

OECD 指数、2 番底懸念も複合バッファ

2020/2/14

低失業率・低インフレ・低金利や製造業比率の縮小

世界景気に先行する OECD 景気先行指数(加盟国総計)は 12 月に 99.43 と前月の 99.32 から上昇し、24 カ月ぶりの 4 カ月連続プラスとなった。2017 年 12 月の 100.78 を最高とした循環減速の底入れを固めつつある。今後は新型コロナウイルスによる 2 番底が警戒されるが、過去の世界悪化局面に比べると低失業率や低インフレ、低金利のほか、米国を中心に製造業の比率縮小と非製造業の拡大といったバッファ(緩衝剤)が増強されている。先行き 2 番底の度合い軽減と、世界景気に敏感な日経平均株価の押し目買いを支援しやすい。

OECD 失業率、98 年以降では最低の改善

「中国発の新型肺炎打撃により、世界経済の再減速が警戒されているが、少なくとも製造業に関しては米国で GDP に占める比率が 10-15%に低下するなど、過去比では下振れショックの度合いは軽減されている。むしろ世界的に製造業は過剰生産が問題になっており、過剰生産や過剰在庫の調整を加速させるプラス効果もある」――。

大手米国系金融機関の幹部はこのような指摘を行う。日本の製造業は現在、中国拠点のサプライ・チェーン(供給網)寸断が問題になっているが、今や国内外で分業・代替補完体制が整備されており、「2011 年の東日本大震災の際も当初懸念に対し、復旧は早かった」(同)。

実際、建機大手のコマツは 11 日までに、中国の子会社などで生産している部品の一部を日本や東南アジアでの製造に切り替える代替生産に着手した。同社は平時から「グローバル調達」の体制を築いており、「どの地域でどれだけの生産を行うか調整することで、為替変動や貿易摩擦、災害など様々なリスクに対応している」(12 日の北國新聞)という。

しかも日本の鉱工業生産では、肺炎打撃の前段階から中国での自動車減速などもあり、過剰在庫が重石になっていた。トラックメーカーのいすゞ自動車は 8 日、国内生産は中国で製造された部品を使っていることから、先行き不透明感はあるものの、「現時点では一定の在庫があるので、すぐに止まる状況ではない」という見解を示している。

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、昨年 12 月に 99.43 と前月の 99.32 から上昇した。8 月の 99.17 をボトムに 4 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。

今後は肺炎打撃が懸念され、サプライ・チェーン問題による影響は抑制されても 2 番底のリスクは高

まってきた。ただし過去の世界景気悪化や 2 番底に比べると、先進国では失業率が記録的な低水準に改善低下となっている。製造業の比率低下と裏表の非製造業サービス部門の拡大のほか、高齢化や移民規制、新興国移転の一服などによる人手不足が影響している。世界的にサービス産業は高齢化対応のほか、IT ハイテク関連から派生するソフトウェア、クラウド、動画・ゲーム、セキュリティなどの新成長分野が続々と創出されている。

OECD 統計では加盟国総計の失業率が、最新 12 月に 5.1%と 4 カ月連続での低位横這いとなった。2013 年 1 月の 8.2%を最悪最高とした低下基調が続き、1998 年以降では最低水準になっている。雇用指標は遅行統計であり、先行き悪化が警戒されるものの、チャイナ・ショックなどによる前回 2015-2016 の年の世界減速でも、同失業率は 7.0%から 6.3%方向へと構造的な改善低下のモメンタムを堅持させた。

先進国での非製造業サービス比率拡大の中での雇用の底堅さは、小売・サービス関連の内需下支えへと跳ね返り、過度な減速リスクを抑制させる。米国では昨年にかけて貿易摩擦などにより、「製造業悪化の非製造業波及」が警戒されたが、低インフレと FRB 利下げ、金利低下などがバッファとなる形で、現在も非製造業は粘り腰の底堅さを保っている。

低インフレ・低金利・非製造業支援の好連鎖

米国では非製造業部門の底堅さが、関連雇用を継続維持させるという好連鎖の共振ループが途切れていない。米国での製造業の比率縮小と非製造業の拡大は、世界減速に対しての米国の内需耐性強化とドルの底堅さ、米国経済の相対的なドル安メリットよりもドル高メリットの増大につながっている。このうち「非製造業主体の米国」にとってのドル高メリットには、米消費者の購買力増強、インフレと金利の抑制、海外からの米国債投資拡大と金利の押し下げ、金利低下がバッファとなる形での財政支出と減税の増大――などがある。

