

【みずほ経済インサイト】

ウォーシュ体制のFRB展望

～理想は高いが市場影響と信認リスクに警戒～

みずほ総合研究所
調査部

2026年5月22日

みずほ銀行

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO



問題意識とFRB改革論の概要

背景と問題意識

- 厳しいFRB批判を繰り返してきたケビン・ウォーシュ氏がFRB議長に就任。政治的圧力が燦る中で、金利政策やバランスシート政策の行方に高い関心が集まる
- しかし、ウォーシュ氏のFRB批判は金融政策にとどまらず中央銀行論にまで及ぶ。FRB議長は世界の中央銀行のリーダー的存在であり、その主張の影響力は多大
- これまでの発言を中心にウォーシュ氏の中央銀行論を紐解き、新たなFRBの姿を展望

ウォーシュ議長のFRB改革論

FRBは信認を喪失。私の主張は「革命」ではなく、本来あるべき姿への「復元」

- 誤った精緻さ、現状維持への固執、集団思考によって、2021-2022年のインフレ対応に失敗
- 財政政策の偽装をはじめとして、中銀としての役割を逸脱

金融政策の在り方に加え、組織風土の改革が必要

- インフレ枠組みの見直し、金利政策への回帰(バランスシート縮小)、量から質へのコミュニケーションの転換が必要
- 最新のビッグデータ活用や経済の構造変化を踏まえた新しいモデルの利用など、真実の探求に重きを置く風土へ

独立性はFRBの行動次第。一方、金融政策以外では政府と密に連携

- 政治家による金利政策の見解だけで独立性が損なわれるわけではない
- 金融政策以外ではFRBは政府の一員

(出所) 各種資料より、みずほ総合研究所調査部作成

ウォーシュ体制始動～高インフレと政治的圧力の下、11代目(1935年以降)の新議長誕生

- ウォーシュ氏がFRB理事・議長に就任(5/22)。現行制度(1935年銀行法～)では11代目
 - 理事としての任期は2040年1月末、議長としての任期は2030年5月15日まで。パウエル議長代行は理事として留任
 - 遅くとも6月会合でFOMC委員長として選出される見込み(通常、FOMC委員長は投票権を持つFOMCメンバーによって毎年1月の会合で選出される仕組みであり、慣例として議長が選ばれている)
- 高インフレの継続、緩和ガイダンスの是非、FRBに対する強い政治的圧力の下で、ウォーシュ氏の手腕に注目集まる

ケビン・ウォーシュ氏の略歴

項目	内容
生年	1970年、NY州生まれ
学位	スタンフォード大学で公共政策の学士号。 ハーバード・ロースクールで法学位取得
初期キャリア	モルガン・スタンレーのM&A部門で勤務
政府での職歴	ブッシュ政権で大統領経済政策担当特別補佐官、国家経済会議事務局長を務める
FRBでの職歴	2006～2011年にFRB理事
その後	スタンフォード大学フーバー研究所、スタンフォード経営大学院などで活動
政策スタンス	一般的には、大規模金融緩和やFRBのバランスシート拡大に慎重な、タカ派寄りの論者として知られる

ウォーシュ体制のスタートライン環境

マクロ経済環境

- 雇用リスクは縮小方向
- インフレ目標未達・上振れは5年超
- 関税影響後退の一方で、イラン戦争によるエネルギー高と不確実性が増大
- AIブームと影響(景気、生産性、雇用)に関心

金融政策

- 緩和ガイダンスの維持・撤回を巡るFOMC内の意見対立

独立性問題

- トランプ大統領による利下げ圧力
- クックFRB理事罷免訴訟(6月にも米最高裁判決が下る見込み)

(出所)各種資料より、みずほ総合研究所調査部作成

(出所)各種資料より、みずほ総合研究所調査部作成

(参考資料)4月FOMC議事要旨：インフレ警戒が強まり、緩和ガイダンス削除への支持も拡大

- 米・イラン紛争の終結後でさえ、「サプライチェーンの混乱、高いエネルギー価格、投入コスト上昇の波及」によってインフレの上昇圧力が続くとの見方でほぼすべての参加者が一致
- 4月会合では緩和ガイダンスの削除を求めて3人の地区連銀総裁が反対したが、潜在的には7～9名ほどが反対。パウエル議長の記者会見発言通り(「声明文の変更を求める声は前回会合から増加」)
- 参加者の警戒感の強さを踏まえると、米・イラン紛争の行方に依らず、6月会合ではガイダンス修正が行われる公算大

