

OECD 景気先行指数、100 割れで減速余地 減速下で引き締め、過去は底入れに半年から 1 年

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/6/15 (水)

世界景気に先行する OECD 景気先行指数は、最新 5 月に 99.88 と 2 カ月連続で景気判断の節目 100 を割り込んできた。昨年 2 月以来の 100 割れだが、米 FRB など各国中銀による金融引き締めや資源高などもあって一段の減速余地が警戒される。過去は 100 割れ後、底入れまで半年から 1 年の期間を有しており、世界景気敏感の日経平均株価は下値余地残存や反発力の鈍さが意識される。当座の日本株はコロナ打撃緩和や円安、他国比での金利上昇抑制、海外の金利上昇などの恩恵を受ける銘柄や、価格転嫁が相対進捗している銘柄などの「個別物色」が続くそうだ。

世界景気敏感の日経平均、続落警戒も買い場探し

「現在の世界経済と 1970 年代のスタグフレーション（物価上昇と景気後退の同時現象）を比較すると、1970 年代の回復には主要先進諸国の急激な利上げを必要とし、それが新興・発展途上国の一連の金融危機を引き起こす主因となっていた」、「現在と 1970 年代には類似点があり、主要先進国の緩和的な金融政策が長期に渡った点、それに続いて長引くサプライチェーン混乱がインフレを加速させた点、成長の見通しが弱まるとともに、インフレ抑制に必要な金融引き締めにより、経済が脆弱化しかねないことなどが挙げられる」――。

世界銀行は 6 月 7 日、最新の世界経済見通しでこのような警告を発した。その後は 10 日に米国で 5 月 CPI（消費者物価指数）の上振れショックに見舞われ、インフレ鈍化期待の頓挫と FRB の金融引き締め加速懸念、それに伴う米国と世界経済の先行き悪化が改めて警戒されている。

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 5 月に 99.88 と、前月改定値の 99.99 から低下した。昨年 7 月の 100.87 を改善ピークとして、10 カ月連続での前月比マイナスとなっている。

同時に 4-5 月からは、景気判断の節目となる 100 を割り込んできた。最近では昨年 2 月以来の 100 割れとなっている。過去には 100 割れのあと、世界景気は循環的な下降や減速のモメンタムが強まる傾向にあるが、底入れまでに半年から 1 年前後の日柄実績が見られてきた。今回は FRB など各国中銀による金融引き締めのほか、資源高など各種物価上昇もあって、世界景気の底入れ時期には不透明感が強い。

日本株市場では「世界景気敏感」の日経平均株価について、下値リスクの残存や反発力の鈍さが警戒される地合いが続く。ちょうど米株投資家の不安心理を映すシカゴ・オプション取引所（CBOE）の S&

P500 ボラティリティ（VIX）指数は、年後半にかけて上昇波乱のリスクが残存したままだ。

VIX 月足テクニカルの一目均衡表チャートでは先行きを示唆する先行スパンの雲上下限が、昨年度段階から今年 2022 年 3 月前後にかけて急激な切り上がり先行観測されていた（リスク回避の方向）。結果論ながらも VIX は後追いする形で今年 2-3 月から急上昇し、米株は急落となっている。その先行スパンの雲上下限は、先行き今年 12 月から来年 1 月にかけて高止まりとなっている形状だ。足元の 6 月時点では 47.01 から 48.13 であり、12 月にかけては 47.01 から 50.37 と高位置で横這い化している。

一方、直近 13 日時点で VIX の終値は再上昇（米株は下落でリスク回避）ながらも、34.02 にとどまっている。雲上下限が位置する 47 や 48、50 からは、まだ大幅な下方乖離の状態だ。先行きその乖離を埋めに行く VIX 急上昇と米株急落、連動した日本株の大幅安という波乱相場の襲来リスクは無視できない。

過去の OECD 景気先行指数の悪化局面と、日経平均の「買い場」となる安値形成局面としては、2018 年 11 月からの 100 割れ以降が「2 カ月後」の同年 12 月で日経平均は安値をつけていた。以下、2015 年 10 月の 100 割れ以降が、「5 カ月後に 1 番底、9 カ月後に 2 番底」、2011 年 8 月の 100 割れ以降が「4 カ月後」、1998 年 5 月の 100 割れ以降が「6 カ月後」といった期間となっている。今回は 4-5 月から 100 割れとなっているが、当座は下押しのリスクを見極めつつも、打診的な買い下がりや買い場探しの漸進的な広がりが見られる。

