

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 経済格差
中央銀行は格差を
悪化させかねない

4 ビューポイント
ボラティリティがもたらす
好機を歓迎する

6 米国の見通し
景気後退に立ち向かう

グローバル・ビュー

インベストメント・フォーラムからの 重要ポイント

ロンドンで開催された弊社の直近のインベストメント・フォーラムには、弊社の運用担当者が一堂に会し、世界経済の現状について討論を行い、投資家がどのように市場にアプローチすべきであるかという点について議論を繰り広げました。そこで得られたコンセンサスとして、世界経済は、今も好調に推移しているものの、政治の混乱と貿易摩擦によって、市場はより一層、予測が困難になるであろうと我々は考えています。

投資アイデア

- EU 以外の企業との取引割合が大きな大手の英国の輸出企業は、分散化したエクスポージャーと英ポンド安によって利益を得る可能性があります。
- 貿易政策の変化によって市場ボラティリティが上昇すれば、買いの好機をもたらす可能性があります。
- 公正な幹部報酬や社員研修を重視する企業は、熱意があり、スキルの高い労働力によって恩恵を受けるでしょう。
- 株価に著しい影響を与えうるサイバーリスクを管理する方法を熟知している企業を探しましょう。
- 持続可能な長期的リターンの可能性をもたらす、ポートフォリオ分散化の資産の1つとしてインフラも候補に入れるとよいでしょう。
- 将来のリターンは低下する可能性が高いため、景気循環増幅効果（プロシクリシティ）の追求は避けましょう。過去に高いパフォーマンスをあげた戦略だけを追求することは止めてください。



ニール・ドウエイン
グローバル・ストラテジスト

英国の EU 離脱は、単独の結論には至らない—そしてすべてのセクターが敗者となるわけではない

英国の経済成長は近年減速しており、EU 離脱（ブレグジット）のプロセスは既に実質 GDP を徐々に弱体化させています。2019 年初めにどのようなことが起ころうとも、直ちに明確になることはあまりないでしょう。この離脱の詳細は、数カ月、数年をかけて詰められることとなります。はっきりしていることは、英国の EU 離脱によって、すべてのセクターが同じような影響を受けるわけではないということです。例えば、「ハード」ブレグジットの場合は、英ポンド安が英国の大手輸出企業にとって後押しとなり、より幅広く分散化したエクスポージャーも恩恵となるでしょう。

(次ページへ続く)

グローバル・ビュー
(1 ページからの続き)

貿易戦争は市場にとって悪影響でも、アクティブ投資家にとって必ずしもそうではない

米国のドナルド・トランプ大統領は、世界貿易の条件を変え続けており、これは今のところ米国市場の変調にこそつながっていませんが、一部の分野は苦境に陥っています。米国はメキシコ、カナダ、ドイツやその他の主要な貿易パートナーと新たな 2 国間協定を構築しようとしています。これによってボラティリティが生じ、買いの好機が訪れる可能性が高いでしょう。

中国はトランプ大統領の標的にされていますが、特に海外投資家にその経済を開放したいという思惑によって、交渉に応じる方向に傾くかもしれません。しかし、新興市場において減速が生じるか、あるいは中国がより報復的なスタンスを取るようなら、やはり米国は投資家にとって最も安全な地域となるでしょう。

経済格差は混乱をもたらすが、ESG の重視は有益

富の格差が拡大し続けている米国と欧州において、格差は政治的な対話においてますます大きな比重を占めるようになってきました。これは、投資家に注意を促す警告サインです。なぜなら、格差は混乱、不安定、環境悪化や多くの社会不安の原因となる可能性があるからです。