過去の世界景気 2 番底としては、IT バブル崩壊からイラク戦争などにかけての 1 番底 2001 年 9 月と 2 番底 2003 年 3 月があった。当時の OECD 失業率は 1 番底の前段階である 2000 年 12 月の 6.0%から上昇悪化となっており、1 番底時に 6.5%、2 番底時には 7.0%へと跳ね上がっている。雇用の弱さが景気底入れの基盤の弱さと、景気反発力の鈍さにつながっていた。

最近の 2 番底としては、欧州債務危機などを受けた 2011 年 11 月と 2012 年 9 月がある。当時の同失業率は 2011 年の年初段階から 7.9%から 8.0%前後で高止まりし、結果として日経平均株価やドル/円での

ドルの底入れは2012年9月の2番底以降に持ち越されている。ひるがえって現在は同失業率が5.1%へと大きく低下しており、2番底の度合い軽減と、世界景気に敏感な日経平均株価の押し目買いを支援しやすい。

米国を始めとした先進国での雇用の底堅さや、裏表の関係にある非製造業サービス分野の成長拡大をサポートしているのが、世界的な低インフレと低金利だ。OECD統計によるCPI（消費者物価指数）は加盟国総計ベースで、最新12月に前年比+2.1%となった。前月の+1.8%からは小幅に上昇しているが、過去の世界底入れ局面である2011年や2005年、2003年などでの+3.0から+3.5%前後比では大きく低下している。

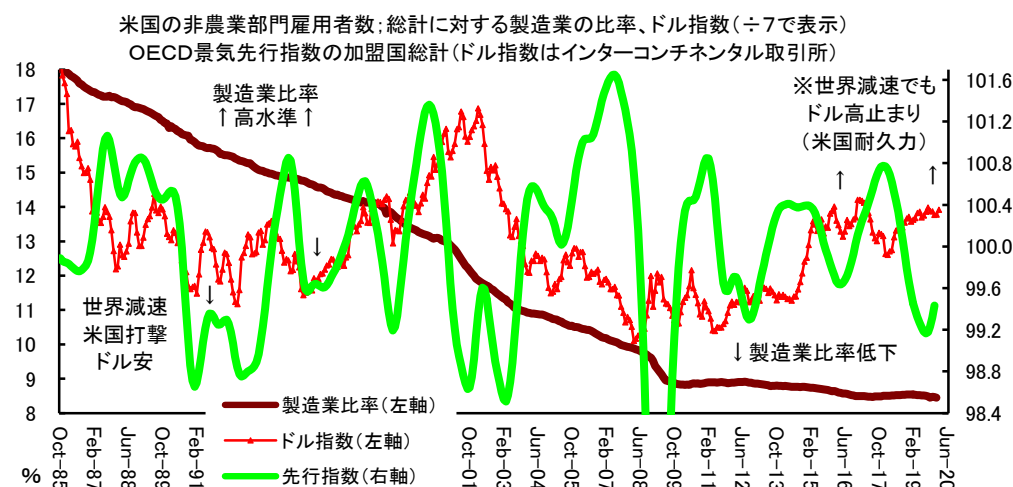
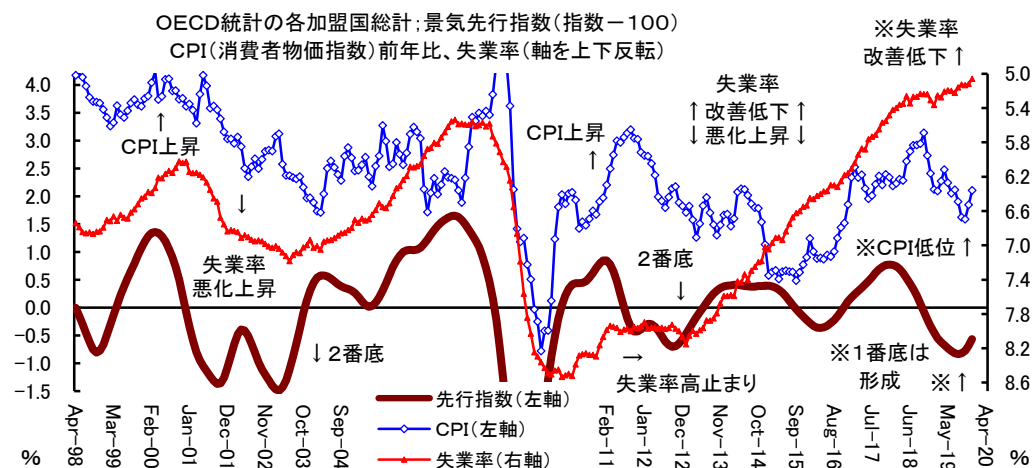
インフレ抑制を受けて、過去の世界底入れ局面との比較では米10年債金利も大きく低下している。現在は米国内のみならず、新興国でもドル建て債務が急膨張する中で、世界の成長率見合いでの米債金利低下は「緩和的な金融緩和環境」の醸成と景気刺激効果を発揮していく。これまた世界景気の2番底の

