

UBS House View

Monthly Letter

2019年10月24日
Chief Investment Office GWM
Investment Research

チャンネルの切り替え

ブレグジットと米中貿易紛争に進展があり、投資家は地政学よりも経済のファンダメンタルズ(基礎的諸条件)に目を向けやすくなるかもしれないが、今後も貿易が見通しに重要な影響を及ぼすだろう。

慎重さが必要

製造業と投資に改善の兆しがあるが、消費者データは軟化しており、コンセンサスの業績予想は楽観的すぎる。

景気後退の可能性は低い

金融政策によって景気後退リスクは今後も抑えられるだろうが、相場を大幅に押し上げるほどの財政刺激策は取られそうにない。

資産配分

株式の地域配分ではユーロ圏よりも米国を、新興国市場では株式よりも米ドル建て国債を推奨し、英ポンドのオーバーウェイトを維持する。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

チャンネルの切り替え

英国のニュース専門局「スカイニュース」は、英国の欧州連合(EU)からの離脱問題を扱わない「ブレグジット・フリー」チャンネルを開始した。英国の視聴者は、テレビのチャンネルをいつでも切り替えられるが、投資家は、日々市場を動かすニュースから目を背けることは難しいと感じているだろう。

米中通商協議やブレグジットの条件で合意に達すれば、投資家は地政学からファンダメンタルズへとチャンネル(関心)を切り替えられるのだろうか。切り替えた先でも、落ち着いて番組鑑賞という訳にはいかなそうだ。

第1に、貿易ドラマが静まるかどうかを判断するのは時期尚早だ。米中通商協議はまだ正式な合意には達しておらず、欧州は米国による最近の関税に報復する構えを見せており、香港をめぐる米国議会での議論は状況を複雑にしている。第2に、発表されている景気指標や企業業績も強弱まちまちの状況が続いている。コンセンサス業績予想は下方修正される可能性があり、その場合、とりわけユーロ圏株式と新興国株式が影響を受けそうだ。第3に、財政出動による景気刺激策を期待する向きもあるが、景気が悪化しないと本格的な財政拡大に踏み切る可能性は低い。

以上を総合的に判断し、我々は引き続き、株価の上昇よりも投資利回りの確保を重視する。株価が過去6カ月の取引レンジを破って上昇する可能性は確かにある。たとえば、12月に予定されている米国による関税引き上げが無期限に延期されるといった、米中貿易に関する予想外の好材料や、あるいは製造業の業績回復が予想を上回るといった場合だ。しかし、バランス型のポートフォリオで好調な1年が経過した今、現在のバリュエーション、成長率、地政学的見通しを更に慎重に捉えるべきだろう。

本レポートはUBS AGにより作成されました。本レポートの末尾に掲載されている「お客様へのお知らせ」は大変重要なものではないかとご通知いたします。投資には一般に損失のリスクが伴い、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。本レポートには様々な資産クラスに関する記述がありますが、それらは情報提供のみを目的としたものであり、お客様に特有の投資目的、財務状況、等を考慮したものではありません。よって、お客様に適合しない投資商品が含まれている可能性があります。また、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が日本で取り扱っていないものも含まれます。本レポート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。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

現在のバリュエーション、成長率、地政学的見通しは慎重に捉えるべきだろう。

米中ドラマの最新のエピソードの結末は短期的には重要な変動要因だが、両国が合意に至るかははまだ不明確だ。

現在のポジションニングは、株式全体をややアンダーウェイトとする中で、ユーロ圏株式に対して米国株式のオーバーウェイト、新興国市場内では株式に対して米ドル建て国債をオーバーウェイトとするレティブ・バリュエーション取引、および英ポンドのオーバーウェイトなどが柱となっている。

米中通商協議

トランプ大統領は、米中通商協議で部分合意に意欲を示しており、中国が農産物の購入を増やす見返りとして、追加関税の発動を延期した。これは、減税による景気刺激効果が消え、勢いを失った米国経済を反映した動きかもしれない。中国側は、国内メディアを通じて期待感を抑えつつ、「相互への敬意」に基づくものであれば、暫定的な条件に同意する準備ができていないのかと我々はみている。つまり、知的財産や市場アクセスなどの分野で、両国間で約束を順守する仕組みが確保され、互惠主義が守られれば歩み寄ってもよいということだろう。中国は貿易問題とは別に、国家安全保障問題についても交渉する用意があると我々は考えている。

