

2025年1月17日

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. ベアリングス世界景気循環図モデルの改善について

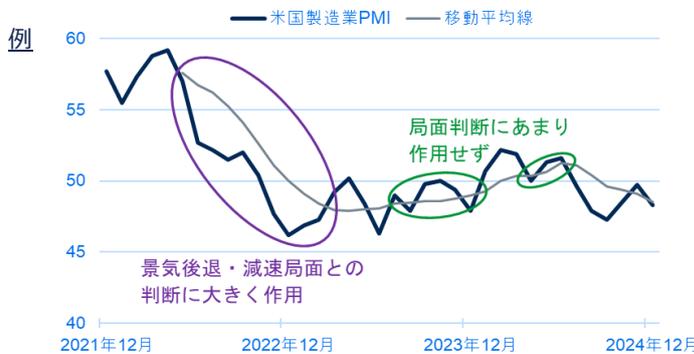
弊社はベアリングス世界景気循環図モデルの見直しを行い、改良版の開発に至り、これを2025年1月よりご案内させていただくこととしました。モデルの算出に使用する経済指標を幅広く採用し、局面変化の大局を捉えることを主眼にし、頻繁な局面変化のサインが生じることを抑えることで、旧モデルからの改良を図りました。主な変更点は以下の2点です。

① 経済指標の変更

旧モデルでは、OECD景気先行指数、製造業PMI、各国向けの日本の工作機械受注を共通で用いていたほか、国によってその他のデータも加えていました。その結果、製造業の景況感に左右されやすくなるほか、一部の国では一つのデータの変動に振られるといった課題がありました。改良モデルでは、より広範囲の分野をカバーするために、これまで加味できていなかった消費者の景況感や、求人数、労働時間といった労働市場データを追加しました。また、日本の工作機械受注の各国向けの受注を景気動向の先行指標として見てきましたが、毎月のぶれが大きいうえ、特定の業種に偏りがあるため除外しました。今後は全ての国で、**景気先行指数、製造業PMI、消費者信頼感、労働市場、その他（各国の経済構造を鑑みて選択）の5つのデータ**を使用します。

② “変化”の計測方法の変更

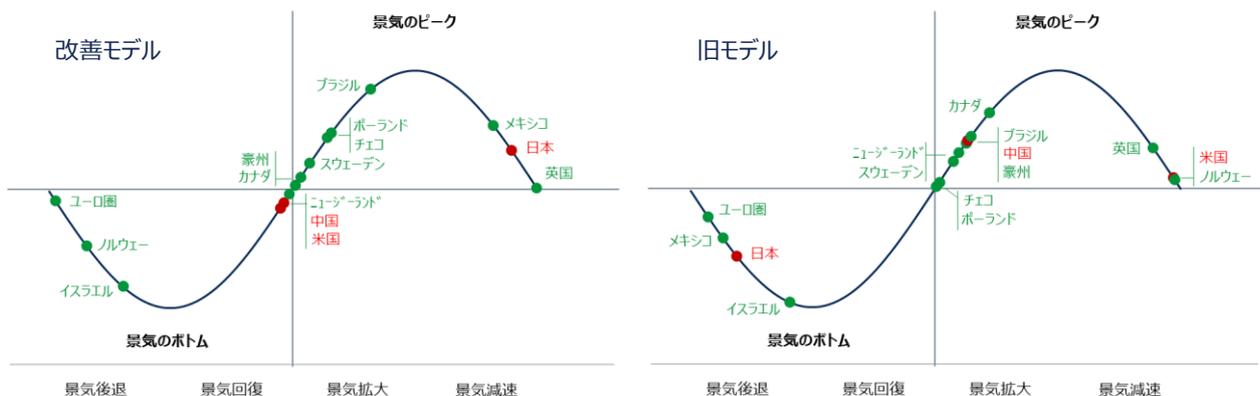
経済指標の足元の“水準”がこれまでのピークからボトムまでのどの位置にあるかで経済活動の強弱を判断し、“変化”によって景気の拡大・縮小の方向性を決めることは、改良モデルでも同様です。旧モデルでは、経済指標の“変化”を6ヶ月前からの変化率で計測し、その正負に応じて景気の拡大・縮小を決定していたことが、局面変化を頻繁に生じさせる原因でした。**改良モデルでは、直近の経済指標値を6ヶ月前の数値とだけ比べることを避け、基調的な動きを表す移動平均値と比較します。**そうすることで、その指標は現在のトレンドよりも上にあるのか下にあるのか、さらには移動平均線からどの程度乖離しているのかを見て、指標の潮目の変化を感じ取ることができます。



