

投資戦略マンスリー

株式エクスポージャーの戦術的な縮小

要約

戦略の概要:株式の配分を削減

- 過去 2 カ月間に力強く反騰したため、利益の確定を推奨し、世界株式をニュートラルに引き下げる。世界的なリフレ政策が奏功するという UBS WMR の中期シナリオには変わらないが、現状で市場はかなり大きな壁に直面しているとみている。
- まず金融セクターは依然、財務建て直しの必要にせまられている。第 2 に、豚インフルエンザの急激な広まりが市場に新たなリスクをもたらしていると考えられる。
- 通貨について、引き続き米ドルに対しユーロを選好する。また、円についても、現在円高が日本経済には重しとなっていることから慎重見解を据え置く。

経済見通し

- 経済指標からは、米国が間もなく景気後退の最悪期を脱する可能性があることが示唆されており、中国はさらにそうした傾向が強く、景気回復が始まりつつある様相である。
- 米国、英国、スイスを含む各国ではインフレ率がマイナスに転じた。これは主として 2008 年半ば以降の商品価格（特に原油）の急落を反映したものだ。長期的には、リフレ政策が奏功することでインフレ率上昇のリスクがもたらされるとみている。

グローバル戦略

3 月初めには極端な低水準に低下していた投資家センチメントは、4 月中は持続的に改善が続いた。この改善に寄与したのは主に 2 つの要因である。米国、中国で景気先行指標がプラスのサブライズを示したことで、世界経済が底の見えない落下状態から安定化へと移行しつつあることが示唆されたことが 1 つ。もう 1 つは、金融各社の業績がコンセンサス予想を上回ったことだ。しかし短期的には金融セクターには厳しい見通しが見込まれる。米国、欧州いずれにおいても金融企業にはさらなる資本需要があり、希薄化リスクは大きいとみている。

メキシコで発生した豚インフルエンザが米国とカナダ、さらには欧州へと広まりつつある様相であるが、これは新たな重大なリスク要因となっている。世界的な大流行へと発展する可能性があるため、当面、株式へのエクスポージャーはニュートラルへと戦術的に引き下げる。

本稿は、UBS Wealth Management Research が作成した“UBS Investment Strategy Guide”(2009 年 4 月 27 日付)を翻訳・編集したものです。

投資戦略一覧 — ヘッジあり¹

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

¹ 総リターンは現地通貨建て、主要市場の加重平均。² 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。

出所: UBS WMR

2009 年 4 月 27 日時点

資産クラス別リターン¹

%	戦略	2008	年初来 ²
短期金融市場	n	5.1	0.8
国債	--	11.0	-0.9
社債 ³	++	-11.2	2.4
株式 ⁴	n	-38.3	-1.7
上場不動産	n	-45.1	-9.3
商品	n	-35.6	-5.2

¹ 総リターンは現地通貨建て、主要市場の加重平均。² 今後 12 カ月の予想リターン。³ 社債の構成は 75% が投資適格債で 25% が高利回り債。⁴ MSCI

出所: Thomson Financial, Bloomberg, UBS WMR

2009 年 4 月 27 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。

経済見通し: いよいよ緩むリセッションの呪縛

欧州、および、より小規模で輸出依存度の高い各新興市場ではリセッションが引き続き悪化したが、中国と米国は最悪期を脱したと思わせる兆候が出てきている。今後数カ月にわたり経済指標はコンセンサス予想を上回る可能性があると考えている。

成長率: ここ 1 カ月間、世界的な景気の悪化は、依然として急激ではあるものの、ようやく底を打った可能性があることを示すより多くの兆候が出てきた。中国と米国では大規模なリフレ政策が動員された結果、最近になって先行指標が改善し始めた。このことは、景気が今年の後半には小幅回復するという UBS WMR が長く主張してきた予想に整合するものだ。一方、欧州の大部分、そしてより小規模で輸出依存度の高い一部アジア諸国ではリセッションの悪化が進んだ。それでも一部の先行指標(例えば受注のインフローや企業景況感など)は底入れもしくは若干の改善さえしたが、これら各国の景気が回復に転じるのは 2010 年に入ってからになると予想している。

インフレ: 米国、英国、スイスを含む各国ではインフレ率がマイナスに転じた。これは主として 2008 年半ば以降の商品価格(特に原油)の急落を反映したものだ。商品価格下落による影響は今秋にかけて後退し、物価は再び上昇に転じるとみている。いくつかの大国で大規模な量的緩和策が実施されていることから、UBS WMR では長期的には通貨増発によって物価はより大きな上昇を示すようになってみている。

