

みずほマーケット・トピック(2018年2月26日)

ECB 役員会人事の読み方～今後への含意など～

先週 19 日のユーロ圏財務相会合(ユーログループ)は、今年 5 月 31 日に退任するコンスタンシオ ECB 副総裁の後任としてスペインのデギンドス経済相を選定することを発表した。「副総裁が南欧ならば総裁は北欧」という下馬評を踏まえれば、2019 年 10 月 31 日に退任するドラギ ECB 総裁の後任は依然バイトマン独連銀総裁が最右翼。今後、キーとなるのはデギンドス氏と最後まで争ったレーン・アイルランド中銀総裁の処遇である。経済学者としても高い評価を持つレーン氏は ECB の現チーフエコノミストであるプラート理事の後任という声も根強く、タカ派色が強過ぎるバイトマン氏の総裁就任が難しい情勢になった場合はレーン氏を総裁に推す説もある。そしてその際のチーフエコノミスト担当理事はバイトマン氏という説である。プラート理事の任期は 19 年 5 月 31 日までであり、恐らく 1 年後には後任は決まっているだろう。その結果次第では総裁人事もある程度絞られてくるはず。極端な話、ドイツとアイルランドのうち、「チーフエコノミスト担当理事を獲得しなかった国」が総裁を射止める展開が見えてくる。

～パウエル議長は細心の注意を払うはず～

先週の金融市場は米金利の上昇が一服し、米株の持ち直しも鮮明になる中、円買いも収束しており、ドル/円相場は106～108円のレンジ取引となった。今週の注目は27日に前倒しとなったパウエルFRB議長による議会証言でどのようなカラーが示されるかが注目だが、2月に入ってから相場つきを踏まえれば、タカ派と取られかねない言動には細心の注意を払うはずだ。金利上昇が株売りの理由と受け取られた今、引き続き筆者は「FRBのハト派傾斜→正常化の停止→米金利低下→ドル売り・円買い」という展開をメインシナリオに据えている。この意味で2月に入り見られている「悪い金利上昇・物価上昇」や「双子の赤字」といったフレーズを用いてのドル下落を説明する向きに賛同しているわけではない。同じ円高でも2月の動きは想定外でもあった。とはいえ、正常化それ自体が危険な試みになっているという問題意識はそうした議論とも共通する論点かもしれない。

～ECB副総裁決定を受けて～

ところで先週 19 日のユーロ圏財務相会合(ユーログループ)は、今年 5 月 31 日に退任するコンスタンシオ ECB 副総裁の後任としてスペインのデギンドス経済相を選定することを声明文で発表した。同氏の正式指名は 3 月 22～23 日の欧州理事会(EU 首脳会議)で決議され、6 月 1 日付で就任する。「副総裁が南欧ならば総裁は北欧」という下馬評を踏まえれば、2019 年 10 月 31 日に退任するドラギ ECB 総裁の後任は依然、バイトマン独連銀総裁が最右翼となる。もちろん、それは暗黙の了解の域を出るものではなく、総裁がイタリア、副総裁がポルトガルという現状のような組み合わせも禁止されているわけではない。デギンドス氏も自身の副総裁就任がバイトマン総裁誕生の布石となるのかという趣旨の質問に対し、総裁と副総裁のポストの間には何の関連もなく「付随する条件

など何もない」と回答している。とはいえ、この期に及んでオランダ、フランス、イタリアとコア国・セミコア国で回してきた総裁人事がまたもドイツに回ってこないという可能性は低いというのが一般的な解釈だろう。本欄では今回の副総裁決定に係る評価と今後に対する含意を示してみたい。

～欧州議会が難色を示した理由～

ECB役員会メンバーの現状(2018年2月時点)

ポスト	氏名	国籍	開始	終了	スタンス
総裁	ドラギ	イタリア	2011年11月1日	2019年10月31日	ハト
副総裁	コンスタンシオ	ポルトガル	2010年6月1日	2018年5月31日	ハト
理事()	プラート	ベルギー	2011年6月1日	2019年5月31日	ハト
理事	ラウテンシュレーガー	ドイツ	2014年1月27日	2022年1月26日	タカ
理事	クーレ	フランス	2012年1月1日	2019年12月31日	ハト
理事	メルシュ	ルクセンブルク	2012年12月15日	2020年12月14日	タカ

