

# ウサギとカメ 中央銀行による利上げサイクル の歴史

2022年5月30日

## ウサギとカメ

2022 年に入り、中央銀行による持続的な利上げのタイミングが到来していることがますます明らかになってきました。米連邦準備制度理事会（FRB）やイングランド銀行（BOE）など、欧米の主要な中央銀行はすでに利上げを開始しています<sup>1</sup>。また、欧州中央銀行（ECB）は資産買い入れの縮小を開始し、今後さらなる措置を講じることを示唆しました。米国のイールドカーブは、最近の記憶にはないレベルの、急激な利上げサイクルの到来を予測しています<sup>2</sup>。ロシアによるウクライナ侵攻とも相まって、市場による将来の金利上昇の織り込みが、ポートフォリオに与える影響は、決して軽微なものではありません。年初来、世界株式（MSCI ACWI）は約 17.3%下落し、世界債券（Bloomberg Global Aggregate (USD hedged)）も 7.7%下落しています（2022 年 5 月 11 日現在）。

FRB のレトリックの変化と市場の広範な下落は、迫り来る一連の利上げが、さらなる市場の低迷につながるのではないかと懸念している投資家を怯えさせました。しかし、利上げのサイクルはそれぞれに異なり、市場の反応の大きさも異なります。本稿では、過去の利上げサイクルのスピードを検証し、これらのサイクルが金融市場に及ぼした影響から教訓を得ようと思います。次に、現在の利上げサイクルに影響を与える個別の要因について考察します。

- 1) すべての引き締めサイクルが同じペースで起こるわけではなく、過去を振り返ると、引き締めサイクルが速いと市場リターンは悪化します。
- 2) 中央銀行、特に FRB は、以前よりもはるかに過激な姿勢で今回の引き締めサイクルに乗り出しています。

今回の利上げサイクルの行方は不透明であり、ポートフォリオの分散を図ること、および、ガバナンスのプロセスを強固にすることが重要です。第一に、昨年のインフレ対策に関するレポート<sup>3</sup>でより深く議論したように、多様なリターン源泉を確保することは、将来起こりうる様々なシナリオに対してポートフォリオを堅牢にするのに役立つでしょう。第二に、このダイナミックに変化する市場環境の中で、より明確な情報を得られるようになってきた際、強力で機動的なガバナンスは、投資家の迅速な意思決定をサポートしてくれます。

---

<sup>1</sup> さらに、オーストラリア、ニュージーランド、カナダなどの先進国市場と新興国市場の両方で、多くの中央銀行がすでに利上げを実施しています。注目すべきは、中国がゼロコロナ政策に伴うロックダウンを含む多くの要因の結果、金融緩和を進めていることです。

<sup>2</sup> 2022 年のこれまでの政策変更の詳細と市場のインプライド・プライシング（市場予測）については、巻末の補足資料をご覧ください。

<sup>3</sup> [Inflation Protection – building robust portfolios \(2021\)](#)

## 過去の利上げサイクル - ウサギかカメか？

中央銀行による金融引き締めや利上げサイクルは、短期政策金利の上昇と（量的緩和後の世界では）過去の買入れ資産の償還や売却を意味します。引き締め政策による金利上昇は、a)消費よりも貯蓄の方が魅力的になり、b)消費と投資のための借入がより高価になる、という2つの意味で需要を減少させます。需要の鈍化は失業率の上昇を招き、賃金上昇圧力を低下させ、物価・賃金スパイラル（賃金上昇が価格上昇を引き起こし、それが次の賃金上昇を引き起こすという連鎖）が断ち切られることとなります。

以下では、1973年までさかのぼり、米国における過去8回の利上げサイクル（図1参照）を検証します。各サイクルにおけるFOMC<sup>4</sup>の平均利上げペースに基づき、速いサイクル（ウサギ）と緩やかなサイクル（カメ）に分類しています<sup>5</sup>。参考までに、市場は現在、米国における速い利上げサイクルを想定しています（巻末の補足資料1参照）。一般的に、利上げサイクルは経済成長の鈍化をもたらし、景気後退につながる可能性があります。1994年と2015年のサイクルで実証されたように、必ずしも景気後退に直結するとは言えません。景気後退に至った最近の6つのサイクルでは、最初の利上げから平均24ヵ月後にリセッション（景気後退）が開始していますが、そのタイミングには大きなばらつきがあります。より早く景気後退が起こると予想される速い利上げサイクルでも、その結果は10ヵ月から29ヵ月まで、幅がありました。

