



## FRBはテーパリング着手へ向かう・・・ だが「タントラム(市場の動揺)」の懸念は小さい



2021年6月15日



エリック・ウィノグラド  
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
債券部門 シニア・エコノミスト



米国の経済成長が加速し、物価圧力が高まりつつある中、世界金融危機以降の金融緩和策の柱となってきた量的緩和策の縮小(テーパリング)に連邦準備制度理事会(FRB)がいつ着手するのかという点に、投資家の関心が向かい始めている。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ではテーパリングが差し迫っているとはみておらず、そのタイミングは2021年終盤以降になると考えている。テーパリングの開始時期がこれまでの想定よりも数カ月早くなることはあるかもしれないが、それでも市場にショックを与えることはなさそうだ。

テーパリングはいずれ利上げにつながる最初の段階に過ぎない。ABでは利上げの時期について、米国経

済の展開次第ではあるが、2022年終盤または2023年以降になると考えている。ABは2021年終盤に資産買い入れの縮小に着手するロジックは単純で、債券利回りインフレ期待の格差を示す実質利回りが過去2〜3カ月に低下していることが重要だとみている。債券利回りは上昇しているが、インフレ期待はそれ以上に上昇している。

### 実質利回りの低下で政策の柔軟性が高まる

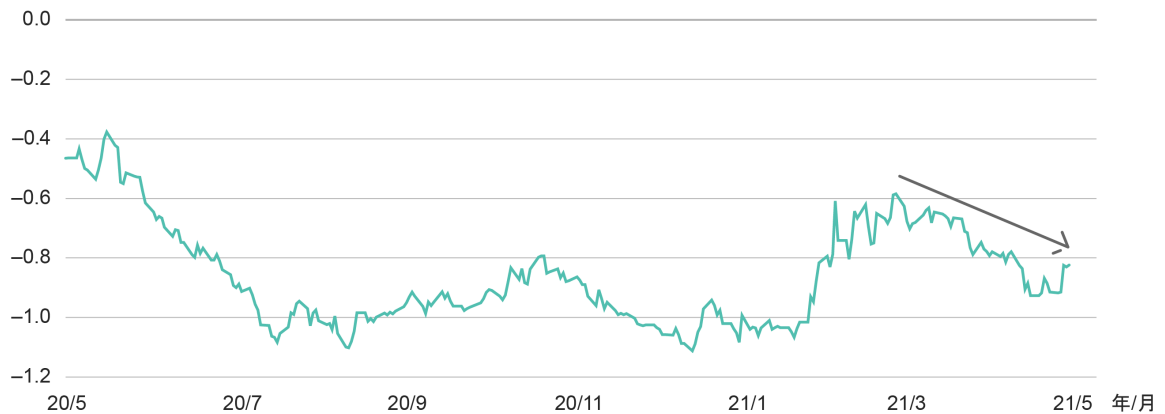
実質利回りは経済にとって重要な意味を持つため、2021年3月中旬以降の金利低下トレンド(次ページの図表1)は、経済が加速する中で金融政策が一段と緩

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5月27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ABI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。

【図表1】 実質債券利回りはここ数カ月低下している  
10年物インフレ連動国債(TIPS)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。  
2021年5月21日まで  
出所:ブルームバーグ

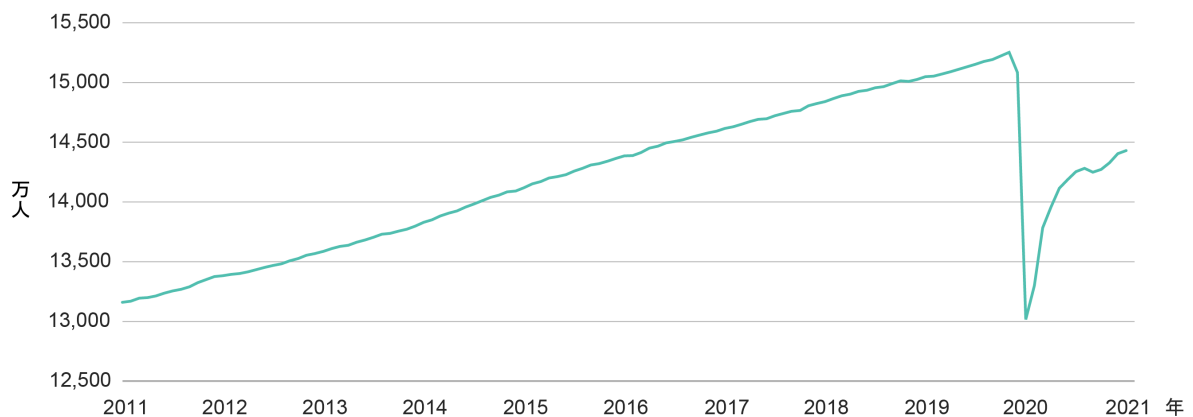
和的になっていることを意味している。FRBが金融を引き締めたいと考えているとは思わないが、新型コロナウイルスの打撃から経済が回復に向かっている今、FRBはさらなる金融緩和が必要だとは考えていないと言っても過言ではないだろう。

基本的に、実質利回りの低下はFRBにとって、テーパリングに向けた柔軟性が高まることになり、金融環境を大きく引き締めることなく名目債利回りを2%に向けて押し上げる余地が生じる。そうすれば、たとえ資産買い入れの縮小に着手しても、景気拡大を維持することが可能になる。

では、テーパリングはいつ始まるのだろうか？

FRBの基準は、完全雇用と物価安定という使命達成に向けた「著しい進展」である。米国の就労者数がコロナ禍に見舞われる前の2020年1月を800万人以上下回っている(図表2)現状では、ハードルは依然として高い。FRBは、予測だけでなく、目に見える改善の証しが必要だとの考えを明確に示しているため、テーパリングが始まるのは2021年10-12期以降になるとと思われる。その時点までには、労働市場は著しい改善を見せているだろう。

【図表2】 雇用レベルは依然としてかなり低い水準にある  
非農業部門雇用者総数



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。  
2021年4月30日まで  
出所: Federal Reserve Economic data

## 2013年のテーパータントラムの教訓

投資家の多くは債券利回りが急上昇した2013年の「テーパータントラム」の記憶が残っており、市場には多少の不安感が広がっている。ABはテーパリングそのものが市場の動揺を引き起こしたとは考えておらず、トリガーを引いたのは予想外の金融政策転換だった。FRBはその過ちから教訓を得ている。今回は市場に驚きを与えるのを避けるため、かなり前からその下地を整えるだろう。利回りはABの予想どおり徐々に上昇するかもしれないが、市場の動揺が起きるとは予想していない。

テーパリングは金融政策の正常化に向けた長い道のりの第一段階にすぎない。FRBはおそらく資産買い入れペース(現在は月間に米国国債800億米ドルとモーゲージ債400億米ドル)を緩やかに鈍化させるだろうが、2022年になってもしばらく債券買い入れを継続する可能性が高い。

資産買い入れを完全に打ち切った後も、FRBは満期を迎えた元本と利回りの再投資を続ける見通しだ。保有額の規模を踏まえれば、FRBは今後何年にもわたって債券市場で大きな存在感を持ち続けるとみられる。資産購入策が完了し、それでも市場環境が安定すれば、FRBは数カ月にわたり政策金利をゼロ%近辺に維持した後、利上げに着手すると予想される。

## 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、元金およ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。