



パブリック債券

## 2024年3月 ベアリングス・ グローバル・マクロシナリオ

INSIGHTS

ベアリングス・ジャパンでは、世界経済の中長期的な景気循環や構造変化を捉え、今後1年から1年半程度の時間軸で想定されるいくつかの経済シナリオを洗い出し、運用戦略の点検を複眼的な視野から行っております。今後のマクロシナリオにつきまして以下の通りとしましたので、ご案内申し上げます。



溜学 (たまる まなぶ)、CFA  
ベアリングス・ジャパン株式会社  
マネジング・ディレクター、執行役員運用本部長



堀川 一賢 (ほりかわ かずよし)  
ベアリングス・ジャパン株式会社  
運用本部 先進国ソブリン債券チーム

# 1. 2024年3月時点のベアリングス・グローバル・マクロシナリオと、今回のシナリオ策定の着眼点

今回の4つのシナリオは、**急降下**、**ソフトランディング**、**インフレ時代突入**、**分断化進行**、としました。従来の急減速、日本化再来シナリオを除外し、新たに**急降下**、**分断化進行**シナリオを組み入れました。足元では米国経済の底堅さが維持される一方、中国や欧州では景気の減速感が鮮明となっています。米中対立の深刻化とともに、世界経済の分断化、二極化の様相は一段と進展すると見られ、**分断化進行**の実現性はより一層高まっていると考えます。一方で、世界経済が景気後退を回避し、軟着陸に向かうという見解が強まる中、累積的な引き締め効果や、中国経済の脆弱さが先進国へ波及するリスクを勘案すると、世界経済の回復力が急速に衰え、**急降下**する展開も予想されます。最悪の場合、コロナ前に見られた長期停滞懸念が再び台頭する状況にも注意が必要となる展開も想定されます。また、緩やかな雇用市場の減速や需要鈍化によりインフレ懸念が鎮静化することに伴い、中央銀行が予防的な利下げを実施し、引き締め過ぎのリスクを軽減できれば、景気の**ソフトランディング**の達成が可能になると考えます。一方で、米大統領選挙を筆頭に世界的に重要な選挙が控え、大きな政府を志向し、政府支出の拡大がインフレの抑制を妨げるリスクがあることに加え、人口減少や不法移民対策に伴う構造的な労働需給のひっ迫によりサービス価格の粘着性が残り、物価が高止まりする**インフレ時代突入**の可能性も依然として念頭に置く必要があると見ています。

## シナリオ① 急降下

- 累積的な金融引き締め政策の効果は、金融不安が危惧される転換点に到達
- 信用収縮と中国の低成長により、世界経済はコロナ前に生じた長期停滞懸念に逆戻り
- 中央銀行が積極的な利下げを実施し、イールドカーブはブルフラット化

## シナリオ② ソフトランディング

- 緩やかな雇用市場の減速と需要鈍化によりインフレ懸念が鎮静化
- 中銀は過度な引き締め状態を軽減すべく、予防的な利下げを開始
- 予防的利下げにより、イールドカーブはブルスティープ化

## シナリオ③ インフレ時代突入

- 大規模な政府支出が世界経済を支え、高インフレ下でも底堅い成長が持続
- 構造的な労働市場のひっ迫により、サービス価格は粘着性を維持
- インフレと財政悪化への懸念から、イールドカーブはベアスティープ化

## シナリオ④ 分断化進行

- 米中対立が深刻化するにつれ、世界経済の分断が進行
- 世界貿易の縮小、デカップリングが進展する中、脆弱なサプライチェーンによって物価が不安定化
- 中立金利水準に対する不透明感が強まり、ボラティリティの上昇とともに、イールドカーブはスティープ化

## 2. 2024年3月の最新シナリオ詳細

### シナリオ①「急降下」

**累積的な金融引き締め政策の効果は、金融不安が危惧される転換点に到達する展開が予想されます。** 金融システム不安に伴う信用収縮に加え、中国の低成長が先進国にも波及することによって世界経済が急減速し、その後はコロナ前に生じた長期停滞懸念に逆戻りすると見えています。

