

Economic Monitor

2004年の議事録が明らかにする住宅バブル軽視

住宅バブル発生におけるグリーンSPAN前 Fed 議長とバーナンキ現 Fed 議長の責任を問う動きが、米国で再び強まっている。きっかけは2004年のFOMC議事録(Transcript)の公開である。Fedは原則としてFOMC開催の3週間後に、その議事要旨(Minutes)の公開を行うが、あくまで要旨であって、その記載内容は最終的な政策決定の方向に左右される。つまり、最終的に利上げが決定されれば、金利据え置きという少数意見には、当然ながら重きを置かない。

一方、FOMC開催から5年後に公開されるTranscriptはFOMCメンバーの発言がジョークや、それに対するリアクションまで含め、詳細に記され、実際の議論の内容を知る上で有益である(今回のTranscriptにも発言後に[laughing]との記載が多数ある)。4月30日に公開されたのは2004年のTranscriptだが、その2004年はFedが"measured pace"による利上げを開始した年として多くの市場関係者に記憶されている。"measured pace"つまりFOMC毎に25Bpのペースでの利上げは2004年6月に始まり2006年6月まで、実に2年間17回も継続され、FF金利の誘導目標は1.00%から5.25%へ引き上げられた。

2004年のFOMC議事録で注目されるのは、①住宅バブルへの警戒や②"measured pace"の文言で利上げペースを市場にコミットするリスクが、複数のFOMCメンバーにより語られている点である。アトランタ連銀のグイン総裁(当時、以下同様)は3月のFOMCで「フロリダでの不動産市場の過熱¹⁾」に言及し、また12月には直接的に「緩和的な金融政策による低いモーゲージ金利が住宅価格の上昇に少なくとも部分的に影響している可能性²⁾」を指摘していた。また、11月のFOMCではミネアポリス連銀のスターン総裁が、担当地域に関する説明の中で(重大なリスクとの認識は示していないが)「住宅バブルの可能性」に言及している。加えて、住宅バブルの発生に関するスタッフ報告も見られる。2004年6月のFOMCではバブル分析に典型的に用いられる「住宅価格と賃料の比率」のチャートが示され、「住宅価格上昇の一部はファンダメンタルズでは説明できない³⁾」とスタッフが指摘している。一方、"measured pace"については、利上げ開始直前の2004年5月のFOMCでフィラデルフィア連銀のサントメロ総裁やバイズ理事が過大なコミットメントになる危険性について言及している。

しかし、残念ながら、そうした指摘や分析は、グリーンSPAN議長による"measured pace"の利上げ方針を変更させるまでには至らなかった。"measured pace"とのコミットメントの下での利上げをバーナンキ理事⁴⁾(現議長)が支持⁵⁾したこともあり、グリーンSPAN議長は"measured pace"の利上げを長期に渡って継続したのである。

¹⁾ "A number of folks are expressing growing concern about potential overbuilding and worrisome speculation in the real estate markets, especially in Florida"(FOMC on March 16, 2004)

²⁾ "the substantial run-up in house prices (中略) may be at least partially attributable to unusually low mortgage rates influenced by our very accommodative policy"(FOMC on December 14, 2004)

³⁾ "even after you account for the fundamentals, there's a part of the increase that is hard to explain"(FOMC on June 29-30, 2004)

⁴⁾ "The new wording (measured pace) will serve the very useful function of reducing the chance of an overreaction in the bond market that would damage both the markets and the economy"(FOMC on May 4, 2004)

⁵⁾ バーナンキ議長は2002~2005年にFRB理事を務めた。

住宅バブル発生の責任という観点で、グリーンSPAN議長が特に批判されるのは、上述した住宅バブルに関する言及が3週間後に公開される Minutes では極めて限定的にしか示されなかったためである。前述の2004年12月のFOMCにおけるグイン総裁による低金利政策と住宅価格の関係に関する言及は、2005年1月に公開された Minutes には全く見当たらない。その言及が当時公開されていれば、バブルに関する世間の警戒が高まったかも知れない。正直なところ、グリーンSPAN前議長をどこまで批判すべきなのか判断は付きかねる。ただ、少なくとも2004年時点でグリーンSPAN前議長が、住宅バブルのリスクを重視していなかった（もしくは意図的に無視した）ことは確かであろう。