短期金利: まだ利下げの余地を残す中央銀行は引き続き利下げを実施しているが、非伝統的な金融政策の効果がより大きくなってきている。米 FRB とイングランド銀行は国債の直接買い取りの大規模なプログラムを発表し、スイス国立銀行は対ユーロのスイスフラン高を食い止めるために為替介入に踏み切った。ECB はそうした政策を避けているが、いずれ何らかの信用緩和策を講じる可能性がある。カナダ銀行とスウェーデン中銀は、必要が生じれば何らかの量的緩和策を講じる準備があるとしている。

債券利回り: 10 年物国債の利回りは過去 1 カ月ほぼ横ばいで推移している。UBS WMR の予想通りインフレ率が今後数カ月でマイナスに転じるとなると、デフレ懸念によって金利低下が若干進む可能性がある。しかし予想される景気の回復と予想されるインフレ率の若干の上昇があいまって、年末から 2010 年内にかけて利回りが上昇する可能性がある。

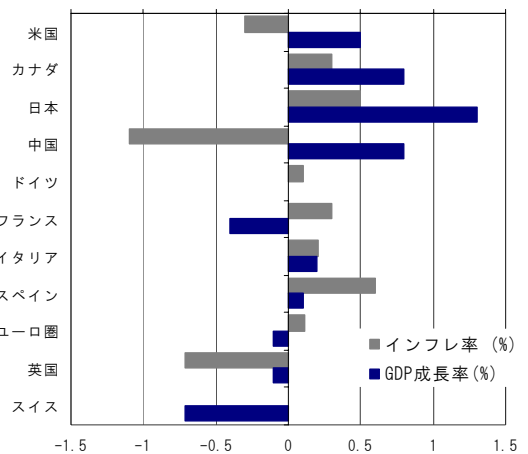
経済予想

(%)	GDP 成長率			インフレ率		
	'08	'09 F1	'10 F1	'08	'09 F1	'10 F1
世界	3.2	-0.5	2.8	5.7	1.6	2.8
米国	1.1	-2.2	2.0	3.8	-1.0	1.4
カナダ	0.7	-1.5	2.2	2.4	0.5	2.1
日本	-0.7	-5.0	1.5	1.4	-0.8	0.5
ユーロ圏	0.7	-3.5	-0.2	3.3	0.5	1.3
ドイツ	1.3	-4.5	-0.1	2.6	0.5	1.5
フランス	0.7	-2.9	-0.2	2.8	0.6	1.5
イタリア	-0.9	-3.4	-0.1	3.3	1.0	1.8
スペイン	1.0	-2.8	-0.5	4.1	0.8	2.0
英国	0.7	-3.4	-0.2	3.6	0.7	1.4
スイス	1.6	-2.8	-0.4	2.4	-0.4	0.6
中国	9.0	7.8	8.5	6.1	-1.2	1.6
インド	6.4	5.5	6.3	8.5	0.0	5.0
ロシア	6.5	-2.0	3.0	14.0	11.0	9.0
ブラジル	5.1	-1.2	3.7	5.9	4.5	4.5

出所: UBS WMR 2009 年 4 月 27 日時点
F: 予想

主要経済予測

2009 年コンセンサスとの差、%



出所: Consensus Economics, UBS WMR
2009 年 4 月 27 日時点

金利・為替予想

%	3 カ月金利		10 年国債利回り		対米ドル為替レート	
	6m	12m	6m	12m	6m	12m ²
米国	0.30	0.30	2.70	3.20	1.00	1.00
カナダ	0.70	0.70	2.70	2.90	1.17	1.15
日本	0.30	0.30	1.50	1.50	105	110
ユーロ圏	1.00	1.00	2.90	3.00	1.45	1.50
英国	0.90	0.90	3.20	3.50	0.65	0.63
スイス	0.30	0.30	2.10	2.50	1.07	1.05

出所: UBS WMR 2009 年 4 月 27 日時点
6m: 6 カ月後、12m: 12 カ月後

株式市場戦略: 引き続き欧州を選好

株式は 3 月初め以降、金融株をはじめとして好調に推移している。米銀行システムに対するストレステストの結果が 5 月 4 日に発表される予定だが、その結果が不透明であるため、引き続き米国株には慎重姿勢を維持する。

