

OECD景気先行指数(過去平均)による景気・株価想定

～同指数は前年比で19/2に底打ち可能性、NYダウは21年にかけて30000ドルめざす展開に～

2019年3月25日

みずほ証券

投資情報部

三野 博且





■ 世界株の現状、今後の注目点 ※世界株はMSCI世界株指数(ACWI)

- ✓ 世界株は米中貿易摩擦や米減税効果はく落による世界的な景気減速懸念の強まりで**昨年末(2018/9→18/12)に13.1%下落**。年初以降は、米中貿易交渉や米利上げ休止、中国政策対応への期待から景気・業績見直しが台頭、**3/22現在、11.0%上昇し直近下げ幅の7割超を戻した**
- ✓ 一方、世界景気の先行指標の1つであるOECD景気先行指数(以下、同指数)は**19/1に99.1と09/10以来の水準に悪化**。前年比では▲1.4%と17ヵ月連続で伸び率が鈍化し、**18/5にマイナスに転じた後、19/1に8ヵ月が経過した**
- ✓ 株価は昨年末に景気懸念で下げ、年初以降、政策期待で反発。**今後の株式市場を占ううえで同指数の底打ち可能性・時期が注視される**

■ 景気と株価の連動性(P.2)

- ✓ 過去60ヵ月・前年同月比ベースで「**世界株はOECD景気先行指数の1ポイント変動に対し、14.7ポイント変動する傾向**」
- ✓ 関係性の確かさを示す**決定係数(0~1)は0.7と高め**(→同指数と世界株には一定の連動性がみとめられる)
- ✓ では、今回の景気減速局面、前年比でみた同指数の底打ち時期はいつか？また、今後の株価の方向性、想定水準は？

■ 「景気底打ち前後(前年比ベース)」の平均所要期間と株価騰落率(P.3)

- ✓ 2000年以降、OECD景気先行指数の前年割れ局面は6回：平均期間は「**前年割れ→底打ち**」が9ヵ月、「**底打ち→前年回復**」が8ヵ月
- ✓ 同指数底打ち前後の世界株は反転上昇、加速(6回中5回)：全6回の平均で「**前年割れ→底打ち**」▲13.5%、「**底打ち→前年回復**」+12.1%

■ 「景気頭打ち前後(前年比ベース)」の平均所要期間と株価騰落率(P.4)

- ✓ 2000年以降、同指数の前年回復局面は6回：平均期間は「**前年回復→頭打ち**」が6ヵ月、「**頭打ち→前年割れ**」が12ヵ月
- ✓ 同指数頭打ち前後の世界株は上昇(6回中5回)：全6回の平均で「**前年回復→頭打ち**」+9.7%、「**頭打ち→前年割れ**」+6.4%

★ まとめ ~各平均所要期間と株価騰落率、OECD景気先行指数(過去平均)による景気・株価想定(一覧)(P.5~6)

- ✓ **2000年以降の全6回平均パターンで「OECD景気先行指数は前年比で19/2に底打ち、19/10に前年回復、20/4に頭打ち、21/4に前年割れ」**
- ✓ **株価は同じ全6回の平均パターンで、①次回頭打ち時想定：「20/4に世界株は現値比7.0%上昇、NYダウは27000ドル弱、日経平均株価は25000円弱、新興国株は同20%超上昇」、②その後前年割れ時想定：「21/4に世界株は同10%超上昇、NYダウは29000ドル弱、日経平均株価は25000円弱、新興国株は同40%弱上昇」**(いずれも過去平均による想定)

【OECD景気先行指数】

経済協力開発機構(OECD)が主要国の経済指標を基に算出。一般に国内総生産(GDP)等に6ヵ月~9ヵ月程度先行するとされ、世界景気の転換点を示すものとして注目される。