2022年半ばから2023年3月まで、米国製造業PMIは移動平均線よりも下方かつ乖離も大きく、米国景気が縮小方向にあることを強く示唆していました。その後は移動平均線を頻繁に跨いで推移しましたが、移動平均線との距離は小幅でした。つまり、トレンド通りであったと解釈され、モデルの局面変化には大きな影響を与えませんでした。

・ 改善モデルと旧モデルの比較（2024年12月時点）

米国例外主義といわれるように経済が堅調さを保つ米国は景気回復局面（旧モデル:景気減速）、金融緩和や経済対策によって景気浮揚が期待されるも、民間部門の需要の弱さが残る中国は景気回復局面（旧モデル:景気拡大）、経済データがオントラックに推移していると、日銀が追加利上げの機会を窺う日本は景気減速局面（旧モデル:景気後退）にそれぞれあることなどが主な違いです。景気の全体観や中央銀行の評価などと照らして、大きな違和感はないと考えています。



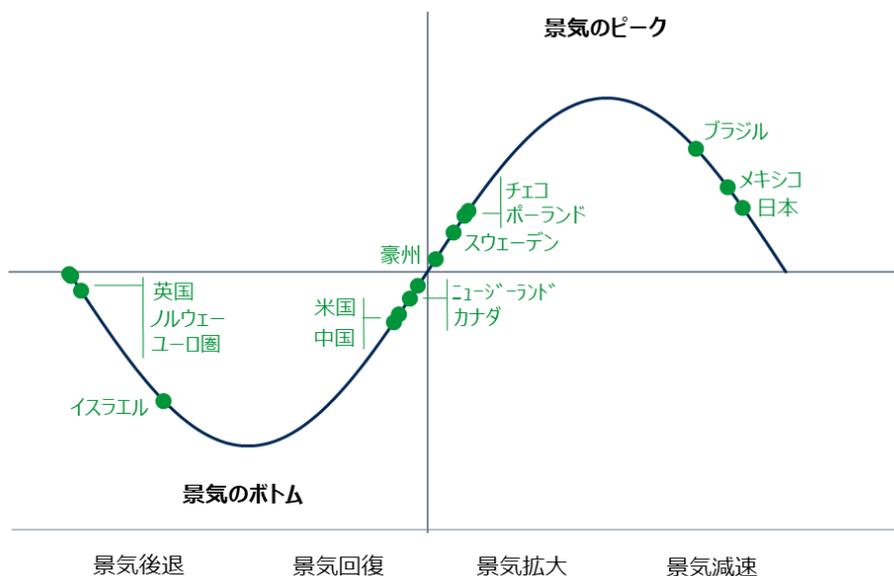
2025年1月17日

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

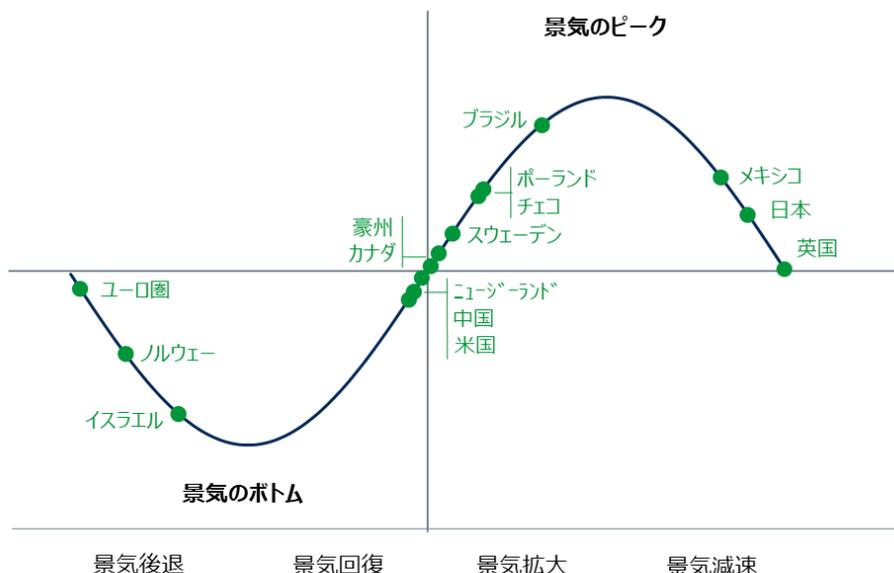
2. 2025年1月の状況と、2024年12月からの変化

今月は局面変化のあった国が少なく、米国は景気回復局面、ユーロ圏は景気後退局面、日本は景気減速局面をそれぞれ維持し、全体的な位置関係はあまり変わりませんでした。その中、英国は製造業PMIや求人件数の水準がわずかに低下したことで、景気減速局面から景気後退局面へとシフトしました。カナダは中央銀行が2024年10月と12月に連続で0.5%の大幅利下げを決定したように、景気や労働市場の弱さがはっきりとしており、景気拡大局面から景気回復局面へと後退しました。ブラジルはインフレ圧力の高まりを理由に中央銀行が2024年9月に利上げサイクルを開始した影響からか、企業や消費者のソフトデータに陰りが見え始め、景気減速局面へと移りました。

2025年1月時点のベアリングス世界景気循環図



2024年12月時点のベアリングス世界景気循環図



上記は景気循環の状況をあくまで簡単な例として示すものであり、今後の各国の経済情勢を示唆または保証するものではありません。

出所：Markitの製造業PMI指数などを基にベアリングス・ジャパンが作成

2025年1月17日

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

3. 先進国ソブリン債券チームの今後の見通し

ベアリングス世界景気循環図で景気回復局面にある米国では、2025年に入っても好調な経済指標が相次ぎ、他の主要国の景気が振るわない中、米国経済のみが至って堅調な状況が続いています。米連邦準備制度理事会（FRB）は労働市場の減速を懸念した結果、2024年9月に利下げを開始しました。ただその労働市場では、今月発表された2024年12月の非農業部門雇用者数は市場予想を上振れ、失業率は低下し、FRBの懸念を払拭する力強さを示しました。