4月議事要旨の概要

ほぼすべての参加者は(Almost all)、中東紛争が長期にわたり持続するリスク、または紛争が終結した後でさえも、原油およびその他の商品価格が予想より長く高止まりするリスクがあると指摘。これらの参加者は、サプライチェーンの混乱、高いエネルギー価格、または投入コスト上昇の他の価格への転嫁から生じるインフレへの上方圧力が続く予想。

圧倒的多数の参加者は(vast majority)、インフレ率が委員会の2%目標へ戻るまでに、従来の予想より長い時間を要するリスクが高まったと指摘

大多数の参加者は(majority)、インフレ率が2%を持続的に上回り続ける場合には、一定の政策引き締めが適切になる可能性が高いと強調

多くの参加者は(many)、委員会の将来の金利決定のあり得る方向性について緩和バイアスを示唆する文言を会合後声明から削除することを望んでいた

※(前回)一部の参加者は(some)、会合後声明における委員会の将来の金利判断について、**双方向の記述を盛り込む強い根拠がある**と判断

(出所)FRBより、みずほ総合研究所調査部作成

議事要旨の参加者数を表す表現と想定される人数

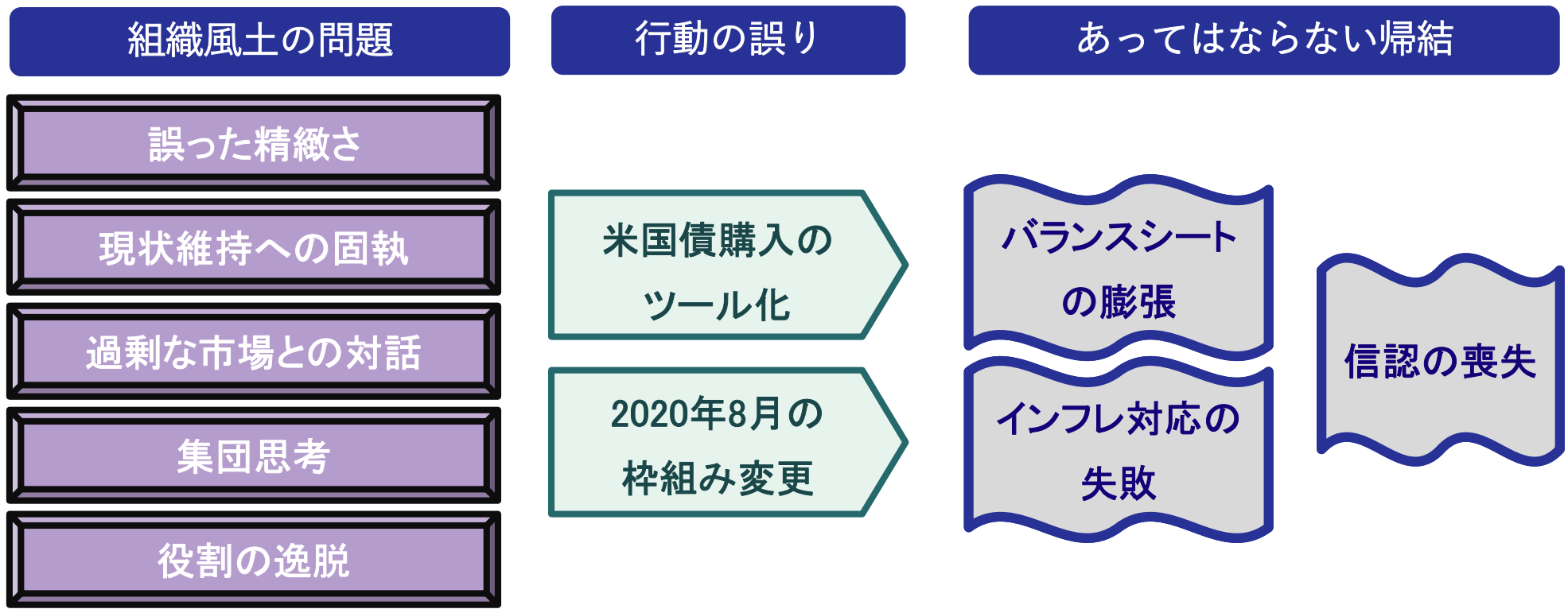
議事要旨の表現	想定される数	備考
all	19	全員
all but one	18	1人を除く全員
almost all /generally	17	ほぼ全員
vast majority	15～16	
most / majority	10～14	majority は最低10人、most は通常それより厚め(12～16人程度)
many	7～9	かなりの数だが過半数とは限らない
some	5～6	一部
a number of	不特定多数	「複数の参加者」という程度
several	4	数名
few	3	少数
a couple /two	2	

