

OECD 先行指数、先行き株高天井サイン尚早

100 超え 5 カ月目、20 カ月前後は循環回復の余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/1/26 (金)

外需影響度の大きい日経平均株価で参考になる OECD 景気先行指数によると、最新 12 月段階では先行きの「株高天井サイン」が尚早となっている。G20 参加国グループでは景気判断の節目となる 100 を 5 カ月連続で超えてきたが、過去 100 超え局面は 20 カ月前後の循環的な景気回復の実績がある。米 FRB の利上げとの関係でも利上げ休止後、本格的な利下げサイクル入りまで改善持続のケースが見られてきた。過去に日経平均の天井ピークに先行してきた新興国株の急落なども、現状段階では尚早となっている。

先行指数改善、日本株「6-9 カ月先」安心付与

「1 月 23 日の米国株市場では、住宅建設株が急落。米住宅建設会社 DR ホートンによる 10-12 月決算で受注が市場予想を下回ったほか、価格引き下げと販売奨励策を当面継続する方針（採算悪化要因）を示したことなどが背景」、「19 日に公表された 12 月の米中古住宅販売戸数は年率換算で前月比 -1.0% 減の 378 万戸となり、2010 年 8 月以来、13 年 4 カ月ぶりの低水準に」――。

直近の米国市場では住宅セクターに関して、このような悪材料が相次いでいる。あくまでも昨年 11 月以降の金利急低下を受けた過剰な回復期待の反動のほか、販売の減少は根強い在庫・供給の不足や販売価格の高止まりによる敬遠といった需要以外の要因が影響している。

それでも米国では 2022 年 3 月から昨年 2023 年 7 月にかけて、FRB が長期かつ大幅な利上げを継続させてきた。利上げの景気影響にはタイムラグがあり、経済統計面では「先行指標」の部類に入る住宅セクターの足元減速は、時間差を経た引き締め効果の顕在化という可能性も無視できない。

その一方で世界景気に先行する OECD 景気先行指数では、最新 12 月に G20 参加国グループが 100.44 となり、11 月の 100.34 から改善した。14 カ月連続での前月比プラスとなっている。2021 年 6 月の 101.42 を直近最高とした長期悪化を経て、2022 年 10 月の 98.79 をボトムに底入れが明確化されている。

OECD の先行指数は、各国の GDP 統計などに 6-9 カ月程度の先行性を考慮して作成されているものだ。外需依存度が高く、世界景気敏感の日経平均株価とは密接な相関性を有している。その点で現状の日経平均はスピード面で株高過熱が警戒されるものの、まだ先行きの「株高天井ピーク」サイン点減は尚早だ。これから価格調整による短期株安や時間調整による横這い化を経ながらも、6-9 カ月先の今年後半

にかけては、株高の持続余地が支援されやすい。

しかも OECD 先行指数の G20 グループ（以下、OECD 指数・G20）については、直近 12 月に景気判断の節目であり、長期平均である 100 を 5 カ月連続で上回ってきた。足元の 1 月では 6 カ月目となっている。

過去の循環的な世界景気の回復と 100 超えの局面は、20 カ月前後の周期パターンが繰り返されている。現在の世界経済は、米国など各国での利上げ終了や先行きの利下げ期待、原油など資源エネルギー価格の上昇抑制、各国でのインフレ低下といったプラス材料もあり、世界景気の循環的な回復と日経平均の上昇については、年後半にかけての寿命余地が注目されそうだ。

ちなみに過去 OECD 指数・G20 の 100 超え「循環回復」期間は、2020 年 11 月以降が同月を含めて 16 カ月間、以下、2016 年 12 月以降が 21 カ月間、2013 年 2 月以降が 29 カ月間、2009 年 11 月以降が 22 カ月間、1999 年 5 月以降が 19 カ月間、1996 年 2 月以降が 22 カ月間といった持続実績がある。

日経平均、先行指数変調や新興急落が先行サイン

1990 年代以降の長期実績として、現在のような世界景気の循環回復に連動した日経平均の上昇局面は、OECD 指数・G20 での「前月比プラスからマイナス転換」や「指数水準の 100 割れ」といった変調が、先行での株高ピーク・サインや下落転換の警戒シグナルとなってきた。その点でも現在の株高は、まだ反落警戒が尚早で株高の持続余地が意識される。

最近では日経平均がコロナ危機後の反発後、2021 年 9 月の 3 万円超えで一旦の天井高値形成と調整下落に移行した。OECD 指数・G20 はその「2 カ月前」となる 2021 年 7 月から、前月比マイナスに悪化転換となっている。

