

## 投資戦略マンスリー

米国の緊急対策は万能薬ではない—慎重姿勢を維持

### 要約

- 金融不安の深刻化を受け、米国政府は大がかりな緊急対策の案を発表した。
- 金融安定化法案はまだ議会を通過していないが、いずれ成立にこぎつけられると思われる。
- 救済案は金融市場の崩壊を防ぐ意味では評価されるが、米国が景気後退を回避できる可能性は低い。
- 世界経済が多くの試練に直面していることからみて、金融市場のボラティリティは高水準が続くと予想される。

### 経済見通し

- UBS WMR では、大半の地域についてコンセンサスより低い経済成長を予想しているが、最近の経済指標の内容や、資金市場や信用市場が機能不全に陥っていることを考えると、UBS WMR 予想にすら届かない可能性もある。
- 先進国のインフレ率はピークに達しており、今後数カ月は景気への懸念が強まってインフレ圧力は後退するとみられる。

### 投資戦略の変更

- 米国株をオーバーウェイトからややオーバーウェイトに引き下げ、その代わりにユーロ圏をニュートラルからややオーバーウェイトに引き上げる。
- 信用不安が和らぐ兆しを確認できるまで、当面株式に対しては慎重姿勢を維持する。景気動向も依然として懸念材料である。
- 中長期的なファンダメンタルズ面で社債には魅力がある。しかし、米ドル建ての新興市場債には慎重姿勢を継続する。

### 主要投資戦略

9 月の一連の出来事は、信用市場が危機的状況に陥り、金融システム全体がほぼ機能不全となる恐れを示すものだった。米政府が緊急対策を発表したことで多少安定感を取り戻したものの、金融システムの危機を打開するには、緊急安定化法案の最終的な成立が重要となる。政府案は、金融市場の信認の回復、ひいては信用活動の回復への希望を与えるものではあるが、この案だけで金融システム全体の資本基盤の立て直しに十分な契機になるかどうかは疑問であり、ましてや米国や世界の経済が深刻な混乱から救われるとは思われない。米国は景気後退に入ると予想され、他の地域の経済指標もふるわないことから、景気敏感型の業種をはじめ、企業収益が悪化するリスクは高まっている。景気見通しが悪化しており、信用市場が依然として機能不全に近いことから、株式市場への投資には慎重姿勢を取りたい。

本稿は、UBS Wealth Management Research が作成した“UBS Investment Strategy Guide”(2008 年 9 月 29 日付)を翻訳・編集したものです。

### 投資戦略一覧 — ヘッジあり<sup>1</sup>

	債券	株式	為替
米国	n	+	+
カナダ	---	-	n
ユーロ圏	+	+	-
英国	++	-	-
スイス	n	++	+
スウェーデン	n	n	n
日本	-	n	+
オーストラリア	+	-	-
香港	n.a.	-	n.a.
シンガポール	n.a.	n	n.a.
新興市場	n.a.	-	n.a.

#### 資産クラス

グローバル株式	--
グローバル債券	++

<sup>1</sup>記号: + = ややオーバーウェイト, ++ = オーバーウェイト, +++ = ストロング・オーバーウェイト, n = ニュートラル, - = ややアンダーウェイト, -- = アンダーウェイト, --- = ストロング・アンダーウェイト, n.a. = 該当なし

注: この表は、海外投資の通貨エクスポージャーは完全にヘッジされていることを前提とした、債券および株式の相対的な投資妙味を示している(すなわち、為替の変動はパフォーマンスに影響を与えないと想定)。通貨ごとに個別の考慮を施している(3 列目参照)。

出所: UBS WMR

2008 年 9 月 29 日時点

### 資産クラス別リターン<sup>1</sup>

%	2007	年初来	今後 12 ヶ月 <sup>2</sup>
短期金融市場	4.2	3.0	4.3
国債	4.7	2.3	2.5
社債	3.8	-4.6	5.5
株式 <sup>3</sup>	5.2	-18.5	5.0

<sup>1</sup>総リターンは現地通貨建て、主要市場の加重平均。<sup>2</sup>今後 12 ヶ月の予想リターン。<sup>3</sup>MSCI

出所: Thomson Financial, Bloomberg, UBS WMR  
2008 年 9 月 26 日時点

過去の実績は将来の運用成果等を保証するものではありません。図表も含め、本稿に記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。