(注)参加者19名の場合。「想定される数」は公式に定められたものではないことに注意
(出所)FRB等より、みずほ総合研究所調査部作成

ウォーシュ批判:根本的な組織風土問題によりFRBの信認は喪失。断固たる改革で取り戻す必要

- ウォーシュ氏はここ数年、FRBのインフレ対応(2021-2022年)を厳しく批判。またバランスシート政策については、雇用最大化と物価安定というFRBの使命達成には役立たずと指摘(⇒バランスシート縮小論へ)
- しかしこうしたFRBの行動と帰結の背後には、FRBが抱えるより重要な問題があるとの認識
— 5つのキーワード:「誤った精緻さ」「現状維持への固執」「過剰な市場との対話」「集団思考」「役割の逸脱」を是とする組織風土・文化を問題視
- ウォーシュ氏にとって、FRBに対する国民の信認はすでに失われており、断固たる改革で取り戻すべきもの

ウォーシュ氏のFRB改革論の概要

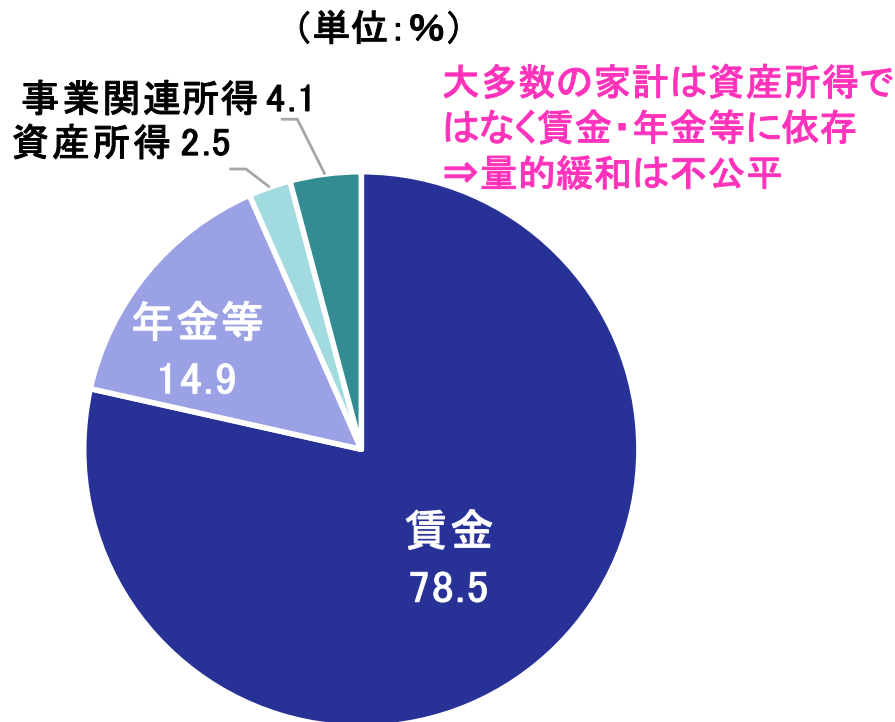


(出所)各種資料より、みずほ総合研究所調査部作成

改革①:【手段】金利政策を最重視。量的緩和の作用は不均等で役割逸脱の表れと批判

- ウォーシュ氏は**量的緩和が結果として分配効果を持つことを懸念**。金利政策がはるかに公平で有用との考え
 —「金利は経済の幅広いセクターに影響を及ぼす。その一方、量的緩和は、金融資産を通じて作用し、金融資産を持つ人々を不均等に利する」「我々の同胞の半分は金融資産を持たない」
- 量的緩和はFRBの役割拡大(ミッションクリープ、次ページ)を示すものの一つであり、FRBに対する信認低下の原因
- FRBの**バランスシートは縮小すべき**であり、ゆっくり慎重に、**財務長官と協力**して進める方針(アコード2.0)

