

世界景気、先行指数「循環」では底入れ接近 悪化の下振れから9カ月目、過去は10-14カ月で底入れ

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

2022/12/16 (金)

世界景気は先行指数の循環面で、底入れ接近が示唆され始めた。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、先進国の加盟国総計で景気判断の節目100割れから最新11月指標で8カ月目、足元の12月で9カ月目となっているが、過去は米利上げ局面を含めて10-14カ月前後で循環底入れとなってきた。同じく世界景気に先行するMSCI先進国株指数、新興国株指数ともに前年比では底入れ兆候があるほか、日本でも内閣府・景気動向指数では先行指数で前年比悪化が一服となっている。

先行指数の循環底入れ、米長短金利差の縮小抑制

「中国政府の国務院（内閣に相当）が発表した2022-35年の計画によると、中国は2035年までに消費と投資の規模を新たな水準に引き上げ、所得格差を大幅に縮小させることを目指す」、「内需拡大の動きが、経済発展の次の段階と位置付けた『二重循環』戦略を支える」、「二重循環戦略は主に国内循環（生産、流通、消費の内部循環）に依存し、経済の中の革新性と高度化が支える」――。

中国の国営新華社通信は14日、このような指摘を行っている。同じ14日には国際エネルギー機関（IEA）が、来年2023年の世界石油需要予測を引き上げたが、需要改善の要因としては「中国がコロナ関連する経済不振から回復することや、インドの力強い成長」などを挙げている。

一般的に来年の世界経済については、米FRBを含めた各国中銀の利上げ累積効果などにより、悪化の懸念が根強い。それでも米国では8日、イエレン財務長官が「米経済はリセッション（景気後退）入りを回避するとなお予想」と述べた。同氏は「供給網のボトルネックが緩和し始めていることは明らか」、「輸送コストが下がり、物流の遅れが解消している」とし、供給・輸送などの一段の正常化と景気の下支え効果に自信を示している。

その中で来年の世界経済については「中国の政治・政策的な循環」とは別に、景気循環面での底入れが下支え要因として注目されそう。

各国のGDP統計などに半年程度の先行性を有するOECD景気先行指数では、最新11月に先進国の加盟国総計ベースが98.3と前月の98.4から低下した。2021年7月の101.5を直近最高として、16カ月連続での低下となっている。

一方で同指数は景気判断の節目である100を今年4月から割り込み、「循環的な悪化サイクル」にあるが、100割れは11月指標で8カ月目、足元の12月で9カ月目が経過してきた。過去の景気循環では100

割れ後、米国での利上げ局面を含めて「10-14カ月前後」で底入れとなる周期パターンが目立っている。あくまで景気循環面では来年前半にかけて、先行指標からの順番による段階的な景気底入れが注目されやすい。

景気先行指数の前年比に先行性のある10カ月前比は、11月に-2.6%となった。依然マイナスの低迷が続いているものの、マイナス幅は2021年2月以来、約21カ月ぶりの縮小という底入れが示唆されている。

過去実績として先行指数ベースでの世界景気の循環的な底入れは、米国でも長期スパンでの景気悪化懸念が緩和され、米国債市場では10年債金利の下振れ制御と長短金利差の縮小抑制に作用してきた。現在はまだ政策金利FF（翌日物）の来年5%超え見通しに対し、米10年債金利は12月に3.4%に低下する下方乖離の拡大が続いている。14日の利上げによるFF政策金利4.5%との見合いでは、「10年債金利の月間最低-FF金利上限」の金利差は-1.1%の10年債下振れとなってきた。

米国の「景気後退」期間、戦後平均は10.3カ月

一方で過去40年における同金利差の縮小幅（逆転幅）最低は、2000年の-1.51%前後、1989年の-1.55%前後、1982年の-1.41%などとなっている。当座は下振れオーバーシュートの余地をはらみつつも、現状ではFF4.5%から-1.5%の3%前後、来年FF5%でいえば-1.5%の3.5%前後が米10年債金利の下限ゾーンとして注視されやすい。