インフレについては、需要の低迷や中国からのデフレの輸出により、**コロナ前に見られたデスインフレ局面へ回帰**すると見えています。この結果、米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）はデフレ回避を目指して積極的に利下げを実施、イールドカーブは景気低迷やデスインフレへの懸念を反映し、一般的にブルフラット化すると予想されます。

### シナリオ②「ソフトランディング」

金利負担の増加が家計や企業のバランスシートの健全性を損なう一方で、AIブーム等による株高が資産効果として消費を下支えすると見えています。また、雇用市場における需給バランスが改善に向かう中で、**需要の鈍化は緩やかなものに留まる**と考えます。

インフレについては、緩やかな雇用市場の減速と需要減退によって鈍化基調を辿ることで、米欧とも2%台での落ち着いた動きになると想定しています。金融政策については、中央銀行はインフレの物価目標回帰に向けた持続性を確認後、**過度な引き締め状態を軽減すべく、予防的な利下げを開始する**と予想されます。イールドカーブはブルステイプ化が見込まれます。

### シナリオ③「インフレ時代突入」

米国経済が底堅さを維持する中で、米大統領選挙を見据えた**大規模な財政支出により、米国を中心に景気拡大が進行**していくことが展望されます。他の国々も輸出拡大を通じて**米国の好景気の恩恵**を享受し、世界的に底堅い経済成長が見込まれます。

インフレは、需要拡大に加えて人口減少や不法移民対策に伴う構造的な雇用ひっ迫も影響し、**サービス価格が粘着性を維持した結果、物価が高止まり**すると見えています。中央銀行はインフレ退治に向けて利上げを再開するものの、**インフレと財政悪化への懸念**からイールドカーブのベアステイプ化が想定されます。

### シナリオ④「分断化進行」

米中対立が深刻化するにつれ、**世界経済の分断が進行**するシナリオです。分断化された世界では限られた需要の奪い合いが繰り返られることにより、**経済の不確実性が高まる**と見えています。また、国によって財政出動の余地や金融政策の柔軟性が異なることも、景気の二極化を助長する要因になると想定されます。

世界貿易の縮小、デカップリングが進展する中では、脆弱なサプライチェーンによって一般的に**物価が不安定化**すると見られます。また、二分化された需要も相まって、国によって物価安定の明暗が分かると見えています。金融政策については、景気の底堅さが残る米国では調整利下げ、脱中国の恩恵を受ける日本では日銀がゼロ金利政策の解除を模索する一方、ECBは景気底割れ回避に向けて、大幅利下げを実施すると予想されます。イールドカーブは**中立金利の水準に対する不透明感**が強まり、ボラティリティの上昇とともにプレミアムが要求された結果、ステイプ化していくと展望されます。

### 3. 2024年のシナリオ別の各国経済見通し

		平均	① 急降下		② ソフトランディング		③ インフレ時代突入		④ 分断化進行	
		過去10年	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
米国	成長率	2.2%	0.5%	1.0%	1.8%	1.8%	2.9%	2.2%	2.2%	2.0%
	インフレ率	2.6%	0.9%	1.5%	2.4%	2.4%	3.5%	3.0%	2.6%	2.6%
	失業率	5.1%	5.5%	6.0%	4.5%	3.9%	4.0%	3.7%	4.3%	3.8%
ユーロ圏	成長率	1.3%	-0.5%	0.7%	0.5%	1.8%	1.5%	2.0%	0.3%	1.4%
	インフレ率	2.1%	0.7%	1.0%	2.2%	2.2%	3.5%	3.2%	1.7%	1.5%
	失業率	9.0%	8.0%	8.0%	7.0%	6.4%	6.0%	6.2%	7.2%	6.7%
日本	成長率	0.7%	0.0%	0.5%	1.0%	0.7%	1.5%	1.2%	1.2%	1.0%
	インフレ率	1.0%	0.0%	1.2%	2.2%	2.0%	3.3%	2.4%	2.3%	2.3%
	失業率	3.0%	3.5%	3.0%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
中国	成長率	6.1%	3.5%	3.6%	4.0%	4.1%	5.5%	5.0%	3.8%	3.9%
	インフレ率	1.8%	-0.5%	0.5%	1.2%	2.1%	2.0%	2.5%	0.5%	1.5%
	失業率	5.3%	6.0%	6.5%	5.0%	5.2%	4.0%	4.5%	5.3%	5.5%

