

OECD 景気先行指数、踊り場の調整局面に 山低く谷抑制、景気・物価見合いでの低金利が下支え

世界景気に先行する OECD 景気先行指数(加盟国＋主要新興国)は最新 11 月に 100.63 と前月の 100.70 から低下し、4 カ月連続で前月比マイナスとなった。昨年 4 月をボトムとした V 字回復の一服と、踊り場調整が示唆されている。世界的な物価高止まりや供給制約、根強いコロナ感染懸念のほか、米国など各国中銀による金融緩和の見直しなどもあり、循環的な減速入りも警戒される。ただし現状では景気回復の山が低く、反動的な谷は抑制されるほか、米国等での景気・物価見合いでの低金利持続などが下支え要因となる。

中国は来年 5 年に 1 度の党大会、景気浮揚思惑も

「中国経済の過去 30 年超のデータを振り返ってみると、景気循環が中国における政治日程のサイクルと連動している。経済成長の動きは、中国共産党が 5 年に 1 度開催し、幹部人事や主要目標を決める全国代表大会(党大会)と同じく 5 年周期で動いている」――。

日本の経済産業省系シンクタンク・経済産業研究所でコンサルティングフェローを務めるなど、中国経済に詳しい関志雄氏は、かつてこのような分析を紹介している。過去には例外もあるが、「中国経済は党大会の翌年に経済成長率がピークを迎え、党大会の前年にボトムに直面するという顕著な傾向を持っている」(同)という。

その点、前回の党大会は 2017 年であり、次回は来年 2022 年の秋に予定されている。来秋は習近平総書記(国家主席)が異例の 3 期目入りを固める重要大会となっており、過去実績に沿えば中国経済は「今年の年末にかけてのボトムと来年にかけての回復」が注目されやすい。

今年 2021 年は党大会の前年であったが、まさに過去の経験則に沿う形で中国経済は低迷してきた。中国政府も不動産や企業への規制強化など、景気引き締めの政策を講じている。しかし、年末に入ると中国人民銀行(中銀)は 12 月 6 日前後から、景気や不動産の配慮へと優先度をシフト。預金準備率の引き下げといった金融緩和へと政策修正に動き始めている。

最近では米ウォールストリート・ジャーナル紙が 10 日、「中国規制当局は、不動産開発会社が国内で資金を調達できるよう、ひそかに規制緩和にカジを切っている」と伝えた。実際に中国政府が景気浮揚策を本格化させてくると、新たなインフレ要因として警戒される一方、来年にかけての世界経済の減速回避や下支え要因となりやすい。

その中で世界景気に先行する OECD 景気先行指数は、加盟国＋主要新興国ベースで最新 11 月に 100.64 となった。前月の 100.70 を含めて 4 カ月連続で前月比マイナスとなり、昨年 4 月の 88.53 を大底とした V 字回復が一服となっている。改めて「踊り場調整の局面」を示すものとなった。

今後は世界的な物価高止まりや供給制約の持続、新変異株を含めた根強いコロナ感染懸念のほか、米国など各国中銀による金融緩和の見直しなどもあり、循環的な景気減速入りも警戒される。

ただし現在の場合、景気回復の現状ピークは 7 月の 100.85 となっている。最近の循環ピークのうち、大きく上振れした 2011 年 2 月の 101.34 や 2007 年 6 月の 102.84、2000 年 3 月の 101.81 などと比べると上昇過熱が抑制されている状態だ。過去の過熱局面の場合、直後に日本での震災や海外でのリーマン・ショック、IT バブル崩壊などの悪材料が直撃。OECD 指数は「山高ければ谷深し」の形で、反動的な急落に見舞われている。その点、今回の 100.85 という現状ピークは、先行き「山低ければ谷浅し」となる可能性は無視できない。

景気回復水準の見合いで米金利抑制、景気下支え

実際に現在は反動悪化の度合いを制御する要因として、世界的な供給・輸送・人手制約などに伴う過剰生産・過剰設備・過剰在庫・過剰雇用の抑制がある。過去の景気悪化ではこうした複合的な過剰の調整が景気の下振れを深押しさせ、調整期間が長期化されてきた経緯がある。

しかも現在の日経平均株価は結果論ながらも、世界景気の踊り場調整入りがすでに織り込まれる形で、今年 2 月から 12 月まで高止まりとレンジ横這い化が持続してきた。その中で OECD 景気先行指数は「3 カ月前比」で、すでに 9 月から昨年 5 月以来のマイナスへと減速。最新 11 月も -0.18% と、3 カ月連続でのマイナスとなっている。