図1：FOMCによる利上げサイクルの歴史

FRBの利上げ 開始時期	リセッション 開始時期	利上げ開始からリセ ッションまでの期間 (月)	利上げサイクルの タイプ <sup>6</sup>	金利変化幅	利上げの期間 (月)
1973年1月	1973年11月	10	速い（ウサギ）	5.00%	8
1977年8月	1980年1月	29	速い（ウサギ）	14.12%	31
1980年9月	1981年7月	10	速い（ウサギ）	10.00%	10
1987年9月	1990年7月	34	緩やか（カメ）	3.00%	22
1994年2月	景気後退なし	-	速い（ウサギ）	3.00%	14
1999年6月	2001年3月	21	緩やか（カメ）	1.75%	20
2004年6月	2007年12月	42	緩やか（カメ）	4.25%	40
2015年12月	景気後退なし	-	緩やか（カメ）	2.25%	44

出所：マーサー

<sup>4</sup> 米国では、連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策を決定しています。

<sup>5</sup> 速い利上げサイクルとは、中央銀行が年率200bps（2%）以上のペースで金利を引き上げた場合を指します。現在のFOMCの開催回数を年8回とすると、1回あたり25bps（0.25%）の引き上げに相当します。緩やかな利上げサイクルとは、年率200bps（2%）未満のペースで利上げを行った場合を指します。

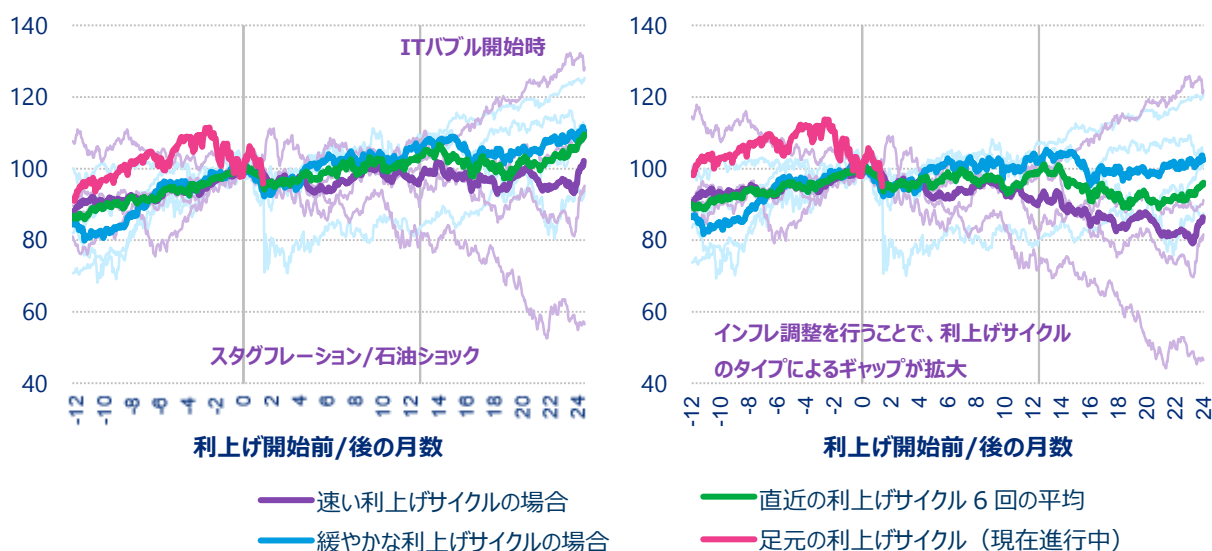
もちろん、私たち投資家にとって、この問いは学術的なものではありません。利上げサイクル、特に急速な利上げサイクルが、資産のパフォーマンスにとって通常どのような意味を持つのかを理解したいのです。結局、市場は実際に利上げが行われるのを待たずして、その影響を織り込み始めています。

