

OECD 先行指数、1 年半ぶり 100 回復維持

過度なリスク回避制御、10 カ月前後は循環改善の実績

2017/4/21

世界の機関投資家が重要視する OECD 景気先行指数 (CLI、加盟 34 カ国総計) は最新 2 月に 100.06 となり、前月の 100.00 から小幅に改善した。8 カ月連続での前月比プラスで、2014 年 3 月の 100.52 をピークとした世界減速の底入れを固めている。水準としても 1 月に続き、2015 年 8 月以来 1 年半ぶりに長期平均の節目で景気拡大入りを示す 100 を回復してきた。過去実績では 100 超えから 10 カ月前後は回復周期が続く景気循環の寿命パターンが繰り返されており、リスク回避による過度な円高・株安を制御していく。

IMF「待望の景気循環回復」、先行指数が裏付け

「世界的に金融市場が活況を呈し、製造業や貿易では待望の景気循環的回復が進みつつあるなか、世界経済は 2016 年の 3.1% 成長から 2017 年には 3.5%、2018 年には 3.6% へ上昇すると予想される」――。

IMF (国際通貨基金) は 18 日、2017 年の世界経済の成長率の予想を 3.5% とし、1 月時点の 3.4% から引き上げながらこのような見解を示した。

牽引役としては、まず「新興市場国や途上国の経済活動が顕著に勢いを増す」ことを挙げている。昨年までと異なり、1) マクロ経済的に苦境にあった資源輸出国の経済が、一部の資源価格の回復などで追い風になる、2) 中国を含む多くの資源輸入国の成長は引き続き堅調さを維持する、3) 中国では経済対策による支援が予想以上に大きい――といった分析を行っている。また、先進諸国については、「2016 年に在庫調整と投資の軟調のために弱かった米国の成長加速が主な原動力となり、勢いを増す」と指摘した。

その中で OECD (経済協力開発機構) による最新 2 月の景気先行指数では、まさに「待望の景気循環的回復」を示すような底入れが再確認されている。加盟国総計ベースでは 100.06 となり、2015 年 7 月の 100.12 以来の高水準を回復してきた。2016 年 6 月の 99.61 を大底とした底固めを経て、2 カ月連続で 2015 年 8 月以来の 100 超えとなっている。

前回の 100 の節目回復は 2013 年 6 月であったが、当時は 2014 年 3 月までの 10 カ月間、前月比でのプラス化が続くという改善モメンタムが点火されている。その前の 100 超え局面における「山の登頂期間」では、2010 年 1 月以降が 14 カ月間、2003 年 11 月以降は例外的に 44 カ月間、1999 年 5 月以降が 11 カ月間、1996 年 12 月以降が 10 カ月間、それぞれ前月比での上昇トレンドが継続した。過去の循環回復の周期実績は 10 カ月前後となっており、今回は今年 2

月の 100 超えから最低でも年末 12 月にかけて改善軌道の寿命が期待される。

それでも現在の日本株は地政学リスクや米トランプ政権の政策期待剥落、為替円高などで、リスク回避による円高と株安の負の共振連鎖へ逆戻りしている。しかし、1970 年代以降における OECD 指数の過去実績では、ひとたび 100 の節目を超えてくると、最短ケースでも 1 年から 1 年半は 100 超えトレンドが定着してきた。今回もよほどの地政学リスクを含めたテール・リスクがない限り、循環的な世界経済の回復軌道入りという底流バッファが現状からの過度な円高・株安を制御しよう。

1990 年代の過去実績によると、OECD 指数の 100 超え定着局面では、日経平均が月間の高値比較で前年同月比 +4000 円から +6000 円は上昇するパターンが繰り返されてきた。昨年の月間高値は 1 万 6943 円から 1 万 9592 円で推移しており、あくまで過去の循環実績に沿えば今年の後半、あるいは後ズレされても来年にかけて 2 万 1000 円から 2 万 3000 円方向を試す可能性はまだ消えていない。すでに今年 3 月には、前年同月比 +2376 円まで上昇する実績が見られている。

米設備稼働率が底入れ、時間差経てドル支援も

先行き世界回復の持続性を支援するのが、原油などの資源相場が安定化する中での米国を始めとした各国金利の再低下である。原油などの底堅さが過度な物価下落とデフレ圧力を抑制させる反面、長期金利が低下していることで、日米などでは「名目金利－物価変動率」で算出される実質金利が押し下げられている。実質金利の低下は、設備投資などの経済活動にプラスとなるものだ。19 日の日本株市場でも根深い不透明感や円高警戒の中にあって、決算期待の安川電機のほか、ミネベアミツミ、三菱電機、SCREEN、東京エレクトロン、ファナックといった設備投資関連株の上昇が目立っている。

