

アクティブとは：
新しいアイデアを探し求めること

アリアンツ・グローバル・ インベスターズ 洞察

allianzgi.com

3 ビューポイント
今こそアクティブ運用に関する
説明を変える時

4 経済的格差
格差を緩和するため、
インクルーシブな成長にフォーカス

グローバル・ビュー

トランプ大統領、貿易の形成を逆転

重要ポイント

- 貿易は、トランプ大統領にとって勝利をもたらすかどうかの重要な政治課題です。11月の中間選挙に向け、頻繁にヘッドラインを飾ることになるでしょう。
- 中国による米国のテクノロジーへのアクセスが新たに制限されることになったことは大きな警鐘になりましたが、同時にアジア各国が中国との貿易関係を強固にする要因にもなり得ます。
- 世界貿易を取り巻く不確実性が高まっているため、投資家は決して楽観してはなりません。為替変動に目を光らせ、企業利益の減少を注視する必要があります。



ニール・ドゥエイン
グローバル・ストラテジスト

Rusal（ルサール）や中国の携帯電話メーカーZTEが含まれています。市場に及ぼすその甚大な影響の可能性を考慮し、多くの企業が同氏に目を付けられることを避けようと神経をとがらせるでしょう。

トランプ大統領は、貿易に関して異例な武器を持ち出しています：個人や国だけでなく、企業を対象としています

米中間の争いはさらに過熱するか？

弊社は、トランプ大統領は、米中間の貿易戦争が拡大し続ける中、引き続き中国、特にテクノロジー・セクターに対して集中的な対応を行うと考えています。市場は、一方または双方が1兆米ドルの貿易関係を危機にさらす重大な過ちを犯すリスクを懸念し、この対立を注意深く見守っています。

トランプ大統領の次の一手は？

ドナルド・トランプ大統領は、世界貿易機構のルールを軽視しないよう注意を払いながら、世界貿易の条件と基調を変えることに熱心に取り組み、一方で同氏が不公平だと主張する貿易慣行をやり玉に上げる口実として、国家安全保障の問題を利用して、2018年11月の米国中間選挙に向け、貿易はトランプ氏にとっての勝利するための政治課題であり、貿易関係の記事が頻繁にヘッドラインを飾ることになるでしょう。

トランプ政権による貿易協定再交渉のアプローチによって、多国間よりも、二国間の協定が増えることになるでしょう。トランプ大統領は、二国間での貿易協定を維持することにより、最大限の値引きを引き出し、米国にとってより有利な条件を勝ち取ることができると考えています。

トランプ氏は、貿易に関して新たな、やや異例な武器を持ち出しています。それは、個人や国だけでなく、企業を対象にしていることです。その対象には、ロシアのアルミニウム・メーカー

(次ページへ続く)

グローバル・ビュー

(1 ページからの続き)

米中貿易戦争の中、一方または双方が重大な過ちを犯し、1 兆米ドルの貿易関係を危機にさらす可能性があります。

中国は、米国との莫大な貿易不均衡への対処に苦慮することになるでしょう。米国は、中国へ輸出できるようなものをあまり作っていませんが、米国の強硬な交渉スタンスは、中国が、米国の消費者が最大の購入者となっている世界の消費者製品や製造品のサプライチェーンに完全に組み込まれているという事実によって骨抜きにされています。そのため、トランプ大統領は、中国への強硬な姿勢を保ちつつも、自分に票を入れる消費者の利益を損なわないようにバランスをとる必要があります。

中国にとって、そしてロシアやその一部の国にとって、トランプ大統領が新たに打ち出した、米国のテクノロジーへのアクセスを制限するという取り組みは、大きな警鐘となりました。中国企業は、自らのビジネスへのさらなるリスクを軽減するため、独自のオペレーティング・システムやソースコードの開発に迫られるかもしれません。テクノロジー・セクターは米国およびアジアの主要ベンチマークの 25% 以上を占めているため、重大な混乱を招く可能性があります。シンガポール、台湾および韓国のサプライヤーは、米国・中国のどちらに供給するか、選択を迫られる可能性さえあります。

貿易戦争拡大の可能性は？

トランプ大統領は、世界が米国を利用してきたのだと思い込んでいます。その次の照準が、もう一つの主要輸出国であるドイツ向けられることはあるのでしょうか。または、中国、欧州連合 (EU)、カナダやその他の諸国が、環太平洋パートナーシップ協定あるいはその他の特惠貿易協定によって連携し、米国を蚊帳の外に置いて各国間での関税引き下げに踏み切ることがあるのでしょうか。こうしたシナリオは、現実的ではないように思われるかもしれませんが、備えを進めておくだけの価値はあるでしょう。