もちろん、現在はまだ世界や米国の経済ともに、本格的な景気後退入りにまで至っていない。一方で全米経済研究所（NBER）によると、米国では戦後の1945年以降、2020年のコロナ危機に至るまで複数の景気後退局面に見舞われたが、「循環的な景気後退期間の平均は10.3カ月」と試算している。こうした景気悪化から底入れまでに要する調整期間の米国実績との見合いでも、OECD景気先行指数の「100割れから10-14カ月前後で底入れ」という循環周期は注目されそう。

具体的に過去の100割れから底入れは、2018年11月からの100割れ以降に11カ月目（その後はコロナ危機で再悪化）、2015年9月以降に8カ月目、2011年8月以降に14カ月目、2008年6月以降に9カ月目、2001年1月以降に10カ月目、1995年4月以降に10カ月目で各底入れ――という日柄周期が観測されてきた。現在は足元の12月で9カ月目となっている。

直近では世界景気に先行する国際株指数についても、基調を示す前年同月比で一旦の底入れ機運が見られつつある。過去実績として、OECD 景気先行指数などと密接な相関性を有してきた。

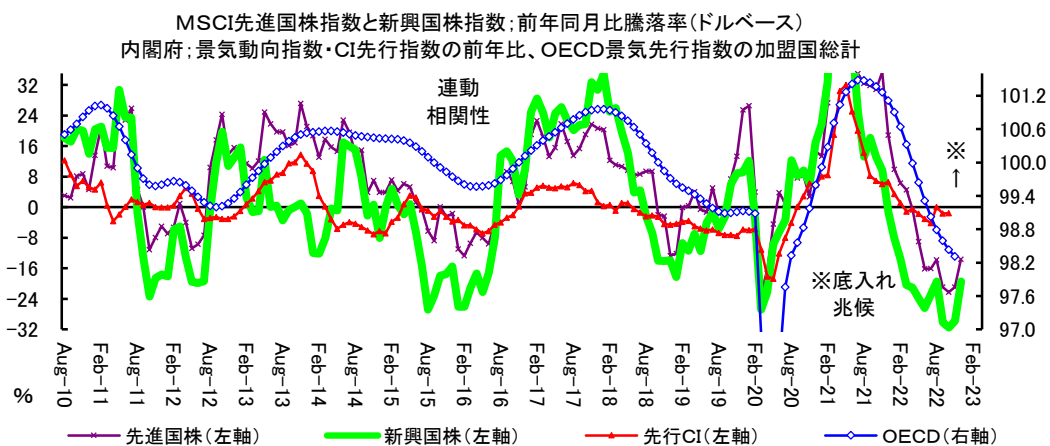
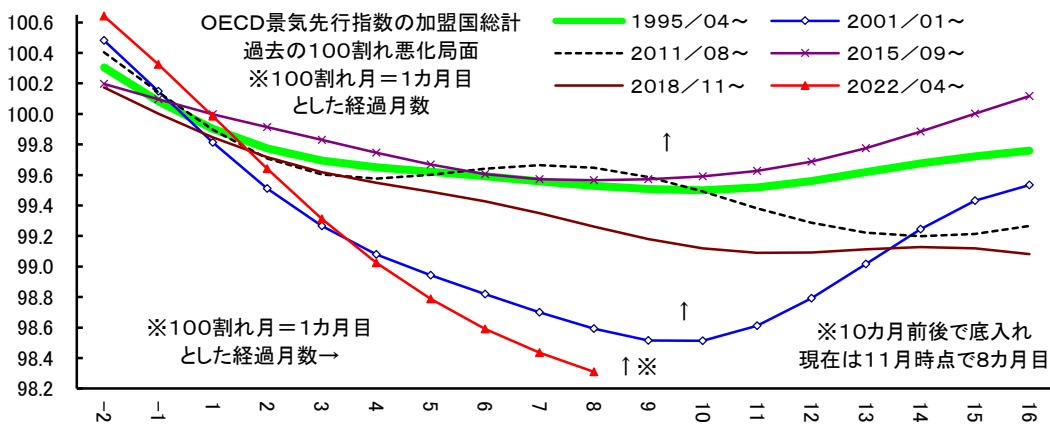
世界の機関投資家が参考にする MSCI 先進国株指数（ドルベース）は、月間安値の前年同月比が 12 月は 14 日時点で-13.7%となっている。2021 年 3 月の+69.1%を直近高値とした急反落を経て、今年 10 月の-22.3%、11 月の-20.9%で最悪ボトムの通過が示唆され始めている。