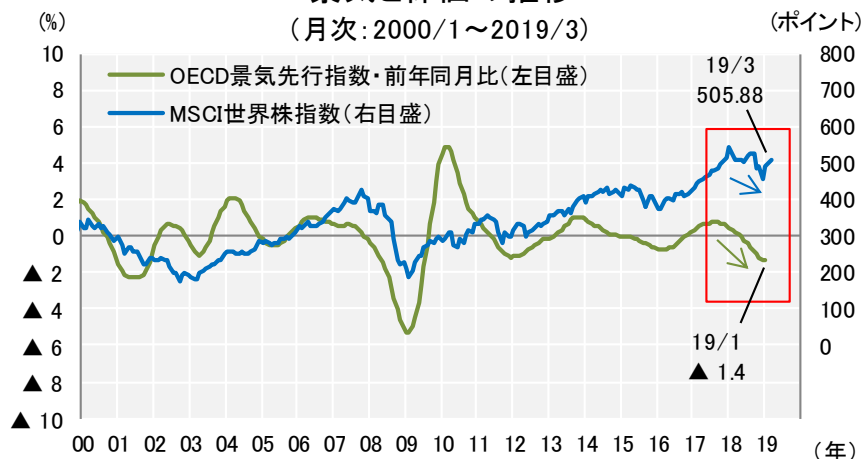
【MSCI Inc.が公表している指数について】

MSCI世界株指数、MSCI先進国株指数、MSCI新興国株指数は、MSCI Inc.が公表している指数で、当指数に関する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCI Inc.に属しており、また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有している。

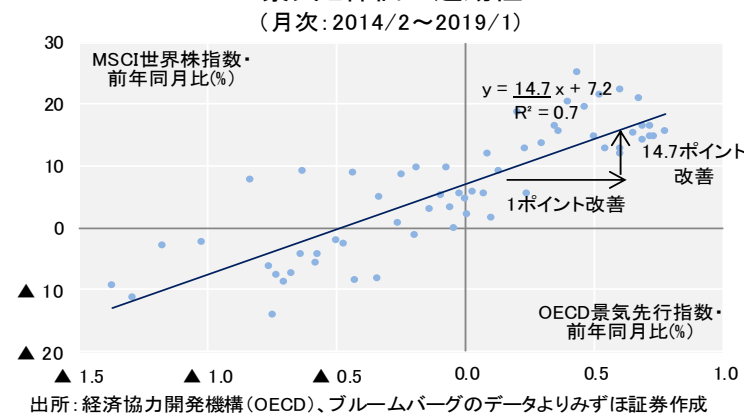


➤ 過去60ヵ月・前年比で世界株はOECD景気先行指数1ポイント変動に対し14.7ポイント変動。関係性の確かさを示す決定係数(0~1)は0.7と高め

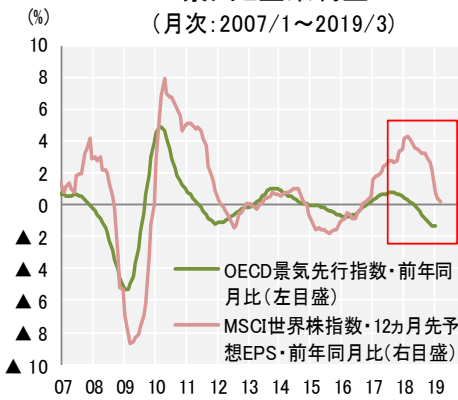
景気と株価の推移



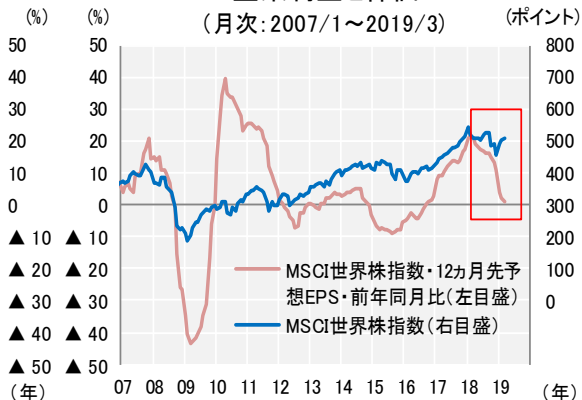
景気と株価の連動性



景気と企業利益



企業利益と株価



(注) データは3/22時点(景気先行指数は19/1まで)。予想1株当たり利益(EPS)はブルームバーグ集計予想
出所: 経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

