



Asset
Management

Viewpoints

FROM CHAIRMAN JIM O'NEILL

情報提供資料 2012年2月

GSAM会長 ジム・オニールの視点

1月の良いムードは続くのか？

Viewpointを最後に書いてから2週間が経ちますが、この間、多くの国でペースはやや低下したものの、1月初めの良好なムードは月末まで続きました。従って、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）のように、世界経済をそんなに悲観的に見ていない者にとっては、1月は、なかなか心地の良い月でした。株式市場では、**S&P 500株価指数（S&P500）**の「5日間ルール」が見事に達成されたばかりか、「1月ルール」もそれに続きました。過去の経験によれば、この2つの「ルール」が達成されると、**S&P500**の今年の上昇が2桁台になる確率が**80%**あるということになります。そして、米国市場は他の市場との高い相関関係にあることが明らかですから、歴史が繰り返すとすれば、これは多くの国にとって間違いなく良い知らせと言えるでしょう。もちろん、ここまでの市場の上昇が極めて高いものなので（米国では**1997**年以来、その他の国では**1980**年以来）、これを年換算するほどの上昇はまず見込めないと思います。もちろん、もし本当に起これば、大歓迎ですが。

1月からのこの良いムードは、2月初めの数日間に持ち越されました。そして、この間に、世界の多くの地域から予想を上回る経済データの発表があり、以前よりはるかによいムードが伝えられました。但し、欧州のみは、極めて低調な数字が発表されています。

この先、若干の揺り戻しは覚悟しなければならないと思いますが、この良いムードが続く可能性は、そう小さくないと思っています。

多くの興味深いこと

この2週間、私はいつもと同じように多くの興味深い方々に会うため出掛けていました。2つの街への短期出張がありました。ドイツのマンハイムと、プラハです。この間も、経済データは見ていましたし、顧客や同僚との面談も行いました。そして、多くの興味深い出来事に注目しました。以下にご紹介しましょう。

経済データ

米国では、予想を上回るデータの発表と改善ムードが金曜日まで続いた後、やや好不調の入り混じったムードに変わりました。年換算**2.8%**という第4四半期**GDP**成長率は予想値比やや低い数字で、国内最終需要の貢献はこのうち、わずかに**0.9%**でした。予想通り、弱気派はこれに素早く飛びつき、この数字は在庫の大幅な積み増しに

よるもので、景気の基調は弱いと主張しました。しかし、彼らが見逃していたのは、政府支出と民間設備投資ともに大きく落ち込んだ点で、このいずれも、今後同じ四半期に再び起こることは考えにくいものです。最新の消費者信頼感指数も、予想をやや下回る程度でしたが、1月の米サプライマネジメント協会（ISM）製造業景況感指数は上昇したものの、12月ほどは景気の強さの広がりを表すものではありませんでした。しかし、これらによるマイナス影響はさほどではなく、そうしたことに加えて、週次の失業保険受給申請件数はこれまでのトレンドを継続して下落し、2008年9月のレベルにまで低下しました。多くの人が心待ちにしていた1月の雇用統計では、3ヵ月連続して予想を上回る結果となり、そして重要な点は、失業率の低下です。この調子が続けば、このトレンドが本物であるとの見方も出てくるのではないのでしょうか。

加えて、私が2週間前に書いた米ドル安とエネルギーコストの低下によって米国製造業が再生しているという逸話が、多くの業種で聞かれるようになりました。このことは、今後大きな話題になる可能性があると思われますし、世界中の投資家にとっては重要な点です。

米国外では、データは引き続き好不調入り混じったものになっています。しかし今期は、第4四半期とは対照的に、予想を上回るデータが多く出て来ています。私にとって最も「驚き」だったのは、韓国の1月の輸出データで、予想を幾分下回るものでした。月中に発表されたデータが好調だったことと、韓国が世界中に対し貿易の門戸を開いていることから考えると、これはやや驚きでした。一方、明るいニュースを拾うと、多くの国で購買担当者景況指数（PMI）が予想を大きく上回るものだったことで、これにはインドや最近大きく打撃を受けた英国も含まれていました。