#### シナリオ① 「急降下」

世界的に急激な景気減速に陥り、2024年の成長率は、米国が0.5%、ユーロ圏が-0.5%、日本においても0.0%に落ち込むと予想します。また、中国では不動産市況の悪化や脆弱な消費を背景に3.5%程度の成長を見込んでいます。インフレ率は米国で0.9%、ユーロ圏で0.7%と中央銀行の物価目標を大きく下回り、日本では0.0%、中国では-0.5%とデフレーション、デフレが警戒される局面を予想します。

#### シナリオ② 「ソフトランディング」

2024年の米国の成長率が1.8%、ユーロ圏が0.5%、日本が1.0%、中国が4.0%と、伸びは緩やかであると予想します。一方で、インフレ率は、米国が2.4%、ユーロ圏で2.2%と物価目標に向けて鈍化基調を辿ると予想します。日本は2.2%、中国では1.2%の物価上昇を見込んでいます。

#### シナリオ③ 「インフレ時代突入」

2024年の米国の成長率が2.9%、ユーロ圏が1.5%と潜在成長率を上回る水準を想定します。日本は1.5%、中国では5.5%と緩和的な金融環境も影響し、景気が底堅く推移すると予想します。一方、インフレ率は米国、ユーロ圏が3.5%、日本で3.3%と、いずれもインフレ目標を大きく上回ると見えています。一方、中国では2.0%程度の上昇を想定します。

#### シナリオ④ 「分断化進行」

2024年の米国の成長率が2.2%と良好な一方、中国の景気減速の影響を受けやすいユーロ圏が0.3%とわずかなプラスに留まると見えています。日本は、中国からの生産拠点シフトの恩恵を受け、1.2%と底堅い動きが想定されます。一方で中国では3.8%と低成長は免れないと考えます。その結果、インフレ率は米国は2.6%と物価目標を上回る一方、ユーロ圏で1.7%と物価目標を下回るなど対照的な動きが見られ、日本に至っては2.3%と持続的なインフレ局面が想定されます。中国では、景気悪化に見舞われ、0.5%とわずかにプラスでの推移になると展望します。

