

OECD 景気先行指数、日本の相対優位拡大

日本株下支え、世界減速持続と輸出減等が円高を抑制

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/8/12 (金)

世界景気に先行する OECD 景気先行指数では、対世界比での日本の優位幅が拡大してきた。最新 7 月は日本が 100.5 と景気判断の節目である 100 を維持する一方、加盟国総計は 99.2 と 20 カ月ぶりの低水準になっている。海外勢による消去法的な日本株選好を含めて、日本株の下支え要因となりやすい。為替相場では円高要因となるが、世界景気の減速持続に伴う輸出制約や、日本の景気の底堅さ見合いでの日銀の金融緩和と低金利の持続、リスク忌避や国内勢の円転回帰の各抑制などが円高圧力を低減させる。

日本優位、コロナやリーマン除くと 25 年ぶり

「IMF は 7 月に最新の世界経済見通しを発表したが、世界的に下方屈折のシナリオが出てきた。日本は相対的に落ちなかったようにも見えるが、他の国々が下方屈折にある中で、改めて日本の経済成長がどう在るべきか、どうあっていくかということは注目される」——。

7 月後半に開催された岸田政権の経済財政諮問会議（議長は岸田文雄首相）では、民間議員からこのような問題提起がなされていた。

日本経済は先行き脆弱性が残されているが、IMF の実質 GDP 伸び率予測で日本の 2022 年は最新 7 月が +1.7% となり、4 月比 -0.7% の下方修正ながらも、前年 2021 年見込みの +1.7% と同水準に踏みとどまった。日本は 2023 年予測も +1.7% の横這いで、「相対的に落ちていない」状況になっている。

他国は軒並み物価高や中銀の利上げなどもあり、2021 年から 2023 年にかけて右肩下がりの成長が見込まれている。例えば米国は 2021 年が +5.3% で 2022 年が +2.3%、2023 年が +1.0% という見通しだ。それに対して日本は、相対的に打たれ強さと安定性が示され始めている。IMF は日本に関し、7 月に「円安と緩和的な金融政策によって株価が支えられている」といった評価も行っていた。

その中で世界景気に先行する OECD 景気先行指数では、最新 7 月の国別で日本は 100.5 と 7 カ月連続で横這いの下げ渋りとなっている。世界減速下にあって、景気判断の節目である 100 を維持したままだ。それに対して先進国の加盟国総計は 99.2 と、前月の 99.4 から低下した。昨年 7 月の 101.0 を改善ピークに 12 カ月連続での低下となり、2020 年 11 月の 99.0 以来、20 カ月ぶりの低水準となっている。

結果、「日本指数—加盟国総計」の相対格差は +1.3 の日本優位と、2020 年 6 月以来の日本上振れ幅となってきた。当時はコロナ危機という特殊要因が影響したが、やはりリーマン・ショックという特殊要因

で日本が上振れとなった 2008—09 年前後のリーマン・ショック時を除くと、1997 年 2 月以来、実に約 25 年ぶりの相対優位拡大となっている。過去実績に沿えば、海外勢による消去法的な日本株選好を含めて、日本株の下支え要因となりやすい。

現状の日本経済については、コロナ感染再増加の中での活動制限の見送り、企業活動の正常化やリベンジ消費の部分的な表出、他国比での物価高の抑制、他国比での中銀の緩和持続と金利抑制、為替円安のプラス部分などが下支え要因となっている。足元では原油など、資源相場の高騰も一服となってきた。

8 月以降は日本の経済や株価に関し、台湾を巡る米中の緊張対立や中国共産党の統制強化などが悪材料となっている。

しかし、米国系資産運用ファンドのアジア担当幹部などによると、日本株へのプラス材料として、1) 中国軍が大規模な軍事演習を展開したことで、米政府内には「これまで不透明であった中国軍の手の内が明らかになり、有事阻止や中国封じの防衛策が進めやすくなった」という前向き評価がある、2) 中国脅威は、日米の共同による次世代半導体開発やサプライ・チェーン（供給網）再構築など、日米の経済結束につながっている、3) 中国共産党による中国の IT ハイテク企業に対する締め付けや規制・監視の強化は、欧米の投資家による「中国株離れと日本株シフト」を促すほか、中国でのデジタル開発と進化に歯止めをかけ、日本の挽回を支援する——といった要因があるという。

