

OECD 先行指数、前年比で 14 カ月ぶり減速 回復の鈍化や一時調整注視、日本株も価格・日柄調整余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/11/12 (水)

世界景気の循環面で参考になる OECD 景気先行指数では、G20 グループの前年比が 10 月に 14 カ月ぶりにプラス幅縮小の減速となった。米国発の関税影響や駆け込み需要の剥落、米国などでの AI 普及等による雇用減と消費打撃、中国の過剰生産問題などもあり、世界景気の循環回復はペース鈍化が注視される。10 月は米政府機関閉鎖や米中貿易問題などが影響し、ソフトパッチ（一時的な軟化局面）の可能性はあるものの、日本株は高値過熱警戒もあって、価格調整による短期株安や日柄調整による横這い化の余地がある。

先行指数前年比、プラス幅縮小定着なら株安警戒

「中国指導部、年 4%への成長鈍化容認を示唆、今年の政府目標は 5%前後」——。ブルームバーグは 11 月 11 日、このような指摘を行っている。

中国の省として最大の経済規模を誇る広東省の成長に関し、習近平国家主席が「比較的低調であっても容認できる」との認識を示したことなどに着目したものだ。中国はデフレ圧力や過剰生産問題のほか、米国からの貿易圧力などに直面。その中で習氏のコメントは、「内需と消費の拡大に重点を移し、成長率 4%前後のペースを容認する兆候をさらに裏付けている」（同）という。

最近では米国でもサンフランシスコ地区連銀のデイリー総裁が 10 日、国内の給与の伸び鈍化は、移民規制等による労働力人口の減少よりも、「企業が必要とする労働者数の需要減少を示している」という雇用減の警戒分析を示していた。

そうした中で世界景気の循環面で参考になる OECD 景気先行指数では、最新 10 月に G20 グループの前年比が 14 カ月ぶりにプラス幅縮小の減速となっている。前年比+0.457%で、9 月の+0.459%から微妙に鈍化。2024 年 11 月からのプラス改善と循環回復のモメンタムにやや陰りが見られている。

10 月は米政府機関閉鎖や米中貿易問題などが影響し、ソフトパッチ（一時的な軟化局面）の可能性はあり得る。それでも同指数は、日本株市場で外需影響度の大きい企業が多数を占める日経平均株価と高い相関性を有してきた。足元で日経平均はスピード面、水準面で高値過熱警戒感がくすぶっており、目先は価格調整による短期株安や、日柄調整によるレンジ横這い化の余地が注視されそうだ。

ちなみに G20 諸国グループは、世界の GDP の約 85%、世界貿易の 75%以上、世界人口の約 3 分の 2 を占めている。

過去 G20 景気先行指数の前年比鈍化は、日経平均

の上昇局面における「天井高値ピーク形成」の先行指標となるケースも見られてきた。OECD 先行指数は各国の株価動向も構成要素の一つに含まれているが、前回の日経平均の上昇局面は、2024 年 7 月で天井高値を形成した。当時の G20 景気先行指数は、「8 カ月前」となる 2023 年 11 月から前年比でのプラス幅が縮小する成長鈍化が先行観測されている。

その前の日経平均の上昇局面を経た株高の天井は、2021 年 9 月となっていた。当時の先行指数・前年比は、「4 カ月前」からプラス幅が縮小となっている。過去、2015 年 6 月や 2010 年 4 月での株高天井時は「1 カ月前」、2000 年 4 月の株高天井時は「4 カ月前」に先行で前年比のプラス幅が縮小に転じている。

今回の場合、今年 10 月から前年比でのプラス幅が縮小となり、前年比の基調トレンドを示す前年比の前月比変化状況（方向角度）は下向き化となってきた。次回 11 月分のデータ以降は、前年比の下向き基調が持続定着していくか。持続となった場合、時間差を経た日経平均の当座の天井高値ピークの到来が焦点になる。

OECD 先行指数は日本の金利と関連

ただし、G20 景気先行指数の前年比は、10 月に+0.457%とプラス圏が維持されている。まだ前年比マイナスイナス圏という循環減速には至っておらず、過去実績に沿えば日経平均は月間高値ベースで前年同月比プラスの推移がまだ維持延命となりやすい。

世界景気の勢い鈍化でいえば、国際的な商品市況である CRB 商品指数も上げ渋りとなってきた。11 月は 10 日終値時点で前年比+6.3%となっているが、月末値の前年比では 10 月の+8.1%や 8 月の+9.1%などに比べるとプラス幅が縮小に転じつつある。

やはり各国の資源需要の影響を受ける原油相場も、上値が切り下がっている。WTI 原油先物は 10 月以降、産油国の増産傾向などもあって、1 バレル=60 ドル割れの場合が目立ち始めた。過去は G20 景気先行指数の循環回復ピークから減速局面で連動観測されている。

