

みずほマーケット・トピック(2019年7月3日)

## ラガルド ECB 総裁就任の読み方

EU 首脳会議は次期 ECB 総裁としてフランスのクリスティーヌ・ラガルド IMF 専務理事を指名することを決定。実現すれば初の女性総裁となる。これまでも欧州で高級ポストが空くたびにラガルド氏の名は挙がってきた。ECB 総裁、欧州委員長、フランス大統領...「ラガルド説」はビッグネームゆえにとりあえず挙がってくる「定番の噂」であり、本気で取り合う向きは常に少数であった。ラガルド ECB 総裁が実現するとした場合、少なくとも3つの論点がある。①初の女性総裁であること、②政治家出身であること、③中央銀行業務の経験がないことである。とりわけ6月の副総裁就任時も②が問題となっただけに、今回の決定が禍根を残す可能性はある。ラガルド氏の知名度や危機対応能力や調整能力に議論の余地がなくても、その出自と選出過程に疑義が呈される余地はある。今後への影響は軽微。総裁が代わってもユーロ圏経済に必要な成果が「金利低下とユーロ安」であることに変わりはない。政策路線が急旋回することは考えられない。

### ～「定番の噂」を覆しラガルド ECB 総裁誕生へ～

2日に開催されたEU臨時首脳会議において、EU首脳は次期ECB総裁としてフランスのクリスティーヌ・ラガルド IMF専務理事、欧州委員長にドイツのウルズラ・フォンデアライエン国防相を指名することを決定した。両ポスト共に女性が選ばれるのは初である(共に2019年10月31日に現職が任期満了)。1999年以降、ECB総裁と欧州委員長のポストをドイツとフランスで分け合うということはありそうでなかったことである。もっとも、欧州委員長については「欧州議会選挙における最大会派の推す候補から起用」という慣例に則さないこともあり、欧州議会からの賛成が得られないとの声も小さくない。そのほか、トウスクEU大統領の後任にはベルギーのシャルル・ミシェル首相、EUの外務大臣に相当する外交安全保障上級代表にはスペインのジョセップ・ボレル外務大臣が選ばれている(両ポスト共に2019年11月31日に現職が任期満了)。EUの4大高級ポストはドイツ、フランス、スペイン、ベルギーに割り振られるという絵図になった。

なかでも驚きはやはりラガルド氏の指名である。これまでも欧州で高級ポストが空くたびにラガルド氏の名は挙がってきた。ECB総裁はもちろん、欧州委員長の候補とも言われていたし、先のフランス大統領選挙でも候補に挙がっていた。「ラガルド説」はビッグネームゆえにとりあえず挙がってくる「定番の噂」であり、本気で取り合う向きは常に少数という印象があった。メルケル独首相と並んで欧州で最も有名な女性政治家がECB総裁に就くという展開は予想外の決定である。しかし、冷静に読み解いていくと今後に禍根を残しそうな決定であることも確かだろう。以下で解説する。

### ～3つの注目点:フランス人女性とECB～

ラガルド ECB 総裁が実現するとした場合、少なくとも3つの論点を指摘できる。まず初の女性総裁であること、である。欧州に限らず世界的な潮流であるが、高級ポストに女性を選任する流れは

根強い。元より ECB については正副総裁 2 名と 4 名の理事からなる執行部 (役員会) について 1 名の女性が存在したが、これで 6 名中 2 名 (33%) が女性という話になる。ちなみに 1 名の理事はドイツのラウテンシュレーガー理事であり、ここでもドイツとフランスが分け合ったかたちとなる。元より欧州議会は ECB の高官ポストに女性が少ないことに反意を示していた経緯<sup>1</sup>があり、女性候補が承認されやすいという見立てはあった。例えば、ECB は金融政策だけではなく銀行監督政策も掌握するが、このトップが単一監督メカニズム (SSM) 銀行監督委員会委員長として知られる。2014 年 11 月に SSM 初代委員長として就任したのはフランス人で女性のダニエル・ヌイ委員長である (今年 1 月 1 日をもってイタリア人のアンドレア・エンリア氏に交代)。つまり、ラガルド総裁誕生となれば、ECB 総裁と SSM 委員長という ECB の 2 大ポストをフランス人女性が経験したということになる。

ちなみに ECB 役員会は同じ国籍が重複しないという不文律がある。そのためフランス人であるラガルド氏が総裁となれば、クーレ理事も任期途中退任というのが通例となる。しかし、タイミングの良いことにクーレ理事の任期は 2019 年 12 月 31 日である。2 か月程度であれば重複を認める可能性が高いだろう。ちなみにドラギ総裁が 2011 年 11 月に就任した時はイタリア人のビーニ・スマギ理事が任期前に退任を迫られた。その代わりに入ったのがクーレ理事である。こうして見るとフランスは ECB 高官ポストについてぬかりなく人材を送り込んでいることが良く分かる。

**ECB 役員会メンバーの現状 (2019 年 7 月時点)**

ポスト	氏名	国籍	開始	終了
総裁	ドラギ	イタリア	2011年11月1日	2019年10月31日
副総裁	デギンドス	スペイン	2018年6月1日	2026年5月31日
理事 (※)	レーン	アイルランド	2011年6月1日	2027年5月31日
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
理事	クーレ	フランス	2012年1月1日	2019年12月31日
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

