

ご参考資料

ピクテ・グローバル・マーケット・ウォッチ
新興国

2017年8月16日



Pictet Global Market Watch

新興国の消費者信頼感が24年ぶりとなる高水準

フィナンシャル・タイムズ紙に掲載されたピクテのチーフ・エコノミスト、パトリック・ツヴァイフェルのインタビューをご紹介します。

インフレの急落と株式市場の急騰が楽観的な消費者心理を醸成

スイスの金融機関、ピクテ・アセット・マネジメントが独自開発した「新興国消費者信頼感指数」は、新興国全域で、消費者信頼感が1993年以来の高水準を回復していることを示唆しています。

新興25カ国のデータに基づいて作成されたピクテの指数は、年初から急騰しており、穏やかな回復基調を辿ってきた新興国の消費や経済活動全般に拡大の余地が残されていることを示唆しています。

米国の民間調査機関コンファレンスボードが発表する米消費者信頼感指数は今年に入って2000年以来の高水準を回復しており、欧州委員会(EC)が7月28日に発表した最新のユーロ圏経済センチメント指数(ESI)も2007年8月以来の水準を回復していますが、ピクテの指数は、新興国の景況感が好調な先進国の景況感以上に力強いものであることを示唆しています。

ピクテのチーフ・エコノミストを務めるパトリック・ツヴァイフェル氏は、同社の新興国センチメント指数が、2016年4月に底入れした後、大幅に上昇している背景は「大方理解できますが、指数の絶対値が極端な水準にまで上昇していることについては違和感があり、説明が困難だと感じています」と述べています。

同様に、欧州の経済調査会社、キャピタル・エコノミクス社の新興国担当シニア・エコノミストを務めるウィリアム・ジャクソン氏も、「中欧ならびに東欧では、失業率の改善と賃金の大幅な伸びを背景に消費者心理が数年ぶりの高水準を回復しており、小売売上は、ここ数年、極めて厳しい状況が続いていたブラジルとロシアを中心に、より広い地域で伸びが加速しつつある兆しが認められますが、各種の景気指標が金融危機直前の水準を上回る状況は予測できませんでした」と述べています。

ピクテの「新興国消費者信頼感指数」は、2017年5月に109.1を付け、1月の102.6はもとより、金融危機前のピークである2007年12月の105.9を大きく上回っています。1989年に開発された当指数がこの水準を

ご参考:フィナンシャル・タイムズ紙面

The screenshot shows a Financial Times article from Monday 31 August 2017, titled 'Emerging market consumer confidence hits 24-year high'. The article discusses how tumbling inflation and surging stock exchanges have created a buoyant mood in emerging markets, leading to a sharp rise in consumer confidence. It includes a line chart showing the EM consumer confidence index and EM private consumption (annual % change) from 1990 to 2017. The chart shows a significant peak in 2007, a sharp decline during the 2008-2009 financial crisis, and a subsequent recovery that has recently reached its highest level since 1993. The article also mentions that the index is up 25.4 per cent for this year, compared with a 4.5 per cent decline in the Chinese currency against the dollar over the coming 12 months.

上回ったのは、1993年9月から12月にかけての一時期のみです(次ページ図表1参照)。当指数は各国の統計機関から生のデータを収集し、その集計値を、ピクテが予想する適正為替レートを用いて、購買力平価調整後のGDP(国内総生産)で加重平均して算出されます。購買力平価調整は中国とインドの組入比率を若干引き下げますが、「中国は、それでも組入上位国です」とツヴァイフェル氏は説明しています。

＜次ページに続く＞

過去1年については、厳しいリセッションからの回復局面にあったブラジルとロシアの消費者信頼感が、想定通り、新興国の中で最も力強い回復を遂げました。

ロシアとブラジルの消費者信頼感の伸びは、劇的とはいえないにしても堅調な経済成長を維持する中国を挟んでいることが確認されます(図表2参照)。

ツヴァイフェル氏は、中国の消費者信頼感の改善の一因が労働市場の改善にあり、実質賃金の上昇と購買担当者景気指数(PMI)のサブ指数である雇用指数の改善が、その他の要因と相俟って、雇用の伸びにつながったと考えています。

中国では、不安定な為替レートも「消費者動向に大きな影響を与えている」と同氏は述べています。昨年、人民元の1年物ノン・デリバブル・フォワード(NDF、主に米ドルで差額決済される先渡し契約)は、12ヵ月以内に人民元が(対ドルで)4-5%減価することを示唆していました。

NDFに織り込まれていた人民元の減価が「ほぼ消滅した」ことは、「新聞の一面に掲載されたNDFレートを注視している」一般の中国人にとって極めて重要なことだとツヴァイフェル氏は、述べています。