いろいろ言われても、英国もしぶといです。

大切なことは、イタリアでさえも、非常に低い数字ながらゆるやかな改善を見せていることが判明し、速報値が示していた欧州地域のPMIの改善傾向が確定値で確認されたことです。そして全体から見たこれまでのところの最大のトピックスは、ドイツがはっきりとした景気回復の状況を示していることであり、多くの方が想定していたような恐ろしい状態よりは、はるかに良い状況にあるということです。

BRICsからのニュースは、全般的に好調を示すものが多くなっています。インドのPMIが予想を上回るものであったことに加え、ロシアの2011年のGDP成長率が4.3%と、予想を上回る発表がありました。これで、ロシアのGDPは、米ドルベースで1兆8500億ドルという水準に達し、イタリアに迫る勢いです。GDP成長率が4.5%に上方修正されるという見方もあるようです。多くの方が未だに私に対して散々異議を唱えて、「BRICsと呼ばれるに相応しくない国」としているロシアにとって、この数字は悪い数字ではないはずです。

ドイツ

ドイツという国は、現在金融危機の真只中にいるということを忘れたまま2012年という年に突入したのではないかと思わせる程、好調です。前月に引き続き改善を示したIFO企業景況感指数に続いて発表されたPMIの改善に加えて、今や失業率は、過去20年来の最低水準にまで低下しました。そうです、過去20年間で最低なのです。そして、ドイツ国内のムードは、極めて明るいものとなっています。これから景気停滞期に入ろうとしているのだということを、ドイツ人に言った人は誰一人いないという印象を受けます。

この背景にあるものは、何でしょう？答えは簡単だと思います。ドイツは、BRICsあるいはより広範な成長国の成長シナリオに非常に巧みに乗っかっているということでしょう。確かにドイツの大企業の中には、中国の第4四半期の景気減速の影響で、業績の上昇速度がやや緩やかになったところもありますが、ドイツ企業が今後も成

長に向けて、他国の企業に比べて優位な地位を保っているということは、様々な箇所に現れています。この2週間に私が受取ったメールで最も興味深かったものは、ルフトハンザ航空からのもので、瀋陽と青島行き直行便を近々就航させるというものでした。これで、ルフトハンザの中国直行便は6路線になるそうです。今後中国（中国については後述）が「ソフト・ランディング」に向けて前進を続ければ、ドイツは、その恩恵を享ける絶好の地位を確保していると言えるでしょう。

欧州通貨同盟に対するドイツの姿勢

先々週は、ドイツのマンハイムを訪れ、リテール顧客向けの大規模な年次会議で講演を行いました。講演の冒頭、2,000人もの顧客の前で「ダボス会議は要りません。出席すべき人たちは、皆ここにいらっしゃるから」と冗談を言ったのですが、その前夜、約130名の顧客を迎えて夕食会を開きました。その会の最後に、その場で欧州通貨同盟についてのアンケートを取ることにしました。私の質問に、挙手で答えて頂くようお願いしたのです。その結果は、次のようなものでした。

1. 欧州通貨同盟は2012年末にはなくなっている：挙手なし
2. 2012年末までにギリシャが欧州通貨同盟を離脱する：挙手7人
3. 2020年末までにギリシャが欧州通貨同盟を離脱する：ほぼ半数が挙手
4. ポルトガルが欧州通貨同盟を離脱する、英国が参加する：非常に驚いたことに、ポルトガルの離脱より「英国の欧州通貨同盟参加」に対し、より多くの挙手がありました。（どちらの質問に対しても、挙手の数はあまり多くはなかったのですが、ポイントはお分かり頂けたかと思います）