OECD景気先行指数(世界、米国、ユーロ圏、日本、中国)に対する感応度

	対世界景気	同決定係数	対米国	対ユーロ圏	対日本	対中国
世界株	14.7	0.7	11.2	8.3	7.0	2.3
先進国株	13.8	0.7	10.5	8.2	6.9	1.9
NYダウ	12.1	0.5	10.5	5.2	6.4	1.5
日経平均株価	13.7	0.3	9.2	10.2	9.4	▲2.1
新興国株	22.0	0.6	17.6	8.8	9.0	5.4

(注) 世界株、先進国株、新興国株はMSCI。感応度・決定係数は過去60ヵ月・月次騰落率ベース。19/1時点
出所: 経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

「感応度」…ここでは景気の変動に対し株価の変動がどの程度影響を受けたかを示すもの
「決定係数(R²)」…感応度を含む両者関係式の実績値に対するあてはまり(0 ≤ R² ≤ 1)

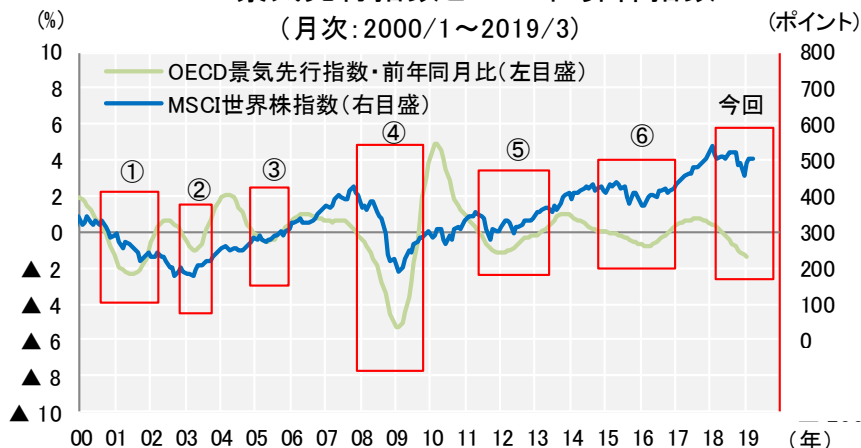
- ✓ 過去60ヵ月・前年比で世界株はOECD景気先行指数1ポイント変動に対し14.7ポイント変動。関係性の確かさを示す決定係数は0.7と高め
- ✓ 例)「19/3のOECD前年同月比が1ポイント改善」→「19/3の日経平均株価は前年比(18/3:21454円比)13.7%高い24000円超に上昇可能性」

「景気底打ち前後(前年比ベース)」の平均所要期間と株価騰落率



➤ 2000年以降の全6回平均で「前年割れ→底打ち」が9ヵ月、「底打ち→前年回復」が8ヵ月、世界株は各期間に13.5%下落、12.1%上昇

OECD景気先行指数とMSCI世界株指数



(注) データは3/22時点(景気先行指数は19/1まで)

出所: 経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

【OECD景気先行指数の前年割れ局面】

- ✓ 2000年以降、OECD景気先行指数の前年割れ局面は6回(①~⑥)
- ✓ 各所要期間は全6回の平均で「前年割れ→底打ち」が9ヵ月、「底打ち→前年回復」が8ヵ月

