

G20 先行指数が底入れ、FRB の悩み増長 過去は利上げ継続か現状維持、日本の株高は支援

2023/5/22 (月)

世界景気に先行する OECD 景気先行指数によると、G20 参加国グループは最新 4 月に底入れを固めつつある。前月比では 3 カ月連続のプラスとなり、2021 年 6 月をピークとした悪化基調が約 22 カ月ぶりに改善となってきた。現在は米 FRB 内で「利上げ継続か停止か」の議論が活発化しているが、改めて悩みを助長させるものだ。過去実績として世界景気の循環的な底入れ後、FRB は利上げ継続か現状維持の据え置きが目立っている。一方で先行指数ベースでの世界景気の底入れ兆候は、外需依存度の高い日本株の上昇余地を支援していく。

世界景気の循環底入れ、FRB 利下げの障害に

「2023 年の一次産品価格は、全体として昨年から -21% 下落するとみられる。エネルギー価格は今年、-26% の下落が予測され、米ドル建てのブレント原油価格は今年、1 バレルあたり平均 84 ドルと、2022 年平均から -16% 低下するとみられる」――。

世界銀行は最新の商品見通しで、このような分析を行っている。その他、「米欧の天然ガス価格は 2022 -23 年にかけて半減し、石炭価格は 2023 年に -42% 下落」、「肥料価格も 2023 年に -37% 下落すると予測され、これは 1974 年以来で最大の年間下落幅」といった見通しを示した。

それでも世界銀行では「依然として過去に比べると高い水準が続く」としながら、価格の高止まりと食料・資源エネルギー不安に対する警戒姿勢は緩めていない。

一方で現在の世界経済はこうした前年比での商品反落のほか、付随したインフレ高進圧力の緩和、各国中銀による引き締めペースの鈍化などもあり、下振れリスクが減退している。足元では米国での利上げに対する雇用や消費などの打たれ強さや、欧州での資源エネルギー危機の後退などが、世界景気の下支えに作用。さらに IMF では 5 月の経済見通しで、「戦争長期化や米欧での金融不安といった逆風にあって、アジア太平洋地域は力強さを保っている」としながら、「中国経済の持ち直しとインド経済の底堅さなどにより、同地域は 2023 年に底を打つ」という予測を行っている。

その中で世界景気に先行する OECD 景気先行指数では、最新 4 月に G20 加盟国グループが 98.87 と、前月の 98.84 から上昇した。直近分の上方修正もあって、3 カ月連続での前月比プラスとなっている。2021 年 6 月の 101.53 を直近最高とした長期の悪化を経て、今年 1 月の 98.80 をボトムに底入れへと移行し始めた。

世界景気の先行指数ベースでの循環的な底入れ兆候は、現在の米 FRB にとり、「利上げ継続か停止か」を巡る論議を一段と複雑化させるものだ。過去実績として G20 景気先行指数が底入れしたあとは、FRB による「先行指標考慮」のフォワード・ルッキングな対応として、利上げ継続か現状維持の据え置きが目立っている。利下げ転換は、金融危機や市場混乱時などに限られている。

過去コロナ危機前の平時でいえば、先行指数は 2016 年 3 月に当時の悪化が底入れとなった。直後に FRB は現状維持を続けたあと、「9 カ月後」の 2016 年 2 月に利上げを実施している。2012 年 9 月の底入れ後にはリーマン危機後ということもあって、3 年超の現状維持が長期化した。2005 年 7 月の底入れ時には、翌月に利上げという例も見られている。

原油反落や失業率の改善維持、景気再悪化を制御

一方、G20 景気先行指数の循環的な底入れは、世界景気に敏感な日経平均株価の循環的な支援材料となりやすい。

すでに海外投資家からは日本株投資が増加し始めたが、米金融大手ゴールドマン・サックスのストラテジストは 16 日、日本株に前向き見通しを示しながら、焦点は「価値、品質、流動性」と指摘（ブルームバーグ TV）。コーポレート・ガバナンス（企業統治）改革と割安なバリュエーションなどが相場を押し上げ、「日本の政府、規制当局、取引所、国内外の投資家の利害が完全に一致すれば、日本では 10 年に 1 度となる政策主導の持続的な強気相場が実現する」という予測を行っている。

もちろん現在の G20 景気先行指数は、米欧での過去利上げ効果や金融不安の遅行影響により、先行き腰折れとなる脆弱性も消えていない。そうした景気再悪化のリスクを低減させるのが、世界銀行も指摘する資源・食料を含めた各種価格の高騰一服だ。