このアンケートを見る限り、ドイツの方々は、周りが思う程、欧州通貨同盟がいずれ消滅する運命にあるとは思っていないようです。誰が正しいのかは、いずれ分かることです。

プラハでの数日

プラハでは、世界情勢に関する興味深いイベントに出席しましたが、出席者の中にはチェコ共和国の主要政策立案者や著名なジャーナリストがいました。これに続いて、夕食会があり、そこには実業界首脳と政策立案者計10名の参加がありました。そして週末も、プラハで過ごすこととなりました。欧州連合や欧州通貨同盟のことについて考えるには、素晴らしい場所です。チェコ共和国の1人あたりGDPがギリシャやポルトガルに近いこと、歴史的にドイツに近いことを考えると、現在の加盟メンバーよりは、欧州通貨同盟にとってより良い盟友となれる国なのではないかといったことなどを滞在中、ずっと考えていました。（妻には退屈だったようですが）夕食会では、ユーロ通貨圏に参加することがいかに人気のないことかがよく分かりましたが、一方で複数の参加者から、現在欧州連合には不満はないが欧州通貨同盟には不満である国々にとっても、参加を拒むことが難しくなるような、より深いつながりを持つ通貨が出来るであろうという見方が示されました。これは、私にとって非常に説得力のある話でした。プラハの別の印象は、近年訪れたどの都市よりも物価が安いというものでした。唯一がっかりしたのは、サッカーの生中継を見せしている店がたくさんあって、マンチェスター・ユナイテッドが敵地でリヴァプールに屈し、FAカップから脱落するところを見せられたことでした。しかし、この街で聞いたもっと興味

深い逸話とは言えば、宿泊した小さなホテルのコンシェルジュが教えてくれたもので、ここ数週間に、中国人の資産家が何人か訪れて、この国のもっとも著名な美術家の作品をすべて買い漁ろうとしたというものでした。(この中国人たちは、1月29日付けのロンドン・イブニング・スタンダードが報じた英国の古いスタイルの家具を買い漁ろうとしたという中国人と同じ人たちではないのでしょうか?)

中国。これまでにこのようなことをお伝えしたでしょうか?

中国の第4四半期のGDP成長率は8.9%と「減速」という結果となり、この結果2011年のGDPはちょうど7.3兆米ドルとなりました。わずか1年間に1.4兆米ドルも増加したこととは別に、中国の経済規模はドイツの2倍となり、世界のGDPの10%を優に越える水準となりました。私が好んで使う例は、中国は4ヵ月ごとにギリシャ1ヵ国と同等の規模の成長を遂げているというものです。正確に言えば、昨年11週毎にそうした成長を遂げていました。2011年には、中国はスイス2ヵ国分、あるいはトルコ2ヵ国分、英国の2分の1、そしてインドやロシアの80%にも相当する規模の成長を遂げたことになるのです。驚くべきことです。

そればかりか、経済成長の中身も変わりつつあります。まだ詳細は分かりませんが、2011年の貿易黒字がGDPの2%をわずかに上回る水準で年末を迎えたということは、時の経過とともに、輸入の貢献度が増して行ったということを示しています。したがって、GDPに占める個人消費の比率が高まったに違いありません。これは、私が実際に中国を訪れた時の実感とも一致します。1月20日から26日の週の人民日報の欧州週刊版に興味深い話がありましたが、それは、極めて重要な国家機関である中華人民共和国国家発展改革委員会につながる2人の執筆者が「今後の課題」について書いていることです。この中で、貿易収支のことに触れて、昨年の輸入の伸びが輸出に比べて4.6%も多かったということを示唆しています。また、「一般貿易」が29.2%伸びたのに対し、「加工貿易」の伸びが12.7%だったとも書いています。これも、経済のバランスの変化を示しています。もし、まだ中国とBRICs間および成長国または、中国と成長国間の貿易がどれほどの規模になっているかについて気づかれていない場合でも、ASEANとの間で23.9%、ブラジルとの間で34.5%、ロシアとの間で42.7%、そして南アフリカとの間では何と76.7%も貿易量を増やしていることを見れば、その勢いを理解頂けると思います。貿易黒字が全体として縮小している国にしては、悪くない数字ではないでしょうか。

