

本論文は

世界経済評論 2016 年11/12月号

(2016 年 9 月発行)

掲載の記事です



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF



定期購読
期間中

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp

雑誌のオンライン販売

米国 FRB の金融政策の見通しと 株式・債券等金融市場への影響

みずほ証券エクイティ調査部シニアエコノミスト 北岡 智哉

きたおか ともちか 2000年東京大学卒。野村証券金融研究所を経て、みずほ証券入社、12年より現職。16年 Institutional Investor 誌 日本経済エコノミストランキング第2位。著作に「社会構造（人口動態、産業構造）から見た日本株市場、日本企業の収益性と現状」証券アナリストジャーナル（2010年12月）など。

FRB の非伝統的緩和が資産価格に影響したと考えられる以上、緩和解除（利上げ）で悪影響が出ないかが懸念されやすい。一方、2013年の Tapering ショックなどを経て、FRB も利上げによって資産市場に悪影響が出ないように配慮しているようにも映る。FRB のリサーチペーパーでも市場の反応をもとに政策効果を判断するものが増えている。これをコミュニケーションの改善とみるか、「FRB が市場の犬」になっているとみるかは、意見が分かれるところだろう。市場と FRB の読み合いが更に複雑なのは、日欧の金融緩和が予想されるため、日欧金融緩和期待・米利上げ期待などでドル高が顕著に進むような場合は米国が利上げを躊躇することもありうる。逆に、過度なドル高・長期金利上昇につながらない限りは、緩やかな利上げを FRB も容認するというモメンタムが形成されていく展開が考えられる。FRB の性急な引き締めを招かないという意味で、景気の低迷を歓迎するというのは「適温＝ゴルディロックス」(Goldilocks) 相場的視点である。ただし、ゴルディロックス相場の持続性は過度なリスクテイクが生じるかどうか次第か、更にそれが FRB の追加的引き締めを招くかどうかによると考えられる。金融不安定仮説のハイマン・ミンスキーを記念したセミナーでかつてイエレン FRB 議長が述べた考え方を踏まえると、実体経済を無視して住宅価格が過熱するなど過度なリスクテイクがみられるような場面では、イエレン議長がハト派のレッテルを返上して引き締めを急ぐ可能性にも注意したい。

I 非伝統的緩和が資産価格に影響した なら緩和解除は悪影響を与える？

2008年9月のリーマン危機以降の米国経済・金融市場の混乱に対して、FRB はゼロ金利制約に直面した後も、資産買い入れとフォワードガイダンスを活用して長期金利やモーゲージ金利を引き下げ、リスク資産価格や住宅部門を中心に下支えしたと言える。その効果に関して

は、FRB や地区連銀によるさまざまな試算があり、FRB 首脳が発言でもしばしば紹介されている。2015年2月のフィッシャー FRB 副議長講演“Conducting Monetary Policy with a Large Balance Sheet”では、長期金利押し下げ効果として QE1 で 35-100bp, QE2 で 15-55bp, オペレーションツイストで 17-22bp, QE3 で 60bp という試算数値が示された。雇用・物価への影響では、失業率を 1.2% pt 強押し下げ、インフレ率を 0.4% pt 強押し上げたという

