

# 1

## アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞察

2018 年 1 月

グローバル・ビュー

### 新たな事業モデルを 構築する決意を

#### 投資家にとっての重要ポイント

- 企業は、適切でない資本配分、経営陣に対する間違った動機付け、多額の債務保有を止めるという新年の決意をすべきです。
- 優れた事業モデルとは、短期的な金融テクニクよりも長期的なビジョンを重視するものです。投資を控えることにインセンティブを与えるのではなく、企業の基本的使命を守るというモデルです。
- 株主は企業に対して適切な投資と研究開発の強化を主張すべきであり、それこそが世界経済の低成長の問題を克服する最善策となるでしょう。

新年は、昔から悪い習慣や欠点を直す決意をするのに良い時です。企業や株主にとっては、自らの誓いを立てる、すなわち変革を起こす研究開発に重点を置いた持続可能な長期の事業モデルを考える好機です。

ここ数年にわたり、投資家は FANG（フェイスブック、アマゾン、ネットフリックス、グーグル）やその他の主にテクノロジー主導の破壊的企業に熱狂してきました。これらの銘柄の驚くべき投資リターンは、異例な低金利環境の継続の後押しもあり、株式市場を過去

最高水準に押し上げてきました。金融危機後の世界の大半が低成長と高債務により薄暗い中、それらの株価の上昇は、政府と消費者がこれらの企業の行いと市場支配に対して監視を強めているものの、一筋の光を投げかけました。

しかし、灯台の役割を果たしたこうした企業の成功により、我々の目は世界経済の成長をけん引する必要があることからそらされたのでしょうか。どのようにしたら、より多くの企業（新規企業も既存企業も）が成功を維持することができるのでしょうか。弊社は、



ニール・ドゥエイン  
グローバル・ストラテジスト

短期的な金融テクニクよりも長期的なビジョンを優先する事業モデルにその答えがあると考えています。つまり、投資を控えることにインセンティブを与えるのではなく、企業の基本的使命と競争力を守るという事業モデルです。

**成功を維持するためには、短期的な金融テクニクよりも長期的なビジョンを優先する事業モデルを確立すべきです。**

(次ページに続く)

#### 3 ビューポイント

不正確なインフレ指標に依存するリスク

#### 4 グラスルーツ・リサーチ

データを深掘りし、洞察を実践に役立てる

**Allianz**   
Global Investors

詳しくはアリアンツ・グローバル・インベスターズのホームページ ([www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com)) の「洞察」をご覧ください。

(1 ページからの続き)  
グローバル・ビュー

### 優れた事業モデルにより、多くの欠点を直すことが可能

いくつかの点で、FANG などの銘柄は教訓を与えてくれます。アマゾンなどの企業は利益よりも営業キャッシュフローを優先することで知られており、キャッシュフローを競争優位性の維持に活用しています。しかし私たちは誰もが驚異的な成長は少数の銘柄に限られたものではないことを示すことができます。その出発点としてふさわしいのは、次に挙げるあまりにもありふれた欠点に向き合うことです。

#### 1. 不適切な資本配分

ゼロ金利やマイナス金利により、余剰生産能力が温存され、優れた経営の企業が過剰債務の企業に対して優位に立つのを妨げられていることは間違いありません。その結果、資金調達容易であることからゾンビ銀行とゾンビ企業の集団が生まれました。金融政策の段階的な正常化によりこれらの破綻企業の資金調達コストが上昇するのは良い兆しと言えます。投資家としては、こうした流れに対し正しい側に立つことが重要です。

#### 2. 経営陣に対する間違った動機付け

あまりに多くの企業で、経営陣が賢明な設備投資を行うのではなく、ストックオプションの価値を高めるために自社株買いの実施を動機付けられる仕組みになっています。しかしながら、自社株買いを実施することで競争力強化を目的とした投資が抑えられるため、実際には中期的リターンが減少する可能性があります。

