなると、インフレが長期化するリスクが高まります。

長期債の保有に伴うリスクに対して投資家が求める上乘せ利回りであるターム・プレミアムも、上昇すると見られます。そのため、利回りのボラティリティ上昇が予想されることも踏まえて、長期米国債を戦術的に中立、戦略的にアンダーウェイトとするスタンスを維持します。その代わりに、インフレ連動債を戦略的に最大のオーバーウェイトとします。

新たな局面への対応が必要

米国株式アナリストの収益予想のばらつき（1995年～2023年）



グラフからの結論：グレート・モデレーションの間は、重大な金融危機の発生時を除いて企業業績予想のアナリスト間の違いは、はるかに小さなものでした。現在はばらつきが拡大しており、インフレ高進と金利上昇の環境が見通しの判断を難しくしていることを示しています。

出所：BlackRock Investment Institute、LSEGデータストリーム、2023年12月。注記：グラフはアナリストによるS&P500企業の収益予想の総標準偏差を示しています。緑色の線は1995年から2020年1月末までの中央値を表し、オレンジ色の線は2020年2月以降の中央値を表しています。

マクロ見通しは、より不透明になっています。マクロ・リスクへのエクスポージャーは損失を生むことも利益をもたらすこともあります。したがって、投資家はどのようなエクスポージャーを取るかを慎重に検討すべきだと考えます。

ポートフォリオの舵を取る

ボラティリティが上昇し、ばらつきが拡大していることから、アクティブなポートフォリオ運用アプローチが必要と考えます。

政策金利の構造的な上昇は、最終的にすべての資産のリターンが上昇することを意味します。しかし、すべての資産のバリュエーションが既に調整されているわけではないと考えます。また、幅広い資産クラスに固定的なエクスポージャーを取ることで、グレート・モデレーションにおける株式と債券の両方の強気相場で見られたようなリスク調整後リターンが得られる可能性は低いでしょう。

新たなレジームでは、アルファ（ベンチマークを上回るリターン）が果たす役割が大きくなり、キャッシュが魅力的なリターンを生む現状で、よりダイナミックなポートフォリオ運用アプローチを取ることが適切と考えます。

米国株式セクターのリターンを完全予測に基づいて正確に予測できるとしたらどうでしょうか。2020年以降（グラフ内の右のバーを参照）、こうした仮定上の能力に基づく行動の成果は、左のバーに示すその前の4年間よりも高くなっています。要するに、2020年以降、的確な洞察に基づいてタイムリーに行動することが、バイ・アンド・ホールド戦略よりも大きなリターンをもたらしています。

新たなレジームでは、緻密なポートフォリオの資産配分を行うことも投資家に大きなリターンをもたらす可能性があります。例えば、LSEGのデータによると、投資家が長期の金利リスクに見合う利回りの上乗せを要求し始めたことから、短期米国債のリターンは2023年7月中旬以降、長期国債を上回っています。また、新しいレジームではリターンのばらつきが拡大しています。これは銘柄選択がより大きく影響する可能性があることを意味します。多様なツールや戦略が、固定的なポートフォリオをアウトパフォームするための武器になると思われます。例えば、コア・アロケーションはインデックス戦略を組み合わせる構築し、アルファを追求する戦略を組み入れたり、リスクをヘッジしたりするというアプローチです。

要するに、新たなレジームでは、投資のノウハウによってポートフォリオを強化できる可能性があります。

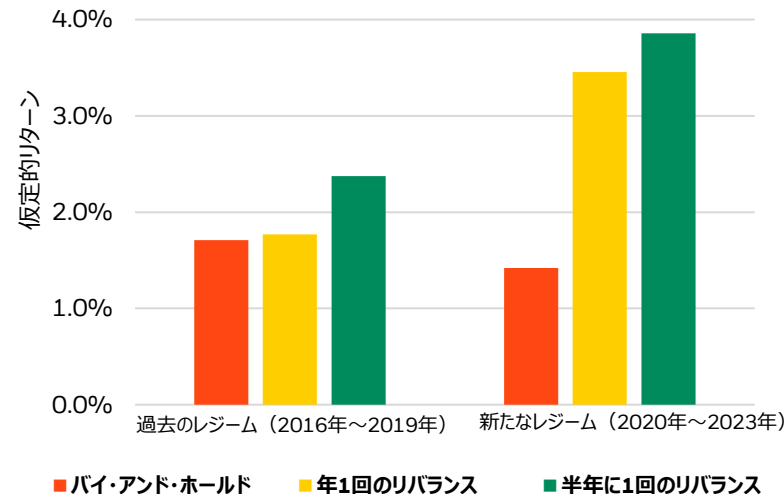
“**メガフォースとマクロは、アルファを追求する際に制約ではなく、貴重な洞察を提供します。**”



Raffaele Savi
Global Head of
BlackRock
Systematic

よりダイナミックに

リバランスが米国株式のリターンに与える仮定上の影響



グラフからの結論：新たなレジームでは、よりダイナミックな投資アプローチを取ることが、パンデミック以前よりもバイ・アンド・ホールド戦略を大きくアウトパフォームすることにつながっている可能性があります。

