

Economic Monitor

FOMC ではタカ派とハト派の対立が鮮明に

3月のFOMC議事要旨ではタカ派とハト派の対立鮮明化が示されたが、いずれも大勢を占めるには至っていない。キャスティング・ボードはバーナンキ議長を中心とする執行部が握ったままである。バーナンキ議長は「現在のインフレ上昇は“transitory”(一時的)」と認識しており、その認識が覆されない限りは金融政策の転換を急がないと考えられる。但し、商品価格上昇が期待インフレ率の上昇を通じて、インフレ昂進に繋がるリスクも無視は出来なくなりつつある。

3月のFOMC議事要旨が公表された。当然ながら最大の注目は今後の金融政策の舵取りを巡る議論だが、そうした議論の検討に入る前に、今回の議事要旨における他の重要な点に触れたい。第一はQE2について、終了に際してのスミージング、つまりはQE1で行われた買入ペースの減速などは行われぬ点である。オペレーションを担う実務担当が不要と判断し、FOMC参加者も同意している¹。第二にFedスタッフが年明けの成長ペースの下振れを理由に2011年の成長率予想を若干引き下げる一方、エネルギーや食料価格の上昇を理由にインフレ見通しは若干引き上げている点である。スタッフ予想とFOMC参加者の予想は必ずしも一致しないが、4月FOMCで示されるFOMC参加者の成長率見通しは若干引き下げ、インフレ率見通しは引き上げられる可能性がある。

さて、本題のタカ派とハト派の対立である。今回の議事要旨では、両者の対立が極めて明確に示されている。

A few participants indicated that economic conditions might warrant a move toward less-accommodative monetary policy this year; a few others noted that exceptional policy accommodation could be appropriate beyond 2011.

※赤太字がタカ派、青下線がハト派の見解。以下同じ。

(資料) FOMC Minutes of Mar 15, 2011

タカ派(a few members)が(今後期待される)経済情勢により年内にも金融緩和度合いの縮小が必要になると主張するのに対し、ハト派(a few others)は現在の超緩和政策は2011年を越えて適切となりうる(2011年内の緩和度合い縮小はない)と真っ向から反論している。

また、QE2は全会一致で継続が確認されたが、そのQE2の将来についても意見は鋭く対立している。

A few members noted that evidence of a stronger recovery, or of higher inflation or rising inflation expectations, could make it appropriate to reduce the pace or overall size of the purchase program. Several others indicated that they did not anticipate making adjustments to the program before its intended completion.

¹ “the Manager indicated that the greater depth and liquidity of the Treasury securities market suggested that it would not be necessary to taper purchases in this market. ...In light of the Manager’s report, almost all meeting participants indicated that they saw no need to taper the pace of the Committee’s purchases of Treasury securities when its current program of asset purchases approaches its end.” FOMC Minutes of Mar 15, 2011

タカ派が景気回復や高インフレ、期待インフレ率の上昇が将来的に（と言っても残り 2 ヶ月だが）QE2 の縮減に繋がると考える一方、ハト派は QE2 が予定通り実行されるとの見解を示している。

FOMC議事要旨では、発言者の実名は明かされないが、最近の講演やマスコミでの発言から対立の構図は容易に読み取れる。タカ派の見解を主張したと推定されるのはフィッシャー・ダラス連銀総裁、プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁の 3 名である。2010 年に QE2 などの金融緩和政策に対して一貫して反対票を投じ続けたホーニグ・カンザスシティ連銀総裁は投票権を失ったが、替わって、やはり筋金入りのタカ派であるフィッシャー総裁とプロッサー総裁が 2011 年は投票権を得た。二人とも、雇用者数の増加やインフレ率の上昇を受けて金融政策を転換するタイミングが近付いたと声高に主張している。また、コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁もタカ派寄りの論客であり、コア・インフレ率の上昇により 2011 年内の利上げが適切になるとの見解²を明らかにしている。

輪番で投票権を有する地区連銀総裁 4 名のうち 3 名がタカ派となったため、ハト派は人数的には劣勢だが、黙ってはいない。エバンス・シカゴ連銀総裁は、賃金上昇なしにインフレが昂進するとは考えにくく、（インフレ率の上昇は一時的と考えられるため）次回利上げが 2012 年になっても意外ではない³と述べている。また、筋金入りのハト派であるダドリー・NY 連銀総裁 4 名、現在の経済状況は Fed のデュアル・マンデートから程遠い（故に金融引き締めへの転換は時期尚早）と強硬に主張⁵している。

