

門間 一夫の
経済深読み**「正しい金融政策」と透明性の少し
複雑な関係**

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2026 年 7 月 21 日

透明性を巡る一般的な理解

金融政策にはなぜ透明性が必要なのだろうか。一般的な理解はおおむね次の三つに集約される。第一に、金融政策は経済に大きな影響を与えることがあるにもかかわらず、政府・国会から独立した中央銀行が決定する。したがって、中央銀行はみずから国民への説明責任を果たさなければならない。第二に、透明性は政策決定において責任ある議論を促し、良い結論をもたらす可能性が高い。第三に、金融政策の先行きに関する予見性が高いと、長期金利が政策を先取りして動くことなどを通じて、政策効果が円滑に波及する。政策の予見性は金融市場の変動（ボラティリティ）を小さくするという面もある。

以上のうち、一番目は民主主義に基づく「手続き論」であり、二番目と三番目は政策の質や効果などに着目した「実益論」である。これらの相対的な重要性をどう考えるべきかについては後述するが、いずれにせよ先進国の主要中央銀行は、それぞれ透明性の確保に努めている。日銀も例外ではなく、金融政策を決定する会合の後の記者会見、その会合の議事要旨、幹部の講演、各種資料などを通じて、政策の考え方や判断の根拠などを説明している。

一石を投じるウォーシュ FRB 議長

一方、情報発信は金融政策をかえって誤らせるとの見方もある。手続き論と実益論のうち、実益論には異論もあるということだ。

よく例に挙がるのは、米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（FRB）が、2021～22 年の局面で利上げが遅れ、物価の高騰を防げなかったとされるケースである。それまでの FRB は物価上昇率が低すぎることに危機感を抱いており、デフレに陥った日本を反面教師にしながら、低インフレからの脱却に全力を挙げていた。そうした努力の一環として、FRB は「過去に物価上昇率が低すぎた分を取り戻すため、2%を超える物価上昇がある程度続くまで金融緩和を続ける」という政策方針を設定した。そして実際に 2021 年以降、コロナ禍やロシア・ウクライナ戦争の影響で物価上昇率が急速に高まり始めてからも、その政策方針が貫かれたのである。

これは、公言していた政策方針に FRB 自身が縛られすぎたという意味で、情報発信が政策対応を遅らせた例とされる。そうした批判の急先鋒のひとりが、この 5 月に FRB の新議長となったケビン・ウォー

シュ氏である。今述べた点に限らず、国債買入れのあり方なども含め、ウォーシュ氏は長年にわたり FRB を批判してきた。

そのウォーシュ氏は、FRB 議長に就任するやいなや改革に着手した。検討の対象は、①情報発信のあり方、②バランスシート政策、③データの活用方法、④生産性と雇用の構造変化、⑤物価を評価する枠組み、の 5 分野であり、それぞれについて外部有識者からなる作業部会が設けられた。そこでの議論を基に、FRB としての何らかの結論が年末ごろまでに与えられる見通しである。

5 分野のうち金融政策の透明性と深く関係するのは情報発信のあり方である。それに関しては作業部会の議論が始まる前から、ウォーシュ議長の色が出始めている。6 月の連邦公開市場委員会（FOMC）で決定された政策公表文は、従来よりもかなり簡素なものになった。同委員会では各委員が従来どおり経済、物価、金利などの見通しを提出したが、ウォーシュ議長はその意義が乏しいとして見通しを出さなかった。ウォーシュ議長の記者会見も、金融政策の先行きに関連した発言が、パウエル前議長の時に比べて明らかに減った。

ウォーシュ議長の「簡素な情報発信」に今のところ実害はないが、それは今の米国経済が比較的良好で多弁を要しない状況だからかもしれない。今後、より説明が難しい情勢になったときも、ウォーシュ氏のコミュニケーション・スタイルは変わらないのだろうか。作業部会の行方と併せて注目される。

強すぎる「約束」は既に反省済み

やや気になるのは、これまでのウォーシュ議長の説明からは、情報発信を抑制するメリットが必ずしも明らかではない点である。

第一に、先述した 2021～22 年の FRB の対応については、問題があったとしてもそれは情報発信が多すぎたかどうかの問題ではなく、意図的に利上げを遅らせ 2%超の物価上昇を積極的に許容しようとした政策方針自体の問題である。政策の予見性を高める情報発信を一般にフォワードガイダンスというが、上記の事例は政策の「見通し」というより「約束」に近いものであり、強い形のフォワードガイダンスであったと言える。こうした約束型の情報発信については、政策の柔軟性を過度に奪うものとして、FRB は既に考えを改めている。

したがって、「2021～22 年に失敗したから」というのは、現状からさらに情報発信のあり方を見直す理由にはならない。現在、日銀も含めた主要中央銀行は、①金融政策で何を実現するのか（政策目標）、②そのために経済・物価にどう対応するのか（政策反応関数）、③経済・物価の現状や先行きをどう評価しているか（政策反応関数へのインプット）、をできるだけ丁寧に説明しようと努めている。仮に FRB がそれとは異なる情報発信戦略に向かうのであれば、2021～22 年の失敗とは別の根拠を示し、その意義を明確にする必要があるだろう。

議事録の扱いには一定のバランスが必要

第二に、金融政策の決定過程を議事録等でどの程度公開すべきかについては、明快な基準があるわけではない。現在、FOMC の議論については、発言者名を伏せて編集された議事要旨が会合の 3 週間後に、

