

情報提供資料 2012年10月

## GSAM 会長 ジム・オニールの視点

## ソフトランディングと景気回復。中国経済は、アレックス・ファーガソン監督が運営？

すでに景気回復のシグナルの见えていた米国以外の地域で、突然のように景気が上向いている兆候が見えて来ました。英国については、発表された経済データが好調であるのに加えて、景気回復を匂わせるニュースがいくつもありましたし、先週は、中国について「ソフトランディング」と生活の「質」の向上を裏付けるデータが発表されました。世界地図から日本とユーロ圏を取り除けたとしたら、今週はとても良い週となったはずですが…。

## 中国。政策立案者たちは、どのくらい優秀なのか？

もし中国をサッカーチームに例えるならば、今は彼らのユニフォームを着て応援すべき時です。何ヵ月にもわたる「ソフトランディング」か「ハードランディング」か、という議論がありましたが、先週金曜日以降のデータは、楽観派の見方を裏付けるようなものとなっています。例えば、マネーサプライM2（現金、預金、準通貨）は、9月には**14.8%**にまで急伸（その結果、中国の金融環境指数（FCI）は緩和基調にあり、将来の成長に明るい兆しが見えます）、貿易収支は、予想を上回る対前年比**9.9%**という強い伸びを示した輸出に支えられて**277億米ドル**の黒字となりました。中国には、輸出を抑え輸入を増やしてもらいたいものですが、景気循環の面からみれば、輸出不振は好ましいことではありません。読者の皆さんが、「これはあまり良くない成長だ」と結論を出しそうなので、その前に申し上げると、9月までの9ヵ月間は、貿易黒字は**1,500億米ドル**と**GDPの2.5%**という水準です。この四半期は、**2008年以前**の水準に戻りました。

中国の消費者物価指数（CPI）は、9月には前年比で**1.9%**の伸びで、これは中国人民銀行が目標としている**4%**をはるかに下回る水準でした。生産者物価指数（PPI）が**3.6%**のマイナスを記録したのを見ると、目先インフレのリスクはなさそうです。インフレ率は今後さらに低下すると考えられますので、その最も大きい効果は、中国国民の実質所得が引上げられることです。

中国の第3四半期のGDPは前年同期比で**7.4%**の伸びと予測通りでしたが、この4半期の伸びは**2.2%**と予想を上回るものでした。**2012年**の最初の9ヵ月では、GDPの伸びは**7.7%**で、温家宝首相は、**2012年**の「目標」は容易に達成できそうだと発言したそうですが、それどころか、「目標」を少し上回りそうです。悪い話ではないと思います。

1週間の好調なデータの締めくくりは鉱工業生産の伸びが先月の前年比**8.9%**から**9.2%**と予想を上回ったこと、そ

して最も重要であったのが、小売売上高が予測を大きく上回る前年比**14.2%**の伸びとなったことです。**CPI**の上昇が緩やかになっていることと考え合わせると、これは実質小売売上高が健全なカタチで、その伸びを加速していることの表れと考えてよいでしょう。個人消費が上向いていることのシグナルです。以前にも申し上げた通り、私は毎月、小売売上高の鉱工業生産に対する相対的な伸びに注目し（最終ページのグラフをご覧ください）、貿易収支のトレンドとともに、中国経済のリバランス状況を見る指標としています。

そういうわけで、少し振り返ってみましょう。**2012**年の中国の**GDP**成長率は、おそらく**7.7%～7.8%**程度となるように現時点では思われます。これは、温首相の言っていた**7.5%**を少し上回る水準です。**2011**年が**9.2%**の成長でしたから、**2011**年から**2020**年までの最初の**2**年間の平均成長率は**8.5%**となります。この**10**年間の成長率についての当社（ここではゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントを指します）の予測は**7.1%**です。現状、この数字は十分達成できそうです。さらに、中国の過去**30**年間の平均経済成長率は**10.25%**で、この水準からは減速しています。貿易黒字はピークから**4**分の**1**低下したところ、住宅市場は安定、個人消費の対**GDP**比率は上昇、インフレは目標値を下回る水準等、状況は非常に良好です。こうしたデータは正確なのだろうかといぶかしく思うような無駄な時間を過ごしつつ、今週は、中国経済を今動かしているのは、あのマンチェスター・ユナイテッドのアレックス・ファーガソン監督なのではとふと思ってしまいました。

