

Economic Monitor

沈黙は金（1月のFOMC）

1月のFOMCでは、QE2早期終了がもたらす長期金利上昇リスクなどに配慮し、タカ派が沈黙。QE2は6月の期限まで淡々と完遂される見込み。景気判断は概ね据え置かれたが、個人消費については意図的に表現を控え目とした可能性があり、個人消費の先行きについてFOMC内部で意見が分かれたのかも知れない。QE2以降については3月と4月のFOMCが鍵を握る。

2011年初めてのFOMCが1月25～26日に開催され、Fedは現行政策の据え置きを決めた。すなわち、1)政策金利であるFF金利の誘導目標0～0.25%、2)来年6月までに総額6,000億ドルの国債買入、3)時間軸文言「長期に渡ってFF金利の異例な低水準を正当化(to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period)」のいずれも維持されている。

反対票なし

FOMCにおいて、バーナンキ議長をはじめとする連銀理事とNY連銀総裁は常に投票権を有するが、NY連銀以外の地区連銀総裁は輪番制により1年毎に4名の投票権者が変わる。2010年から2011年への大きな変化は①2010年に反対票を投じ続けたホーニグ・カンザスシティ連銀総裁が外れたものの、②タカ派の勢力が数的には増したことである。すなわち、2011年は一般的にタカ派と見做されているフィッシャー・ダラス連銀総裁とプロッサー・フィラデルフィア連銀総裁が加わっている。なお、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁はQE2導入前夜においてタカ派寄りの発言が目立ったものの、導入後はQE2擁護発言を繰り返しており、現時点では中道派に分類できるだろう。

しかし、FOMC後の公表文を見る限り、そうしたタカ派の勢力拡大は影響を及ぼしていない。事前に「資産購入プログラムは完全に実施されると考えている」と述べQE2完遂を容認する姿勢を示していたフィッシャー総裁のみならず、「QE2によりインフレリスクが高まる」と警告していたプロッサー総裁も反対票を投じることはなかった。また、資産買入の妥当性検討に関する部分でも、言い回し修正以外に大きな変更は見られない。

沈黙は金

結局のところ、タカ派も現実路線に立ち返ったということだろう。タカ派が主張する将来のインフレリスクの存在を否定することはできず、またイエレンFed副議長が示したほどにQE2が実体経済に及ぼす効果はないかもしれない¹。しかし、現時点

FOMCでの投票権者

	2010(当初)	2011
理事	バーナンキ議長	バーナンキ議長
	コーン副議長	イエレン副議長
	デューク理事	デューク理事
	タルーロ理事	タルーロ理事
	ウォーシュ理事	ウォーシュ理事
		ラスキン理事
地区連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁
	ブラード・セントルイス連銀総裁	エバンス・シカゴ連銀総裁
	ピアナルト・クリーブランド連銀総裁	コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁
	ローゼンブレン・ボストン連銀総裁	フィッシャー・ダラス連銀総裁
	ホーニグ・カンザスシティ連銀総裁	プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁

※網掛けはタカ派。コチャラコタ総裁は最近の発言からタカ派に分類せず。

※赤字斜体が変更点。なお、コーン氏は2010年退任、イエレン氏とラスキン氏は2010年就任。

※理事とNY連銀総裁は常に投票権を有する。地区連銀総裁は輪番。

(出所)Federal Reserve Board of Governors

¹ ASSA (Allied Social Science Association、社会科学協会連合)におけるイエレン副議長の講演。詳細は、1月18日付「米国経済情報 2011年1月号」を参照。

でQE2の早期終了が示唆されれば、長期金利上昇に拍車がかかり、軌道に乗りつつある米国経済の回復を阻害してしまう可能性がある。そうした事態はタカ派も全く望まない。そのため、現在は沈黙し、既に実施されているQE2を淡々と継続することが最良の方策に他ならないのである。雄弁になるためには、もう少し景気加速のエビデンスが欲しいというのがタカ派の正直な心情だろう。

