



パブリック債券

2025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、**トランプスランプ**、**ソフトランディング**、**財政バズーカ**、**スタグフレーション**、としました。従来の**急降下**、**ノーランディング**シナリオを除外し、新たに**トランプスランプ**、**財政バズーカ**シナリオを組み入れました。

米国のトランプ政権の打ち出す自国第一主義は、米国がこれまで築き上げた自由貿易体制、安全保障の枠組みを崩壊させ、国際秩序の混乱をもたらしています。不安定な世界経済の歩みにもかかわらず米国だけが繁栄を続けてきたことから主張されてきた米国例外主義に対する懐疑的な見方が強まっています。**トランプスランプ**はトランプ政権がもたらす不確実性が企業の投資や家計消費を冷え込ませ、景気後退色が強まるシナリオです。また、**財政バズーカ**では、地政学的リスクや自国第一主義が高まる中で米国の安全保障への関与が低下し、欧州を筆頭に軍事費拡大を契機として各国が財政拡張を加速させると想定します。一方、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するとともに自国第一主義が蔓延し、世界経済の縮小均衡を招いた結果、景気後退と物価上昇が同時進行する**スタグフレーション**シナリオを念頭に置く必要性は残されています。もっとも、日本を除き、世界的に中央銀行の金融政策が利下げ局面にある中で、金融引き締め効果が低減され、雇用市場の減速や緩やかな需要の減退によってインフレ懸念を鎮静化することができれば、景気の**ソフトランディング**が実現する可能性も残ります。

シナリオ① トランプスランプ

- ・ トランプ政権は国際秩序の混乱をもたらし、米国例外主義への疑念を招く
- ・ 不確実性の高まりや国家に対する信認低下は民間部門の投資を抑制
- ・ 景気後退色強まり、金融緩和が強化され、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つつ、利下げを慎重に進め、景気の軟着陸を図る
- ・ 軟着陸後の景気回復への期待からイールドカーブはブルスティープ化

シナリオ③ 財政バズーカ

- ・ 地政学的リスクや自国第一主義の高まりが各国の財政拡張を加速
- ・ 中央銀行は景気に中立的な金利水準を模索しつつ、金融引き締めを志向
- ・ 財政リスクプレミアムが増大し、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
- ・ 中央銀行は景気よりもインフレ退治を優先させ、イールドカーブはベアフラット化

2. 2025年3月の最新シナリオ詳細

シナリオ① トランプスランプ

トランプ政権は国際秩序の混乱をもたらし、米国例外主義への疑念を招く展開が予想されます。**不確実性が高まる中、投資家がリスク回避姿勢を強める**ことで資産価格が下落するとともに、**国家に対する信認低下によって民間部門の投資が抑制**されると見えています。

インフレについては、国家に対する信認が低下する中、**民間セクターの消費や投資意欲が減退した結果、世界的に需要が消失**するとともに、**景気後退色の強まりから、デフレ懸念が台頭**すると見えています。景気後退色が強まり、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**金融緩和を強化し、安全資産への資金回帰が進行**する中、**イールドカーブはブルフラット化**すると予想します。

シナリオ② ソフトランディング

雇用市場の減速とともに、需要も緩やかに減退し、**経済の減速が適度に進行**する中で、家計や企業は健全なバランスシートを維持するとみえています。海外中央銀行の利下げのサポートもあり、**ゴールドロックスの様相が強まった結果、資産価格が上昇し、消費が下支え**されると考えます。

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至ると想定しています。金融政策については、**経済が適度に減速**する中、海外中央銀行は**中立金利に向けた金融政策の調整を継続**すると予想されます。イールドカーブは軟着陸後の景気回復への期待からブルスティープ化が見込まれます。

シナリオ③ 財政バズーカ

米国の安全保障への関与が薄まり、地政学的リスクや自国第一主義が高まる中で、**軍事費の拡大を中心に各国の財政拡張が進行**すると予想されます。また、**財政支出が需給ギャップを需要超過方向に引き上げ、財政規律が緩む中、好景気が継続**すると見えています。