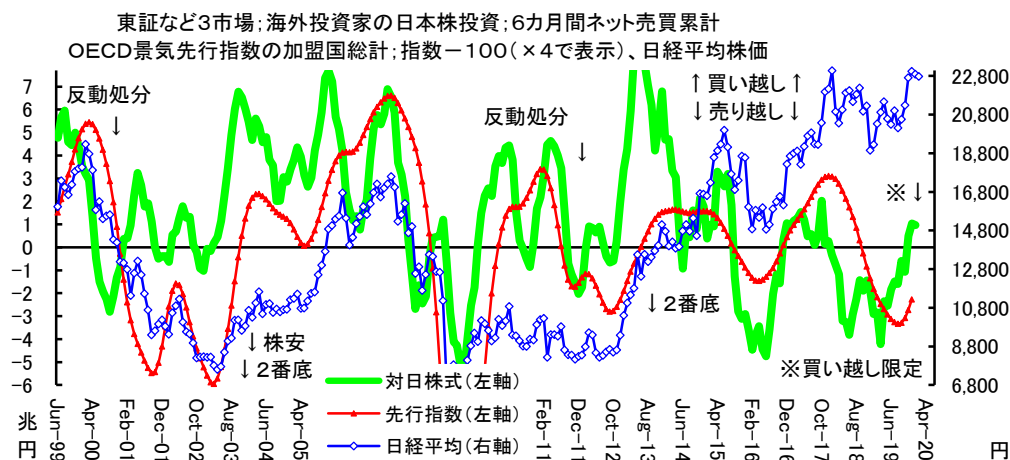
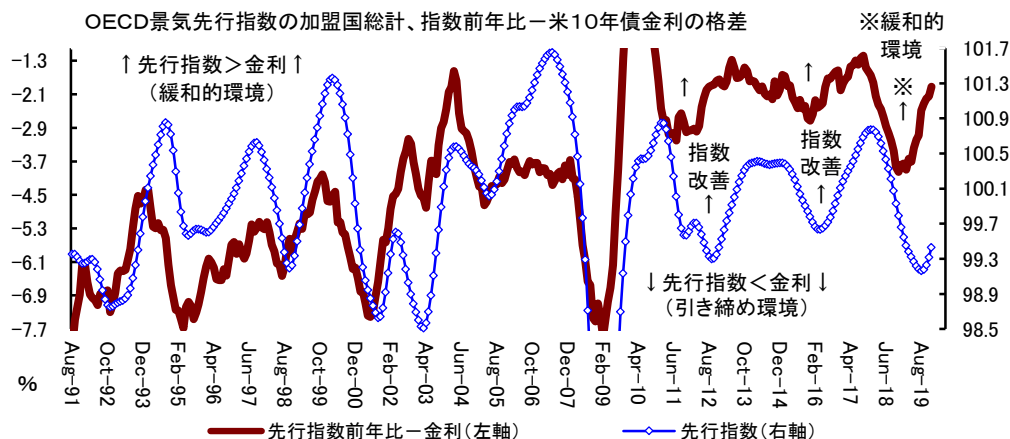
深度を浅くさせたり、2番底までの期間の短縮化に寄与しやすい。

最新12月のOECD景気先行指数は、加盟国総計ベースでの前年比が-0.23%となった。昨年3月の-1.30%をボトムとして、前年比でも循環底入れを固めつつある。それに対して12月の米10年債金利は、月間最低で1.69%に低下している。

結果、「OECD指数の前年比-米10年債金利」の格差は-1.92%となり、前月の-2.15%からマイナス幅が縮小した（金利低位の緩和的環境）。昨年2月にはFRB利上げと金利上昇により、同格差は-3.90%方向へマイナス幅が拡大する引き締め環境（金利優位）となったが、2018年1月以来のマイナス幅縮小となっている。

過去の世界景気悪化局面では、同格差が2008年や2001年、1995年などで-7%以上にマイナス幅が拡大する場面があった（OECD指数の前年比<金利=引き締め環境）。それからすると、現在は世界成長率見合いで米債金利が大きく下方に位置しており、現状からの深押し抑制が支援されやすい。





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自身でお願いします。