格差は混乱、不安定、環境悪化および多くの社会不安をもたらします。

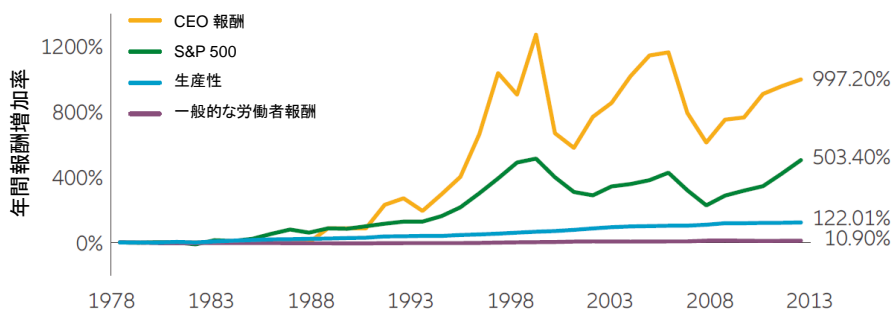
投資の視点から、この問題に対処するための方法は、主に 2 つあります。

– 1 つ目は、経営管理チームと共に、ますます重要になっている環境、社会、ガバナンス (ESG) 投資における極めて重要な要素、ガバナンス問題に関与することです。業績とより密接に連動した幹部報酬は、格差の縮小に貢献し、研修に真摯に取り組むことは、自動化や人工知能が広がる中でも労働者の発展を支援することにつながる可能性があります。

– 2 つ目は、フィナンシャル・インクルージョン (金融包摂)、すなわち誰もが取り残されることなく金融サービスへのアクセスでき、金融サービスの恩恵を受けられるようにすること、金融リテラシーを向上させること、および投資家がリスクを管理し、長期的

CEO 報酬は 1978 年以来飛躍的に増加

物価調整後の年間報酬、1978~2014 年の全データ



出所：経済政策研究所 (Economic Policy Institute) による Compustat の ExecuComp データベースのデータ分析、セントルイス連邦準備銀行の Federal Reserve Economic Data、米雇用統計 (Current Employment Statistics) プログラム、および商務省経済分析局の NIPA (国民所得生産勘定) 表の「Top CEOs Make 300 Times More than Typical workers (トップ CEO は一般労働者の 300 倍稼いでいる)」2014 年データより。

に富を増加させる可能性を支援することによって、金融市場への参加者を増やすことです。投資家とアセット・マネージャーが価値を創造し、共有する際に、我々は自らが果たすべき社会的責任を遂行することができると思っています。

企業がサイバーリスクに真っ向から対峙すべき時が来ている

大企業に対するサイバー攻撃は、迷惑なレベルから重大な問題へと発展しています。私たちは今、あらゆるセクター、地域および事業規模にわたり、広範で予測不能な攻撃を受ける環境にいます。これにより、投資家にとっては、復旧費用やレピュテーション・ダメージに起因する株価下落などの影響が及ぶ可能性があります。

良いニュースとしては、多くの企業がサイバーリスクへの対応に大きな進歩を見せていることですが、中でも一部の企業は、これらの問題の対処において、他社よりも大幅に優れたリスク対策を整えています。問題は、そのような企業を見極める方法です。経営陣との積極的な関与によって、どの企業がサイバーリスクに対してより優れた体制を整えているかがわかる可能性があります。

積極的な関与によって、どの企業がサイバーリスクに対してより優れた体制を整えているかがわかる可能性があります。

インフラ投資が 2008 年以来 4 倍になったのには理由がある

投資家は、インフラ資産に対する投資をポートフォリオのバランスを取るための方法と捉える傾向をますます強めています。Prequin によれば、インフラ資産の運用残高は、過去 10 年間で 4 倍以上に増加しています。

このオルタナティブ資産クラスは、安定した長期リターンの可能性があり、分散化を改善し、インフレへの防御対策にもなることから、投資家にとっては魅力的です。そして、特にグリーン・インフラの分野で、政府からの大きな支援を受けられる分野です。国際金融公社によれば、都市水道インフラ投資は、2030 年までに 13 兆米ドルを超え、風力・太陽光発電市場は、2040 年までに 6 兆米ドルを必要とするとのことです。