パフォーマンスは、検証期間によって異なります。利上げ開始後の3ヶ月間は、世界株式の平均リターンは-1.8%となり、マイナス傾向であることが確認されました。しかし、期間を1年、2年と延長すると、世界株式のパフォーマンスはそれぞれ3.7%、10.2%と向上しています。

利上げサイクルを「速い」と「緩やか」に分けると、より明確になります。図2が示すように、S&P 500のリターン中央値は、FRBが迅速な利上げを行った場合よりも、徐々に利上げを行った場合の方が良好でした。資産クラスのパフォーマンスについては、利上げのスピードが重要であるように思われます。

1970年代のスタグフレーションとオイルショック期における株式のパフォーマンスの低さは、注目に値します。この出来事は、標準的な景気サイクルとは対照的に、実体経済と金融市場にとって重大かつネガティブなレジーム・チェンジを意味するものでした。確かに、足元の状況との類似点はありますが、重要な相違点もあります<sup>6</sup>。弊社は、インフレ率は今後いずれ低下するものの、中央銀行のインフレ目標を上回る水準にとどまると予想しています。また、2022年初頭以降、インフレショックがより頻繁に発生するリスクが高まっていると考えています。スタグフレーションを含む中長期的なシナリオについては、今後のレポートでより深く掘り下げていく予定です。

**図2：米国利上げサイクルのタイプ別にみたS&P 500のリターン中央値**  
(利上げ開始時を100と仮定; 左図：トータルリターン、右図：インフレ調整後トータルリターン)

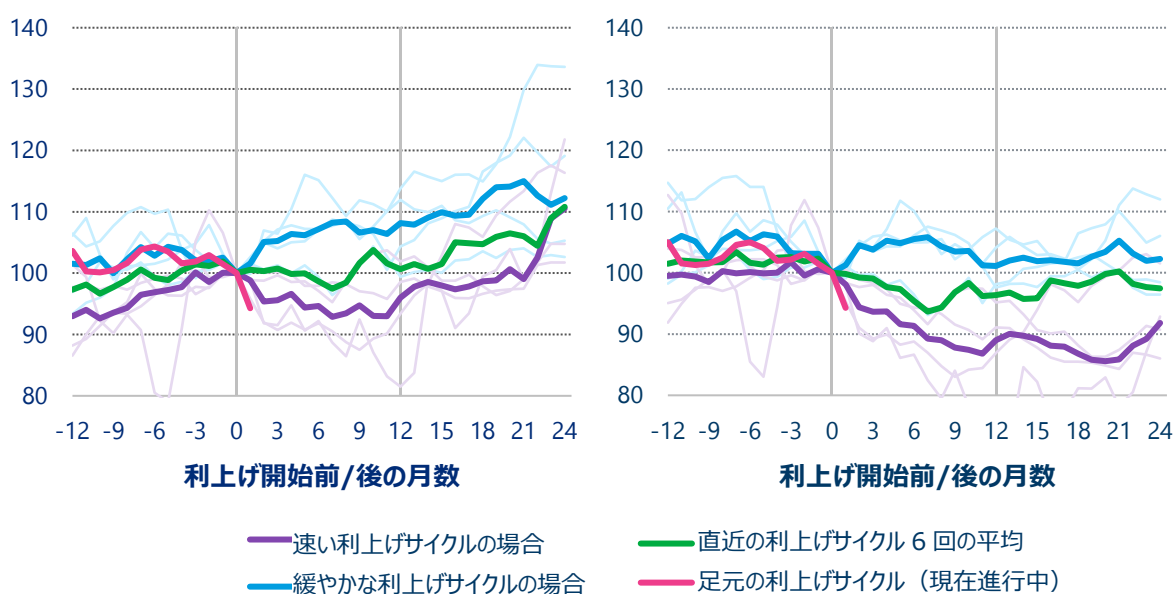


出所：マーサー、ブルームバーグ。2022年4月26日現在。利上げ開始時を100と仮定。緩やかな利上げサイクルと速い利上げサイクルの定義は図1の通り。各サイクルのリターンは薄い色で表示されています。