過去のパフォーマンス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。指数のリターンは手数料を考慮していません。指数に直接投資することはできません。出所：BlackRock Investment Institute、MSCI、Bloombergのデータを使用、2023年12月。注記：グラフは、保有銘柄の変更なし（バイ・アンド・ホールド）、年1回のリバランス、半年に1回のリバランスの3つのシナリオにおける過去のレジームと新たなレジームでの米国株式の月間リターン（MSCI米国指数に基づく）を示しています。リバランスは、MSCI米国指数の株式セクターのリターンの完全予測に基づいてポートフォリオのリターン、分散、リスクを最適化するものです。この分析は過去のリターンを使用した、hindsight（事後）に基づいています。将来のリターンは変わることがあり、上記の結果は他の資産クラスでは異なる場合があります。リターンは取引コストを考慮していません。また上記は実際のポートフォリオを表しておらず、例示のみを目的としています。

新たなレジームではアクティブなポートフォリオ運用アプローチが有効であると考えます。一度決定したらそのままにしておく戦略は、以前ほどうまく行かないでしょう。

メガフォースを捉える

ブラックロックは、メガフォースもポートフォリオの舵取りのための指標の1つと考え、従来の資産クラスの枠を超えたポートフォリオ構築の構成要因と捉えています。メガフォースはそれ自体が企業収益を促進する大きな要因であり、マクロ・サイクルと必ずしも相関性がない機会を提供する可能性があると考えています。

こうした力はすでに市場の形を変えつつあります。**デジタルによる創造的破壊と人工知能（AI）**を例に考えてみましょう。右のグラフは今年、幅広い市場に対して米国テクノロジー・セクターがアウトパフォームしていることを示しています。これは市場がこうしたファンダメンタルズの変化をいかに素早く市場見通しに織り込んでいるかを示していると思われます。

勝者と敗者によってAIのテクノロジーのスタックの差は拡大する可能性があると考えます。このメガフォースを戦術的見通しに組み入れると、マクロ環境の見通しが良好でない場合も先進国株式のスタンスは押し上げられて中立に近づく可能性があります（8ページと14ページを参照）。

これは、メガフォースを捉えることによって単純で固定的な資産配分のポートフォリオをアウトパフォームできると考える例の一つです。

メガフォースの広範囲に及ぶ影響は新たな投資機会を生み出しており、市場はこれらの長期的な影響力の織り込みが遅れている可能性があります。

銀行への資本圧力の高まりにより、銀行融資が不足したことで、プライベート・クレジットやノンバンクといった新たな投資機会が生まれています。*

主要国の高齢化は、政府の**人口動態の不均衡**に対する対応の仕方によっては、国家の生産力と成長率が抑制されてしまう可能性があります。

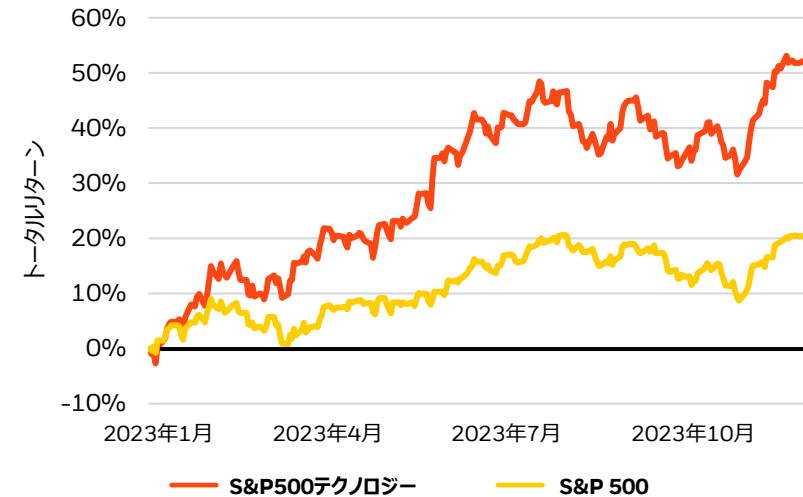
気候変動への耐性が、**低炭素社会への移行**における新たな投資テーマとして浮上していると思われます。気候変動関連被害の拡大に伴い、異常気象の危険性に備え、適応、対抗し、被害を受けた後の再建を図る上で役立つ経済的なソリューションがますます求められています（9ページを参照）。

地政学的な分断と経済的競争は、テクノロジー、エネルギー、防衛といった戦略的セクターへの投資を増加させると考えます（10ページを参照）。

*プライベート・クレジットは流動性が低く、すべての投資家に適した資産クラスではありません。

メガフォースの影響

S&Pのテクノロジー・セクターとS&P 500のパフォーマンス、2023年年初来



グラフからの結論： AIとデジタル・テクノロジーに対する投資家の熱狂的期待が利回り上昇の重石を相殺しました。その結果、米国のテクノロジー銘柄は2023年に広範な市場を大きくアウトパフォームしました。

過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆する信頼できる指標ではありません。指数のリターンは手数料を考慮していません。指数に直接投資することはできません。出所：BlackRock Investment Institute、LSEGデータストリームのデータを使用、2023年12月。注記：グラフはS&P 500のテクノロジー・セクター（オレンジ色の線）とS&P 500指数（黄色の線）の年初来トータルリターンを米ドル建てで示しています。

メガフォースは新たなレジームをけん引する重要な要因であり、成長とインフレの長期見通しに影響を与え、収益性に変化をもたらします。これは現在から遠い将来にかけてリターン創出の源泉になると考えます。

AI：知能の革命

コンピューティング・ハードウェアの進歩とディープ・ラーニングのイノベーションにより、AIは2022年後半に転換点に到達しました。ここからイノベーションは雪だるま式に進み、AIは急速な進歩を遂げるとブラックロックは考えています。

