



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

ECBは金利上昇をどこまで容認するか？



2021年3月30日



ダレン・ウィリアムス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル・エコノミック・リサーチ・ディレクター



欧州中央銀行(ECB)の金融政策スタンスは、意図的ともいえるほど曖昧さを増しているが、その中でもひとつ確かなことがある。目先ECBは金利上昇を抑え続ける、という点だ。

2021年3月上旬、ECBは時期尚早な金融環境の引き締めを防ぐべく、量的緩和(QE)政策下での債券購入ペースの加速を発表した。これは市場予想を超えるサプライズであり、米国金利が上昇圧力にさらされている中においても、ECBはユーロ圏金利の上昇を容認しない、という強い姿勢を示すシグナルとなった。

投資家は金融政策の先行き透明性を求めているが…ECBは応えず

しかし、ECB政策理事会(以下、「理事会」)は、債券購入の予定額など踏み込んだ情報までは開示しなかつ

た。また、理事会は「全体的」や「多面的」といった言葉を好んで多用しているものの、金融環境の定義については曖昧かつ分かりづらいままとなっている。実際、ECBのラガルド総裁は金融政策における波及経路の「上流」と「下流」について語り、さらに難解さが増した格好だ。

しかし、幸いなことに、このパズルをひもとく手がかりはある。

ECBは金融環境について全体的なアプローチを志向するかもしれないが、最も注目すべき重要な変数が無リスク金利であることは明らかだ。かつて無リスク金利はECBのリファイナンス金利を指していたかもしれないが、今日においてはユーロ圏国債利回りまたはオーバーナイト・インデックス・スワップレート(OIS)の加重平均によって測定されるユーロ圏のイールドカーブ全体を指している。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年3月19日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

しかし、ECBが無リスク金利を名目ベースまたは物価変動を考慮した実質ベースのどちらで捉えているかは不明であり、この解釈の違いが理事会を大きく二分している。この分裂の根底にあるものは、金融政策の有効性をめぐる見解の相違である。

金融政策がインフレ回復にあたって主導的な役割を果たすことができると考える理事会メンバーは、政策の緩和度合いが不十分との立場を取っており、たとえインフレ期待が高まり始めても、名目金利の上昇は容認すべきでないと主張している(そうなればインフレ期待控除後の実質金利は低下し、より緩和的な政策となる)。理事会メンバーのファビオ・パネッタ氏は足元でこの主張を強く表明した(「Mind the gap(s): monetary policy and the way out of the pandemic」(英語)ご参照)。

他の理事会メンバーは、ECBによる金融政策の有効性が限界に近づいている点を懸念し、むしろ副作用への憂慮を強めている。この一派は、たとえ名目金利が上昇しても、それに先立ってインフレ期待が高まっているのであれば(実質金利と金融政策スタンスが不変であれば)、懸念にあたらないと位置付けている。

金融政策をめぐる議論:「強度」か「持続性」か？

理事会メンバーのイザベル・シュナーベル氏は先日、金融緩和の「強度」と「持続性」について語った際に、両アプローチの違いについて触れた。これは、ECBが現在抱えるジレンマを理解する上で有効な枠組みだ。詰まるところ、これはインフレ期待の高まりを好機と捉え金融緩和の強度を一層高めるべきか、それとも異例の

金融緩和をより辛抱強く長期にわたって維持する持続性を重視すべきか?という問いに帰着する。

もしドラギ前ECB総裁がまだ総裁の立場に就いていたならば、この問いに対するECBの答えは既に出ていたかもしれない。歴史を振り返ると、ドラギ氏は金融政策の「強度」重視派とみられ、「持続性」重視派を含む他の理事会のメンバーを説得・誘導しようとするだろう。しかし、現総裁のラガルド氏は、よりコンセンサス的なアプローチを志向しているため、金融政策の戦略振り返りが発表される2021年後半までは、この名目・実質(強度・持続性)論争は決着しないかもしれない。

それまでの間、ECBには2つの道がある。1つが、名目金利の上昇を抑制する道。もう1つは、実質金利に着目し、インフレ期待の変化に応じて名目金利の適正水準を調整する道だ。後者のアプローチを「ダイナミック・イールドカーブ・コントロール」と便宜上呼んでみよう。ECBのチーフ・エコノミストであるフィリップ・レーン氏は、最近のフィナンシャル・タイムズ紙のインタビューで、このアプローチについて示唆している。