所得分布の下位80%の家計における所得構成



(注)2014年の税務統計に基づくAGI(調整後総所得)の内訳
 (出所)IRS/ブルッキングス研究所より、みずほ総合研究所調査部作成

バランスシート政策に関するウォーシュ氏の考えと課題

- 緊急の流動性供給は必要(一時的)
- 財政当局であるかのように長期国債を保有すべきではない
- 金利レジームへの移行は金融市場に悪影響を与えないよう慎重に設計され、丁寧な説明が必要

↑↓ 深刻なジレンマ
 金融政策の非効率化、金融安定リスク

- 銀行の流動性保蔵によるストレス
- 「希少な準備レジーム」移行による新たな規制・介入の必要性
- 準備需要削減を目的とした流動性規制の緩和がもたらすモラルハザード

(出所)各種資料より、みずほ総合研究所調査部作成

改革②:【役割】FRBは政治的動機を捨てて金融の仕事に専念すべき

- 2008年の金融危機以降の度重なる量的緩和が財政政策を歪め、政府支出を容易にしたとの批判。**巨大なバランスシートは「財政政策の実質的な偽装形態」**であり、**役割逸脱(ミッションクリープ)**の一つだと指摘
- 2020年8月の「最大雇用」再定義(リベラルな概念の導入)、同年12月のNGFS参加などに見られるように、社会政策、気候変動、ESG等のアジェンダにFRBが関与。また地区連銀の中には政治的活動のプラットフォームとなった事例も
- **もっともFRBはすでに見直しに着手**:「最大雇用」の再見直し(2025年8月、リベラルな概念を削除)、NGFS脱退(2025年1月)、連銀職員の行動規範改訂(政治的キャンペーンへの公式参加の禁止、2023年2月)など

FRBに対するミッションクリープ批判(ウォーシュ氏及び共和党議員)

トピック	例	含意
社会政策アジェンダ化	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 金融政策枠組み見直しで「最大雇用」を「広範かつ包摂的雇用」と再定義(2020年8月) ➢ 人種的公正、住宅、教育、雇用をめぐる地区連銀イベント 	社会政策論争のプラットフォーム化リスク
気候・ESGへの関与	<ul style="list-style-type: none"> ➢ FRBによる気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク(NGFS)への参加(2020年12月) ➢ SF連銀の気候・ESG研究 	金融監督の産業政策化リスク
州政策への直接関与	<ul style="list-style-type: none"> ➢ ミネアポリス連銀の教育政策を巡る州憲法改正支援(2020~2021年) 	地方政治に踏み込むリスク

(出所)各種資料より、みずほ総合研究所調査部作成

改革③:【対話】フォワードガイダンスは有害、対話は「量」ではなく熟議に基づく「質」を重視

- ウォーシュ氏は**フォワードガイダンスを「非常に有害」と切り捨て**。経済構造の変化に柔軟に対応できないことを問題視
 - 2020年8月の金融政策枠組み見直しとそれに沿ったフォワードガイダンスによって、後のインフレ対応が遅れたと批判
 - 2025年金融政策枠組み見直しでも、著名な経済学者が「経済がわれわれの予想と異なる形で推移した場合、フォワードガイダンスによって形成された期待を変えることは難しくなり得る」と報告(カール・ウォルシュUCSC名誉教授)
- フォワードガイダンスよりも「しっかりした身内同士の激しい議論が良い結論を導く。**間違ったらより早く修正できる**」との姿勢

主なコミュニケーション政策の変遷

年	変更点
1993	議事要旨の公表開始／トランスクリプトの公表開始
1994	声明文の公表開始
2007	四半期経済見通し(SEP)の公表開始
2011	SEP公表時の議長記者会見開始
2012	2%インフレ目標を決定／金融政策枠組み公表／参加者の金利見通し公表開始
2019	毎会合後の記者会見開始
2020	金融政策枠組み見直し(以後5年おき)

主なフォワードガイダンスの変遷(始まりと近年のみ)