その前では 2016 年からの日経平均上昇トレンドのあと、2018 年 10 月で天井高値の形成と反落の場面があった。当時の OECD 指数・G20 は、その「1 カ月前」となる 2018 年 9 月で、それまでの 100 超え局面が 100 割れとなっている。

2012 年以降のアベノミクス相場では日経平均が上昇を経て、2015 年 6 月に 1 番天井、2015 年 8 月に 2 番天井を形成し、株高一服と調整下落に移行している。当時の OECD 指数・G20 は、ちょうどその狭間となる 2015 年 7 月から、それまでの 100 超えから 100 割れへの基調転換が観測されていた。

今回の場合、米 FRB による大幅利上げの「時間差打撃」といった不透明さが残されている。それでも過去の FRB 利上げとの OECD 指数・G20 は、利上げ休

止後、本格的な利下げサイクル入りまでは循環回復が慣性的に持続するケースも見られてきた。

例えば 2004 年以降の利上げ局面の場合、結果論として 2006 年 6 月が最後の利上げとなり、利上げ休止に移行している。OECD 指数・G20 の前月比は、そこから 12 カ月後となる 2007 年 7 月まで慣性的に循環回復が持続となっていた。当時の日経平均も米利上げ休止後に株高が続き、2007 年 2 月の 1 番天井、6 月の 2 番天井まで株高が維持延命となっている。

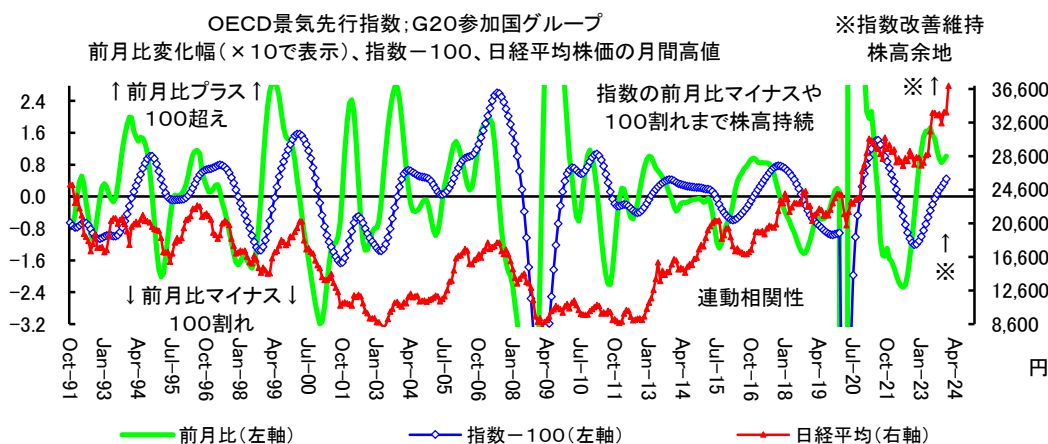
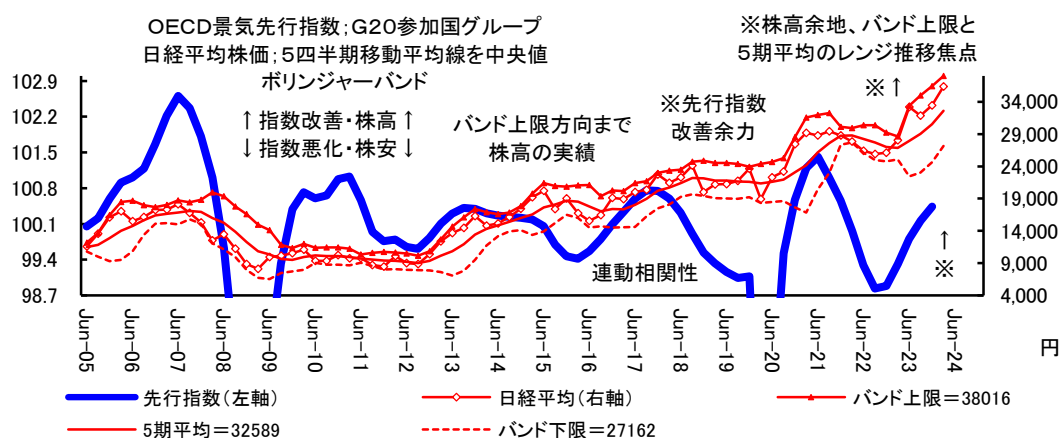
さらに過去の日経平均の上昇トレンドからの天井ピーク形成では、前段階で「新興国株の急落」という先行警戒サインが観測されてきた。現状の新興国株は中国株や香港株の不振などで圧迫されているが、米日など先進国株の上昇によるリスク選好もあり、昨年以降のレンジ横這い化は維持されている。まだ日経平均の反落を示唆するような、リスク回避警戒