長期的なアクティブ投資によって、プロシクリカリティに対処する

世界経済は、現在は比較的好調に推移していますが、先行きはより不透明であり、ボラティリティは高まりそうです。リターンは今後 5~10 年間はより低下する可能性が高いため、投資家はより積極的に資金を運用し、プロシクリカリティ (景気循環増幅効果) を当てにしない必要があります。投資家は、過去に良いパフォーマンスをあげた戦略ばかりを追求し、将来的に最も高い可能性を持つ戦略を見逃す過ちを犯してはなりません。投資に対する積極的で深く関与するアプローチが、ポートフォリオに価値を生み出し、リスクを最小化するのです。

オンラインでより詳細な視点を

記事、動画等を含め、弊社のインベストメント・フォーラムの詳細については、allianzgi.com にアクセスしてください。

経済格差

中央銀行は格差を悪化させかねない

重要ポイント

- 経済格差は、経済成長の足を引っ張り、社会システムを不安定にし、政府の財政に圧力をかけます。
- 一般的に、中央銀行は、格差は技術革新やグローバリゼーションなどの要因によって悪化し、自分たちの制御の及ばないものであると見ています。
- 弊社は、金融政策が、リスク資産の価格を過度に刺激し、債務水準を引き上げ、金融セクターを不釣り合いに利することによって、格差を悪化させたと考えています。
- 超低金利は、リソースの不適切な配分につながり、「ゾンビ企業」の比率を増加させました。



シュテフ アン・ホフリッチャー、CFA
グローバル・エコノミスト

一方、中央銀行は、格差は金融政策による制御を超える要因、具体的には技術革新やグローバリゼーションによって生じるものであると見ています。彼らは、金融政策が対称的である場合、つまり、金融政策の刺激と緩和の段階が公平に実施されれば、プラスとマイナスの分配効果が長期的にバランスされるはずであると考えているのです。

弊社の見解：非対称的な金融政策は、格差を悪化させる

しかし、疑ってみなければならぬのは、まさにこの前提です：弊社は、金融政策は数十年間にわたって非対称的に実施されてきたと考えています。弊社の試算では、英国と欧州における金融政策は、1980年代以来、平均して幾分過度に緩和的であり、経済が刺激も減速もされていない「中立的」と推定される値を下回っています。

過度に緩和的な金融政策は、主に3つの形で経済格差に寄与します。

(次ページへ続く)

ここ数十年間で徐々に拡大してきた格差は、世界において喫緊の問題となっています。人的コストに加え、これは経済成長の足も引っ張っています。社会システムを不安定にし、政府の収支の流れにも圧力をかけています。

ほとんどの研究者や中央銀行は、格差の拡大の原因を、自動化の進展と金融セクターの成長であるとしています。これは確かに事実ではありますが、数十年に及ぶ過度に緩和的な金融政策も、この点で大きな役割を果たしており、構造的レベルで富と収入の格差を著しく拡大させました。

