



パブリック債券

2024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。今後のマクロシナリオにつきまして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4つのシナリオである**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**を維持しました。

9月に入り、米国が利下げに転じました。物価の目標の達成に自信を深め、雇用最大化に政策の焦点を移し、引き締め過ぎのリスクの軽減による経済の軟着陸 (=ソフトランディング) に向けた態勢に入った模様です。もっとも、これまでの累積的な金融引き締めが中央銀行の意図を超えた効果を発揮し、信用収縮と需要消失にまで至れば、ソフトランディングの軌道を外れ、経済の急減速を招く**急降下**シナリオが実現する可能性には留意が必要です。中央銀行が過度な引き締め状態を軽減しつつ、雇用市場の減速や需要の減退によってインフレ懸念が鎮静化するとともに、景気の腰折れが回避できれば、景気の**ソフトランディング**の達成が可能になると見えています。一方、今秋の米大統領選挙で誰が勝者になったとしても、家計や企業に対する政府サポートや産業政策の拡大によって需要が刺激され、インフレが再燃するリスクは依然として残ります。このため、物価が高止まりする**インフレ時代突入**の可能性も念頭に置く必要があると考えます。また、米大統領選挙後は保護主義政策の動きが過熱し、米中の対立構造が一段と深刻化するリスクも抱えています。こうした二大経済大国の姿勢は、世界経済の分断化、二極化の流れを助長し、**分断化進行**の実現性を引き続き高めると見えています。

シナリオ① 急降下

- これまでの累積的な金融引き締めの効果は中央銀行の意図を超え、信用収縮と需要消失にまで至る
- 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

- 雇用市場の減速、緩やかな需要減退により、インフレは物価目標へ回帰
- 中央銀行は経済データを見極め、過度な引き締め状態を軽減させ、景気の軟着陸を図る
- 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9月の最新シナリオ詳細

シナリオ①「急降下」

これまでの累積的な金融引き締め政策の効果は、中央銀行の意図を超え、信用収縮と需要消失にまで至る展開が予想されます。この結果、金融システム不安と世界的な景気低迷が生じるとともに、デレバレッジの動きが加速すると見ています。

インフレについては、信用収縮と世界的な需要消失により、**コロナ前に見られた長期停滞懸念が台頭し、デフレーション局面に逆戻り**すると見ています。米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）はデフレ回避を目指して積極的に利下げを実施し、イールドカーブは景気低迷やデフレーションへの懸念を反映し、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」

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が限定的な中で、海外中央銀行の利下げによってゴールドロックスの様相が強まり、資産価格の上昇が消費の底割れを防ぐと見ています。もっとも、**雇用市場が冷え込む中で、需要は減退**していくと考えます。

インフレについては、賃金上昇ペースの鈍化と需要減退によって物価目標回帰への軌道を維持したまま、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、景気腰折れとインフレ再燃を回避すべく、海外中央銀行は経済データを見極めながら、**過度な引き締め状態を軽減**すると予想されます。イールドカーブはブル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」

米国経済が物価高と借入れコストの高止まりにもかかわらず、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、産業政策**によって、**米国経済が拡大**していくと展望されます。こうした米国経済の強靱さが、**世界経済の下支え要因**になると見ています。

インフレは、財政支出による需要創出によって、雇用市場の過熱を招いた結果、**サービス価格は粘着性を維持**すると見込まれます。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、**インフレと財政規律の弛緩への懸念**からイールドカーブのベアスティープ化が想定されます。ただし、伝統的に財政規律が維持されるとともに、金利や物価の上昇が需要減退に繋がりがやすい国（カナダ等）ではベアフラット化する可能性が想定されます。

シナリオ④「分断化進行」

米大統領選挙後に米中対立が鮮明になることで、**世界経済の分断が進行**するシナリオです。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が拡大**すると見ています。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。

世界経済の分断化が進む中で、サプライチェーンの脆弱性が改めて浮き彫りとなり、エネルギー価格を筆頭に**物価変動が増幅**すると考えます。金融政策については、エネルギーの対外依存の低い米国では景気の底堅さが残るため、慎重なペースでの金融緩和策が実施される一方、脱中国の恩恵を受ける日本では日銀が追加利上げを模索すると見ています。また、ECBは景気底割れ回避に向けて、利下げ余地拡大を探る展開が予想されます。ただし、世界経済の分断化がもたらす構造変化が経済に及ぼす影響は不透明なため、中央銀行が政策金利の落ち着きどころと考える**中立金利の水準に対する不確実性**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、イールドカーブはスティー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%	1.0%	1.0%	2.2%	1.8%	2.9%	2.2%	2.5%	2.0%
	インフレ率	2.6%	1.5%	1.5%	2.7%	2.4%	3.5%	3.0%	3.0%	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	1.4%	-0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.5%	2.0%	0.3%	1.4%
	インフレ率	2.1%	1.0%	1.0%	2.5%	2.2%	3.5%	3.2%	2.0%	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%	4.5%	4.1%	5.5%	5.0%	4.0%	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年の成長率が米国が1.0%、ユーロ圏が-0.5%、日本では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消費の急減速を背景に3.5%程度の成長を見込んでいます。インフレ率は米国で1.5%、ユーロ圏で1.0%と中央銀行の物価目標を下回り、日本では0.0%、中国では-0.5%とデフインフレ、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2.2%、ユーロ圏が0.8%、日本が1.0%、中国が4.5%と景気の腰折れは回避されると見えています。一方で、インフレ率は、米国が2.7%、ユーロ圏で2.5%と2%台での推移が予想されます。また、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、堅調な推移を予想します。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2.5%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。日本では中国からの生産拠点シフトの恩恵もあり、1.2%と底堅い動きが想定されます。一方で中国は4.0%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3.0%と物価目標を上回る一方、ユーロ圏で2.0%と物価目標近辺での推移が見込まれ、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、景気悪化が影響し、0.5%とわずかなプラスを展望します。