米国(ややアンダーウェイト): 米国市場のバリュエーションは適正水準。主に金融株が主導して力強く反騰をしたものの、同市場には引き続き慎重姿勢を維持する。米大手行に対するストレステストの結果は 5 月初めに公表される予定。また、公共-民間投資プログラム(PPIP)が効果を示すかどうかは依然、不透明である。

ユーロ圏(ややオーバーウェイト): バリュエーションが魅力的であることからユーロ圏はオーバーウェイトとする。6%という配当利回りは、他市場に比較すると非常に魅力的。また、今後数ヶ月間は経済指標が一層の安定を示すことで株価を下支えするとみている。

英国(ややオーバーウェイト): 英国はバリュエーションが最も魅力的水準にある市場の一つ。企業は利益の約 70%を英国外で上げているため、ポンド安が企業業績の低下に対しある程度のクッションとなる。アナリストはすでに、2009 年中に企業業績が 30%低下すると予想している。ともあれ英国は商品セクターへのエクスポートが強いことがリスクとなっている。

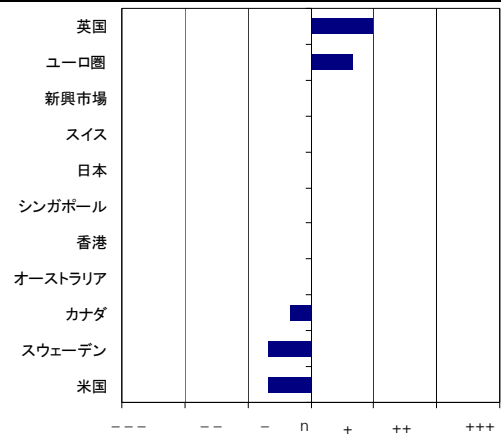
日本(ニュートラル): 日本は企業業績低下のモメンタムが、UBS WMR がカバーする市場では最も強い。実績ベースの利益は 3 个月前から 90%程度低下しており、12 ヵ月予想ベースの利益は 46%低下している。このことから、予想値には景気のネガティブな材料はほぼ織り込まれていると思われる。ニュートラルで据え置く。

新興市場(ニュートラル): 新興市場は 2009 年に先進国市場を上回る成長を示すと予想するが、ペースは昨年を下回ろう。新興市場の成長期待は過去数ヵ月で急激に調整しており、より現実的なシナリオを織り込んでいるとみている。新興市場の株式は世界市場全体に比べると適正なバリュエーション水準にあるとみる。他の新興市場に対しアジア市場を選好。

日本を除くアジア(オーバーウェイト): 日本を除くアジア地域諸国は金融市場の構造的問題の規模が小さいことがプラスに働いている。これらの国は妥当なバリュエーションにも恵まれており、中国、ロシアという大国で国内景気が相対的に底堅さを示していることにも恩恵も受けている。UBS WMR では最近、シンガポールの評価をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げたが、これは過去数週間に株価が力強く推移したことでバリュエーションの優位性が低下したためである。また、国際通貨基金(IMF)の新たな資金調達検討が発表されたため、新興市場で危機が発生するリスクは低下したとみている。このため、レバレッジが低位であることと金融システムの健全性がもたらしていたシンガポールの優位性は低下すると思われる。このため、市場がアンダーパフォーマンスしておりバリュエーションが改善したフィリピンの評価をアンダーウェイトからニュートラルへと上げた。

株式戦略 (ヘッジあり)¹

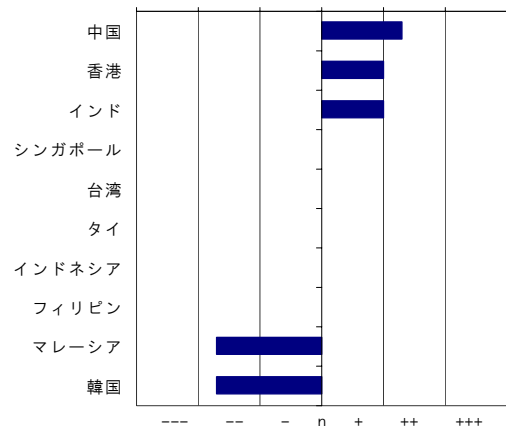
ベンチマークからの乖離²



¹ 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)。² 記号: 1 ページの注参照。出所: UBS WMR 2009 年 4 月 27 日時点