しかし、様々な地域とセクターの投資機会に追従することには不確実性が伴います。テクノロジー「スタック」（積み重ねられたテクノロジーの層を意味し、それがさらなるイノベーションを可能にする）は、投資機会の評価に役立つロードマップとなる可能性があります（右上図を参照）。

一番下の層（図のオレンジの層）は、基本的構成要素であるクラウド・インフラストラクチャーと半導体産業を含みます。2番目の層（黄色の層）は、モデル、データ、データ・インフラストラクチャーを含みます。最後の白の層はイノベーションを活かしたアプリを含みます。現在の位置は一番下と2番目の層の間辺りであり、次に最後の層に達すると見られます。一握りの大手テクノロジー企業にけん引されるテクノロジー業界全体が、AIに照準を合わせて事業を転換すると思われる。

つまり、こうした知能革命はまだ幕開けしたばかりの段階にあるとブラックロックは考えます。影響は足元の生産性向上にとどまることなく拡大すると思われます。ブラックロックの初期のリサーチは、AIに関する特許出願件数の増加と広範な収益成長との正の相関の可能性を示しています。投資家が経済価値増大の要因をこうした特許出願件数の増加と考えていることも明らかになっています。しかし、特許がすべて企業収益につながるとは限らず、その将来の価値は極めて不透明です。

ブラックロックは6～12カ月間の先進国株式に関して、AIのテーマをオーバーウェイトとします。テクノロジー・セクターの収益は底堅さを示し、2024年の米国の全般的な企業収益成長をけん引する主要因になると予想します。

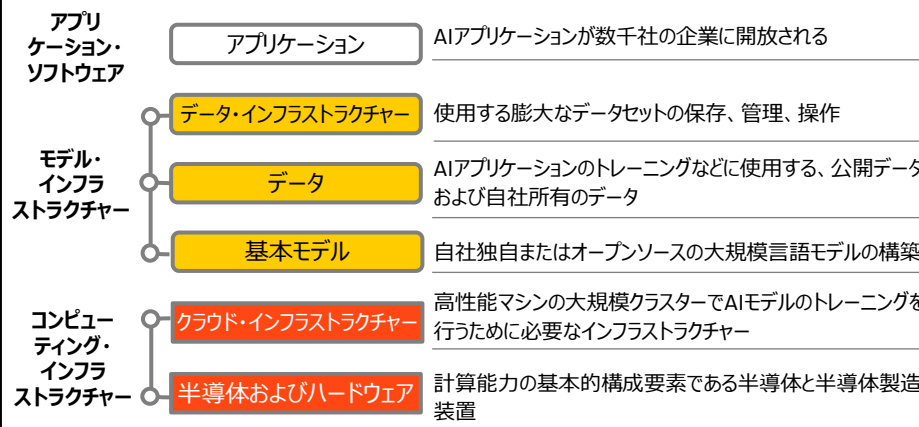
“AIは収益成長と生産性の両方に大きくプラス寄与します。”



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

AIのテクノロジー・スタック

AIのアプリケーション開発に必要なテクノロジーについてのブラックロックの見通し（2023年12月）



上図からの結論：テクノロジーの進化に伴い、投資機会はハードウェア製造会社からデジタルやデータのインフラストラクチャーへ、最終的にアプリケーションへとスタックの上層へ移行すると考えます。

出所：BlackRock Investment Institute、2023年12月。注記：図はAIアプリケーションの開発に必要なと考えられるテクノロジーを示しています。各層は、先行するテクノロジーの上に、さらなるイノベーションを可能にするテクノロジーとして「積み重ねられて」います。図は例示のみを目的とし、ブラックロックが現在把握していることに基づいた指針とすることを意図するものです。AIエコシステムの進化に伴い、カテゴリーがより新しいものに置き換わることもあり得ます。上記テクノロジーへの言及は例示のみを目的とするもので、投資の助言または売買の推奨と見なすことはできません。

最も賢いマシンの構築を目指す広範囲にわたる競争は、過去の産業革命や情報革命に匹敵する革命のようなものだと考えます。

気候耐性への投資

低炭素への移行は、現在市場に影響を与えている5つのメガフォースの1つです。ブラックロックは、投資家がエネルギー移行に照準を合わせて、リスクと機会を見極める際に役立てられるよう、BlackRock Investment Institute Transition Scenario (BIITS) を立ち上げました。これは再生可能エネルギーの投資機会を見出すだけではありません。従来型エネルギー企業も、特に需給不均衡が生じた場合など、アウトパフォームする可能性があります。

エネルギー移行に注目が集まりがちですが、関連するテーマである気候耐性が重要な投資テーマになると考えます。これは、気候ハザードへの準備、適応、対抗と、気候被害が発生した後の再建の能力です。洪水を予測する早期監視システム、熱波に対処するための空調システム、異常気象耐性を高める建築物改修などがその一例です。今後数年間に気候被害は増え続けることが見込まれるため、それに対する社会の耐性を高めるための広範囲にわたる投資が必要となります。

こうした被害はどの程度の規模になるのでしょうか。人の健康や健やかな暮らしへの影響を数値化することは容易ではありません。数値化が可能な経済損失は、グラフに示すように急速に増加しています。すでに気候への耐性を高める製品やサービスの需要が増大しています。市場は、これが長期的に投資テーマの主流になる可能性を過小評価している模様です。

