

OECD 景気先行指数、12 カ月平均が上向き化 循環回復軌道が盤石化、20 カ月前後は改善持続の実績

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2021/1/22 (金)

世界の機関投資家が重要視する OECD 景気先行指数（加盟 36 カ国）は昨年 12 月に 99.45 と 11 月の 99.26 から上昇し、8 カ月連続で前月比プラスとなった。トレンド基調を示す 12 カ月移動平均では方向角度が上向き転換となって、世界景気の循環回復軌道が盤石化しつつあり、過去循環に沿えば 20 カ月前後は回復サイクルの持続が担保される。国別ではドル安の一因となってきた対世界比での米国の落ち込みの大きさが修正されつつあり、ドル/円では現状からのドル安余地の狭まりやドル底練り、その後の反発予兆も見られつつある。

世界循環回復は初期段階、回復余力が株高余地に

「2021 年度の国内鉄鋼メーカーによる鉄鋼需要見通しでは、自動車部門が外需を中心に回復すると見られる。機械部門では企業の業績回復に伴い、設備投資向けが緩やかに回復するほか、土木部門では『防災・減殺、国土強靱化 5 カ年加速対策』に伴う鋼材需要が期待される」――。

日本鉄鋼連盟では、2021 年度についてこのような予測を行っている。引き続き内外でのコロナ打撃の不透明さなどで「回復ペースは緩やかになる」ものの、生産の「前年比」増加率自体はリーマン・ショック直後である 2010 年度以来のプラス幅となる可能性もあるという。

その中で世界各国の GDP 統計などに半年程度の先行性を有する OECD 景気先行指数は、加盟国総計ベースで昨年 12 月に 99.45 となった。11 月の 99.26 から上昇し、過去最低となった昨年 4 月の 92.74 をボトムに 8 カ月連続での上昇となっている。

1 年スパンのトレンドを示す 12 カ月移動平均では、方向角度が上向き化へと転換してきた。2018 年 6 月以来、約 30 カ月ぶりの上向き回帰となっている。同時期以降の世界経済の循環減速や米中貿易摩擦、コロナ打撃などによる悪化トレンドが一服となり、世界景気の循環的な回復軌道入りが盤石化されてきた。過去実績に沿えば、20 カ月前後は景気循環面での回復サイクルの維持延命が担保されやすい。

世界景気の循環に関しては、米国の大手資産運用会社 PIMCO が昨年 12 月後半に「2021 年には世界経済が循環的な回復の初期段階に入り、リスク資産の追い風になる」といった見通しを示している。そのうえで株式テーマとして、「世界的な製造業の回復は、工業、素材、半導体などのセクターを強化させるはず」、「重点的な財政刺激策と労働市場の回復は、個人の貯蓄と消費の支援材料であり、住宅セクターや耐久消費財セクターが恩恵を受ける」といった分析

を行っている。

OECD 指数での 12 カ月移動平均の上向き転換は前回、2016 年 11 月から観測された。同月を含めて、そこから上向き状態が 2018 年 6 月まで 20 カ月間の持続となっている。同期間中に世界経済の影響を受ける銘柄が多い日経平均株価は、連動上昇へと移行。月間高値ベースでは同月の高値 1 万 8482 円から 2018 年 10 月の 2 万 4448 円まで、+5965 円幅の株高ラリーが形成されている。

その前の上向き転換は、2013 年 4 月から見られている。当時の上向き状態は 19 カ月間の持続となり、その期間中に日経平均株価は 26 カ月後となる 2015 年 6 月まで +6968 円幅の連動株高となっていた。リーマン・ショック後では、2009 年 9 月から上向き転換となって、21 カ月間の上向き持続となっている。当時の日経平均は危機後遺症などで株高は限られたが、それでも 2009 年 9 月以降の 8 カ月間で +830 円幅の株高実績が見られている。

ひるがえって今回の場合、昨年 12 月から 12 カ月平均の方向が上向き転換してきたばかりだ。PIMCO の指摘通り、まだ「世界経済は循環的な回復の初期段階」入りに過ぎない。今後は世界景気の循環的な回復余地に即した、日本企業の収益改善余地と株高余地が注目されそうだ。