数十年に及ぶ過度に緩和的な金融政策が、構造的な格差を著しく拡大させました。

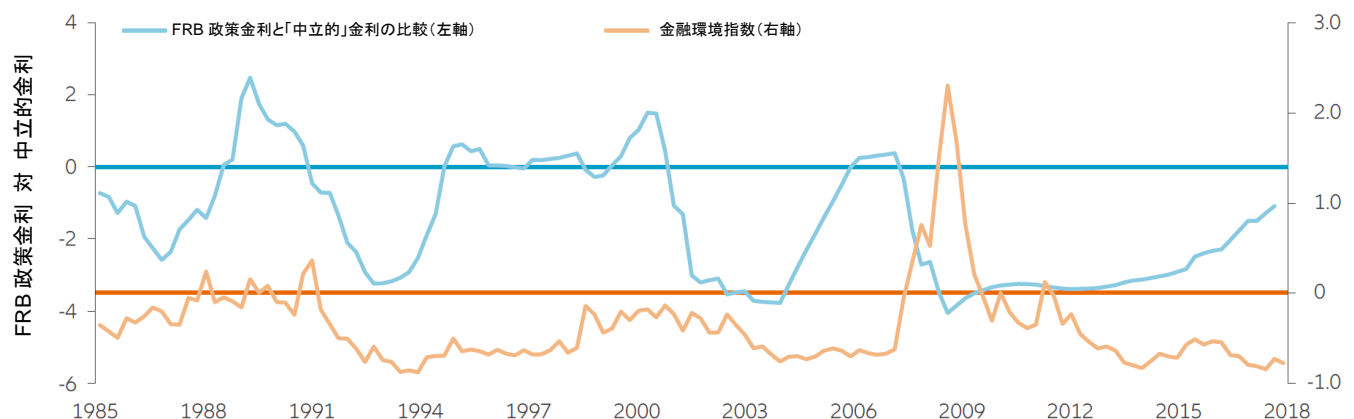
拡大に対する従来の説明

1980年代の初め以来、格差は、先進国と新興国の両方において世界的に拡大してきましたが、米国における傾向は特に目立っています。格差を測定する一般的な統計手法であるジニ係数は、1930年以來最高レベルに達しています。

研究者の多くは、この格差の拡大の要因は、自動化の発展にあるとしています。機械や新たな技術が多くの手作業や反復的作業を奪ったことにより、低技能従業員の賃金と中間所得層の地位は低下しました。また、多くの研究者は、従業員の労働組合加入減少や金融セクターの成長も、所得格差拡大のさらなる理由であるとしています。

金融政策は、1980年代以来過度に緩和的だった

中立的金利と比較した米国連邦準備理事会の金利との比較 対 シカゴ連銀の全米金融環境指数 (National Financial Conditions Index)



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、AllianzGI Economics & Strategy Data。2018年8月13日現在のデータ。

経済格差

(3 ページからの続き)

1. リスク資産の価格上昇

構造的に過度な拡張的金融政策は、市場参加者が将来の好調な経済活動を割り引いて考えることから、リスク資産の価格を刺激します。実際、株式は1980 年中期以来、世界的に平均以上のリターンをもたらしてきました。この時期において、資産所有者は、未曾有の資産価格高騰と資本所得による恩恵を受け、富と所得の格差は構造的に拡大しました。

2. 大幅な債務の増加

低金利は確かに当初は経済活動を活性化させるかもしれませんが、同時に債務水準も著しく増加させる可能性があります。これは、この数十年間の状況に一致しています。GDP に対する企業と家計の債務の比率は過去最大となる150%に達しています。これは、生産性の低下と格差の拡大に寄与しました。なぜなら、資金調達コストの減少は投資に対する収益性のハードルを下げ、超低金利によって、効率性が低い投資プロジェクトさえも価値があるものになるからです。ここ数年、このためにリソースの不適切な配分が生じ、「ゾンビ企業」、つまり利子費用が営業利益を

上回る企業の比率が増加しています。これは、より若く、生産性の高い企業のための資金調達が減少することを意味し、それによって経済成長と生産性の足を引っ張り、格差を拡大させるのです。

低金利は経済活動を活性化させますが、債務水準を著しく増加させる可能性があります。

3. 金融セクターの成長

金融セクターは、非対称的な金融政策により、いくつかの形で恩恵を受けます。第一に、金融セクターは、低金利によってプラスの影響を受けるリスク資産、つまり生産的な資産よりも金融資産に直接投資します。第二に、金融機関は、良好な金融市場環境においては、平均以上の手数料の増加と、金利収入を享受します。これは米国の状況に当てはまり、銀行と保険会社が GDP に占める比率は 1980 年代半ばから大幅に増加しました。これは、金融危機以降のカナダ、スウェーデン、オーストラリアおよび中国の状況にも言えることです。金融セクターが GDP に占める割合が増加したことにより、その労働者に支払われる相対的な報酬も増加しました。これは、当然のことながら、他の経済の報酬が減ったことを意味します。

金融フレームワークは、生産性、成長、および公平性のために重要

富と所得の配分および生産性をめぐる議論を通し、金融政策に対する弊社の見解は、主流な見解とは大きく異なります。弊社は金融政策の歪みだけが、低生産性成長や格差拡大の理由ではなく、競争政策、銀行規制や税務政策も重要であることを認めています。しかし、金融フレームワークそのものが生産性、成長および富と所得の配分にマイナスの影響をもたらすきっかけとなる可能性があるのです。