試算が紹介された。

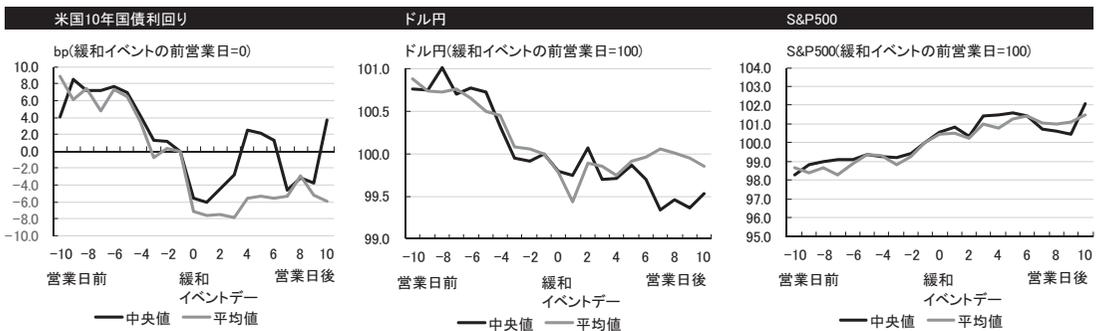
FRB の非伝統的金融緩和 (QE1・2・3) 関連イベント前後の金融市場反応 (イベントスタディ) をみると、長期金利 (米10年国債利回り) の低下、ドル安 (円高)、米国株 (S&P500) 上昇という平均的傾向が確認できる。かように、政策関連イベント前後の市場の反応で政策効果を判断するという手法は市場関係者・マーケットエコノミストに限らず、多くの経済学者や中央銀行・国際機関エコノミストも共有ツールとして使い始めている。

緩和に効果があったとするならば、緩和解除で何が生じるかに関して不安になるのが自然である。しかし、FRB 緩和 (QE1・2・3) 解除イベント及び2015年利上げ前後の金融市場の反応 (イベントスタディ) では、目立った傾向は見られない。もちろん、緩和解除の際に毎回同じ結果が出るわけではない。2013年5・6月のTaperingショック時は、FRB 首脳 (特にバーナンキ FRB 議長、シュタイン FRB 理事 (ともに当時)) が緩和解除を急いだように映ったことが長期金利上昇や株安を招いたとされた。その後長期金利は低下し、株価も上昇

したが、これは2013年9月のFOMCでコンセンサスに反してQE3継続を決定したことで不安心理を後退させたことも一因ともされた。また、2013年12月のFOMCでQE3縮小開始を決定した際は、市場も織り込んでいたこともあってか、特段大きな混乱は生じなかった。そもそも、2013年は、日本銀行が4月に黒田総裁のもとでQQEを開始したほか、欧州では、ドラギ ECB 総裁が7月に「何でもする」発言を行い、9月にOMT (Outright Monetary Transactions, 緊急時の国債購入プログラム) を発表するなど、金融市場が日米欧中央銀行の一挙手一投足に釘付けとなる場面が多かった。

2015年以降は米国が利上げ、日欧が追加緩和という、金融政策のベクトルが異なる局面に直面している。2015年12月のFRBの利上げに対しては2016年年初の世界的な金融市場の調整で、「利上げは失敗」との批判も出たが、その後の金融市場の落ち着きもあって、FRBは「利上げは成功」という立場を貫いていると言える。そもそも、「利上げが失敗」という有識者のなかには、これまで「金融緩和には効果がない」と主張していた向きも多く、論理的に

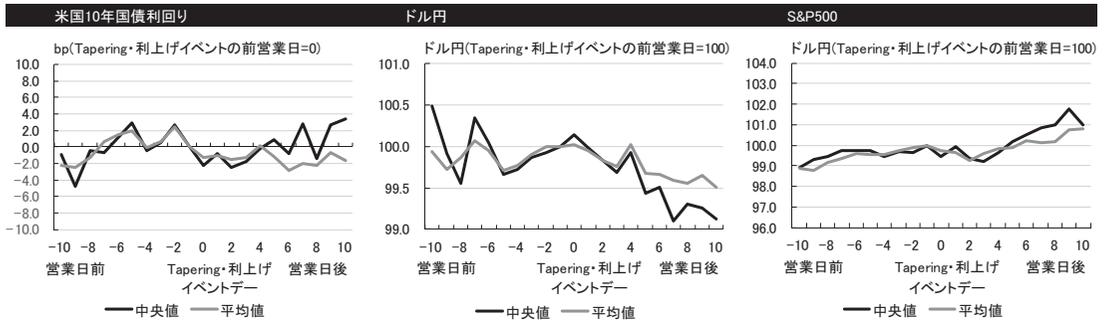
図表1 FRB 緩和 (QE1・2・3) 関連イベント前後の金融市場の反応 (イベントスタディ)



