



## 中央銀行は成長とインフレのジレンマに直面



2022年5月26日



エリック・ウイノグラド  
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
先進国マクロ分析ディレクター



イングランド銀行(BOE)は、2022年5月初旬に政策金利を0.25%引き上げ1.0%とした。今回の動きはおおむね予想されていたが、今後の展開は不透明である。大半の国や地域と同様、英国経済は、インフレ率が急上昇している一方で成長は鈍化しており、2つの別々の方向へ引っ張られている。

こうしたジレンマに直面したとき中央銀行はどう対処すべきなのだろうか？残念ながら模範解答は存在しない。高いインフレ率に対抗するために利上げをすると、成長鈍化が悪化するだろう。他方、成長を支えるために金融政策を緩和すると、必然的にインフレの過熱が過度に長く続く状態を許すことになる。

### 成長とインフレの板挟みは英国が最も深刻

そうしたジレンマは、欧州や米国よりも英国の方が深刻である。英国では、インフレ率が両者よりも高い水準で推移しており、またそうした状態が続く公算が大きい。主な理由の1つは、規制が設けられている英国のエネ

ルギー価格が2022年4月と10月に改定されるという点だ。4月の引き上げ率は50%を超えたが、10月にも大幅な改定がなされる見込みである。BOEの予想にはそうした軌道が反映されている。BOEは現在、インフレ率は2022年10-12月期に10%を超え、ピークに達すると予想している。つまり、他の主要国に関するアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の予想と比較すると、より長くインフレ率の上昇が続き、かつより高い水準に達すると予想している。

同時に、成長鈍化も英国の方が顕著であり、これもBOEの予想に反映されている。英国経済について同中銀は現在、2023年は景気後退し、2024年はプラス成長に回帰するも小幅にとどまると予想している。インフレ率の予想同様、成長予想における英国固有の要素が、確実視される景気後退を他の国や地域における見通しよりも甚だしいものにしてしている。例えばブレグジット(英国の欧州連合離脱)が今後も英国の貿易の重しになり、成長を押し下げると考えられる。

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、2022年5月10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。

## 政策当局ではさらなる意見の不一致が生じる見込み

もっとも、英国が直面している難題が最も重篤だとしても、こうした難題に直面しているのはなにも英国だけではない。米国とユーロ圏に関するABの予想では、インフレ率が目標水準を上回って推移する状態が続くと同時に2022年の成長は減速するとみている。したがってBOEの対応は、他の国や地域における今後の展開を占う注目の事例になるだろう。

BOEの対応がどうなるかは不透明である。5月初旬にBOEにおける9名の金融政策委員のうち3名が0.5%の利上げを主張した一方、2名については将来の利上げの公算が大きいことを示唆する文言を声明から削除することを主張した。特定の中央銀行の政策決定機関内でそうした深い溝が生じるのは異例のことであるが、これは他の国や地域における動向の予告なのかもしれない。

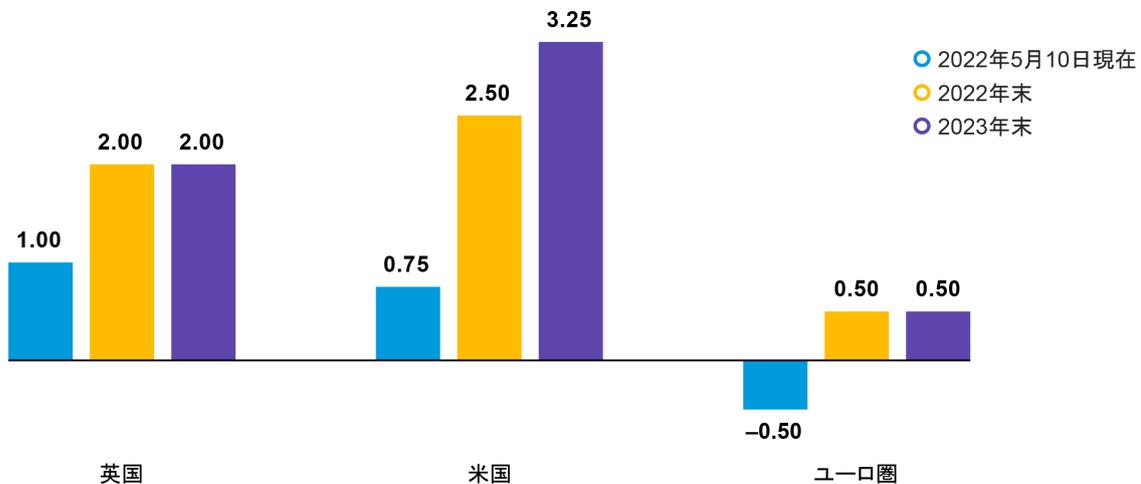
現在のところ、米連邦公開市場委員会(FOMC)は満場一致で政策引き締めを予想しているが、今後は、成長鈍化の証拠が積み上がるにしがいそうした一枚岩

に亀裂が生じるとABは予想している。タカ派的(利上げに前向き)なメンバーはインフレ率が大幅に低下するまで利上げを続けるべきだと求める一方、ハト派的(利上げに対して慎重)なメンバーはより早い段階から成長の減速を利上げの判断において重視しようとするだろう。同じことが欧州中央銀行(ECB)にも当てはまる。複数のメンバーが早ければ7月にも利上げに踏み切るべきだと積極的な様子である一方、他のメンバーは遥かにもっと慎重な姿勢を保っている。時間の経過とともにそうした溝は広がると考えられる。

## 妥協点を探る：成長とインフレ率

そうした難しい状況のなか政策を決定するにあたっては、3つの中央銀行はいずれも妥協点を探ろうとするだろう。BOEは追加利上げを決定する公算が大きい。インフレ率が10%近くで推移しているなか、金利を現在のような低水準に維持するよう中央銀行に求めるというのは単に無理な話である。英国の金利は2.0%まで引き上げられると予想する(図表)。

【図表】 中央銀行の政策金利は引き上げ傾向  
政策金利予想(%)



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。  
2022年5月10日現在  
出所:AB

ECBは少なくともプラス水準に金利を引き上げる公算が大きい模様だが、インフレ率がそれほどは高くないため、利上げの必要性は他地域ほど顕著ではない。したがって今年0.50%が上限になる公算が大きい。米国の成長の勢いは欧州のいずれの地域よりもはるかに力強いので、米連邦準備制度理事会(FRB)はより大胆な政策を実行するとABは予想している。もっとも、利上げ

のペースは年内に減速し、2022年末時点の政策金利は2.5%程度になるだろう。

BOEのメッセージを総合すると、不安定な経済情勢が影響し、柔軟な政策決定が必要になることが見込まれると述べている。成長とインフレ率とのジレンマという難題に対する模範解答のない環境においては、中央銀行は機動的に動くことが求められるが、投資家についても同じことが言える。

## 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、全て投資者の皆様へ帰属します。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。