この点については過去に少なくとも**10**回は触れたと思いますが、中国の経済データにはもちろん疑問があります。しかし、状況はどこの国も同じです。中国のデータが英国のものより劣っているわけではありません。どこの国についても、経済データというものは、他の機関や国際的なビジネスを行っている企業等からのデータと突き合わせて見ていく必要があるのです。加えて、ゴールドマン・サックスが独自に作成している**GS**中国経済活動指数も**6%**から**8%**の間となっており、これは十分に良い数字だと私には思えます。

## 世界経済に回復の兆し

**10**月の**GS**グローバル先行指標は、**0.09%**とほんのわずかですが上昇を見せました。プラスになったのは、**2011**年**12**月以来で、非常に喜ばしいことです。非常に緩和状態にあった石油価格調整後**OECD**金融環境指数がこのところさらに緩やかな状況になっているのを見ると、これは楽観的な見方を裏付けるものであると思われます。この先、おそらく厳しい状況が現れる可能性はあります。しかし、今週の当社内での運用責任者の電話会議でも話し合ったのですが、そのような状況が頻繁に話題にのぼることはないと考えています。

## 米国は徐々に回復

前週に引き続いて住宅関連指標がかなりの改善を見せた米国では、着工件数が前年比**15%**もの伸びを示し、「財政の崖」の問題があるにもかかわらず、エコノミストの中には、**2013**年の**GDP**予測を上方修正しようとする動きもあるほどです。当社の**2013**年**GDP**成長率予測は、これまでずっとコンセンサスよりも高い**2.5%**としてきましたが、そろそろ追随する者が出て来るのではないかと考えています。運用責任者との電話会議で、米国景気についてやや楽観的すぎるほどの雰囲気になりかけた時に、**1**人のベテラン・ポートフォリオ・マネジャーが、「財政の崖」を懸念する国民の声と、**1999**年の**2000**年問題の時の様子を比べる話を持ち出しました。確かに、この財政の行き詰まりを解決するか、あるいは（こちらの方が可能性は高いと思われますが）解決を先延ばしするのかについて早い段階で結論が出されれば、民間企業の中から、この事態を何とかしなければならないという機運

が出て来るのではないのでしょうか。そうなれば、**2013年のGDP成長率**は、予想を上回る可能性が高くなると思います。もちろん一方で新規失業保険申請件数が再び上昇し、フィラデルフィア連銀製造業景況指数も伸びが緩やかだったことから、バランスの取れた見方を保つことは必要ですが、政治面での何らかの妥協が行われることがプラスに働くことは間違いないでしょう。来週、ワシントンに行きます。短い滞在となりますが、その間、この辺りの話を聞き出せればと思っています。

住宅に加えて、米国経済にとっては、国内のエネルギー関連が引き続きプラス要因となっています。今週のフィナンシャル・タイムズには、この分野での大きな変化についての興味深い報道がいくつかありました。金曜日には、シェールブームのただ中で急速な発展を遂げつつあるノースダコタ州ウィリストンをとり上げていました。前日木曜日には「石油ビジネスは歴史的変化の真ただ中」という記事が掲載されましたが、これにはテキサス州の港湾都市コーパスクリスティの役割が変わったこと、世界の石油の輸出入のパターンが変わりつつあることが書かれていました。私はますます石油価格はここ**2〜3年**でピークを打ったのではないかと考えるようになってきましたし、アナリストの中には、石油価格の「均衡点」に関する見方を変える人も見受けられるようになりました。このような、メディアによるデータに基づいた現実世界の報道は、ジャーナリストたちがよく書いているやや世を斜に見たようなネガティブな報道よりもよほど価値のあるものだと思います。

## 英国経済は？

来週は、第**3四半期**の**GDP成長率**の発表がある予定で、大きな景気回復に対する期待が広がっているようです。中には、四半期ベースで**1%**もの回復も可能であるとする見方もあるようです。英国国家統計局には、過去に幾度も紛らわしいデータを公表してきた前歴があるので、こうした見方には危うい面もあります。しかし、（女王即位**60**周年祝賀で休日の多かった第**2四半期**に比べると）休日が少なかったことだけからも、あるいは（オリンピック等の）特殊要因もあって、高い水準の回復が期待できるのではないのでしょうか。こうしたムードを、先週発表された小売売上高の上昇や予想を大きく上回った雇用統計が後押ししています。こうした公のデータとは別に、最近少し歩き回った街の雰囲気にも、上昇の機運が感じられました。先週、何人かのロンドンのタクシー運転手と話をしたのですが、これまでより人通りが何千人も多くなったようだというのです。知り合いの小規模ビジネスの投資家に聞いても、ロンドンの南西地区で私が見たようなことが、他の地域でも起こっているということでした。理由は定かではありませんが、閉まっている店も少なく、ロンドン郊外では、小売店が多く開店しているようです。マンチェスターの会合で会った人たちからは、繊維産業が復活しつつあるという話さえ聞きました。本当なら、素晴らしい話です。**2014年**には、スコットランドの連合王国からの独立の是非を問う住民投票が予定されていますが、これに関するコメントを書こうと思っていました。しかし、こちらは少し先のことになりそうです。