#### 3. 過少投資を招くゼロベース予算

費用を正当化するためにゼロベースで毎年度予算を策定しても、単なるコスト削減に陥ることが多々あります。このため、企業が最も重要な事業基盤（特に人材）に対する投資を抑える一方で、多額の債務の返済に充てるためのキャッシュフローの存在を強調しすぎることにつながりかねません。効率的な企業経営とキャッシュのために経営することを混同してはなりません。

**効率的な企業経営とキャッシュのために経営することを混同してはなりません。**

#### 4. 過剰な債務に支えられた成長

1980 年代以降、信用拡張が世界経済の成長を後押しし、その影響で全体として消費が過度に増え、貯蓄率が低下しました。誰かが極めて高水準の債務を返済しなければならず、さもなければ債務不履行の危険にさらされますが、果たして誰がこうした重荷を背負うのでしょうか。給料が高かったベビーブーマーは退職し、ミレニアル世代は良い条件の仕事と手頃な価格の住宅を手に入れるのに苦労しています。

#### 短期的思考から長期的思考にシフト

こうした根深い問題を解決するために、向こう数年間ではなく長期的な視点に立った意思決定を重視する新たな事業モデルが世界で求められていることは明らかなです。近視眼的思考により、企業の寿命はかつてなく短くなっています。クレディ・スイスの調査によると、S&P500 構成企業の平均寿命は、1950 年代の 60 年から現在は 20 年未満に短期化しています。

多くの研究開発の取り組みが短期的な利益追求を目的としていたとしても何ら不思議ではありません。しかし、政府と企業は、社会的、経済的、環境的な変革を伴うある種のとてつもない転換を図るために基礎研究に取り組む必要があります。弊社の生産性の低下に関する分析調査は、現在の低経済成長の罠から抜け出すためには研究開発重視のアプローチが唯一の方法であることを示しています。

#### 取締役会と投票からの変革への挑戦

このような思考の大幅な転換は極端に見えるかもしれませんが、有権者にも株主にも受け入れられるでしょう。有権者は経済的変化には時間がかかることを理解しており、将来のビジョンを有する政治的指導者を強く求めています。

取締役会はいくつもの思考の転換を始めるのに最適な場と言えるでしょう。企業の所有者である株主は、企業に対して優れたガバナンスを求めたり、優れた意思決定に対して報いたりすることができます。株主には、利益を増やし株式オプションの価値を高めるためのバランスシートの操作ではなく、研究開発を重視し長期的に競争力を高めることを企業に対して促す力があります。

世界的な大問題を解決するのに、より長期的な思考と一段と責任を持った行動が求められるのであれば、私たちは株主および有権者として、自らが望む行動のモデルを打ち立てる決意をすべきです。これが新年に最もふさわしい決意となるのではないのでしょうか。

**思考の大幅な転換は有権者にも株主にも受け入れられるでしょう。**

## ビューポイント

# 不正確なインフレ指標に依存するリスク

世界金融危機の発生以降、中央銀行が金融緩和策を講じているにもかかわらず、世界の大部分の地域で消費者物価上昇率の伸び悩みが続いています。このため、物価上昇が正確に測定されているのかという懸念が生じています。公式指標は、実際に我々が経験している物価上昇を表しているのでしょうか。そうでないならば、中央銀行と投資家にどのような影響を及ぼすのでしょうか。

### CPI の何が問題なのか

米国で最も幅広く利用されている消費者物価上昇に関する指標の一つが消費者物価指数（CPI）です。CPI は、財とサービスの「バスケット」に対して消費者が支払う価格の平均的な変化を時間的に評価することを目指しています。

CPI の定義は比較的単純ですが、細部に問題が潜んでいます。CPI を計算する際には議論されることが多い方法論の前提や質の調整によるさまざまな影響を受けるため、「正確な」インフレ指標としては不完全なものとなっています。例として米国を挙げましたが、米国以外の国でも同様の指標が公式に利用されており、その多くで同様の欠点が見られます。