<sup>6</sup> 現在と1970年代の類似点と相違点、およびスタグフレーションのリスクが高まったと考える理由についてのより詳細な議論は、弊社のレポート「[激しさを増すインフレーション](#)」をご覧ください。

資産クラスのパフォーマンスに再び目を向けると、急速な利上げサイクルでは、債券のパフォーマンスが悪化していることが分かります（図 3 参照）。利上げ開始の翌年、債券は通常、かなりのばらつきがありながらも、横ばい程度のパフォーマンスを維持しました。しかし、当時の債券利回りは現在よりはるかに高く、金利上昇による価格下落の多くをキャリー<sup>7</sup>（金利収入）で相殺することができました。価格変動によるリターンだけを見ると、通常、利上げ開始後 1 年間は債券価格が下落し、2 年目には横ばいで推移するような傾向でした。現在の債券利回りは低水準であることから、今回の利上げサイクルは投資家にとって厳しいものになる可能性が高く、債券の大苦戦はすでに観測されています。

**図 3：米国利上げサイクルのタイプ別にみた米国債のリターン中央値**  
 (利上げ開始時を 100 と仮定; 左図：トータルリターン、右図：価格変動のみのリターン)



出所：マーサー、ブルームバーグ、Robert Shiller。2022 年 4 月 26 日現在。利上げ開始時を 100 と仮定。緩やかな利上げサイクルと速い利上げサイクルの定義は図 1 の通り。各サイクルのリターンは薄い色で表示されています。

## 今までと何が違うのか – “ウサギ”脳な世界経済への対応

ここまでで、速い利上げサイクルは株式や債券のリターンを低下させるものの、かなりの程度ばらつきがあることも分かりました。このように、過去から多くの有益な教訓を得ることができる一方で、欧米の中央銀行が現在直面している独自の状況を認識することも同様に重要です。本節では、今回のサイクルに特有の経済的・金融的な特殊性をいくつか取り上げることになります。

<sup>7</sup> 債券のリターンを構成する主な要素は、価格変化（キャピタルゲイン）とキャリー（インカムゲイン）の 2 つです。キャリーとは、資産を保有することで得られる追加のリターンのことで、利回りから得られる利益を指します。

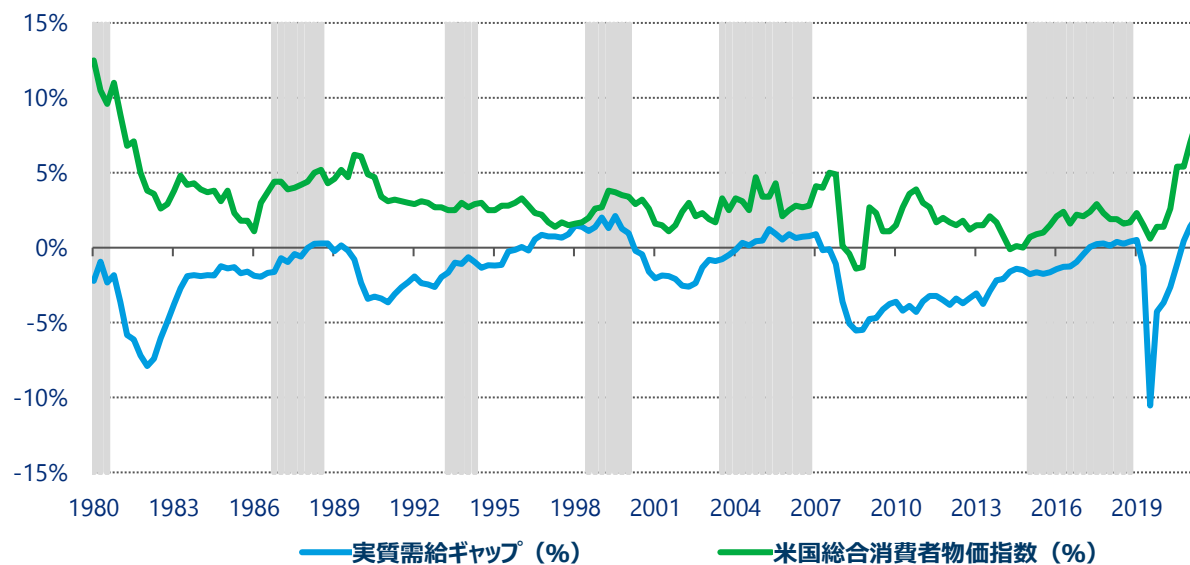
## インフレ率、賃金上昇率、需給ギャップ<sup>8</sup>

まず明らかなのは、インフレ率が数十年に一度の高水準にあることです。これは、昨年聞かれた、インフレ率の急上昇はほとんど一過性のもので、サプライチェーンの混乱と再開の影響が薄れるにつれて沈静化するだろうという、FRB が主導した説明とは対照的です。

