



パブリック債券

## 2023年9月 ベアリングス・ グローバル・マクロシナリオ

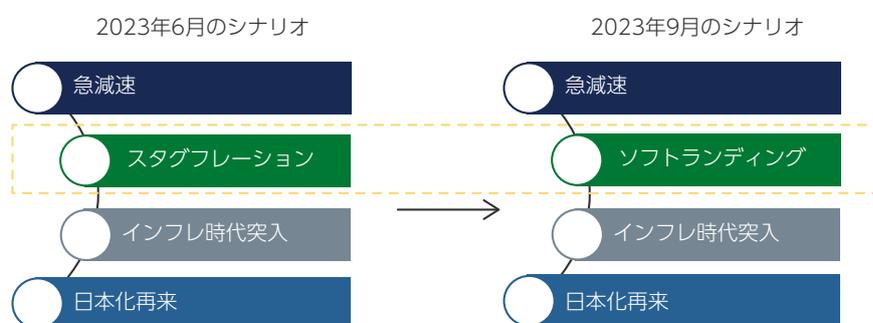
INSIGHTS

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。今回、マクロシナリオの見直しを行いましたので、以下の通りご案内申し上げます。

# 1. 2023年9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

今回は、従来のスタグフレーションシナリオを除外し、新たにソフトランディングシナリオを取り入れました。供給制約の解消からモノの価格は鈍化基調を辿っており、中央銀行の引き締めサイクルも終盤に差し掛かっております。物価上昇の加速と景気後退が同時進行するスタグフレーションシナリオの蓋然性は減少したものと判断しました。米国ではCHIPS法やインフレ抑制法など国内投資を促進する施策の効果により、景気後退を招くことなく物価目標を達成する道筋が見えつつあります。このため、ソフトランディングのシナリオが実現する蓋然性を考慮し、新たなシナリオとして採用いたしました。

一方、これまでの金融引き締めが景気後退を招く急減速、物価は高止まりつつ、景気の底堅さが維持されるインフレ時代突入、中央銀行がインフレ退治に成功した後には再び世界経済が長期停滞に陥る日本化再来、のシナリオは維持しました。



## 2. 2023年9月最新シナリオ詳細

### シナリオ① 急減速

- ・ 累積的な利上げが景気減速や金融システム不安を惹起
- ・ 信用収縮からマネーの伸びは急激に縮小
- ・ 中央銀行が引き締めスタンスを緩和へと転換し、イールドカーブはブルスティープ化

### シナリオ② ソフトランディング

- ・ 景気の底堅さとインフレ鈍化が併存
- ・ 中国からのデフレの輸出がソフトランディングを可能に
- ・ 中央銀行は物価目標回帰への確信が得られるまで高金利を維持した後に利下げを開始し、イールドカーブはツイストスティープ化

### シナリオ③ インフレ時代突入

- ・ 需要の底堅さと供給不足が長期化し、インフレ目標を上回る水準で需給は均衡
- ・ 物価の高止まりにより、中央銀行によるインフレ退治が困難さを増す
- ・ 金融政策の限界が意識され、イールドカーブはベアスティープ化

### シナリオ④ 日本化再来

- ・ インフレ圧力が減退し、経済は長期停滞局面へ逆戻り
- ・ センチメントの悪化、家計の貯蓄選好、企業のデレバレッジが進行
- ・ 中央銀行はデフレとの戦いに逆戻りし、イールドカーブはブルフラット化

### シナリオ①「急減速」：

中央銀行による累積的な金融引き締め効果が顕在化し、景気減速の鮮明化や金融システム不安が生じる展開が予想されます。2024年前半に欧米ともに景気後退に陥った後、2024年中は停滞局面が継続すると見込まれます。また、中国の消費鈍化や不動産市況の悪化が世界経済へ波及するリスクも想定されます。