(注) イベント発生日は Eric M. Engen, Thomas Laubach, and David Reifschneider “The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies” FRB ワーキングペーパー, 2015年1月, Carlo Altavilla and Domenico Giannone “The effectiveness of non-standard monetary policy measures: evidence from survey data” ECB ワーキングペーパー, 2016年8月などを参考にした。

(出所) みずほ証券エクイティ調査部作成。

図表2 FRB 緩和 (QE1・2・3) 解除イベント及び 2015 年利上げ前後の金融市場の反応 (イベントスタディ)



(注) イベント発生日は Eric M. Engen, Thomas Laubach, and David Reifschneider “The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve’s Unconventional Monetary Policies” FRB ワーキングペーパー, 2015 年 1 月, Carlo Altavilla and Domenico Giannone “The effectiveness of non-standard monetary policy measures: evidence from survey data” ECB ワーキングペーパー, 2016 年 8 月などを参考にした。
 (出所) みずほ証券エクイティ調査部作成。

破綻しているか、金融政策効果の非対称性（緩和効果がない一方、引き締め効果は存在）を証明する必要があるようだ。

2016 年 8 月 26 日のジャクソンホール会合の講演 “The Federal Reserve’s Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future” で、イエレン FRB 議長は、「引き続き堅調な雇用市場や経済・インフレ見通しを踏まえると、ここ数ヶ月で利上げの根拠は強まった」と、9 月利上げに含みを持たせた。当局の観測球とも言え、当日の米国市場反応は、緩やかなドル高、長期金利上昇、緩やかな株安となったが、翌週には長期金利は低下し、株価は上昇に転じた。イエレン FRB 議長は、「今後のデータが FOMC の見通しを裏付けるかどうか次第」「正常な名目 FF 金利は 2% 程度になるかもしれない」など慎重なトーンも併記し、FOMC の先行き金利パスが外れやすい点や資産買い入れやガイダンスによってゼロ金利制約は克服可能とした点などから、性急な利上げスタンスには距離を置いていると言える。

II FRB の最近の議論では、世界経済の低迷と自然利子率が重要なテーマ

FRB の最近の議論では、世界経済の低迷（長期停滞論）と自然利子率が重要なテーマとなっていると考えられる。

2016 年 5 月の伊勢志摩サミットでも世界経済の低迷がテーマとなった。2014 年秋以降に、IMF のクリスティーナ・ラガルド専務理事が new mediocre（新たな凡庸）と呼び、2016 年 3 月に安倍内閣主催の国際金融経済点検会合に参加したコロンビア大学のジョゼフ・スティグリッツ教授は great malaise（大低迷）と表現するなど、2007 年から始まる世界金融危機の後、回復力は弱く、世界の経済成長は失望するものとなっている。

世界経済の低迷については仮説がいくつか存在する。一つは、2013 年 11 月以降にハーバード大学のローレンス・サマーズ教授が指摘し広まった長期停滞論（secular stagnation）である。16 年 3 月の Foreign Affairs でも需要不足が大きな問題であり、政府支出（特に公共イン

フラ投資、教育投資、エネルギー投資)で需要不足を埋めるべきと指摘した。CUNYのポール・クルーグマン教授は人口動態も一因となって需要不足に陥りやすい点を日本などに対して指摘している。もっとも、日本が直面しているような緩やかな人口減少は、需要減少以外に供給減少にもつながる可能性があり、需給ギャップという観点から見れば様々なシナリオを立てうる。需給ギャップを示すGDPギャップは世界的にマイナス圏で推移しており、米国・ユーロ圏の需給ギャップは-2%、日本も-1.5%前後であり、いずれも需要不足とみなすことが可能と言える。