過去実績では OECD 指数の 3 カ月前比マイナスというモメンタム減速に連動して、日経平均株価は価格調整による下落や時間調整による横這い化が進展している。その過程で世界景気のモメンタム減速に対する織り込みが進展。日経平均は下げ渋りから下値固め、底入れ反発となるパターンが観測されてきた。こうした点でいえば、現在の日経平均は今年 2-12 月の間に一定の減速織り込みと日柄調整、価格調整が進んできた可能性もある。

過去には OECD 指数が 2018 年 1 月から、3 カ月前比マイナスへと減速した。日経平均は連動した株安

を経て、「2 カ月後」の 2018 年 3 月で底入れし、10 月まで反転上昇となっている。その前では OECD 指数が、2014 年 7 月から 3 カ月前比マイナスに転落した。当時の日経平均は「3 カ月後」の同年 10 月で安値を形成。翌 2015 年の 6－8 月まで株高ラリーに移行した実績を有している。

同時に現在は良くも悪くもながら、米国を始めとして各国で景気回復や物価上昇との見合いで長期金利が低位で維持されている。OECD 景気先行指数でも過去の循環回復局面に比べると、金利は低めの「緩和的な経済環境」が保たれたままだ。過去実績として 1 年から 1 年半のタイムラグを経て、世界景気を下支えしていく緩和効果が遅行で表出されやすい。

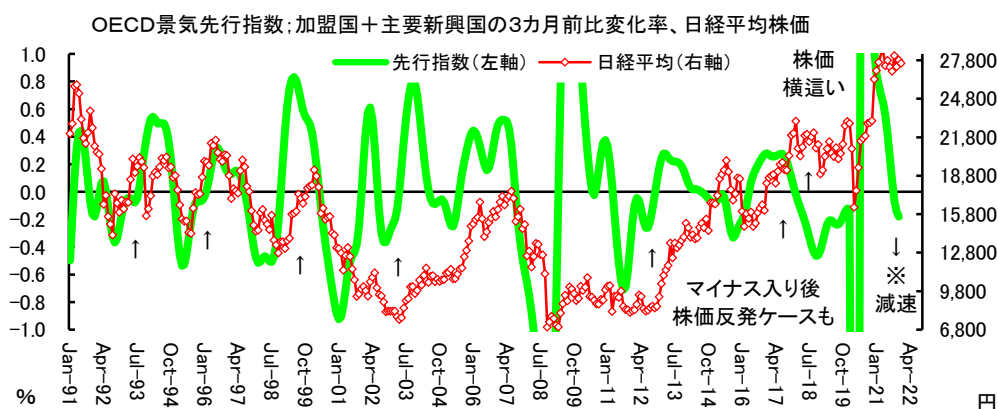
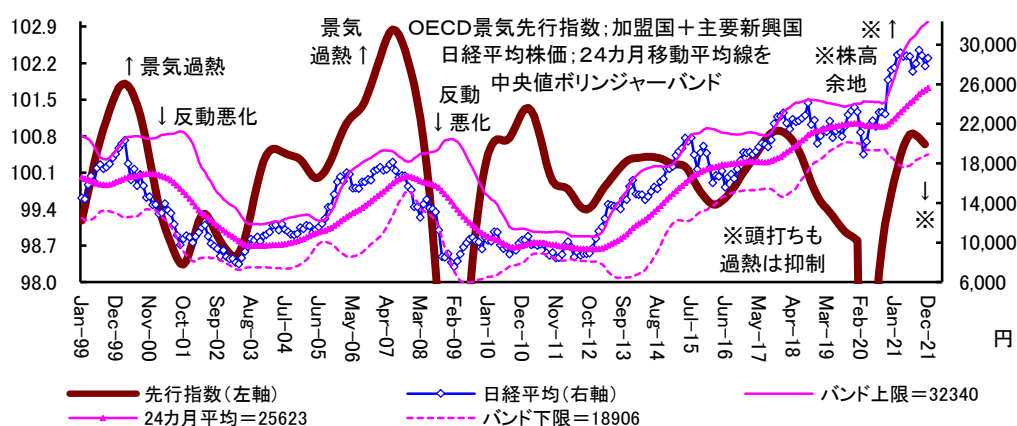
今回の場合、OECD 景気先行指数の現状ピークは、7 月の 100.85 となっている。同月に米 10 年債金利は、月間最高でも 1.48% 前後にとどまっていた。過去の景気回復ピークでいえば、先行指数が 2017 年 11 月の 100.91 に対し、金利は 2.43% に上昇している。その他のピークでは、2014 年 5 月に指数 100.40 で金利 2.70%、2011 年 2 月に 101.34 と 3.77%、2007 年 6 月に 102.84 と 5.32% といった組み合わせになっていた。いずれも景気回復に連動して米金利は