ネクスト・イレブン (N-11) について

ここ数週間に、当社の言うネクスト・イレブン (N-11) のうちのいくつかの国で混乱がありました。イランでの政情不安に続いて、以前からあるパキスタンでの問題やエジプトでの新たな混乱、そしてナイジェリアでも暴徒化したゼネストのエスカレートが起きました。多くの方々から、私がN-11というアイデアを思いついたことを後悔しているのではないかと質問を受けました。私は「いいえ、なぜですか?」と答えています。長い間言ってきた通り、N-11の原点は、BRICsに続く人口の多い国11ヵ国をグループとして捉えただけのものです。それ以上のものではありません。それだけです。このN-11は、非常に多様なグループです。投資に関して言えば、当社のN-11戦略に関する「ベンチマーク」の75%は、4つの国に集中しています。インドネシア、韓国、メキシコ、そしてトルコです。そして当社では、この4ヵ国とBRICsを合わせて「成長国」と呼んでいます。このN-11には、ここに挙げた8ヵ国の他に、バングラデシュ、フィリピン、ベトナムが属しています。これらのいくつかの国で混乱があるのは確かですが、それは必ずしもそこにビジネスの機会がないということの意味しません。それどころか、見方を変えれば、混乱の多くは、増しつつある富をどう配分するかという問題であり、その他の混乱は、

目標を達成するためにより適した環境の確保をどう行うかという問題と見る事ができるのです。こうした問題は、通常投資家にとっては、メリットのあることなのです。

私は、メキシコが今後世界経済における役割を増しそうであると考えており、このことに関する話題を拾っていますが、今週の日経新聞に、ホンダが、生産拠点の一部をメキシコに移しそうだという記事が出ていました。

日本の貿易など

日本と言えば、多くの予想通り、正式な数字の上で、貿易赤字を記録しました。信じられないような円高からは予測できないことでした。アナリストの間では、このことが続くのか否かについて、議論が起こっています。世界経済が回復しているのであれば日本の輸出も回復するとする論者がいる一方、日本は競争力を失いつつあり、これは循環的というより構造的な変化であるという論者がいます。私は、確かに重要な循環的要因もあって、それは反転する可能性があるけれども、ホンダの動きに象徴されるような構造的な要因が次第に大きくなっていることも事実であると考えています。かつて日本で一番大きな電気機器会社が今抱えている課題を見ている人であれば、このことが理解できると思います。次の為替介入は、そう遠くない日に行われると思います。そして、それがやがて効果をもたらすと考えます。

スイスは？

為替問題に関しては、スイス国立銀行のトーマス・ジョルダン暫定総裁がファイナンシャル・タイムズのインタビューで、国内での政治的な混乱が生じたとしても、スイスフランの「対ユーロ上限」政策を維持する決意を強調しましたが、市場はあまり関心を示さなかったようです。前述した円安の判断同様に、もしスイスフランが対ユーロで安くなれば、ユーロ/ドルといった変動の激しい通貨取引よりも、スイスフランに資金を投じる方がより良い判断だと思えます。しかし、スイスフラン高抑制を実現するためには、スイス国立銀行が一層強い決意を持ったもう一押しをする必要があると思われれます。

欧州通貨同盟

このいつまで経っても終わらないトピックにたどり着くまでに、ここまでの時間を要してしまいました。ギリシャの債務再編については、何の合意もないまま1週間が過ぎましたが、イタリア国債の利回りはさらに低下しました。少なくともしばらくは、平穏な日が続きそうです。しかし、5月、そしてフランスの大統領選挙までは、当然今後も政治的な混乱が続く可能性が多分にあります。ルフトハンザ航空に関するメールと同じくらい興味を湧いたのは、ドイツのメルケル首相が、フランス大統領選キャンペーンでサルコジ大統領支持を表明したという報道でした。今になって、なぜ、あのように慎重な首相がこのような行動を取るのでしょうか？答えを、はがきでもらいたいものです。

これを書き終えたところで週末がやって来ます。そして、楽しいサッカーの試合が待っています。今週は、先週末よりは嬉しい結果を望みたいものです。

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：2月4日)

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、ゴールドマン・サックス経済調査部 (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。本資料はゴールドマン・サックス経済調査部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があります。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。

本資料の一部または全部を、(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、(II) 弊社の書面による許可なく再配布することを禁じます。

© 2012 Goldman Sachs. All rights reserved. <審査番号：67527.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)投資信託協会会員

(社)日本証券投資顧問業協会会員