同時に、欧州と英国は、英国の EU 離脱に関連する独自の貿易戦争に直面しています。その交渉が円滑に着地する

保証はどこにもありません。英国の EU 離脱は、EU の経済のエンジンを破壊し、世界最大の輸出国であるドイツと、欧州最大の消費国である英国に打撃を与える可能性があります。

貿易戦争が過熱し、相互主義よりも報復が世界の風潮になれば、投資家はさらに多くの新たな困難に直面することになるかもしれません。産業、サプライチェーンおよび消費者が特に対象となるため、報復の方法は政治の気まぐれに左右される可能性があります。また、報復は織り込むことが難しく、逆効果を生む場合もあります。1.3 兆米ドルを誇り、最も取引額の大きなセクターである自動車と自動車部品について考えてみましょう。自動車サプライチェーンに対する干渉は、価格上昇や消費者需要減少を招く可能性があります。しかし、サプライチェーンの中での競争の機会を開くことにもなり得ます。

貿易戦争が、相互主義よりも報復を招くようになれば、投資家はさらに多くの新たな困難に直面することになるかもしれません。

中国は、保有する 3 兆米ドル相当の米国債の一部売却、または自国通貨の大幅な切り下げによって報復するかもしれません。弊社は、いずれのシナリオも可能性は低いと考えています。それは、自国市場を開放することと国際的な信用を確立することが中国の明確な目標だからであり、さらに 3 兆米ドルという金額を他のどこに投じられるかという問題もあるからです。しかし、中国にも武器がないわけではありません。数年前に中国が韓国企業にしたのと同じように、中国で事業を展開する米国の大企業を標的とする可能性はあります。

投資家が警戒すべきことは？

1. NAFTA の終了に備える

トランプ大統領は、メキシコとの緊張を高めて続けており、米国が自国により大きな利益をもたらす新たな二国間協定を進めようとしていることを考えれば、米国が北米自由貿易協定 (NAFTA) から離脱することは十分にあり得ます。NAFTA が終了すれば、製品だけでなくサービスも影響を受けず。金融、テクノロジー、銀行や保険会社も、一様に損害を被る可能性があります。

2. 非関税障壁に注目する

報道の見出しは関税ばかりを扱っていますが、米国を含む多くの国々は、国際競争をコントロールするために、助成金、国庫補助、減税、業界救済措置や複雑な「原産地規則」など、その他の非関税障壁を利用しています。投資家は、企業の見通しに影響を及ぼす、これらのより詳細な情報に注目することが必要となります。

3. 為替変動に注意する

数十年間にわたり、米ドルは世界の準備通貨の座を占めていますが、多くの国がドル本位制から脱却して多様化を模索し始めており、貿易戦争が報復によって発展すれば、それがさらに加速することも考えられます。このプロセスは、為替変動を引き起こし、米国はさらなる節約と投資にもかかわらず、赤字を埋め合わせるという圧力を受ける可能性があります。

4. 収益に留意する

世界中の企業が貿易戦争による混乱に巻き込まれ、政治が経済の常識を覆そうとしています。かつてはより低コストで効率的な生産をもたらしていた外注パートナーから生産地が移転することによって、収益が影響を受ける可能性があります。米国の巨大グローバル・テクノロジー企業について考えてみてください。彼らがアジアの労働力と設備を当てにすることができなくなれば、米国内に製造能力を再構築するか、またはより狭い範囲の同盟国からの選択を余儀なくされるかもしれません。

5. 楽観に注意する

一時期、トランプ大統領の減税および規制撤廃政策に関する米国の熱狂が市場を楽観させました。このため、市場が貿易における変化に神経質になっている中で、彼らは勝つために常識に依存しているように思われます。最終的な結果について安心できるためです。これは、既に企業と投資を弱体化させ始めています。

ビューポイント

今こそアクティブ運用に関する説明を変える時

重要ポイント

- ここ最近では、パッシブ投資商品が人気でしたが、市場はアクティブ運用に有利な環境へと移行しているようです。
- 相関性が低く、ボラティリティが高い時期には、アクティブ・マネージャーのスキルが勝者と敗者を分ける上で強力な役割を果たす場合があります。
- 正しく行われれば、アクティブ運用は、証券の選択やベンチマークとの比較にとどまりません。それはお客様のニーズの特定に関連して構築されたより広範なパートナーシップを必要とします。
- アクティブ・マネージャーは、公正価値を提供する必要があります。そのため、弊社は大胆かつ革新的なアプローチを導入しました。弊社のアクティブな「アウトパフォーマンス・フィー」モデルは、お客様に魅力的な選択性を提供します。