一方、サプライサイドを重視する考え方も多い。実際、日米ともに労働生産性の低迷が近年顕著である点もこうした見方を強めている可能性がある。なお、2010年以降のデータで見ると限り日本の生産性が顕著に低下しているわけではない。一方、米国のデータでは2010年以降の生産性の減速が顕著である。

2010年以降は、労働生産性が米国で年率+1.0%（実質GDPが+2.2%、労働投入同+1.2%）、日本で年率+1.0%（実質GDPが同+1.2%、労働投入が同+0.2%）であった。これらは、2000-2009年（労働生産性は米国で同+2.6%、日本で+0.8%）や2000-2007年（労働生産性は米国で同+2.7%、日本で+1.6%）と比較すると、米国での減速が目立つ。

需要ショックと供給ショックの合わせ技と言えるのが、ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授が指摘する債務スーパーサイクル説（debt supercycle）である。金融危機後の金融市場の混乱に伴い、安全とされる国債を求めるニーズと政府支出を増加させたい政府の意思がマッチすることで政府債務が増大する一方、民間債務

が伸び悩むために需要が伸び悩むと同時に設備投資・人的投資の手控えを通じて供給面でもダメージを受ける。緊縮的思考の論者は、更に、将来の国民負担増加懸念（増税懸念・社会保障給付削減）もあって消費が伸び悩むという点を重視することもある。

金融危機後に負債リスクを回避する流れが強まるために、企業が設備投資・研究開発投資を手控え、生産性が低迷するという趣旨の理解をイエレンFRB議長が2016年6月6日の講演“Current Conditions and the Outlook for the U.S. Economy”で示しているが、これも債務スーパーサイクルの一種と言えるだろう。

III 利上げを巡る理論武装

利上げに関しては、急いで利上げすることで糊代（景気後退時の利下げ余地）を作るという発想があるが、経済・物価を無視した利上げは結局失敗してしまうリスクが高い。一方、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁のように「早めに利上げすることで利上げペースはゆっくりで済む」という考え方も存在する。ウィリアムズ氏は、2016年8月に発表したメモ“Monetary Policy in a Low R-star World”で、ゼロ近傍と試算される米国の自然利子率への対応として、高いインフレ率を容認する可能性も示唆した。2016年7月のFOMC議事要旨でも、(1)雇用が改善してもインフレが上向き保証はない、(2)インフレ率が2%に接近・到達するにしても性急に動かなくてよいと二段構えのハト派的な意見が確認された。ウィリアムズ氏が示唆したようなインフレ率の2%超容認がFOMC議事要旨や高官発言で確認されるようになると、一層ハト派色が強まると言える。

2016年のジャクソンホール会合でイエレンFRB議長は「いくつかの試算では、実質自然利子率はゼロ近辺であり、今後も低い生産性や高い世界の貯蓄率が続けば、自然利子率は低いままかもしれない」「その場合、正常な名目FF金利は2%程度になるかもしれず、危機時には資産買い入れやフォワードガイダンスが利下げに代わって用いられるだろう」と述べた。資産買い入れやフォワードガイダンスによって、「タームプレミアムを引き下げたり先行きの短期金利全般を押し下げることで、ゼロ金利制約がない場合に比べて長期金利を押し下げることは可能」と非伝統的金融緩和に自信を示したともいえる。

