

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

2006 年 FOMC での住宅市場に関する議論

2006 年の FOMC 議事録によると、就任初年のバーナンキ議長は、住宅市場の調整を健全な動きと認識しつつ、その悪影響は他分野の好調により吸収できると判断していた。Fed に限ったことではないが、そうした住宅市場に関する認識は、バブル崩壊の悪影響に関して極めて甘いものだったと言わざるを得ない。但し、住宅バブルがすでにピークに達した後の 2006 年に Fed がとりうる金融政策面での選択肢が限られていたこともまた確かであろう。

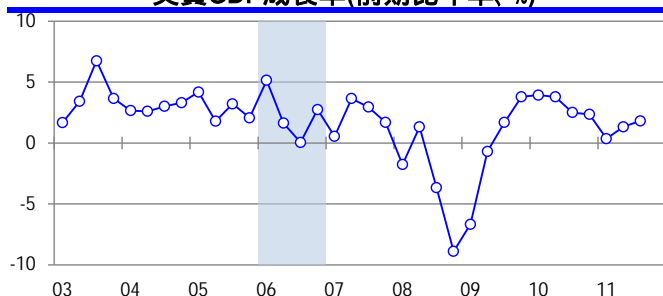
バーナンキ議長初年の FOMC 議事録

Fed は、FOMC の詳細な議事録 (Transcript) を 5 年経過した後に公表することが定められており、1 月 13 日には 2006 年に行われた 8 回の FOMC の議事録が公表された。2006 年は、経済的にみれば住宅バブル崩壊の初期局面であり、Fed の人事面ではグリーンズパン前議長が退き、現在のバーナンキ議長が就任した年に当たる (1 月までグリーンズパン議長、3 月以降はバーナンキ議長となる)。その後に米国経済が住宅バブル崩壊と金融危機に見舞われたことが示すように、現在から見れば、つまり後講釈すれば、FOMC 参加者の住宅バブル奉加に関するリスク認識は明らかに不十分であったと言える。もちろん、そうした不十分な認識は、米国の民間エコノミストや他地域のエコノミストの多くに共通したものであり、FOMC 参加者のみを責めるわけにはいかないだろう。ただ、将来のためには、当時の認識の何か間違っていたのかを、議論の記録と経済動向に照らし、確認する必要がある。

2006 年の経済動向

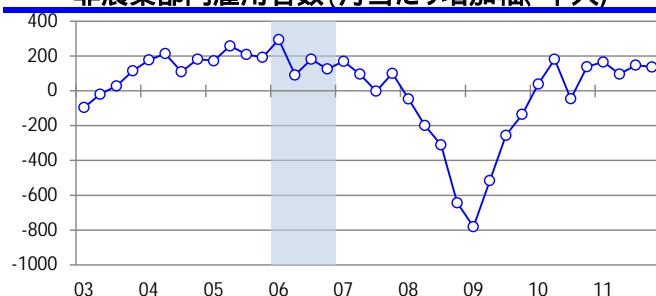
まず、当時の米国経済の状況を確認しよう。本来は、当時の政策担当者がリアルタイムで接していた経済データに基づくべきである。ただ、その場合には時系列での表示が困難になることもあり、現在の経済指

実質GDP成長率(前期比年率、%)



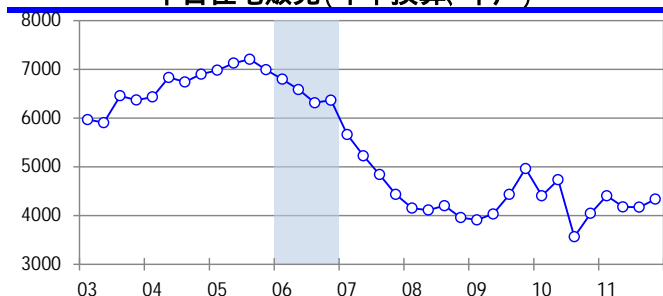
(出所)CIEC Data

非農業部門雇用者数(月当たり増加幅、千人)



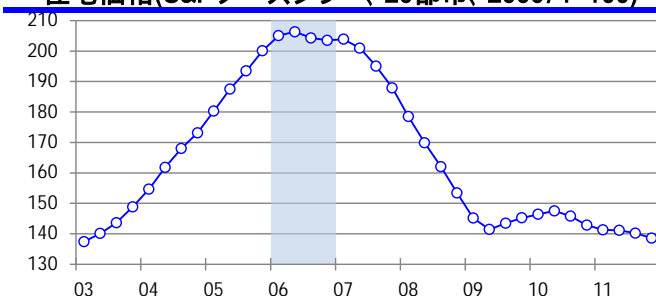
(出所)CIEC Data

中古住宅販売(年率換算、千戸)