しかし、部分合意ですら実現するかどうかはわからない。米国は10月の関税率引き上げを延期したものの、中国は関税の引き下げと12月の追加関税の撤廃を求めていると報じられている。一方、もし合意が成立しても、越えなければならないハードルはまだ残されている。トランプ大統領は、中国が400億～500億米ドルの農産物購入を約束したと発表したが、これは非現実的に響く。なにしろ、米国から中国への輸出額は2012年の260億米ドルが最高だが、当時の価格は現在よりもはるかに高かった。つまり、輸出量でみたハードルは当時よりも今の方が桁違いに高いことになる。よって、中国が約束を果たせなければ、将来いつかの時点で貿易紛争が再び激化する可能性は否定できない。企業は、米中貿易紛争の再燃を見越して支出を抑制し続けるかもしれない。また、米国経済は9月に発動された追加関税の影響をなお吸収する必要がある。

経済データ

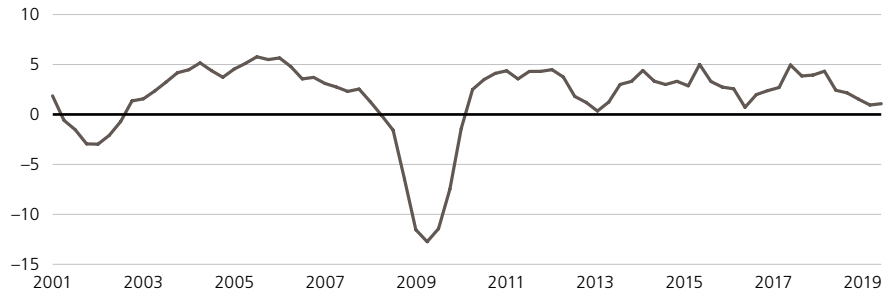
ここ数カ月にわたって地政学的ノイズが続く中で、市場では、「製造業と設備投資が不調、個人消費と雇用が堅調」というコンセンサスができあがってきた。したがって今後数カ月、投資家はそのコンセンサスの変化の兆しに注視していく可能性が高い。つまり、製造業が底打ちしているか、個人消費が弱り始めていることを示すデータだ。

最近の設備投資データには、慎重ながらも楽観できる理由がある。米中が暫定的な通商合意に達したとしても、企業が一気に投資を加速させるとは考えにくい。しかし、設備投資には安定する兆しが見え始めている。すでに設備のメンテナンスのみの水準にまで鈍化し、さらなる減速は限定的とみられる。2017年半ばには年率5%だった経済協力開発機構(OECD)の設備投資の伸び率は、2019年1-3月期(第1四半期)には1%を割ったものの、第2四半期(データの入手可能な最新の四半期)には持ち直した。

図表1

設備投資は底打ちした可能性

OECDの総固定資本形成の変化率（四半期データ、年率:%）



出所: 経済協力開発機構 (OECD)(2019年10月現在)

一方、中国では、不動産と製造業の固定資産投資が冷え込んでいるが、政府が後押しするインフラ投資の加速的伸びがその影響を一部相殺している。中国の鉱工業生産の伸び率も、8月には前年同月比4.4%と17年ぶりの低水準に落ちたものの、9月には同5.8%と予想外に反発した。

製造業と設備投資関連のデータは一部好転したが、個人消費と雇用に関する指標は勢いが弱まっている。

製造業と設備投資関連のニュースには好転の兆しも見えているが、個人消費と雇用に関する指標は勢いが弱まっている。9月には、米国の小売売上高が7カ月ぶりに突如低下した。その他では、米供給管理協会(ISM)の非製造業景況感指数のうちの雇用指数は、2014年以来の最低水準に落ち込んだ。さらに、米国の継続失業保険申請件数は、今後数カ月で上昇する可能性が高い。雇用関連指標の動きは、大半が季節調整で説明可能ではあるが、市場がこうした動きを完全に見過すことは考えにくい。