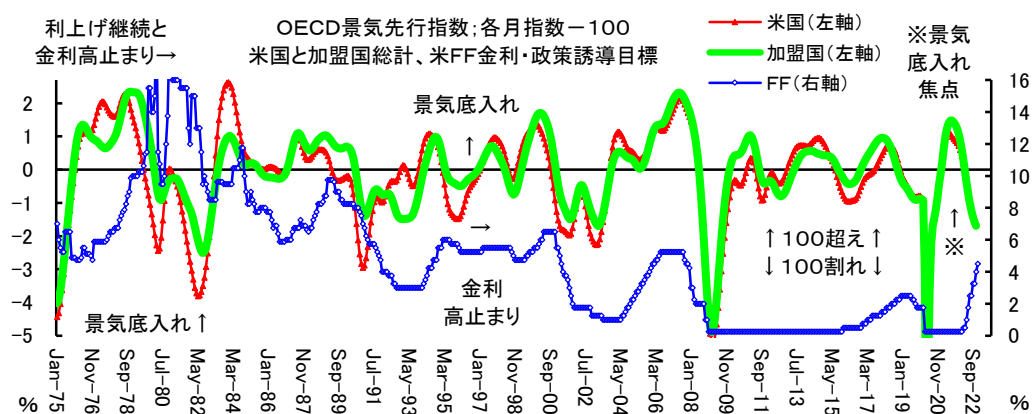
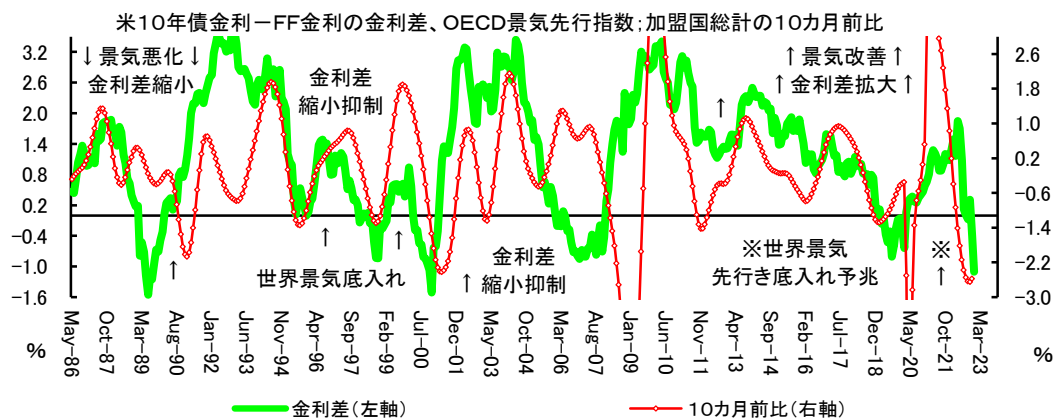
同じく MSCI 新興国株指数（ドルベース）は、14 日時点で前年比-19.5%となっている。こちらも 10 月の-31.5%や 11 月の-29.8%が底値となる形で、前年比では底入れ機運が見られ始めた。外需依存度の高い日本での景気先行指数でいえば、内閣府の景気動向指数で「CI 先行指数」が 10 月に前年比-1.6%となった。こちらも 9 月の-1.7%から微妙に切り上がり、7 月の-4.2%での底入れ通過が焦点になって

いる。

こうした世界景気の循環的な底入れ兆候は、FRB による「インフレ完全殲滅」に向けた利上げ政策にも微妙な影響を及ぼす。過去には 1994 年以降の利上げ局面で OECD 景気先行指数の循環底入れがあったが、FRB は短期的な利下げ実施があったものの、1998 年にかけて FF 政策金利は 5%超えの高止まりが長期化していた。

現在と同じような資源高などによる大幅なインフレ上昇局面である 1970 年代後半から 1980 年代前半にかけても、OECD 景気先行指数の循環的な底入れ場面が見られている。当時は FRB による利上げ幅拡大や、FF 金利の高止まり持続につながっていた。今回も来年春に向けて「利上げ休止と利上げ効果の見極め」移行はあっても、「FF 金利の高止まり長期化」や「利下げ転換の 2024 年以降への遅延」につながる要因として無視できない。





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。