【同指数底打ち前後(前年比ベース)のMSCI世界株指数の動き】

- ✓ 同指数底打ち前後のMSC世界株指数は反転上昇、加速(6回中5回)
- ✓ MSCI世界株指数は全6回の平均で「前年割れ→底打ち」の期間に▲13.5%、「底打ち→前年回復」の期間に+12.1%
- ✓ 今回にあてはめると「19/2に440、19/10に493ポイント」

【2000年以降のOECD景気先行指数・前年割れ局面】

	期間	「底」(期間中の前年比減少率最大、%)	前年割れ→底打ち	底打ち→前年回復
①	2000/9 ~ 2002/2	2001/6 ▲ 2.3	9ヵ月	9ヵ月
②	2002/12 ~ 2003/7	2003/4 ▲ 1.1	4ヵ月	4ヵ月
③	2004/12 ~ 2005/9	2005/5 ▲ 0.5	5ヵ月	5ヵ月
④	2007/11 ~ 2009/8	2009/1 ▲ 5.3	14ヵ月	8ヵ月
⑤	2011/6 ~ 2013/2	2011/12 ▲ 1.2	6ヵ月	15ヵ月
⑥	2015/1 ~ 2016/10	2016/3 ▲ 0.8	14ヵ月	8ヵ月
①~⑥の平均			▲ 1.9	9ヵ月 8ヵ月
今回	2018/5 ~ 2019/1	2019/1 ▲ 1.4	8ヵ月	

※今回は2019/1時点(暫定)

【今回のOECD景気先行指数底打ち、前年回復時期想定】

・2000年以降の全6回平均パターンで「2019/2に底打ち、2019/10に前年回復」
(リーマンショック前後のパターンだと「2019/7に底打ち、2020/3に前年回復」)

【OECD景気先行指数底打ち前後のMSCI世界株指数(ポイント、騰落率%)】

	OECD景気先行指数・前年割れ	同「底」	同前年回復	前年割れ→底打ち	底打ち→前年回復
①	2000/9 311.31	2001/6 258.84	2002/3 241.17	▲ 16.9	▲ 6.8
②	2002/12 190.80	2003/4 195.75	2003/8 219.10	2.6	11.9
③	2004/12 284.52	2005/5 278.07	2005/10 292.32	▲ 2.3	5.1
④	2007/11 408.10	2009/1 208.02	2009/9 287.23	▲ 49.0	38.1
⑤	2011/6 341.82	2011/12 299.51	2013/3 360.06	▲ 12.4	20.2
⑥	2015/1 410.33	2016/3 398.26	2016/11 413.43	▲ 2.9	3.8
①~⑥の平均				▲ 13.5	12.1
今回	2018/5 508.77	2019/1 491.19		▲ 3.5	

※今回は2019/1時点(暫定)

【今回のOECD景気先行指数底打ち時、前年回復時のMSCI世界株指数想定】

・全6回の平均騰落率をあてはめると、「19/2に440、19/10に493ポイント」

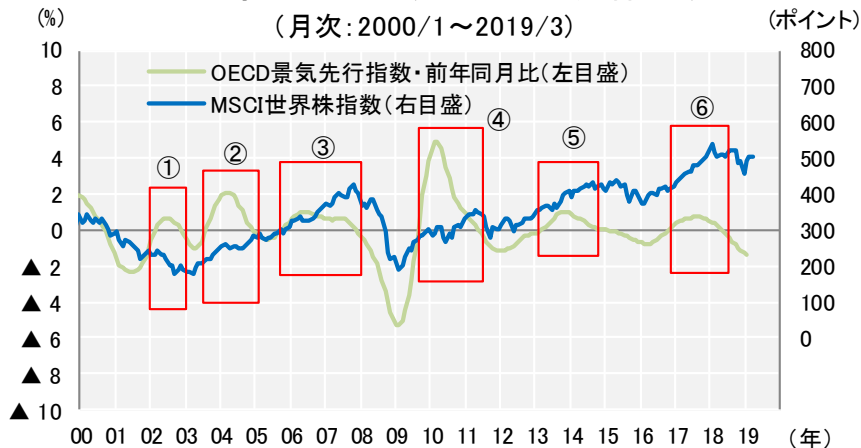
出所: 経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