## その他の話題

ユーロ圏では、前週に続いて新たな出来事もなく、平穏な**1週間**が過ぎました。非常に興味深いことに、スペイン**10年**国債の利回りが大幅に低下しましたが、これは、先々どこかの時点でスペインの債券が欧州中央銀行（ECB）の支援を受けることで話がついているという市場の見方の反映であると思われます。もちろん、これ以上利回りが下がれば下がるほど、スペイン国債の需要は減っていくでしょう。しかし、大した好材料もないのに大きな利回りの変化があったということは、今夏の「ドラギ・モーメント」で運用者たちのリスクリターンに対

する見方が大きく変わったという私の見方が正しかったということだと思います。少なくとも、欧州地域の問題が世界の他の地域に及んで影響を与える可能性は少ないと思います。欧州の債券は、急落する際に買う方が、価格上昇局面で売却するよりも賢いということが今になって見れば分かります。そして、7月以来、そうすべきだったのです。

この他では、GSグローバルECS経済調査部時代の同僚であるタシャー・ポダーが、「なぜインドはインフレターゲットを導入すべきか」と題するレポート（Global Paper No.216）を発表しました。これはまさに、私がインドの政策立案者たちに何年もの間勧めてきたことで、もし今彼らが先見の明をもってこれを実行すれば、非常に素晴らしい決断であり、信頼を高めるものであると思います。高い目標をもってもらいたいと願うばかりです。

少し先を見ると、10月30日に予定されている日銀の金融政策決定委員会が非常に重要な日であると私には思えます。この会合では、今日本が直面している多くの課題と、私が日本について20年来言っている「幸福な不況」のさまざまな面を、明らかにする可能性があるからです。