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>これまでの累積的な金融引き締め効果は中央銀行の意図を超え、信用収縮と需要消失にまで至る。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>雇用市場の減速、緩やかな需要減退により、インフレは物価目標へ回帰。中央銀行は経済データを見極め、過度な引き締め状態を軽減させ、景気の軟着陸を図る。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>マクロ環境 (GDP) これまでの累積的な金融引き締め政策の効果は中央銀行の意図を超え、世界経済に深刻な打撃。金融システム不安と世界的な景気低迷により、デレバレッジの動きが加速。</p>	<p>マクロ環境 (GDP) 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。ゴールドリックスの様相が強まり、資産価格の上昇が消費を下支えするも、雇用市場の冷え込みとともに、需要は減退。</p>	<p>マクロ環境 (GDP) 米国経済は物価高と借入れコストの高止まりにもかかわらず、底堅さを維持。米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>マクロ環境 (GDP) 米大統領選挙により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>マクロ環境 (インフレ) 信用収縮と世界的な需要消失により、コロナ前に見られた長期停滞懸念が台頭し、ディスインフレ局面に逆戻り。</p>	<p>マクロ環境 (インフレ) 賃金上昇ペース鈍化と需要減退により、インフレは物価目標へ回帰。</p>	<p>マクロ環境 (インフレ) 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>マクロ環境 (インフレ) 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>金融財政政策 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>金融財政政策 景気腰折れとインフレ再燃を回避すべく、海外中央銀行は経済データを見極め、過度な引き締め状態を軽減。</p>	<p>金融財政政策 中央銀行はインフレ退治に向け、利上げを再開。日銀は円安を懸念し、国内景気へ配慮しつつ、追加利上げを実行。</p>	<p>金融財政政策 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、利下げ余地拡大を模索。</p>																																																																																																																
<p>市場見通し 景気後退を背景に米10年金利は自然利子率へ向け低下。景気低迷やディ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>市場見通し 慎重なペースでの利下げにより、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>市場見通し 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>市場見通し 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>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>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>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>2</td> <td>3</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	2	2	2	2	2	2	インフレ	2	2	2	3	3	2	金融政策	2	2	2	3	3	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>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>4</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	4	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>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>3</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	3	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	3	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	4	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	3	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	3.0%	3.8%	5.2%	4.1%
	5年	2.7%	3.2%	5.2%	3.6%
	10年	3.0%	3.5%	5.3%	3.8%
	30年	3.5%	4.0%	5.7%	4.8%
ユーロ圏	2年	1.6%	2.4%	3.7%	2.4%
	5年	1.6%	2.0%	3.7%	2.0%
	10年	1.7%	2.1%	3.8%	2.3%
	30年	1.9%	2.2%	4.0%	3.1%
イギリス	2年	3.9%	4.3%	5.2%	4.3%
	5年	3.2%	3.6%	5.2%	3.6%
	10年	3.3%	3.7%	5.3%	3.9%
	30年	3.5%	4.4%	5.6%	5.0%
カナダ	2年	2.8%	3.1%	4.5%	3.5%
	5年	2.2%	2.5%	4.5%	3.0%
	10年	2.3%	2.7%	4.6%	3.2%
	30年	2.5%	3.2%	5.0%	3.9%
豪州	2年	3.2%	4.0%	4.6%	4.0%
	5年	2.9%	3.6%	4.5%	3.6%
	10年	3.1%	3.8%	4.9%	3.9%
	30年	3.3%	4.4%	5.9%	4.8%
日本	2年	0.4%	0.6%	1.0%	0.6%
	5年	0.4%	0.8%	1.3%	0.8%
	10年	0.6%	1.1%	1.7%	1.2%
	30年	1.4%	1.9%	2.6%	2.3%
中国	2年	1.6%	1.6%	2.4%	1.6%
	5年	1.4%	1.5%	2.5%	1.6%
	10年	1.6%	1.9%	2.8%	2.1%
	30年	1.8%	2.5%	3.7%	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	133.0	143.0	163.0	148.0
ユーロ	142.3	168.7	171.2	164.3
英ポンド	172.9	195.9	208.6	196.8
カナダ・ドル	95.0	107.5	125.4	107.2
豪ドル	82.5	103.0	120.6	94.7
人民元	18.7	20.6	22.5	20.6

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。

3881898