

2012 年の FOMC

12 月 13 日に今年最後の FOMC が開催される。当社は従来、12 月の FOMC で、金融政策の透明性向上策が最終決定されると考えていたが、12 月 5 日付の WSJ¹ は最終決定が 1 月にずれ込む可能性が高いとのニュアンスを示している。真実は慮りかねるが、WSJ が正しいとすれば、足元の経済指標の改善で FOMC メンバーに余裕が生まれたのか、もしくは、後述するように、FOMC 投票権者にタカ派の多い今年よりもタカ派が大幅に減る来年の方が、透明性向上策の最終決定は容易とバーナンキ議長が判断したのか、いずれかの可能性が高いだろう。もしくは単純に、イエレン副議長が統括する透明性検討の小委員会での作業が遅れているのかも知れない。ただ、12 月ではなく 1 月に透明性向上策が最終決定されても、1 月の経済見通し提示から、透明性向上策が実施に移されるというスケジュールについては、従来からの当社の想定どおりと考えられる。

想定される透明性向上策は、大きく二つの部分に分かれる。一つは、Fed がデュアルマンドートに基づき目指す目標の明確化、もう一つは将来の政策金利パスの提示である。まず、前者の目標明確化はインフレ目標がどこまで明文化され、どこまでフレキシブル・インフレーション・ターゲットに近づくかが焦点となる。Fed の実際の政策運営がフレキシブル・インフレーション・ターゲットの枠組みで行われていることは Fed 関係者自身が認めるところだが、市場や米国民に対する透明性向上のためには実際の運営と名目上の宣言を近づける必要がある。なお、インフレと異なり、雇用すなわち失業率については、自然失業率などの把握が困難なため、やや曖昧な定性的な表現に留められる可能性が高い。また、インフレと雇用が共に重要であり、いずれが優先するわけでもないことも、議会との関係で強調されるだろう。

後者の政策金利パスの提示は、ファンチャートになるのか、FOMC 参加者のレンジとなるのか、方法は不明だが、年 4 回示される経済見通しと共に、かつ整合的なかたちで示される見込みである。なお、NY 連銀は透明性向上策の一環として、FOMC メンバーが参考にしてしまうとされる「プライマリーディーラー向けの金融政策アンケートの質問事項」を既に 12 月から公表しており、いずれアンケート結果についても公表に踏み切る可能性がある²。

12 月の FOMC においては、(最終決定されるか否かは別として) 透明性向上策の議論が中心となり、金融政策の変更は行われないというのが、当社の見通しである。市場の一部では、11 月 30 日の中央銀行による協調行動を受けて、年内に QE3 が実施されるとの見方もある模様である。しかし、基本的に金融政策は国内経済に対応するべきものであり、経済指標が示す現在の経済情勢や Fed 関係者の発言を見る限り、12 月に追加緩和が行われる可能性は低いと判断される。一方、年明け以降の FOMC では、追加緩和とりわけ MBS 買入れと QE3 の是非が、議論の焦点になると見込まれる。MBS 買入れについては、その量的緩和的側面について、FOMC での議論がなお必要と考えられ、また QE3 については従来から指摘しているとおり、リセッションリスク及びデフレリスクの再燃が実施に向けて最大の条件になるだろう。

そうした年明け以降の FOMC での議論を考える上で留意すべきは、冒頭でも触れたように、投票権者に占

¹ “Federal Reserve Prepares to Make Itself Perfectly Clear” December 5, 2011, WSJ

² “New York Fed to Post Primary Dealer Survey Questions” December 2, 2011, N.Y. Fed

めるタカ派の割合が 2012 年³は大きく減る点である。FOMCにおける投票権者 12 名のうち、7 名はバーナンキ議長をはじめとするワシントンの理事が占め、残る 5 名が地区連銀総裁から輪番にて選出される。と言っても、1 名はNY連銀総裁で固定であり、4 名が地区連銀総裁の輪番となる。なお、現在、理事は 2 名が欠員のため、FOMCの実投票権者は理事 5 名、地区連銀総裁 5 名のトータル 10 名にとどまる。

地区連銀総裁から選出される 4 名が輪番で変わるため、FOMC における政策決定のパワーバランスは毎年変化する。もちろん、FOMC は政策決定の安定性が維持されるよう、ワシントンの理事ならびに執行部に近い NY 連銀総裁によって投票権の過半が占められる構造にはなっている。現在は理事 2 名の欠員で Fed 創設時の想定からややずれている可能性はあるが、それでも 5 名の理事に NY 連銀総裁を含めれば 10 名中 6 名と過半を超える。ある意味、2011 年は、その安定性重視の構造が極めて大きな力を発揮した年だったとも言える。

