

## 米国のテーパリングについて想定すべき4つのポイント



2021年8月31日



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



多くの投資家は、2013年の「テーパー・タントラム」(米連邦準備制度理事会(FRB)の量的緩和縮小観測に伴う市場の混乱)の経験を踏まえ、FRBが今後数カ月のうちに債券購入額の削減を開始する可能性に注目している。FRBは、あの突然の政策転換に対する市場の反応の悪さから教訓を得たため、アライアンス・バーン斯坦イン(以下、「AB」)ではテーパリングが市場のボラティリティを過度に引き上げるものになるとは考えていない(以前の記事『[FRBはテーパリング着手へ向かう…だが「タントラム\(市場の動搖\)」の懸念は小さい](#)』をご参照)。しかし、テーパリングそのものは近いうちに実施されると考えている。

ここでは、テーパリングにまつわる4つの大きなポイントについて、ABの考えを紹介したい。

### FRBはいつテーパリングを開始するのか?

実際にテーパリングが始まるまでは、市場がテーパリングを素直に受け入れるかどうか、確信を持てない。2020年12月、FRBは雇用と物価安定の目標に向けて「実質的にさらに前進」した後にテーパリングを開始することを示唆した。

物価安定目標についてはインフレ率が目標値を上回っているため、この段階では、労働市場が重要になる(次ページの図表1)。米国経済は2021年7月だけで100万人近くの雇用を生み、年初からは400万人近くの雇用を増やしている。特に好調な8月の数字は、9月のFRB会合でのテーパリング発表のきっかけになるかもしれないが、新型コロナウイルスのデルタ株が労働市場

当資料は、アライアンス・バーン斯坦イン・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・バーン斯坦イン(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。

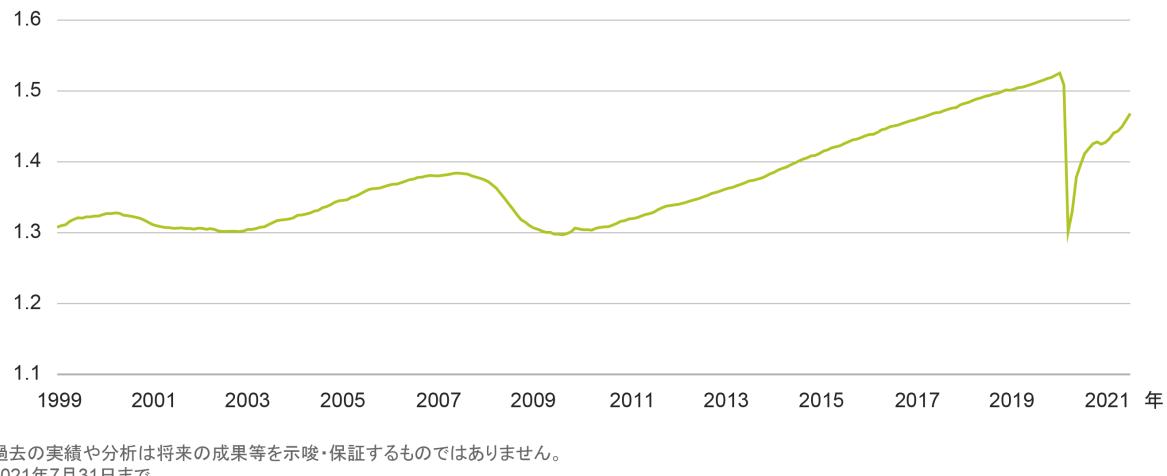
当資料は、2021年8月18日現在の情報を基にアライアンス・バーン斯坦イン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーン斯坦イン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指標等の開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・バーン斯坦イン及びABはアライアンス・バーン斯坦イン・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・バーン斯坦イン株式会社は、ABの日本拠点です。

へ及ぼす影響が不透明であることを考えると、様子見のスタンスになる可能性が高いと考えられる。

しかし、現在見受けられる兆候からは、デルタ株が労働市場を混乱させることはないとみており、夏から秋に

変わる頃も回復傾向が続くとABでは予想している。この評価に基づき、ABでは、2021年10-12月期に開催されるFRB会合のいずれかでテーパリングの発表が行われると引き続き予想している。

**【図表1】 2021年も引き続き堅調な雇用の伸び  
米国の非農業部門雇用者数(億人)**



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7月31日まで  
出所:米国労働統計局、AB

### FRBはどのようにテーパリングを行うのか？

FRBの優先事項は市場の混乱を避けることであり、2014年に成功したテーパリングが今回のアプローチを描くための論理的な出発点となっている。しかし、今日の資産購入の構成は異なっている。FRBは毎月、米国国債を800億米ドル、住宅ローン担保証券(MBS)を400億米ドル購入している。2014年の購入額は、国債が450億米ドル、MBSが400億米ドルと、よりバランスのとれたものだった。

FRBにはテーパリングを行う上で2つの選択肢があるとABでは考える。1つ目は、2014年のように国債とMBSの購入額を均等に減らすことで、国債の購入が停止する数カ月前にMBSの購入が終了するアプローチだ。2つ目の選択肢は資産によって傾斜をつけるテーパリングで、国庫の購入額をMBSの購入額の2倍の速さで減らし、2014年のように両方のプログラムを同時に終了させるアプローチとなる。