対世界や対日本での米国劣勢一服、ドル下支え

しかも現在の日本株は米国株などの先行上昇に出遅れてきたこともあり、時価総額では世界の株式市場総額に対する日本株の比率が低位で抑制されている。ブルームバーグ算出による世界株式市場の時価総額（ドルベース）によると、日本株の時価総額は対世界総計比で 1 月 19 日に 6.55% となっている（日本株÷世界株）。2004 年以降の最低レベルとなった昨年 12 月の 6.44% からは上昇してきたが、まだコロナ危機前である 2019 年 12 月末の 7.22% や直近最高である 2018 年 10 月末の 7.86% には届いてない。

過去 10 年の上限ゾーンは、8.0% から 8.3% 前後となっている。その意味で現状の 6.55% 前後という水準は過熱感が抑制されている。過去実績として同比率は、OECD 景気先行指数と時間差を経た相関性が見られてきた。今後は世界回復に連動した 8% 方向への比率上昇（拡大）余地が、日本株の上値余地と海外投資家による日本株の買い余力の残存を支援する。

もちろん、すでに日本企業の収益見通しは大幅改善の織り込みが進み、30 年ぶりの株高が加速されてきた。一方でまだ織り込まれていない上振れ支援材

料として、「前年比でのドル高・円安」という為替差益余地がある。昨年のドル最安値は昨年3月の101円であり、その後のドル安値は昨年7-12月にかけて102-105円で推移していた。今後は102-104円前後でのドル底這い化が持続しても、企業収益面では昨年までの「前年比・為替差損による下方修正リスク部分」が剥落していく。4月の新年度以降については、前年比での為替差損減少や為替差益の可能性が、前年比での企業収益の上振れ材料となる余地を秘めている。

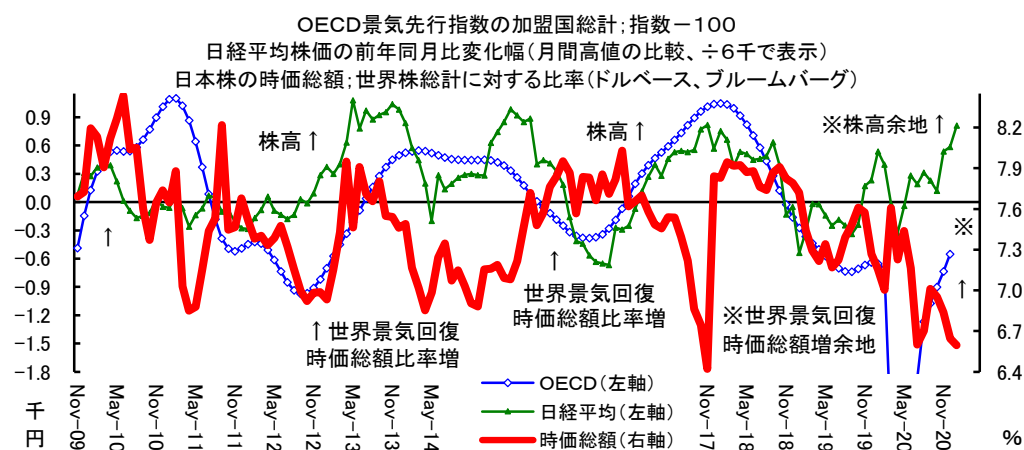
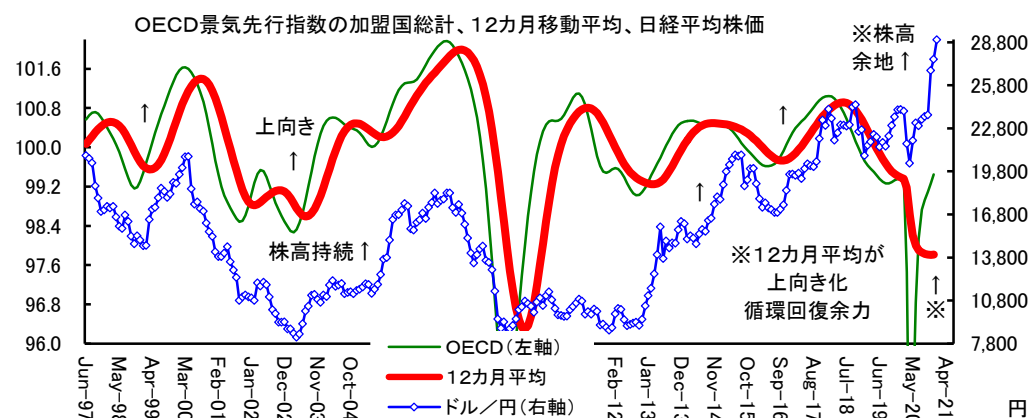
すでに為替相場では米追加経済対策の増額期待やコロナワクチンの接種拡大などもあり、年後半にかけての米FRBによる債券買い入れの規模縮小（テーパリング）や地ならし始動などが、ドルの下限切り上がり要因として注目され始めた。