ブラックロックは最近のレポートで、これをリスクの評価と数値化、リスクの管理、物理的インフラストラクチャーの再構築という3つのサブテーマに分類しました。これは、複数のセクター（資本財・サービスやテクノロジーなど）や資産クラスにまたがった機会を特定するためのフレームワークの構築に役立ちます。

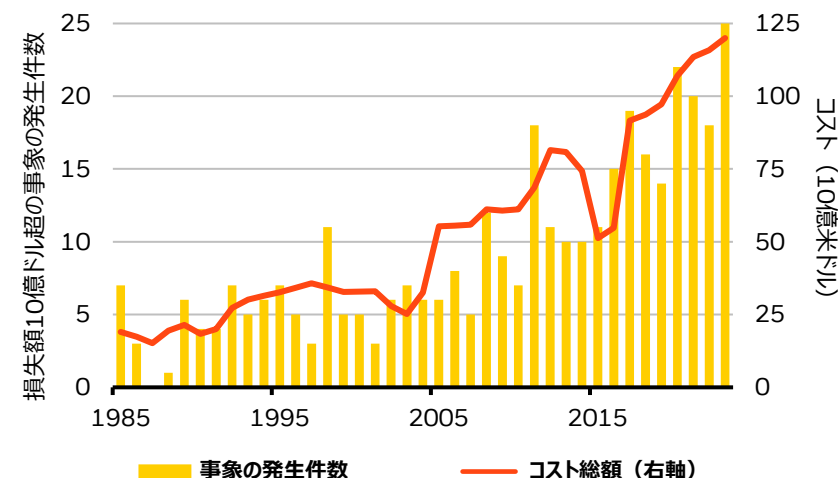
“洪水、火災、干ばつに対する抵抗力を提供する気候耐性ソリューションに投資機会があると考えます。”



Olivia Markham
Portfolio Manager,
Thematic and Sectors,
BlackRock
Fundamental Equity

実際の物理的被害は増加している

米国におけるインフレ調整後損失額10億ドル超の事象（1985年～2023年）



グラフからの結論：被害総額10億ドル超の気候関連事象の発生件数は、過去30年ほどの期間に確実に増加しています。2023年年初の9カ月間だけで、米国での発生件数は過去最高に達しました。

出所：NOAA National Centers for Environmental Information (NCEI) U.S. Billion-Dollar Weather and Climate Disasters (2023)、2023年12月。注記：黄色の棒グラフは損失額が10億米ドルを超える気候事象の発生件数を表しています。このデータには干ばつ、洪水、暴風雨、ハリケーン、山火事、吹雪、凍結が含まれています。オレンジ色の線はコスト総額の10年間移動平均を表しています。データは2022年時点の米ドル額を使用し、インフレ率による調整を行っています。通貨の数値はすべて米ドル・ベースです。

市場は、気候への耐性が今後長期にわたって投資テーマの主流になる可能性を過小評価していると考えます。

深化する分断

ブラックロックは、連鎖する危機によって世界の分断が加速し、地政学的・経済的ブロックの競合が生じていると考えます。ブラックロック地政学的リスク指標は上昇しており（グラフを参照）、市場がこれまで以上に注意を払っていることが示唆されています。

それでは、投資家は保守的な姿勢を取って投資先を自国近くにとどめるべきなのでしょうか。ブラックロックの考えは違います。経済的効率よりも耐性という言葉が繰り返される新たな状況は、コストの増加につながると同時に投資機会を生み出す可能性があります。ベトナムやメキシコなどの国は、サプライチェーンの多様化による恩恵を受けるかもしれません。また、ブラックロックは湾岸諸国やインド、ブラジルでも投資機会が生じると見えています。これらの国々は、複数の国家との提携を目指しており、貴重なリソースやサプライチェーンの要素を備えています。

ブラックロックは、競争が増す今日の世界では、テクノロジー、エネルギー、防衛、インフラといった戦略的セクターへの投資が増加すると予想します。サイバーセキュリティ・リスクの管理や軽減に関する専門性を有する企業にも機会が生じるでしょう。

中東での戦争、継続するロシアとウクライナの紛争、米国と中国の構造的競争は、地政学的リスクの高まりを意味します。国連によると、世界における不安定な状況の件数はこの数十年で最も高い水準となっています。また、2024年は世界の人口の半数以上が投票する歴史上最大の選挙の年となる予定であり、特に米国と台湾の選挙が重要であるとブラックロックは見えています。

この新しい世界秩序をうまく乗り切するためには、必ずしもリスクを回避したり特定のイベントに対して備えたりするのではなく、機会を捉えることとリスクを抑制することの両方を目指す総合的なポートフォリオ戦略が必要だと考えます。

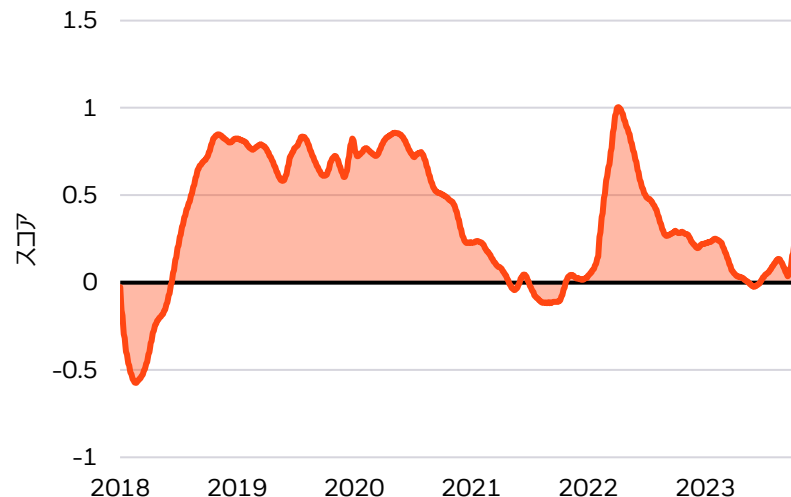
“繰り返される打撃により、世界秩序には長期的な構造的変化がもたらされています。”