一方、メキシコでは、失業率が急速に改善し、3.3%と11年ぶりの水準を回復したにもかかわらず、消費者信頼感、前年比で過去最大の落ち込みを記録しています。ツヴァイフェル氏の分析は、失業率が消費者信頼感に影響を及ぼす要因ではないことを示唆しており、同氏は、トランプ氏が勝利した米大統領選後のメキシコ・ペソ安に因る輸入インフレの結果、実質賃金が下落したことが消費者心理の落ち込みの原因だと考えています。

ツヴァイフェル氏は、新興国の消費者心理を左右する要因として、実質賃金の変化率の他に、インフレの変化率と株式市場の騰落率をあげていますが、MSCI新興国株価指数は年初来で23.4%の上昇を記録しています。

不可解なのは、消費者心理の改善にもかかわらず、過去の場合のように、個人消費の改善が見られないことです(図表1参照)。

ツヴァイフェル氏は、消費者心理の改善と個人消費の回復の間に多少の時間のズレが生じていることが原因であると考えており、2017年通年の個人消費の伸び率は前年比+5.4%と、2016年の同+4.2%を上回るだろうと予想する一方で、新興国に「アニマル・スピリット」が欠けていることも消費手控えの一因だと指摘しています。

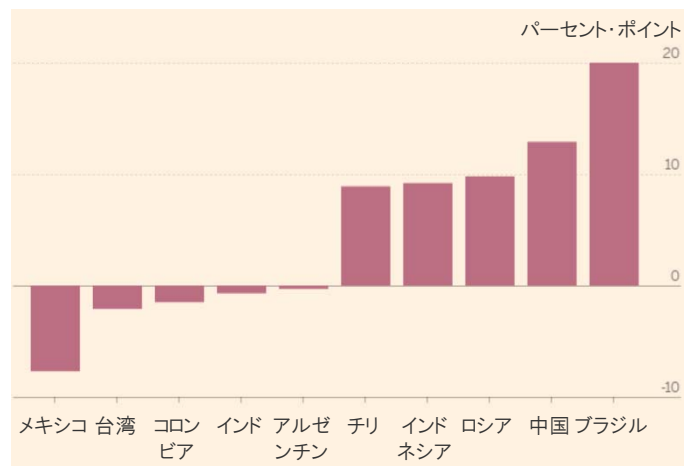
景況感指数等のソフト・データが堅調に推移する一方、経済活動の実態を表わす経済指標等のハード・データが低調で、両者間の乖離が広がる状況は、先進国でも確認されます。「経済活動を示す指標が堅調さに欠ける環境で消費者心理が改善している地域が散見されま

図表1:新興国消費者信頼感指数と新興国個人消費支出



※いずれもピクテ・アセット・マネジメントで独自に算出した指数
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

図表2:消費者信頼感の伸び率 上位/下位5カ国
前年比伸び率の3ヵ月移動平均



※ピクテ・アセット・マネジメントで独自に算出した指数
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

すが、ハード・データは、金融危機前との比較では、堅調とはいえませんが」とジャクソン氏は説明しています。

「このような状況は、米国や欧州先進国を含む多くの地域で確認されているものの、原因は解明されていません。ソフト・データとハード・データの間には時間のズレがあるのかもしれませんが、政府機関が発表する指標の基となるデータが個人消費の一部を捉えきれていないのかもしれませんが。」

ツヴァイフェル氏の分析で注目されるのは、新興国では、失業率と(インフレ率の影響が含まれた)名目賃金上昇率との間の相関関係が明らかに崩れているという点です。

<次ページに続く>

ピクテの新興国失業率総合指数は、3月以降、失業率が僅かに低下したことを示しています(図表3参照)。足元の失業率を過去の例に当てはめれば、名目賃金上昇率が10%程度上昇していた状況に相当しますが、実際の数字は8%程度に留まっています。

失業率と名目賃金上昇率の乖離の一因は、恐らく、新興国のインフレ率が過去最低水準で推移しているためであり、将来の名目賃金上昇率が過去との比較で小幅に留まる公算が高いことを示唆しています。

もっとも、ツヴァイフェル氏は、上述の相関の崩れが(失業率を横軸に、賃金上昇率を縦軸に取った)フィリップス曲線の平坦化を示唆するかと考えています。労働市場の逼迫に伴って賃金とインフレが上昇することを示す右肩下がりの曲線は、先進国と同様、新興国でも長期にわたって観察されてきました。

メキシコの労働市場が過去に例を見ないほどひっ迫しているにもかかわらず、賃金が上昇しない状況は、フィリップス曲線の平坦化の一例と考えられます。

とはいえ、ツヴァイフェル氏は、新興国の名目賃金が今後1年のうちに小幅ながらも上昇し、経済活動の活況につながることを確信しています。

図表3: 新興国の賃金と失業率



※いずれもピクテ・アセット・マネジメントで独自に算出した指数
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

※MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。