昨年から世界景気を圧迫してきた WTI 原油先物の高騰だが、足元で月間高値の前年比は 5 月 18 日時点で -36.1% の大幅下落になっている。3 月の -38.0% に続き、反動反落の流れとなっている。過去実績として原油相場の大前年比反落は、1 年前後のタイムラグを経て G20 景気先行指数の前年比を押し上げる相関パターンが繰り返されている。

最近ではコロナ影響もあり、原油は 2020 年 4 月に前年比 -56.3% の大幅安となった。ちょうど 1 年後となる 2021 年 4 月には、G20 景気先行指数が前年比 +13.0% という遅行での大幅改善となっている。2009 年に原油が -50% 以上の急落となった際にも、

先行指数は翌 2010 年に+5%超えという遅行での景気刺激効果が見られていた。

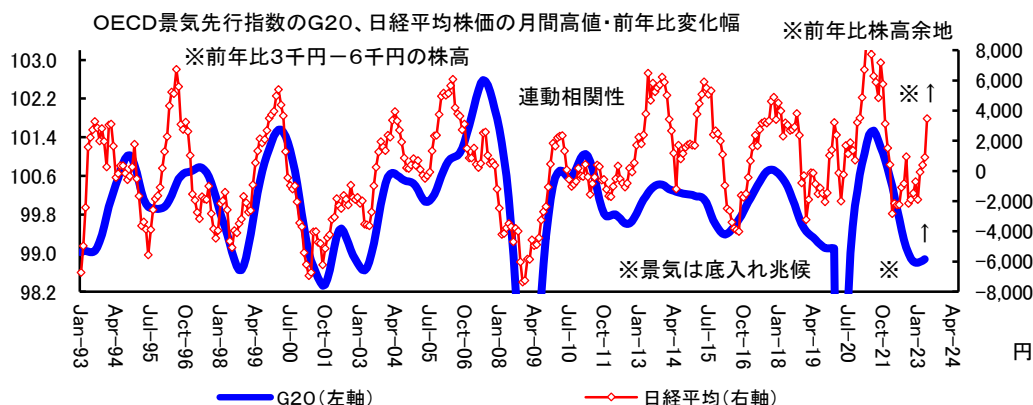
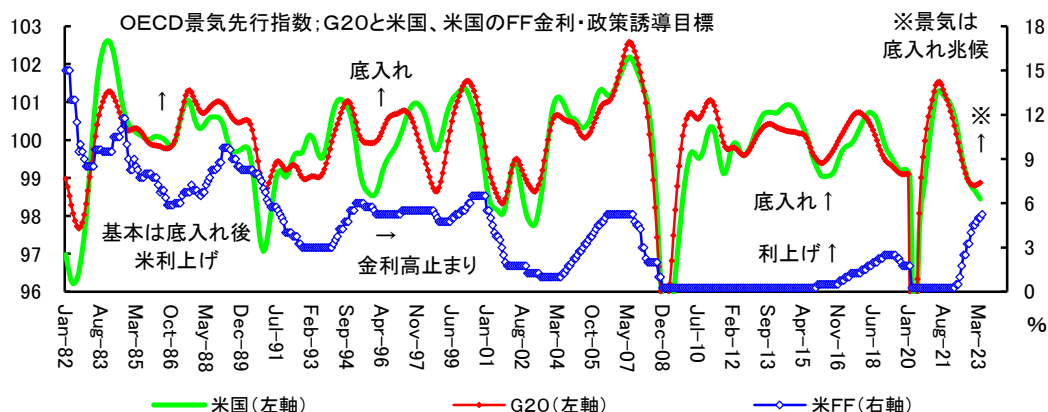
さらに現在の場合、G20 景気の先行き再悪化を制御するのが、米国を始めとした雇用の底堅さだ。OECD 統計の失業率は 3 月時点で、G7 加盟国グループが 4.0%となっている。2021 年 6 月以降の世界景気悪化でも、失業率は同月の 5.5%から逆行での低下改善となってきた。過去の景気悪化局面で見られてきた「景気と失業率の同時悪化」が変容しており、世界景気の再悪化抑制と底固めにつながりやすい。