現在の米国ではインフレが再低下しており、3 月の米 CPI (消費者物価指数、総合) は前年比 +2.4% と 2 月の +2.7% から低下した。昨年 7 月の +0.8% をボトムとした物価上昇に一服感が見られている。しかし、連動する形で米 10 年債金利も低下しており、18 日には 2.16% と昨年 11 月以来の低水準を更新してきた (債券価格は上昇)。結果、CPI 前年比ベースでは実質金利がマイナス化へと再低下しており、それが為替相場ではドル安・円高の圧力となっている。

しかし、米国では昨年後半からの急激な金利上昇とドル高の累積効果が、タイムラグを経て 3-4 月か

らの指標悪化へと波及してきた。その点で足元の実質金利の再低下とドル高一服は、タイムラグを経て年央以降の米国指標を下支えしていく。過去の OECD 景気先行指数の加盟国総計でも、米国の実質金利が低下すると半年から 1 年前後の時間差を経て先行指数が遅行改善に向かう相関性が観測されてきた。

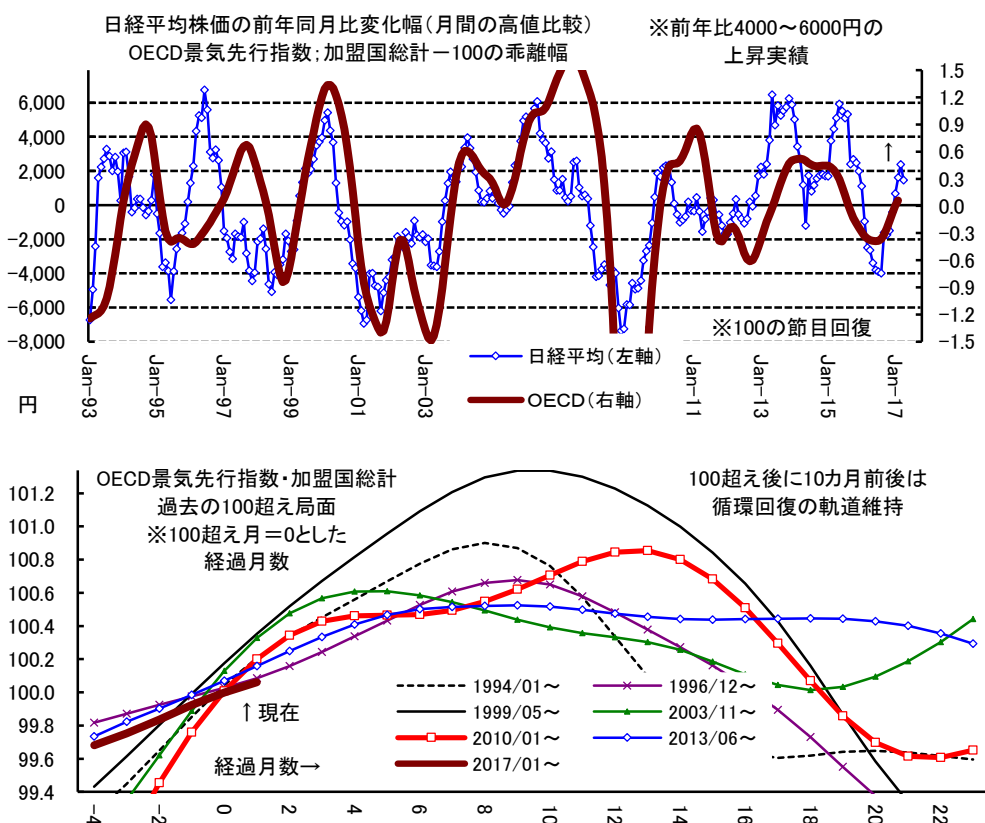
こうした金利再低下の景気刺激効果が先行き見られ始めると、市場原理を通じて米国の物価下落と金利低下、ドル安には歯止めが掛かっていく。米国ではインフレが再低下してきたといっても、CPI は前年比+2.4%と日本の+0.3%前後を大きく上回っているほか、2014-2016 年までのデシインフレ局面とは異なり、WTI 原油先物は 1 バレル=50 ドル前後で安定化してきた。過度なデフレ圧力は後退している。

