



パブリック債券

2025年1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. 2025年1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**、**ノーランディング**、**スタグフレーション**としました。新たに**ノーランディング**、**スタグフレーション**シナリオを加え、米国新政権が経済に前向きな変化をもたらすのか、逆に経済主体のマインドを阻害するのか、相反する両面を「光と影」とし、シナリオの考察を行いました。

「光」の面では、財政拡張や規制緩和により米国経済が好調を維持し、世界経済もその恩恵を受ける展開です。株式市場も好意的に反応し、資産効果から消費も好調を維持。金融政策が引き締めのめであるにもかかわらず、景気減速が生じない**ノーランディング**の展開に至ります。「影」の面では、関税引き上げや移民流入制限によりコストプッシュインフレが再燃。保護主義の蔓延によって、世界経済全体は縮小均衡に至り、景気後退懸念と物価上昇が共存する**スタグフレーション**に陥ります。

一方、物価安定の目標達成に近づく軌道は崩れず、雇用市場の減速や需要の減退からインフレ懸念が鎮静化するとともに、中央銀行が過度な引き締め状態を軽減することによって景気の腰折れが回避できる、景気の**ソフトランディング**が実現する公算も引き続き高いものと予想されます。また、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は大きく下振れ、経済の急減速を招く**急降下**シナリオが実現する可能性が浮上します。

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 ノーランディング

- 財政拡張により米国経済は好調を維持し、世界景気も恩恵を受ける
- 中央銀行は景気に中立的な金利水準を模索し、利下げ停止も視野に
- イールドカーブはベアスティープ化

シナリオ④ スタグフレーション

- 関税引き上げ、移民流入制限によりコストプッシュインフレが再燃
- 自国第一主義の蔓延は世界経済の縮小均衡を招く
- 中央銀行はインフレ退治の姿勢を明確化し、イールドカーブはベアフラット化

2. 2025年1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えています。

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、全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えています。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**物価目標近辺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 ノーランディング

トランプ政権による財政支出、規制緩和、産業支援策により、消費や投資主導で**米国経済は好調を維持**するとともに、**世界経済もその恩恵を享受**していくと展望されます。また、米国の原油増産によるエネルギー価格の安定が**企業や消費者の信頼感向上に寄与**すると見えています。

インフレは、米国の原油増産や地政学リスクの後退により**エネルギー価格が安定**すると見込まれます。もっとも、旺盛な需要により**サービス物価の下方硬直性は維持**されると考えます。この結果、高金利下での好景気が継続する中で、中央銀行は景気に中立な金利水準を上方修正し、**利下げ停止も視野**に入ると考えます。イールドカーブは**中立金利が上昇**しているとの懸念や財政規律の弛緩への警戒が強まり、ベアスティープ化が想定されます。

シナリオ④ スタグフレーション

自国第一の保護主義が蔓延した結果、報復関税の応酬、貿易取引の縮小、グローバル企業の投資マインドの低迷等を背景に**世界経済は縮小均衡**へ向かうと見込まれます。また、米国の過度な親ビジネス政策は所得格差拡大を助長するとともに、関税引き上げに伴う物価高も加わり、**低所得者層の生活苦が深刻化**すると見えています。中でも、中国依存の高い欧州では、**景気後退懸念が台頭**する可能性があります。

インフレは、関税引き上げ、移民流入制限により、**コストプッシュインフレ**が再燃すると予想されます。その結果、家計の実質購買力は低下し、**スタグフレーションの様相が強まる**と見えています。金融政策については、中央銀行は景気後退リスクを意識しつつも**インフレ退治を優先し、利上げを再開**すると見込まれます。景気後退と物価上昇のリスクの狭間で中央銀行がインフレ退治に注力した結果、イールドカーブのベアフラット化が想定されます。