しかし、こうしたタカ派とハト派を合計しても 5 名に留まる。2011 年の FOMC の投票権者は現在 10 名⁶であり、半分にしかない。タカ派とハト派がいくら頑張っても、結局のところは、バーナンキ議長やイエレン副議長など執行部を含む中間派 5 名が政策決定を左右する構図は以前から変わらない。そのバーナンキ議長とイエレン副議長は、インフレ警戒を強調しつつも、政策変更は明言していない。2 月 25 日とやや遡るが、イエレン副議長は「商品価格上昇が持続的であり、持続的なインフレ期待の上昇に繋がるのならば、金融政策による対応が必要」とインフレ警戒を滲ませた⁷。サンフランシスコ連銀総裁時代に超ハト派と見做されたイエレン副議長の発言であるが故に、市場は政策転換の示唆ではないかと驚きをもって受け止めた。しかし、イエレン副議長のスタンスは、3 月 1 日に行われたバーナンキ議長の議会証言や 3 月 FOMC⁸、そして 4 月 5 日のバーナンキ議長の質疑応答⁹に共通する「現在のインフレ率上昇は一時的 (transitory)」との認識を踏襲したものに過ぎない。議長と副議長が示す金融政策のメインシナリオは、「現在のインフレ率上昇は一時的であるため政策変更を急ぐ必要はないが、期待インフレ率が継続的に上昇するなどインフレ率上昇が持続的となる可能性が高まれば断固として行動する」というものである。

バーナンキ議長とイエレン副議長以外の中間派は、3 名の理事である。その 3 名は現在までのところ、スタンスを明らかにしていない。しかし、昨年の QE2 導入時に事前の議論で議長と対立しつつ、最終的には議長提案に賛成票を投じたことを踏まえれば、3 名の理事が今回もバーナンキ議長に追随する可能性は高いと考えて問題ないだろう。タカ派も即利上げを求めている訳ではないため毎回の FOMC の票決がど

² ["Interview Excerpts: Fed Official Narayana Kocherlakota" WSJ Mar 31, 2011](#)

³ ["Fed's Evans: Without Wage Hikes, Little Inflation Pressure" WSJ Apr 4, 2011](#)

⁴ 地区連銀総裁の中でも、NY 連銀総裁は FOMC において常に投票権を有する。

⁵ ["Fed's Dudley Warns Against Prematurely Tightening Policy" WSJ Apr 1, 2011](#)

⁶ 当初は 11 名だったがウォーシュ理事が退任し 1 名減。なお、ダイヤモンド氏は未だ上院から承認を得ていない。

⁷ ["Hawk And Dove Signal Vigilance On Commodity Prices" Feb 25, 2011](#)

⁸ 詳細は 2011 年 3 月 16 日付「商品市況への警戒を強調も引き締めは急がず (3 月 FOMC)」を参照

⁹ ["I think the increase in inflation will be transitory. Our expectation at this point is that in the medium term inflation, if anything, will be a bit low. We will monitor inflation and inflation expectations very closely." CNBC Apr 4, 2011](#)

うなるかは不明だが、当面は金融緩和維持7名 VS 引き締め転換(もしくは緩和度合い縮小)3名の構図が展開されることになりそうである。当社では金融緩和維持派の優勢が当面続くと判断しており、QE2は完遂、Fedはバランスシートを少なくとも2011年内は維持、利上げサイクルの開始は来年夏との見通しをメインシナリオに据えている。

そうしたFOMCの構図に早いタイミングで変化が生じるとすれば、それはバーナンキ議長が示した「現在のインフレ率上昇が一時的(transitory)」との認識が揺らぐ時だろう。つまり、エネルギーを中心とした商品価格の継続的な上昇が、期待インフレ率の変化を通じてインフレ昂進に至るリスクや、ECBが重視する二次的影響(Second-round effect、商品価格上昇の賃金などへの波及)のリスクが強まる場合である。そうしたリスクが顕現化する可能性が高まれば、Fedは当社のメインシナリオよりも早いタイミングで金融引き締めサイクルへ移行する。商品市況を左右する中東情勢の先行きは、政治・宗教的な色彩が強まり、既に金融市場関係者や中央銀行の合理的な予測領域を逸脱してしまっている。タカ派の主張やリスクシナリオも無視は出来なくなりつつある。