投資環境の見通し：シナリオ

シナリオ ① 急降下	シナリオ ② ソフトランディング	シナリオ ③ インフレ時代突入	シナリオ ④ 分断化進行																																																																																																																
<p>累積的な金融引き締め政策の効果は、金融不安が危惧される転換点に到達。信用収縮と中国の低成長により、世界経済はコロナ前に生じた長期停滞懸念に逆戻り。中央銀行が積極的な利下げを実施し、イールドカーブはブルフラット化。</p>	<p>緩やかな雇用市場の減速と需要鈍化によりインフレ懸念が鎮静化。中銀は過度な引き締め状態を軽減すべく、予防的な利下げを開始。イールドカーブはブルスティープ化。</p>	<p>大規模な政府支出が世界経済を支え、高インフレ下でも底堅い成長が持続。構造的な労働市場のひっ迫により、サービス価格は粘着性を維持。インフレと財政悪化への懸念から、イールドカーブはベアスティープ化。</p>	<p>米中対立が深刻化するにつれ、世界経済の分断が進行。世界貿易の縮小、デカップリングが進展する中、脆弱なサプライチェーンによって物価が不安定化。イールドカーブはスティープ化。</p>																																																																																																																
<p><b>マクロ環境 (GDP)</b> 累積的な金融引き締め政策の効果が不良債権の増加に現れ、金融システムを揺るがす。中国の景気悪化とデフレは先進国へも波及し、膨張した債務を圧縮する動きが加速。</p> <p><b>マクロ環境 (インフレ)</b> 需要低迷や中国からのデフレの輸出により、コロナ前に見られた長期停滞懸念が台頭し、デイスインフレ局面に逆戻り。</p> <p><b>金融財政政策</b> FRB、ECBIはともに積極的に利下げを実施し、量的緩和再開を検討。日銀は、デフレ回帰を防ぐべく、金融緩和の強化を検討。</p> <p><b>市場見通し</b> 景気後退を背景に米10年金利は自然利率へ向け低下。景気低迷やデイスインフレへの懸念から、イールドカーブはブルフラット化。通貨は資源国通貨の下落が鮮明。</p>	<p><b>マクロ環境 (GDP)</b> 家計や企業の健全なバランスシートに対する金融引き締めの影響は限定的。ゴールドイロックスの様相が強まり、資産価格の上昇も消費を下支え。雇用市場における需給バランスが改善に向かう中で、需要の鈍化は緩やか。</p> <p><b>マクロ環境 (インフレ)</b> 労働参加率の上昇に伴う賃金上昇ペース鈍化と需要減退により、インフレ率は鈍化基調継続。</p> <p><b>金融財政政策</b> 実質金利の高止まりが景気腰折れを招かぬように海外中銀は予防的利下げを実行。日銀は低すぎる実質金利の副作用を懸念し、追加利上げの機会を慎重に模索。</p> <p><b>市場見通し</b> 予防的利下げにより、イールドカーブはブルスティープ化。日米金利差縮小によりドル円は下落。</p>	<p><b>マクロ環境 (GDP)</b> 米国経済は高金利環境下でも底堅さを維持。大統領選挙を見据えた財政支出、産業政策により投資が拡大。米国経済の強靭さが世界景気を下支え。</p> <p><b>マクロ環境 (インフレ)</b> 財政支出による需要創出は雇用市場の過熱を招き、サービス価格は粘着性を維持。</p> <p><b>金融財政政策</b> 中銀はインフレ退治に向け、利上げを再開。日銀は慎重ながらも利上げを小刻みに実施。</p> <p><b>市場見通し</b> インフレと財政悪化への懸念が高まり、イールドカーブはベアスティープ化。通貨はキャリートレードが活発。</p>	<p><b>マクロ環境 (GDP)</b> 米中対立が深刻化するにつれ、世界経済の分断が進行。地政学的緊張、保護主義の台頭が優勝劣敗の傾向を強め、勝ち組と負け組の格差を拡大し、二極化を助長。</p> <p><b>マクロ環境 (インフレ)</b> 世界経済の分断化が進む中、サプライチェーンの脆弱性が改めて認識され、エネルギー価格を筆頭に物価変動が増幅。</p> <p><b>金融財政政策</b> エネルギーの対外依存の低い米国景気は底堅さを維持。脱中国の恩恵を受ける日本は追加利上げを模索する一方、恩恵の乏しい欧州は景気底割れ回避に向け、利下げを断行。</p> <p><b>市場見通し</b> 中立金利の水準に対する不透明感が強まり、ボラティリティの上昇とともに、イールドカーブはスティープ化。</p>																																																																																																																
<p><b>今後1年程度の見通し (※)</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>米国</th> <th>欧州コア国</th> <th>欧州周辺国</th> <th>英国</th> <th>日本</th> <th>中国</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>金融政策</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> </tr> </tbody> </table>		米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	1	1	1	1	1	1	インフレ	1	1	1	1	1	1	金融政策	1	1	1	1	1	1	<p><b>今後1年程度の見通し (※)</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>米国</th> <th>欧州コア国</th> <th>欧州周辺国</th> <th>英国</th> <th>日本</th> <th>中国</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>2</td> </tr> <tr> <td>金融政策</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>2</td> <td>2</td> </tr> </tbody> </table>		米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	2	2	2	2	2	2	インフレ	2	2	2	3	3	2	金融政策	2	2	2	3	2	2	<p><b>今後1年程度の見通し (※)</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>米国</th> <th>欧州コア国</th> <th>欧州周辺国</th> <th>英国</th> <th>日本</th> <th>中国</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP</td> <td>4</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>4</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>金融政策</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>4</td> <td>3</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>		米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	4	3	3	3	3	4	インフレ	4	4	4	4	4	3	金融政策	3	3	3	4	3	3	<p><b>今後1年程度の見通し (※)</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>米国</th> <th>欧州コア国</th> <th>欧州周辺国</th> <th>英国</th> <th>日本</th> <th>中国</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP</td> <td>3</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>3</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>金融政策</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>3</td> <td>2</td> </tr> </tbody> </table>		米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	3	2	2	2	3	1	インフレ	3	2	2	3	3	1	金融政策	2	2	2	2	3	2
	米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	1	1	1	1	1	1																																																																																																													
インフレ	1	1	1	1	1	1																																																																																																													
金融政策	1	1	1	1	1	1																																																																																																													
	米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	2	2	2	2	2	2																																																																																																													
インフレ	2	2	2	3	3	2																																																																																																													
金融政策	2	2	2	3	2	2																																																																																																													
	米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	4	3	3	3	3	4																																																																																																													
インフレ	4	4	4	4	4	3																																																																																																													
金融政策	3	3	3	4	3	3																																																																																																													
	米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	3	2	2	2	3	1																																																																																																													
インフレ	3	2	2	3	3	1																																																																																																													
金融政策	2	2	2	2	3	2																																																																																																													