日本優位、対日株式投資や前年比株高を支援

過去に OECD 指数の「日本—加盟国総計」で日本優位が拡大する局面では、半年から 1 年前後のタイムラグを経て、日経平均株価は前年同月比でのプラス幅拡大が連動観測されている。最近では同格差が 2018 年 1 月の -0.4 という日本劣勢で底入れから反転となった。その前後から日経平均は月間高値の比較で、前年同月比でのプラス基調が持続。同年 10 月にかけて、前年比 +2000 円幅から +4000 円幅の株高が形成されている。

その前では同格差が、2014 年 10 月の -0.5% で底入れした。その後に日経平均は 1 年後となる 2015 年半ばから後半に向けて、前年比 +2000 円幅から +5000 円幅の株高が遅行観測されている。

当時は連動の形で、海外勢による日本株買いが増加している。東証の三市場ベースによる外国人投資家の日本株投資状況によると、6 カ月間のネット売買累計では 2015 年 4—7 月にかけて +3 兆円超へと

買い越し幅が増加した。それ以外でも過去の日本の相対優位拡大局面では、時間差を経た対内株式投資の増加が高確率で観測されている。

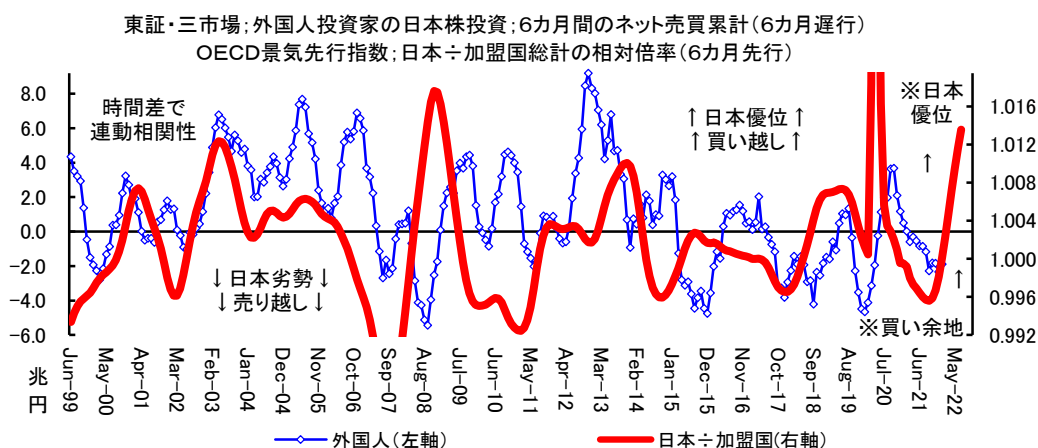
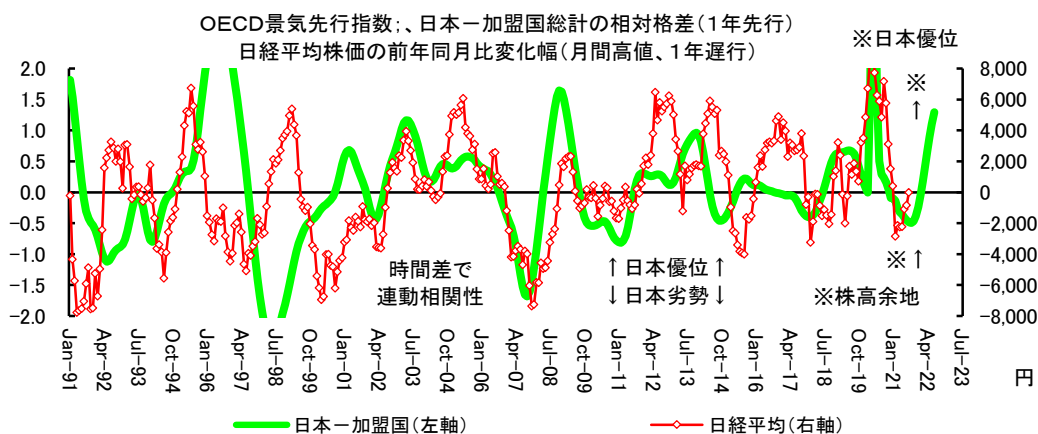
為替相場への影響でいえば、OECD 景気先行指数における「日本の対世界比優位」は円高材料となるものだ。しかし現在の場合、日本の景気の底堅さ見合いでの日銀による金融緩和策の堅持や、他国比での低金利状態の持続、こうした要因によるリスク回避の円高抑制と国内勢による円転回帰の減退などが、円安基調の持続や円高抑制へとつながりやすい。