ダイナミック・イールドカーブ・コントロール

ユーロ圏のインフレ期待(5年先5年物インフレ・スワップで測定)は足元で1.5%まで上昇しており、名目金利の上昇にかかわらず、実質金利は過去最低水準から数ベーシス・ポイント以内の上昇にとどまっている(図表1)。現在ECBが実質金利を重視しているとするれば、理事会はこれらの動きをそれほど懸念しないとみられる。

【図表1】 インフレ期待の上昇により、実質金利は低位で抑制
ユーロ圏各国10年国債の加重平均利回り



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
*名目加重平均利回りから5年先5年物インフレ・スワップを除算して算出
2021年3月17日現在。出所:ブルームバーグ

しかし、このアプローチには欠点もある。足元のインフレ期待の高まりは一時的なものに過ぎず、ECBによる債券買入れプログラムの強化が終了した途端に息切れとなってしまうかもしれない点だ。これは市場が債券買入れの減額またはペース鈍化をECBのインフレ目標に対するコミットメント欠如と解釈する恐れがあり、インフレ期待に対して悪影響を及ぼしかねないためだ。解決策として、名目ベースでのイーールドカーブ・コントロールへの転換が考えられるが、理事会でその実施に向けた準備は未だできていない。したがって、市場のインフレ期待が、金利上昇に対するECBの許容度を図る重要な指針となり続けるだろう。

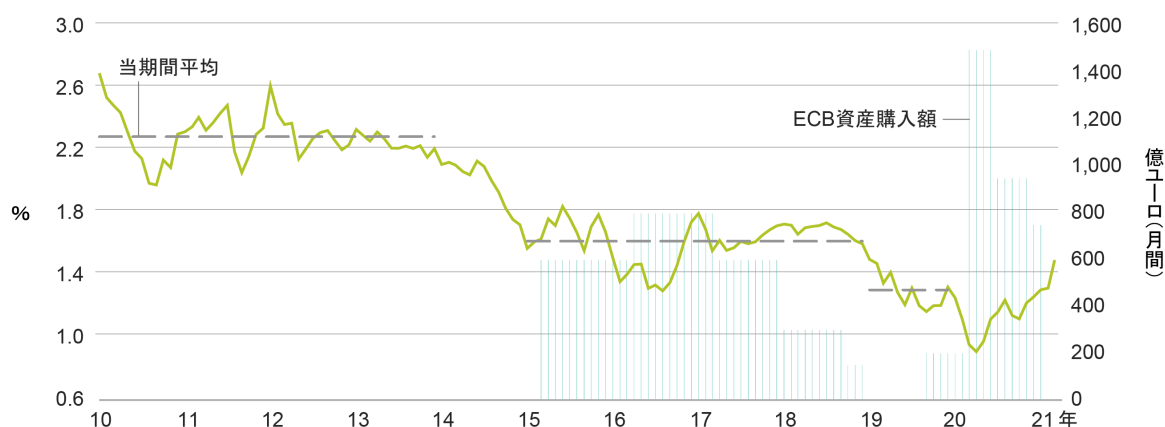
上述したように、足元でインフレ期待は上昇しており、2015年から2018年の平均値である1.6%程度で定着す

る可能性さえある(図表2)。この点を考慮すると、ECBは小幅な名目金利上昇(おそらく10～20ベース・ポイント程度)については容認するとみられる。

しかし、より大きな金利上昇については、インフレ期待が2.3%(2010年から2014年の平均値)に向けて一段の上昇を見せない限り容認されないだろう。現状さらなるインフレ期待上昇を裏付ける材料に乏しく、その実現には少なくとも米国のような(持続的な)財政拡張やECBによる革新的な金融緩和が必要となろうが、金融緩和の限界がささやかれる現状、それも容易なことではない。

そのため、アライアンス・バーンスタインでは、ECBが名目金利を現行近くの水準で維持するとみている。

【図表2】 ECBの債券購入のペース加速はインフレ期待を押し上げるか
ユーロ圏インフレ期待*とECB資産購入額



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

*5年先5年物インフレ・スワップ

2021年3月17日現在。出所:ブルームバーグ

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%（税抜3.0%）です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%（税抜1.880%）です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。