資産運用業界では、過去のパフォーマンスは将来の成功を示すものではありません、というコメントが当たり前になってきました。一方で、時に、あたかもその通りになるような姿勢を取ることもあります。景気循環的なアドバイスは、投資家が、将来的に最も高い可能性を持つファンドや戦略ではなく、過去に高いパフォーマンスを示したものに引き寄せられる要因となります。

同様に、パッシブ投資商品は、長期的に強気な市場を背景に人気が高まっていますが、環境や、機会に変動があれば、投資家にとってよいポジションにはならないかもしれ、ません。

いまこそ、このサイクルを断ち切る時であり、弊社はアクティブ資産運用がソリューションにおいて重要な役割を果たすと考えています。

弊社は、アクティブ運用に有利な状況へと移行している様子が見られる市場環境に後押しされています。株式間の高い相関性が破壊され、ボラティリティが高まる兆候が表れています。

この環境において、アクティブ運用のスキルが、個々のあらゆる証券、セクター、経済地域および資産クラスにわたり、勝者と敗者を分ける上で強力な役割を果たす可能性があります。そして、今後5年から10年間は低リターンが見込まれることから、投資家は資金をより積極的に運用する方法を必要とすることになるでしょう。

今後5年から10年間は低リターンが見込まれるため、投資家は資金をより積極的に運用することが必要になるでしょう。

しかし、弊社は、より厳しい市場の見通しだけでは、アクティブ運用を支持する根拠として十分とは考えていません。業界として、我々は説明を変える必要があります。

概して、アクティブ運用は、単に証券の選択およびベンチマーク・インデックスに対するパフォーマンス測定だけの仕事だと思われがちです。確かに、それは我々の業務の主要な部分ではありますが、弊社は、アクティブ運用には、お客様のニーズの特定を通して構築された、より広範なパートナーシップが必要であると考えます。

弊社は、これらのニーズを満たし、長期的にお客様との間で調整を実施することを目的とした戦略のツールキットを展開します。このツールキットは、全く商品に依存しない形でお客様に助言を与える上で役立つ、一つの資産クラス内でも、複数の資産クラスでも対応できる専門能力を含むものである必要があります。敏捷性を最大化するため、弊社は、資産配分のタイミングと規模の判断をマネージャーの裁量とする、総合的な枠組みをお客様と合意することが可能です。

創造的破壊によって私たちを取り巻く世界が変貌している状況において、深い洞察力とダイナミックな運用スキル



アンドレアス・ウタマン
CEO 兼グローバル CIO

が、将来に向けた投資に成功する上で極めて重要になります。

人工知能、ブロックチェーン、機械学習といった新しいテクノロジーは、業界を様変わりさせ、勝者と敗者をますます明確に隔てようとしています。

アクティブ・マネージャーは、ノイズから兆候を見分けるように努め、お客様やその他のステークホルダー、および社会全体の目標をサポートするために、効率的な資金の配分を促進します。

アクティブ・マネージャーは、お客様やその他のステークホルダー、および社会全体の目標をサポートするために、効率的な資金の配分を促進することができます。

こうした大規模な変化の中、対照的に、パッシブ・マネージャーは、消極的な役割を強いられることになるでしょう。パッシブに関するもう一つの問題は、既にピークを過ぎたセクターに最大のウェイトを置く場合があることです。大勢に追従したり、サイクルをなぞる傾向があるプロシクリカリティは、価値を毀損する最も大きなリスクを伴います。

これと対照的に、アクティブ・マネージャーは、信念を持って未来を受け入れるように努めます。その良い例が、弊社の環境、社会およびガバナンス（ESG）要素へのアプローチです。弊社は、ESG要素を投資プロセスに統合して企業に関与し、業績改善の手助けをし、経営チームに責任を持たせるようにしています。

ただし、アクティブ運用に関する根拠がどのようなものであっても、アクティブ・マネージャーは、公正価値を提示することを示さなければなりません。これには、プライシングについて大胆かつ革新的になることが含まれます。

(次ページへ続く)

ビューポイント

(3 ページからの続き)

弊社は、成功報酬について、新たなアプローチを導入しました。新たな「アウトパフォーマンス・フィー」は、パッシブ商品に比べ、基本報酬を低く抑えています。お客様には、弊社が魅力的なアウトパフォーマンスを提供できた時のみ、アクティブ成功報酬をお支払いいただきます。

