



## 金融引き締めに向かう各国の中央銀行



2022年1月11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  
先進国マクロ分析ーディレクター

新型コロナウイルスが流行していた期間には、世界の中央銀行はさまざまな優先課題を管理しなければならなかった。しかし、新型コロナウイルスが世界の経済成長に及ぼす脅威が薄れつつあるように見える今、インフレ高進がもたらすリスクが彼らの政策課題として大きな部分を占めるようになってきている。

世界中の中央銀行は持続的な高インフレに対応し、金融政策の引き締めで舵を切っている(以前の記事『[世界経済の次のステップは「金融政策の正常化」](#)』ご参照)。しかし、政策スタンスやインフレショックの度合いは国によって異なるため、その傾きは一概ではない。例えば、米連邦準備制度理事会(FRB)は現在、利上げに向かっていているが(以前の記事『[FRBが加速する利上げとテーパリングの駆け引き](#)』ご参照)、一部の小規模な先進国の中央銀行はすでに利上げしており、新

興国でも多くの中央銀行が政策を大幅に引き締めている。

### イングランド銀行はインフレ・リスクの高まりに対応

英国のイングランド銀行は足元で、数週間にわたり検討した末、政策金利を0.1%から0.25%に引き上げた。英国のインフレ率が2021年11月に10年ぶりの高水準に達したことから利上げは避けられないように見え始めていたが、多くのアナリストは、イングランド銀行がもっと早く行動しなかったことに驚いている。彼らはそれについてどう説明しているのだろうか？当局者は、インフレがいずれ姿を消すという基本シナリオに変わりはないものの、その予想が悪い方向に外れるリスクが高まったため政策の引き締めが必要になったと指摘した。

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12月17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。

リスク管理は中央銀行にとって重要な機能であり、新型コロナウイルスのパンデミックに伴うインフレ率の急上昇に中央銀行がどんなアプローチを取っているかを理解するカギとなる。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)や他の多くの予想は2022年にインフレ率が急低下するとみているが、リスクは均衡していない。つまり、インフレ率が高止まりする確率は、インフレ率が予想以上に低下する確率よりもはるかに高いように見える。

イングランド銀行のリスク管理スタンスには、燃料コストの高騰や労働市場の混乱が、英国のインフレに他国よりも大きな影響を与える可能性が高いという事実が反映されている。それでもイングランド銀は、インフレを抑制するために必要な引き締めは「小幅な」ものにとどまらざるうと指摘している。ABはイングランド銀行が2022年前半にあと2〜3回の利上げを実施すると予想している。

### 欧州中央銀行は異なるリスク・バランスに直面

欧州大陸では、欧州中央銀行(ECB)が政策の引き締めに向けて非常に緩やかな歩みを進めており、債券購入プログラムの1つである「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」を2022年3月に打ち切る計画を発表した。しかし、これは真の引き締めとは言えない。なぜなら、ECBはもうひとつのプログラム(資産購入プログラム、APP)を通じて買い入れを強化するとみられるからである。この相殺措置は、2022年後半にECBが買い入れを縮小するまで数カ月続けられそうだ。

欧州では、中期的なリスク・バランスが引き続きインフレ率が高すぎるよりも低すぎる方に傾いているため、政策

の引き締めは緩やかなペースで進めるのが適切である。最近はこのバランスが均衡に向けて動いており、短期的にはインフレ率がECBの目標である2.0%を上回りそうだ。だが、ECBは依然として、2023年以降は目標を下回るインフレ率が続くと予想している。ABもそれと同じ見方をしており、ユーロ圏では2022〜23年に利上げが実施されることはないと考えている。しかし、インフレ・リスクが非常に緩やかではあるがECBの政策に影響を与え始めていることは認識している。

### リスク・バランスの変化が政策の重点移行を後押し

新型コロナウイルスの感染が再び拡大していることを踏まえれば、金融引き締めに向けた最近の政策動向の変化は無神経に見えるかもしれないが、それぞれの中央銀行は、市場を分析する上でパンデミックが引き続き重要な要因だとして慎重な姿勢を示している。実際、リスク・バランスの変化は政策を左右する重要な要因となっており、パンデミックによる供給の混乱は需要を落ち込ませる以上に経済に大きな打撃を与えていることが明らかになっている。

各国政府が新たな行動制限に踏み切り、経済活動が打撃を受けることになれば、そうした認識は変わる可能性がある。しかし、そうならなければ、中央銀行はパンデミックによって成長率が低下するよりも、インフレ率が上昇する可能性が高いと判断している。その結果、政策当局者はパンデミックの先行きが予想できないことを認識しながらも、引き締め政策への移行を支持している。このトレンドは今後数四半期にわたり持続する見通しで、2022年は投資家にとって非常に困難な年になると考えている。

## 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。