

みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 17 日)

「アスムセンなき政策理事会」を考察する

ECB は 15 日(日)にアスムセン ECB 理事の辞任を発表し、昨日はドイツ政府が後任としてラウテンシュレーガー独連銀副総裁を推薦することを発表した。問題は、アスムセン氏がドイツ人でありながらドラギ総裁の下での金融政策運営を支持し続け、それがドイツとそれ以外の国々の緩衝剤となってきたという事実が今後どう変化していくか。ラウテンシュレーガー氏のスタンスは未知だが、「独連銀副総裁→ECB 理事」はシュタルク氏に連なるタカ派の系譜。同氏が「独連銀らしさ」を振りかざすタイプならば政策理事会の分裂は一段と生じ易い恐れもあり、「アスムセンなき政策理事会」でどの程度「ドラギらしさ」が発揮されるのかは今後の注目点である。仮に、ドラギ総裁が過去の総裁同様、コンセンサス重視に傾斜するようだと、政策運営の機動力が失われ、市場の意表を突く「ドラギ・マジック」の真骨頂も失われる。それは通貨高ひいてはデysinフレ/デフレとの戦いを控える中央銀行としては致命傷になりかねない。

～依然として現状維持が予想の大勢だが・・・～

昨日の為替市場は小動き。引き続き本日から明日にかけてのFOMCに注目が集まっており、主要通貨間では方向感が見出し難い地合いとなっている。ブルームバーグが6日に実施したエコノミスト調査によれば、12月会合における緩和縮小(tapering)開始を見込んでいるのは全体の34%で、これは1か月前の倍(11月8日時点:17%)である。ただ、裏を返せば全体の7割弱は依然として現状維持を見込んでいるわけで、本当にtaperingが決定されれば市場は大きな反応を示すだろう。従前の巻き戻しが発生するのであれば、株安・金利高そしてドル高の反応が想定される。

～アスムセン理事辞任の影響は？～

ところでECBは、15日(日)にアスムセンECB理事の辞任を発表しており、昨日はドイツ政府が後任としてラウテンシュレーガー独連銀副総裁を推薦することを発表した。昨年1月に理事へ就任したアスムセン氏の任期は2019年までだったが、メルケル新政権下での労働次官就任に伴い、任期途中で理事の座を降りることになる。前任のシュタルク元理事が2年4か月の任期を残して辞任したことに続き(シュタルク氏の任期は本来2014年5月までだった)、ドイツ出身理事が連続して途中辞任することになる。もっともシュタルク氏がSMP(証券市場プログラム)への抗議的な辞任であった(と報じられている)のに対し、アスムセン氏の辞任に関しては「ベルリンに戻って家族と時間を過ごしたい」といった理由が報じられており、金融政策運営上の齟齬が原因ではない。

ECB高官において、アスムセン氏の露出度合いはドラギECB総裁のそれに次いで大きかったことを思えば、辞任に伴う市場への影響は気にしたい。アスムセン氏はECBにおいて国際関係部門(International and European Relations)の責任者を務め、主として銀行同盟に係る各国当局との

交渉を担っていたこともあり、ヘッドラインを賑わすことが多かったという事情がある。こうした立ち回りは今後、コンスタンシオ副総裁(ポルトガル)又はメルシュ理事(ルクセンブルグ)が引き継ぐ可能性がある」と報じられているが、後任のラウテンシュレーガー氏が独連銀において銀行監督を担当していたため、同氏がアスムセン氏の役割を引き継ぐとの報道もある。いずれにしても、こうしたブルーデンス面に係る役割交代は特に市場への影響を気にするものではないだろう。

～ドラギ総裁を待ち受ける「アスムセンなき政策理事会」～

問題は、アスムセン氏がドイツ人でありながらドラギ総裁の下での金融政策運営を支持し続け、それがドイツとそれ以外の国々の緩衝剤となってきたという事実が今後どう変化していくのかである。前任のシュタルク氏がSMPに反対していたこととは対照的に、アスムセン氏は新たな債券買い入れプログラムであるOMTを支持しており、ドイツとECBの溝を埋める一助になってきたとされる。ドラギ総裁の「個人的にも彼が居なくなって寂しい」というコメントは金融政策運営における「心の拠り所」を失うという不安も含んでいるかもしれない。

ドラギ総裁が過去のECB総裁(ドイセンベルグ氏やトリシェ氏)に比べて、満場一致であることに拘らない、良く言えば迅速な、悪く言えば拙速な政策運営に走る傾向にあることを思えば、ECBが今後も北欧・西欧加盟国(ドイツ、オーストリア、オランダ、フィンランド等)の意に反する政策決定を下す可能性はある。右表にも示されるように南欧又は被支援国出身者が8名(イタリア2名、ポルトガル2名、ギリシャ1名、スペイン1名、アイルランド1名、キプロス1名)と理事会の3分の1以上を占める事実を考慮すれば、基本的に理事会はハト派色が強い状態続くだろう。金利調整余地がほぼ限られ、非伝統的政策についても量的緩和(QE)が構造的に封じられている¹事情を踏まえれば、今後のドラギ総裁は今までよりももっと無理をしなければならないことが目に見えている。