世界悪化は日本の輸出減を後押し、円安追加要因

全体株以外の日本株の投資テーマとしては当面、コロナ打撃緩和や円安、他国比での金利上昇抑制、海外の金利上昇などの恩恵を受ける銘柄や、価格転嫁が相対進捗している銘柄などの「個別物色」が続くそうだ。

こうしたメリットを受けている優良企業が網羅されている日本株指数として、「TOPIX・LARGE70」がある。14 日にかけての日本株大幅安でも、同指数の直近 5 日間における個別銘柄の成績ランキングでは、上位の逆行プラス銘柄として、銀行、不動産、取引所、食品、ヘルスケアなどの関連企業株が食い込み、打たれ強さが示されていた。

TOPIX・LARGE70 全体も、直近 1 カ月間成績は +1.6% となり、日経平均の +0.4% を上回っている。直近 3 カ月では +4.2% と、TOPIX 総合の +3.4% を上回る耐久性を保った状態だ。

一方で OECD 景気先行指数に見られる世界景気の一段の下押しリスクは、ただでさえ伸び悩んでいる日本の輸出に一段の打撃となっていく。日本の輸出伸び悩みは、資源高などによる輸入増加の持続とあいまって、日本の貿易収支悪化を継続させる。為替相場ではドル高・円安のトレンドが維持延命されやすい。日本株市場では輸出関連株のうち、世界的に希少性・付加価値性が高く、景気悪化局面でも需要のある「オンリーワン製品」を製造している国際優良企業などには部分的な円安メリットが付与される。同時に海外向けの投融資や保有資産を拡大させている銀行などについても、円安による為替差益メリットが続きそうだ。

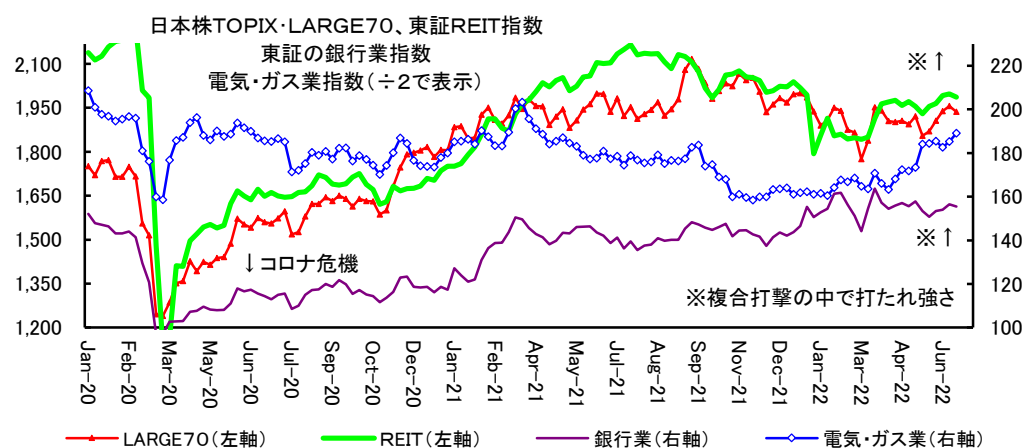
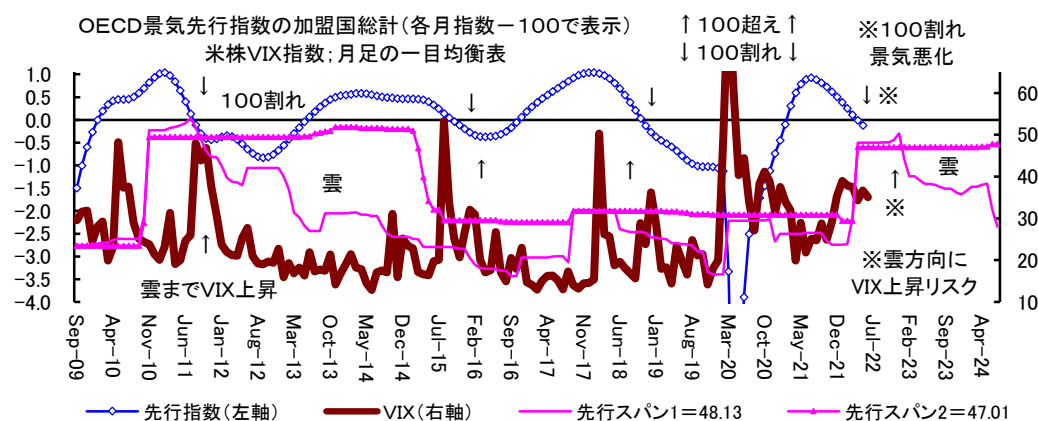
日本の貿易統計における輸出は 4 月に前年比 +12.5% となり、2 月の +19.1% をピークに再減速となってきた。1 年間のトレンドを示す前年比の 12 カ月移動平均は、方向過度が輸出減の基調入りを示す下向き化へと転換している。