「景気頭打ち前後(前年比ベース)」の平均所要期間と株価騰落率



➤ 2000年以降の全6回平均で「前年回復→頭打ち」が6ヵ月、「頭打ち→前年割れ」が12ヵ月、世界株は各期間に9.7%上昇、6.4%上昇

OECD景気先行指数とMSCI世界株指数



(注) データは3/22時点(景気先行指数は19/1まで)

出所: 経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

【OECD景気先行指数の前年回復局面】

- ✓ 2000年以降、同景気先行指数の前年回復局面は6回(①~⑥)
- ✓ 各所要期間は全6回の平均で「前年回復→頭打ち」が6ヵ月、「頭打ち→前年割れ」が12ヵ月

【同指数頭打ち前後(前年比ベース)のMSCI世界株指数の動き】

- ✓ 同指数頭打ち前後のMSCI世界株指数は上昇(6回中5回)
- ✓ MSCI世界株指数は全6回の平均で「前年回復→頭打ち」の期間に+9.7%、「頭打ち→前年割れ」の期間に+6.4%
- ✓ 今回にあてはめると「20/4に541、21/4に576ポイント」

【2000年以降のOECD景気先行指数・前年回復局面】

	期間	「頭」(期間中の前年比増加率最大、%)	前年回復→頭打ち	頭打ち→前年割れ
①	2002/3 ~ 2002/11	2002/5 0.7	2ヵ月	7ヵ月
②	2003/8 ~ 2004/11	2004/3 2.1	7ヵ月	9ヵ月
③	2005/10 ~ 2007/10	2006/5 1.0	7ヵ月	18ヵ月
④	2009/9 ~ 2011/5	2010/3 4.9	6ヵ月	15ヵ月
⑤	2013/3 ~ 2014/12	2013/10 1.0	7ヵ月	15ヵ月
⑥	2016/11 ~ 2018/4	2017/8 0.7	9ヵ月	9ヵ月
①~⑥の平均			1.7	6ヵ月
次回	2019/10 ~ 2021/3	2020/4		12ヵ月

※①の前1999/4~2000/8の前年回復局面は対象とせず

※次回は今回の前年割れ局面に対し過去6回平均(前ページ)と上記過去6回平均をあてはめた場合の想定

【次回のOECD景気先行指数頭打ち、再度の前年割れ時期想定】

・「2019/10に前年回復」後、平均パターンで「20/4に頭打ち、21/4に再び前年割れ」

【OECD景気先行指数頭打ち前後のMSCI世界株指数(ポイント、騰落率%)】

	OECD景気先行指数・前年回復	同「頭」	同前年割れ	前年回復→頭打ち	頭打ち→前年割れ
①	2002/3 241.17	2002/5 232.82	2002/12 190.80	▲ 3.5	▲ 18.0
②	2003/8 219.10	2004/3 257.43	2004/12 284.52	17.5	10.5
③	2005/10 292.32	2006/5 325.74	2007/11 408.10	11.4	25.3
④	2009/9 287.23	2010/3 307.40	2011/6 341.82	7.0	11.2
⑤	2013/3 360.06	2013/10 397.11	2015/1 410.33	10.3	3.3
⑥	2016/11 413.43	2017/8 478.41	2018/5 508.77	15.7	6.3
①~⑥の平均				9.7	6.4
次回	2019/10 493.26	2020/4 541.35	2021/4 576.20		