既に、非常に前向きなフィードバックをいただいています。固定報酬モデルが間違っていると言っているわけではありません。ただ、そのプロセスにお

いてお客様にさらに心強く感じていただけるように、選択肢をご提供したいのです。

そして、固定報酬は、運用資産を増大させる誘因となりますが、パフォーマンス要素への移行は、弊社が提案するファンドの規模を制限するように促します。このようにして、弊社はファンドの潜在的なアルファを最大化し、お客様の価値観を共有することを重視します。

弊社のアウトパフォーマンス・フィー・モデルは、お客様との価値観

共有の重視に貢献します。

弊社の目標は、どこに、どのように付加価値を創出するかについて、お客様との共通の理解に達することです。

資産運用業界は、お客様とステークホルダーの信頼を取り戻すことを必要としています。アクティブ・マネージャーは、革新的な報酬体系を含め、コスト効率的な方法で付加価値を創出し、お客様の長期的な目標を共有し、次の大きな機会がどこからやって来るのかに常に注目することによって、それを可能にします。

経済的格差

格差を緩和するために、インクルーシブな成長にフォーカス

重要ポイント

- 今日の低成長環境は、ポピュリズムの再燃や経済的格差の高まりなど、社会的な問題をもたらしています。
- 労働者への賃金上昇を含む「インクルーシブな成長」アプローチは、世界経済を一変させ、格差を緩和する可能性があります。
- ヘンリー・フォードが証明した通り、賃金上昇は生産性向上、離職率の低下および利益増加につながり、中産階級の増加を促す可能性があります。
- よく訓練され、高い賃金を支給された労働力は、ビジネスモデルをより高収益で持続可能なものにする可能性があります。そして、幅広く成長する長期的なリターンを生み出す可能性を秘めています。

世界金融危機以来、世界経済はセカンド・ギアで停滞しています。歴史的な低金利と一見流動性の高いように見える信用が、景気の後退をなんとか食い止めていきましたが、成長に再び勢いをもたらすまでには至っていません。経済的な損害以外にも、私たちは、ポピュリズムの再燃や経済的格差の拡大など、多くの社会的および経済的問題の発生を目の当たりにしています。

世界経済を立て直し、社会的なフラストレーションの高まりに対処するためには、複数のアプローチが必要になります。

こうした問題に対して安易な解決策はありません。世界経済を真に立て直し、高まる社会的なフラストレーションに対処するためには、複数のアプローチが必要になります。しかし、そのアプローチの 1 つは、政府や企業が「イン

クルーシブな成長」を提供するように促すことではないかと考えます。インクルーシブな成長とは、経済的格差を緩和する方法で、社会全体で共有する成長のことです。

これを成功させる方法の一例として、米国自動車業界の大物、ヘンリー・フォードについて考えてみましょう。同氏は主に、モデル T を大量生産するために組立ラインを用いたことによる革新的な成功で知られていますが、高賃金を活用して労働力安定と生産性向上を実現したことは、それほど広く知られていません。

モデル T の人気が高まると共に、フォードは慢性的な欠勤の多さと離職率の高さが最終利益を毀損していることを認識するようになりました。そこで、同氏は労働者に競争力のある賃金を支払うことを決定し、彼らが退職や解雇のリスクを避けながら仕向けたのです。



ニール・ドウエン
グローバル・ストラテジスト

フォードの戦略は功を奏し、その見返りは絶大なものとなりました。従業員の離職率は低下し、労働者の技能は向上、生産ラインの効率性は高まり、利益は大幅に増加しました。フォードのアプローチは彼の工場にとどまらず、米国の中産階級の発展を促し、さらに消費者需要によって牽引される経済の創造に貢献しました。

フォードのアプローチと対照的に、今日の企業経営チームの多くは、コスト削減、特に人件費削減による、短期的な利益の追求にばかりとらわれているように思われます。そして、賢明な設備投資の代わりに、多くの企業が実施しているのが、ストックオプションを増大させるための自社株の取得です。自社株取得は、競争力を高めるための投資を枯渇させ、中期的なリターンを縮小させてしまう可能性があるにもかかわらずです。このようにして実現した利益増や株価の上昇は、従業員、環境、そして時には企業の製品の品質の犠牲の上に成り立っていることが、あまりにも多いのです。

コスト削減は、短期的には利益を増大させるかもしれませんが、同時に、従業員、環境および製品品質を犠牲にする可能性があります。

(次ページへ続く)

経済的格差

(4 ページからの続き)

確かに、ほとんどの企業は利益を生み出すために存在しています。しかし、企業は社会の社会的構造および倫理的構造の一部を形成しており、利益の追求は、目標の 1 つに過ぎないのです。その繁栄のために、企業は、事業に対する長期的なリスクを管理し、生産性と革新に重点を置き、その企業が依存している社会に貢献する方法を見出すことを通して、ビジネスモデルを持続可能なものにするように努めることが望ましいのです。

