



## 次のステージへ進む米国の利上げサイクル



2022年11月21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

米連邦公開市場委員会 (FOMC) は11月の会合で政策金利の誘導目標を75ベース・ポイント (bps) 引き上げ、3.75%–4.00%とした。これは15年ぶりの高水準となる。FOMCではさらなる利上げを行う可能性が高いことも示唆されたが、次回以降の利上げ幅は過去数カ月の大幅な水準からは縮小されそうだ。

他の中央銀行も同じような行動をとっており、一部の中央銀行はインフレ率がまだかなり高水準にあるにもかかわらず、利上げペースを鈍化させている。なぜ今、ペースを落としているのだろうか？ インフレ率を引き下げするためのFRBのプロセスが、その答えを示している。そして、それは3段階で進められる。

### 第1段階：政策金利の引き上げ—迅速に実施

中央銀行はまず、「中立的な」金利に照らして政策を検討する。中立的な水準を下回る金利は成長率とインフレ率を押し上げる。FRBは現在、中立金利を2.5–3.0%と想定している。2022年はこれまでにインフレ率が急上昇したため、中立的な水準を下回る政策金利は明らかに誤った設定だった。政策金利がこのような水準に長くどまるほどインフレ率が加速するほか、インフレ期待も押し上げる可能性が高まる。この問題に対処するため、FRBをはじめ大半の中央銀行は緊急モードに入り、大規模な利上げに踏み切った。

現在は政策金利が中立的な水準を大幅に上回っており、引き締めプロセスの第1段階は完了した。そして、そ

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11月7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。

れは明らかに成功を収めた。FRBは金融市場の混乱という代償を支払っても、インフレ抑制に真剣に取り組む姿勢を示した。インフレ期待はしっかり抑制されているばかりか、低下に向かっている(図表)。インフレ率は依

然としてかなり高水準にあるものの、FRBの信頼性は損なわれていない。このことは、今後のFRBの経済運営能力を支える上で非常に重要だ。

【図表】 米国の10年TIPSが示唆するインフレ率



過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。  
TIPS: インフレ連動債  
2022年11月3日まで  
出所:ブルームバーグ

## 第2段階: 利上げを継続するが、そのペースは鈍化

FRBは変わらぬ信頼性をテコに、新たな段階に移行することができる。それは、利上げを進めながらもそのペースを落とすことだ。政策金利が中立的な水準を上回っていることは、利上げペースを鈍化させる十分な理由となる。インフレ期待が落ち着いていることも引き締めを緩和できる要因となる。

金融政策の効果が实体经济に波及するまでには長い時間がかかる。今日の利上げが明日すぐにインフレ率を下げることはないが、9-12カ月後のインフレ率には影響を与える。利上げの第1弾はわずか8カ月前に実施されたため、FRBは今後どこまで利上げを進めるか決める前に、これまでの措置がもたらす効果を見極めなくてはならない。このフィードバックがなければ、FRBの引き締めが行き過ぎ、いずれインフレ率を引き下げうえで十分とみられる緩やかな景気後退よりも、不必要なほど深刻な景気後退を引き起こすリスクが生じる。利上げサイクルの終盤で引き締めペースを和らげれば、政策が行き過ぎたものとなるリスクは少なくなる。

FOMCは先週、第2段階に移行しつつあることを明確に示し、新たに発表される経済データを注視しているこ

とに加え、「累積的な金融引き締めや、金融政策が経済活動やインフレに影響を与えるタイムラグを考慮する」考えを示唆した。

これは新たな表現で、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、次の利上げ幅が縮小される見通しを明確に示唆するものだと解釈している。今後の利上げ幅は12月に50bpsに縮小された後、2023年最初2回のFOMCでそれぞれ25bpsにさらに圧縮されるとABでは予想している。その結果、政策金利は4.75-5.00%に引き上げられることになる。このプロセスは、インフレ率がまもなく鈍化に向かい始めるというABの見方に合致しているが、もし間違っているとすれば、FRBは利上げペースを速めるよりも、利上げの到達点を高くする可能性が高い。高インフレは利上げサイクルを加速させるのではなく、長引かせる要因となりそうだ。

他の中央銀行はすでにこのプロセスに入っている。カナダ中銀は前回の政策決定会合で利上げ幅を75bpsから50bpsに縮小した。オーストラリア準備銀行とノルウェー中銀も1回の利上げ幅を25bpsに縮小している。FRBが利上げペースを落とせば、他の中央銀行もそれに追随するとABでは予想している。

### 第3段階: 引き締め策の長期化

インフレの出発点は高水準にあるため、たとえABの予想どおりインフレ率が鈍化しても、目標の2.0%まで低下するには非常に長い時間がかかりそうだ。その結果、今回の引き締めサイクルの最終段階では、きつめの政策が長期にわたり続けられることになるだろう。FRBは一時的に引き締めを休止することはあっても、すぐに方向転換するとは考えにくい。米国経済がたとえ景気後退に陥っても、FRBが利下げを急ぐことはないというABではみており、政策金利は数四半期とは言わないまでも、何カ月にもわたって中立的な金利をはるかに上回る水準で推移することになりそうだ。

それは、FRBが成長鈍化に素早く対応した過去のサイクルとは異なる。しかし、今回はインフレ率の上昇幅が大きいため、これまでとは別の道を歩むことになるだろう。インフレの鈍化は利上げペースを落とす十分な理由となり、最終的には利上げを停止することになるだろうが、FRBはインフレ率が2%近くに低下するまで利下げすることはなさそうだ。FRBが今後数四半期に利下げに踏み切る場面があるとすれば、経済が大幅に悪化し、インフレ率が予想以上に急低下した場合に限られる。

大局的に見れば、FRBが利上げペースを落とせば市場に多少の安心感が広がるかもしれないが、投資家はそれが第一段階の終わりに過ぎないことを肝に銘じておく必要がある。引き締めサイクルが完了するまでの道のりは、まだかなり長い。

## 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。