

世界景気に先行する OECD 景気先行指数(加盟国総計)は最新 11 月に 99.25 と前月の 99.20 から上昇し、23 カ月ぶりの 3 カ月連続プラスとなった。2017 年 12 月の 100.77 を直近最高とした循環減速の底入れを固めつつあり、今後の焦点は循環回復の高度と期間に移行してきた。過去は 12-20 カ月前後の回復持続実績があり、今回のボトム昨年 8 月を起点にすると、今夏から来春までの改善と世界景気に敏感な日経平均株価の上昇寿命が注目される。ただし、構造的な世界景気回復の「山の低さ」は警戒されよう。

昨年 8 月がボトム、今夏から来春までの回復余地

「FRB は(2019 年 7、9、10 月の)3 回の利下げにより、米国経済が直面する不確実性に対して保険を掛けた。向こう 6-9 カ月で、利下げで意図した通りの効果がもたらされるか判明するだろう」――。

米リッチモンド連銀のバーキン総裁は昨年 11 月、FRB による当面の利下げ休止示唆に関してこのような説明を行っている。足元の 1 月では 7 月利下げから 6 カ月が経過しており、今後はタイムラグを経た利下げ効果の表出が注目されやすい。昨年は米国以外の世界各国で金融緩和が強化されており、やはり遅行の景気刺激効果が焦点になってきた。

その中で世界の GDP 統計などに半年程度の先行性を有する OECD 景気先行指数(加盟国総計)は、最新 11 月に 99.25 と前月の 99.20 から上昇した。8 月の 99.16 をボトムに 3 カ月連続でのプラス化となっており、2017 年 11 月の 100.77 を直近最高とした世界景気の循環減速が底入れを固めつつある。

過去には前月比マイナスの最悪ボトム月をゼロとした場合、前月比プラス転換後の循環回復は「12-20 カ月前後」の持続パターンが繰り返されてきた。具体的には 2016 年 4 月の大底以降に 20 カ月、2012 年 9 月以降に 18 カ月、2009 年 2 月以降に 15 カ月、2005 年 5 月以降に 25 カ月、2003 年 3 月以降に 12 カ月、1998 年 10 月以降に 17 カ月――といった前月比プラス化の持続期間が見られている。

各局面ともに同時進行で、世界景気敏感である日経平均株価は循環上昇トレンドが形成されてきた。世界景気の回復に連動して、内閣府・景気動向指数の「全産業・営業利益」なども前年比で増加となる高確度の業績改善実績を有している。

その点、今回の OECD 景気先行指数は、昨年 8 月が前月比マイナスの最悪大底となっている。過去回復周期である 12 カ月から 20 カ月を参考にすると、最短でも今年 8 月前後、慣性的な回復延命の可能性を踏まえると、来年 4 月前後までの高値更新余地が残

されている。もちろん、世界景気のリバウンド過程でも、調整株安場面は見られてきた。しかし、OECD 指数の上向き軌道が持続している間は、「下がれば買い」の押し目買いが有効機能しやすい。

日経平均株価は過去に OECD 景気先行指数が底入れしたあと、月間高値の比較で最低でも前年同月比 +4000 円から +6000 円は上昇する循環パターンが繰り返されている。昨年の月間高値は、2 万 1000 円から 2 万 4000 円前後で推移しており、最低「前年同月比 +4000 円」としても、今年は 2 万 5000 円から 2 万 8000 円方向を試す可能性は残されている。

同時に過去に OECD 指数の循環回復が頭打ちから減速に転換する転機は、米国などでの利上げや長期金利の上昇などの引き締めが一因となってきた。過去には OECD 指数の循環回復局面で、米 10 年債金利は月間最高金利ベースで前年同月比 +0.8% から +1.1% 前後の上昇幅パターンが繰り返されている。その点、足元の 1 月はまだ前年比 -0.9% 前後にとどまっており(ボトムは昨年 10 月の -1.4%)、緩和的な環境の残存が OECD 指数の伸びしろと回復期間の残存余地をサポートする。

OECD 指数の循環回復、過去は米金利上昇に

ただし、今後は世界景気のリバウンドに付随した、米 10 年債金利の上昇(債券価格は下落)圧力は警戒されよう。昨年の米 10 年債金利は月間最高が、+1.95% から +2.80% で推移してきた。単純に「前年同月比 +0.8%」としても、今年の 12 月にかけては +2.7% 以上の金利上昇余地が注視される。

