



パブリック債券

2023年12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。

1. 2023年12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4つのシナリオである**急減速**、**ソフトランディング**、**インフレ時代突入**、**日本化再来**を維持しました。足元では中国や欧州の景気減速に加えて、独り勝ちの様相を呈していた米国においても景気減速感が強まりつつあります。遅れていた高水準の政策金利の効果が实体经济に影響を及ぼし始めており、景気後退を招く**急減速**のシナリオの蓋然性は徐々に高まりつつあります。また、緩やかに景気が減速する中でインフレ懸念が鎮静化し、中央銀行が引き締め過ぎのリスクを上手く軽減できれば、景気後退を免れて**ソフトランディング**を達成することも可能であると考えます。一方で、物価の伸び率は鈍化しているものの、構造的な変化によって、物価が目標水準に戻り切らないリスクは引き続き残っており、**インフレ時代突入**のシナリオも念頭に置く必要があると思われます。そして、中央銀行によるインフレ退治の成功とともに再び世界経済が長期停滞に陥る**日本化再来**についても、**急減速**の後に生じるシナリオとして維持しました。

2. 2023年12月最新シナリオ詳細

シナリオ① 急減速

- 遅れていた高水準の政策金利の効果が顕現化し、景気の急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
- 中央銀行が金融緩和へと政策スタンスを転換し、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

- 供給制約の解消と緩やかな需要鈍化により、インフレ懸念が鎮静化
- 中央銀行は過度な引き締め状態を解消すべく、タイミングを計りつつ予防的利下げを実施
- リセッションの回避により、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

- 需要の底堅さと価格転嫁の動きが継続する中で、インフレ目標を上回る水準で需給は均衡
- 構造的な変化に伴うインフレを十分に押し下げられず、中央銀行によるインフレ退治の困難さが残る
- 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」:

遅れていた高水準の政策金利の効果が顕在化し、景気の急減速や金融システム不安が生じる展開が予想されます。また、欧州、中国の景気減速の影響が、好調だった米国にも波及することで、2024年前半に世界的に景気後退に陥り、2024年中は停滞局面が継続すると見込まれます。

インフレについては、需要の低迷によりサービス価格にも下押し圧力が掛かり、米欧では2024年中に目標である2%を下回ると見えています。米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）は2024年前半に利下げを開始し、イールドカーブは全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」:

これまで景気を支えてきた財政サポートの効果が減退するとともに、金利負担の増加によって消費や投資が手控えられると考えます。もっとも、雇用環境が底堅さを維持することで、**需要の鈍化は緩やかなものに留まる**と見えています。2024年の失業率は米国で4.5%、欧州で7.0%程度の上昇に留まる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鈍化基調を維持した結果、米欧とも2024年前半には2%台に落ち着くと想定しています。金融政策については、中央銀行は物価目標回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、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に達しているにもかかわらず、景気が底堅さを維持し、かつ供給面での構造的な要因により価格転嫁の動きが継続することで、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背景に、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。

インフレは、粘着性の高さを背景に米欧では中央銀行の目標を上回る3.5%以上が継続すると見えています。金融政策については、インフレの押し下げが不十分な点に対応して中央銀行が追加利上げを実施するものの、金融政策のインフレ抑制効果への限界が露呈し、中央銀行の従来の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、デフ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えています。イールドカーブは全般的にブルフラット化していくものと予想されます。