賃金上昇は、社会が必要とするインクルーシブな成長のアプローチの一つですが、単に給料を上げるだけで、数十年にわたって拡大した格差や低成長をすぐに是正できるわけではありません。他にも人工知能やロボット工学の台頭など、あまりに多くの経済的圧力が存在します。オックスフォード大学の調査によれば、近い将来、コンピュータ化によって米国の 47% の雇用が奪われる可能性があるとのこと。

ですから、企業が収益性と持続可能性を兼ね備えたビジネスモデルを確立したいのであれば、給与レベルだけでなく、従業員のスキルレベルも引き上げる必要があります。そして、政府が長く続いている格差の影響を本当に緩和

低成長の世界における債務の返済

インクルーシブな成長は、各国経済が債務レベルを削減することを阻んでいる低成長環境に対する、より受け入れやすい解決策と言えるかもしれません。特に、その他の代替策の一部があまり魅力的でないことがその理由として挙げられます。

- 1. 強制的緊縮。** このアプローチは、経済が、債務免除に頼らずにより効率的になり、過剰債務を返済することによる、厳しいスリム化を強いられます。これは経済的格差をさらに助長し、ポピュリスト政治の訴求力を高める可能性があります。
- 2. 債務不履行。** これは、金融システムに破滅的な打撃を与え、その後のより厳しい経済状況を強いることになり、計り知れない形で政治体制の変革をもたらす可能性があります。1 世紀にわたる不履行から未だに回復していないアルゼンチンが良い実例です。
- 3. インフレによる不履行。** インフレは富裕層よりも貧困層により大きな打撃を与えるため、これはおそらく直接の不履行と同様に有害なものと言えるでしょう。多くの中央銀行は、2% のインフレ率を目標としていますが、比較的低水準のインフレであっても、長期的には購買力を著しく損なう可能性があります。
- 4. ハイパーインフレによる不履行。** 1920 年代のドイツのワイマール共和国や、今日のジンバブエやベネズエラが示しているように、この選択肢は、経済的崩壊だけでなく社会的崩壊をも招くことを歴史が証明しています。

したいのであれば、労働者が新たな職業に移行することを支援する政策を実施しなければなりません。

このインクルーシブな成長アプローチには、マイナス面もありえます。収益および投資パフォーマンスが短期的に打撃を受ける可能性があります。しかし、中長期的な見返りは、成長への広範なリターンとして帰ってくる可能性があります。これは、間違いなく、上

昇する経済的繁栄の潮流がすべての船を押し上げ、私たちをより持続可能な将来に導くという、社会のニーズにより合致した形と言えるでしょう。

短期的には、インクルーシブな成長アプローチには、マイナス面もありえますが、長期的な見返りは、社会のニーズにより合致したものになります。

もっとお読みになりたい方へ

「How to repair economic inequality (経済的格差を是正するには)」や「Let's resolve to build a new business model (新たなビジネスモデル構築を決断しよう)」など、このテーマに関するニール・ドゥエインの考えをもっとお読みになりたい方は、allianzgi.com にアクセスしてください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズとは

アリアンツ・グローバル・インベスターズは、アクティブ運用を提供する世界有数の運用会社で、世界の25の拠点に700名以上の投資専門家を擁し、世界中の個人および法人のお客様のために5,000億ユーロを超える資産を運用しています。

「アクティブ」は弊社を最もよく表現するキーワードです。アクティブとは、いかに弊社がお客様と共に価値を創造し、その価値を共有するかを示すものです。弊社が大切だと考えているのは、単に販売するのではなく、さまざまな問題を解決し、純粋な経済的利益を超える付加価値を提供することです。弊社は長期的視点に立って投資し、革新的な運用の専門知識とグローバルな人材を採用しています。弊社が目指しているのは、お客様の拠点がどこであろうと、投資ニーズが何であろうと、優れた運用サービスを提供することです。

アクティブとは：アリアンツ・グローバル・インベスターズ

2018年3月31日現在のデータ（投資専門家の人数は2017年12月31日現在）

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社（以下、当社）の所属するAllianz Global Investorsグループ（以下、AllianzGI Group）が作成する洞察を当社が翻訳したものです。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその完全性を保証するものではありません。
- AllianzGI Group各社はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における資料作成会社の見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布および第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。

投資顧問契約および投資一任契約のお客様は以下をお読みください。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する年間報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産または投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品および金融派生商品（デリバティブ取引等）は、さまざまな指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約または投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・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424号

一般社団法人日本投資顧問業協会に加入

一般社団法人投資信託協会に加入

