

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

調査部
プリンシパル

小野 亮
080-1069-4672
makoto.ono@mizuho-rt.co.jp

- 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。6月FOMCでは早速、5分野での改革検討開始を発表。本稿ではその1つであるコミュニケーション改革の背景を論じる。
- ウォーシュ議長は行き過ぎた透明性がもたらす弊害を訴えてきた。自ら発した言葉への拘束、中銀の言葉ばかりを追う市場、中銀内の集団思考化などだ。代わって重視するのは熟慮である。
- 改革の検討はこれからだが、透明性の後退は金融市場に高いボラティリティを生じさせかねない。中銀の声を探ろうとする市場の姿勢が変わるとも考えにくい。道のりは最初から厳しい。

1. 改革の号砲

ウォーシュ議長は就任以前から、「中央銀行は話し過ぎており、役に立たない『声の雑踏』を生んでいる」（2023年7月、英上院経済問題委員会）と述べるなど、FRBのコミュニケーション政策を痛烈に批判してきた。6月FOMCは早速、その実践の場となった。

まず、FOMC声明文は一見してわかるほど大幅に圧縮された。単語数は131語。前回の声明文が341語だったことと比べて4割にも満たない。「少し短く、少し簡潔」（ウォーシュ議長）と言うが、かなり短い。次に、おそらく市場参加者のほとんどが予想していたとおり、今後の政策変更の方向を示すフォワードガイダンスが削除された。声明文は、ウォーシュ議長曰く「最善と判断できる限り、事実だけ」を伝えるツールへと衣替えされた。

少し歴史を振り返ろう。フォワードガイダンスという用語は、かつてはバイアスと呼ばれていた。声明文で初めてバイアスが示されたのは1999年5月である。この時のFOMCは、据え置きを決めながらもインフレ圧力の高まりを懸念しているとして、“adopted a directive that is tilted toward the possibility of a firming in the stance of monetary policy” と明記し、「次回以降または定例会合の間に政策変更があるとすれば引き締め方向である」というシグナルを市場に送った。次の会合では、実際に利上げに踏み切ったが、今度は “adopt a directive that includes no predilection about near-term policy action” と書き、5月の引き締めバイアスを外し、中立に戻した。当時の議事要旨によれば、FOMC参加者の多くが、引き締め後に同じバイアス（非対称directiveと呼ばれる）を維持すると「かなり近い時期に追加引き締めが必要だとFOMCが相当確信している」と解釈されかねない懸念し、引き締めバイアスから中立バイアス（対称directive）への移行を支持した。

今回のフォワードガイダンスの削除は、「現在の政策局面にあまり適していない」（ウォーシュ議長）という局面判断に過ぎない。改革が、1999年5月に始まるバイアス／フォワードガイダンスの27年の歴史に恒久的な終止符を打つものになるかどうか、結論はなお先である。

2. 自己拘束と写し鏡の弊害

ウォーシュ議長は今回、経済見通しを提出しなかった。彼は、フォワードガイダンスと経済見通しに共通する2つの弊害があるとみており、その考えに従った判断であることは間違いない。

弊害の1つは、中央銀行が将来の政策や見通しを言葉にすると、その言葉に自ら縛られ、機動的な政策変更が難しくなってしまうことだ。バーナンキ議長時代に強化されたフォワードガイダンスをめぐっては、ギリシャ神話になぞらえた強いコミットメントの重要性が強調された。いわゆるオデュッセウス型フォワードガイダンスである。これは、オデュッセウスが、船乗りを破滅に誘うセイレーンの歌を聞きながらも誘惑に屈しないよう、部下には耳を塞がせ、自らは船のマストに縛り付けさせたという逸話に由来する。中央銀行もこれと同じように、将来の自らをあらかじめ縛ることで、経済環境が変わっても緩和姿勢を維持するとの信託を市場に与え、ゼロ金利制約下でもイールドカーブ全体に緩和効果を及ぼすことができると考えられた。ウォーシュ議長にしてみれば、どんなに“弱い”フォワードガイダンスであっても、中央銀行はそれに縛られ、臨機応変な政策対応が困難になる問題がある。

もう1つの弊害は、市場参加者が実体経済そのものではなく、中央銀行の言葉と次の一手を読むゲームに陥る危険である。市場が中央銀行の発言を映すだけの鏡になれば、市場価格は中央銀行にとって独立した情報シグナルではなくなる。市場のシグナルに新しい情報が含まれにくくなり、中央銀行の政策判断の情報基盤が劣化してしまう。中央銀行がこの点を十分に踏まえて政策運営を行う限り、問題は深刻化しにくい。しかし、この点を軽視し、むしろ市場予想を過度に重視した政策運営に傾けば、中央銀行と市場が互いの反応を読み合う自己参照的な構造が強まり、政策運営が不安定化しかねない。

ウォーシュ議長にとって、フォワードガイダンスも経済見通しも無用の長物である。彼はまた、コミュニケーション・タスクフォースの射程として「記者会見、会合等、トランスクリプト（逐語記録）、ミニッツ（議事要旨）」にも言及した。具体的な論点として考えられるのが、会合の頻度、内容、運営方法であり、情報公開の範囲の見直しとも密接に関係する。

3. 自由闊達な討議を求めて

ウォーシュ議長は、FOMCの運営そのものにもメスを入れる可能性がある。重視するのは自由闊達な議論や熟慮のための環境整備である。

2023年7月、英上院経済問題委員会では次のように述べている。「もし最初からやり直せるなら（中略）、会合を減らし、発信を減らし、コミュニケーションを減らし、思考を増やし、厳格さを増やし、2カ月に1回程度へ動くことが、より良い組み合わせかもしれない。」「もし年8回を維持するなら、少なくとも数回はテーマ専念の会合に割り当て、銀行全体が知的にそれを考えるようにするべきだ。そこでより難しい問いを投げかけられる。」