**為替戦略: 安全志向が適切**

為替市場はリスクに対する世界的な市場心理を映し出す鏡である。このところの金融市場の動揺を受けた動きのようにリスク回避志向が強まると、スイスフランや円のような低金利通貨が買われる傾向にある。ここ数年、高金利通貨に投資資金が向かい、こうした通貨への関心は低かった。だが、経済の不透明感が早期に払拭されるとは考えにくいことから、低金利通貨にはまだ一段の上昇余地があるとみている。

**米ドル(USD: ややオーバーウェイト):** 米ドルは大半の通貨に対して過小評価されている。FRB は今後数ヵ月間、金利を据え置くとみている。

**カナダドル(CAD: ニュートラル):** カナダドルは米ドルに対して適正水準にあると考えているが、米国の景気低迷のあおりを受ける可能性がある。

**日本円(JPY: ややオーバーウェイト):** 円はすべての主要通貨に対して割安である。日本経済の見通しは明るくはないものの、ディフェンシブ通貨として価値がある。

**ユーロ(EUR: ややアンダーウェイト):** ユーロは最も割高な通貨の部類に入る。景気減速傾向が一段と鮮明になれば、ECB は利下げを迫られる可能性が高まるとみられる。

**スイスフラン(CHF: ややオーバーウェイト):** ファンダメンタルズからみてスイスフランは割安であり、対ユーロで上昇が見込まれる。加えて、スイス経済は比較的抵抗力がある。

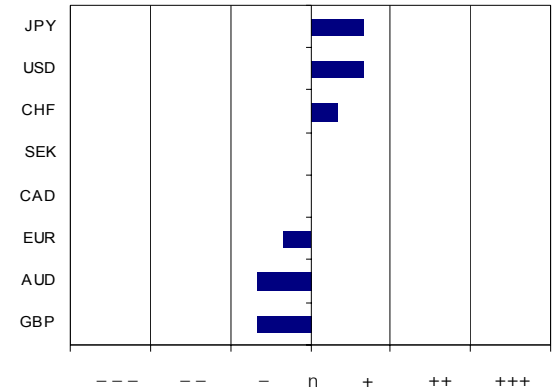
**スウェーデンクローナ(SEK: ニュートラル):** スウェーデンクローナは、対ユーロで割安感があるが、世界的な景気の減速が経済に悪影響を及ぼす可能性がある。

**英ポンド(GBP: ややアンダーウェイト):** 英ポンドは相対的に割高であり、住宅市場の冷え込みや信用不安が景気の足かせになっている。

**豪ドル(AUD: ややアンダーウェイト):** 豪ドルは最も割高な通貨の1つであり、景気の悪化を示す材料が増えている。

**為替戦略**

ベンチマークからの乖離<sup>1</sup>



<sup>1</sup>記号: 1 ページの注参照。

出所: UBS WMR 2008 年 9 月 29 日時点

**為替市場のリターン(対USD)<sup>1</sup>**

通貨	戦略 <sup>2</sup>	市場リターン(%)	
		2007	年初来
CAD	n	16.8	-3.5
EUR	-	10.5	0.1
GBP	-	1.4	-7.5
CHF	+	7.5	3.9
SEK	n	5.9	-2.0
JPY	+	6.6	4.8
AUD	-	10.9	-4.5

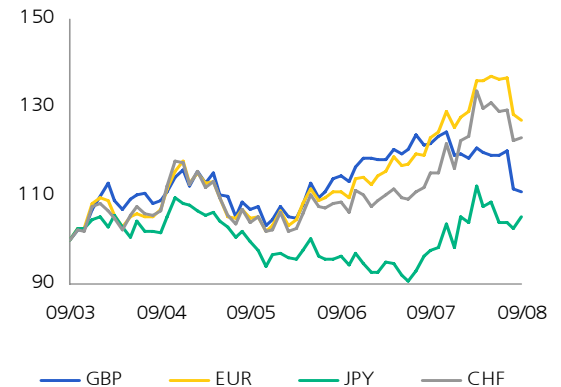
<sup>1</sup>為替レートの変動率(%)。プラスの数字はUSDに対して上昇したことを示す。<sup>2</sup>記号: 1 ページの注参照。

出所: Thomson Financial, UBS WMR

2008 年 9 月 26 日時点

**為替レートの推移**

指数化為替レート(対 USD)



