

OECD 先行指数、前年比鈍化の懸念

新興国は改善堅持、踊り場調整にとどまる余地

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/2/14

世界の機関投資家が重要視する OECD 景気先行指数 (CLI、加盟 35 カ国総計) は最新 12 月に 100.161 と、前月の 100.157 から 18 カ月連続で上昇した。ただし、加盟国＋主要国では前年比で 2016 年 2 月以降の底入れ改善モメンタムが鈍化しており、現在の世界株安は「世界経済の循環回復ピークアウト」を先取りしている可能性が警戒される。ただし、新興国は改善基調を堅持しているほか、過去の景気回復局面との比較では依然インフレが抑制されており、踊り場調整にとどまる余地が残されている。

12 月から先行下落の海運指数、2 月から底練り

「日経平均株価の 2 万 1000 円方向にかけては、保有株価の平均コスト意識やコスト引き下げのナンピン買い、基準ポートフォリオ比率に対しての株式時価残高の目減り分を買い足す目的などにより、公的年金や準公的マネーによる押し目買い需要が取り沙汰されている」――。

ある金融当局の関係者は、「あくまで市場観測」としながら、このような指摘を行う。それでも米国株のボラティリティー（価格変動率）などに関連したオプション市場混乱の余波警戒は根強く、目先の日本市場はリスク回避による円高・株安のオーバーシュートが懸念される不安定な地合いが続きそうだ。

その中で最新 12 月の OECD 景気先行指数は加盟国総計ベースで 100.161 となり、11 月の 100.157 を辛うじて上回る改善軌道が維持された。長期平均水準で景気判断の節目である 100 を昨年 6 月以降、7 カ月連続で上抜け定着させている。しかし、過去実績で 100 超えの循環回復は最短ケースが 10 カ月間であり、足元の 2 月で 9 カ月目を迎えていることもあって、「回復の第 1 波動」の息切れが警戒され始めた。

実際、循環トレンドを示す前年比では、加盟国総計＋主要新興国ベースで 12 月に＋0.45% となり（11 月は＋0.46%）、昨年 8－9 月の＋0.48% を直近ピークとして勢いが鈍化している。2016 年 1 月の－0.76% をボトムとした循環回復のモメンタムが一服となってきた。その意味で 1 月後半からの世界株安は、「世界経済の循環回復ピークアウトを先取りした先行シグナル」として注意を要する。

もっとも 12 月段階では加盟国以外の主要新興国で、ブラジルが前年比＋3.69%（11 月は＋3.53%）、ロシアが＋1.82%（＋1.65%）、インドが＋0.85%（＋0.66%）などと改善トレンドを堅持させた。中国に関しては昨年 9 月に－0.33% で底入れしたばかりであり、12 月は－0.16% とまだマイナス幅縮小の改善初期段階にある。足元では米欧の金利上昇や世界株

安などの経済打撃が懸念されているが、世界経済の循環面では新興国の底堅さと回復の伸びシロが、当面の息切れ鈍化を「踊り場調整」とさせる余地が消えていない。

実際、世界景気や新興国を始めとした資源需要の先行指標となるバルチックドライ海運指数は、昨年 12 月 12 日を直近最高とした先行急落を経て、2 月以降は市場混乱の中でも底練りへと先行移行してきた。また、米国の長期スパンでの経済成長やインフレ動向が反映される米 30 年債金利も、8 日にかけて上昇傾向を維持させたまま（債券価格は下落）。財政悪化などの悪い金利上昇の側面もあるが、前回の世界減速入りの 2015 年 8 月前後の際には、米 30 年債金利が 6 月から頭打ちに転じる先行シグナルを発した実績を有している。

その点、現在の海運指数と米 30 年債金利については、前年比で昨年 2－3 月からの先行下落を経て、今年 2 月段階では底入れ反転となっている。過去の OECD 先行指数での循環減速時には、双方とも連動して前年比マイナス圏へと底割れしてきた経緯があり、現状段階で世界景気の本格的な変調シグナルは点灯していない。しかも 2015 年の世界減速の場合、米 10 年債金利は 6 月に 2.5% 超えに失敗して急低下となったが、裏表で当時の米国の成長力の弱さを示すものとなっていた。それが現在は 2.8% まで一気に駆け上がっており、米国の経済成長の先行き底堅さを織り込む動きにもなっている。

VIX 急上昇、世界回復局面では経済打撃限定

もちろん、2 月 2 日以降は米株投資家の不安心理を示すシカゴ・オプション取引所 (CBOE) の VIX 指数（ボラティリティー・インデックス）が 2015 年 8 月以来の高水準に急上昇しており、この激変が世界減速の前兆シグナルとなったり、あるいは市場混乱が世界経済の好循環を打ち砕いていくリスクは残されている。