(資料) ECB、※はチーフエコノミスト。色付きは19年に任期が到来するポスト。

～正副総裁が政治家出身という問題も～

第二に、初の政治家出身の ECB 総裁という点は気になる。明文化されているわけではないが、やはり ECB 高官ポストに政治家出身の人物が就くことには議論がある。ちなみに今年 6 月 1 日に新たに ECB 副総裁に就任したデギンドス氏はスペインの経済・産業・競争力大臣であり、これも政治家出身であることが物議を醸した。これで正副総裁が共に政治家出身ということになるという点は密かに今回最も目を引く事実に思える。既報の通り、今回の人選にはマクロン仏大統領の意向が大きく作用したと言われている。言うまでもないが、フランスは ECB の政策運営について緩和路線にあることを支持している。既に「フランス政府の意向もありラガルド ECB 体制はハト派色が強いはず」という解説も見られており、それが事実かどうかはさておき、あまり褒められた事態ではないことは確かであろう。ラガルド氏の知名度や危機対応能力や調整能力に議論の余地はないが、その出自と選出過程に疑義が指摘されているという事実はある。なお、今年 4 月にはドラギ ECB 総裁がトランプ米大統領の FRB への政治介入を批判するということがあっただけに、ECB としては若干の「気まずさ」を覚える部分もあるのではないかと邪推してしまう。過去の ECB 総裁は全て各国中銀総裁出身者であったため、このような論点は浮上しなかった。今回の人事を読み解くポイントの 1 つだろう。

<sup>1</sup> 2012 年にルクセンブルク中央銀行のメルシュ総裁が ECB 理事に就任する際、ECB 役員会メンバーが全員男性であることを理由に欧州議会在が難色を示していたという話がある。

### ～金融政策の専門家ではない～

第三に、第二の論点ともやや被るが、金融政策の専門家ではないという点も指摘されている。周知の通り、元々、ラガルド氏は弁護士であり、その後政治家に転身、財務大臣などの要職を経験した重量級の政治家であり、中央銀行業務の経験はない。2011年6月という欧州債務危機の真っ最中にフランス財務大臣からIMF専務理事へ就任しているため有事対応の経験という意味では傑出した能力があると思われるが、実務の塊でもある平時の金融政策については周囲のサポートを要する部分も大きいだろう。この点、6月に就任したばかりのチーフエコノミストでもあるレーン理事の寄与が期待されそうであり、そうであるならば過度にハト派な政策発想にはならないという安心感もある。しかし、就任早々から市場の思惑を上手く操ったドラギ総裁のような派手なコミュニケーションを期待すべきではないかもしれない。なお、パウエルFRB議長も弁護士であり、黒田日銀総裁も司法試験に合格している。これで日米欧の中銀トップが法律の専門家という構図になる。伝来的な経済・金融理論の専門家ではなく、政治との距離感を上手く取り、調整能力を発揮できる能力の方が先進國中銀を切り盛りする上では重要になっているのかもしれない。

### ～当面の政策運営への影響をどう考えるべきか～

総裁が代わったからと言って出来るが増えるわけではない。基本的には▲0.40%の政策金利と約4.7兆ユーロにまで膨らんだバランスシートを引きずりながら、ラガルド体制も「次の一手」を練る難しさに四苦八苦するはずである。フランス政府(≡マクロン大統領)に配慮しようとしまいと、ユーロ圏が輸出主導型の成長スタイルを主としている以上、域内金利を低め誘導してユーロ安を促すというのが基本戦術になるしかない。その過程では量的緩和の再開やマイナス金利の深掘りといった思い切りも必要になるはずだ。この点、そのような方針を口にしたドラギ総裁にトランプ大統領が噛み付いたばかりであるだけに、ラガルド新総裁も同様の経験をする可能性は十分ある。目下、航空機補助金を巡って米国がEUに制裁関税を加えるというニュースが話題となっている。こうした政治対立の最中、元よりドイツを利しているECBの政策運営と共通通貨ユーロが米国の反感を買う時間帯は続くだろう。無理筋な要求が目立つトランプ大統領だが、ドイツがユーロにフリーライドしているのは一定の事実であるため、この状況が簡単に収まる目処は立たない。

上述した通り、ラガルド新総裁の下ではドラギ総裁の「マジック」とも称される派手な運営ではなく堅実でバランスの取れた動きが中心になる可能性が高い。ドラギ総裁は就任初回の会合から利下げと36か月物長期流動性供給で市場期待をけん引したが、同様の動きは難しいだろう。だが、それでもユーロ圏経済に必要な成果は「金利低下とユーロ安」であることに変わりはない。売りである「調整能力の高さ」が徐々に発揮されていけば、意思決定が早まっていく(例えば現状のようにいちいち「作業を指示した」などと宣言しない)政策運営に変わっていく可能性もあるだろう。

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](mailto: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。

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.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～裏える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいままで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄水のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～改めて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(プレジデント交渉、当面の読み方～人買戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	プレジデント、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	プレジデント交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速