彼は、理想とする中央銀行家像として、“more thinking,” “robust debate,” “serious deliberation” といったキーワードを好んで使う。思考を重視し、予定調和ではなく、異論も含む徹底した深い議論を行い、政策判断を磨くべきという意味である。そのためには、より良いインプット（これはデータ・タスクフォースの射程である）はもちろんのこと、準備と議論のための十分な時間が必要という考え方だ。

加えて彼は議論の環境にも目を向ける。同じ委員会でFRB理事時代を次のように振り返る。「FOMCに参加している19人全員がテープレコーダーが動いていることを強く意識し、明確な立場表明を控えている者もいるように見えた。」彼が理想とする自由闊達な議論が阻害され、横並びの集団思考の場になり得たという批判である。実際、彼が取りまとめた「イングランド銀行MPC透明性レビュー」（いわゆるウォーシュ・レビュー、2014年12月）には、1993年のトランスクリプト公開決定が一因となって、その後のFOMCでは審議の頑健性が低下し、準備済みスピーチの利用増加をもたらした可能性があるとして記述されている。

同レビューの作業のためMPCの議論を実際に聴取した際、彼は、MPC委員たちが仮説を試し、相互に反論し、構想段階の発想も含めて自由に議論する場面を目にした。彼曰く、その討議は、いわばブルーチーム／レッドチーム型の検証に近く、MPC委員が互いの見方をぶつけ合いながら、政策判断の前提を鍛えていくものだったという。それは率直で力強い対話であり、FOMCで自ら経験してきた初期段階の議論よりも、活発で実質的な討議だったと述べている。

そこで彼は、この種の熟議についてはトランスクリプトを作成すべきではないとウォーシュ・レビューで提言した。参加者が知的リスクを取りながら、互いに厳しく議論し、実質的な討議を行うには、発言が逐語的に記録・公開されるという制約を取り除く必要がある、という考え方である。BOEもその勧告を受け入れ、同じく勧告を受けて8年後に公開されるようになったトランスクリプトに自由討議（1日目のセッション）は含まれていない。

参考までにウォーシュ・レビューの勧告のうち該当する部分を紹介しておこう。

『MPCの1日目と2日目の討議が著しく違うため、逐語記録の作成、保存、公開に関して異なる判断を要する。MPCによる1日目の討議は、批判的思考、代替案の深い探究、視点の対立、真実の真摯な探求によって特徴づけられ、これらはいずれも討議参加者の間に大きな職業上の敬意があるなかで行われている。真の審議のための安全な空間を作り出すことは、主要な学術・実証文献および私自身の観察によれば、良い意思決定を行う組織の最も重要な指標の1つである。これら1日目の審議の逐語記録が公表されることになれば、イングランド銀行は審議の質に対する「萎縮効果」のリスクを負い、したがって健全な政策決定を行う能力に実質的な損害を与えるリスクを負うことになる。したがって本レビューは、1日目の政策討議は録音も逐語記録化もされるべきではないと勧告する。』

ウォーシュ議長が6月FOMCの記者会見において、コミュニケーション改革の射程を語った際、「トランスクリプト、ミニッツ」に言及したのは、この勧告と強く関連しているとみられる。FOMCにおいてもトランスクリプトに掲載されない自由討議セッションを設ける狙いが透ける。トランスクリプトの情報量は半減し、ミニッツもより簡素化される可能性がある。

4. 高ボラティリティ時代への回帰

改革の検討はこれからだが、ウォーシュ議長が追求するコミュニケーション改革、すなわち透明性の後退が進めば、金融市場は、政策変更の度に大きく変動していた時代に逆戻りする可能性がある。ウォーシュ議長が弊害と考えてきたことが解決する保証もない。改革の検討はその始まりから難所続きになりそうだ。

1985年以降、米政策金利の変更に対する同日の米短期国債（6カ月）利回りの変化を追ってみると、米短期国債利回りの感応度は時を経るにつれて明らかに低下してきた。政策金利1%の変化に対する感

応度は、0.23（1985-1993）から0.12（1994-2002）へと半減し、直近四半世紀近くは0.04（2003-2026）とゼロに近い。FOMC当日はほとんどサプライズが起きず、政策変更は事前に織り込まれていたことを示唆している。

もっとも、現代はリアルタイムでニュースが飛び交い、人工知能（AI）も急速な進歩を遂げている。FRB議長あるいはFOMCとしての情報発信が減れば、市場参加者はかえって個々のFOMC参加者の発言に耳を傾けるようになり、市場は中央銀行の写し鏡であり続けるかもしれない。なにより、透明性を後退させるような改革にどれだけ賛同が得られるのか。

[参考文献]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2026) “Transcript of Chairman Warsh’s Press Conference, June 17, 2026,” Federal Reserve, 17 June 2026.

House of Lords Economic Affairs Committee (2023) “Bank of England: How Is Independence Working? – Oral Evidence,” UK Parliament, 25 July 2023.

Warsh, Kevin (2014) “Transparency and the Bank of England’s Monetary Policy Committee,” Bank of England, December 2014.

Webb, Dominic (2015) “Improvements to Monetary Policy Committee Transparency,” Briefing Paper, No. CBP-7289, House of Commons Library, 7 September 2015.

© 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。