金融フレームワークは、生産性、成長および富と所得の配分にマイナスの影響をもたらすきっかけとなる可能性があります。

もっとお読みにになりたい方へ

このテーマに関するさらに詳細な見解については、allianzgi.com にアクセスして、ニール・ドウエインの「How to repair economic inequality (経済的格差を是正するには)」や、「To reduce inequality, focus on inclusive growth (経済的格差を縮小するために、インクルーシブな成長に集中)」をお読みください。

ビューポイント

ボラティリティがもたらす好機を歓迎する

重要ポイント

- 過去 10 年間あまりの安定的な成長の後、高まる世界市場の不透明感が、ボラティリティ復活の期待を促進しています。
- ボラティリティの高い市場は、ボラティリティを待ち構えている投資家にとって、特に相関関係が崩れた時に、好機をもたらします。
- インデックス連動投資は、上げ相場において恩恵を受けますが、下げ局面においてもこれに追従することになります。

2018 年初頭におけるボラティリティの上昇は、投資家はもはや過去 10 年間における潮流であった、滑らかに上昇する株式市場に依存することはできないということを印象づけました。CBOE ボラティリティ・インデックス (VIX) は、歴史的な低レベルによって特徴づけられていた過去 1 年間から、ほんの数日間で2倍以上となりました。俗に「恐怖指数」とも呼ばれるこの数値の急上昇は、高いバリュエーション

と金利上昇、およびその結果としての市場調整のリスクに対する投資家の懸念の高まりによるものでした。

一部のマクロ経済要素は、引き続きこれらの恐怖を煽っています。世界経済の回復は、ますます断片化しています。英国の EU 離脱とポピュリズムの台頭は、欧州の不透明感を高めており、貿易戦争の脅威が世界市場を不安定化しています。



エリック・ボエス、CFA
グローバル・ヘッド・オブ・トレーディング

投資家も、金融危機後の期間において支配的だった、連邦準備制度理事会の量的緩和 (QE) 政策からの転換の影響を、特に米国の好調な経済パフォーマンスもあり、不安気に見守っています。欧州中央銀行とイングランド銀行も、各々の QE 政策の終結に向けて動き出しており、これは資本コストの上昇につながる可能性があります。市場は、金利の決定を予想しにくくなっており、これが市場のボラティリティ上昇を促す可能性が高まっています。

(次ページへ続く)

ビューポイント
(4 ページからの続き)

ボラティリティは、勇気ある投資家に好機をもたらす

ボラティリティの上昇は、たとえ全体的な潜在リターンを見い出すことが難しくても、新たな環境を乗り切ることができる投資家に好機をもたらす可能性があります。このような背景に対し、資産は割高や割安となる可能性が高く、アクティブ・マネージャーはこうした環境において全体的に好調さを見込める企業、セクターおよび地域に集中することができます。ボラティリティがなければ、このような好機はより乏しくなるでしょう。

ボラティリティの上昇は、たとえ全体的な潜在リターンを見い出すことが難しくても、好機をもたらす可能性があります。

現実への回帰

ボラティリティの復活に関する話題や、その結果としての現実的な恐怖にもかかわらず、市場はより通常の状態に戻るようになるでしょう。

投資家は、安易なリターンに慣れてしまったかもしれず、多くは円滑な市場環境を利用すべくパッシブな商品を選

択するでしょう。しかし、これらの投資家は、インデックス連動投資は上げ相場の上げ潮に乗るが、下げ局面でも市場に追従するという間に間もなく気づくかもしれません。

実際に、調査によれば、パッシブ商品は、ボラティリティが高い状況では、実際にベンチマークをアンダーパフォーマンスする可能性があることが示されています。ストレスのかかる状況では、パッシブ商品のトラッキング・エラーが増加する傾向があります。これは、基本となるインデックスが非流動的である場合に顕著になる傾向です。