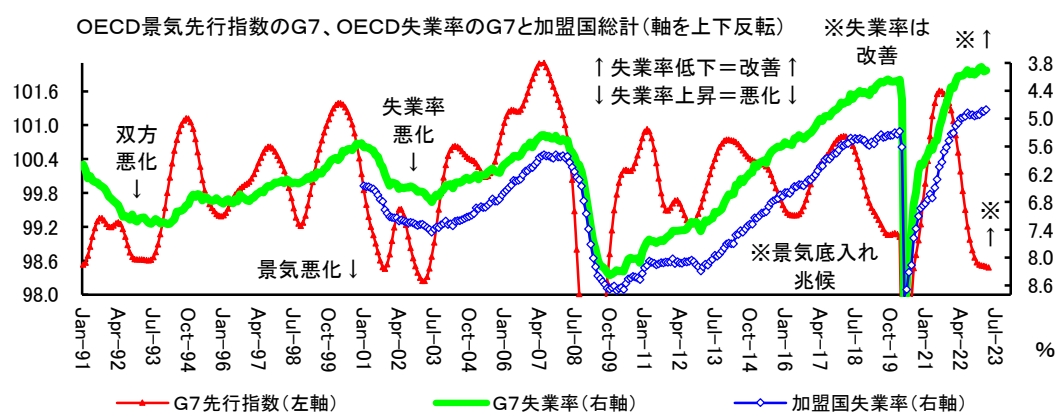
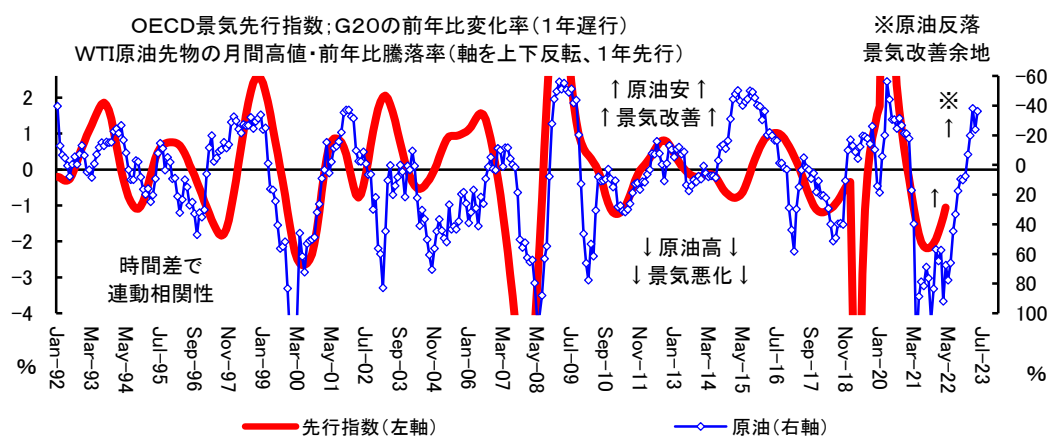
米欧など各国中銀の引き締め継続下における雇用の打たれ強さについては、1) コロナ打撃からの反動修復と正常化の過程持続、3) 高齢化と構造的な人手不足の常態化、4) 米欧と中露の対立激化や新興国での賃金上昇などに伴う先進国の「雇用海外移転（流出）」歯止め、5) 製造業の比率縮小と非製造業の比率拡大（サービス・ソフト産業などは設備投資の規模が限られ、利上げの影響が限定）、6) 各産業での省人化や無人化の設備導入進捗（省人化・無人化に伴う雇用削減は進み、人間が必要な業務があまり出

される＝一段の雇用削減に制約）——といった時代変化が注目されそうだ。

なお、過去実績として OECD 景気先行指数で G20 グループが底入れとなった場合、日経平均株価は月間高値の前年同月比変化幅で、最低でも+3000 円幅から+6000 円幅は上昇する相場循環のパターンが繰り返されてきた。具体的に前年比プラス幅のピークは、2021 年に+9843 円幅、2020 年に+3223 円幅、2017 年に+4899 円幅、2015 年に+5911 円幅、2013 年に+6470 円幅、2006 年に+6072 円幅、2004 年に+3945 円幅、2000 年に+5404 円幅といった実績が残されている。

現在もすでに 5 月 19 日時点で、+3461 円幅の上昇と過去実績を踏襲しつつある。今後の上値メドで参考になる昨年の月間高値は、昨年 5 月から 12 月にかけて 2 万 7000 円から 2 万 9000 円前後で推移していた。過去の相場循環に沿えば、前年比+3000 円幅が続いた場合に 3 万 1500 円超え方向、+4000 円幅で 3 万 2500 円超え、+5000 円幅で 3 万 3500 円超えという可能性は無視できない。





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。