※次回は上表想定の上記①~⑥の平均騰落率をあてはめた場合の想定

【次回のOECD景気先行指数頭打ち時、再度の前年割れ時のMSCI世界株指数想定】

・「2019/10に493ポイント」後、全6回の平均騰落率で「20/4に541、21/4に576ポイント」

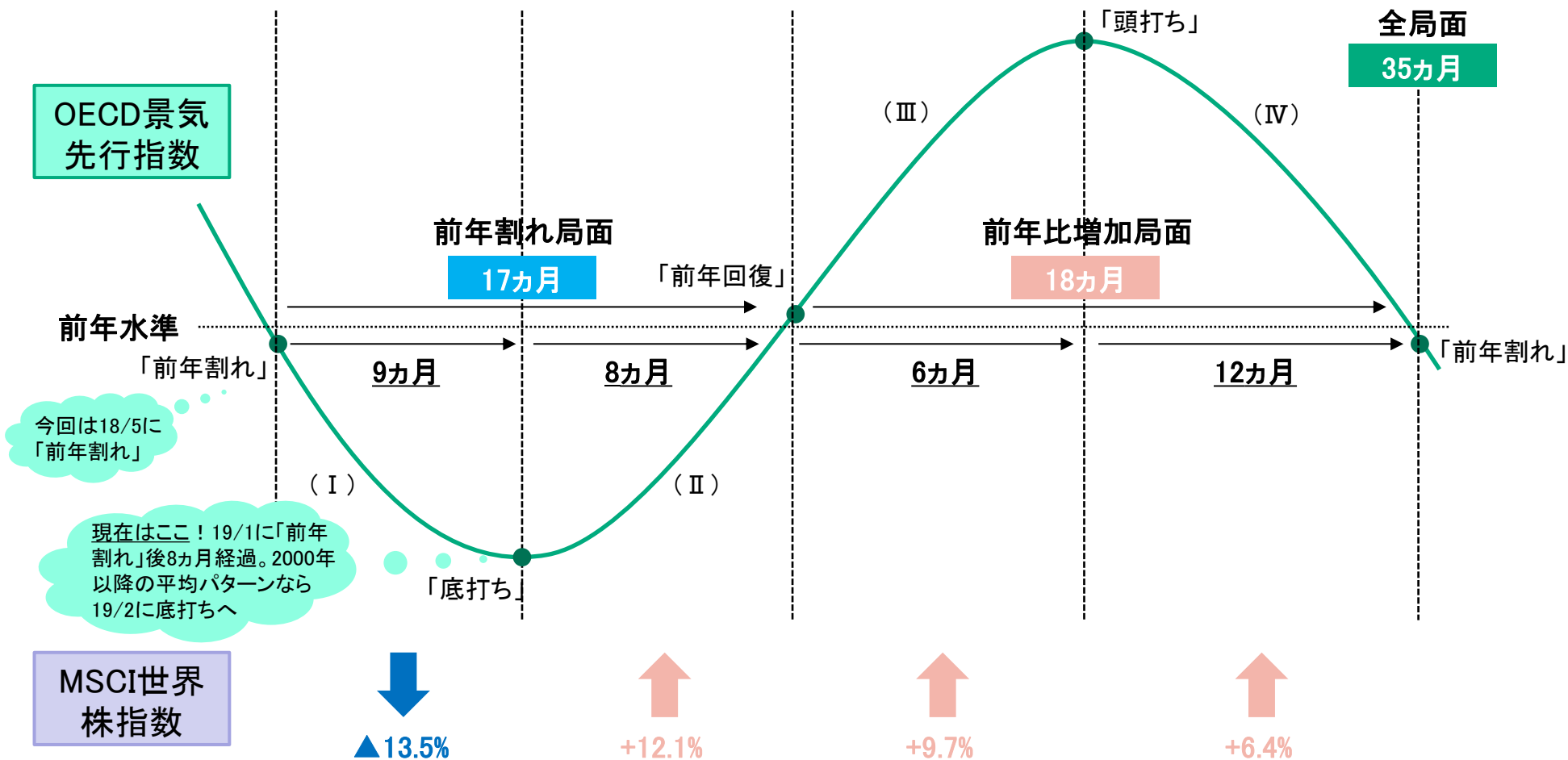
出所: 経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