インフレは、旺盛な需要を背景に財・サービスともに**価格転嫁が容易に進行、インフレ期待も上昇**すると考えます。財政支出が需要を生み出し、価格転嫁が容易となる中、中央銀行は景気に中立な金利水準を模索しつつ、**金融引き締めを志向**すると考えます。イールドカーブは**財政リスクプレミアムが増大し、ヘアスティープ化**が想定されます。

シナリオ④ スタグフレーション

自国第一主義が蔓延した結果、**世界経済は縮小均衡**へ向かうと見込まれます。また、関税引き上げ、移民流入制限によるコストプッシュインフレが消費者の購買力を低下させ、**物価高と景気後退が同時進行**すると見えています。

インフレは、移民流入制限により賃金が高止まるとともに、関税引き上げを企業は価格転嫁した結果、**家計の消費意欲が減退する中でもインフレ期待が高騰**すると見えています。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。中央銀行が景気よりもインフレ退治を優先した結果、イールドカーブのヘ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 トランプスランプ		② ソフトランディング		③ 財政バズーカ		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%	2.3%	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	4.8%	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%	1.2%	1.9%	0.5%	0.0%
	インフレ率	2.2%	0.5%	1.0%	1.8%	1.8%	2.2%	2.4%	2.7%	2.5%
	失業率	8.5%	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	1.2%	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	5.9%	3.5%	3.5%	4.5%	4.2%	5.0%	5.0%	4.3%	4.0%
	インフレ率	1.6%	-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 トランプスランプ

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

2025年の米国の成長率が2.3%、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 財政バズーカ

世界的な財政拡張の恩恵を受ける米国の2025年の成長率が3.5%となる一方、財政による乗数効果の乏しいユーロ圏の2025年の成長は1.2%にとどまり、潜在成長率を超えるのは2026年になると予想します。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2.2%、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、財価格の上昇が交易条件の悪化につながるユーロ圏については0.5%とわずかなプラスにとど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 トランプスランブ	シナリオ ② ソフトランディング	シナリオ ③ 財政バズーカ	シナリオ ④ スタグフレーション																																																																																																																
<p>トランプ政権は国際秩序の混乱をもたらし、米国例外主義への疑念を招く。不確実性の高まりや国家に対する信認低下は民間部門の投資を抑制。景気後退色強まり、金融緩和が強化され、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つつ、利下げを慎重に進め、景気の軟着陸を図る。軟着陸後の景気回復への期待からイールドカーブはブルステイプ化。</p>	<p>地政学的リスクや自国第一主義の高まりが各国の財政拡張を加速。中央銀行は景気に中立的な金利水準を模索しつつ、金融引き締めを志向。財政リスクプレミアムが増大し、イールドカーブはヘアステイプ化。</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。中央銀行は景気よりもインフレ退治を優先させ、イールドカーブはヘアフラット化。</p>																																																																																																																
<p>マクロ環境 (GDP) トランプ政権は国際秩序の混乱をもたらし、米国例外主義への疑念を招く。不確実性が高まる中で投資家はリスク回避姿勢を強め、資産価格が下落。国家に対する信認低下は民間部門の投資を抑制。</p>	<p>マクロ環境 (GDP) 雇用市場の減速とともに、需要も緩やかに減退。経済の減速が適度に進行する中、家計や企業のバランスシートは健全性を維持。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下支え。</p>	<p>マクロ環境 (GDP) 米国の安全保障への関与が薄まり、地政学的リスクや自国第一主義の高まり、軍事費の拡大を中心に各国の財政拡張が進行。財政支出が需給ギャップを需要超過方向に引き上げ、財政規律が緩む中、好景気が継続。</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。関税引き上げ、移民流入制限によるコストプッシュインフレは消費者の購買力を低下させ、物価高と景気後退が同時進行。</p>																																																																																																																
<p>マクロ環境 (インフレ) 国家に対する信認が低下する中、民間セクターの消費や投資意欲が減退。世界的に需要が消失。景気後退色の強まりから、デフレ懸念台頭。</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) 旺盛な需要を背景に財、サービスともに価格転嫁が容易に進行、インフレ期待も上昇。</p>	<p>マクロ環境 (インフレ) 移民流入制限により賃金は高止まり。関税引き上げを企業は価格転嫁し、家計の消費意欲が減退する中でもインフレ期待は高騰。</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 経済が適度に減速する中、海外中央銀行は中立金利に向けた金融政策の調整を継続。日銀も景気動向を見極め、追加利上げの機会を模索。</p>	<p>金融財政政策 財政支出が必要を生み出し、価格転嫁が容易となる中、中央銀行は景気に中立な金利水準を模索しつつ、金融引き締めを志向。海外経済の好調さを受け、日銀は追加利上げに前向き。</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 安全資産に投資資金が回帰、長短金利は低下。景気後退色が強まり、金融緩和が強化される中で、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 軟着陸後の景気回復への期待から、イールドカーブはブルステイプ化。日米金利差縮小により米ドル円は下落。</p>	<p>市場見通し 財政リスクプレミアムが増大し、イールドカーブはヘアステイプ化。通貨はキャリートレードが活発。</p>	<p>市場見通し 中央銀行は景気よりもインフレ退治を優先させ、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>2</td> <td>2</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	2	2	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	2	2	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GDP、インフレ、金融政策の方向性は5段階評価で、1に近付くにつれて減速（緩和）、5に近付くにつれて加速（引き締め）を示す