企業利益の予想

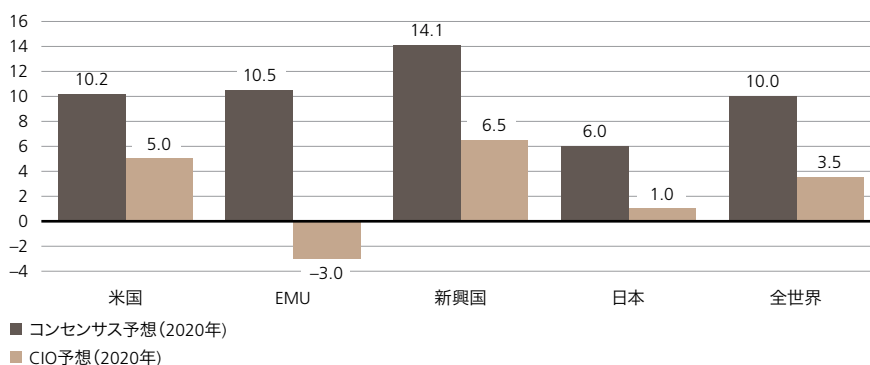
第3四半期の企業業績の発表が続く中、2020年通年の企業業績がおよそ10%増益になるとのコンセンサス予想が現実的なのか、投資家は疑問を抱くだろう。

最終的には、米国の企業利益は事前予想を下回らないと我々はみている。我々は、来年の米国企業一株当たり利益(EPS)の伸びを、コンセンサス予想の10%に対してわずか5%と予想するが、ボトムアップの業績予想は、1年を通じて下方修正されていく傾向があるため、現時点でのこの差は通常レベルに近い。日本では、我々の予想はEPS1%増と、市場予想の6%増を下回るが、この差も比較的小さい。さらに、日本株式のパフォーマンスはここ数カ月、他市場に出遅れている。年初来のトータルリターンが12%と、グローバル株式の18%を下回っている。

図表2

企業利益は事前予想を下回る可能性

1株当たり利益（EPS）の伸び率（年率：％）



出所：ファクトセット、UBS（2019年10月22日現在）

米国の企業利益は事前予想を最終的には下回らないと思われるが、コンセンサスの新興国とユーロ圏に対する見方は楽観的すぎる可能性がある。

しかし、コンセンサスの新興国全般とユーロ圏の企業利益に対する見方は楽観的すぎるかもしれない。我々の予想とコンセンサス予想との差が最も大きいのはユーロ圏で、2020年のEPSを我々は3%減と予想しているが、コンセンサスは10.5%増となっている。新興国市場では、来年の我々のEPS予想は6.5%増だが、コンセンサス予想は14.1%増だ。このように、企業業績の下方修正の余地は大きいのだが、米中貿易紛争に関する楽観論の高まりを受けて、ストックス欧州600指数は8月の安値以降で7.6%、MSCI新興国指数は7.9%といずれも上昇した。一方、同じ期間中のS&P500種株価指数は5.5%の上昇にとどまっている。

新興国株式内では、我々は中国株式を推奨する。中国は明らかに米国との貿易紛争の影響を受けているが、国内上場企業の売上高のうち北米向けはわずか2%にすぎず、中国当局は貿易紛争に対応して国内経済の刺激策を講じている。

財政拡大と金融緩和

投資家は、貿易以外の分野では、景気刺激策の方向性を検討するだろう。各国は、景気対策により低迷する景気の下支えを続けるだろう。

各国は、景気対策により低迷する景気の下支えを続けるだろう。

各国中央銀行の政策措置により、米国あるいは世界が景気後退に陥ってリスク資産が急落するリスクは、今後も限定的だろう。政治情勢が不透明になるほど、利下げの効果を強く感じる事ができるだろう。低金利が長期化すると、債券利回りに下方圧力が続くとの見通しも強まり、債券に対する株式の相対的魅力が高まる。株式のリスク・プレミアムは現在6%と、長期平均の4%未満を上回っている。

図表3

株式は債券に対して魅力的なバリュエーションを維持

MSCIオールカントリー・ワールド指数の益回り、パークレイズ・ユーロドル(格付けAa以上)
(5~7年債) (単位:%)



出所: トムソン・ロイター、UBS (2019年10月23日現在)

政策決定者が率先して動き、リスク資産の大幅な上昇をけん引することは考えにくい。

景気を維持するために、財政政策の出番が多くなるだろうとの楽観論も見え隠れする。最近の報道によると、ドイツのキリスト教民主同盟(CDU)は景気の減速時には、政府の債務を制限する「ブラック・ゼロ(Black Zero)」政策を取りやめる可能性も否めない。英国は、ブレグジット後は、将来の総選挙で誰が勝利しても政府支出を増やす可能性が高い。米国の大統領選挙では、財政規律が争点になることはなさそうだ。