不利な債券を見極める

ボラティリティは、株式市場だけの問題ではありません。予想される長期ボラティリティの上昇は、資産クラスをまたがってより大きなボラティリティを伴う可能性が高いでしょう。債券市場では、過去 10 年間で債務水準が、特に社債で大幅に増加しています。これは、アクティブ運用のアプローチが特に有効な領域です。1 つのインデックスに固執する代わりに、アクティブ・マネージャーは、社債から国債や新興市場債まで、どの債券が最も確実な潜在リターンの源泉になるかを見極めることを目指します。

全ての環境に対応する

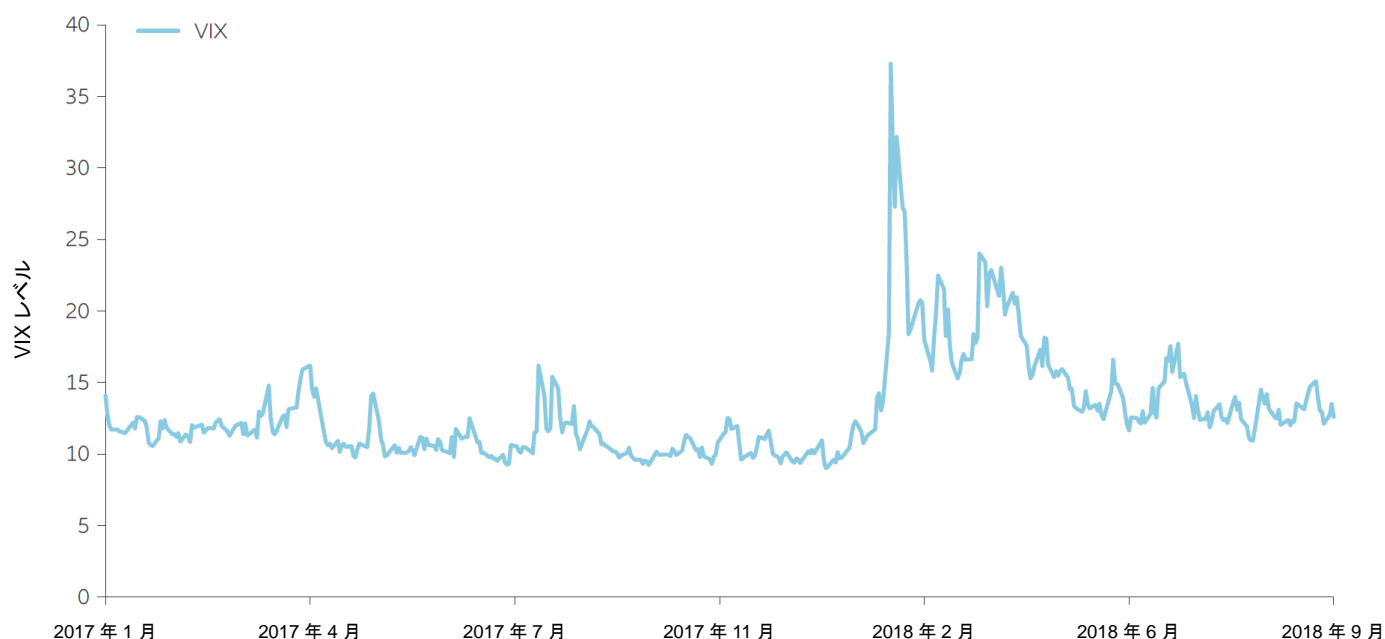
アクティブ運用は、支配的な市場の状況に関係なく、差別化する必要があります。市場環境の変動は、それ自体ではアクティブ・アプローチを証明するのに十分ではありません。根底にあるボラティリティの水準がどのようなものであっても、アクティブ・マネージャーの役割は、お客様と合意した枠組みの中で、リターン・リスク目標を追求することです。最終的に、投資家は合理的なリターンを得るためにより大きなリスクを取る必要があるかもしれませんが、同時に取るべきリスクを取捨選択する必要もあります。また、よりアクティブで、基本的で、かつ調査に基づいたアプローチを採用し、可能な限り最善の方法で、そのリスクを管理する必要もあります。