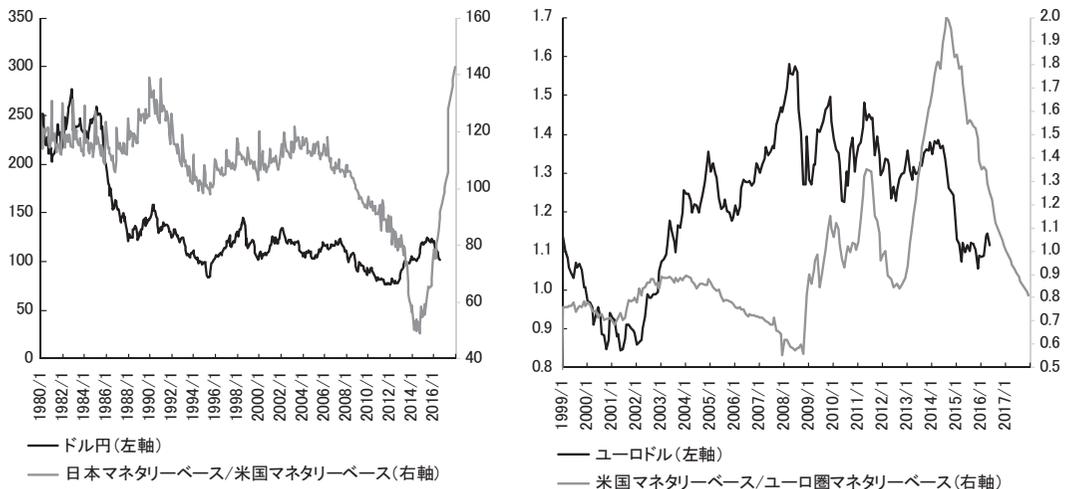
イエレンFRB議長は、大量の超過準備に付利を払いながら利上げを行う手法はFRBの超過準備への利払い能力に依存するとも同会合で述べているが、逆に言えば、緩やかな利上げプロセスであれば、FRBの大規模なバランスシートは維持可能とも読み取れる。また、利下げの糊代が小さいなかで、資産買い入れとフォ

ワードガイダンスの2つの手段を重要な追加緩和手段としてイエレンFRB議長は強調した。高いインフレ目標などの既存のフレームワーク（フォワードガイダンス、資産買い入れ）以外の選択肢にもFRB議長は言及したが、喫緊の政策フレームワークではないとした。

なお、2016年のジャクソンホール会合直後に難癖をつけた大物経済学者が2名存在する。サマーズ教授とクルーグマン教授である。両名は2015年12月の利上げにも批判的であったが、サマーズ教授は、(1)イエレンFRB議長の引き締めバイアスは適切ではない、(2)既存のツールキットに慢心している、(3)フレームワーク変更を真剣に考えていないと批判した。クルーグマン教授もFRBに慢心があると批判し、「将来の利下げのために今利上げしよう」という発想は間違いだと指摘した。

なお、2006年にFRB議長にバーナンキ氏が就任して以降、後任のイエレンFRB議長も含め、理論と実証に基づく金融政策運営を議論する場であり、講演資料等が公開されるという透

図表3 ソロスチャートとドル円、ドルユーロ



(注) 先行きのマネタリーベースは米国が横ばい、日本が年間 80 兆円ペース、ECB が月額 800 億ユーロペースで増加と仮定。
 (出所) 日銀、FRB、ECB よりみずほ証券エクイティ調査部作成。

明性・コミュニケーションの向上という狙いもあって、ジャクソンホール会合が重視されるようになったと考えられる（グリーンズパン元FRB議長のもとの金融政策は秘密主義的とされ、賛否は分かれるが、少なくともジャクソンホール会合はさほど注目されていなかった）。また、市場参加者はここ数年8月後半になるとジャクソンホール会合で盛り上がっているようにも映るが、ジャクソンホール会合の公開資料に目を通す市場参加者は極めて少ない。それでも解説記事やヘッドラインニュースなどを見て「ジャクソンホール会合」を消化するというプロセスは存在するようである。

各中央銀行の緩和規模を比較する場合、単純な指標を好みがちな市場参加者は、中央銀行の資産規模やマネタリーベースを用いることが多い。一例は、マネタリーベースの相対的な大小为替を占う「ソロスチャート」である。マネタリーベースの増加ペースが大きい国の通貨は、理屈っぽく言えば先行きのインフレ期待のために減価する、あるいは、需給的に言えば相対的に超過供給となるために減価するというものである。2014年以降の日本やユーロ圏のマネタリーベース増大を若干先取る形で円安やユーロ安が進んだ感もあるが、常に法則が当てはまるわけでもない。

