

OECD 景気先行指数、下振れリスク残存

減速下で引き締め、米長短金利差縮小一服は注目

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/5/13 (金)

世界景気に先行する OECD 景気先行指数(加盟国総計)は、最新 4 月に 100.16 と前月の 100.24 から低下し、9 カ月連続で前月比マイナスになった。その中で米 FRB など各国中銀は金融引き締めに着手しており、ウクライナ戦争や資源高、中国での対コロナ経済制限等の継続リスクとあいまって、下振れリスクの残存が警戒される。一方で OECD 指数と一定の相関性があり、年初以降は米国の景気後退シグナルとして警戒されてきた米長短金利差の縮小が一服してきたことは、好悪両面をはらみつつも注目される。

世界減速下の米利上げ、世界景気は深押しの過去

「インフレ抑制に向けた FRB の取り組みにより、雇用市場がやや軟化しても大したトレードオフではない(雇用減速の容認を示唆)」(6 日ミネアポリス連銀のカシュカリ総裁)、「向こう数回の FOMC で 0.50%ポイントの利上げを実施していくのは完全に理にかなう。失業率がやや上昇し、あと 1 四半期マイナス成長もしくは低成長に陥る可能性があるが、インフレ率を引き下げるためには仕方がない」(10 日クリーブランド連銀のメスター総裁)――。

ここに来て米 FRB 幹部からは、雇用や景気の一定犠牲を覚悟したインフレ最重視姿勢が強調されつつある。FOMC の政策決定に影響力を持つ NY 連銀のウィリアムズ総裁も 10 日、インフレ抑制への産みの苦しみとして、「成長がしばらくトレンドを下回り、大幅ではないにしろ、失業率が幾分上昇する可能性がある」という見解を示した。

その中で世界景気に先行する OECD 景気先行指数は、加盟国(先進 38 カ国)総計ベースで最新 4 月に 100.16 と、前月の 100.24 から低下した。昨年 7 月の 100.87 を改善ピークとして、9 カ月連続での前月比マイナスとなっている。

今後は FRB による引き締めの継続のほか、各国中銀による同様の「当座は景気減速よりもインフレ抑制重視」の利上げなどもあり、先行指数は一段の下振れリスクの残存が警戒される。同時にウクライナ戦争や資源高、中国での対コロナ経済制限等の継続リスクも、世界景気の下押し要因として無視できない。

過去実績として FRB は米国や世界の景気を先読みしたフォワード・ルッキングな政策対応を行うため、先行指標である OECD 景気先行指数の循環減速局面では利下げを行うケースが目立ってきた。今回のような先行指数の減速局面における FRB 利上げは、実に 1970 年代のオイル・ショックなどによるインフレ高騰局面以来となる。

当時の OECD 景気先行指数は 1973 年 1 月の 104.1 をピークとして、「循環減速+FRB 利上げ」などで下押しが倍加された。24 カ月後となる 1975 年 1 月の 95.9 で底入れするまで、-7.8%の大幅悪化となっている。そのあとには 1978 年 11 月の 102.3 をピークとして、19 カ月後の 1980 年 6 月の 99.1 での底入れまで-3.2%の下落局面があった。

現在の場合、最新 4 月時点が 100.16 であり、まだ景気判断の節目である 100 を上回った状態だ。今後は過去の循環減速局面の底打ち局面である 100 割れ方向への下押し余地が警戒されやすい。最近の直近下限レベルは、コロナ危機前 2020 年 2 月が 98.86 であったほか、2016 年 4 月の 99.63、2012 年 9 月の 99.17 などとなっていた。水準面でも一段の下落余地が残されている。

OECD 指数「100 割れ」から米金利上昇一服も

日経平均株価は外需依存度の高い銘柄が多く、OECD 景気先行指数とは明確な相関性を有してきた。過去の日経平均株価の下落局面からの底入れは、OECD 先行指数の底入れ前後と合致するケースが目立っている。その意味で当座の日本株は、「OECD 景気先行指数を含めた世界経済の先行指標の底入れ待ち」という展開になりやすい。

一方、現在の日本株の下落一因となっている「米国債金利の上昇による米国株の下落」に関しては、過去実績として OECD 指数の一定減速段階から、米債金利の上昇には歯止めが掛かってきた。具体的には OECD 指数が景気判断の節目である「100 割れ」となる前後から、米 10 年債金利は上昇一服や低下転換が見られている。その意味で OECD 指数は最新 4 月が 100.16 であり、今後は 100 割れに連動した米債金利の上昇歯止めが注目されそうだ。

