

# 投資戦略アップデート

## タカ派寄りの中央銀行に揺さぶられる市場

### 要約

- 商品価格の上昇に歯止めがかからず、物価上昇圧力をもたらしめている。そのため、世界各国の中央銀行は、金融引き締めを視野に入れている。
- 各中央銀行がタカ派寄りとなっており、中でも欧州中央銀行（ECB）総裁の発言によって、世界の金融市場が神経質になっている。
- こうした動きを受けて、株式市場は全般的に下落しているが、割安感はあることから、現在の環境で株式を売るのとは適切でないと考えている。
- しかし、引き続き防御的な姿勢を保ち、分散度の高い投資を行うことが望ましい。景気の減速と企業収益の鈍化傾向への対策として中央銀行が打てる手には限りがあるとみられることから、市場にとって厳しい局面が続く可能性がある。

最高値を更新し続ける原油価格にあおられてインフレ懸念が強まる一方で、景気が世界的に減速していることから、各国の中央銀行は苦慮している。4月以降、10の新興国で金融引き締めが行われ、ECBは、インフレ抑制が最優先課題であることを市場に対し明確に発信した。UBS WMRでは、ECBは7月に利上げに踏み切ると予想している。

こうした動向が株式市場で悪材料視され、世界全体の株式指数は5月半ばから5%以上下落している。その中では、資源関連銘柄の多い市場は小幅ながら他市場のリターンを上回っている。一般的に市場関係者は神経質になっており、インプライド・ボラティリティが上昇している。原油価格の上昇や、インフレを警戒する中央銀行幹部の一連の発言を背景に、世界経済の見通しは悪化している。しかし、中長期的には割高感がないことから、現時点では株式への配分を引き下げるのは適切ではないと考えている。

地域別の株式戦略としては、防御的な姿勢を保ちつつ、引き続き米国と英国をややオーバーウェイトとする。金利上昇への懸念とそれに伴う世界的な成長鈍化の見通しは、アジア市場にも打撃を与えている。割高感があることも踏まえ、香港を引き続きややアンダーウェイトとする。

今の段階では、商品市場の今後の動向が大きな注目点となろう。価格がさらに上昇すれば個人消費の減退を招く恐れがある。また、中央銀行が金融を引き締め気味に保つことを余儀なくされる可能性があり、そうなれば世界的に成長が鈍化することが想定される。商品価格の方向性を予測することは極めて困難で、現在のファンダメンタルズを考慮すれば、商品価格は上昇よりもむしろ下落する可能性の方が高いと思われる。世界の商品需要は全般的に鈍化しており、その影響が徐々に価格に反映されるとみている。特に原油については、OECD 非加盟国では政府補助金による価格抑制が困難となっており、多くの新興国の経済が徐々に圧迫

本稿は、UBS Wealth Management Research が作成した“UBS Investment Strategy Update”(2008年6月12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	-	+	+
カナダ	-	n	n
ユーロ圏	+	n	-
英国	+	+	-
スイス	n	n	+
スウェーデン	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	n.a.

#### 資産クラス

グローバル株式	n
グローバル債券	n

<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

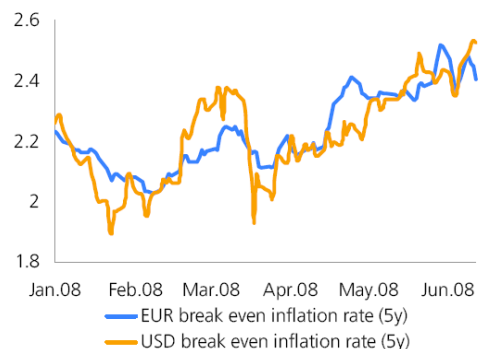
注: この表は、海外投資の通貨エクスポージャーは完全にヘッジされていることを前提とした、債券および株式の相対的な投資妙味を示している(すなわち、為替の変動はパフォーマンスに影響を与えないと想定)。通貨ごとに個別の考慮を施している(3列目参照)。

出所: UBS WMR

2008年6月12日時点

### 期待インフレ率(Breakeven Inflation rates)

米国とユーロ圏の市場で推測されている期待インフレ率(5年)



出所: Bloomberg, UBS WMR 2008年6月12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。

されつつある。商品市場の今後の動向を予想する上で、投機的な取引は不確定要素の 1 つだが、今のところネットで買いポジションが売りを上回っていることから、市場心理が転換点を迎えれば、価格は下落に転じる可能性が高いと考えられる。

### 国債は米国より欧州に魅力

信用不安が多少和らぎ、原油価格の高騰でインフレ期待が高まってきた 3 月半ばごろから、国債利回りは着実に上昇している。こうした動きはとりわけ欧州で顕著だった。ECB が複数回の利上げを行うという見方が市場で織り込まれ始めたためである。しかし ECB は、今後の利上げの見通しが過度に織り込まれていると市場を牽制しようとしており、連続利上げが実施される可能性は低いとみている。そのため、国債利回りの上昇には歯止めがかかると予想される。

最近の利上げの動きを受け、債券市場は全般的に割高感が薄れている。個々の市場のバリュエーション指標と、景気・インフレ見通しを総合すると、米国よりも欧州の債券市場に魅力があると思われる。欧州の景気の失速感は一時的に強まるとみられるが、北米ではすでに欧州以上に景気が下降している。UBS WMR では、英ポンドと豪ドルの債券に最も魅力があるとみている。いずれも利回りが上昇しており、とりわけ英国は、住宅価格の下落を乗り切る必要があるうえ、金融界の弱体化の影響が大きいことから、景気見通しに不安がある。

### 米ドル高を予想

ここ数週間米ドルは、公表された経済指標が支援材料となって、英ポンドやユーロに対してやや安定化の兆しがみられる。米国の経済指標はおおむね予想を上回る内容のものが多く、ユーロ圏や英国の経済指標は、景気減速のペースが早まっていることを示唆している。そのため市場では、米ドルに対して強気、ユーロに対して弱気という見方に傾いている。欧州の景気は減速が続き、米国に追随して明らかな下降局面に入っていくと予想される。これが英ポンドとユーロにとって重しとなる一方で、米ドル上昇につながる可能性がある。

### 世界の株式市場

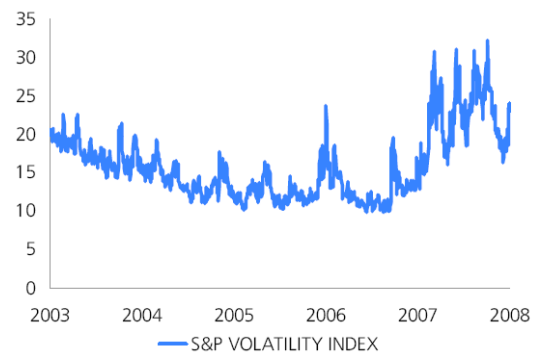
MSCI World リターンインデックス (指数化)



出所: Bloomberg, UBS WMR 2008 年 6 月 12 日時点

### 株式市場のボラティリティ

VIX ボラティリティ指数



出所: Bloomberg, UBS WMR 2008 年 6 月 12 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。

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。