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	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
米国	成長率	2.2%	0.0%	1.5%	1.0%	1.8%	2.0%	2.0%	-1.5%	1.0%
	インフレ率	2.5%	1.2%	1.8%	2.4%	2.4%	3.5%	3.0%	0.0%	1.5%
	失業率	5.3%	5.5%	5.5%	4.5%	3.9%	4.0%	3.7%	6.5%	6.0%
ユーロ圏	成長率	1.4%	0.0%	1.2%	0.5%	1.8%	1.5%	2.0%	-1.0%	0.5%
	インフレ率	1.8%	1.2%	1.8%	2.4%	2.2%	3.7%	3.2%	0.0%	1.0%
	失業率	9.2%	8.0%	7.5%	7.0%	6.4%	6.0%	6.2%	8.5%	8.0%
日本	成長率	0.6%	0.0%	0.5%	1.0%	0.7%	1.5%	1.2%	-1.5%	0.0%
	インフレ率	0.8%	0.0%	1.2%	2.4%	2.0%	3.5%	2.4%	-1.0%	0.5%
	失業率	3.0%	3.5%	3.0%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	4.5%	4.0%
中国	成長率	6.2%	3.5%	3.6%	4.0%	4.1%	5.5%	5.0%	2.5%	3.0%
	インフレ率	2.0%	0.0%	1.2%	1.2%	2.1%	2.0%	2.5%	-1.0%	0.0%
	失業率	3.9%	6.0%	6.5%	5.0%	5.2%	4.0%	4.5%	6.5%	7.0%

シナリオ①「急減速」:

米国、ユーロ圏、日本とも成長率が2024年に0.0%と急激に落ち込むと予想します。また、中国では不動産市場の悪化が一段と深刻化し、3.5%程度の成長を見込んでいます。インフレ率は米国、ユーロ圏で1.2%と中央銀行の物価目標を大きく下回り、日本と中国では0.0%の伸び率を予想します。

シナリオ②「ソフトランディング」:

2024年の米国の成長率が1.0%、ユーロ圏が0.5%、日本が1.0%、中国が4.0%と景気の緩やかな減速が見込まれます。一方で、インフレ率は、米国、ユーロ圏で2.4%と目標に向けて着実に鈍化していくと予想します。日本は2.4%、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2.0%、ユーロ圏が1.5%と潜在成長率並みの水準を想定します。日本は1.5%、中国では5.5%と他国に比べて金融緩和的な状況も影響し、景気が底堅く推移すると予想します。一方、インフレ率は米国で3.5%、ユーロ圏で3.7%と、いずれもインフレ目標を大きく上回ると見ています。日本においても良好な経済環境を反映し、3.5%の物価上昇を見込み、中国では2.0%程度の上昇を想定します。

シナリオ④「日本化再来」:

2024年の米国の成長率が-1.5%、ユーロ圏が-1.0%とマイナス成長に陥る展開を見込んでいます。日本においても-1.5%、中国では2.5%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、ユーロ圏で0.0%とデフインフレのリスクが高まり、日本に至っては-1.0%とデフレ懸念が再燃すると予想します。中国においても、景気の急激な悪化の影響から-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																																																																																																																
<p>シナリオのメインテーマ 遅れていた高水準の政策金利の効果が顕現化し、景気の急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速に縮小。中銀は政策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>シナリオのメインテーマ 供給制約の解消に加え、緩やかな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利下げを開始し、景気失速を回避。イールドカーブはツイストスティープ化。</p>	<p>シナリオのメインテーマ 景気が底堅さを維持する中で、価格転嫁の動きが継続し、中銀のインフレ目標を上回る水準で需給は均衡。中銀は構造的な変化に伴うインフレを十分に押し下げられず、インフレ退治の困難さが残る。追加利上げが実施されるも、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>シナリオのメインテーマ 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) 欧州、中国の景気減速の影響が米国にも波及するとともに、遅れていた金融引き締めの効果が顕現化し、世界的に景気後退入りへ。2024年中は世界的な需要低迷により、停滞局面が継続し、経済成長は潜在成長率を下回る。</p>	<p>マクロ環境 (GDP) 政策サポートの効果が減退するとともに、金利負担の増加によって消費や投資が手控えられるも、底堅い雇用に支えられ、需要が緩やかに鈍化。</p>	<p>マクロ環境 (GDP) 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の価格転嫁が継続し、物価の高止まりと景気拡大が同時進行。</p>	<p>マクロ環境 (GDP) 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。</p>																																																																																																																
<p>マクロ環境 (インフレ) 需要低迷によりサービス価格も下押し圧力が掛かり、インフレ率は2%を下回る。</p>	<p>マクロ環境 (インフレ) 供給制約の解消や需要減速により、インフレ率は鈍化基調を辿る。</p>	<p>マクロ環境 (インフレ) サプライチェーン強靱化が構造的なインフレ圧力に繋がるとともに、需要堅調を背景に企業の価格転嫁が継続し、インフレの粘性が増す。</p>	<p>マクロ環境 (インフレ) 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。</p>																																																																																																																
<p>金融財政政策 FRB、ECBとも2024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。</p>	<p>金融財政政策 中銀は物価目標回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利下げを開始し、景気失速を回避。日銀は金融政策の正常化に踏み切る。</p>	<p>金融財政政策 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。</p>	<p>金融財政政策 中銀はデフレとの戦いに逆戻りし、金融緩和競争が再来。</p>																																																																																																																
<p>市場見通し 景気後退を背景に米国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。</p>	<p>市場見通し 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、リスクオンから米ドル円への影響は限定的。</p>	<p>市場見通し 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。</p>	<p>市場見通し 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。</p>																																																																																																																
<p>今後1年程度の見通し (※)</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>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</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	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	2	1	1	1	2	1	インフレ	1	1	1	2	2	1	金融政策	2	2	2	2	2	2	<p>今後1年程度の見通し (※)</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>3</td> <td>2</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	3	2	2	2	<p>今後1年程度の見通し (※)</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>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>3</td> <td>3</td> <td>4</td> <td>3</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	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国	GDP	3	3	3	3	3	3	インフレ	3	3	3	4	3	3	金融政策	3	3	3	3	3	3	<p>今後1年程度の見通し (※)</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>2</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	2	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	1	1	1	2	1																																																																																																													
インフレ	1	1	1	2	2	1																																																																																																													
金融政策	2	2	2	2	2	2																																																																																																													
	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	3	2	2	2																																																																																																													
	米国	欧州コア国	欧州周辺国	英国	日本	中国																																																																																																													
GDP	3	3	3	3	3	3																																																																																																													
インフレ	3	3	3	4	3	3																																																																																																													
金融政策	3	3	3	3	3	3																																																																																																													
	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	2	1	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%	4.3%	5.6%	3.1%
	5年	3.2%	3.6%	5.5%	2.6%
	10年	3.1%	3.6%	5.5%	2.5%
	30年	3.2%	3.7%	5.7%	2.3%
ユーロ圏	2年	2.1%	2.9%	4.2%	1.7%
	5年	1.8%	2.2%	4.1%	1.5%
	10年	1.8%	2.2%	4.1%	1.5%
	30年	1.8%	2.3%	4.0%	1.2%
イギリス	2年	4.1%	4.5%	5.5%	3.8%
	5年	3.4%	3.9%	5.5%	3.0%
	10年	3.3%	3.8%	5.6%	3.0%
	30年	3.6%	3.9%	6.0%	3.1%
カナダ	2年	3.5%	3.9%	5.1%	3.1%
	5年	2.8%	3.1%	5.0%	2.5%
	10年	2.8%	3.0%	5.2%	2.4%
	30年	2.8%	3.0%	5.5%	2.3%
豪州	2年	3.2%	3.6%	4.7%	2.8%
	5年	2.7%	3.2%	4.6%	2.4%
	10年	3.0%	3.6%	4.8%	2.4%
	30年	3.6%	4.5%	5.7%	2.3%
日本	2年	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%
	5年	0.1%	0.3%	0.6%	0.1%
	10年	0.3%	0.6%	1.1%	0.2%
	30年	1.1%	1.2%	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%	4.3%	2.5%

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	130.0	140.0	160.0	120.0
ユーロ	135.2	154.0	163.2	136.8
英ポンド	159.9	177.8	192.0	159.6
カナダ・ドル	92.9	106.9	125.0	87.0
豪ドル	80.6	98.0	115.2	76.8
人民元	18.4	19.3	21.8	17.3

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。
3296893