(資料)ECB、 はチーフエコノミスト

4 大国(ドイツ・フランス・イタリア・スペイン)の一角として唯一役員会(正・副総裁と理事 4 名の 6 名から構成)にメンバーを持たないスペインから副総裁が選出されることは予想通りの展開ではある。とはいえ、ユーログループ前の 2 月 14 日に当該候補者への公聴会を行った欧州議会はデギンドス氏の指名に難色を示しており、同氏の対抗馬であったレーン・アイルランド連銀総裁を支持していたという経緯がある。公聴会后、欧州議会の経済金融問題委員会のグアルティエリ委員長は「レーン氏のパフォーマンスの方が説得力があるとの見解が大部分だった。一部はデギンドス氏の指名に慎重な姿勢を示した」と述べている。こうした欧州議会のデギンドス氏に対する厳しいスタンスは同氏が閣僚出身者だからという点にある。約 20 年に及ぶ ECB の歴史において加盟国の財務閣僚が役員会メンバーに入ったことは一度もない。これは独立した国際機関であり中央銀行である ECB の性格に照らせば、そのようなバックグラウンドを持つ人物が役員会メンバーとなることは相応しくないという考え方があったためである。ゆえに欧州議会のスタンスは「非閣僚出身者」であり、「女性」であれば尚可というもので、例えば 2013 年 11 月に選出されたユーロ圏の銀行監督の現トップである銀行監督委員会のダニエル・ヌイ委員長は女性で、フランス金融健全性規制監督機構(ACP)の事務局長出身であった。非閣僚で女性というポイントが評価されたと言われた。

役員会人事における欧州議会は諮問機関であり、その意思表示はあくまで「拘束力のない助言」でしかない。それゆえ欧州理事会の意思決定の足枷となることはないし、デギンドス氏も「閣僚を務めてきたが、閣僚であることは ECB の独立性に対する自身の主張を何ら制限するものではない。私は ECB の独立性を守る」と巷の懸念をけん制している。なによりアイルランドが「副総裁は全会一致で選ばれる必要がある」との主張の下、レーン氏の擁立を取り下げているため副総裁人事は穏当な収束を見ることになるだろう。あとは欧州理事会で各国首脳が任命するだけである。

～キーとなるプラート理事の後任人事～

とはいえ、副総裁選定の過程でレーン氏が存在感を示したことは次期総裁を占う上でも実は無視できない。というのも、総裁・副総裁に次いで重要なポストと目されるチーフエコノミスト担当理事のプラート理事が来年 5 月 31 日に退任することになっており、その後任候補としてレーン氏が浮上し

ているためである(レーン氏は元々トリニティー・カレッジ(ダブリン大学)の経済学部教授であり、学者としての評判が高い)。その上で、レーン氏はタカ派色が強過ぎるバイトマン氏が強い反対に遭うような事態に直面した場合、二番手として有力な候補という声も一部に出ている。そうなるとドイツを「手ぶら」で済ませられない事態と考えた場合、「総裁はレーン、チーフエコノミスト担当理事はバイトマン」というシナリオもあり得る(もっともそれでドイツが納得するかどうかは別だが)。

今年 5 月 31 日に退任するコンスタンシオ副総裁の人事がこのタイミングで決まったことを踏まえれば、来年の今頃にはプラート理事の後任も決まっている公算が大きい。その結果次第では次期総裁候補者も絞られているという話になるのではないかと。極端な話、ドイツとアイルランドのうち、「チーフエコノミスト担当理事を獲得しなかった国」が総裁を射止める展開が見えてくる。なお、バイトマン氏は 1968 年 4 月生まれ(総裁就任時に 51 歳 6 か月)、レーン氏は 1969 年 8 月生まれ(総裁就任時に 50 歳 2 か月)である。歴代の総裁を振り返れば、初代となるドイセンベルク元総裁は 62 歳、第 2 代のトリシェ元総裁が 60 歳、第 3 代のドラギ総裁が 64 歳だったことを思えば大幅な若返りであり、どちらにしても史上最年少の ECB 総裁である。

ちなみに、2019 年 10 月 31 日にはドラギ総裁に加え、欧州ではもう 1 つの重要ポストが任期を迎える。それは EU の行政府である欧州委員会のトップである欧州委員長のポストであり、現在はユンケル委員長(前ルクセンブルク首相)が務める。2014 年にはメルケル独首相がオランド仏首相(当時)に対し、ラガルド IMF 専務理事を次期欧州委員長に擁立するように求めたとの報道が見られており、現在でもそのような観測はある(ラガルド専務理事当人は否定している)。欧州委員長のポストがフランスに分配された場合、これと同格のポストは ECB 総裁くらいしかないため、独仏 2 大国のバランスを図るという観点から、やはりバイトマン氏が最も妥当な選択肢になるように思われる。

～今後の政策運営に対する含意～

役員会は政策理事会の議論の準備を行い、また政策運営の結果責任を負うという役目も負っており、ECB において最も重要な意思決定機関である。現在の構成メンバーの政策スタンス(前頁表)を整理しておくるとタカ派と目されるメンバーはドイツ出身のラウテンシュレーガー理事(元ドイツ連銀副総裁)とメルシュ理事(元ルクセンブルク中銀総裁)の 2 名のみであり、残る 4 名はどちらかと言えばハト派と目される。新たな副総裁であるデギンドス氏のスタンスは判然としないが、やはりハト派寄りと見ておくのが無難なのだろう(ドイツ寄りの見方をする南欧出身者というのは稀である)。そうなると少なくとも当面は役員会のパワーバランスは変わりそうにない。