需要の低迷により物価下落圧力が急速に進み、欧米のインフレは2024年には目標である2%を下回ると見ています。米連邦準備制度理事会 (FRB) や欧州中央銀行 (ECB) は、早ければ2024年前半の利下げ開始も展望されます。イールドカーブは一般的にブルスティープ化すると予想されます。

### シナリオ②「ソフトランディング」：

家計支援の財政支出や生産の本国回帰を目指した産業政策の恩恵から家計、企業ともに楽観的な先行き見通しが優勢となる中、供給制約の解消、中国からのデフレ圧力の浸透を背景に景気の底堅さと物価の伸び率鈍化が併存する局面が見込まれます。移民流入や働き手世代の労働参加の再開に伴い、雇用市場のひっ迫感は解消され、2023年の米国の失業率は4.0%、欧州で6.5%程度の上昇に留まり、景気を過度に熱せず、かと言って冷やすこともない状況が展望されます。

インフレについては緩やかながらも低下基調を維持した結果、米欧とも2024年には2%台に到達すると想定しています。金融政策については、中央銀行は物価目標達成への確信度が高まるまで高金利政策を維持した後、物価の落ち着いたきに応じて金融引き締め姿勢を調整し、利下げを開始すると予想されます。イールドカーブはツイストスティープ化が見込まれます。

### シナリオ③「インフレ時代突入」：

政策金利が景気抑制的な水準で維持され、供給面での構造的な制約にもかかわらず、需要面では底堅さが維持され、中央銀行のインフレ目標を上回る水準で需給が均衡していくことが展望されています。ロシア・ウクライナ戦争や米中対立を背景としたグローバル化の後退、人口減に伴う構造的な雇用ひっ迫を乗り越え、世界経済は中央銀行の想定を超える物価水準で均衡点を探るインフレ時代に突入すると見込まれます。

堅調な需要を背景に企業の価格転嫁は容易となり、欧米では中央銀行のインフレ目標を上回る3.5%以上のインフレが継続すると見ています。金融政策については、中央銀行は景気に中立的な金利水準を探りつつ引き締め姿勢を維持するものの、金融政策のインフレ抑制効果への限界が露呈し、中央銀行の従来インフレ目標自体が形骸化する可能性が台頭すると考えます。イールドカーブはベアスティープ化が想定されます。

### シナリオ④「日本化再来」：

中央銀行によるインフレ退治が成功した後、世界経済がコロナ前の長期停滞局面に逆戻りするシナリオです。コロナ禍での財政支出に支えられた消費ブームが終焉し、過剰負債、過剰雇用、過剰設備の3つの過剰が浮き彫りになります。企業、消費者のセンチメントが急激に悪化するとともに、家計の貯蓄率の増加や企業のデレバレッジの動きが進行し、世界経済は景気停滞局面へ逆戻りする展開に至ると展望されます。サプライチェーンの再構築は完了し、コストプッシュ型のインフレが弱まるとともに、グローバル化の後退、人口減などのこれまで供給制約の要因と見られた構造変化は一転して需要減として作用し始め、デスインフレが定着していく展開が予想されます。中央銀行はデフレとの戦いに逆戻りし、金融緩和競争が再来すると見ています。イールドカーブは一般的にブルフラット化していくものと予想されます。