米国債市場では景気や期待成長率に先行する長短金利差で、景気モメンタムの上向き方向を示す長期金利の上振れ度合いが鈍化してきた。

「10 年債-2 年債」の金利差による長短金利差では、月間安値の比較が 11 月は+0.53%という 10 年債の上振れとなっている（10 日時点）。10 月の+0.56%や 8 月の+0.58%、5 月の+0.57%などからすると、10 年債の上振れ幅が鈍化している。直近の 10 年債の下振れボトムである 2023 年 7 月の-

0.88%からの「景気先行指標」としての10年債の上振れ拡大については、勢いの一服が示されている。

過去、こうした先行指標やG20景気先行指数の上向きモメンタムが鈍化してくると、日本の国債市場では金利上昇の抑制や金利の低下が連動観測されてきた。現在は高市新政権の税財政政策や、日銀の利上げ動向などに不透明感があるものの、「世界景気の循環回復の勢い」見合いでは、日本の10年債金利は上昇ペースの鈍化や金利上昇余地の狭まりが意識される。

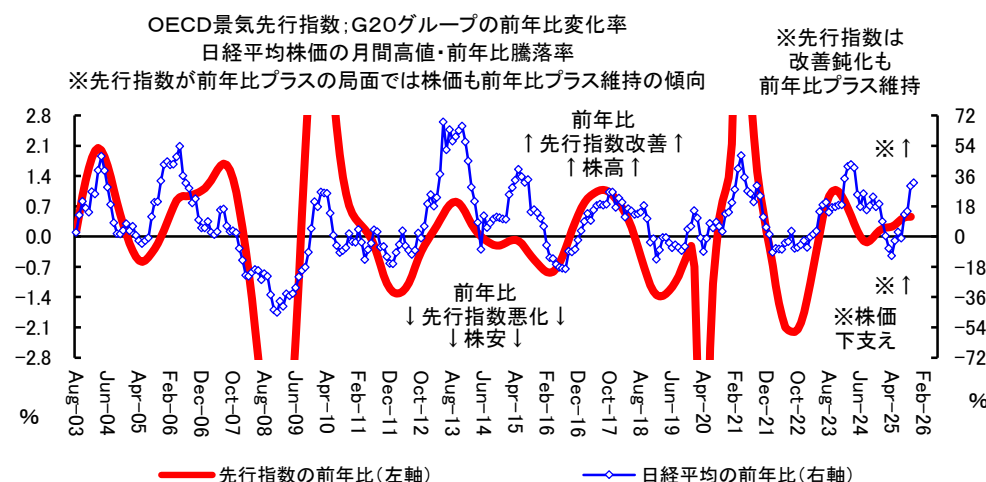
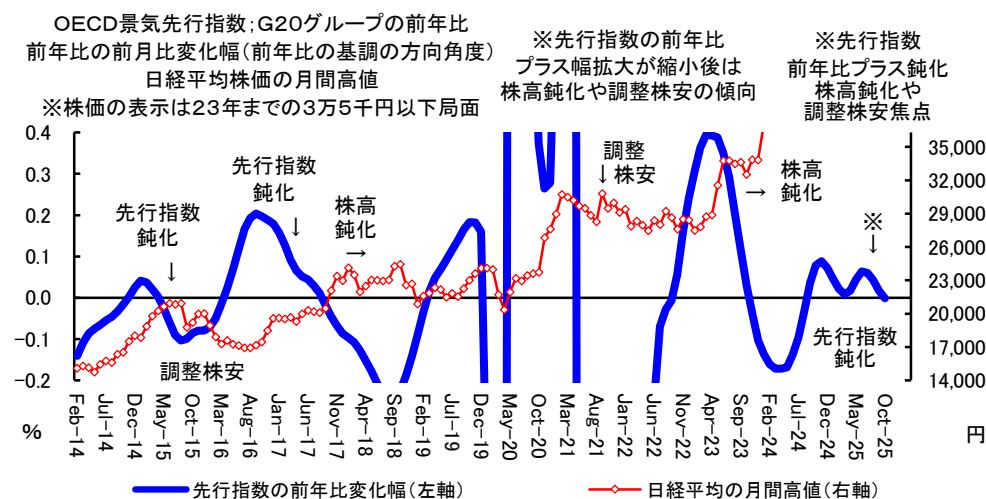
先行き世界景気は循環回復に天井ピークアウトの余地があり、来年にかけての日銀の利上げ幅や、政策金利と相関性のある短期2年債金利の上昇の度合いも限られてくる。