年月	フォワードガイダンス
2003年8月	時間軸(緩和バイアス)⇒2011/8に日付、2012/12に閾値ベースへ
2020年9月	低インフレ環境前提のフォワードガイダンス「最大雇用に達し、インフレ率が2%へ回帰し、しばらく緩やかに2%を上回る軌道に乗るまで緩和維持」
↳ウォーシュ氏はインフレ対応の遅れを招いたと批判	
2024年1月	利下げ開始のハードル設定「インフレ率の2%回帰を確信するまで」
2024年9月	利下げバイアス
2025年～	様子見を示唆(利下げバイアス)

(出所) デイリー・サンフランシスコ連銀総裁講演(2025/6/15)、FRBより、みずほ総合研究所調査部作成

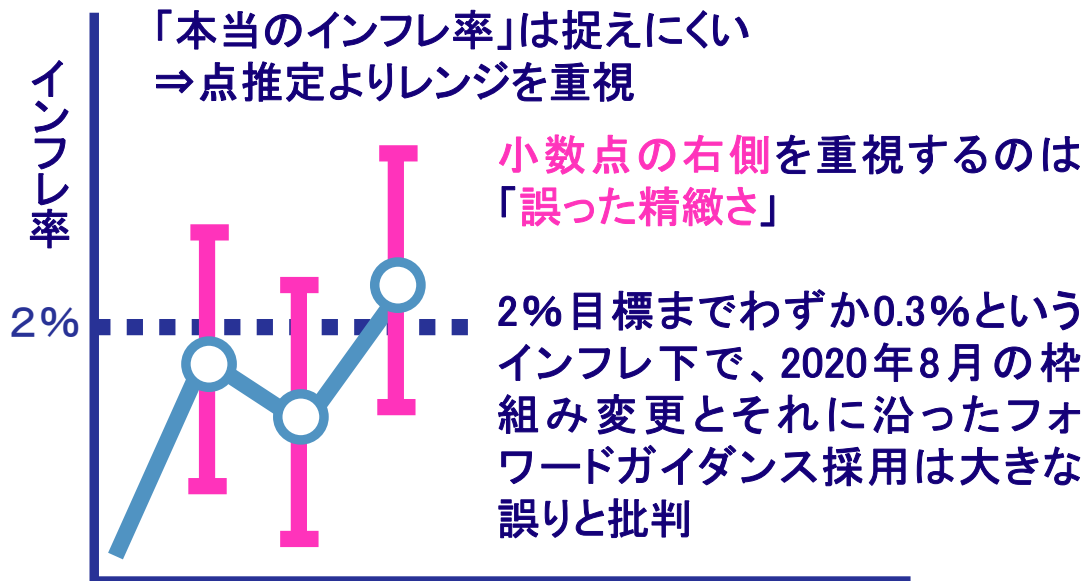
(出所) リッチモンド連銀(2022)、FRBより、みずほ総合研究所調査部作成

改革④:【枠組み】「大きな誤りを避ける」「本当のインフレ率」を重視する金融政策の枠組みに修正

- 世界経済が大きく変化、新たな時代に入らる中で、中央銀行がもっとも避けるべきなのは「大きな誤りを犯すこと」
 - 精緻な物理学や数学と異なり、金融政策には「大枠を押さえること」が重要
- インフレ目標は物価指標の精度の粗さを所与とすべき。「本当のインフレ率」を示す物価指標を探求
 - 物価指数の測定誤差の大きさと物価安定の概念の幅広さを考えると、小数点以下の精度を持ちえないとの立場
 - ウォーシュ氏は、コア(食品とエネルギーを除く物価指数)よりも、刈込平均や中央値を重視。またビッグデータを用いたインフレ率の分析にも関心がある模様(「10億品目のうち5億1番目のインフレ率こそ本当のインフレ率」)