なぜこのシナリオは実現しなかったのでしょうか。低賃金労働を中心に賃金は上昇を続け、失業率は 2020 年以前の最低水準に迫っています。サプライチェーンは多少回復したものの、ウクライナでの紛争や中国における大規模なロックダウンが障害となっています。実際、過去 2 年間の米国における景気刺激策は、需給ギャップ<sup>8</sup>を解消するだけに留まらず、米国経済を過熱させています。これは、一般的な景気サイクルの終盤に見られる展開に似ていますが、成長の勢いは増しているようにも見えます。また、英国やユーロ圏でもインフレ率の上昇は見られますが、米国ほどの勢いではないことに留意する必要があります。

現在織り込まれている利上げの回数や「良い」経済データに連動して株式と債券が共に売られる傾向が示すように、FRB は遅れをとっていると市場が認識するのは当然のことでしょう。

図 4 : 米国のインフレ率と実質需給ギャップ



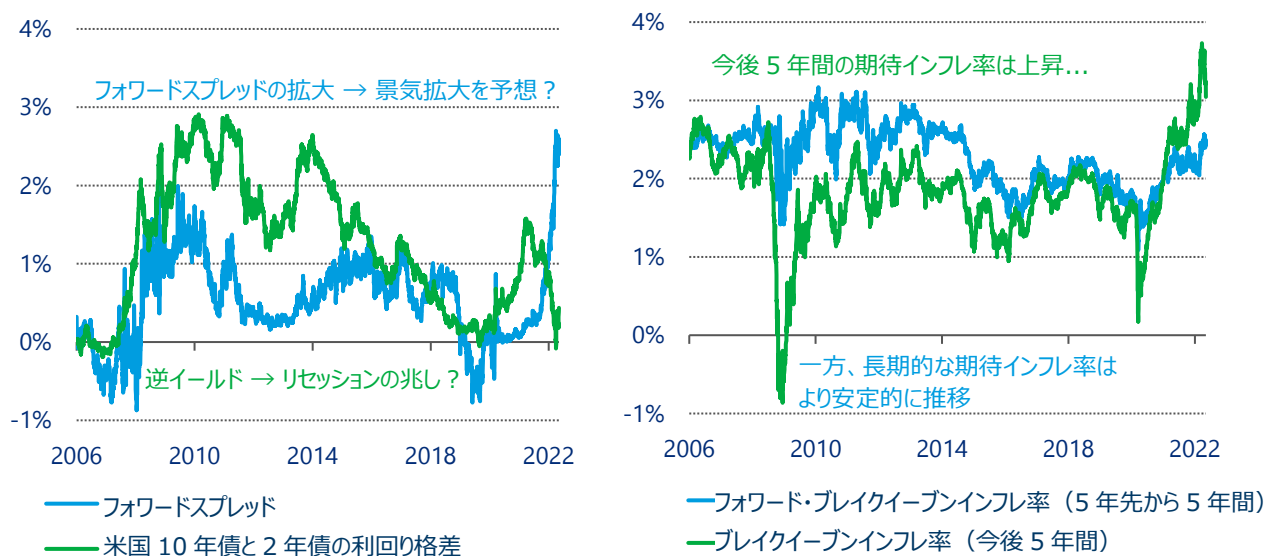
出所：ブルームバーグ、マーサー、米国議会予算局。2022年3月31日現在。グレーの部分は過去の利上げサイクルを示しています。