出所: Thomson Financial, UBS WMR

2008 年 9 月 26 日時点

**株式市場戦略: ユーロ圏のウェイトを上げ、米国を引き下げ**

ユーロ圏の最近の経済指標はコンセンサス予想を下回っており、景気後退を予測する見方が広がっている。ユーロ圏の株式市場では、割安感とユーロ安が景気の弱さを補うと予想している。

- ・ UBS WMR のモデルでは、ユーロ圏の株式はこのところ割安感が増している。12 ヶ月予想 PER は現在 8.8 倍で、20 年平均を 40% 下回っている。
- ・ 7 月半ば以来ユーロが緩やかに下落していることが、ユーロ圏市場の支援材料になっている。
- ・ 今夏、米国の経済指標は持ちこたえたが、今後大幅な悪化が予想される。さらに、米ドルが上昇すれば米国株式にとってさらなる悪材料となろう。

**米国(ややオーバーウェイト):** 米国株をオーバーウェイトからややオーバーウェイトに引き下げる。景気的大幅な落ち込みが見込まれるうえ、貿易加重ベースの米ドルはこの四半期で 6% 上昇しており、企業収益を圧迫するとみられる。

**ユーロ圏(ややオーバーウェイト):** このところ、ユーロ圏の株式は割安感が増している。PER は 9 倍を割り込んでおり、再び魅力を取り戻していると考えられる。また、ユーロは一時よりも安くなっており、経済成長の見通しも大幅に下方修正されていることから、予想外の悪材料が出る可能性は低下している。しかし、コンセンサス予想では依然として、2009 年 EPS は 2 けたの伸びを見込んでおり、今後数週間のうちに業績見通しがかなり下方修正されると思われる。以上から、ややオーバーウェイトへの引き上げにとどめる。

**英国(ややアンダーウェイト):** ユーロ圏同様、株式市場に割安感はあるが、国内経済は低迷している。また、住宅価格の大幅下落が金融業界にさらに重くのしかかっている。ユーロ圏に比べてエネルギーと基礎資源の比重が高いことは市場にとってマイナスとみられる。世界的に景気が減速する状況下で、商品価格が引き続きリスク要因である。

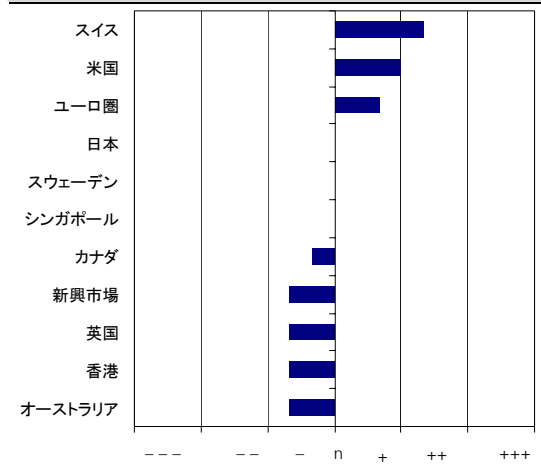
**日本(ニュートラル):** 日本の景気は明らかに減速基調にあるが、割高感はないことから、当面ニュートラルを継続する。

**新興市場(ややアンダーウェイト):** 新興諸国の成長率は引き続き先進諸国を上回ると想定しているが、今年から来年にかけて、目に見えて景気が減速する可能性もある。しかし、企業収益のコンセンサス予想は依然として高水準にあり、市場では成長の鈍化を十分織り込んでいないように思われる。今年に入ってから割高感はかなり緩和しているとはいえ、他市場に比べて明らかに割安感に乏しい。

**日本を除くアジア(ややアンダーウェイト):** アジアのファンダメンタルズは今後数ヶ月間も厳しい環境が予想される。企業収益は、経済成長の鈍化とコストの上昇によって圧迫されるとみられる。インドネシアは世界的な景気悪化の影響が比較的少ないうえインフレも落ち着いてきており、アンダーウェイトからニュートラルに引き上げる。一方、台湾は景気見通しの悪化やハイテク産業の低迷から、オーバーウェイトからニュートラルに引き下げる。