2011 年は 4 名中 3 名をタカ派、すなわちフィッシャー・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が占め、その 3 名は 8 月と 9 月に追加緩和に対して反対票を投じた。逆に、11 月には、ハト派のエバンス・シカゴ連銀総裁が、追加緩和を求めて反対票を投じている。つまり、現在の投票権者構成上、実質的に反対票を投じうる 4 名全員がFOMCにおいて反対票を投じたのである。これは、FOMCの歴史において、極めて稀な事態と言えるだろう⁴。

一転、2012 年の投票権者を見ると、バーナンキ議長がコンセンサス重視の運営をする限り、反対票は大きく減りそうである。まず、タカ派は前述の 3 名からラッカー・リッチモンド連銀総裁の 1 名に急減する。ラッカー総裁は、今年の 3 名にも勝るとも劣らない筋金入りのタカ派であり、現在の経済情勢においては QE3 やMBS買入に反対票を投じる可能性が極めて高い。ラッカー総裁は、10 月 17 日⁵及び 11 月 16 日⁶の講演において、現在（当時）の経済情勢では金融政策の役割が小さいと主張するのみならず、MBS買

FOMCの投票権者

	2011(現在)10名	2012(予定)10名	スタンス
理事	バーナンキ議長	バーナンキ議長	中間派(ハト派寄り)
	イエレン副議長	イエレン副議長	ハト派
	デューク理事	デューク理事	バーナンキ議長追随
	タルーロ理事	タルーロ理事	バーナンキ議長追随
	ラスキン理事	ラスキン理事	バーナンキ議長追随
	ウォーシュ理事3月退任、後任未定	欠員	
	欠員	欠員	
地区連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁	ダドリーNY連銀総裁	ハト派
	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	中間派
	フィッシャー・ダラス連銀総裁	ロックハート・アトランタ連銀総裁	中間派
	プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁	ウィリアム・サンフランシスコ連銀総裁	中間派
	コチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁	ラッカー・リッチモンド連銀総裁	タカ派

(資料)Federal Reserve Board 資料等より伊藤忠経済研究所作成。

³ 2012 年の FOMC 日程は 1 月 24-25 日、3 月 13 日、4 月 24-25 日、6 月 19-20 日、7 月 31 日、9 月 12 日、10 月 23-24 日、12 月 1 日。

⁴ 8 月の 3 名の反対票は 1992 年以来と報じられた。

⁵ “Economic Outlook, October 2011” October 17, 2011, Jeffrey M. Lacker

⁶ “Understanding the Interventionist Impulse of the Modern Central Bank” November 16, 2011, Jeffrey M. Lacker

入れについても信用チャネルへの中央銀行の働きかけは不適切として否定している。極めつけは、11月30日の各国中央銀行による協調行動の前提と言えるドル流動性スワップ金利引下げへの反対である⁷。このようにラッカー総裁がいくら強硬でも、結局のところ、数の論理から、追加金融緩和への反対票は2011年対比で大きく減ることになる。

一方、ハト派では、MBS 買入れを唱える NY 連銀ダドリー総裁と、最近の講演で本来のハト派ぶりを再び示し始めたイエレン副議長が2012年も投票権を有するものの、11月に追加緩和を求めて反対票を投じたエバンス・シカゴ連銀総裁は投票権者から外れる。ラッカー総裁以外の新たに加わる3名、つまりピアナルト・クリーブランド連銀総裁、ロックハート・アトランタ連銀総裁、ウィリアム・サンフランシスコ連銀総裁は基本的に中間派である。2011年の講演内容を読む限り、FOMCの政策決定に反対を示してはいないが、足元で追加緩和に特に積極的というわけでも、完全に否定的というわけでもないと考えられる。

こうした投票権者構成を踏まえると、2012年の金融政策運営において、バーナンキ議長にとって重要になるのは、理事や中間派との間でのコンセンサス形成と考えられる。金融政策ウォッチャーの立場から言えば、2012年は極端なハト派やタカ派の見解よりも、FOMC内のコンセンサスに注目するのが重要になるということである。

⁷ 出席できないプロッサー総裁に代わり、ラッカー総裁が投票した。