まとめ ～各平均所要期間と株価騰落率



【算出方法】

✓ OECD景気先行指数(前年比ベース)の底打ち前後および頭打ち前後の各平均所要期間、および同期間の株価指数騰落率はいずれも2000年以降の全6回平均



出所: 経済協力開発機構 (OECD)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

まとめ ～OECD景気先行指数(過去平均)による景気・株価想定(一覧)



- 2000年以降の全6回平均パターンで「OECD景気先行指数は前年比で19/2に底打ち、19/10に前年回復、20/4に頭打ち、21/4に前年割れ」
- 株価は同じ全6回の平均パターンで、
 - ①次回頭打ち時想定:「20/4に世界株は現値比7.0%上昇、NYダウは27000ドル弱、日経平均株価は25000円弱、新興国株は同20%超上昇」
 - ②その後前年割れ時想定:「21/4に世界株は同10%超上昇、NYダウは29000ドル弱、日経平均株価は25000円弱、新興国株は同40%弱上昇」

【過去平均によるOECD景気先行指数・局面別指数想定(前ページの想定に基づく)と本想定の妥当性検証(安値)】

	19/3/22 現値 (ポイント、ドル、円)	過去平均によるOECD景気先行指数・局面別指数想定					同騰落率想定(%)						本想定 の妥当性 検証(安値)	
		前年割れ (実績)A	「底」 B	前年回復 C	「頭」 D	前年割れ A´	底打ち前 A→B	底打ち後 B→C	頭打ち前 C→D	頭打ち後 D→A´	現値→D	現値→A´	想定比 (B比)(%)	
想定時期(年/月)		18/5	19/2	19/10	20/4	21/4							18/12安値(実績)	
世界株	505.88	508.77	440.19	493.26	541.35	576.20	▲ 13.5	12.1	9.7	6.4	7.0	13.9	435.90	▲ 1.0
先進国株	2094.81	2092.92	1822.50	2029.14	2221.60	2356.48	▲ 12.9	11.3	9.5	6.1	6.1	12.5	1795.28	▲ 1.5
NYダウ	25502.32	24415.84	22731.90	24955.23	26850.35	28814.32	▲ 6.9	9.8	7.6	7.3	5.3	13.0	21792.20	▲ 4.1
日経平均株価	21627.34	22201.82	18639.69	22379.56	24839.64	24725.78	▲ 16.0	20.1	11.0	▲ 0.5	14.9	14.3	19155.74	2.8
新興国株	1059.63	1120.71	925.34	1137.17	1298.45	1453.51	▲ 17.4	22.9	14.2	11.9	22.5	37.2	950.15	2.7

(注) 前ページと同じデータに基づく。世界株、先進国株、新興国株はMSCI
出所: 経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

【上表データの導出方法・意味】

- ✓ 今回のOECD景気先行指数・前年割れA(18/5)に対し、2000年以降の各平均所要期間(A→B:9ヵ月、B→C:8ヵ月、C→D:6ヵ月、D→A´:12ヵ月)をあて、今後の底打ちB、前年回復C、頭打ちD、前年割れA´の各時期を想定→「19/2」「19/10」「20/4」「21/4」
- ✓ さらに2000年以降の「A→B」「B→C」「C→D」「D→A´」の各期間における各株価指数の平均騰落率(全6回の平均、世界株なら各▲13.5%、+12.1%、+9.7%、+6.4%)を前年割れA(18/5)時点の各株価指数実績値にあてはめ、B、C、D、A´時点の各株価指数想定値を導出→世界株なら各「440.19」「493.26」「541.35」「576.20」
- ✓ 次に、導出された頭打ちDと前年割れA´の各現値比騰落率を算出→世界株なら「+7.0%」「+13.9%」
- ✓ 最後に、本想定 of 妥当性を検証するため、今回のOECD景気先行指数・前年比底打ち想定時期B(19/2)時点の各株価指数想定値(世界株なら440.19)と直近の18/12安値実績値(同435.90)を比較→世界株なら18/12安値実績値が想定比▲1.0%と比較的近い値となり、一定の妥当性を示している

