

透明性向上策は1月決定、即実施の見込み（12月のFOMC）

2011年最後のFOMCは全くの無風だった。景気認識は若干引き上げも、それを打ち消すだけの先行きに関する慎重トーンも併記されている。金利見通しやマンデート明確化などの透明性向上策は1月決定、即実施となる可能性が高い。2012年はFOMC投票権者が替わる点に留意。

透明性向上策は1月決定、即実施に

12月13日に2011年最後のFOMCが行われた。(ステートメントに示されていないだけの可能性は残るが)透明性向上策に関する最終決定は次回1月へ先送りされた模様である。透明性向上策に関するFOMC関係者の度重なる言及もあり、12月での向上策決定に対する期待が幾分高まっていた。しかし、既に当社レポート¹でも指摘したが、Fedからの示唆に基づくと考えられる1月への最終決定持ち越し報道もあり、今回の見送りに市場が大きく失望したという訳でもないだろう。最終決定が12月でも1月でも、透明性向上策の実施は1月の経済見通しと同時に最も合理的である。

金融政策は変更なし、反対票はエバンス総裁の一票

金融政策については、市場予想及び当社想定通り、変更はない。すなわち、①FF金利誘導目標の0~0.25%、②2013年半ばまで政策金利を現行水準に維持する可能性が高いとする時間軸文言²、③エージェンシー債及びMBSの償還元本のMBSへの、国債償還元本の国債への再投資、④ツイストオペ（The Maturity Extension Program）はいずれも前回11月2日FOMCの方針が維持されている。ステートメントにおける文言変更も全くない。

金融政策決定に関する反対票は、前回と同じく、一票だった。ハト派のシカゴ連銀エバンス総裁が追加緩和の実施を求めて反対票を投じた。8月と9月に反対票を投じたタカ派3名（ダラス連銀フィッシャー総裁、ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁）は、追加緩和の決定がないため、11月と同様に賛成票である³。

経済情勢判断は若干好転も慎重トーンを併記

金融政策決定の前提となる経済情勢判断は若干好転したが、その好転を打ち消すように先行きに対する慎重姿勢が強調されている（詳細は次ページの表を参照）。まず、景気動向については、前回11月は年前半の低成長からの成長ペースの回復が強調されたが、12月は「緩やかに拡大」とシンプルに纏められている。但し、同時に「世界経済は一部で明確に減速」との追記もなされ、欧州ソブリン問題とそれを受けた欧州経済の低迷を中心とする外部環境の悪化が強調されている。また、雇用統計の改善を受けて「労働市場が全体として幾分改善」と素直に認識しつつも「失業率は依然高止まり」との判断は維持し、やはり慎重トーンを滲ませた。需要項目については、個人消費は増加（前回から上方修正）、設備投資は幾分減速

¹ 12月7日付 Economic Monitor 「2012年のFOMC」を参照。

² 「2013年半ばまで、FF金利を異例な低水準に維持することが正当化される可能性が高い (likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013)」

³ 議事要旨によれば、2~3名のメンバー（具体的には、8月と9月に反対票を投じたダラス連銀フィッシャー総裁、ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁、フィラデルフィア連銀プロッサー総裁であろう）は、現在のFOMCの政策には賛同しないものの、11月2日のFOMCでは、追加緩和策が提案されていないことを踏まえ、政策を支持する（反対票を投じない）とした。

(下方修正)、住宅投資は依然低迷（変わらず）との判断である。景気の先行きに関しては「今後数四半期において緩やかな成長を引き続き予想」との見方を維持し、加えて欧州ソブリン問題を念頭に置いた「国際金融市場の緊張が引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスク」との文言も不変である（表現のみ若干変更）。