**株式戦略 (ヘッジあり)<sup>1</sup>**

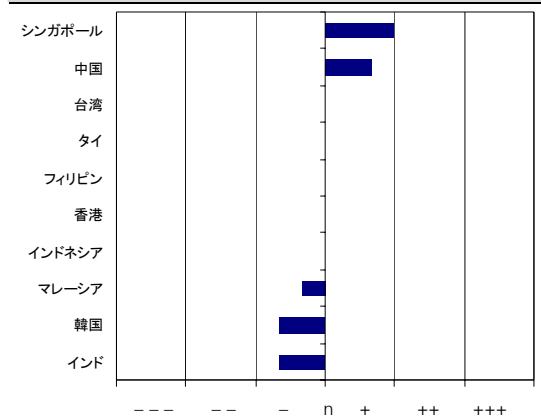
ベンチマークからの乖離<sup>2</sup>



<sup>1</sup> これらの戦略のウェイトは為替ヘッジ後(すなわち、為替関連のリスクが考慮されていない)。<sup>2</sup> 記号: 1 ページの注参照。出所: UBS WMR 2008 年 9 月 29 日時点

**株式戦略 (ヘッジなし) - 日本を除くアジア<sup>1</sup>**

ベンチマークからの乖離<sup>2</sup>



<sup>1</sup> これらの戦略のウェイトは為替ヘッジなし(すなわち、為替関連の想定リターンとリスクが考慮されている)。<sup>2</sup> 記号: 1 ページの注参照。出所: UBS WMR 2008 年 9 月 29 日時点

**バリュエーションと収益性指標**

	PER <sup>1</sup>	PBR <sup>2</sup>	ROE <sup>3</sup>	DY <sup>4</sup>
オーストラリア	10.37	2.35	17%	4.66
カナダ	10.00	2.54	15%	2.52
ユーロ圏	8.85	1.63	15%	4.29
香港	12.97	1.57	12%	3.20
日本	12.73	1.51	10%	1.86
シンガポール	11.23	1.78	16%	3.44
スウェーデン	9.23	1.84	16%	4.44
スイス	11.87	2.36	15%	3.13
米国	11.71	2.46	14%	2.17
英国	8.20	1.87	19%	4.46

<sup>1</sup> 株価収益率(12 ヶ月後)。<sup>2</sup> 株価純資産倍率。<sup>3</sup> 株主資本利益率。<sup>4</sup> 配当利回り 2008 年 9 月 26 日時点  
出所: I/B/E/S, Thomson Financial, UBS WMR

**商品戦略:市場は一段と軟化**

商品価格のボラティリティは 9 月に大きく上昇した。全般的に商品価格は、世界の景気が谷間を迎えるとみられる 2009 年第 1 四半期に底入れすると予想される。そこで、現時点ではディフェンシブな戦略をとり、ベースメタル、エネルギーよりも貴金属のウェイトを高めとする。

**ベースメタル(アンダーウェイト):** マクロ経済指標の弱さがベースメタルの価格に重しとなっていると考えられる。ベースメタルの中では、亜鉛に魅力がある。亜鉛は価格の低迷から供給調整を余儀なくされているが、これ以上価格が下落する可能性は限定的とみられる。銅の価格は限界生産費を上回る水準にあり、まだ不安定である。

**貴金属(オーバーウェイト):** 貴金属は今後数カ月、他を上回るリターンが見込まれる。金融市場を取り巻く不透明感からリスク回避志向は根強く、貴金属にとってはプラス要因である。とはいえ、リスク回避が安定した価格上昇要因とはいえ、流れがすぐ変わる可能性もあり、十分注視することが必要である。他にもインフレや南アフリカの供給問題などが価格押し上げ要因としてあげられるが、今のところ市場では材料視されていない。

**上場不動産関連商品戦略**

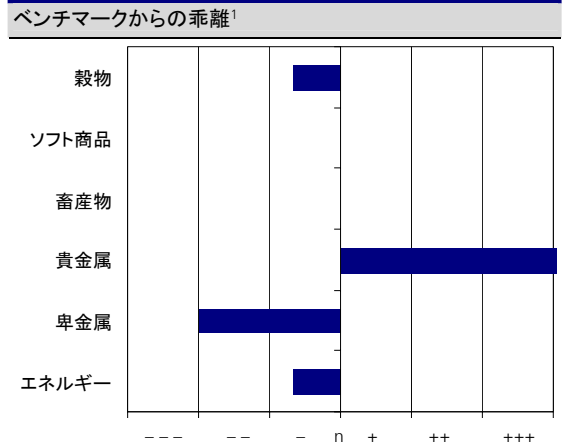
上場不動産会社が収益を伸ばせるかどうかは、経済の全体的な健全性や信用市場の流動性にかかっている。程度に差はあれ、これらの要因は幅広い地域で悪化している。しかし不動産セクターはこのところの下落で、景況の悪化を織り込んだ水準までバリュエーションの調整が進んでいる。