Tom Donilon
Chairman, BlackRock Investment Institute

さらに注意を払う

ブラックロック地政学的リスク・ダッシュボード（2018年～2023年）



グラフからの結論：ブラックロック地政学リスク指標によると、市場参加者の地政学的リスクへの関心度スコアは、年初来で最も高くなっています。

出所：BlackRock Investment Institute、2023年12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がブローカー・レポート（LSEG）や金融ニュース記事（ダウ・ジョーンズ・ニュース）で取り上げられる相対頻度を追跡します。記事の文章のセンチメントがプラスかマイナスかについて調整し、スコアを割り当てます。このスコアは、過去5年と比較した各リスクに対する市場の注目度の水準を反映します。ある特定のリスクに対する公衆の注目度ではなく、市場の注目度を測定したいため、ブローカー・レポートに対して、他のメディア・ソースよりも高い加重を付与します。

地政学的な線引きで経済の結びつきを再構築する動きが加速することが予想されます。ブラックロックは、これにより生じる投資機会を重視します。

欧米以外への投資

世界の市場全体でリターンをばらつきの高まりが見られ始めており、自国の市場を超えた先に目を向ける投資家に機会が生じています。ブラックロックは地域や国について選択的な姿勢を取り、バリュエーション、業績見通し、市場での織り込み度合いを評価します。

日本を見てみると、2023年は転換点であったと言えるでしょう。魅力的なバリュエーションや業績成長、株主価値を高める抜本的な企業改革が見られ、ブラックロックは今年2回日本の見直しを引き上げました。ブラックロックの先進国株式の見直しでは、日本が引き続き最も堅調です。投資家はこの機会をしっかりとつかんでおり、その動きが2023年の広範な日本市場の上昇を一部説明しています。

ただし、細かく見ると市場の動きには微妙な違いがあります。グラフはPBR（株価純資産倍率）が低水準にある企業が今年アウトパフォームしたことを示しており、投資家がこのような企業が取り組むさらなる価値向上措置に先立って行動していることを反映しています。ブラックロックは、バリュエーションは全体的に引き続き魅力的であると見ています。リスクの1つとして、金融政策引き締めの可能性があるため、為替ヘッジなしの株式リスクを 선호します。

ブラックロックは、全体的に先進国市場よりも新興国市場（EM）の資産を 선호する姿勢を維持しています。新興国市場は世界の成長から切り離されているわけではなく、選択が重要だと考えます。

メガフォースは新興国株式に豊富な機会をもたらす可能性があります。インドのデジタル決済システムは、インドの金融の未来にとって良い兆しです。銀行が融資を調整することで、これがクレジット・ブームの道を開く可能性があると考えています。低炭素社会への移行はラテンアメリカ、特に銅やリチウムなどの主要資源の埋蔵量が豊富な国に重要な機会をもたらすと考えます。またメキシコなどの国は、米国企業が業務や生産を自国近くに持ってくることによる恩恵を受けるでしょう。

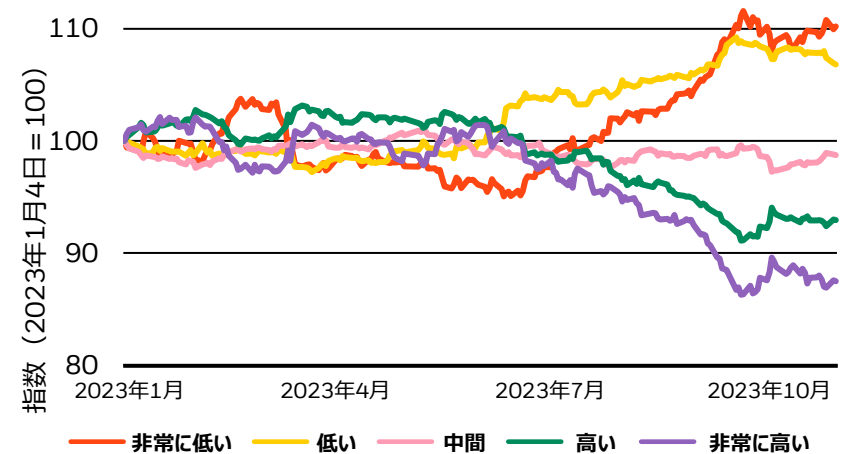
“日本とインドは、世界的分断による恩恵を受ける国に含まれます。”



Belinda Boa
CIO of Emerging Markets, BlackRock Fundamental Equity

改革が定着

日本：TOPIX指数のPBR別相対パフォーマンスの推移（2023年）



グラフからの結論：投資家はPBRが低い日本企業が株主価値を高める改革を強化すると見込んでいるため、こうした企業の株式はアウトパフォームしています。

過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。 出所：BlackRock Investment Institute, QUICKと大和証券のデータを使用、2023年12月。注記：グラフは、TOPIX指数の構成銘柄について、PBRに基づいて5つのグループに分類して年初来で指数化したパフォーマンスを示しています。グループ分けは、構成銘柄をPBRで昇順に並べ、それを時価総額加重された5つのグループに分け、各グループが市場時価総額に占める割合が均等になるようにします。例えば、「非常に低い」グループはPBRが最も低い企業で構成されます。グループは月次でリバランスされています。