(出所)CIEC Data

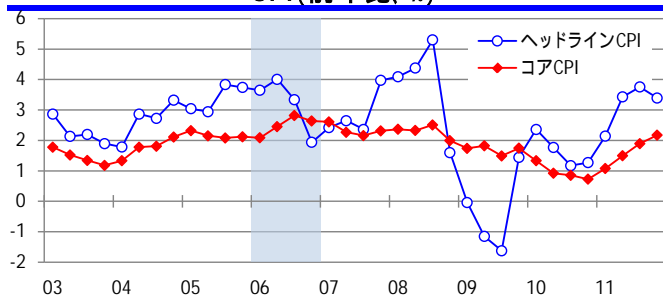
住宅価格(S&Pケースシャー、20都市、2000/1=100)



(出所)CIEC Data

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

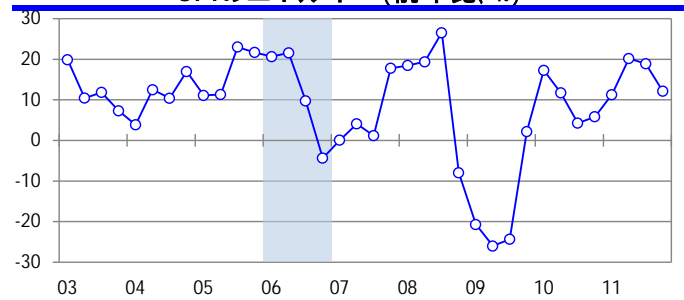
CPI(前年比、%)



(出所) CIEC Data

標に基づき、簡単に動向を振り返る。

CPIのエネルギー(前年比、%)



(出所) CIEC Data

2006 年の実質 GDP 成長率は 2.7%と 2005 年の 3.1%から減速したものの、ほぼ潜在成長ペースを維持した。後述するように Fed が 2004 年 6 月から 2006 年 6 月まで 425Bp の利上げを行ったことを踏まえれば、成長率の低下は当然とも言えるだろう。但し、2006 年後半は 7～9 月期に前期比年率 0.1%とほぼゼロ成長にとどまるなど、米国経済は停滞気味であった。非農業部門雇用者数は 2006 年に月当たり 17.3 万人増加した。増加幅は 2005 年の 20.8 万人から縮小しており、成長率の推移に整合的である。四半期で見ても、概ね安定的な増加が続いている。一方、本稿の主題である住宅市場は 2006 年にはすでに反転し、バブル崩壊の初期局面に入っていた。但し、2006 年の悪化ペースは、2007 年以降に比べれば緩やかである。中古住宅販売は 2005 年 7～9 月期をピークに減少へ転じたが、四半期毎の減少率は前期比年率で 1 割程度と 2007 年以降の 2～3 割に比べればマイルドと言える。また、住宅販売の減少にやや遅行して、住宅価格は 2006 年 4～6 月期をピークに低下へ転じたが、低下ペースが加速するのは 2007 年 7～9 月期以降である。

CPI を前年比でみると、ヘッドライン CPI は 2006 年前半に 4%程度で推移した後、エネルギー価格が一旦ピークアウトしたのに伴い 2%程度まで急低下している。その一方で、2006 年半ばにコア CPI が 3%近くまで上昇しており、タカ派がインフレ警戒度合いを強めることになった。

2006 年 6 月の利上げを最後に FF 金利を据え置き

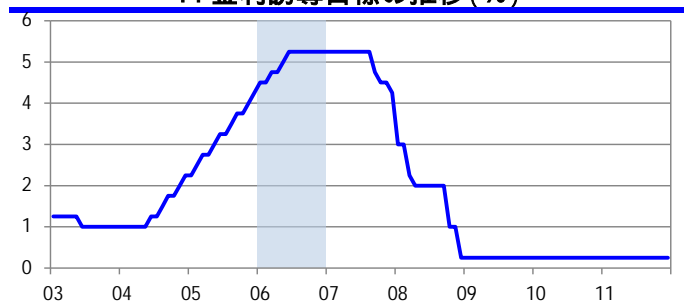
最後に、金融政策は 2004 年 6 月から始まった毎回 25Bp の利上げプロセスにあった。FF 金利の誘導目標は、グリーンズパン議長により 2006 年 1 月に 4.50%へ引き上げられた後、バーナンキ議長によって 6 月まで更に 3 回引き上げられ 5.25%となった。Fed は 8 月の FOMC でインフレリスクへの警戒を残しつつ、金利据え置きへ転じ、2006 年内は 5.25%を維持した。利下げへ転じるのは 2007 年 9 月である。

バーナンキ議長は徐々に住宅市場に対し警戒感を強めるも、ソフトランディング・シナリオを捨てず

以上の経済及びインフレ動向を踏まえたうえで、住宅市場に関する FOMC 参加者の認識をバーナンキ議長の発言を中心に振り返る。次ページの表に示したのが、バーナンキ議長の住宅市場に関する主要なコメントの抜粋である。