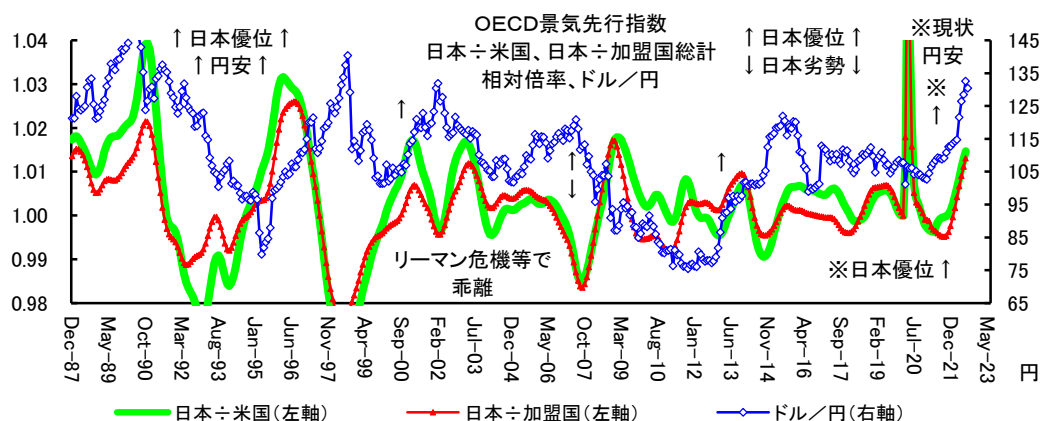
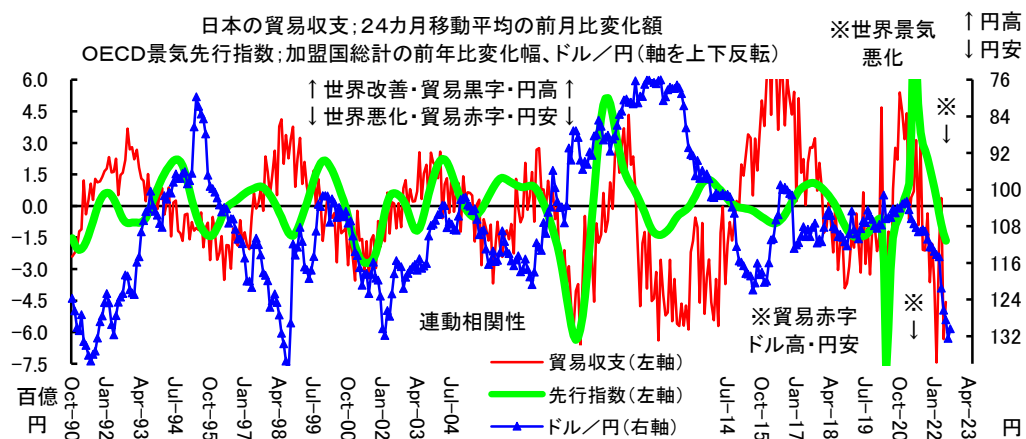
しかも現在のように世界景気の悪化が続いている局面では、日本の輸出制約が貿易収支の改善を阻害していく。最近は原油などの資源高が一服となっており、世界減速は資源安と日本の輸入減、貿易収支の悪化歯止め、円安阻止につながる側面もある。しかし、当座はウクライナ戦争の長期化や世界的な脱炭素化と化石燃料の開発・生産の縮減、冬季に向けた資源エネルギー需要などにより、原油などの資源相場は高騰一服となっても、まだ下落の度合いは限

られそうだ。

日本の貿易収支がトレンドとして赤字方向の悪化基調が続いている限り、為替相場では本格的なドル安・円高へのトレンド転換は先送りされる。1980年代以降の長期実績として、現在のようなドル高・円安のトレンドが反転したのは、日本の貿易収支の24カ月（2年）移動平均で、方向角度が明確に黒字増方向への上向き化に転換したあととなってきた（24カ月移動平均の前月比がプラス転換）。

しかも黒字増方向へのトレンド転換は、OECD 景気先行指数・加盟国総計が底入れ回復へと向かい、日本の輸出が増加に転じて以降となっている。その点、現在の OECD 先行指数は、まだ悪化傾向に歯止めがかかっていない。日本の貿易収支も1-6月に赤字が7兆9241億円と、暦年の半期ベースで過去最大の赤字となったばかりだ。貿易収支の24カ月移動平均は6月時点で、方向角度が下向き化という赤字増モメンタムが継続している。（24カ月移動平均の前月比がマイナス基調）。





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。