IV 緩和解除のやり方次第

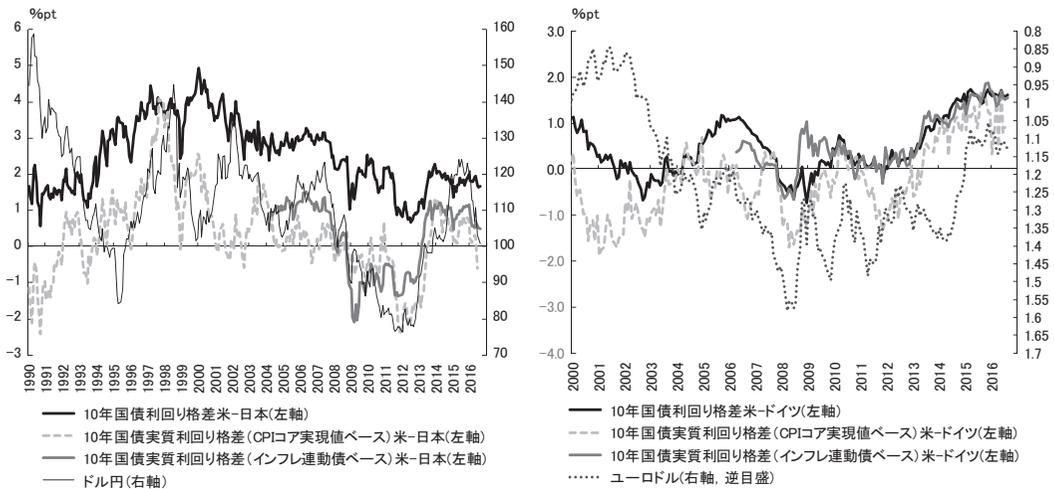
中央銀行の資産規模でみて、FRBは4.5兆ドルと金融危機前の4倍規模と膨張したが、GDP比で見れば24%前後と日本（95%）、スイス（108%）に比べると小さい。2016年8月のジャクソンホールでは、元FRB理事で2013年のTaperingショックの張本人ともいえる

ハーバード大学のジュレミー・シュタイン教授が“金融安定化ツールとしてのFRBのバランスシート”と題して、金利リスクを軽減したいなら、MBSを減らし国債の年限を2-3年に縮小することで、4.5兆ドルのバランスシートを維持したままでリスクを減らせるという試算を示した。シュタイン氏の指摘で興味深いのは、FRBは財務省よりも短期債務を供給するのに向いているため、金利を緩やかに上げる局面に入っても、準備預金への付利とリバースレポの金利のスプレッド（25bp）を縮めることで、FRBはバランスシートを維持すべきという点である。2013年のTaperingショック時には、QE縮小を先導したシュタイン氏が、FRBのバランスシートを維持することを提案するのはやや意外で、Taperingショックなども踏まえて資産市場との対話も重視した結果かもしれない。

LSEのリカルド・レイス教授も2016年8月のジャクソンホールの“インフレ目標のための量的緩和のファンディング”という講演で、更なる準備預金の増加（さらなるQE）はインフレにほとんど効果がないが、FRBが現状のバランスシートを維持することは可能と指摘した。準備預金水準の維持はFRBの財務健全性に対して小さなリスクに過ぎず、逆ツイストでおおむね解消可能であるという。

2016年8月26日のイエレンFRB議長講演でも、もともとは利上げの前に資産売却・バランスシート圧縮を検討していたFRBだが、資産売却に伴う不確実性とコストを踏まえてまずは短期金利の引き上げで金融政策の正常化を行うことに決めたと説明された。これは、過去に経験がない非伝統的金融緩和だけに、緩和解除の際に何が生じるかも予見が困難である一方、

