



パブリック債券

ベアリングス・ グローバル・マクロシナリオ

INSIGHTS

長期運用の安定的な収益確保には、グローバルな視点から中長期的な景気循環や構造変化を捉え、短期的なノイズを排除した経済・市場の全体像を正しく捉えることが重要です。一方、複雑に変化する世界経済の将来を展望するには、単一の視点に固執することなく、複眼的な視野も必要であると考えます。

ベアリングス・ジャパンでは、世界経済の先行きを独自の視点から展望し、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。

これまで原則として非公表としてきたベアリングス・グローバル・マクロシナリオについて、定期的にレポートとして公表することとし、広く投資家の皆さまのご高覧を賜り、ご意見など頂戴できれば幸いに存じます。

2023年6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

シナリオ 1

急減速

- ・ 累積的な利上げが需要の低迷と景気の急減速を招く
- ・ 金融システムに対する懸念が継続し、マネーの伸びは急激に縮小
- ・ 中央銀行が金融引き締めから緩和へと転換し、イールドカーブはブルスティープ化

シナリオ 2

スタグフレーション

- ・ 需要の鈍化と供給制約の根強さが継続
- ・ 物価上昇が持続するとともに、景気悪化が進行
- ・ 中央銀行がインフレ退治に注力した結果、イールドカーブはベアフラット化

シナリオ 3

インフレ時代突入

- ・ 需要の底堅さと供給不足が長期化し、インフレ目標を上回る水準で需給は均衡
- ・ 物価の高止まりにより、中央銀行によるインフレ退治が困難さを増す
- ・ 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

今回は従来の「急減速」、「スタグフレーション」、「日本化再来」の各シナリオに、シナリオ③として「インフレ時代突入」を新たに加えました。中央銀行が大幅に金融引き締めを行っているにもかかわらず、サービス価格などの一部の品目の物価下落の動きは緩慢です。このような物価の粘着性は金融政策で対処可能なのか、もしくは構造的な要因によって対処が困難になっているのかを見極める分岐点に差し掛かっていると考えます。後者の場合は、需給の構造変化を反映した高めのインフレ率を前提にした新常态での金利見通しが必要になると考え、新たなシナリオとして採用していくこととしました。

シナリオ詳細

シナリオ①の「急減速」では中央銀行による累積的な金融引き締め効果が顕在化し、景気減速が鮮明化していきます。2023年後半に欧米ともに景気後退に陥った後、2024年にかけて停滞局面が継続し、中国では消費鈍化や不動産市況の悪化により潜在成長率を下回る4%以下の成長率に落ち込むことを予想します。また、金融システムに生じた亀裂が拡大し、信用収縮からマネーサプライは急減速すると見ています。

この結果、粘着性が高いサービス価格にも物価下落圧力が生じ、欧米のインフレは2%目標へ向け低下、米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）は早ければ2023年後半にも利下げを開始する見通しです。イールドカーブは全般的にブルスティープ化するものと見られます。

シナリオ②の「スタグフレーション」では、中央銀行による金融引き締めによって需要鈍化が進展するものの、供給制約が根強く残存した結果、**景気鈍化と物価上昇が併存する局面が長期化**します。世界経済は、生産活動の停滞により、減速局面に向かうものの、企業の労働力を確保する意向は根強く、2023年の米国の失業率は4.5%、欧州で6.5%程度で推移すると見込んでいます。また、雇用や消費の底堅さから欧米ともプラス成長を維持すると考えますが、**インフレは確実に消費者の購買力を奪い、将来不安から成長期待を低下させると見ています。**

こうした状況下では企業の価格転嫁の動きが継続し、また賃金も上昇基調を辿ることから、欧米のインフレ率は4%以上に高止まることが見込まれます。金融政策については、中央銀行はインフレ重視の姿勢を崩さず、金融引き締めを継続すると予想されます。もっとも、2024年以降は景気後退が現実味を増し、各国中央銀行は利下げ余地を探る展開になると考えます。イールドカーブはベアフラット化を予想します。

シナリオ③の「インフレ時代突入」では、中央銀行の大幅な利上げにもかかわらず、需要が底堅さを維持するとともに、供給制約は直ちには解消せず、**中央銀行のインフレ目標を上回る水準で需給が均衡**していくことを想定しています。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。

構造的な要因と堅調な需要を背景に企業の価格転嫁が進行することによって、欧米では中央銀行のインフレ目標を上回る3.5%以上のインフレが継続すると見ています。その結果、金融政策のインフレ抑制効果への限界が露呈するとともに、**中央銀行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の「日本化再来」は、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。コロナ禍後の消費ブームは過ぎ去り、過剰負債、過剰雇用、過剰設備の3つの過剰が浮き彫りとなります。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移行すると予想します。

供給制約が解消されることにより、コストプッシュ型のインフレが弱まるとともに、景気停滞によって需要面でのインフレ圧力も減退し、ディスインフレが定着すると予想されます。**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ています。イールドカーブは全般的にブルフラット化するものと見られます。