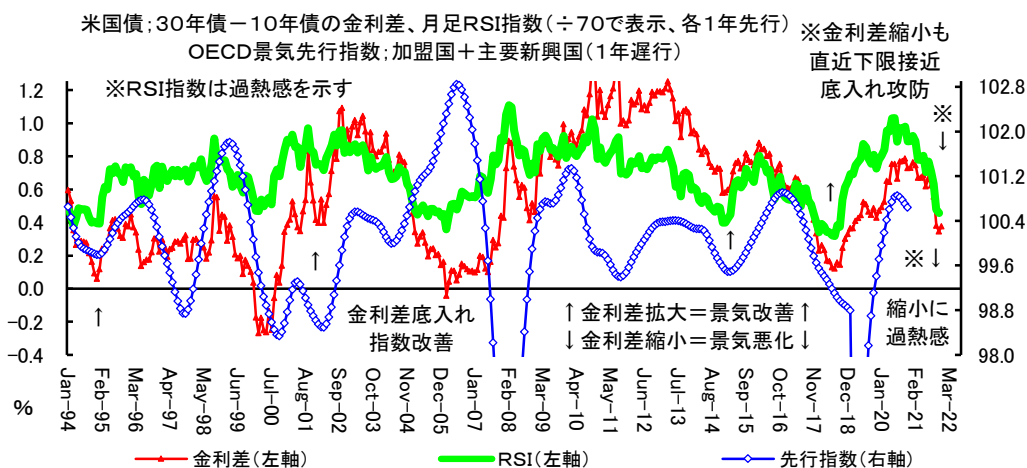
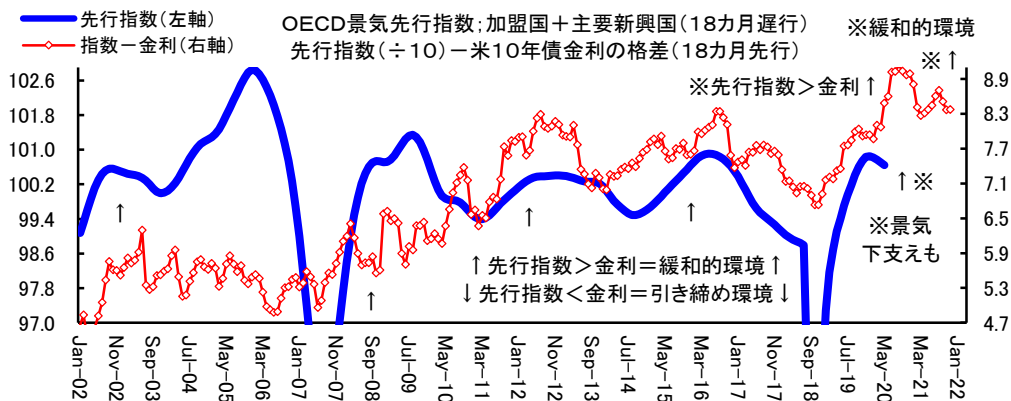
2% から 5% 超えへと上昇する「引き締めブレーキ効果」が顕在化している。

もちろん、現在の低金利持続については、好悪の両面がある。各国の中央銀行による人為的な金利抑制策や資金供給の配慮維持、カネ余りといった政策要因のほか、現在のインフレ上昇の裏側に残る世界的な成長力の低下や高齢化、こうした要因に加えてのデジタル化・省人化・無人化などによる底流部分でのディスインフレ構造などが影を落としている。

その他、今後の世界景気に関しては米国の場合、金融緩和見直しと来年減速を織り込む形で、米国債市場では「30 年債－10 年債」の金利差が急縮小してきた。FRB による債券買い入れ縮小方針なども影響しているが、最近では 10 月からの金利差急縮小が 12 月 2 日をボトムに一服となっている。すでに金利差縮小の水準や、テクニカルで過熱感を示す月足 RSI 指数（相対力指数）については、直近の下限ゾーンにまで金利差縮小が進展してきている。

過去実績に沿えば、1 年から 1 年半といった先行きの米国や世界経済の減速「織り込み」一服と、先行きの減速底入れに期待をつなぐ先行シグナルとして注目されやすい。





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の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。