新たな局面でベンチマークを上回るリターンの獲得を目指すブラックロックの投資指針では、地理的な面でも選択的になることが重要です。

不動産の投資機会

ブラックロックは、インフレ率は構造的に高止まり、結果として不動産やインフラが戦略的ポートフォリオの重要な役割を担うと考えます。一部の実物資産の価値やキャッシュフローがインフレと関連のある指標に連動していることがその根拠です。不動産価格や賃貸収入を思い浮かべてみてください。

しかし、ここでもマクロ経済動向は関係します。これまでリターンを後押ししてきた低金利は終わり、資金調達コストは構造的に上昇しています。現在の問いは「価格にどれだけ織り込まれているか」です。ブラックロックは、コア不動産のバリュエーションは金利と資金調達コストの上昇に合わせて調整されると予想していたため、2022年6月に不動産資産クラスに対する姿勢を慎重姿勢に転換しました。

バリュエーションは調整されましたが、調整余地はまだ残っています。不動産収益の不動産価格に対する比率を示すキャップレートは、一般的に不動産のバリュエーション指標として用いられます。金利と利回りが上昇する中、ブラックロックは上場不動産投資信託（REIT）と現物不動産の両方でキャップレートも上昇すると見込んでいました。

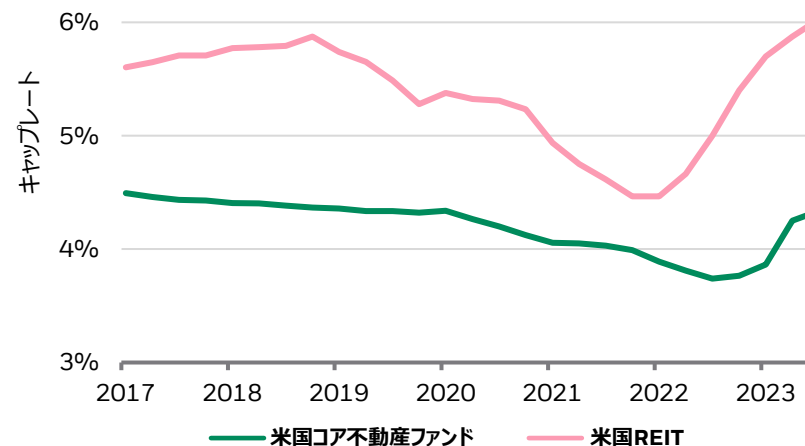
実際はどうだったのでしょうか。米国のコア不動産ファンドのキャップレートは、上場市場で取引される不動産投資信託よりも変動が少なくなりました（グラフを参照）。これは上場市場が新たな環境をよりよく反映していることを示しているとブラックロックは考えます。

地理、セクター、戦略タイプによるばらつきが大きいことを考えると、総合的なキャップレートですべてを説明できるわけではありません。加えて、相対的な魅力が異なる理由として資産の性質が挙げられます。米国REITは、データセンターやヘルスケアなど、コア不動産ファンドよりも広範な資産に投資します。これは、一部のREITの方が経済活動鈍化に対する耐性が高い可能性を意味し、インフレ局面では実物資産を購入するという単純な発想を超えることの重要性を示しています。

ブラックロックは、一部の上場実物資産の価格は、それに対応する一部のプライベート資産よりも調整が進んでいると見えています。機会を捉えるために重要なのは選別であり、価格に何が織り込まれているのかを理解し、実物資産間で機動的にシフトすることが必要だと考えます。

プライベート不動産は上場不動産に遅行

不動産のキャップレート（2017年～2023年）



グラフからの結論：金利上昇に対して、不動産投資信託（REIT）のバリュエーションはプライベート不動産よりも速く大きく反応しています。この状況は、上場REITの魅力プライベート不動産よりも高めていると考えます。

出所：BlackRock Investment Institute、NCREIF、Greenstreet、2023年12月。注記：グラフは過去のキャップレートを示します（緑の実線）。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

不動産のバリュエーションは新たな局面に対して異なる調整を見せています。構造的に高いインフレ率は、より長期的に戦略的ポートフォリオの実物資産に恩恵をもたらすでしょう。

見通しの背景

ブラックロックの短期的資産配分へのアプローチの説明

新たな局面において、広範で静的な投資ソリューションでは過去と同様の結果は得られないでしょう。代わりに必要とされるのが選別と緻密さであると考えます。アルファを獲得するため、ブラックロックは投資指針をさらに拡充します。

広範な資産配分

まずは、6～12カ月の短期間のブラックロックのマクロ見通しと、何が価格に織り込まれているかの評価に基づいて資産配分を決定します。その後、各資産クラスの広範なエクスポージャー全体にブラックロックのポートフォリオ見直しを取り入れます。

私たちは、マクロと市場のボラティリティが高まる新たな局面にいると考えます。以前は中央銀行の金融緩和政策によって株式と債券の両市場の上昇が促進されてきましたが、そのような過去と同様のリターンが広範な資産クラスで創出されるとは考えていません。