3. 2025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 ノーランディング		④ スタグフレーション	
		過去10年	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
米国	成長率	2.4%	0.6%	1.0%	1.8%	2.0%	3.5%	3.5%	1.5%	1.2%
	インフレ率	2.8%	1.0%	1.5%	2.0%	2.1%	3.3%	3.5%	3.1%	2.9%
	失業率	4.9%	6.0%	5.5%	4.4%	4.3%	3.9%	3.7%	4.6%	4.8%
ユーロ圏	成長率	1.5%	-0.5%	0.5%	1.0%	1.0%	1.7%	1.9%	0.5%	0.0%
	インフレ率	2.2%	0.5%	1.0%	1.8%	1.8%	2.8%	2.6%	2.7%	2.5%
	失業率	8.7%	8.0%	7.4%	6.5%	6.4%	6.2%	6.0%	6.6%	6.8%
日本	成長率	0.5%	0.0%	0.2%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%	0.5%	0.5%
	インフレ率	1.1%	0.0%	1.0%	2.0%	2.0%	2.4%	2.6%	2.3%	2.2%
	失業率	2.8%	3.5%	3.0%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.4%	2.4%
中国	成長率	6.0%	3.5%	3.5%	4.5%	4.2%	5.0%	5.0%	4.3%	4.0%
	インフレ率	1.8%	-0.5%	0.5%	1.2%	1.4%	2.2%	2.5%	1.8%	1.6%
	失業率	5.2%	6.0%	6.5%	5.2%	5.2%	4.5%	4.2%	5.5%	5.8%

シナリオ① 急降下

世界的に急激な景気減速に陥り、2025年の成長率が米国が0.6%、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1.0%、ユーロ圏で0.5%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

2025年の米国の成長率が1.8%、ユーロ圏が1.0%、日本が1.0%、中国が4.5%と緩やかな成長を想定しています。一方で、インフレ率は、米国が2.0%、ユーロ圏で1.8%と中央銀行の物価目標近辺での推移が予想されます。また、日本は2.0%、中国では1.2%の物価上昇を見込んでいます。

シナリオ③ ノーランディング

2025年の米国の成長率が3.5%、ユーロ圏が1.7%と潜在成長率を上回る水準を想定します。日本は1.4%、中国では5.0%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、インフレ率は米国が3.3%、ユーロ圏が2.8%、日本で2.4%と、いずれもインフレ目標を上回ると見えています。一方、中国では2.2%程度の上昇を想定します。

シナリオ④ スタグフレーション

2025年の米国の成長率が1.5%程度へ減速し、中国の景気減速の影響を受けやすいユーロ圏については0.5%とわずかなプラスに留まると見えています。日本では0.5%程度、中国は4.3%の低成長が見込まれます。その一方で、インフレ率はコストプッシュインフレが再燃した結果、米国が3.1%、ユーロ圏が2.7%、日本が2.3%と物価目標を上回る推移が見込まれます。中国では景気悪化の影響を受けつつも、1.8%程度の推移を展望します。