ウォーシュ氏が描く金融政策の枠組み～特にインフレ目標について

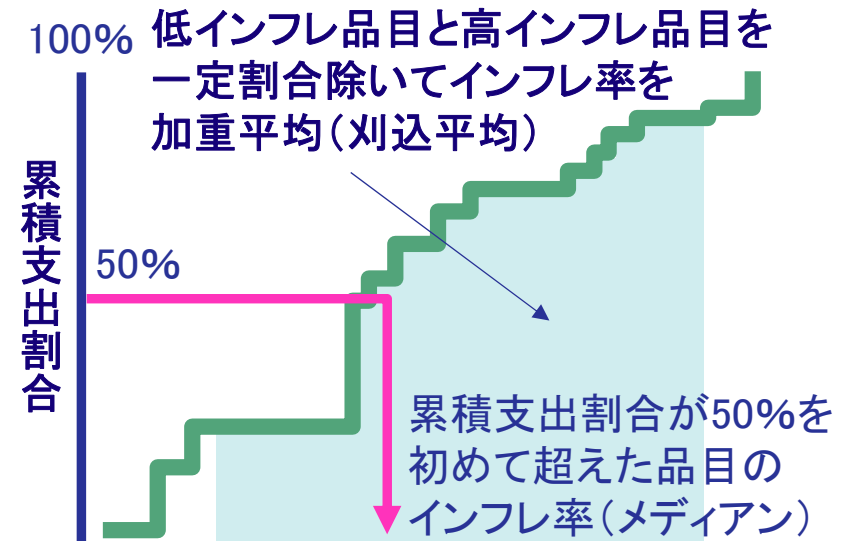
インフレ目標における「誤った精緻さ」の回避



(出所)各種資料より、みずほ総合研究所調査部作成

MIZUHO

「本当のインフレ率」を示す物価指標を重視

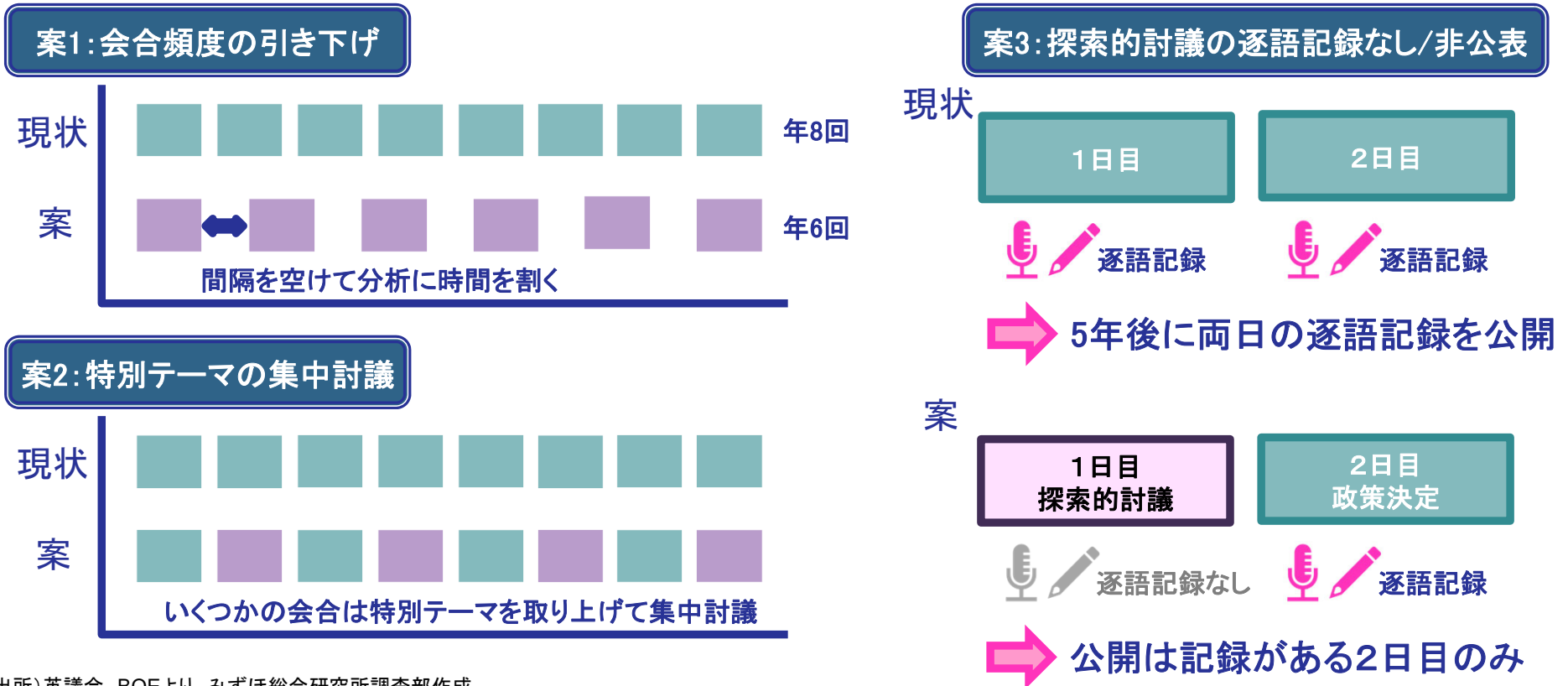


品目別インフレ率(インフレ率の低い順)
⇒「10億品目調べる」(ウォーシュ)