景気の面でもサービス業は長らく堅調なほか、製造業でも2024年12月のISM製造業景況指数が改善し、好不況の境目を示す50に迫っています。市場では一部でFRBの利下げが終了したとの見方も出ており、利下げ期待が後退する格好で金利が上昇傾向にあります。現在の米国の政策金利は、景気を熱しも冷ましもしない中立水準より上にあると見られることから、私もFRBの利下げサイクルが終わったとは考えておりません。しかし、インフレの減速が物価目標達成を前に停滞している現状も踏まえて、FRBの追加利下げへの慎重さは増すと思われ、米金利が高止まる状況を想定する必要はありそうです。

一方、米国以外の海外では、インフレや景気の減速が進んでいます。豪州では中央銀行が2024年12月会合でインフレ抑制に対して自信を示したほか、実体経済については足元のデータは想定に比べてやや軟調だと評価し、ハト派姿勢に傾きました。その後、物価の基調的な動向を示す月次指標は減速を示しました。より広範囲な品目がカバーされ、中央銀行が重視する四半期データにも減速が波及するかが重要です。ノルウェーでもインフレ指標が下振れ、中央銀行の物価目標達成が目前に迫っています。これら豪州とノルウェーは未だ利下げ開始に至っていませんが、そのタイミングは着実に近づいており、利下げ余地がまだ残されていることから、今年の債券投資に有望な国になりえると注目しています。

景気循環図で景気減速局面にある日本では、日銀が2024年12月会合での追加利上げを見送りました。植田総裁は「データがオントラック（想定通り）に推移しているという意味では近づいている」と、利上げ時期が迫っていることを以前示唆していましたが、最終的には賃金の動向や米次期政権の政策の行方などの様子を見たい意向を示しました。ただ今月には、日銀支店長会議で賃上げにまつわる前向きな報告が多かったとすうえで、トランプ氏の就任演説から新政権の政策も合わせて精査し、1月会合で「利上げを行うかどうか議論し判断したい」と、植田総裁は明言しました。米金利が上昇し、円安に歯止めがかかっていないことから、利上げをしないリスクも相応に考慮していると考えられ、早晩、日銀は追加利上げに踏み切るものと見ています。

（ご参考）ベアリングス世界景気循環図とは

各国の景気サイクル（景気後退、景気回復、景気拡大、景気減速）の位置を把握する目的で作成

- 定量的アプローチにより、各国の相対的な位置付けを1つの曲線上に表示
- 経済指標の直近値と移動平均値との比較により、各国の景気の拡大・縮小の方向性を判断
- 各国の過去最大5年間のデータに対する現在の水準を、景気のピークからボトムの間で表示

使用している主なデータは以下

- 経済協力開発機構（OECD）景気先行指数
- 製造業購買担当者景気指数（PMI）
- 消費者信頼感指数
- 求人件数、労働時間、失業率などの労働市場データ

ベアリングス・ジャパン株式会社

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。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
4167186