図表4 米日・米独金利差とドル円, ドルユーロ



(出所) FRB, ECB, BOE, 日銀, 米国商務省, Eurostat, ONS, 内閣府, SNB よりみずほ証券エクイティ調査部作成。

利上げは過去に何度も経験しているという点を踏まえたもので、エバンス シカゴ連銀総裁のリスク・マネジメントアプローチに即したものとと言える。このように、FRB の緩和解除手法は柔軟と言えるが、資産価格への悪影響を回避したいとの意図もあるだろう。

V 2015 年のドル高に懲りた米当局？

ソロスチャート以外に、各中央銀行の政策比較の結果として為替レートを動かす指標として市場が注目するのは各国金利差である。米国通貨政策は財務省が担うが、NY 連銀が介入事務方を担当するほか、金融政策も為替変動要因とみなされやすいことから FRB にとっても為替が無視できないファクターのひとつであると考えられる。特に 2015 年以降は FRB 高官発言のなかでもドル高けん制が目立つようになった。ドル高けん制発言を繰り返すのは、オバマ政権（第 1 期）で国際担当財務次官（為替担当）をつとめたブレイナード理事である。議事要旨

やイエレン議長講演でも「ドル高のために物価や経済活動が下振れた」という一節がたびたびみられるようになった。伝統的に、基軸通貨国である米国の経済は為替変動の影響を受けにくいと考えられてきた。「強いドルは国益」というのは今でも当局の建前である。しかし、2015 年のように 1 年で 15% 以上のドル高となると、海外現地法人の利益をドル換算する多国籍企業などが耐えられない、ひいては設備投資にも悪影響が出る点などがビジネスエコノミストなどを中心に強調され、米政策当局も過度のドル高に警戒感を抱くようになったと考えられる。

FRB の金融政策と為替の関係に戻ると、ソロスチャート以外の金利差経由での為替変動は市場参加者にも意識されやすい。「金利が高い国・地域の通貨は強くなりやすい」という金利平価式に反する通念が存在するためである。

たしかに、ソロスチャート同様に、金利差と為替レートの関係も常に一定というわけではないが、金利差を材料にドル円やユーロドルが動く場面もある。こうした面も踏まえると、FRB としては、ドル高につながるような利上げ・緩

和解除は避けたいであろう。たとえば利上げをしても長期金利がさほど上昇しないような工夫として、先行きのFF金利見通しを引き下げるといった手法が考えられる。これは、ブロードセントルイス連銀がドットチャートで実践しているが、その説明によると、長期停滞・低インフレレジームに即した金融政策パスであるという（同氏は、成長率やインフレ率が再加速すれば継続的な利上げが妥当であるともしている）。

VI 市場とFRBの読み合い： 力強い利上げを想定しにくい環境

市場とFRBの読み合いがやや複雑なのは日欧の金融緩和が予想されるため、日欧金融緩和期待が強くてドル高が進むような場合は米国が利上げを躊躇することもありうる。逆に、過度なドル高・長期金利上昇につながらない限りは、緩やかな利上げをFRBも容認するというモメンタムが形成されていく展開も考えられる。

利上げができるかどうかを判断するうえで、米国経済の動向については意見が分かれるところだろう。FF金利先物が織り込む年内の利上げ確率は60%前後で推移している。さらに、来年以降の利上げペースについては一段と不透明感が強い。

米国経済のGDP成長率は3四半期連続で市場予想を下振れているが、在庫要因による下振れも大きいので、16年下期はリバウンドが見込まれる。企業の投資が弱いことが在庫以外の低迷の主因であったが、2016年夏場に入りコア資本財受注などの設備投資の先行指標に底打ち感も出てきた。