しかし、1990 年代以降の過去実績として、VIX 急上昇と世界景気悪化の負の共振連鎖は OECD 景気先行指数での「循環減速入りのあと」に観測されてきた。現在のように循環回復が維持されている中での VIX 急上昇としては、2010 年、2002 年などの例があったが、いずれもマクロ経済面への打撃は限定的にとどまった。市場混乱も一時的となっている。

しかも現在は世界的にインフレ覚醒とそれに伴う長期金利上昇、各国の中央銀行による金融緩和縮小や利上げペースの加速が警戒されているが、過去の世界回復との見合いではインフレ率が抑制されたま

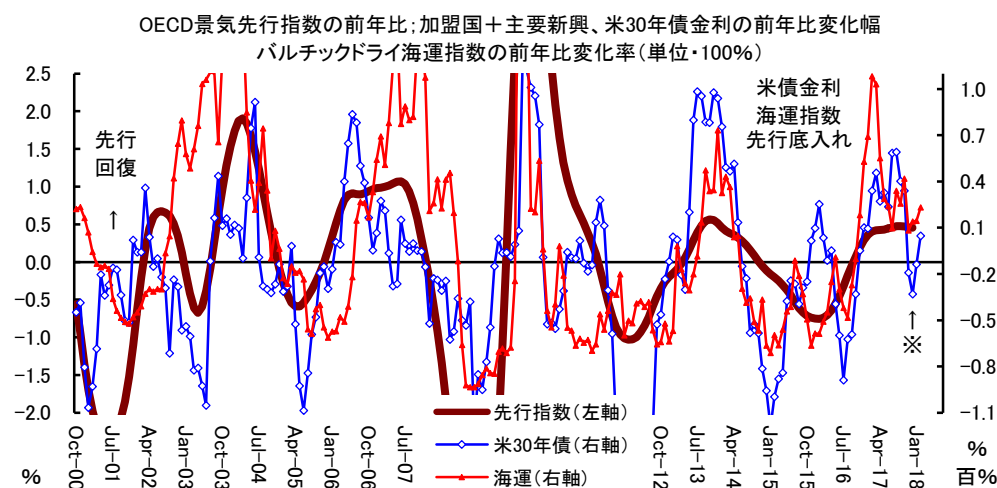
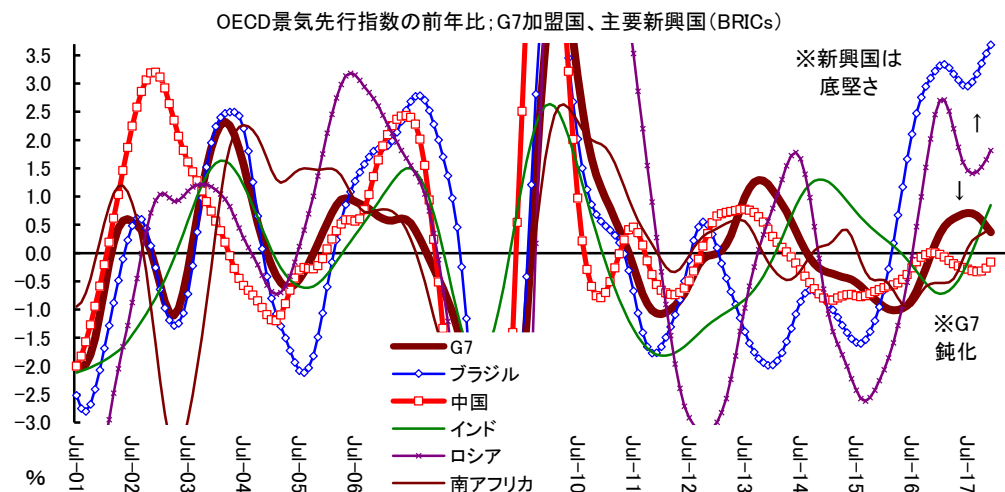
まだ。OECD による加盟国総計の CPI（消費者物価指数）は最新 12 月に前年比+2.33%となり、11 月の+2.39%からは低下している。直近最高である 2011 年の 3.1%を大きく下回っているほか、リーマンショック直前時である 2007 年 11 月から 2008 年 8 月にかけての+3.2%から+4.6%には程遠い落ち着きを保っている。