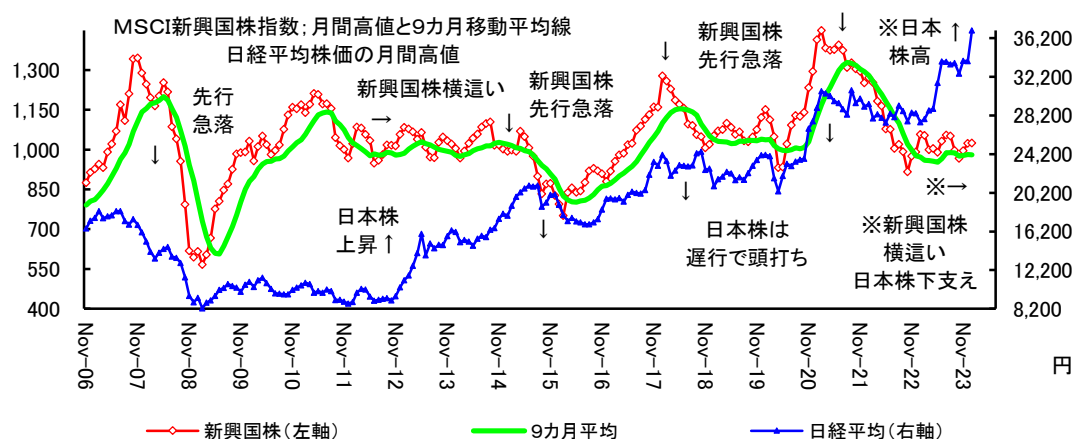
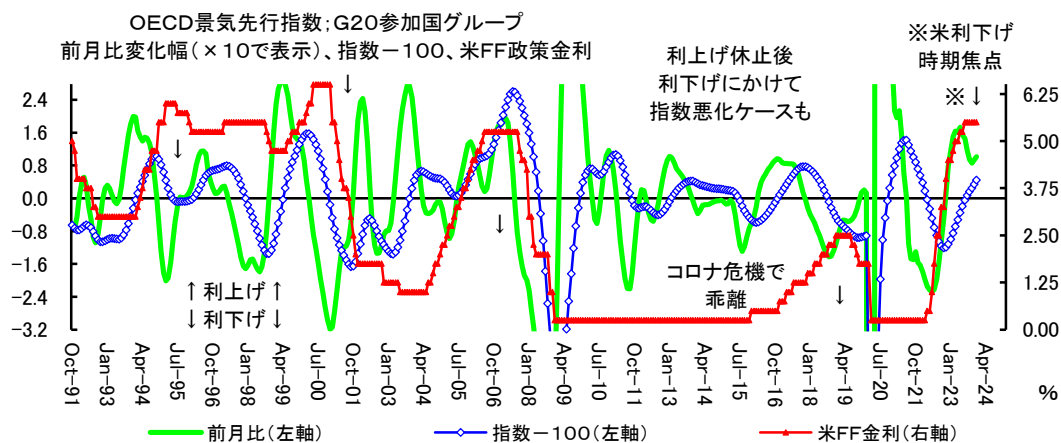
の先行シグナルは発せられていない。

新興国株は世界景気の変調といったリスクに過敏であるほか、流動性も少ない。逃げ足の速い世界の各種リスクマネーなどは、先進国株などに先んじて早めに売り逃げに動く傾向にある。

最近では日経平均が上昇局面のあと、2021 年 9 月で一旦の天井形成から反落した。当時の代表的な新興国株指数・MSCI 新興国株指数（ドルベース）は、「7 カ月前」となる 2021 年 2 月で当時の高値を更新したあと、急反落となっている。

日経平均が 2018 年 10 月で天井高値を形成した局面では、その前の 2018 年 1 月から新興国株は大幅反落を観測。さらに日経平均が 2015 年 6-8 月で天井ピークを形成した局面では、約 1 年前となる 2014 年 9 月から新興国株の急反落という先行警戒サインが見られていた。





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。