**北米(ややオーバーウェイト):** 北米の商業用不動産は、住宅用ほどの過剰投資は起こらなかった。他の地域に比べて現在の利回りは魅力があり、不動産会社の株式が純資産価値を下回る水準にあることは好材料である。また、米国の金利が低いことを考慮すると、北米の不動産株は他の地域の不動産株に比べて魅力があると考えている。

**英国(ややアンダーウェイト):** 英国経済が悪化しつつあることは、国内不動産セクターに対するこれまでの過剰投資が明らかに関係していると考えられる。市場に安定化の兆しがみられるか、あるいはイングランド銀行の政策面の強い支援がない限り、希望的な見方はできない。

**日本(ニュートラル):** 日本は負債比率がさほど高くなく、割高感もないことから、ニュートラルを維持する。

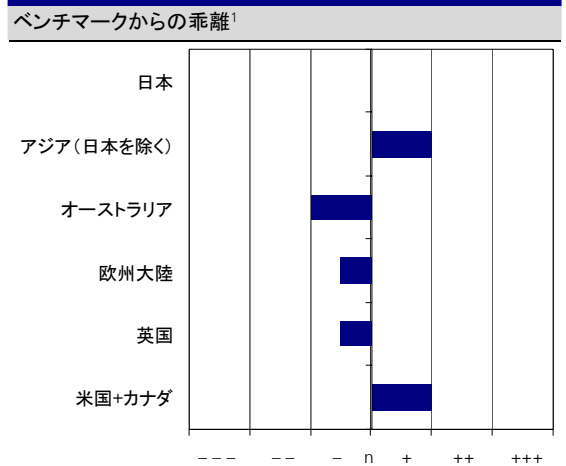
**商品戦略 (USD)**



<sup>1</sup>記号: 1 ページの注参照。ニュートラルのウェイトは DJ AIIG 商品指数を基準: エネルギー 33%、工業用金属 18%、貴金属 8%、畜産物 10.5%、穀物 18.4%、ソフト商品 11.8%。ソフト商品にはコーヒー、砂糖、綿花など、ベースメタル(卑金属)には、銅、アルミ、ニッケルなどが含まれる。

出所: UBS WMR 2008 年 9 月 29 日時点  
注: UBS 証券会社東京支店ウェルス・マネジメント部では商品取引は取り扱っていませんが、ご参考情報として記載しています。

**不動産関連上場商品戦略 (ヘッジあり)**



<sup>1</sup>記号: 1 ページの注参照。ニュートラルのウェイトは GPR250b 指数に基づく: 北米 (36.6%)、英国 (9.4%)、欧州大陸 (12.8%)、オーストラリア (11.2%)、日本 (16.3%)、日本を除くアジア (13.7%)

出所: UBS WMR 2008 年 9 月 29 日時点

**免責事項と開示事項**

本レポートは、UBS ウェルスマネジメント・リサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券会社のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG (以下、「UBS」) および UBS グループ内の他の企業 (またはその従業員) は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

© 2008 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

**金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示**

商号等: UBS証券会社 東京支店 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第232号

加入協会: 日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会

UBS証券会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント部門のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.05%(税込み)(10,500円未満の場合は10,500円(税込み))、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.3125%(税込み)(26,250円未満の場合は26,250円(税込み))の手数料が必要となります。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。また、外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料及び公租公課その他の賦課金が発生します。

株式は、株価の変動により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

UBS証券会社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。

債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

外国為替先渡取引における先渡レートは、市場における直物(スポット)レート、市場におけるフォワード・ポイント、当社スプレッドを考慮して決定され、別途手数料をいただくことはありません。

外国為替先渡取引は、対象となる 2 通貨間の為替レートや金利差の変動により、損益が変動し、損失あるいは元本超過損失(差し入れ担保額を超える損失)が発生するおそれがあります。

通貨オプション取引に関し、プレミアムの受け渡し、権利行使による通貨の受け渡し以外に、お支払いいただく手数料・費用等はありません。

通貨オプション取引では、対象となる 2 通貨間の為替レート、金利差、予想変動率(ボラティリティ)の変動により、損益が変動し、損失あるいは元本超過損失(差し入れ担保額を超える損失)が発生するおそれがあります。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、UBS 証券で取り扱っていないものも含まれています。