シナリオ別、年限別の各国金利見通し

		① トランプスランプ	② ソフトランディング	③ 財政バズーカ	④ スタグフレーション
米国	2年	3.6%	4.0%	4.7%	4.7%
	5年	3.1%	3.6%	4.9%	5.0%
	10年	3.1%	3.9%	5.1%	5.1%
	30年	3.4%	4.6%	5.9%	5.2%
ユーロ圏	2年	2.0%	2.4%	3.1%	3.1%
	5年	1.7%	2.1%	3.3%	3.3%
	10年	1.8%	2.2%	3.5%	3.5%
	30年	1.9%	2.7%	4.0%	3.6%
イギリス	2年	3.8%	4.1%	4.9%	4.9%
	5年	3.2%	3.8%	5.1%	5.1%
	10年	3.3%	3.8%	5.3%	5.2%
	30年	3.5%	4.4%	6.0%	5.4%
カナダ	2年	2.3%	2.6%	3.4%	3.4%
	5年	2.0%	2.3%	3.7%	3.7%
	10年	2.2%	2.5%	4.0%	4.0%
	30年	2.4%	2.9%	4.6%	4.1%
豪州	2年	3.0%	3.7%	4.5%	4.5%
	5年	2.8%	3.4%	4.6%	4.6%
	10年	3.1%	3.6%	4.9%	5.0%
	30年	3.3%	4.1%	5.8%	5.8%
日本	2年	0.6%	0.8%	1.2%	1.2%
	5年	0.5%	0.8%	1.5%	1.5%
	10年	0.7%	1.0%	2.0%	1.9%
	30年	1.4%	2.0%	3.2%	2.6%
中国	2年	1.0%	1.4%	2.1%	2.1%
	5年	0.7%	1.2%	2.5%	2.5%
	10年	1.0%	1.6%	2.7%	2.6%
	30年	1.5%	2.7%	3.4%	2.6%

シナリオ別、為替見通し (対円レート)

	① トランプスランプ	② ソフトランディング	③ 財政バズーカ	④ スタグフレーション
米ドル	135.0	145.0	155.0	160.0
ユーロ	155.3	159.5	186.0	160.0
英ポンド	168.8	198.7	206.2	193.6
カナダ・ドル	99.3	106.6	110.7	108.1
豪ドル	77.0	100.1	102.3	96.0
人民元	18.8	21.3	22.1	21.6

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。

4363030