しかし、政策決定者が率先して動き、リスク資産の大幅な上昇をけん引するとは今後も考えにくい。財政面では、ユーロ圏は財政ルールの制約を受け続けており、米国では議会が少なくともあと1年はさらなる財政拡大を阻止するとみられ、中国は債務拡大のリスク削減に引き続き注力するだろう。一方、金融政策の有効性は低下しており、貿易紛争の暫定合意やブレグジットの不確実性の一時緩和を受け、各国中央銀行は予防的な利下げを実施する必要性を感じず、その結果、リスク資産の価格は下落する可能性がある。

資産配分

米中貿易紛争は、重要な短期的変動要因だ。暫定合意に達すれば、下方リスクの要因は除去されるだろう。米ISM製造業景況感指数が55まで回復するというシナリオでは、S&P500種株価指数は3,170に到達(5%上昇)しても不思議ではないと我々はみている。内訳は企業業績の上方修正分で4%、予想株価収益率(PER)の拡大分で1%だ。

しかし、経済成長、企業収益、政策支援に対して投資家が抱えている懸念を払拭するのに暫定合意が十分かどうか定かではない。市場は、この1年の劇的な相場変動を終えた後でも、貿易紛争が将来再燃するリスクを完全には無視できないだろう。以上のことから、貿易紛争が経済データに及ぼしている影響を考慮して、我々は株価の上昇よりも、引き続き投資利回りの確保に注力する。

今月は、主に3つの投資アイデアに焦点を当てる。①ユーロ圏株式に対する米国株式のオーバーウェイト、②新興国市場での(株式よりも債券を推奨する)レティブ・バリュー取引、③英ポンドのオーバーウェイトだ。

ユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。

- **ユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。**世界的な景気減速と貿易摩擦への懸念が続く中、すでに量的緩和策の再開を打ち出した欧州中央銀行(ECB)よりも、米連邦準備理事会(FRB)の方が景気対策として打てる手が多い。さらに、企業の利益成長のコンセンサス予想については、ユーロ圏企業よりも米国企業の方が現実味は高い。株式相場の大幅下落に対する防御策として、S&P500種株価指数のヘッジを維持する。

新興国市場では、株式よりも債券を推奨する。

- **新興国市場では、株式よりも債券を推奨する。**新興国株式は、世界の景気サイクル、とりわけ貿易紛争の激化の影響に左右される。新興国のインフレ率は低下傾向にあり、各国中央銀行は金融緩和政策を取っている。経済成長率が鈍化しているとはいえ、すぐにハードランディングとなる兆候は見られない。こうした債券にとっての好環境を背景に、我々は、EMBIグローバル・ディバースファイド指数を通じて新興国市場のポジションを取る。同指数は米国債とのスプレッド(利回り格差)が330ベースポイント(bp)で、しかも、アジアの比率が20%を下回り、中国はわずか4%と地域バランスも取れている。

英ポンドのオーバーウェイトを維持する。

- **英ポンドのオーバーウェイトを維持する。**英ポンドへの強気の見方を維持するが、ポジションの内容を変更する。我々が英ポンドの戦術的なオーバーウェイトを開始して以来英ポンド/米ドルは3%上昇したが、英ポンドはなお割安圏にあり、長期的には投資家のポートフォリオにプラスのトータルリターンを追加すると予想される。したがって、対米ドルでの戦術的なオーバーウェイトは終了するが、戦略的(長期)な英国株式保有分をヘッジせず、長期的な英ポンドへのエクスポージャーを持つ。

図表4
合意なきブレグジットのリスク後退とともに英ポンドが急騰
英ポンド/米ドル日次データ



出所: ブルームバーグ(2019年10月23日現在)

今月は、戦術的資産配分にも次のような変更を行った。

英国株式のアンダーウェイトを終了する。

● **英国株式のアンダーウェイトを終了する。**

FTSE 100種株価指数の構成企業のおよそ70%は海外から収益を得ている。ここ数週間で、外国為替市場は合意なきブレグジットの可能性がないことをほぼ織り込んでおり、英ポンドへの短期的な逆風がここから大幅に強くなる可能性は低く、ボラティリティ(相場変動)は現在の水準から低下するだろう。現段階で英国株式はグローバル株式に対して割安で、さらに12カ月予想PERは20年ぶりの低水準にある。しかも、配当利回りは5.1%と主要市場の中で最も高い。このタイミングを捉えて、英国株式のアンダーウェイトをクローズする。