具体的には過去に OECD 指数は、2018 年 11 月から 100 割れの場面があった。米 10 年債金利は前月 10 月の 3.26%でピークをつけ、その後は上げ渋りから低下に転じている。その前では 2015 年 10 月に 100 割れとなり、米 10 年債は翌 11 月の 2.37%で上昇が一服。リーマン・ショック直前では 2008 年 6 月に 100 割れがあり、米 10 年債は同月の 4.27%が天井ピークになるという連動相関性が見られてきた。

ちなみに OECD 指数が最新 4 月時の 100.16 という「100.10-100.20 前後」から 100 割れに転じたのは、2-3 カ月後というパターンが目立っている。今回の場合、6-7 月にかけて「指数 100 割れによる世界景気減速の明確化と米 10 年債金利の上昇一服」という連鎖波及が注視される。

先行き米国や世界の景気には下振れリスクが警戒されるが、数少ない光明として注目されるのが、米国債市場における長短金利差の縮小一服だ。年初以降は長短金利差の急縮小が、先行き米国景気後退の前兆シグナルとして警戒されてきた経緯がある。しかし、米国の10年債－2年債の金利差は5月3日前後、10年債－5年債は4月21日を金利差縮小のボトムとして、金利差縮小に一旦の底入れ機運が見られ始めた。

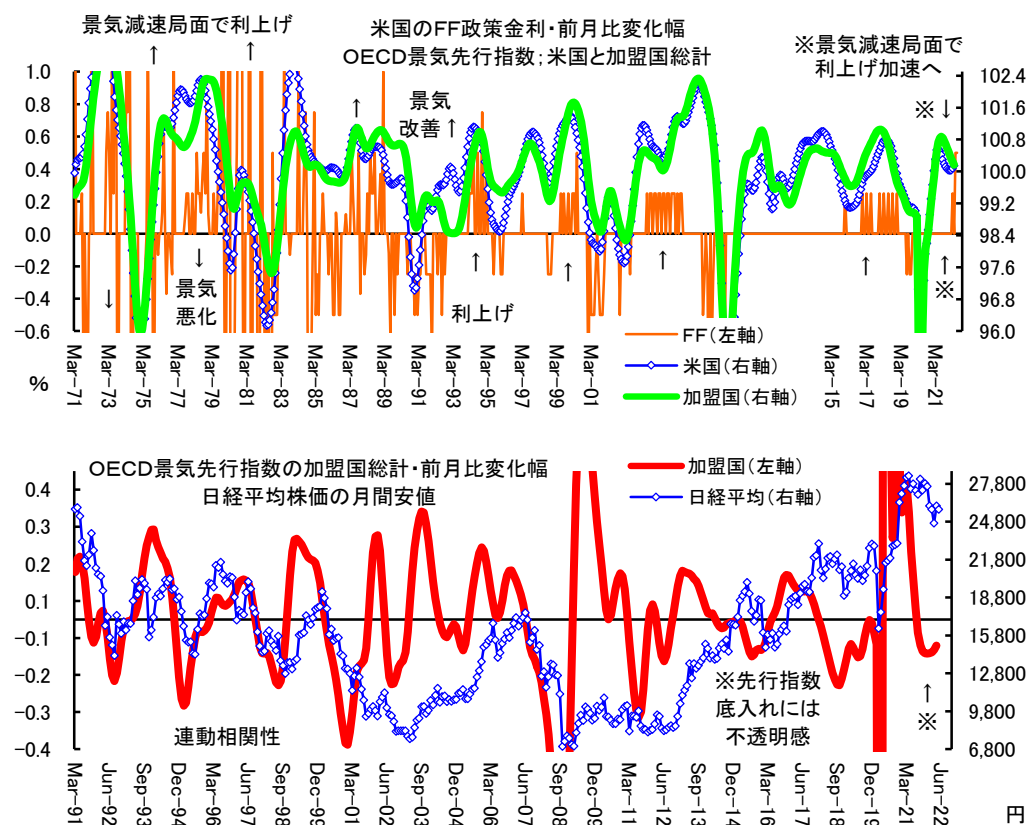
現状段階ではあくまで2年債金利などが当座の大幅上げを織り込む形で上昇ペースが鈍化する一方、10年債金利が出遅れ修正で金利の上昇幅を広げたことなどが影響している。同時に10年債金利の上振れは、1) 長期スパンでのインフレ・リスクの高まり、2) 債券安・株安の激化や世界的な現金化などを受けた10年債の見切り売りやヘッジ売りの加速、3) FRBによる保有国債縮小やMBS（住宅ローン担保証券）売却に備えたヘッジ対応、4) 米国や世界の債務懸念や社債懸念へのヘッジ対応、5) 世界の政治や資源・物価情勢の不透明感などによる長期年限の国債保有