### 3. 2023年のシナリオ別の各国経済見通し

		平均	① 急減速		② ソフトランディング		③ インフレ時代突入		④ 日本化再来	
		過去10年	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
米国	成長率	2.1%	1.0%	0.0%	1.5%	1.0%	2.0%	2.0%	0.5%	-1.5%
	インフレ率	2.4%	2.8%	1.2%	3.3%	2.4%	3.8%	3.5%	2.3%	0.0%
	失業率	5.5%	4.5%	5.5%	4.0%	4.5%	3.5%	4.0%	5.0%	6.5%
ユーロ圏	成長率	1.2%	0.0%	0.0%	0.5%	0.5%	1.0%	1.5%	-0.5%	-1.0%
	インフレ率	1.9%	3.3%	1.2%	3.8%	2.4%	4.2%	3.7%	2.5%	0.0%
	失業率	9.4%	7.0%	8.0%	6.5%	7.0%	6.0%	6.0%	8.0%	8.5%
日本	成長率	0.6%	1.0%	0.0%	1.5%	1.0%	2.0%	1.5%	0.5%	-1.5%
	インフレ率	0.7%	1.5%	0.0%	2.5%	2.5%	3.0%	3.5%	1.0%	-1.0%
	失業率	3.1%	2.7%	3.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%	3.5%	4.5%
中国	成長率	6.4%	4.0%	3.5%	5.0%	4.0%	5.5%	5.5%	3.5%	2.5%
	インフレ率	2.1%	0.5%	0.0%	1.0%	1.0%	1.5%	2.0%	-1.0%	-1.0%
	失業率	4.0%	5.5%	6.0%	5.0%	5.0%	4.5%	4.0%	6.0%	6.5%

#### シナリオ①「急減速」：

米国の成長率が2023年に1.0%、ユーロ圏が0%成長と低位で推移すると予想します。日本の成長率は第2四半期が高い伸びを示していたこともあり1.0%程度の成長、中国では4.0%程度の成長を見込んでいます。インフレ率は米国で2.8%、ユーロ圏では3.3%、日本が1.5%、中国については足元の物価上昇圧力の弱さを反映し、0.5%の伸び率を予想します。

#### シナリオ②「ソフトランディング」：

2023年の米国の成長率が1.5%、ユーロ圏が0.5%、日本が1.5%、中国が5.0%と景気の底堅さが維持されると見えています。一方で、インフレ率は、2023年の米国で3.3%、ユーロ圏で3.8%とインフレ目標を上回りながらも、2024年には目標に向けて推移していくと予想します。日本は2.5%、中国は1.0%の上昇を見込んでいます。

#### シナリオ③「インフレ時代突入」：

2023年の米国の成長率が2.0%、ユーロ圏が1.0%と潜在成長率並みの水準を想定します。日本は2.0%、中国では5.5%と他国に比べて金融緩和的な状況を反映し、景気の堅調な推移を予想します。一方、インフレ率は米国で3.8%、ユーロ圏で4.2%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。日本でも良好な経済環境を反映し、3.0%の物価上昇を見込むものの、中国では1.5%程度の上昇に留まると考えます。

#### シナリオ④「日本化再来」：

2023年の米国の成長率が0.5%、ユーロ圏が-0.5%と0%近辺での低い成長を見込んでいます。日本においても0.5%、中国では3.5%と低成長は免れないと考えます。その結果、インフレ率は米国で2.3%、ユーロ圏で2.5%とインフレ目標の2%を若干上回り、日本に至っては1.0%とデフインフレへの懸念が強まると予想します。中国においても、景気悪化の影響から-1.0%とデフレリスクが高まると見込んでいます。