**CPI は議論を呼んでいるいくつかの前提に基づいており、「正確な」インフレ指標としては不完全なものとなっています。**

CPIが抱える欠点を要約すると、以下の通りとなります。

- **CPI は生活費を表す指標としては不完全であり、固定されたバスケット**としては正確ではありません。CPI は、一定の生活水準を維持するのに必要な特定の財とサービスの時価のコストを把握することを目的としています。しかし、このバスケットと比重は固定されていません。これらは、消費者の嗜好の変化に基づき変化します。消費者の状況の変化を反映するためにこのように調整される一方で、時間の経過とともに指標の一貫性が保たれなくなります。

- **CPI は財とサービスを対象していますが、資産価格は除外されています。**消費者の日常の生活費に重点を置いているため、CPI は中間財と資産価格を対象としていません。理論的に資産価格を除外することは正当化されますが、少なくとも二つの大きな問題が生じます。第一に、持ち家住宅などの資産はグレーゾーンになります。これらは非常に長期にわたり使用される資産であるだけでなく、さしあたっての住居としてのサービスを提供していますが、そのコストを容易には識別できないからです。第二に、財・サービス価格と資産価格の乖離が広がる中、中央銀行のマンデート（使命）が狭い範囲に限定されすぎています。世界金融危機の発生以降、資産価格は大幅に上昇しており、これが現在直面している状況です。

- **CPI には低所得家計が表されていません。**CPI バスケットの項目の相対的比重は、総消費支出調査に基づいており、CPI は所得が上位三分の一の層をより表すようになっています。低所得家計の消費パターンは高所得家計とは異なる傾向にあり、高齢者のパターンも同様に異なります。そのため、これらの層は公式の CPI データが示唆する水準よりも高いインフレ率にしばしば悩まされています。



マルティン・ホッフシュタイン  
シニア・ストラテジスト

**低所得家計は公式の CPI データよりも高いインフレ率に悩まされている可能性があります。**

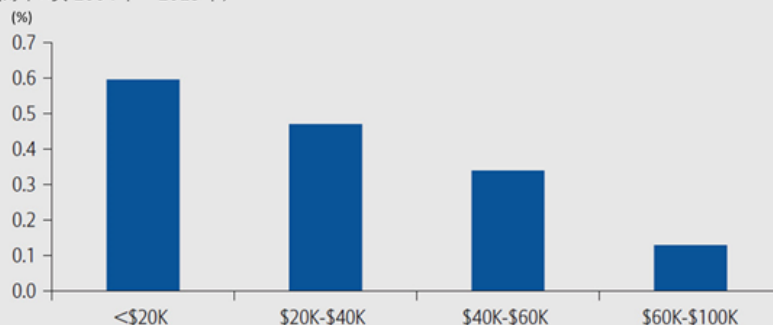
### CPI が不正確な場合、どのようなことが起こるのか

公式な CPI 指標がインフレを過大評価しているのかまたは過小評価しているのかに関する学界的論争が一段と白熱する一方で、控えめに言っても消費者が経験している以上に広範囲にわたってこの問題は影響をもたらすでしょう。

- **実質国内総生産（GDP）成長率と生産性成長率が高すぎである可能性があります。**インフレ率を要素としている重要なマクロ経済指標は、そのインフレ率自体が過小評価されているとなると、不正確な指標となる可能性があります。
- **公共支出が抑えられている可能性があります。**「正確な」インフレ率

（次ページに続く）

中・低所得世帯はより高いインフレ率に直面する  
消費者物価の差と100,000米ドルを超える家計収入  
(年間平均、2004年～2013年)



出所: Kaplan / Schulhofer-Wohl (2016年)「世帯水準別のインフレ率」2013年時点。米ドルベース。米国の世帯平均価格の中央値に基づく。



(3 ページからの続き)  
ビューポイント

- が公式データよりも高い場合、インフレに連動する社会保障などの支出が少なすぎである可能性があります
- **格差が生じる可能性があります。**所得格差はすでに明白ですが、公式データに表されていない実際のコストを低所得家計が払い続ける場合、そして社会保障などの公的支出が欠点のあるインフレ率と連動し続ける場合、事態が深刻化する可能性があります。
- **事業は悪い兆候を見ている可能性があります。**企業の経営陣は、正確なインフレ率に沿って、妥当な長期事業計画を策定し、短期的な事業判断を適切に行っていると見られます。