現状のECB政策理事会のメンバー(計23名)

	氏名	出身国
総裁	ドラギ	イタリア
副総裁	コンスタンシオ	ポルトガル
理事(4名)	アスムセン →ラウテンシュレーガー	ドイツ
	クレー	フランス
	メルシュ	ルクセンブルグ
	ブラート	ベルギー
加盟国中 銀総裁 (17名)	クーン	ベルギー
	バイトマン	ドイツ
	ホノハン	アイルランド
	プロボラス	ギリシャ
	リンデ	スペイン
	ハンソン	エストニア
	ノワイエ	フランス
	ビスコ	イタリア
	デメトリアデス	キプロス
	ライネシュ	ルクセンブルグ
	ボニチ	マルタ
	クノット	オランダ
	ノボトニー	オーストリア
	コスタ	ポルトガル
	ヤズベツ	スロベニア
	マクチ	スロバキア
	リイカネン	フィンランド

(資料)ECB、色付きはタカ派寄りと思しきメンバー。あくまで筆者推測。

そうした状況下、仮に後任理事とされるラウテンシュレーガー氏が「独連銀らしさ」を振りかざすタイプならば、政策理事会の分裂は一段と生じ易いはずで、「アスムセンなき政策理事会」で、どの程度「ドラギらしさ」が発揮されるのかは今後の注目点である。上述したように、理事会におけるハト派色の強さは否定し得ないが、それでもラウテンシュレーガー氏を含め、5～6名のメンバーがタカ派寄り(表の色付き部分²)という現状もある。特に、アスムセン氏の離脱に伴いドイツ人2名の

¹ 本欄 2013 年 11 月 25 日号『ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～』をご参照下さい。

² ブラート理事が微妙なところだが、先般の国債リスクウェイト見直し発言はバイトマン独連銀総裁などと歩調が合うものだが、追加緩和に対する踏み込んだ発言も断続的にみられる。本欄 2013 年 12 月 13 日号『流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて』をご参照下さい。

抵抗が常時あるとすると、雰囲気も変わってくるかもしれない。

もちろん、ラウテンシュレーガー氏は「プルーデンス問題の専門家であって、金融政策の専門家ではない」との評価もあって、だとすれば、特にドラギ総裁の政策運営の障害にはならないとの声もある。だが、独連銀副総裁出身でECB理事に就任した直近例としてはどうしてもシュタルク氏の人物像を思い浮かべてしまう部分もあり、基本的にはタカ派のDNAを受け継ぐ人物を想定してしまう(※ちなみにアスムセン氏は独財務省・財務次官出身)。

～気掛かりな「アスムセンなき政策理事会」の機動力～

別の考え方としては、仮に「アスムセンなき政策理事会」において緩和路線への逆風が強まった場合、ドラギ総裁がスタンスを変えてくる可能性もある。具体的には、理事会の分裂を回避すべく、過去のECB総裁同様、コンセンサス形成に重点を置き始める可能性である。この場合、事前に意見を集約したうえで、次会合における政策変更を暗にキーフレーズと共に宣言し、市場予想を形成するような運営になる。例えば、トリシェ前総裁時代は「monitor very closely」とのキーフレーズを用いた場合、2会合以内に政策変更が行われるという暗黙の了解が市場にあった。こうした政策運営に回帰した場合、市場参加者の予見可能性は高まり、ボラティリティは抑制されることになる。

だが同時にそれは、政策運営の機動力が喪失することをも意味し、市場の意表を突く「ドラギ・マジック」の真骨頂も失われることになる。ドラギ総裁は12月理事会後の会見で日本化の可能性を問われ、「我々はインフレ率が今日のような水準に下がる以前から、非常に早い段階で大胆な金融政策を行ってきた (we have taken decisive monetary policy measures of great significance at a very early stage, even when, as a matter of fact, inflation was not at the levels at which it is today)」と当時の日銀との違いを回答したが、「アスムセンなき政策理事会」ではそうした迅速且つ大胆な政策運営が壁にぶつかる懸念もある。そうなった場合、通貨高ひいてはデフインフレ/デフレとの戦いを控える中央銀行としては痛手である。「アスムセンなき政策理事会」がドラギECBの機動力を削ぐものにならないかどうかは今後注目に値するポイントである。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ/backnumber.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いつく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は・・・～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年期国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の「ねじれ」が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について
2013年7月23日	「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力はどこまで続くか～
2013年7月22日	週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～
2013年7月19日	週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)
2013年7月18日	参院選後の株・為替市場はどう動くか？
2013年7月17日	最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～
2013年7月16日	フランスの格下げについて～取り残される経常赤字～
2013年7月12日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～「2年で2%上昇」の確度が意識される時～)
2013年7月11日	ドル相場の乱高下について～「単なる調整」と割り切るべきか～
2013年7月9日	ユーロ圏財務相会合について～細分化融資に映る不信感～