発言者名も記載した逐語の議事録が会合の 5 年後に公開されている（日銀はそれぞれ 6～7 週間後、10 年後）。こうした形での透明性についてウォーシュ氏は、会合参加者の発言が議事録を意識したものとなり、自由な討議を妨げる問題があると考えているようだ¹。

ウォーシュ氏の主張には一理ある。たとえば、議事録に記載された意見に対し、国民の感情的な反発やメディアによる個人攻撃などが起こる可能性を考えると、会合参加者はそのようリスクがある意見を述べにくくなり、議論全体のバランスが変わってしまう。一方、議事内容が非公開だと、規律が緩んで議論が自由奔放になりすぎるおそれがあり、それはそれで責任ある政策決定のあり方としてふさわしいのかという問題がある。それなりの年月が経過した後で議事録を公開するという現在のプラクティスは、そのバランスに配慮したものと言える。

「正しい政策」は自明ではない

第三に、そもそも「正しい政策」が自明でない以上、中央銀行がそれをどう考えて政策を決め、あるいは決めようとしているのかを、丁寧に発信することは重要だと思う。

7 月 1 日に行われた欧州中央銀行主催のパネル討議において、ウォーシュ議長は「最善の意思決定に障害となる情報発信は除去した方がよい」と述べた。情報発信を見直すのはあくまで「正しい政策」のためという主張だが、問題は「正しい政策」が自明ではない点にある。

たとえば今の日本でも、物価高や円安を止めるには日銀がもっと早く利上げすべきという見方もあれば、経済がそこまで強くはないのだから利上げは慎重にすべきという見方もある。何が「正しい政策」であるかは専門家の間でも意見が分かれうるのである。

また、中央銀行が 2%物価目標を掲げていても、物価上昇率を常に 2%にするのが「正しい政策」というわけでもない。たとえば中東情勢の影響でコストプッシュ型の物価上昇が起きたとき、それを短期間で 2%に抑え込もうとして大幅に利上げすれば、経済を過度に落ち込ませてしまう。さすがにそれが「正しい政策」でないことは誰でも気づくと思うが、では 2%から乖離する度合いや期間がどの程度までなら「正しい」うちに入るのだろうか。これはその局面の具体的な情勢を踏まえた複雑かつ微妙な判断とならざるをえない。

もっと難しい問題もある。物価は安定、経済は高成長、実質賃金もどんどん上がる、という状況なら、「正しい金融政策が行われていそうだ」と多くの国民は実感できると思うが、そのような状況はめったに訪れない。物価高や低成長などで国民が不安や不満を感じている時、その原因が金融政策にあるわけではなくても、人々は金融政策に対する肯定的な感覚を持ちにくいだろう。「説明はしないが結果を見てほしい」と格好よく言えるほど、目に見える「良い結果」は出にくいのが金融政策である。

経済や物価は絶えず様々な変動にさらされており、それを少しでもなだらかにして中長期では物価が安定していると言える状態を目指すのが金融政策である。金融政策の成果は地味で見えにくいものであるからこそ、国民は、中央銀行が何を「正しい政策」と考えどう最善を尽くしているのかを知り、それ

¹ この点については、小野亮「多弁な中銀から熟慮する中銀へ ウォーシュ FRB 議長のコミュニケーション改革」（2026 年 6 月 26 日、みずほ経済インサイト）に詳しい説明がある。

について意見を持つ権利がある。先ほど、①政策目標、②それに向けた政策対応、③経済・物価の評価、の3点について多くの中央銀行が説明に努めていると述べたが、金融政策の効果や限界も踏まえて何が「正しい政策」なのかを国民に知ってもらうには、これら3点の説明が欠かせないのである。

つまり冒頭の「手続き論」「実益論」の二分法については、透明性が重要な理由として、民主主義社会における手続き論の方に圧倒的なウエイトがあると考えべきである。逆に言えば、実益論の方が不確かであったとしても、金融政策の透明性が重要という結論は動かない。

世論形成も金融政策の質に影響

ただし、中央銀行が詳しく情報発信しても、その説明に国民が納得するかどうかはまた別である。国民の多くは、経済・物価のふるまいや金融政策の効果・限界に精通しているわけではない。一方で、国民の認識は中央銀行発の情報に加え、世にあふれる様々な言論からも影響を受けて形成される。それら総体の結果として、場合によっては多少誤解が混ざる形で、人々が現状の金融政策への不満や、あるべき金融政策への過大な期待を抱くことはありうる。ひとたび国民のそうした不満や期待が強まれば、それらは政治を通じて中央銀行へとフィードバックされる。金融政策の独立性というのは、ややあいまいさを含んだ概念である。中央銀行が国民の声を完全に遮断できると想定するのは現実的でないし、民主主義社会でそれが望ましいとも限らない。

そうした現実的な視点で捉えると、中央銀行からの情報発信だけでなく、世論形成に影響力を持つ専門家の役割も重要である。フェイクニュースや感情を揺さぶる情報も多いSNS社会では、なおのことそうだと言える。金融政策を決めるのはあくまで中央銀行であり、その知見、分析力、説明力が求められることは言うまでもない。そのうえで、これは金融政策に限る話ではないが、経済学者、エコノミスト、メディア、知識人などの言論が最終的にその国の政策の質に影響すること、かつそれは政策を作る側の透明性とはまた別の話であることも認識しておきたい。

© 2026 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

本資料の著作権は弊行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。