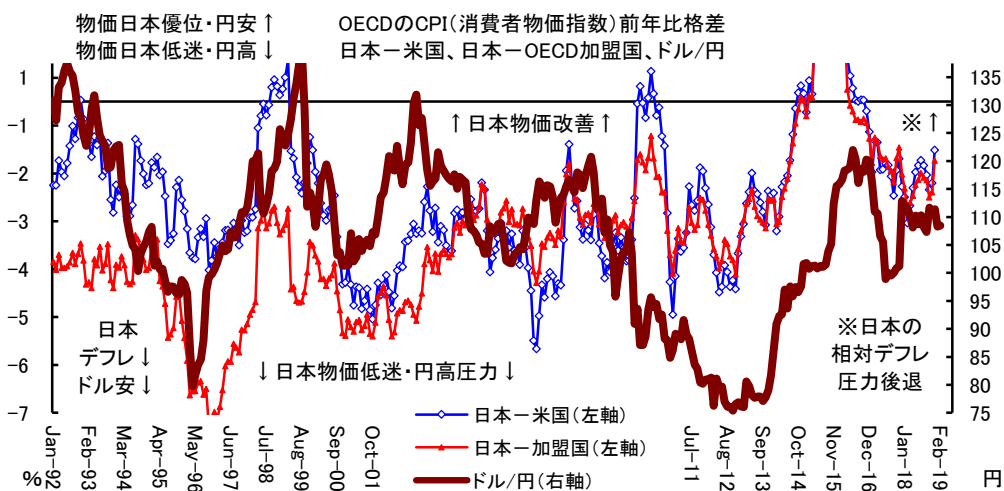
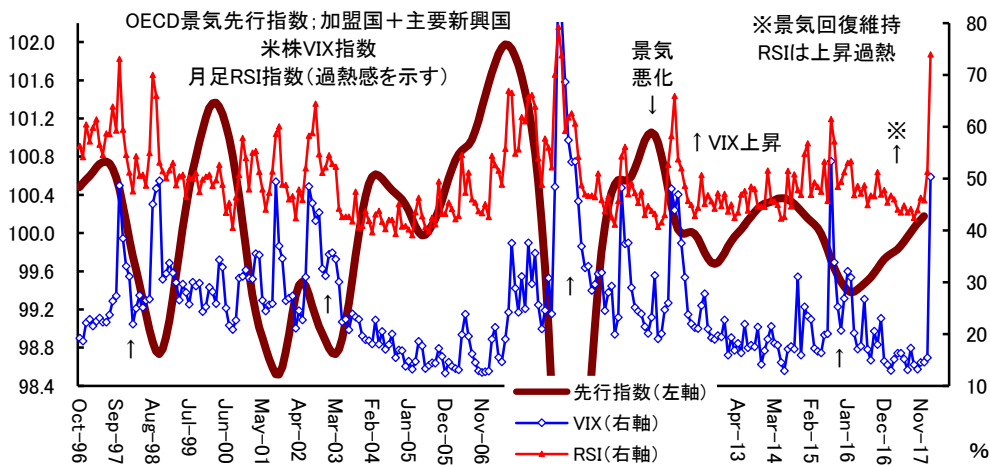
ちなみに OECD の 12 月 CPI 地域別では、日本が+1.10%（11 月は+0.50%）と 2015 年 3 月以来の高い伸び率を回復してきた。一方で米国は+2.11%となり、11 月の+2.20%や 9 月の+2.23%からはプラス幅を縮小させている。結果、「日本の前年比－米国の前年比」という CPI 格差は 12 月に－1.01%と、11 月の－1.70%から縮小してきた。昨年 2 月の－2.54%をボトムとして、2016 年 3 月以来の小幅マイナスへと日本の物価劣勢が修復されつつある。

為替相場では内外価格差の面で、他国に対して物価下落の圧力が大きいと通貨高が後押しされやすい（デフレは通貨高要因。通貨の実質価値を引き上げ）。

実際に過去には「日本－米国の前年比 CPI 格差」が 2009 年から 2011 年には+3%から－4%に拡大する中で、ドル/円は 75 円方向までドル安・円高が後押しされた。2002 年から 2005 年にかけても、－2%から－4%方向までの格差拡大過程でドル/円は 101 円方向までドル安が進行している。

さらに 1995 年の 1 ドル＝79 円場面でも、－3%を超える日本の相対的な物価下落（相対デフレ）が同時観測されていた。ひるがえって最新 12 月には－1.01%へ縮小してきたほか、2013 年以降は－1%から小幅プラスの物価格差縮小が定着してきた。日銀による円高阻止に向けた「グローバルスタンダードとしての物価 2%目標の努力目標堅持」が一定の成果を挙げている。当面はドル安・円高のオーバーシュート波乱はあっても、2016 年時に 1 ドル 100－105 円前後での推移が 5 カ月間で終了したのと同様、ドル安・円高水準での長期定着を回避させる余地が残されている。





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、複写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。