株式戦略 (ヘッジなし) - 日本を除くアジア¹

ベンチマークからの乖離²



¹ 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)。² 記号: 1 ページの注参照。出所: UBS WMR 2009 年 4 月 27 日時点

バリュエーションと収益性指標

	PER ¹	PBR ²	ROE ³	DY ⁴
オーストラリア	13.10	1.61	13%	6.73
カナダ	12.23	1.44	15%	3.64
ユーロ圏	9.87	1.05	12%	6.10
香港	15.64	0.96	11%	4.55
日本	28.92	0.99	5%	2.99
シンガポール	12.74	1.12	14%	5.81
スウェーデン	13.77	1.01	12%	3.92
スイス	11.09	1.77	6%	3.05
米国	13.42	1.75	12%	3.00
英国	9.96	1.36	19%	5.67

¹ 株価収益率(12 ヵ月後)。² 株価純資産倍率。³ 株主資本利益率。⁴ 配当利回り
出所: I/B/E/S, Thomson Financial, UBS WMR 2009 年 4 月 27 日時点

資産配分: 株式をニュートラルに引き下げ

経済指標が特に米国と中国で改善したことが作用し、株式と社債は 3 月半ば以降、力強く推移している。金融・財政政策措置が効果を発揮することによって経済指標は引き続き改善する可能性がある。しかし豚インフルエンザの広がりや一部の米銀行で一段の資本増強が必要になる可能性が高いことによるリスクがあるため、短期的には株式には厳しい状況が生じる可能性がある。このため、株式の配分をややオーバーウェイトからニュートラルへと引き下げる。

短期金融市場(ニュートラル): キャッシュは、社債や株式などのより高リスクな資産が魅力的なバリュエーションとなっていることを活用することに振り向けることを推奨する。

国債(アンダーウェイト): 現在国債の利回りは低水準なので、国債は割高と考える。また、長期的には、債券価格はインフレサプライズのリスクに圧迫を受けるとみている。

社債(オーバーウェイト): 社債は引き続き選好する。過去数カ月に企業のデフォルトは増加を続けたが、国債の利回りと比較して、リスクを十分補うだけの、歴史的にみても魅力のある利回りが期待できるとみている。オーバーウェイトを維持する。

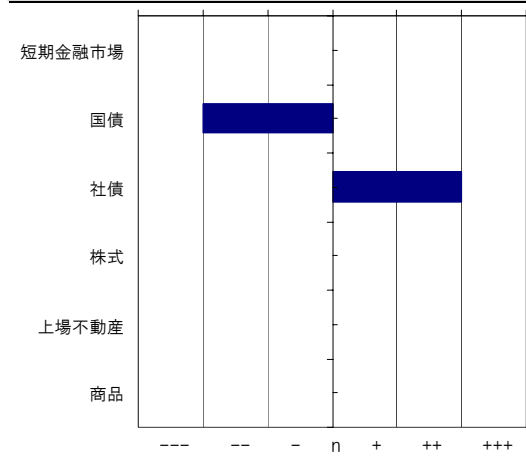
株式(ニュートラル): 経済指標が下げ止まりつつあることを示唆する兆候が出ていることが材料となって株価は 3 月の低水準から上昇を続けている。中国では 1-3 月期の GDP 成長率が 6.1%と堅調で、米国では消費者、企業の景況感指標が改善していることが株式市場の主な押し上げ要因となった。経済指標は引き続き改善傾向が続くとみているが、短期的には株式市場は苦戦することになりそうだ。豚インフルエンザが世界的に広まる可能性があることと、米銀行 19 行に対するストレステストの結果発表が迫っている(5 月初めに発表予定)ことを考慮し、株式はややオーバーウェイトからニュートラルに引き下げる。

上場不動産(ニュートラル): 上場不動産は最近、世界的に回復をしている。資産価値の低下や借り換え需要が重しとなって年内は大きく上昇しない可能性が高い。セクター全体ではバリュエーション水準はやや魅力的だが、ニュートラルとする。

商品(ニュートラル): 商品価格は世界需要とくに中国からの需要が改善することによって下支えされよう。しかし在庫の水準が依然高く、短期的に価格に対する重しとなる可能性がある。ニュートラルとする。

資産配分総合

ベンチマークからの乖離¹



¹ 記号: 1 ページの注参照。

出所: UBS WMR

2009 年 4 月 27 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。

© 2009 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。