<sup>8</sup> 需給ギャップは、一国の実際の GDP と潜在的な GDP の差を測定し、経済全体がフル稼働しているかどうかを示すものです。

## イールド

債券市場に目を向けると、一般的に景気後退の先行指標となる、イールドカーブの傾き（長短金利差、および、現物と先物の金利差）から発せられるシグナルは、それぞれ相反する状態となっています。歴史的には、逆イールド<sup>9</sup>（2年債と10年債の利回りの逆転＝長短金利の逆転）の発生後、18ヶ月から24ヶ月の間にリセッションが始まってきました。今回は、一時的とはいえ、過去のサイクルよりはるかに早く、逆イールドが生じています。しかし、FRBが好むフォワードスプレッド<sup>10</sup>は、現在2.6%（2022年5月6日現在）であり、史上最高値に近い水準です。フォワードスプレッドは、リセッションの到来ではなく、成長の継続と利上げサイクル延長の必要性を示唆しています。このように、イールドカーブによるリセッション予測は完全に食い違っており、市場の不確実性を高めています。

図5：投資家はFRBへの信頼を維持しているものの、米国のイールドカーブ・シグナルは対立



(左図) 出所：ブルームバーグ・マーサー、アルジャー・アセット・マネジメント。2022年5月9日現在。

(右図) 出所：ブルームバーグ・マーサー。2022年5月9日現在。

イールドカーブのこうした奇妙さは、ある程度、FRBが長期的にインフレを抑制することを市場が信じていることに起因しています。米国のブレイクイーブンインフレ率（市場が予想する期待インフレ率、国債利回りから物価連動国債の利回りを引いて算出）に注目すると、市場は長期よりも足元で高いインフレ期待を示しており、これは、インフレが一過性のものであり、スタグフレーションへの移行は想定していないという、現在の市場の認識と一致しています。

<sup>9</sup> 米国の10年国債の利回りは2年国債の利回りより高いのが一般的です。2年債と10年債差の利回り格差が縮小することをフラット化（イールドカーブが平坦化するため）、利回り格差が拡大することスティープ化（イールドカーブの傾きが急になるため）と呼び、2年債と10年債差の利回りが逆転した状態を逆イールドと呼びます。

<sup>10</sup> 先物市場から算出される1年半後の3カ月物米財務省短期証券利回りから、現在の3カ月物米財務省短期証券利回りを差し引いた推定値。この指標は、FRBが将来の短期金利に対する市場の期待値を判断するためによく使用されます。

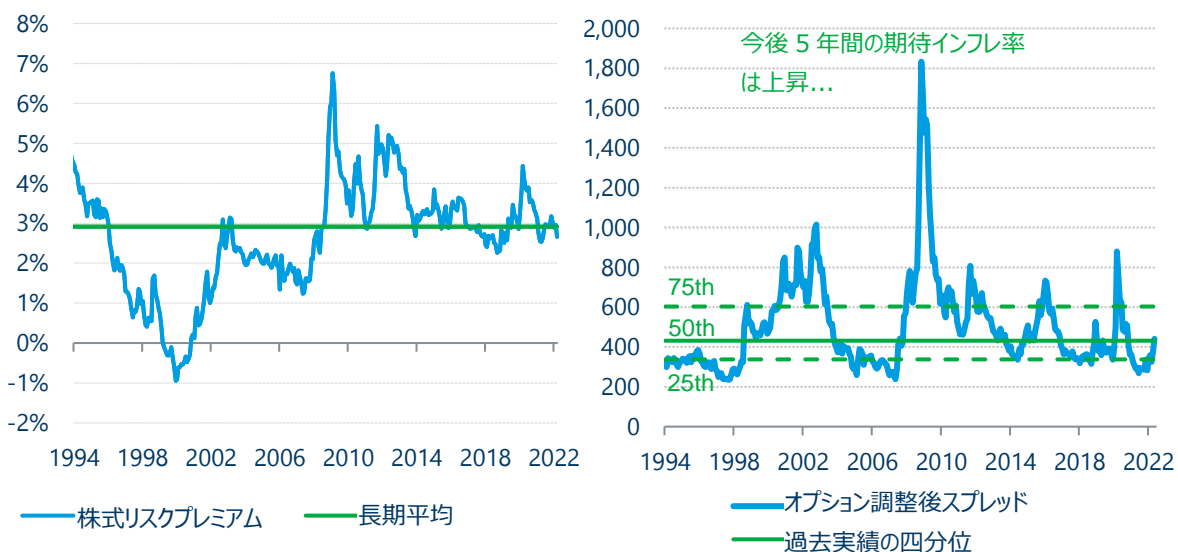
また、実質イールドカーブを見ると、積極的な利上げサイクルが織り込まれているにもかかわらず、短期的なFRBの政策は、過去の長い歴史から比べると、依然として非常に緩和的であることも明らかです。利上げサイクルが終わると現在市場で予想されている時期まで、実質金利はプラスにならないと市場は判断しています。世界金融危機後の低水準の実質金利やマイナス金利の期間を投資家の記憶から消し去ってしまえば（それができないことはさておき）、利上げサイクルや将来の中立金利（需給ギャップが解消した時点での実質金利）がどうなるかについての期待は、現在織り込まれているよりも高い水準になる可能性が高いでしょう。しかし、同様に、1970年代や1980年代のような利上げサイクルもまた、現在の環境の特殊性、経済の変化、債務残高の増加、資本市場の深化あるいは金融化の進展により、あり得ないと思われる。市場参加者は将来の政策金利の見通しを立てるのに苦労しており、どちらの力学が勝るのか、市場では依然として熱い議論が続いています。