# 投資環境の見通し：シナリオ

シナリオ ①： 急減速	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： 日本化再来																																																																																																																
シナリオのメインテーマ	シナリオのメインテーマ	シナリオのメインテーマ	シナリオのメインテーマ																																																																																																																
<p>累積的な金融引き締め効果が景気減速や金融システム不安を惹起。信用収縮からマネーサプライは急減速。中銀は引き締めスタンスを金融緩和へ転換。イールドカーブはブルスティープ化。</p>	<p>景気の底堅さが続く一方で、供給制約の解消や中国からのデフレの輸出により、景気失速を招くことなく、物価の伸び率鈍化が進行。中銀は、高金利を維持しつつ、物価目標復帰への確信度を高めた後、利下げを開始。イールドカーブはツイストスティープ化。</p>	<p>需要は底堅さを維持しつつ、供給制約の解消は直ちには見通せず、中銀のインフレ目標を上回る水準で需給は均衡。物価高止まりによって高めのインフレ期待が定着し、中銀のインフレ退治が困難さを増す。中銀は様子見を織り交ぜつつ利上げを実施するも、金融政策の限界が意識され、イールドカーブはベアスティープ化。</p>	<p>中銀によるインフレ退治後の世界経済はコロナ前の長期停滞局面に逆戻り。低成長下では投資よりも貯蓄が選好され、家計の貯蓄率増加や企業のデレバレッジが進行。中銀はデフレとの戦いに戻り、イールドカーブはブルフラット化。</p>																																																																																																																
<p>マクロ環境 (GDP)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>欧米ともに景気後退に陥り、24年中は停滞局面が継続。中国の消費や不動産市場の悪化が波及。世界的な需要低迷により、経済成長は潜在成長率を下回る。</li> </ul> <p>マクロ環境 (インフレ)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>需要低迷により物価の伸び率鈍化が急速に進み、インフレ率は2%を下回る。</li> </ul> <p>金融財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>FRB、ECBとも24年前半にも利下げ開始。日銀はインフレの持続性に対して確信が得られず、現行の金融政策を維持。</li> </ul> <p>市場見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>景気後退により、米10年金利は自然利子率へ向け低下。利下げ開始により、イールドカーブはブルスティープ化。通貨は資源国通貨の下落が鮮明。</li> </ul>	<p>マクロ環境 (GDP)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>政策サポートや米国への生産拠点シフトの動きから企業業績は底堅さを維持。労働参加率の上昇により雇用市場のひっ迫感は解消されるものの、失業率への影響は限定的。</li> </ul> <p>マクロ環境 (インフレ)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>供給制約の解消や中国からのデフレの輸出により、インフレ率は鈍化基調を辿る。</li> </ul> <p>金融財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>物価の鈍化ペースを見極めつつ、中銀は高金利政策を維持。物価目標復帰への確信度を高めた後、過度な引き締め状態を軽減すべく各国中銀は利下げを開始。</li> </ul> <p>市場見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>景気失速回避に向けた予防的利下げにより、イールドカーブはツイストスティープ化。日米金利差縮小も、リスクオンからドル円への影響は限定的。</li> </ul>	<p>マクロ環境 (GDP)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>グローバル化の後退、人口減に伴う構造的な雇用ひっ迫が持続。需要の底堅さを背景に企業は価格転嫁を進め、物価の高止まりと景気拡大が同時進行。</li> </ul> <p>マクロ環境 (インフレ)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>サプライチェーン強靱化は構造的なインフレ圧力を招くものの需要堅調を背景に価格転嫁進行。</li> </ul> <p>金融財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>金融政策によるインフレ抑制の限界が露呈。インフレ目標自体が形骸化する可能性が台頭。</li> </ul> <p>市場見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>金融引き締めの限界が意識され、イールドカーブはベアスティープ化。通貨は良好なリスクセンチメントに支えられ、キャリートレードが活発。</li> </ul>	<p>マクロ環境 (GDP)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>企業、消費者ともセンチメントが悪化し、家計の貯蓄率の増加や企業のデレバレッジが進行。景気停滞局面へ移行。</li> </ul> <p>マクロ環境 (インフレ)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>供給制約の解消でコストプッシュ型のインフレが弱まるとともに、景気停滞で需要面でのインフレ圧力も減退し、デイスインフレが定着。</li> </ul> <p>金融財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>中銀はデフレとの戦いに逆戻りし、金融緩和競争が再来。</li> </ul> <p>市場見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>景気低迷やデイスインフレ懸念を背景に、イールドカーブはブルフラット化。</li> </ul>																																																																																																																
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>米国</th> <th>欧州コリア</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>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</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>2</td> <td>2</td> </tr> </tbody> </table>		米国	欧州コリア	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	2	1	1	1	2	1	インフレ	2	2	2	2	2	1	金融政策	2	2	2	2	2	2	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>米国</th> <th>欧州コリア</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>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>2</td> </tr> <tr> <td>金融政策</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>2</td> <td>2</td> </tr> </tbody> </table>		米国	欧州コリア	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	2	2	2	2	2	2	インフレ	2	3	3	3	3	2	金融政策	3	3	3	3	2	2	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>米国</th> <th>欧州コリア</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>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>3</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>3</td> <td>3</td> <td>3</td> </tr> </tbody> </table>		米国	欧州コリア	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	3	3	3	3	3	3	インフレ	3	4	4	4	4	3	金融政策	3	3	3	3	3	3	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>米国</th> <th>欧州コリア</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>2</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</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	欧州コリア	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	1	1	1	1	1	1	インフレ	1	2	2	2	2	1	金融政策	1	1	1	1	1	1
	米国	欧州コリア	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	2	1	1	1	2	1																																																																																																													
インフレ	2	2	2	2	2	1																																																																																																													
金融政策	2	2	2	2	2	2																																																																																																													
	米国	欧州コリア	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	2	2	2	2	2	2																																																																																																													
インフレ	2	3	3	3	3	2																																																																																																													
金融政策	3	3	3	3	2	2																																																																																																													
	米国	欧州コリア	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	3	3	3	3	3	3																																																																																																													
インフレ	3	4	4	4	4	3																																																																																																													
金融政策	3	3	3	3	3	3																																																																																																													
	米国	欧州コリア	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	1	1	1	1	1	1																																																																																																													
インフレ	1	2	2	2	2	1																																																																																																													
金融政策	1	1	1	1	1	1																																																																																																													