個人消費のトーンは抑制的、商品市況に言及

公表文を見ても、1月の変更は極めて限定的である。景気の総括判断は「景気回復は継続している」として12月FOMCから維持された。雇用情勢が回復しつつあることから、現在の成長ペースに対する評価が12月の「失業率の低下に不十分ではあるが」から「労働市場の著しい改善には不十分であるが」に変更されているが、大きな修正ではない。クリスマス商戦の好調を反映し、個人消費の評価は「緩やかに拡大している」から「拡大ペースは昨年末に加速した」へ変更された。但し、年末に拡大ペースが加速した事実（Growth in household spending picked up late last year）を言うのみで、その拡大ペースの持続性を一切示唆していない。また、「高水準の失業や緩慢な所得回復、住宅資産の価値低下、厳しい金融環境」といった消費拡大を阻害する要因に関する記載は据え置いており、トーンを意図的に抑制した印象を受ける。個人消費の2011年加速についてはFOMC内部でも意見が割れたのではなかろうか。1月FOMCの議事要旨と同時に公表される経済見通しは前回11月からの上方修正が見込まれているが、個人消費に関する慎重姿勢は上方修正が小幅に留まる可能性を示唆しているのかも知れない。インフレに関する部分では「インフレ基調を示す指標は引き続き低下傾向にある」との結論に変更はないが、「商品価格は上昇しているものの」との表現が付記された。エネルギーや食品価格の上昇がCPIやPCEデフレーターを押し上げていることへの配慮だが、今後のインフレリスクへの警戒にも、米国経済には多大なスラックが残っているため商品価格上昇が容易には基調的なインフレ率の上昇に繋がらないとの主張にも読める微妙な追記である。

景気判断以外の部分、すなわちa)デュアルマンドートに照らした経済及び物価動向の評価、b)資産買入方針、c)時間軸文言について大きな修正は見られない。ただ、QE2による資産買入について総額6,000億ドルとの表現は変わらないが、「750億ドル/月のペースで」との文言が今回削除されている。これが単なる言い回しの変更に伴う削除なのか、市場オペレーションの観点から買入ペースが大きく変動することを示唆したものなのかは現時点で判断できない。議事要旨の公表を待つ必要がある。

ポストQE2については3月と4月のFOMCが鍵

顕著な景気加速もしくは低インフレ状況の明確な変化が生じれば、タカ派がQE2の早期終了を求める姿勢を強めることを完全に否定することは出来ない。但し、今後のFOMCスケジュール（3月15日、4月26～27日、6月21～22日）を考えると、早期終了を求めて意味のあるタイミングは次回3月FOMCに限られる。また、タカ派の一翼を担うフィッシャー総裁がQE2完遂を容認していることも踏まえれば、現行のQE2については淡々と予定通り実施されるのがほぼ固まったと言えるだろう。寧ろ、焦点はQE2の期限である6月末以降に移った。2011年に現在の市場コンセンサスである3%前半の成長（WSJサーベイでは3.3%）がそれなりの確度で期待できるのであれば、FOMCにおいてQE2の延長やQE3は検討されないと考えられる。但し、前述したように、Fedが今回の公表文で個人消費の評価を控えめにしたのは2011年の個人消費や経済全体の成長ペース加速に確信が抱けないからとも考えられる。加えて、FOMCの開催スケジュールに照らすと6月末以降については、遅くとも3月FOMCから議論し4月FOMCで

方針を固める必要がある。4月FOMCの時点で、QE2の終了を決定できるほどにFOMCメンバーが2011年の景気加速に確信を抱けるかは微妙なところであろう。石橋を叩いて渡るためのQE2延長も完全には否定出来ない。そうした景気認識に関するニュアンスを読み取るためにも、3週間後に公表される今回1月FOMCの議事要旨は重要である。

【FOMC 公表文の変更点】

	12月	1月
景気判断	the economic recovery is continuing, though at a rate that has been insufficient to bring down unemployment. 失業率低下には不十分なペースではあるが、景気回復は継続している。	the economic recovery is continuing, though at a rate that has been insufficient to bring about a significant improvement in labor market conditions. 労働市場の著しい改善には不十分であるが、景気回復は継続している。
個人消費	Household spending is increasing at a moderate pace, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. 家計支出は緩やかに拡大しているが、高水準の失業や緩慢な所得回復、住宅資産の価値低下、厳しい金融環境によって引き続き抑制されている。	Growth in household spending picked up late last year, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. 家計支出の拡大ペースは昨年末に加速したものの、高水準の失業や緩慢な所得回復、住宅資産の価値低下、厳しい金融環境によって引き続き抑制されている。
設備投資	Business spending on equipment and software is rising, though less rapidly than earlier in the year, while investment in nonresidential structures continues to be weak. 今年初めのペースからは減速したが、企業による設備とソフトウェアへの支出は増加している。一方、非住宅用構造物への投資は弱含みが続いている。	Business spending on equipment and software is rising, while investment in nonresidential structures is still weak. 企業による設備とソフトウェアへの支出は増加しているが、非住宅用構造物への投資は依然として弱いままである。
インフレ	Longer-term inflation expectations have remained stable, but measures of underlying inflation have continued to trend downward. 長期インフレ期待は引き続き安定しているが、インフレ基調を示す指標は引き続き低下傾向にある。	Although commodity prices have risen, longer-term inflation expectations have remained stable, and measures of underlying inflation have been trending downward. 商品価格は上昇したものの、長期インフレ期待は引き続き安定しており、インフレ基調を示す指標は引き続き低下傾向にある。

(出所) Fed ※日本語は当社による仮訳。