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 ノーランディング	シナリオ ④ スタグフレーション																																																																																																																
<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>財政拡張により米国経済は好調を維持し、世界経済も恩恵を受ける。中央銀行は景気に中立的な金利水準を模索し、利下げ停止も視野に。イールドカーブはヘアスティープ化。</p>	<p>関税引き上げ、移民流入制限によりコストプッシュインフレが再燃。自国第一主義の蔓延は世界経済の縮小均衡を招く。中央銀行がインフレ退治の姿勢を明確化し、イールドカーブはヘアフラット化。</p>																																																																																																																
<p>マクロ環境 (GDP) 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、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 (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>金融財政政策 FRB、ECB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>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>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。ゴルディオロ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 (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>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。日銀は物価目標実現への道筋を見極めつつ、追加利上げの機会を慎重に模索。</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>マクロ環境 (GDP) トランプ政権による財政支出、規制緩和、産業支援策により、消費や投資主導で米国経済は好調を維持し、世界経済も恩恵を享受。エネルギー価格の安定が企業や消費者の信頼感向上に寄与。</p> <p>マクロ環境 (インフレ) 米国の原油増産や地政学リスクの後退によりエネルギー価格が安定。旺盛な需要により物価は下方硬直性を維持。</p> <p>金融財政政策 高金利下での好景気が継続する中、中央銀行は景気に中立的な金利水準を模索し、利下げ停止も視野に。米国経済の下振れリスクの低減により、日銀は追加利上げに前向き。</p> <p>市場見通し 中立金利が上昇しているとの懸念や財政規律の弛緩への警戒が強まり、イールドカーブはヘアスティープ化。通貨はキャリートレードが活発。</p>	<p>マクロ環境 (GDP) 自国第一主義が蔓延し、世界経済は縮小均衡へ。米国の過度な親ビジネス政策が所得格差拡大を助長。関税引き上げに伴う物価高も加わり、低所得者層の生活苦が深刻化。中国依存の高い欧州を中心に景気後退懸念が台頭。</p> <p>マクロ環境 (インフレ) 関税引き上げ、移民流入制限により、コストプッシュインフレが再燃。家計の実質購買力は低下し、スタグフレーションの様相強まる。</p> <p>金融財政政策 中央銀行は景気後退リスクを意識しつつも、インフレ退治を優先し、利上げを再開。日銀は自国第一主義の蔓延が国内景気に与える影響を配慮しつつも、追加利上げ姿勢を維持。</p> <p>市場見通し 景気後退と物価上昇のリスクの狭間で中央銀行はインフレ退治に注力、イールドカーブはヘアフラット化。</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>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>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>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>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</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	4	3	3	3	3	4	インフレ	3	3	3	3	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>2</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>1</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>金融政策</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>4</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	2	1	1	2	2	1	インフレ	3	3	3	3	3	3	金融政策	4	4	4	4	4	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	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	3	3	3	3	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	2	1	1	2	2	1																																																																																																													
インフレ	3	3	3	3	3	3																																																																																																													
金融政策	4	4	4	4	4	3																																																																																																													

※今後1年程度の見通しは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 ノーランディング	④ スタグフレーション
米国	2年	3.3%	3.6%	4.7%	4.7%
	5年	2.8%	3.2%	4.9%	4.9%
	10年	3.0%	3.5%	5.1%	5.0%
	30年	3.5%	4.1%	5.9%	5.5%
ユーロ圏	2年	1.1%	1.9%	3.3%	3.3%
	5年	1.2%	1.7%	3.3%	3.3%
	10年	1.4%	1.8%	3.3%	3.3%
	30年	1.6%	2.0%	3.7%	3.4%
イギリス	2年	4.0%	4.4%	5.1%	5.1%
	5年	3.4%	4.0%	5.2%	5.2%
	10年	3.4%	3.9%	5.3%	5.2%
	30年	3.5%	4.4%	6.0%	5.4%
カナダ	2年	2.1%	2.5%	3.6%	3.6%
	5年	2.0%	2.3%	3.9%	3.9%
	10年	2.2%	2.5%	4.1%	4.0%
	30年	2.4%	3.0%	4.6%	4.2%
豪州	2年	3.2%	4.0%	4.7%	4.7%
	5年	2.9%	3.6%	4.7%	4.7%
	10年	3.1%	3.7%	4.9%	5.0%
	30年	3.3%	4.2%	5.6%	5.8%
日本	2年	0.4%	0.6%	1.0%	1.0%
	5年	0.4%	0.8%	1.3%	1.3%
	10年	0.6%	1.1%	1.7%	1.6%
	30年	1.4%	1.9%	2.8%	2.4%
中国	2年	0.8%	1.1%	1.9%	1.9%
	5年	0.6%	0.9%	2.2%	2.2%
	10年	0.9%	1.4%	2.5%	2.3%
	30年	1.5%	2.6%	3.1%	2.6%

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 ノーランディング	④ スタグフレーション
米ドル	140.0	150.0	165.0	160.0
ユーロ	141.4	169.5	179.9	155.2
英ポンド	170.8	201.0	214.5	188.8
カナダ・ドル	94.6	110.3	118.7	110.3
豪ドル	81.2	105.0	110.6	97.6
人民元	18.9	21.1	22.9	21.1

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。

4131633