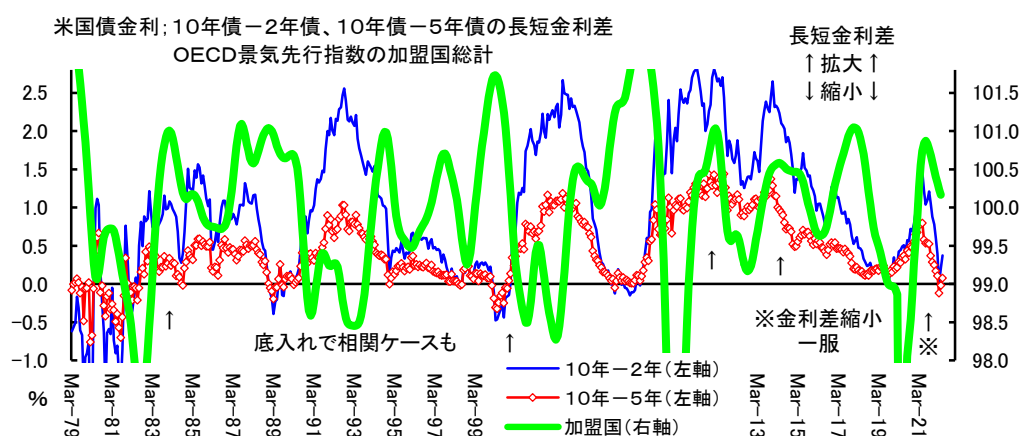
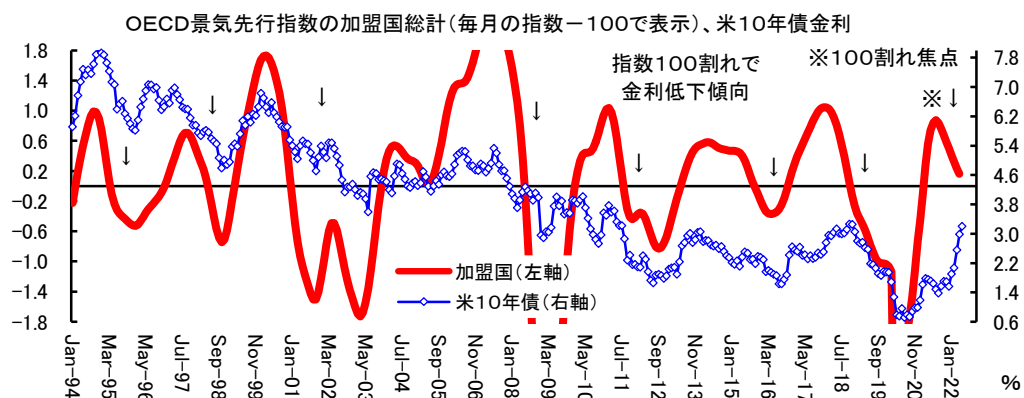
のリスク増大——といった悪い金利上昇も懸念されている。

米国での長期インフレに関しては9日、NY連銀の最新調査で3年後の予想インフレ率（中央値）が4月に3.9%と、昨年12月以来の高水準となった。一方、1年後の予想インフレ率は過去最高となった3月から－0.3%鈍化し、6.35%となっている。ブルームバーグは「長期的なインフレ期待の抑制を目指す米FRBにとって懸念すべき兆候」と解説していた。

その反面、2年債などの金利上昇一服は、先行きの景気減速やインフレ鈍化などによるFRBの利上げペース鈍化を見込み始めた部分もある。単純に2年債より10年債の金利が高くなる順ザヤの方向は、金融環境や信用創造メカニズムの正常化、金融政策の正常化を織り込む流れであるほか、先行きの成長期待も内包されている。

過去実績として米国の長短金利差が縮小から底入れに向かう局面では、世界景気に先行するOECD景気先行指数も底入れとなる連動相関ケースも観測されてきた。





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ご自身でお願いします。