## バリュエーション

年初来の市場のパフォーマンスは悪かったとはいえ、株式、金利、クレジットが過去のバリュエーションと比較して割安に転じたわけではありません。長期に亘る実質金利の低下は、あらゆる資産の価格を下支えしてきました。この前提が変化すれば、効果が反転するのは当然です。それでも、年初来の株価下落にもかかわらず、S&P500の株式リスクプレミアムは長期平均に近い水準にあり、債券も同様です（図6）。

堅調な企業収益がネガティブな投資家心理とぶつかり合い、中央銀行は経済成長の減速を望んでいるため（労働市場の逼迫を軽減するため）、今後の株式の行方は不透明なままです。現在のモメンタムを考えると、企業収益が脅かされない限り、経済が弱体化することはなさそうに見えます。ハイイールド債も同様であり、スプレッドは過去の中央値を下回っています。デフォルトに対する市場の懸念は依然として低い水準ですが、金融環境が厳しさを増すという脅威が視野に入りつつあります。

図6： S&P 500 株式リスクプレミアム (左図) と米国ハイイールド・スプレッド(bps) (右図)



(左図) 出所：ブルームバーグ、リフィニティブ、マーサー。2022年3月31日現在。(右図) 出所：2022年5月11日現在。



## 岐路に立った際の方向性を示す

今回の引き締めサイクルを過去のサイクルと比較した場合、様々な要因の結果として、数十年に一度の高いインフレ率という、より極端なスタート地点に我々はいます。このため、金利市場にも織り込み済みであるように、今回は、緩やかな利上げサイクルよりも株式市場や債券市場にとって一般的に悪影響を与えると考えられる、速い利上げサイクルの必要性が示唆されます。しかも、足元の期待インフレ率が極めて高いため、現在織り込まれている積極的な利上げサイクルでさえ、2023年半ばまでは実質金利をプラスの水準に戻すことができません。

これは、投資家にとっては不安材料かもしれませんが、これまで見てきたように、すべての利上げサイクルがリセッションにつながるわけではなく、仮に景気が後退する場合でも、そのタイミングには比較的ばらつきがあります。また、景気後退を検知するイーロードカーブのシグナルは、相反しています。さらに、消費者と企業のバランスシートは比較的強固で、将来の消費と投資の支えとなるにも関わらず、世界の市場はすでに大きく下落しています。

我々（そして中央銀行）はかつてない市場環境に直面しており、それが、投資家にとって困難な状況であることは確かです。本稿は利上げサイクルとその初期の経済・金融市場の環境に焦点を当てましたが、続報として、市場が直面する可能性のある中期的なシナリオと経済・金融市場の将来的な安定状態の可能性についても、さらに掘り下げたいと考えています。