一方で最近の米国指標では 12 月の ISM 製造業景況指数や雇用統計などが減速を示しており、実際の底入れには懐疑論が根強い。それでも中国における製造業の過剰供給の尺度となる PPI(生産者物価指数)は、最新 12 月に前年比 -0.5% となった。前月の -1.4% からマイナス幅を縮小させており、昨年 10 月の -1.6% で貿易摩擦懸念や世界減速などによるデフレ圧力の「陰の極」が示されている。

しかも過去の世界減速時に中国 PPI は、2015 年に -5.9%、2012 年に -3.6%、2009 年に -8.2%、2002 年に -4.1% といった大幅な落ち込みを繰り返してきた。中国での過剰供給が人為的な人民元の切り下げや、過剰在庫の安売り輸出放出を促し、それが世界減速の深押しや日本へのデフレ・円高・株安伝播につながってきた経緯がある。その点、今回は緩慢ながらも中国の過剰供給是正、不採算企業の淘汰再編が示されており、米中貿易対立の緩和とあいまって、世界景気のリバウンド固めと 2 番底回避が後押しさ

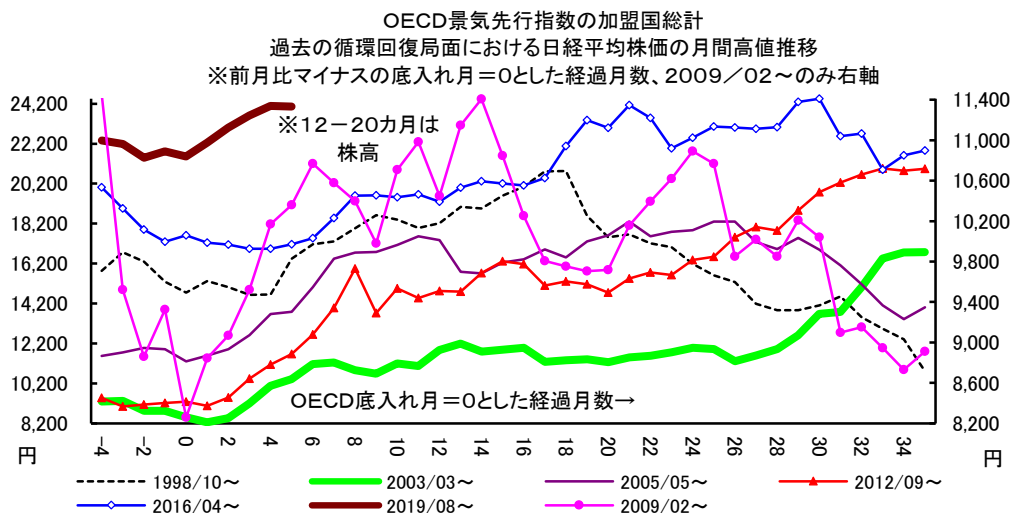
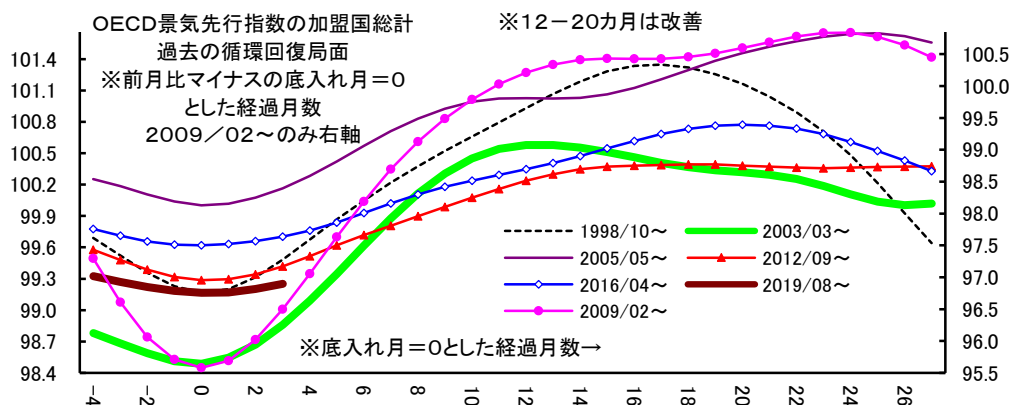
れやすい。