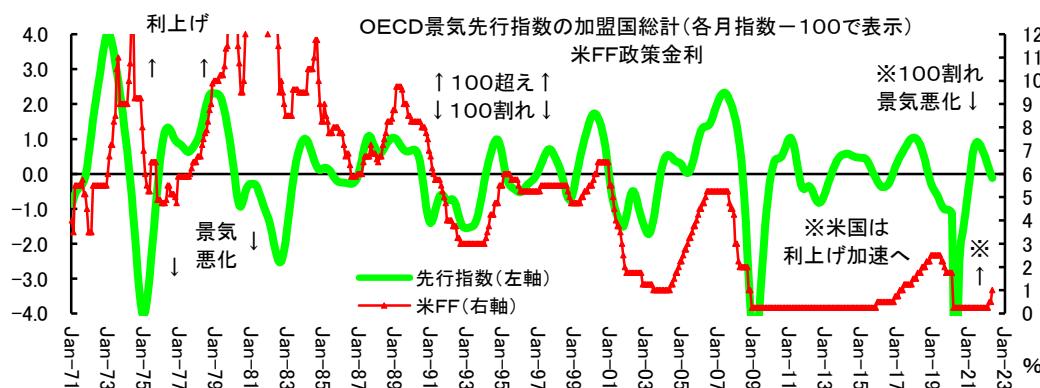
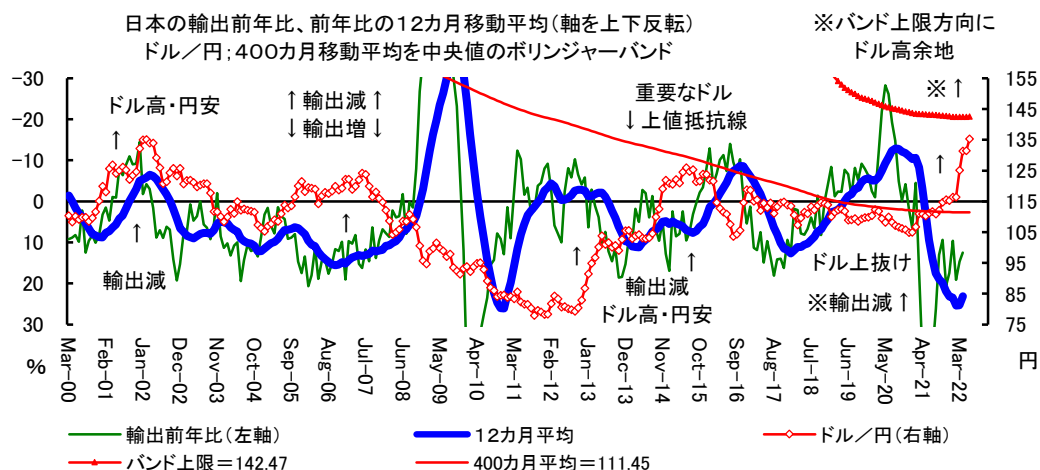
過去には 2018 年 2 月から、下向き化が観測された。当時のドル/円は輸出企業による円転・ドル売りの規模減退もあり、同月の 105 円から同年 10 月の 114

円超えまで 9 カ月間、+9 円幅のドル高が進展していた。その前では 2014 年 5 月から観測され、同月の 100 円から 2015 年 6 月の 125 円超えまで 14 カ月間、+25 円幅のドル高実績が見られている。今回も現状からのドル高・円安の追加支援材料として注目されやすい。

なお、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。今回のような景気先行指数の減速局面における「景気逆行」の 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。同様のケースとしては 1978 年 11 月の 102.3 がピークとなり、19 カ月後の 1980 年 6 月の 99.1 で底入れまで -3.2% という大幅下落の景気悪化があった。





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。