現在のような不透明な環境下では、分散されたポートフォリオを維持すること、そして、堅牢かつ機動的なガバナンス体制を構築することの重要性が、高まる一方であると考えています。第一に、複数の資産クラスとリスクファクターに分散されたポートフォリオを維持することは、困難な市場シナリオからポートフォリオを保護し、長期投資に役立ちます。インフレ、金、コモディティに関する最近のレポートは、いずれも金融市場の不確実性が高まった場合に備えて、ポートフォリオを準備することに焦点を当てたものです。第二に、堅牢で機動的なガバナンスは、金融市場が曲がり角を迎えた時に、投資家が迅速に対応できるような環境を提供します。市場の変化速度が速くなり、流動性が枯渇するケースが増えるにつれ、機動性がますます重要になっています。流動性の高いディフェンシブ資産や現金など、十分な待機資金を持つことは、投資家の機動力を高めるための不可欠な要素です。この機動性は、市場のモメンタム（一時的な方向感）に乗るためではなく、長期的なファンダメンタルズの観点から、リスク資産がより魅力的になった場合に、迅速に資金を投入するために必要なものです。この2つの原則を重視する投資家は、避けられない市場の下落に伴う短期的な痛みを最小限に抑え、長期的な成功を手にすることができるだろうと、弊社は考えています。



**Max Becker**

ストラテジック・インベストメント・リサーチアナリスト



**Nathan Struempf**

ストラテジック・インベストメント・リード・スペシャリスト

補足資料 1 : 中央銀行の政策と市場が織り込んでいる金利の変化 (インプライド・プライシング)

中央銀行	現状の政策金利	足元の政策	2022 年末市場予測金利	足元からの変化幅	ピーク時の金利 <sup>1</sup> (そのタイミング)
米連邦準備制度理事会 (FRB)	1.00%	2022 年 3 月に 25bp、5 月に 50bp の利上げを実施。資産買入れプログラムの縮小を実施。	2.75%	1.75%	3.10% (2023 年 7 月)
イングランド銀行 (BoE)	1.00%	2022 年に 75bp の利上げを実施。資産買入れプログラムの縮小を実施。	2.25%	1.50%	2.40% (2022 年 5 月)
欧州中央銀行 (ECB)	-0.50%	資産買入れプログラムの縮小を発表。	0.30%	0.80%	2.20% (~2032 年)
日本銀行 (BOJ)	-0.10%	資産買入れを継続。	-0.10%	0%	1.20% (~2047 年)

出所：ブルームバーグ、マーサー。2022 年 5 月 5 日現在<sup>1</sup> 1 ヶ月 OIS レート。

補足資料 2. : 利上げ開始後 1 年間の各資産クラスのパフォーマンス

利上げ開始のタイミング	グローバル株式	小型株式	新興国株式	国債	社債	インフレ連動債	金	石油	米ドル指数	ヘッジファンド
1973 年 1 月 15 日	-14.5%			3.3%			94.5%		-2.4%	
1977 年 8 月 31 日	22.9%			-1.4%			42.4%		-13.2%	
1980 年 9 月 26 日	4.2%			-19.1%			-39.4%	6.5%	26.3%	
1987 年 9 月 4 日	-11.3%			8.4%			-8.1%	-23.6%	1.2%	
1994 年 2 月 4 日	-2.4%	-3.6%	-18.7%	4.1%			-3.3%	12.1%	-8.8%	-5.9%
1999 年 6 月 30 日	12.5%	18.4%	9.5%	3.1%	4.0%	3.8%	10.7%	83.9%	3.9%	19.7%
2004 年 6 月 30 日	10.6%	16.6%	34.9%	7.7%	8.4%	10.3%	11.1%	63.2%	0.3%	6.2%
2015 年 12 月 16 日	8.0%	11.6%	11.3%	0.4%	2.7%	0.5%	5.3%	48.7%	5.2%	-0.8%
中央値	6.1%	14.1%	10.4%	3.2%	4.0%	3.8%	8.0%	30.4%	0.7%	2.7%

出所：Refinitiv、ブルームバーグ、ロバート・シラー。入手可能な 12 ヶ月のパフォーマンス。2022 年 4 月 4 日現在。

太字は速い利上げサイクルの期間を意味します。

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

### ご注意事項

- マーサーとは、当社、MercerLLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [Report\(Vertical\)\(mercer.com\)](https://www.mercer.com/Report/Vertical) をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。