投資事例

- 欧米の先進国株式はアンダーウェイトを維持します。
- 短期債はオーバーウェイトを維持します。
- 高格付け社債は引き続きアンダーウェイトとします。

アルファと緻密さ

次にマクロ配分（マクロ・ニュートラルなエクスポージャー）以外のエクスポージャーを評価します。これには、セクターや国別のアルファや精緻な見通しが含まれます。

広範な資産クラスやマクロのリターンの魅力が低い場合に、リターンの可能性を生むアルファ機会があると考えます。新たな局面の不確実性は、マクロ環境のインサイトに対してリターンをもたらす得るでしょう。また、地域、セクター、業界の選好や投資機会を絞り込み、ベンチマークを上回るリターンを目指します。

投資事例

- 先進国および新興国株式にアルファ機会の可能性があると考えます。
- 緻密さの点では、テクノロジーや金融セクターを選好します。

メガフォースを捉える

マクロ環境を超越する、強力かつ構造的な力であるメガフォースの影響を考慮します。ブラックロックは、メガフォースの多くはすでにリターンや企業収益を生み出し始めており、その影響は資産クラスを超えてもたらされると考えます。

投資事例

- 先進国市場の人工知能テーマのオーバーウェイトを維持します。

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またはリサーチとして依拠すべきものではありません。アルファに関する記述は手数料を考慮していません。出所：BlackRock Investment Institute、2023年12月。

ダイナミック かつ機動的に

ブラックロックが確信しているのは、投資家は新たな局面ではより機動的なポートフォリオ運用をする必要があるということです。資産配分を一度決定したら見直しを行わないアプローチは、これまでのようには上手くいかないでしょう。

ブラックロックは、短期・長期の両方の見通しについて最も確信度の高い点を更新しましたが、いずれの時間軸の見通しにおいても機動的かつ精緻なポートフォリオ運用が重要であると考えます。また今回は、資産クラスのレベルでマクロ見通しを活用する方法を細分化し、そのような幅広いエクスポージャー以外のリターン獲得機会への見通しを組み入れています。

短期的には、全体的なマクロの見通しは、持続するインフレによって成長が停滞し続け、中央銀行が政策金利をより高くより長く維持する姿勢を促すと予想することから、単独で考えると先進国株式のアンダーウェイトを維持します。しかし、ブラックロックは先進国株式のアルファ機会は拡大していると考えています。AIのテーマとアルファを取り入れると、米国株式の見通しは中立に近づきます（右の例を参照）。11ページで説明したように、日本に対する肯定的な見解は維持しています。また、先進国株式ではAI関連銘柄を引き続き選好します。

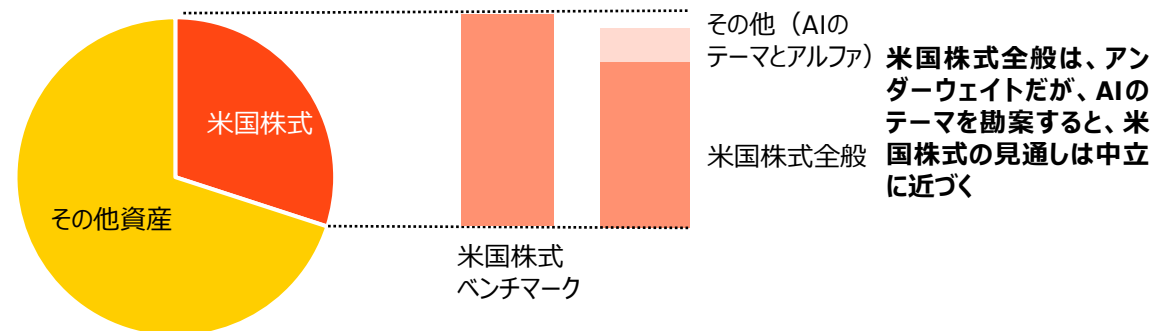
戦略的（長期）には、インカムを重視します。ブラックロックのインフレ予測に従い、インフレ連動債を最大限オーバーウェイトする姿勢を維持します。プライベート市場のインカムは引き続き選好し、先進国国債では、短期・中期国債の選好を継続します。

Big calls – 今後の予測

ブラックロックの最も確信度の高い戦術的（短期6～12カ月）および戦略的（長期）見通し：2023年12月

短期的見通し	理由
先進国株式	<ul style="list-style-type: none"> マクロの観点では引き続きアンダーウェイトとしますが、AIのテーマとアルファ機会の可能性により、中立に近いポジションとします（下図を参照）。
債券のインカム	<ul style="list-style-type: none"> 債券が提供するインカムによる収入は、金利上昇環境で全体的に拡大しています。ブラックロックは短期債を選好し、長期米国債については両方向に動くリスクがあると考えていることから現時点では中立とします。
地域エクスポージャーの精緻度	<ul style="list-style-type: none"> 地域エクスポージャーの精緻度を高め（11ページ参照）、先進国市場では日本株式を選好します。新興国市場では、相対バリュエーションは割高に見えるものの、メガフォースの恩恵を受ける国としてインドやメキシコを選好します。
長期的見通し	理由
プライベート・クレジット	<ul style="list-style-type: none"> 銀行の融資額が減少する中でプライベート・クレジットが貸出金のシェアを獲得し、信用リスクと比較して相対的に魅力的なリターンを得ると考えます。
インフレ連動債	<ul style="list-style-type: none"> 新たな局面ではインフレは政策目標を上回る3%近くで推移すると見ており、この点はブラックロックの長期的見通しにおいて最も確信度の高い見方の1つです。
短中期債	<ul style="list-style-type: none"> 全体的に長期債よりも短期債を選好します。インフレがより不確実で変動が大きいこと、債券市場のボラティリティの高まり、投資家の需要の鈍化がその根拠となっています。