しかし、バイトマン氏が「タカ派」、レーン氏が「中立～タカ派」だとした場合、仮に両氏が総裁とチーフエコノミスト担当理事のポジションを分け合うのだとすれば、2019 年 11 月以降の新体制は現状対比でタカ派化が進むことになる。もっとも、役員会に同じ国籍の出身者は 2 名以上置けないのが不文律ゆえ、ドイツ出身のラウテンシュレーガー理事は途中退任を迫られることになる。女性であるラウテンシュレーガー理事のポストを「女性枠」と捉えた場合、現状の候補者は見当がつきにくい。ユーロ圏加盟国の中銀総裁から選ぶならばゲオルガジ・キプロス中銀総裁が唯一の女性となる。

「女性枠」ではなく「大国枠」と見ることもできる。というのも、スペインが役員会に席を確保した今、投票権の輪番制において大国として指定される 5 大国¹のうち、オランダだけが席を持たない国とな

¹ 政策理事会ではドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダの 5 か国のうち 4 か国に投票権が付与され、「付与

る。ということは女性である以前に、国籍が問題となる可能性も相応に高いように思われる。もちろん、「女性のオランダ人」で最適な候補が居ればそれで決まりかもしれない。重要なことは現在のクノット・オランダ中銀総裁のスタンスが殆どバイトマン総裁と軌を一にしていることから分かるように、オランダ出身者であればタカ派となる公算が大きい。ラウテンシュレーガー理事の後任もタカ派だと仮定するならば、やはり2019年11月以降の新体制では政策志向がタカ派に寄りやすい状況は変わらないということになる。問題はそうした役員会の「色」がどうであろうと、本当に経済・金融情勢が動揺している時には緩和策が市場から催促されるということであり、その時にタカ派主体の役員会構成は初動が遅れやすいという意味でやや不安が残るということではないかと思われる。そのように考えると、タカ派主体の役員会人事は瞬間的にはユーロ買いで反応しやすいと思われるが、将来的には為替市場から「ユーロ売り」で催促されやすい体制が仕上がるという様にも読める。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

されない国」が必ず1か国出る仕組みになっている。しかし、役員会に席があれば投票権は常時付与される。つまり、役員会に席を持たないオランダだけが大国5か国のうち、「投票券の付与されない大国」という状態になり得る。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30~31日開催分)~試される胆力~
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解~最近の相場動向について~
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか?~不穏な「第二段階」のスタート~)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感~円高はまだ始まったばかり~
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境~4年ぶりの円買い超過に~
2018年2月13日	黒田総裁続投について~「戦術」よりも「戦略」の修正を~
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」~米金利は頭打ちか、それとも続伸か~)
2018年2月1日	FOMCを受けて~パウエル新体制を待つ「茨の道」~
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検~危うい米通貨・通商政策~
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方~通貨高けん制が効かない理由~
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて~消化試合の様相~
2018年1月23日	IMF世界経済見直し修正を受けて~米国一本足打法~
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る~「カーブフラット化と株価急騰」~ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー~タカ派傾斜は心配無用~
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー~最後の展望レポート~
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場~議事要旨の強気を受けて...~)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか?
2018年1月9日	米12月雇用統計~改善が極まりつつある米経済指標~
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)~ユーロ比率は明確に反転~)
2018年1月4日	2018年の勘所~概観、注目イベント、キーワード~
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感~株価vs. 経済成長~
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検~米減税はドル買いとならず~
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて~早くも問われるAPP再延長問題~)
2017年12月14日	FOMCを受けて~パウエル議長を待つ「レールの終点」~
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?~遅くとも19年~
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境~「ねじれ」構造は健在~)
2017年12月7日	株高の真因を考える~「付加価値の取り分」という視点~
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか~残業代カットの影響について~)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検~中立金利の行方~
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について~FRBは自信喪失、ECBは内部分裂~)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7~9月期GDPを受けて~「デフレ脱却宣言」も視野?~
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境~BOE利上げの読み方~
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境~気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」~)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて~意識すべき論点~
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて~「危ない橋」を渡り続けるFRB~)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて~最もビュアな片岡委員~
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検~日米FTAと欧州政治~
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて~「弱気な強気」の正常化~
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて~増税可否、日銀人事、政策への影響~ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話~忍び寄る日米FTA~
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー~「腫れ物」を触るような正常化~
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議~最後のシヨイブレ節~
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理~何が正しくて、間違っているのか~)
2017年10月12日	FOMC議事要旨~危うい法廷弁護士のごとき政策運営~
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境~円高地合い続く~
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて~過信は禁物~
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)~APPIは「小さく減らして長く延長」が有力~)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタール・ニヤ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検~本邦政局リスクは後退~
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて~「寝た子を起こす」反対票~
2017年9月22日	週末版