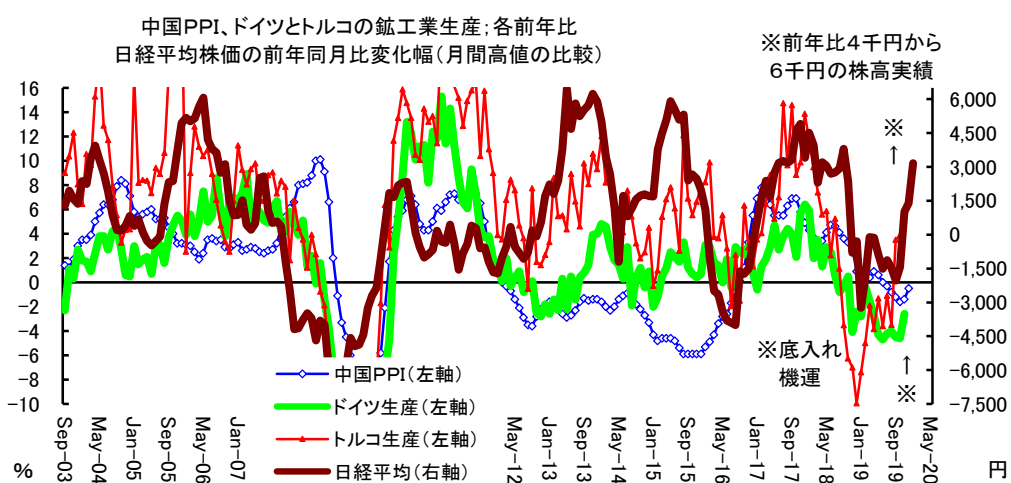
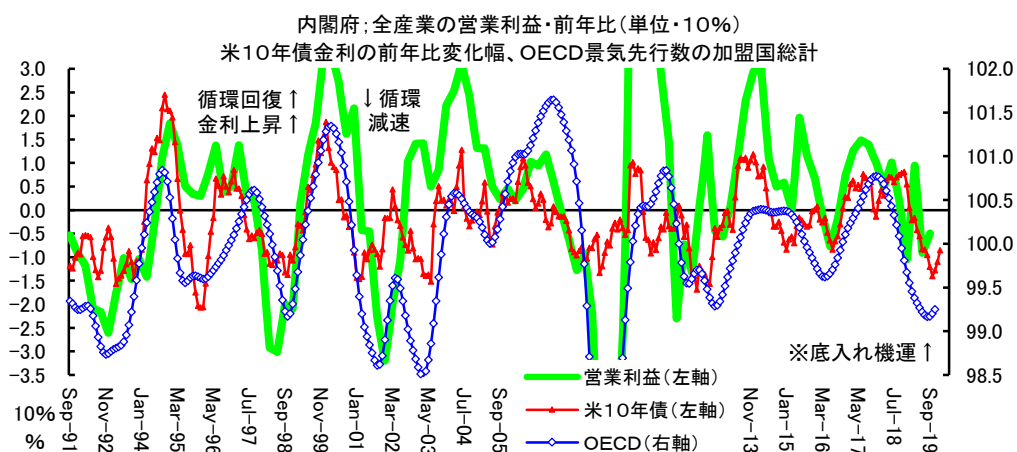
最近の各国鉱工業生産では、ドイツの11月分が－2.6%と、前月の－4.6%からマイナス幅を縮小させた。OECD景気先行指数と同様、2017年12月の＋6.4%を直近最高とした減速基調を経て、昨年6月の－4.7%で底入れに移行しつつある。景気悪化が深刻化してきたトルコについても、11月は＋5.1%と前月の＋3.9%から大きく改善。2018年12月の－9.9%を最悪ボトムとして、循環回復の予兆が見られている。

もっとも今回のOECD景気先行指数の循環回復では、構造的な先進国の低成長入りや中国などの高成長終焉もあって、「山の低さ」が警戒されよう。最近の回復ピークは、2017年の100.77、2014年の100.39などとなっており、リーマン・ショック前のピーク局面である2007年の101.65、2000年の101.35などから水準レベルが切り下がってきた。

低成長の背景としては、世界的な高齢化や生産性の伸び悩み、保護主義化、サービス業の比率拡大、非正規社員の増加や賃金抑制、高成長の新産業分野の局地化、世界的な政策余地の枯渇などが指摘されている。

経済同友会の櫻田謙悟代表幹事（SOMPOホールディングスCEO）は7日、年頭会見で世界経済の低成長や不透明感の一因として、「先進国を中心として、GDPなどに占めるサービス業の割合が非常に高くなってきている」ことを指摘した。「75%のサービスセクターの成長というのは仮に5%伸びたとしても、イコール全体が5%伸びたとはならない。そのサービスセクターのある産業は10%伸びているが、ある産業はマイナスということもあり、まだら模様が起きている。平均値でもって経済を予測することは、極めて物事の見方の問題になってきた」という見解を示している。





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。