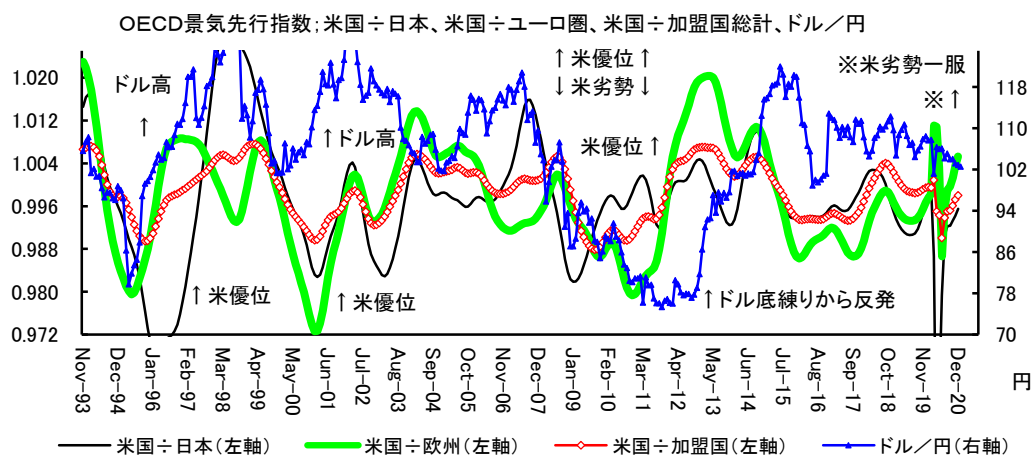
その前段階で昨年12月のOECD景気先行指数では、昨年までのドル安の一因となってきた「他国比での米国の落ち込みの大きさと回復の遅れ」が修正されつつある。国別の米国は昨年に感染者数の多さや感染対策の遅れ、経済対策を巡る与野党対立、米大統領選に向けた政治懸念などもあり、4月には-7.2%の大幅低下となった。日本の-2.1%やOECD加盟国

総計の-6.8%を下回る大幅悪化となっている。

しかし、最新12月に米国は-0.1%となり、プラス回復が目前になっている。前年比の格差では「米国-日本」が4月の-5.1%から12月は-0.1%に、「米国-加盟国総計」が-0.8%から-0.1%へと米国の劣勢幅が縮小してきた。相対倍率の比較でも「米国÷ユーロ圏」は昨年6月の0.987をボトムとして、12月には1.005の米国優位へと転じている。こうした相対格差は、ドル相場と密接な相関性を有している。

米国経済は先行き追加経済対策やワクチン支援策の増強、新政権発足による政治混乱の後退、昨年から超低金利とドル安の累積効果などが、他国比での米国景気の出遅れ修正を支援していく。米国では小幅ながらも米債金利が上昇となっており、「米国-日本」の10年債金利差は2018年11月の直近最大とした長期縮小傾向に底入れ機運が見られ始めた（僅かながらも拡大転換）。今後は対世界比や対日本比での米国の景気下振れ修正と、米日金利差の縮小一服などに連動する形で、ドル/円でのドル安余地の狭まりやドル底練り、その後のドル反発の可能性が注視されそうだ。





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。