将来何が起こるかにかかわらず、好機を見つけることは可能です。実際に、アクティブ・マネージャーの目指す理念は、投資家の目的を満たすために、どのような手段も利用するというのを基本としています。

投資家は、より大きなリスクを取る必要があるかもしれませんが、同時に可能な限り最善の方法でそれらのリスクを管理する必要もあります。

2018 年 2 月の VIX 急上昇は、比較的穏やかな 1 年の後に訪れた

2017 年初め以降の、日毎の市場開始時の CBOE ボラティリティ・インデックス (VIX) レベル



出所：シカゴ・ボード・オプション取引所。2018 年 9 月現在のデータ。

米国の見通し

景気後退に立ち向かう

重要ポイント

- 米国の成長ペースは加速しており、より急速なインフレのリスクが高まり、無駄な借入も継続しそうです。
- それでも、危機は差し迫ったものではなく、連邦準備制度理事会（FRB）は景気後退について特に懸念はしていない模様です。
- 投資家は、世界中での巨額の負債の拡大、世界の中央銀行における資金供給の流動性の縮小、および短期的な政策金利の上昇に目を光らせる必要があります。
- これらの要因は、クラウドディッド・トレードを避けること、および資産配分の決定を行う際に最も流動性の高い市場を選択することの重要性を高めます。



スティーブン・メイリン、PhD
シニア投資ストラテジスト

力強い成長、持続不可能な成長

米国経済の好調なパフォーマンスに対する楽観的傾向の中、第2四半期の実質GDP約4%が、ほとんどの民間エコノミストが持続可能と考える2.0%~2.5%を大きく上回っていることに触れておく価値はあるでしょう。米国の人口が良くてもわずかな増加にとどまり、生産性の向上の実現も難しい中で、名目上の経済成長ペースの加速は、近い将来のより急激なインフレ・リスクを高めます。

来年あたりにかけては、10年間続いた無駄な借入は継続すると思われまます。政府と企業は、世界の資本市場において、記録的な借入金額を達成しそうです。米国だけでも、連邦政府は2018会計年度に1兆米ドルを超える金額を借り入れる見通しで、企業は約4兆米ドルの社債を借り換えることが必要となり、そのほぼすべての金利が上昇することになります。多くの債務を抱えた一部の国家や地方政府、そして数多くの企業が、機能不全に陥るかもしれません。このような警告にもかかわらず、信用危機はまだ差し迫っていないように見えます。

金融市場は、これまで、中央銀行の政策をはねのけてきた

三大中央銀行（FRB、欧州中央銀行および日本銀行）による金融緩和の縮小の影響は、実際に行われたもの、予測されるものを含め、金融市場で少なくとも2019年半ばまでは実感されないでしょう。FRBのガイダンスは、短期的な政策金利に関する上限と下限が不明確であったため、より狭い取引幅に

つながりました。そして、これまで、バランスシートの正常化は、主に証券ディーラーが米国債の在庫を拡張したことによってレボ市場での調達が増したことに起因する、短期市場金利に対する穏やかな上げ圧力しか与えてきませんでした。

主要中央銀行による金融緩和の削減は、金融市場で少なくとも2019年半ばまでは実感されないでしょう。

ある時点において、経済の見通しは変化し、新たなトレンド、または取引される金利の幅が広がるでしょう。それまで、より長期物の利回りは、引き続きより狭い範囲で取引され、一方、短期物の金利は、引き続き、市場の力とFRBの政策決定による上げ圧力を受けることになり、イールドカーブは相対的にフラットになるでしょう。

イールドカーブを恐れるな

FRB議長であるジェローム・パウエル氏は、第二次世界大戦以降、各景気後退の前にイールドカーブの反転が起こってきたという経験上の根拠を特に懸念していないようです。生産性は、ニュートラルな金利の主な原動力です。最近、生産性は若干向上しましたが、私たちが現在目しているものが新たなトレンドであるのかどうか、判断するにはまだ時期尚早です。生産性の微増は、期間プレミアムが、潜在的な長期金利上昇の唯一の明らかな原動力であることを示しており、近い将来に大幅に上昇する可能性は低いでしょう。