ユーロとカナダ・ドルに対するノルウェー・クローネのオーバーウェイトを終了する。

● **ユーロとカナダ・ドルに対するノルウェー・クローネのオーバーウェイトを終了する。**

我々がこのポジションを開始して以降、ノルウェーのインフレ率と経済成長率は比較的安定しており、この14カ月で中央銀行は利上げを4度実施した結果、このポジションの下落リスクは現実化した。世界の経済成長率に対する懸念が高まる中で、ノルウェー・クローネは低流動性が足かせとなり、ECBがハト派政策に転じて全面安となったユーロに対してさえ厳しい投資環境となっている。ノルウェー・クローネは、カナダ・ドルに対しても軟化した。カナダ銀行(中銀)がFRBへの追随を一段と躊躇するようになり、カナダ・ドルが安定推移しているからだ。

さらに、我々は、次のポジションを継続する。

ユーロ圏株式に対して日本株式をオーバーウェイトとする。

● **ユーロ圏株式に対して日本株式をオーバーウェイトとする。**

世界中で発表される景気指標が最近悪化しているが、日本株式はすでに景気減速を織り込んでいるようだ。ユーロ圏株式の年初来リターンは21%だが、日本株式は12%である。さらに、ユーロ圏株式バリュエーションは、12カ月予想PERが過去10年平均を2標準偏差分上回っていて割高だ。さらに、長期的には円高になるとの見通しを根拠に、戦略的な日本株式保有分に通貨ヘッジを適用しない。

高格付債に対して欧州投資適格債をオーバーウェイトとする。

● **高格付債に対して欧州投資適格債をオーバーウェイトとする。**

欧州投資適格債の利回りは現在0.5%と低いが、高格付債との利回り差は、なお過去平均に近い。一方、ECBは債券購入プログラム(量的緩和策)を11月から再開すると発表した。終了月を定めない毎月の購入には、30億~50億ユーロの社債が含まれることが予想される。年初来の社債発行額は月平均で150億ユーロなので、ECBは正味供給額のおよそ20~30%を吸収することになる。これは、投資適格債のスプレッドには強力なサポートとなるため、短期的にはスプレッドは縮小するだろう。

低金利通貨のバスケット(豪ドル、台湾ドル)に対し、高金利の新興国通貨のバスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー)をオーバーウェイトとする。

● **低金利通貨のバスケット(豪ドル、台湾ドル)に対し、高金利の新興国通貨のバスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー)をオーバーウェイトとする。**

インドネシア・ルピアとインド・ルピーは、対米ドルでそれぞれ5~5.5%、4.5~5%利回りが高い。世界の経済成長率が低迷しているが、インドネシアとインドは内需依存型経済であり、外需の減少による影響が少ないため、貿易紛争の激化に対する一定の防壁となっている。

米ドルに対して豪ドルをアンダーウェイトとする。

• **米ドルに対して豪ドルをアンダーウェイトとする。**

オーストラリア経済は中国経済に大きく依存しているため、豪ドルは中国の経済成長の代替指標とみられる場合が多いが、その中国経済が減速に見舞われている。この1カ月でオーストラリアでは失業率が若干低下したが、雇用市場は引き続き弱い。この2つの要因を根拠に、オーストラリア準備銀行(RBA、中銀)は一段とハト派になり、さらなる金融緩和に向かう可能性がある。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

UBS投資家フォーラムの見方

今月の投資家フォーラムでは、経済成長率の見通しと地政学が議論された。

- 世界経済は、現在または2020年の前半には底打ちし、景気後退リスクは限られているという点で、参加者は意見の一致をみた。この見通しに対する主なリスクは、個人消費の脆弱化、米国の大統領選挙、貿易紛争の行方である。
- 米中貿易紛争に関しては、短期的には収束に向かう可能性は低いものの、現状では不透明感が多少でも低下すれば、世界経済は停滞しないとの見方に大半の参加者が同意した。
- ただし、米ドルの見通しについては見方が分かれた。不透明な政治情勢が今後も米ドルを支えるとする専門家の見解と、利下げと景気減速が米ドルへの下げ圧力になるとの見方である。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBSチーフ・インベストメント・オフィス(UBS AGまたはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS証券株式会社(以下、「当社」)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。

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証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2633号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。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。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。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。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)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。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場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。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの1%または1円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの2%を上限とします。

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、当社または業務委託先であるUBS銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第605号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019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。