

# Economic Monitor

## 2005年のFOMC議事録に見る金融政策の限界

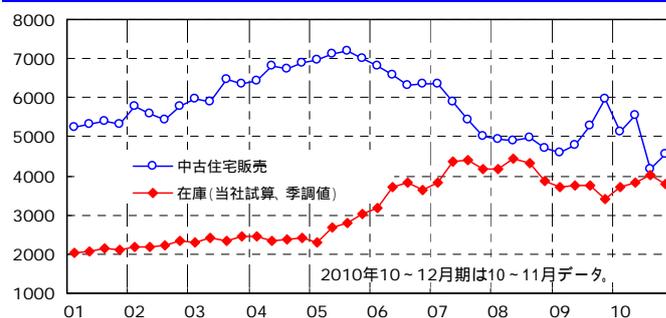
2005年のFOMC議事録は、住宅バブルとその終焉をFOMC参加者が認識しつつも、“measured pace”での利上げを継続したことを改めて明らかにした。しかし、それは金融政策の失敗ではなく、寧ろバブルに対する金融政策の限界を示すものではないか。

2005年のFOMC議事録(Transcript)が2011年1月14日に公開された。Fedは原則としてFOMC開催の3週間後に、その議事要旨(Minutes)を公開する。しかし、それはあくまで要旨に過ぎず、政策決定に供された経済分析や詳細な議論、意見集約を行う議長のイニシアチブなどは明らかにされない。一方、FOMCの開催から5年後に公開されるTranscriptにはFOMC参加者のコメントがジョークや、それに対するリアクションまで含め、詳細に記される。また、Fedスタッフが提供した経済分析やコメントも明らかになる。そのため、Transcriptは、FOMCにおける実際の議論を知る上で極めて有用である。

今回公開された2005年はFedが“measured pace”に基づく、FOMC毎に25Bpの利上げを、一年間継続した年である(Fedは“measured pace”による利上げを2004年6月から2006年6月まで17回行い、FF金利の誘導目標を1.00%から5.25%へ引き上げた)。同時に2005年は住宅バブルがほぼピークを迎えた年でもあった。中古住宅販売が2005年7~9月期に年率721万戸でピークを迎え、その販売のピークアウトにやや先じて住宅在庫は2005年4~6月期から増加に転じていた<sup>1</sup>。また、住宅価格指数のピークは2006年7~9月期だが、上昇率は2004~2005年がピークであった<sup>2</sup>。そのため、2005年のTranscriptにおける注目は、住宅バブルに対して、FOMCメンバーがどのような議論を行い、結果的に利上げペースを“measured pace”に維持したかに集まる。

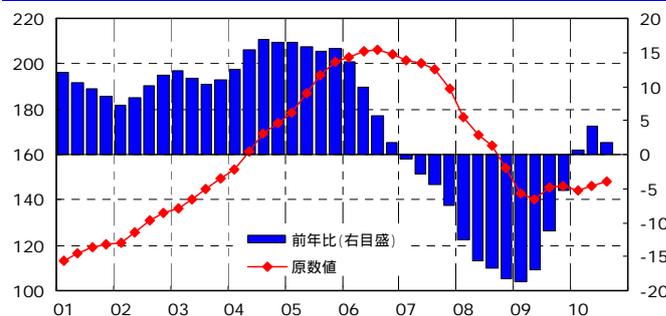
2004年からFOMCでは住宅バブルの発生が語られていたが<sup>3</sup>、それは2005年も変わらない。2004年3月のFOMCで「フロリダでの不動産市場の過熱」に言及し、同年12月には「緩和的な金融政策による低いモーゲージ金利が住宅価格の上昇に少なくとも部分的に影響している可能性」を指摘していたアトランタ連銀のグイン総裁は、2005年5月のFOMCでもフロリダの住宅建設が「白熱(white hot)」し、建設資材の供給不足が発生しつつあることに言及した<sup>4</sup>。また、6月にはスタッフ・エコノミスト

中古住宅販売と在庫:合計(年率換算、千戸)



(出所)NAR

S&Pケースシラー住宅価格指数20都市(2000年1月=100)



(出所)Bloomberg

<sup>1</sup> 中古住宅在庫は2005年4~6月期に前期比年率88%と急増。

<sup>2</sup> S&Pケースシラー住宅価格指数は2004年前年比15.4%、2005年15.8%と大幅に上昇した後、2006年は7.6%に鈍化。

<sup>3</sup> 詳細は2010年5月6日付Economic Monitor「2004年の議事録が明らかにする住宅バブル軽視」を参照。

<sup>4</sup> “Residential construction in Florida remains white hot, with continuing concern about speculation in those markets as I’ve

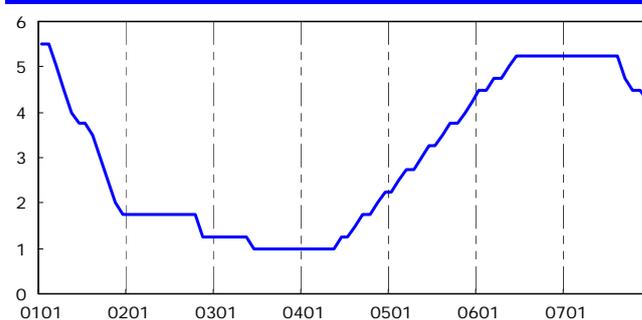
が“Housing Valuations and Monetary Policy”とのテーマでプレゼンを行い、賃料との関係において住宅価格が20%程度も過大となっている可能性を示している。