改革⑤:【運営】FOMCの開催回数、取り上げるテーマ、トランスクリプトの是非も改革の論点

- ウォーシュ氏は英議会上院経済問題委員会(2023年7月)において2014年のレビュー(ウォーシュレビュー)を振り返り、会合頻度と会合テーマに関する見直しに言及。**重要テーマを自由な立場で討論する機会を創出**することに意欲
 - 「大きな過ちを犯さないこと」を中央銀行の目的関数として、「この問いで間違えれば、すべてで間違えるのだから、ここは**深掘りしよう**」というテーマを深く分析すべきという立場
 - **逐語記録とその公開が、参加者の発言の萎縮、過度なヘッジ、「会合の前の会合」、集団思考を招き得ると問題視**

ウォーシュ氏による理想的な会合設計



(出所)英議会、BOEより、みずほ総合研究所調査部作成

改革の先にあるFRB像



FRBの間違いは重大な問題

■ 実体的波及：米国発ショックを逃れられる国はない

■ 知的波及：他の中銀はFRBの理論的枠組みに追随

「大きな誤りを避けること」が政策の要
⇒ グリーンスパン以来のリスクマネジメント型金融政策の徹底追求

■ 大局観の重視、「誤った精緻さ」の脱却

「小数点の左側」を重視するインフレ目標枠組み

経済構造の変化に対応できる柔軟な思考とオープンマインドな組織風土

■ 集団思考の脱却、徹底した熟議

FOMC運営の見直し

■ 「主流派」に抗う胆力、進取の気質

マネーや信用、サプライサイドの構造変化への注目

政治的動機を捨て金融政策に回帰


■ 伝統的役割への回帰

バランスシート縮小、アコード2.0

ウォーシュ体制の注目ポイント:ウォーシュ議長は自らの言葉に縛られる恐れ

6月FOMC記者会見ほか

- ウォーシュ議長は緩和ガイダンス削除の支持に回るのか。4月会合時点で「多くの参加者」(7~9名)が支持していることが判明。
- 緩和ガイダンスの削除を決定した場合、「利下げが遠のいた」との判断を示すのか。あるいは「利下げだろうと利上げだろうと、フォワードガイダンスはもはや有益ではない」とプレイダウンするのか
- 労働市場について、弱い雇用の伸びや「居心地の悪い均衡」をウォーシュ議長はどう見ているのか。AIの影響をどのように見ているのか
- ウォーシュ議長はコアに否定的であり、「本当のインフレ率」は他にあると主張(刈込平均やメディアン)。関税の影響もウォーシュ議長の眼中にない模様。インフレの先行きについて、どんなアプローチで分析・解説するのか。かつそれは果たして説得的なのか(FOMC内でも、記者会見でも)
- SEPやドットチャートについてどのように解説するのか。過剰なコミュニケーションは経済の予想外の変化への対応の遅れを招くと批判してきており、将来的な公表停止の検討まで示唆するのか
- 成長マネー供給のために進めているRMP(リザーブ・マネジメント・パーチェス)によってFRBのバランスシートは拡大している。ウォーシュ議長はどんな評価を示すのか

- 
- 改革論通りの主張なら市場のボラティリティやタームプレミアムが高まる可能性が大
 - 今回は「爪を隠し」、政策の継続性が担保されたとしても、2027年以降、透明性が低下する方向でコミュニケーション政策が見直されれば、金融政策の予測可能性は低下
 - 改革案はウォーシュ議長単独で決定できることはなく、FRB内のコンセンサス次第だが、コンセンサスが得られなければ、それ自体が議長への信認欠如を表すことに

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほ総合研究所
調査部

プリンシパル 小野 亮

TEL: 080-1069-4672

E-mail: makoto.ono@mizuho-rt.co.jp

© 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。