FRB理事メンバーの中には、すでに高騰している住宅市場への支援を減らす手段としてMBSの購入をより早く停止するため、均等に削減することを提唱する者もいる。しかし、より影響力のある理事を含む他のメンバーは、同じような切迫感を感じていない。彼らは、第2の選択肢である傾斜をつけたテーパリングを提唱している。

市場の期待は、この傾斜のアプローチに集まっている。

### 今回のFRBのテーパリングのスピードは？

2014年、FRBは1月にテーパリングを開始し、10カ月後に終了した。そのため、今回も同じペースで国債購入額を毎月100億米ドル、MBS購入額を50億米ドル削減することになると予想する人が多いのも不思議ではない。これは合理的なベースラインの予想と思われるが、一部の米連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーは順調な景気拡大とより積極的な財政政策を考慮し、より迅速なテーパリングに傾いている。

上述のように、FRBは毎月同額の国債とMBSを売却し(例えば100億米ドル)、MBSの購入が終了した後は、国債の購入額を毎月200億米ドルずつ減らして、全体的な削減ペースを均等に維持することができる。または、中央銀行はこの削減ペースを加速することもできる。例えば、毎月、国債の購入額を150億米ドル、MBSの購入額を75億米ドル減らすといったアプローチだ。

もう1つ考慮すべきポイントは、FRBが途中でペースを調整することを選択するかだ。例えば、最初はゆっくりとしたペースでスタートし、経済状況に応じて加速していくというアプローチを取ることもできる。FRBは理論的にはテーパリングのペースに柔軟性があることを示すと

考えられるが、実際には、前回同様、途中で変更するためのハードルは比較的高くなるとABでは予想している。とはいえ、現時点ではテーパリングの方針が何も決まっておらず、その方針も状況により計画が変更されるケースがあることには、投資家は留意するべきだ。

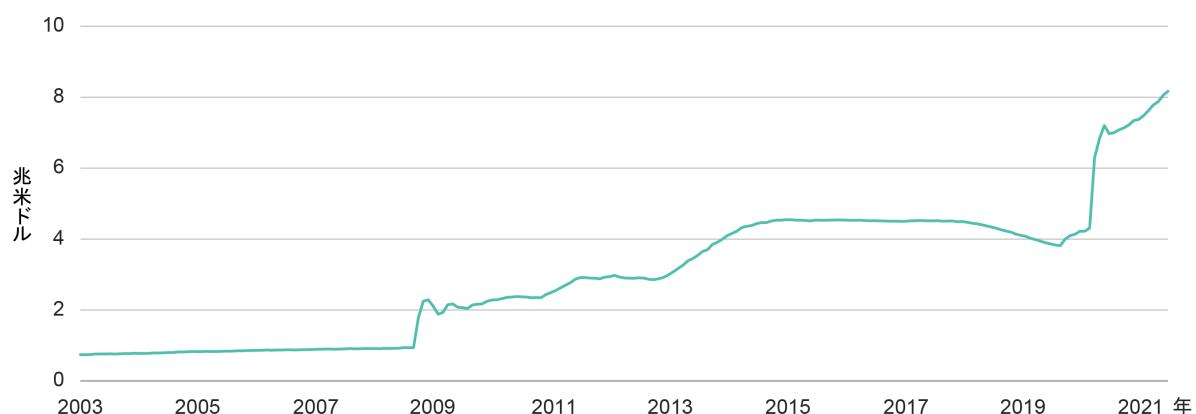
### QE後に何が起こり、何が起こらないのか？

金融政策の観点から見た量的緩和(QE)の最も強力な部分は、シグナリング効果であるとABでは考える。つまり、投資家はQEを行っている間はFRBが利上げを行わない想定している(事実、そうなるとABは確信している)。QE期間中、政策金利はゼロにとどまり、金利はおおむね低水準で推移するという市場の極めて高い信頼が、市場と米国経済の両方を支えている。

FRBは、QEの終了に伴う利上げの可能性は低いと何度も指摘している。2014年10月のQE終了から2015年12月の最初の利上げまでの期間は1年以上あったが、急速な成長とインフレの加速を考慮すると、今回はおそらくその期間が短くなる可能性がある。市場では、最初の利上げは2023年の1-3月期と見られており、テーパリングが終了するであろうと考えられる時期から約6カ月後となっている。ただしこれは非常に先のことを話しており、状況が変わる可能性はもちろんある。

FRBのテーパリングと利上げの間の期間は2014年とは異なるかもしれないが、QEには変わることのない重要な点がある。それは、FRBがすでに購入した債券を売却して、膨大な証券ポートフォリオを市場に放出する可能性は極めて低いということだ(図表2)。

【図表2】 膨大なバランスシートにより、FRBは金融市場の主役となる  
FRBのバランスシート



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7月31日まで  
出所:連邦準備制度理事会経済データベース、AB

世界金融危機の後、FRBのバランスシートは1兆米ドルから2兆米ドルへと倍増し、その後も急成長を続け、新型コロナウイルスのパンデミックが始まる直前には4兆米ドルを突破した。パンデミックへの対応でFRBのバランスシートはさらに倍増し、現在では8兆米ドル強となっている。FRBは中央銀行であるとともに、主要な債

券投資家としても市場に大きな影響を与える存在となっている。

つまり、QEが比較的短期間で終了する可能性があるとしても、FRBは今後何年にもわたって米国の金融市場の主要なプレーヤーでありそのポートフォリオ動向に注意を払う必要がある。

## 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。