ただし、インフレ率が加速しない中では、FRBが持続的な利上げを正当化できるような

環境は訪れないだろう。年内利上げは可能と我々は考えているが、FRBがあまりに急ぐようだと、市場参加者は利上げを政策判断ミスと捉え、イールドカーブはブルフラット化する可能性もある。長期金利が1.5%以下にとどまる時間帯はそれほど長くないと思われるが、過度にドル高を促すような政策でリスクを増大させれば、金利が低下する可能性が高まる。一方、政策が安定的であればイールドカーブは緩やかにベアスティープ化し、長期金利は2%程度を目指していくだろう。

VII ゴルディロックス相場の持続性は 過度なリスクテイクが生じるか どうか次第か

FRBの性急な引き締めを招かないという意味で、景気の低迷を歓迎するというのは「適温＝ゴルディロックス」(Goldilocks)相場の視点である。ゴルディロックスは、熊の親子の家に迷い込んだ少女が、熱すぎず冷たすぎもしないちょうどいいスープを飲んだという童話に起因する表現で、過熱もしないが暴落もしない金融市場環境を指すと言える。

2016年後半にFRBは1回の利上げが可能と我々は考えているが、良くて年1回の利上げペースで、場合によっては数四半期にわたって様子見を続ける可能性もあると考えている。市場期待はFF金利据え置きと緩やかな利上げを行き来しやすいが、長期金利急上昇を招くショックは生じにくいと考える。ドル円も100-105円近辺を大きく逸脱することは想定しにくいと考えられる。

景気・物価に見合った米国利上げであれば米国株にはほぼ中立と考えられるが、2016年初

来に目立ったディフェンシブ株主導の株価上昇局面は転換点に差し掛かる可能性がある。低金利・低成長率を前提に、高配当・低ボラティリティ株式をもてはやす動きがあったが、その巻き戻しが生じる可能性が見込まれるためである。

ゴルディロック相場の持続性は過度なリスクテイクが生じるかどうか次第か、更にそれがFRBの追加的引き締めを招くかどうかによると考えられる。イエレンFRB議長は2016年8月のジャクソンホール会合講演で「非伝統的な金融政策に過度に依存することで意図しない副作用も生じうる」と緩和の副作用にも言及している。たとえば「当局が、景気後退に対応して、ゼロ近傍のFF金利を極めて長期間にわたって約束し、経済が回復後もそのガイダンスに従うような場合、過度なリスクテイクが助長され、金融安定性を損ねるかもしれない」とした。フォワードガイダンスの極端なケースとして、景気・物価が過熱しても緩和を続けるというものが考えられるが、それはイエレンFRB議長の選択肢にはないようだ。イエレンFRB議長が同様に過度のリスクテイクを警戒する場面は15年3月の講演“Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives”でもみられ、当時もバブルつぶしと懸念された。もっとも、過度なリスクテイクへの対応は金融政策ではなく、マクロプルーデンス政策というのがこ

れまでの標準的理解である。

しかし、イエレン氏はサンフランシスコ連銀総裁時代の2009年4月の講演“A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers”で、「中央銀行は問題が起きる前に資産価格バブルをつぶすべきか？ たいていの中央銀行はこれまでNoと答えていたが、住宅価格バブル崩壊の厳しいショックを経た今、私は見方を変えるべきかもしれない」と述べている。そもそも、この講演が行われたのは、タイトルにもあるように異端のポストケインジアン経済学者故ハイマン・ミンスキーを記念した会合であり、新古典派ニューケインジアンのイエレン氏がミンスキーの金融不安定仮説に接したということ自体が興味深い。ミンスキーの金融不安定仮説ではヘッジ金融、投機的金融、ポンツィ金融の順にサイクルが生じて崩壊に向かうが、金融政策で対応すべきか、金融規制で対応すべきかに関しては意見が分かれる。しかし、イエレン氏の2009年4月の講演は「時には金融政策で対応すべきかもしれない」という示唆に映る。雇用に関してはハト派と考えられるイエレンFRB議長だが、实体经济を無視して住宅価格が過熱するなど過度なリスクテイクがみられるような場面では、イエレン議長がハト派のレッテルを返上して引き締めを急ぐ可能性にも注意したい。