留意事項および金融商品取引法に係る重要事項

【留意事項】

○この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。銘柄の選択、投資に関する最終決定はご自身の判断でお願いいたします。また、本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成したのですが、その正確性、完全性を保証したものではありません。本資料に示された意見や予測は、資料作成時点での当社の見通しであり、今後予告なしに当社の判断で随時変更することがあります。

【金融商品取引法に係る重要事項】

■国内株式のリスク

リスク要因として株価変動リスクと発行者の信用リスクがあります。株価の下落や発行者の信用状況の悪化等により、投資元本を割り込むことがあり、損失を被ることがあります。

■国内株式の手数料等諸費用について

○国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.134%（税込み）、最低2,700円（税込み）の委託手数料をご負担いただきます。ただし、売却時に限り、約定代金が2,700円未満の場合には、約定代金に97.2%（税込み）を乗じた金額を委託手数料としてご負担いただきます。

○株式を募集等により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

○保護預かり口座管理料は無料です。

■外国株式のリスク

○外国株式投資にあたっては、株価変動リスク、発行者の信用リスク、為替変動リスク（平価切り下げ等も含む）、国や地域の経済情勢等のカントリーリスクがあります。それぞれの状況悪化等により投資元本を割り込むことがあり、損失を被ることがあります。

○現地の税法、会計基準、証券取引に関連する法令諸規則の変更により、当該証券の価格に大きな影響を与えることがあります。

○各国の取引ルールの違いにより、取引開始前にご注文されても、始値で約定されない場合や、ご注文内容が当該証券の高値、安値の範囲であっても約定されない場合があります。

○外国株式において有償増資等が行われた場合は、外国証券取引口座約款の内容に基づき、原則権利を売却してお客さまの口座に売却代金を支払うこととなります。ただし、権利売却市場が存在しない場合や売却市場があっても当該証券の流動性が低い場合等は、権利売却ができないことがあります。また、権利が発生しても本邦投資家が取り扱いできないことがあります。

○外国株式の銘柄（国内取引所上場銘柄および国内非上場公募銘柄等を除く）については、わが国の金融商品取引法に基づいた発行者開示は行われていません。

■外国株式の手数料等諸費用について

○外国委託取引

国内取次手数料と現地にかかる手数料および諸費用の両方が必要となります。現地でかかる手数料および諸費用の額は金融商品取引所によって異なりますので、その金額をあらかじめ記載することはできません。詳細は当社の担当者までお問い合わせください。国内取次手数料は、約定代金30万円超の場合、約定代金に対して最大1.08%+2,700円（税込み）、約定代金55,000円超30万円以下の場合、一律5,940円（税込み）、約定代金55,000円以下の場合、約定代金に対して一律10.8%（税込み）の手数料をご負担いただきます。

○国内店頭（仕切り）取引

お客さまの購入単価または売却単価を当社が提示します。購入の場合は、購入対価のみをお支払いいただき、売却の場合も同様に別途手数料はかかりません。

○国内委託取引

当社の国内株式手数料に準じます。約定代金に対して最大1.134%（税込み）、最低2,700円（税込み）の委託手数料をご負担いただきます。ただし、売却時に限り、約定代金が2,700円未満の場合には、約定代金に97.2%（税込み）を乗じた金額を委託手数料としてご負担いただきます。

○外国証券取引口座

外国証券取引口座を開設されていないお客さまは、外国証券取引口座の開設が必要となります。外国証券取引口座管理料は無料です。

外貨建商品等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。

■商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

（広告審査番号：MG5690-190325-30）