※ 今後1年程度のGDP、インフレ、金融政策の方向性は5段階評価で、1に近づくにつれて減速（緩和）、5に近づくにつれて加速（引き締め）を示す

## シナリオ別、年限別の各国金利見通し

		① 急降下	② ソフトランディング	③ インフレ時代突入	④ 分断化進行
米国	2年	3.9%	4.3%	5.6%	4.6%
	5年	3.2%	3.6%	5.6%	3.9%
	10年	3.2%	3.7%	5.6%	3.9%
	30年	3.3%	4.0%	6.0%	4.4%
ユーロ圏	2年	2.1%	2.9%	4.1%	2.5%
	5年	1.8%	2.2%	3.8%	2.0%
	10年	1.8%	2.2%	3.8%	2.3%
	30年	1.8%	2.3%	4.3%	3.1%
イギリス	2年	4.1%	4.5%	5.4%	4.5%
	5年	3.4%	3.9%	5.5%	3.8%
	10年	3.3%	3.8%	5.6%	3.8%
	30年	3.3%	4.0%	6.0%	4.6%
カナダ	2年	3.5%	3.9%	5.3%	4.3%
	5年	2.8%	3.2%	5.3%	3.6%
	10年	2.8%	3.2%	5.4%	3.6%
	30年	2.8%	3.3%	5.7%	4.3%
豪州	2年	3.2%	3.6%	4.9%	3.6%
	5年	2.8%	3.2%	4.6%	3.1%
	10年	3.1%	3.6%	4.9%	3.6%
	30年	3.6%	4.3%	5.8%	4.7%
日本	2年	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
	5年	0.3%	0.4%	0.7%	0.5%
	10年	0.6%	0.8%	1.3%	0.9%
	30年	1.3%	1.6%	2.5%	1.9%
中国	2年	1.6%	1.6%	2.5%	1.6%
	5年	1.4%	1.6%	3.0%	1.6%
	10年	1.7%	2.2%	3.3%	2.1%
	30年	2.4%	2.9%	4.2%	3.2%

## シナリオ別、為替見通し (対円レート)

	① 急降下	② ソフトランディング	③ インフレ時代突入	④ 分断化進行
米ドル	130.0	140.0	160.0	145.0
ユーロ	135.2	156.8	163.2	153.7
英ポンド	158.6	184.8	192.0	179.8
カナダ・ドル	92.9	106.1	125.0	105.1
豪ドル	78.0	98.0	115.2	89.9
人民元	18.3	19.6	21.5	19.7

## ベアリングス・ジャパン株式会社

〒104-0031

東京都中央区京橋2-2-1 京橋エドグラン7階

TEL: 03-4565-1000

<https://www.barings.com/ja-jp/institutional>

金融商品取引業者: 関東財務局長 (金商) 第396号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

当資料は、ベアリングス・ジャパン株式会社 (以下、「当社」) が金融市場動向に関する情報提供を目的に作成した資料で、法令に基づく開示書類あるいは勧誘に関する資料ではありません。当資料は、当社が信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成していますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料に掲載した運用状況に関するグラフ、数値その他の情報は過去の一時点のものであり、将来の運用成果等を予測あるいは保証するものではありません。なお、事前の承諾なく掲載した見解、予想、資料等を複製、転用等することはお断りします。

3480939