メガフォース関連のオーバーウェイトを含む全体的な米国株式の見通しの詳細



注記：見通しは米ドルベースです。2023年12月。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。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リサーチまたは投資アドバイスではありません。米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものであり、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。

各資産の短期的見通し

各資産クラスの6~12カ月の短期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：2023年12月

ブラックロックのアプローチでは、まずマクロ見通しと市場での織り込み度合いに基づいて資産配分を決定します。下の表はそれを反映しています。アルファ機会（ベンチマークを上回るリターンを生み出す可能性）は考慮していません。新たなレジームは、広範な資産クラスの静的エクスポージャーにプラスになるとは考えていませんが、アルファ機会は広がると見えています。例えば、非常に効率的な先進国株式市場でのアルファ機会は歴史的には多くありませんが、ボラティリティの高まり、マクロの不確実性、リターンのはらつきにより、現在は状況が異なっていると考えます。新たな局面ではインサイトと能力にプレミアムが付くというのがブラックロックの見方です。

株式	見通し	コメント
米国		幅広い市場をアンダーウェイトとしますが、引き続きポートフォリオの最大の構成要素です。利下げやソフト・ランディング期待による上昇が見られましたが、こうした期待が裏切られるリスクがあると考えます。
欧州		アンダーウェイトとします。ECBは景気が減速する中で金融引き締めを継続しています。バリュエーションは魅力的ですが、センチメントが改善するきっかけは確認できていません。
英国		中立とします。魅力的なバリュエーションは、軟調な成長見通しと根強いインフレに対抗するためのイングランド銀行の急激な利上げをよりよく反映していると考えます。
日本		オーバーウェイトとします。より強固な成長による後押しが予想を上回る業績につながっています。自社株買いやその他の株主に有利な動きはプラスです。短期的なリスクとして金融引き締め可能性があります。
先進国のAI 巨大な潮流		オーバーウェイトとします。複数の国やセクターのAI中心の投資サイクルの展開が収益とマージンの下支えになるだろうと考えます。
新興国		中立とします。成長軌道は鈍化していると考えられ、中国の刺激策も限定的です。新興国では株式よりも債券を 선호します。
中国		中立とします。適度な刺激策により経済活動が安定する可能性があります。バリュエーションは低下しています。人口高齢化や地政学的リスクなど、構造的な課題が残っています。

アンダーウェイト
中立
オーバーウェイト
● 前回の見通し（変更があった場合のみ）

債券	見通し	コメント
米国短期国債		オーバーウェイトとします。金利はより長期にわたって高水準にとどまりインカムが見込まれることから、短期国債を 선호します。
米国長期国債		中立とします。政策金利見通しに起因して上昇していた利回りはピークを越えたと見えます。長期債の利回りが上昇するか低下するか、どちらに動くかはほぼ同程度の可能性であると考えます。
米国物価連動債		中立とします。インフレ率は中期的に上昇すると見えますが、短期的にはインフレの沈静化と経済成長がより重要となり得ると考えます。
欧州物価連動債		アンダーウェイトとします。ユーロ圏よりも米国を 선호します。インフレが米国と比較して欧州でどの程度持続するかについて、市場は過大評価していると考えています。
欧州の国債		中立とします。市場価格はブラックロックの予想と整合する政策金利を反映しており、10年債利回りは最高水準から下がっています。周辺国債券のスプレッド拡大は引き続きリスクです。
英国債		中立とします。英国債利回りは米国債と比較して縮小しています。市場は、ブラックロックの予想に近いイングランド銀行の政策金利を織り込みつつあります。
日本国債		アンダーウェイトとします。日本銀行の超緩和政策の段階的縮小による利回りの上振れリスクが見込まれます。
中国国債		中立とします。債券は緩和策に下支えされています。しかし、先進国の短期債利回りの方が魅力的だと思われる。
グローバル投資 適格社債		アンダーウェイトとします。タイトなスプレッドは、利上げが企業のバランスシートに与えるであろう影響に十分に見合っていないと考えます。米国よりも欧州を 선호します。
米国エージェンシー MBS		オーバーウェイトとします。分散された債券配分の中でエージェンシーMBSを質の高いエクスポージャーと見ており、投資適格債よりも 선호します。
グローバル・ ハイイールド債		中立とします。スプレッドはタイトですが、トータル利回りおよび短期的に市場が上昇する可能性は好みます。欧州を 선호します。
アジア・クレジット		中立とします。バリュエーションは強気に転じるのに十分な割安水準にはないと思われる。
新興国債券 (米ドル建て)		オーバーウェイトとします。利回りの上昇を理由として米ドル建ての新興国債券を 선호します。また、新興国の中央銀行が利下げを実施する中で、下落する現地通貨の影響から保護されてもいます。
新興国債券 (現 地通貨建て)		中立とします。利回りは米国債利回りに近い水準まで低下しています。中央銀行の利下げは新興国通貨への打撃となり、リターンを足かせとなる可能性があります。

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。アルファに関する記述は手数料を考慮していません。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ではありません。米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものであり、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。

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

〒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

03-6703-4100（代表）

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。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、米ドル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。

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、本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。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役職員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。

なお当資料は、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などはお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。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。

BlackRock