- **金融の安定に関してリスクが生じる可能性があります。**インフレ目標が狭い範囲に限定されすぎているために、我々が緩和的すぎると考えている金融政策が中央銀行により一段と推し進められてきました。このため、ファンダメンタルズによる十分な裏付けがない形で資産価格が押し上げられています。

**政策立案者と投資家はどのように対処すべきか**

資産バブルが起きる可能性があることに対して中央銀行はもはや「見て見ぬふり」をできなくなると弊社は考えています。中央銀行は公式目標を変更すべきです。そうすることで、雇用および財・サービスに基づいたインフレを引き続き重視するとともに、資産価格の上昇に一段と注意を払うようになります。金融政策を、主に景気とインフレサイクルではなく、金融サイクルに合わせることで、金融危機の発生を防ぐことができるでしょうし、少なくとも新たな金融危機が発生しそうなした場合にその悪影響を抑えることができるでしょう。

もし公式な価格データが本当に購買力の低下を過小評価しているならば、債券、短期金融商品などの名目（または無形）資産の「ひそかな評価減」に投資家は備えるべきです。したがって、株式、不動産、コモディティなどの実物資産に対して戦略的な配分を適切に行うことを投資家は検討すべきです。これらの実物資産はインフレに対する適切なヘッジになるとともに、分散化の手段となるでしょう。

**中央銀行は、従来の指標を重視するとともに、資産価格の上昇に一段の注意を払うべきです。**

グラスルーツ・リサーチ

**データを深掘りし、  
洞察を実践に役立てる**

アリアンツ・グローバル・インベスターズの社内調査研究部門であるグラスルーツ・リサーチ・チームは、30 年以上にわたり、他社に先んじて投資プロフェッショナルが銘柄を選択し、セクターのトレンドを特定するのをサポートすることを目標としてきました。グラスルーツの洞察は、弊社の従来のファンダメンタル・リサーチ機能と合わせて利用され、弊社のアクティブ運用に対する独自のアプローチにおいて重要な役割を担っています。

グラスルーツ・チームは先ごろ、情報収集ツールに新たな革新的なツールを追加しました。業界の専門家に対して個別インタビューを綿密に行い、複数の地域で消費者に対して詳細な調査を実施することに加え、弊社はインターネットから「オルタナティブ（代替）」データを抽出する新たな方法を模索してきました。

**グラスルーツの情報収集ツールに新たな革新的なツール：インターネットからの「オルタナティブ」データの抽出**

**データを深掘りする**

一般的に、主な代替（あるいは、従来とは異なる）情報源として、ショッピングの基本トレンドを「マイニング（探掘）」可能なクレジットカードのデータ、そして消費者の意見の変化を「スクレイピング（抽出）」可能なソーシャルメディアが挙げられます。投資家はこうしたデータをこれまでになく容易に入手できるようになり、しかもその多く（特にインターネット上のデータ）が完全な形で公開されています。

答えを得るのに多くの情報源がある中、どこを探すべきか、どのような質問をすべきか、価値ある洞察を収集するためにどのように分析すべきかが、真の課題となっています。これらの課題に対処するとき、グラスルーツ・チームが有する従来の市場調査を通じた経験が力を発揮するのです。リサーチャーと投資プロフェッショナルが協力することで、ファンドマネジャーの運用プロセスにとってどのようなオルタナティブデータが最も適切かつ妥当なのかを判断できます。以下で二つの事例を取り上げます。