その一方で、住宅バブルの終焉もFOMCでは示唆されている。サンフランシスコ連銀のイエレン総裁（現Fed副議長）は2005年6月のFOMCにおいて、非伝統的住宅ローンの活用それ自体が住宅価格上昇ペースが鈍化する可能性を示唆していることを指摘した<sup>5</sup>。また、6月に前述のプレゼンを行ったスタッフ・エコノミストであるストックトン氏が、12月のFOMCにおいて、翌2006年に住宅価格が明確な下落に転じるとの予想を強いトーンで主張してもいた<sup>6</sup>。

しかし、既に住宅バブルが生じ、その終了が見え始めていた2005年の段階において、FOMCに果たして何が出来たのか。結局のところ、FOMC参加者に許されたのは住宅バブルの終焉が深刻な「破裂」に至らないことを祈るのみだったのではないだろうか。2005年12月のFOMCにおいて、グリーンズパン議長は一定の利上げテンポを示唆する“measured”を削るべきではないと強く主張した<sup>7</sup>。当時、市場では2006年半ば迄で利上げが終了するとの予想が過半を超え、12月のFOMCにて“measured”が削られるとの予想も半数を占めていた。そうした環境下での“measured”を削るべきではないとのグリーンズパン議長の主張は、利上げ終了が近いことを更に市場へ織り込ませることのリスクを恐れたためではないか。市場における利上げ終了の織り込み加速が、住宅バブルの終焉にもたらす変化をグリーンズパン議長は恐れ、変化を先送りしたのである。その後、2006年1月に“measured”は別の文言（some further policy firming may be needed）に変更されたが、FOMC毎に25bpの利上げは2006年6月まで続けられた。

こうした金融政策の決定過程に関する議論は、バブル対応における金融政策の限界を示唆する。2005年6月のFOMCにおける故グラムリッチFed理事<sup>8</sup>による「金融政策は経済全体に影響する。景気低迷に対応する利下げは、我々の意図に反し、バブルもしくはミニバブルをそこかしこに生じさせるが、それを避けることはできない」<sup>9</sup>との発言は、金融政策の本質と限界

FF金利誘導目標の推移（%、月末値）



(出所) Fed

been reporting for a while now. And just two days ago, one of our former directors from central Florida reported that one of the area's largest contractors was told that concrete was about to go on allocation and to discontinue Saturday deliveries. That same source also indicated that drywall was about to be in short supply again.” FOMC on May 3, 2005

<sup>5</sup> “But an alternative perspective on that is that high house prices, in fact, are curtailing effective demand for housing at this point and that house appreciation probably is poised to slow. So the increasing use of creative financing could be a sign of the final gasps of house-price appreciation at the pace we've seen and an indication that a slowing is at hand” FOMC on Jun 29-30, 2005

<sup>6</sup> “For now, we are sticking with our call that housing activity will level off next year. Moreover, we continue to anticipate that a more visible deceleration in house prices will be in evidence by the middle of next year, and the associated slower growth of household net worth contributes to the projected up-tilt in the personal saving rate. In our view, both of these developments are critical for damping growth by enough to prevent the economy from overheating” FOMC on Dec 13, 2005

<sup>7</sup> “My own personal view is that we should not drop the word “measured” from the statement because that would imply that we're really beginning to see developments out there that are moving very rapidly, and I think it's too soon to conclude that.” FOMC on Dec 13, 2005

<sup>8</sup> 2007年に死去。

<sup>9</sup> “I get very irritated when I see columns suggesting that we are trying to inspire or should be trying to prick a housing bubble, for example. There is no way to do that and still maximize the inflation/unemployment outcome. Monetary policy is broad and has broad effects. When we take rates down in a soft economy, we probably will be creating some bubbles, or at least mini bubbles here and there—not because we want to, but because it is inevitable”

を正確に指摘している。

深刻な金融危機に繋がった住宅バブルの生成において、グリーンSPAN前議長が一定の責任を有するとの批判は妥当であり、筆者も同意する。但し、グリーンSPAN前議長の責任は、住宅ローンに関する金融行政や監督の強化に関する判断ミスに帰されるべきであろう。故グラムリッチ理事の発言が示すように、金融政策はバブルの生成と不可分だが、その金融政策の主たる政策目的はバブルではなく景気とインフレである。そのため、金融政策にバブルの生成と破裂における主たる責任を負わせるべきではないと考える。加えて、当時の経済情勢やデフレリスクを踏まえると、利上げ開始が2004年まで遅れたとの批判や、その後の“measured pace”での利上げが緩慢過ぎたとの批判は、後講釈に過ぎないとも言える。最大の問題は、住宅バブルの生成に対して、金融政策以外の手段、つまりは金融行政や金融監督の分野において、十分な方策が講じられなかったことであろう。