インフレの現状認識に関しては、前回 11 月は「緩やかになったように見える」と推定を含んでいたが、

FOMCステートメントにおける景気・物価認識の変更点

	11月	12月
景気の現状判断	<p>[E]conomic growth strengthened somewhat in the third quarter, reflecting in part a reversal of the temporary factors that had weighed on growth earlier in the year. Nonetheless, recent indicators point to continuing weakness in overall labor market conditions, and the unemployment rate remains elevated. Household spending has increased at a somewhat faster pace in recent months. Business investment in equipment and software has continued to expand, but investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector remains depressed.</p> <p>今年前半の経済成長を抑制していた一時的要因が解消したことから、第3四半期の成長は幾分強まった。最近の経済指標は、労働市場が全体として脆弱な状況に留まることを示唆しており、失業率は高止まりしている。家計支出はここ数カ月間で増加ペースが幾分加速した。機器・ソフトウェア投資は引き続き拡大したが、構築物投資は依然として弱く、住宅部門は落ち込んだ状態が続いている。</p>	<p>[T]he economy has been expanding moderately, notwithstanding some apparent slowing in global growth. While indicators point to some improvement in overall labor market conditions, the unemployment rate remains elevated. Household spending has continued to advance, but business fixed investment appears to be increasing less rapidly and the housing sector remains depressed.</p> <p>世界経済は一部で明確に減速にしたが、米国経済は緩やかに拡大している。指標は、労働市場が全体として幾分改善したことを示しているが、失業率は依然高止まりしている。家計支出は増加を続けたが、設備投資の増加ペースは鈍り、住宅部門は落ち込んだ状態が続いている。</p>
景気見通し	<p>The Committee continues to expect a moderate pace of economic growth over coming quarters and consequently anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, there are significant downside risks to the economic outlook, including strains in global financial markets. FOMCは、今後数四半期において緩やかな成長を引き続き予想しているが、失業率はデュアルマンデートに適用水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。さらに、経済見通しには、国際金融市場の緊張を含む重大な下振れリスクが存在する。</p>	<p>The Committee continues to expect a moderate pace of economic growth over coming quarters and consequently anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Strains in global financial markets continue to pose significant downside risks to the economic outlook. FOMCは、今後数四半期において緩やかな成長を引き続き予想しているが、失業率はデュアルマンデートに適用水準に向けて、緩慢なペースでしか低下しないと判断している。国際金融市場の緊張が引き続き経済見通しにおける重大な下振れリスクである。</p>
インフレ判断	<p>Inflation appears to have moderated since earlier in the year as prices of energy and some commodities have declined from their peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable. エネルギーおよび一部の商品の価格が下落したことを受け、今年これまでよりも、インフレは緩やかになったように見える。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>	<p>Inflation has moderated since earlier in the year, and longer-term inflation expectations have remained stable. インフレは、今年これまでよりも緩やかになっている。長期的なインフレ期待は引き続き安定している。</p>
インフレ見通し	<p>The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further. エネルギーや商品価格による押し上げの影響が更に弱まるにつれて、インフレ率はデュアルマンデートに適用もしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。</p>	<p>The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate. インフレ率はデュアルマンデートに適用もしくは下回る水準に落ち着いていくと予想される。</p>

(出所) Fed ※日本語は当社による仮訳。

今回は「緩やかになっている」との断定表現に変わり、Fedがインフレ鈍化について自信を深めていることが窺われる。なお、先行き見通しは「デュアルマンデートに適うもしくは下回る水準に落ち着いていくと予想」で据え置かれた。なお、今回から現状判断と先行き見通しのいずれについても、エネルギーや商品価格に関する特記が外れた。特記するほどのインパクトはないとの判断であろう。

透明性向上策の決定先送りは何故か

さて、良くも悪くも、全ては来年の FOMC に持ち越された。冒頭でも述べたとおり、透明性向上策の実施はもともと 1 月から合理的であり、12 月に急ぐ必要はない。とは言え、決定の事前アナウンスに意味がないわけでもない。詳細は議事要旨 (Minutes) で確認すべきだが、あえて現時点で決定先送りの理由を推測すれば、①景気情勢改善による追加施策に対するプレッシャーの緩和と②2012 年で投票権者が替わる影響が挙げられる (穿ち過ぎかもしれないが…)。前者は説明不要だろう。後者については、1 年毎の輪番制により投票権を有する地区連銀総裁 4 名が入替わり、2011 年のタカ派 3 名+ハト派 1 名の構成が、2012 年はタカ派 1 名+中間派 3 名となる (投票権者は本来 12 名だが欠員により現在は 10 名。なお 2012 年 FOMC の投票権者構成の詳細については 12 月 7 日付 Economic Monitor「2012 年の FOMC」を参照)。タカ派の投票権者が減ることは当然に、11 月に続き 12 月の FOMC でも追加緩和を求めて反対票を投じたエバンス・シカゴ連銀総裁が外れることも、バーナンキ議長をはじめとする執行部が思い描く透明性向上策の決定を容易にすると考えられる。なお、最近の講演などに基づく、タカ派のコチャラコタ・ミネアポリス連銀総裁とエバンス総裁は、執行部提案以上の透明性向上策を求める可能性があった。

透明性向上策は二本立て

1 月に最終決定が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がデュアルマンデ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、その方法は不明だが、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。故に 1 月からの透明性向上策実施が最も合理的と言える。なお、NY 連銀は透明性向上策の一環として、FOMC メンバーが参考に行っているとする「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⁴。

⁴ “New York Fed to Post Primary Dealer Survey Questions” December 2, 2011, N.Y. Fed