ケリー・レウバ  
グラスルーツ<sup>SM</sup>・リサーチ、グローバル・ダイレクター

**データのスクレイピングを活用した、売れる価格の調査**

世界最大の電子商取引企業アマゾンのは、かつてない莫大な量のウェブコンテンツを公開しており、誰もが入手することができます。小売価格設定モデルについて洞察を得るために、グラスルーツ・チームは、数千のデータポイントを抽出し、アマゾンと他のネット小売業者が同一商品に対して設定する価格を比較しました。アマゾンが常に最安値を提示しているわけではないことに驚かされるでしょう。多くの場合、企業は自社ブランドのサイトで他のサイトよりも低価格で商品を提供しています。このように価格を詳細に比較することで、投資プロフェッショナルは、アマゾンのインターネット販売による圧倒的な脅威および他社との競争に対して、各小売企業がどのようなポジションにあるのかより深く理解できます。

(次ページに続く)

(ページ4からの続き)  
グラスルーツ・リサーチ

また、このようなウェブデータの抽出は、商品ランキングの比較、消費者の評価の調査、複数のサイトでの消費者のレビューの分析に有効です。

**データのスクレイピングは、価格、商品ランキング、消費者のレビューの比較に役立ちます。**

**ソーシャルメディアを使った商品に対するセンチメント（感情）の分析**  
消費者が新商品に対してどのような感情を抱いているのか調べるために、グラスルーツ・チームはソーシャルメディアの力を活用しており、特に消費者が意見を公然と述べ共有しているプラットフォームに注目しています。

グラスルーツ・チームは先ごろ、アップルの iPhone に対する消費者の見解を調べるために、価値があると考えられるツイートを一週間にわたり調査しました。数千の投稿を調べ、結果を分類した後に、特別なコーディング・ツールを用いて、ツイートをプラス評価またはマイナス評価に振り分けました。さらには、ツイートがプラス評価かマイナス評価かに基づき、信頼スコアを付けました。

この分析の結果、一機種を除いて iPhone の全機種の総合スコアがプラスで、信頼水準が 80%であることが分かりました。例外は iPhone 8 で、総合スコアはマイナスで、信頼水準は 60%でした。このことは、iPhone 8 の販売台数が他の iPhone モデル (iPhone 8 Plus や新機種 iPhone X など) を下回る可能性があることを示唆しており、投資プロフェッショナルが消費者のセンチメントを解明し、小売から消費者への販売台数を予想するのに役立ちました。

**洞察を行動に結びつけるためにデータを選別**

複数の情報源からのデータの収集・分析が、アリアンツ・グローバル・インベスターズ独自の調査の取り組みを常に支えているとともに、弊社のアクティブ運用において不可欠な要素となっています。

グラスルーツ・リサーチ・チームが真の洞察を得るために、オルタナティブデータの情報源、特にインターネット上で入手可能な莫大な公開情報をマイニングする新たな手法を探し続けている理由はここにあります。また、投資プロフェッショナルと協力し、さらなる研究と分析を通じて実世界においてこれらの洞察をテストしています。

リサーチのグローバル・ディレクターのガンナー・ミラーは、「インターネットは公開情報の莫大な宝庫の役割を果たしています。ウェブデータの抽出と『ビックデータ』の活用により、弊社のグローバルなリサーチ・プラットフォームは大幅に強化されました。適切な情報源から投資上の結論を導き出すために新たな手法を探し出すことは、アクティブ運用に対する弊社の長年にわたる取り組みからするとごく自然なことです」と述べています。

本稿で述べた有価証券のいくつかまたはすべては顧客口座で購入したものである場合があります。本稿の読者は、特定された有価証券への投資が有益であると仮定する根拠とはならないことをご認識ください。特定された有価証券または企業は、顧問顧客に対して購入、売却または推奨された有価証券のすべてを表すものではありません。実際の保有は顧客口座により異なります。Amazon は世界最大の電子商取引会社です。Apple は時価総額で世界最大の企業です。FANG はウォールストリートや多くの投資家の間で広く使われている頭字語です。Facebook、Amazon、Netflix、Google (現 Alphabet) の 4 つの大手情報技術企業の略であり、一般的な名称として広く使われています。

## 【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、配布及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又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及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、様々な指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約又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