※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 急減速	② ソフトランディング	③ インフレ時代突入	④ 日本化再来
米国	2年	3.9%	4.6%	5.7%	3.1%
	5年	3.3%	4.0%	5.7%	2.6%
	10年	3.3%	4.2%	5.8%	2.6%
	30年	3.4%	4.7%	6.2%	2.7%
ユーロ圏	2年	2.6%	3.4%	4.1%	2.6%
	5年	2.1%	3.0%	4.1%	2.1%
	10年	2.2%	2.9%	4.2%	2.0%
	30年	2.5%	3.2%	4.7%	1.9%
イギリス	2年	4.5%	4.9%	5.6%	4.5%
	5年	3.9%	4.5%	5.7%	3.8%
	10年	3.8%	4.6%	5.8%	3.4%
	30年	4.1%	5.1%	6.2%	3.4%
カナダ	2年	3.5%	4.6%	5.1%	3.1%
	5年	2.9%	4.3%	5.0%	2.6%
	10年	2.9%	4.0%	5.2%	2.6%
	30年	2.8%	4.3%	5.6%	2.6%
豪州	2年	3.7%	3.7%	4.6%	3.4%
	5年	3.4%	3.4%	4.5%	2.7%
	10年	3.3%	3.8%	4.8%	2.6%
	30年	3.7%	4.7%	5.7%	2.7%
日本	2年	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%
	5年	0.1%	0.4%	0.6%	0.1%
	10年	0.3%	0.8%	1.1%	0.2%
	30年	1.1%	1.4%	2.3%	1.0%
中国	2年	1.7%	1.7%	2.6%	1.5%
	5年	1.5%	1.8%	3.0%	1.3%
	10年	1.9%	2.3%	3.4%	1.6%
	30年	2.9%	3.2%	4.2%	2.2%

## シナリオ別、為替見通し (対円レート)

	① 急減速	② ソフトランディング	③ インフレ時代突入	④ 日本化再来
米ドル	140.0	150.0	160.0	135.0
ユーロ	145.6	165.0	163.2	151.2
英ポンド	168.0	192.0	187.2	176.9
カナダドル	100.0	114.5	125.0	97.8
豪ドル	84.0	102.0	112.0	83.7
人民元	18.7	21.1	22.2	18.2

ベアリングス・ジャパン株式会社  
先進国ソブリン債券チーム



溜 学 (たまる まなぶ)、CFA  
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)  
ポートフォリオ・マネジャー



菅原 崇博 (すがはら たかひろ)、CFA  
ポートフォリオ・マネジャー

## 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。  
3133291