このため、パウエル議長によるイールド

ドカーブの解釈が正しいなら、イールドカーブ反転は、現在の短期金利が、その期待される長期的な平均価値の範囲を維持するか、またはそれより低下する限りは、問題にはならないでしょう。

非流動性の明らかな兆候が現れ始めている

FRBによる金利とバランスシートの正常化のいずれも、今のところ金融市場に混乱は引き起こしていませんが、継続的な資金調達流動性の枯渇は、いずれ流動性危機につながる状況を招きかねません。

ディーラーによる呼び値が、売り手による「売り呼び値」と一致しない状況が増えています。一部の投資家、特に大手アセット・マネージャーは、他の市場への移動を迫られており、撤退した市場の資金調達流動性を枯渇させ、潜在的な流動性の消滅をさらに悪化させる可能性があります。

継続的な資金調達流動性の枯渇は、いずれ流動性危機につながる状況を招きかねません。

ヘッジファンドや投機的投資家にとつては、利用可能な取引規模の縮小は、市場が急落した場合の流動性の枯渇または消滅のリスクを浮き彫りにします。2018年2月に発生した極端なボラティリティは、この点を裏づけていると思われまます。債務水準が問題となるか、そしてそれがどの程度早期に起こるかは、金融政策と経済の成り行き如何にかかっています。

(次ページへ続く)

米国の見通し

(6 ページからの続き)

より穏当なシナリオとして、企業の収益が全面的に向上し、FRB が緩やかで予測可能なペース利上げを実施するならば、企業の債務比率は低下するかもしれませんが、より懸念されるシナリオ、例えば激しい貿易戦争や予想よりも早いFRBの引き締め策の実施などが発生した場合、多くの負債を抱えた企業は、その負債の負担を克服することが難しい状況になるかもしれません。投資家は、流動性を配分の最優先事項として、投資を慎重に検討する必要があります。

相互関係のない資産クラスへの投資

実際の経済成長が金利上昇によって圧力を受ける場合、あらゆる資産クラスにおける割高な資産価格は意義を失い、やがて下落するでしょう。バリュエーションに対する潜在的な損害は、

次の景気後退の結果とはならないでしょう。そうではなく、それが次の景気後退の原因となるのです。

バリュエーションの低下は、おそらく次の景気後退の結果ではなく、次の景気後退の原因となるでしょう。

金融、財政、規制および貿易政策の変化に呼応する、米国と世界経済および金融市場における動的な調整は、あらゆる資産クラスの間とその中において資産市場でのローテーションを促す可能性があります。仮に上げ潮が発生したとしても、すべての船がそれに乗れる可能性は低いでしょう。そのような状況では、多面的なアプローチを必要とします：

- － 相関関係の低い資産クラスに広範に分散すること
- － ポジションを素早く変更させる準備と能力を備えていること

－ 各資産クラスにおいて、最も流動性の高い銘柄の保有を最優先させること、および

－ 特有の機会を幹分けることができるアクティブ・マネージャーを選択すること

等が挙げられるでしょう。

さらにお読みにになりたい方へ

このテーマに関する詳細については、allianzgi.com にアクセスして、ステイブ・メイリンによる *Under the Macroscope* 2018 年 9 月号の「[Standing firm against recession: deflecting shoves from policy changes, debt and illiquidity](#) (景気後退に立ち向かう：政策変更、負債と非流動性からの影響をかわす)」をお読みください。

【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・グループ会社*（以下、当社）が作成したものです。
- 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当社は Allianz SE 傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。
- 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、将来の運用成果等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、将来の動向や運用成果等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。

* ここでは、以下のグループ会社を総称しています。

Allianz Global Investors Japan Co., Ltd.
 Allianz Global Investors U.S. LLC
 Allianz Global Investors GmbH
 Allianz Global Investors Asia Pacific Ltd.
 Allianz Global Investors Singapore Ltd.

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