表から読み取れるように、2006 年前半において、バーナンキ議長は、住宅市場の調整は不可避であるが、調整自体は健全なもの (healthy thing) として肯定しつつ、その経済への影響は住宅以外の分野の好調により十分吸収できると論じている。年央以降は住宅投資の減少に対して警戒感を強め、1)住宅市

FF金利誘導目標の推移 (%)



(出所) CIEC Data

場調整の深度に関する不確実性や 2) 資産価格調整 (asset-price correction) の問題点、3) 住宅市場の調整が個人消費などに及ぼす影響 (spillover effect) などを重ねて強調したが、それでも米国経済がソフトランディングするとの認識は維持した。結局のところ、不動産価格の調整が、経済全体に及ぼす影響の深刻さを十分には認識していなかったと指摘できるだろう。もちろん、バーナンキ議長の発言に加え、5 月 FOMC でのバイス理事 (当時、2007 年退任) によるネガティブ・アモチゼーションが家計に及ぼす問題の声高な指摘や、8 月 FOMC でのサンフランシスコ連銀のイエレン総裁 (当時、現在は Fed 副議長) による住宅市場の減速が「望ましくない住宅市場の低迷 (unwelcome housing slump) につながる可能性への言及など、多くの FOMC 参加者が住宅市場の調整に対しての懸念を折に触れて示していた。しかし、そうした指摘が、金融政策の変更にまでつながるような動きには残念ながら至らなかった。

Fed に何が出来たか？

ただ、FOMC 参加者が住宅市場の調整が経済全体に及ぼす影響の深刻さを理解していたとしても、住宅バブルがすでに頂点に達した後の 2006 年時点で、金融政策に新たに何の貢献が出来たかは正直言って難しい問題である。2007 年前半まで雇用者数の堅調な拡大が続いたことを踏まえれば、バブル崩壊による悪影響を軽減するために早いタイミングで積極的な金融緩和への転換を行うことは相当に困難と言える。また、そもそも、金融緩和によって住宅バブル崩壊を防げるものではない¹。後講釈になるが、2006 年時点

住宅市場に関するバーナンキ議長のコメント

| 開催月 | バーナンキ議長のコメント |
|-----|--|
| 3月 | I agree with most of the commentary that the strong fundamentals support a relatively soft landing in housing. I think we are unlikely to see growth being derailed by the housing market, but I do want us to be prepared for some quarter-to-quarter fluctuations. |
| 5月 | So far we are seeing, at worst, an orderly decline in the housing market. some correction in this market (housing market) is a healthy thing. |
| 6月 | [T]he (housing market) cooling is an asset-price correction. Like any other asset-price correction, it's very hard to forecast, and consequently it is an important risk and one that should lead us to be cautious in our policy decisions |
| 8月 | At least three dimensions of the housing sector provide significant uncertainty...The first is the extent to which sales, starts, and permits will decline...[s]econd, associated with that consideration is a lot of uncertainty about housing prices...a third element... there is the possibility that housing will have a stronger effect on consumption than we now expect. |
| 9月 | [T]here are two issues...[t]he first is how severe the contraction in housing will be... [t]he second issue is how much spillover there will be from any housing correction to the rest of the economy. I agree that the economy except for housing and autos is still pretty strong, and we do not yet see any significant spillover from housing. |
| 10月 | But it's important to point out that, even if we see some stabilization in starts and permits, a lot of inventory is still out there, and there's going to be an inventory correction process that could be quite significant. However, the effects on GDP, because the correction is still significant, are not trivial, but they are also not that large. |
| 12月 | So like most people around the table, I think that a soft landing with growth a bit below potential in the short run looks like the most likely scenario. [I]f people thought that prices were going to fall much more, then they would be very reluctant to buy. [W]hen starts stabilize, there are going to be ongoing effects on GDP and employment. On the GDP side, it takes about six months on average to complete residential structures. Therefore, even when starts stabilize, we're going to continue to see declines in the contribution of residential construction to GDP. |

(出所) Fed

¹ 可能だったかもしれないのは、是非は別として、住宅市場の不振を補う新たなバブルを生み出すことであろう。但し、住宅市場の調整を健全なもの、もしくはは不可避なものとする時点で、その選択肢は消える。

で必要だったのは、今年1月4日に議会向けの文書でFedが示したような、住宅市場への政府介入強化やモーゲージに関するルール整備など金融政策以外での対応であったように思われる。そうした政府介入により、モーゲージのデフォルトが多少なりとも秩序だったかたちで進み、住宅市場への過剰在庫流入が抑制されれば、住宅価格の下落も限定的なものに留まり、家計の過剰債務問題も今ほどには深刻な状況には至らなかった可能性があるだろう。