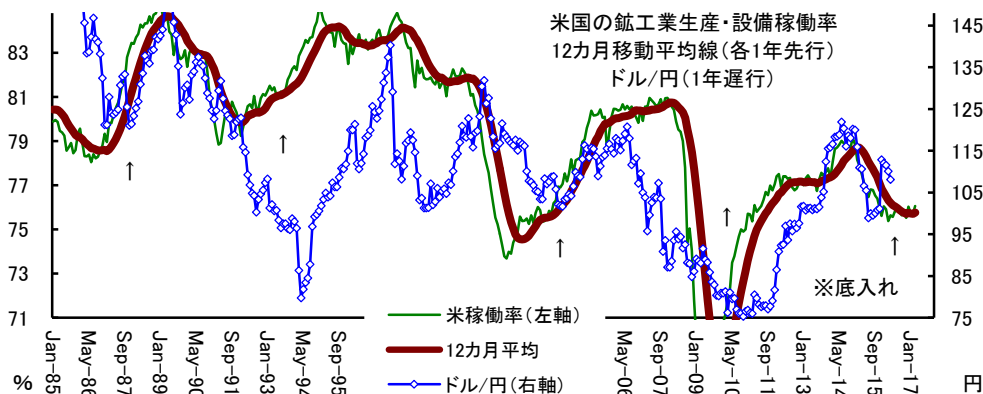
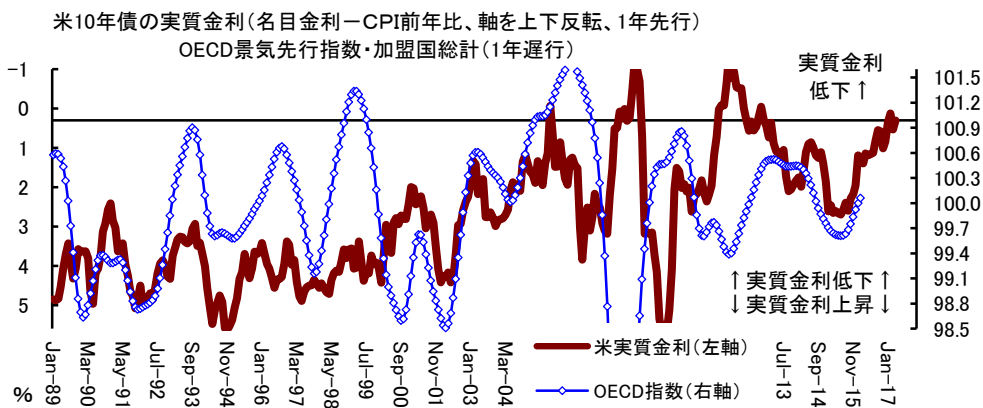
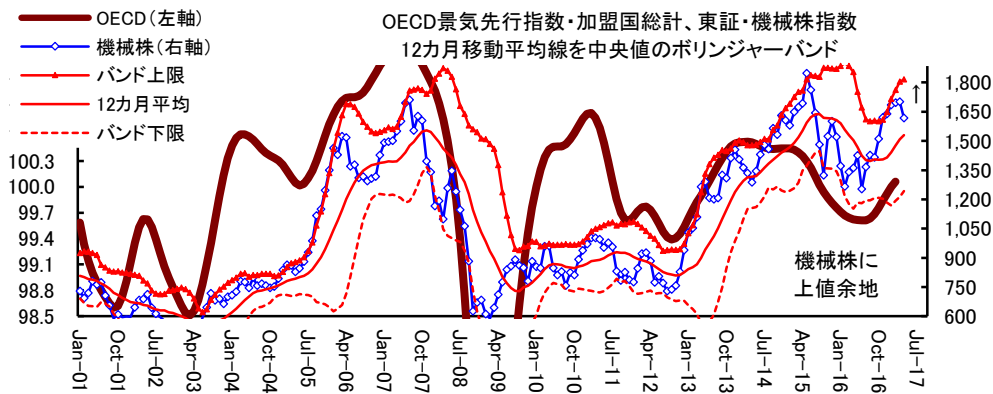
しかも米国経済は昨年 11 月以降の急激な上振れから反動減速となっているが、中長期のトレンドとしては世界経済の循環回復が底流部分で下支え材料となっている。18 日には需給ギャップを示し、設備投資の先行指標となる鉱工業生産の設備稼働率が、3

月分で 76.1%と前月改定値の 75.7%から上昇した。資源会社による設備投資再開と過剰供給が懸念されるものの、2016 年 3 月の 75.4%をボトムとした底入れ軌道を固めている。2014 年 11 月の 79.2%という直近最高からの低下トレンドに歯止めが掛かってきた。

1980 年代以降の過去実績として、米国の設備稼働率の底入れは時間差を経て設備投資などの拡大に循環伝播してきた。米国の経済ファンダメンタルズの改善を通じ、ドル/円では 1 年から 1 年半のタイムラグを経てドルの底入れ反転に波及している。すでに今回の設備稼働率は 2016 年 3 月から底入れに移行しており、足元の 1 年経過の時間差を経たドル/円でのドル安抑制と下値固め効果は無視できない。

現在のドル/円は昨年 11 月以降の過剰なトランプ期待によるドル急上昇と、期待剥落によるドル急反落に見舞われているが、その一方での昨年 11 月以降における世界経済の着実な循環回復が、ポジション解消の範囲を超えたドル安・円高に歯止めを掛ける可能性がある。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複製もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。