2023年のシナリオ別の各国経済見通し

		シナリオ								
		平均	1: 急減速		2: スタグフレーション		3: インフレ時代突入		4: 日本化再来	
			過去10年	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023
米国	成長率	2.1%	0.5%	0.0%	1.0%	1.0%	2.5%	2.0%	-1.0%	-1.5%
	インフレ率	2.4%	2.8%	1.5%	4.5%	4.0%	3.5%	3.5%	1.5%	1.0%
	失業率	5.5%	5.0%	5.5%	4.5%	5.5%	3.5%	4.0%	6.0%	6.5%
ユーロ圏	成長率	1.2%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	1.5%	2.0%	-0.5%	0.0%
	インフレ率	1.9%	3.3%	1.5%	5.0%	4.0%	3.5%	4.0%	1.5%	0.5%
	失業率	9.4%	7.5%	8.0%	6.5%	7.5%	6.0%	5.5%	8.0%	8.5%
日本	成長率	0.6%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%	2.0%	1.5%	-0.5%	-1.0%
	インフレ率	0.7%	1.5%	1.0%	2.5%	2.5%	3.0%	3.0%	0.0%	-0.5%
	失業率	3.1%	2.7%	3.0%	3.0%	3.5%	2.5%	2.5%	3.5%	4.5%
中国	成長率	6.4%	4.0%	3.5%	4.5%	4.0%	5.5%	5.5%	3.5%	2.5%
	インフレ率	2.1%	2.0%	0.5%	2.5%	2.0%	3.0%	3.0%	1.5%	-0.5%
	失業率	4.0%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	3.5%	4.0%	6.0%	6.5%

シナリオ①の「急減速」では、米国の成長率が0.5%に鈍化、ユーロ圏が0%成長に陥ると予想します。日本の成長率は0%、中国では4%への減速を見込んでいます。結果として、インフレ率は米国で2.8%、日本が1.5%、中国で2%、ユーロ圏では足元のインフレ率の高さを反映し、3.3%へ低下すると考えます。

シナリオ②の「スタグフレーション」では、米国の成長率が1%、ユーロ圏、日本が0.5%、中国が4.5%と、シナリオ①の「急減速」ほどの景気悪化には至らないと見ています。一方で、インフレ率は、米国で4.5%、ユーロ圏で5%とインフレ目標を大きく上回ると予想します。日本、中国はいずれも2.5%と、米国やユーロ圏に比べると緩やかな物価上昇を見込んでいます。

シナリオ③の「インフレ時代突入」では、米国の成長率が2.5%、ユーロ圏が1.5%と潜在成長率並み、もしくはやや上回る水準を想定します。日本は2%、中国では5.5%と他国に比べて金融緩和的な状況を反映し、景気の堅調な推移を予想します。一方、インフレ率は米国、ユーロ圏で3.5%と、いずれもインフレ目標を上回ると見ています。日本や中国でも良好な経済環境を反映し、3%の物価上昇を見込んでいます。

シナリオ④の「日本化再来」では、米国の成長率が-1.0%、ユーロ圏が-0.5%と景気は大きく落ち込むと見ています。日本においても-0.5%、中国では3.5%と大幅な景気悪化は免れないと考えます。その結果、インフレ率は米国、ユーロ圏でインフレ目標の2%を下回る1.5%、日本に至っては0%とデフレーションやデフレとの戦いに戻ると予想します。中国においても、景気悪化の影響から1.5%の物価上昇を見込んでいます。