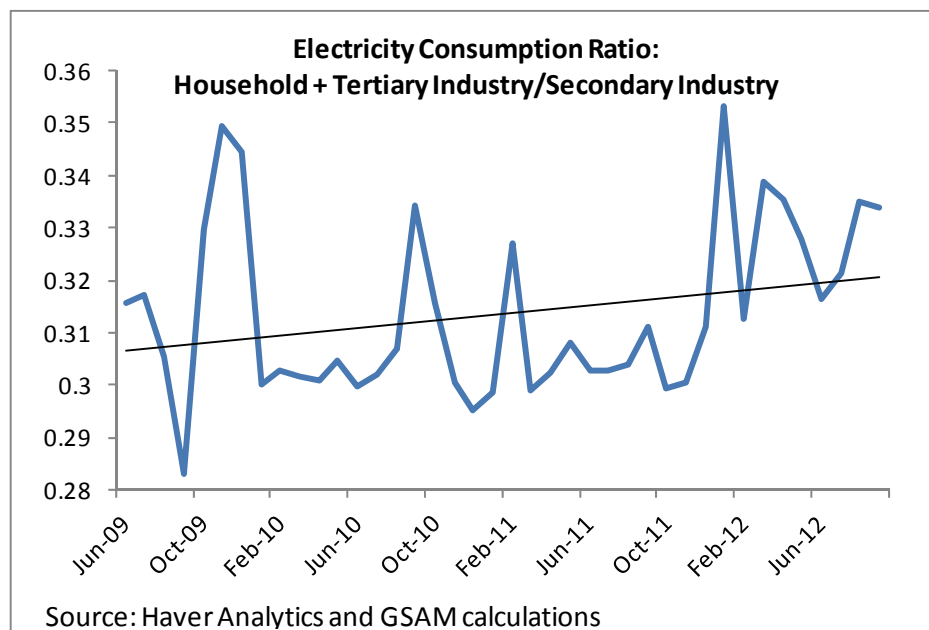
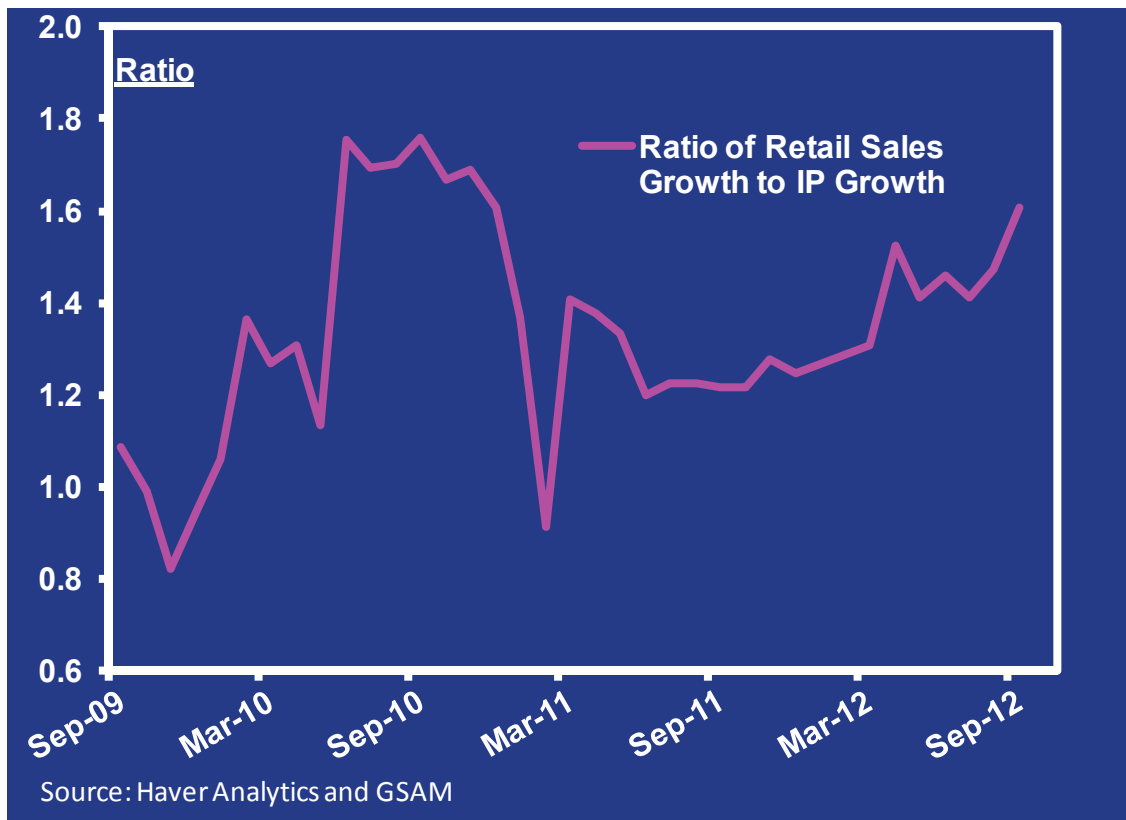
ところで、アレックス・ファーガソン監督は、オールド・トラッフォード（マンチェスター・ユナイテッドの本拠地）での重要な試合をこれから迎えつつあります。今こそ、中国経済に起こっているような魔法が必要なのではないでしょうか。

ジム・オニール

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント会長

（原文：10月20日）

# China Rebalancing



本資料に記載されているゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（GSAM）会長ジム・オニール（以下「執筆者」といいます。）の意見は、いかなる調査や投資助言を提供するものではなく、またいかなる金融商品取引の推奨を行うものではありません。執筆者の意見は、必ずしもGSAMの運用チーム、GSグローバル・インベストメント・リサーチ（執筆者の前在籍部署）、その他ゴールドマン・サックスまたはその関連会社のいかなる部署・部門の視点を反映するものではありません。本資料はGSグローバル・インベストメント・リサーチが発行したものではありません。追記の詳細につきましては[当社グループホームページ](#)をご参照ください。

本資料は、情報提供を目的として、GSAM が作成した英語の原文をゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が翻訳したものです。訳文と原文に相違がある場合には、英語の原文が優先します。本資料は、特定の金融商品の推奨（有価証券の取得の勧誘）を目的とするものではありません。本資料は執筆者が入手した信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された市場の見通し等は、本資料作成時点での執筆者の見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合もあります。経済、市場等に関する予測は、高い不確実性を伴うものであり、大きく変動する可能性があります。予測値等の達成を保証するものではありません。BRICs<sup>SM</sup>、N-11<sup>SM</sup>はゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーの登録商標です。

本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく（Ⅰ）複写、写真複写、あるいはその他いかなる手段において複製すること、あるいは（Ⅱ）再配布することを禁じます。

© 2012 Goldman Sachs. All rights reserved. <審査番号：84694.OTHER.MED.OTU>

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第325号

日本証券業協会会員

社団法人投資信託協会会員

一般社団法人日本投資顧問業協会会員