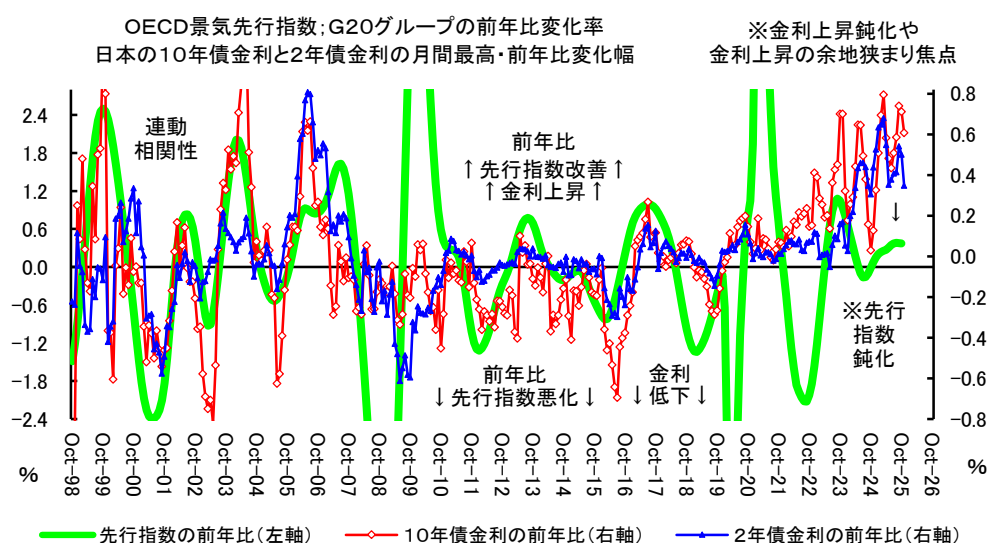
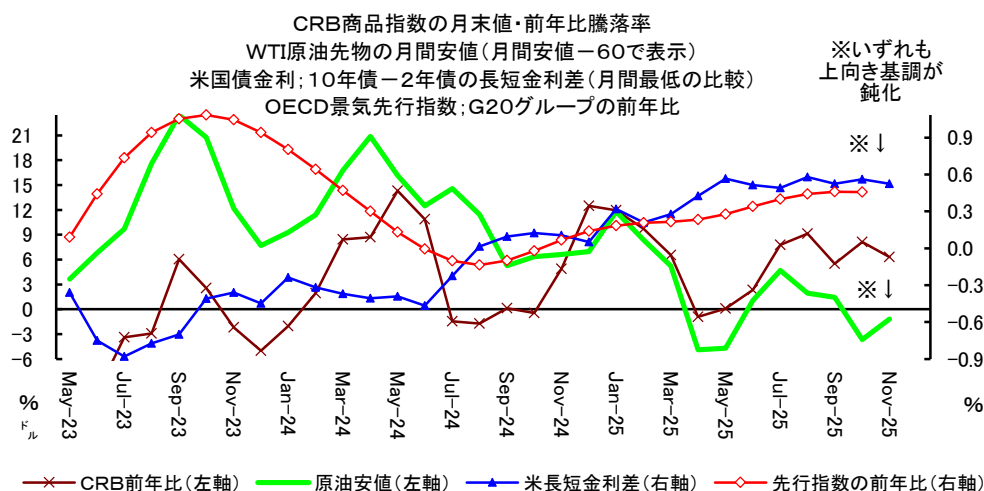
最近の日銀は2023年7月のYCC（長短金利操作）見直し以降、緩和修正や利上げを講じてきたが、OECD景気先行指数のG20グループは、コロナ・ショックの反動などもあり、循環的な景気回復の過程にあった。今年1月の利上げ時も先行指数は100.15であり、景気判断の節目である100を回復してきた3カ月後という回復の初期段階にあった。

しかし、そこから同指数は直近10月に100.43にまで切り上がっており、来年にかけては循環的な回復の終盤入りや循環減速への移行が警戒される。連動して今後の日銀の利上げ幅には、制約がかかりやすい。

過去、日銀は2000年8月にゼロ金利解除の利上げを強行したが、G20景気先行指数は5カ月前である2000年3月に101.61で天井ピークを形成していた。8月時点では101.08と減速に移行しつつあったが、その段階での利上げは複合要因もあり、国内景気の深押しを招いている。

1980年代後半にはバブル過熱退治もあり、日銀は1989年5月から1990年8月にかけて、連続かつ大幅な利上げを講じた。当時のG20景気先行指数は、利上げ開始の約半年前である1989年12月の101.16で天井ピークを形成している。利上げ開始時の1989年5月には、100.88へ減速となっていた。あくまで結果論ながら、世界景気の循環回復ピークアウト後の日銀利上げは、国内で景気の下振れと株価急落のショックを大きくさせている。





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。