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： スタグフレーション	シナリオ 3： インフレ時代突入	シナリオ 4： 日本化再来																																																																																																																
シナリオのメインテーマ	シナリオのメインテーマ	シナリオのメインテーマ	シナリオのメインテーマ																																																																																																																
<p>累積的な金融引き締め効果が需要減退を招き、景気減速が鮮明化。金融システム不安は払拭できず、信用収縮からマネーサプライは急減速。 中銀は引き締め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>マクロ環境 (GDP)</p> <ul style="list-style-type: none"> 欧米ともに景気後退に陥り、24年にかけて停滞局面が継続。中国では消費や不動産市況の悪化が進行。世界的な需要低迷により、経済成長は潜在成長率を下回る。 <p>マクロ環境 (インフレ)</p> <ul style="list-style-type: none"> 景気悪化の影響がサービス価格にも反映され、インフレ率は2%に向け低下。 <p>金融財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> ECB、FRBとも23年後半にも利下げ開始。日銀はYCCを撤廃するものの、インフレの伸び率鈍化により、金利上昇は限定的。 <p>市場見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> 景気後退により、米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>需要鈍化の進展は見られるものの、供給制約が根強く残存し、景気鈍化と物価上昇が併存する局面が長期化。 中銀はインフレ抑制重視の姿勢を崩さず、金融引き締めが継続し、景気悪化が進行。 イールドカーブはベアフラット化。</p> <p>マクロ環境 (GDP)</p> <ul style="list-style-type: none"> 需要鈍化による生産活動の停滞は生じるものの、米国の雇用市場の逼迫感は解消せず、消費は底堅く推移。金融引き締めによって世界景気は減速局面に向かうものの、企業の労働力を確保する意向は根強く、失業率は低位で推移。 <p>マクロ環境 (インフレ)</p> <ul style="list-style-type: none"> 価格転嫁の進行や賃金上昇により、インフレ率は高止まり。 <p>金融財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 高インフレを受け、中銀は引き締めを継続。FRBは政策金利を6%まで引き上げるも、24年以降、各国中銀は利下げ余地を探る。 <p>市場見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> 金融引き締めの継続と先行きの景気悪化懸念により、イールドカーブはベアフラット化。日本と米欧諸国の金利差拡大から、円安基調が定着。 	<p>需要は底堅さを維持、供給制約の解消は直ちには見通せず、中銀のインフレ目標を上回る水準で需給は均衡。 物価高止まりによって高めのインフレ期待が定着し、中銀のインフレ退治が困難さを増す。 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>マクロ環境 (GDP)</p> <ul style="list-style-type: none"> グローバル化の後退、人口減に伴う構造的な雇用逼迫が持続。需要の底堅さを背景に企業は価格転嫁を進め、物価同時進行。 <p>マクロ環境 (インフレ)</p> <ul style="list-style-type: none"> サプライチェーン強靱化は構造的なインフレ圧力を招くものの需要堅調を背景に価格転嫁進行。 <p>金融財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 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>市場見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> 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>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)</p> <ul style="list-style-type: none"> 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>マクロ環境 (インフレ)</p> <ul style="list-style-type: none"> 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>金融財政政策</p> <ul style="list-style-type: none"> 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>市場見通し</p> <ul style="list-style-type: none"> 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。 																																																																																																																
今後1年程度の見通し (※)	今後1年程度の見通し (※)	今後1年程度の見通し (※)	今後1年程度の見通し (※)																																																																																																																
<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>2</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>1</td> <td>2</td> </tr> <tr> <td>インフレ</td> <td>2</td> <td>2</td> <td>2</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	1	2	1	1	1	2	インフレ	2	2	2	2	2	1	金融政策	2	2	2	2	2	2	<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>4</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>3</td> <td>2</td> </tr> <tr> <td>金融政策</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>4</td> <td>4</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	4	4	4	4	3	2	金融政策	4	4	4	4	2	2	<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	<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>2</td> <td>2</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	2	2	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	1	2	1	1	1	2																																																																																																													
インフレ	2	2	2	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	4	4	4	4	3	2																																																																																																													
金融政策	4	4	4	4	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	2	2	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

		シナリオ			
		1: 急減速	2: スタグフレーション	3: インフレ時代突入	4: 日本化再来
米国	2年	3.6%	5.3%	5.3%	2.9%
	5年	3.2%	5.3%	5.3%	2.5%
	10年	3.2%	4.8%	5.4%	2.5%
	30年	3.4%	3.4%	5.6%	2.6%
ユーロ圏	2年	2.4%	3.9%	3.9%	2.4%
	5年	1.9%	3.8%	3.8%	1.9%
	10年	2.2%	3.5%	3.8%	1.9%
	30年	2.5%	2.6%	3.9%	1.9%
イギリス	2年	4.3%	5.4%	5.4%	4.3%
	5年	3.7%	5.3%	5.3%	3.6%
	10年	3.7%	5.0%	5.5%	3.2%
	30年	4.1%	4.1%	6.0%	3.4%
カナダ	2年	3.3%	4.9%	5.0%	2.9%
	5年	2.8%	4.8%	5.0%	2.5%
	10年	2.8%	4.5%	5.2%	2.6%
	30年	2.8%	3.5%	5.6%	2.6%
豪州	2年	3.7%	4.3%	4.3%	3.4%
	5年	3.4%	4.2%	4.2%	2.7%
	10年	3.3%	4.0%	4.4%	2.6%
	30年	3.6%	3.6%	4.9%	2.7%
日本	2年	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%
	5年	0.1%	0.4%	0.4%	0.1%
	10年	0.4%	0.7%	0.9%	0.2%
	30年	1.2%	1.4%	1.9%	1.0%
中国	2年	1.8%	2.7%	2.7%	1.6%
	5年	1.7%	3.0%	3.0%	1.4%
	10年	2.1%	3.0%	3.4%	1.8%
	30年	3.1%	3.1%	4.2%	2.5%

シナリオ別、為替見通し (対円レート)

		シナリオ			
		1: 急減速	2: スタグフレーション	3: インフレ時代突入	4: 日本化再来
米ドル		135.0	150.0	155.0	130.0
ユーロ		149.9	160.5	161.2	152.1
英ポンド		159.3	183.0	204.6	175.5
カナダドル		97.8	111.1	120.2	100.0
豪ドル		85.1	105.0	111.6	85.8
人民元		18.2	20.4	22.0	18.7

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。
2978895