

みずほマーケット・トピック(2019 年 10 月 28 日)

ドラギ総裁最後の ECB 理事会～危機の「生き字引」～

ドラギ ECB 総裁にとって最後となる政策理事会は無風で幕を閉じた。今回の会見ではやはり過去を顧みる雰囲気が強かった。中銀総裁として稀代のコミュニケーション巧者だったドラギ総裁の会見はいつも機知に富み、見ていて楽しく、筆者も 8 年間を振り返って非常に感慨深い思いがある。ドラギ総裁や 2021 年に退任が予定されるメルケル独首相は欧州危機を乗り切った生き字引のような存在であり、こうした政策当局者が徐々に表舞台から去ろうとしていることに 1 つの時代の変わり目を感じる。しかし、ラガルド新総裁もまた、生き字引の 1 人であることは頼もしい面もある。ドラギ総裁はユーロ圏に危機対応の枠組みが全くない空手(からて)の状態での危機に直面し、あらゆることをゼロベースで考える必要があった。そうした経緯を思うと、会見中に発した「諦めるな」というフレーズは本当に重いものであるように感じ、ラガルド氏へのエールにも聞こえた。簡単に今回の会見とドラギ体制を振り返っておきたい。

～ラスト・ドラギ、沢山の名場面～

10 月 24 日に開催されたドラギ ECB 総裁にとって最後となる政策理事会は無風で幕を閉じた。かつてないほどの内部分裂を招いた 9 月会合を質す記者はやはり多かったが、今回の会見では政策運営の現状や展望よりも、過去を顧みる雰囲気の方がやはり強いように感じられた。中銀総裁として稀代のコミュニケーション巧者だったドラギ総裁の会見はいつも機知に富むものであり、見ていて楽しく、筆者も 8 年間を振り返って非常に感慨深い思いがある。2014 年 7 月に発刊させて頂いた拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』では危機後のドラギ体制が新しいステージに突入していく様子をファンダメンタルズから分析した。その「日本化」問題は以後、解消されるばかりか、むしろ耳目を集めるテーマとして残存している。その後、2017 年に発刊させて頂いた拙著『ECB: 組織、戦略から銀行監督まで』ではドラギ総裁会見の名場面を振り返ることに相応の紙幅を割いた。市場参加者として名場面、見どころの多い総裁だったのは間違いない。ドラギ総裁や 2021 年に退任が予定されるメルケル独首相は欧州危機を乗り切った生き字引のような存在であり、こうした政策当局者が徐々に表舞台から去ろうとしていることに 1 つの時代の変わり目を感じる。

ドラギ総裁が着任した 2011 年 11 月、欧州債務危機は文字通り最悪の状況にあり、ギリシャ脱退を契機としたユーロ圏の崩壊・瓦解を信じる向きも相応に存在した。そこで着任後 2 回目となる 12 月 8 日の政策理事会では 36 か月物長期流動性供給(LTRO)を通じた約 1 兆ユーロの流動性供給を決定し、沈滞ムードを一変させた(ちなみに着任初回の同年 11 月 3 日の政策理事会では利下げしている)。このデビュー戦を契機にドラギマジックというフレーズが生まれた。また、2012 年 7 月のロンドンで行われた講演で「ユーロを守るためならば ECB は何でもやる用意がある(the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro)」と述べたことは、恐らく在任 8 年間で最も有名な一幕だろう。今回の記者会見でもこの頃を振り返って質問する記者もあり、この一件でユーロの

救世主となったという解釈が少なくないことを改めて会見で認識した。この「何でもやる」とのスピーチの回答が無制限の国債買い切りを謳って導入されたアウトライト・マネタリー・トランザクション(OMT)であった。実際、この OMT が欧州危機を取り巻く不穏な空気を完全に払拭したことは確かであり、ドラギ総裁自身も 2013 年 6 月 6 日の政策理事会後の会見で「OMT がもたらしたものを振り返った際、近年において採用された金融政策で恐らく最も成功を収めたと言わずにはいられない」と露骨に自画自賛している。特筆すべきは、遂にドラギ総裁の退任に至るまで OMT は 1 度も使われることは無かったという事実だろう。「抜かずの宝刀」を創り出し、市場不安を鎮静化させたことは政策の内容、導入時期、これを伝えるコミュニケーション能力、全てが折り重なった結果ではないかと思われる。確かにドラギ体制における最大の功績と言える。

～「ドラギ体制らしい」最後？～

マイナス金利や国債購入など ECB にとって初となる各種の非伝統的政策の地平を切り拓いたのもドラギ体制だった。必ず「次の一手」に対するヒントフレーズを使い、コンセンサスを重視した前任のトリシェ元総裁と比べ、機動性を重視し多数決で局面を開拓しようとする攻撃的な一面がドラギ体制の特徴でもあったように思われる。それだけに 9 月会合で多くの反対を押し切って量的緩和(QE、厳密には拡大資産購入プログラム(APP))の再稼働を決定し、政策理事会にかつてないほどの亀裂を与えたまま総裁職を退くことになったことは、「ドラギ体制らしい」最後だったとも言える。今回、1 人目の質問者からは「仲違いが明るみに出て(総裁職の最後が)汚された(tarnished)と感じているか」との声も上がった。もちろん、答えは「No」であり、あくまで議論の末の意見の相違であって、そのようなことが公になること自体は今回が特別初めてなことではないとドラギ総裁は整理してみせている。また、9 月に反対したメンバーからも結束(unity)を求める声上がり、別の反対したメンバーからは「過去は水に流そう(Bygones are bygones)」との声も上がったという。確かにそれは事実なのかもしれないが、会見の場で総裁が分裂を公言するわけにはいかず本音では思う所もあろう。

～在任中の回顧:誇りと後悔～

今回の会見ではやはり思い出を語らせようとする質問が目立った。例えば在任中の政策運営について「何を後悔し、何を誇りに思っているか」といった最終回ならではの質問がみられた。「一番悔いに残ること(biggest regret)は何ですか」と問われたドラギ総裁は「私は変えられないことには注力せず、これから成し遂げられることにしか注力しない(I always focus on things that can be done, not things that you can't change)」と一蹴しているが、別の記者が今年 5 月末に退任したプラート ECB 理事(チーフエコノミスト)が正常化を成し遂げられなかったことに遺憾の意を表明していたことを引用し、同じ状況にあるドラギ総裁はどう思うかと尋ねた時にはやや残念そうな様子も見受けられた。やはり 2017 年以降で進めてきた正常化プロセスが状況の急変によって再修正せざるを得なかったことは思い残すことがあろう。結局、2011 年 11 月に着任して以降、2017～18 年という一時的な時期を除けば、ドラギ総裁は基本的に危機対応に迫られ、そのまま退任を迎えることになった。

また、そのことが緩和策に必要性を感じないドイツとの溝を作り、その溝は 8 年間で結局埋まることは無く、深く、広がるばかりだった。振り返れば、ウェーバー元独連銀総裁にシュタルク元 ECB 理事、そして今月末で退任するラウテンシュレーガー ECB 理事など、ドラギ体制で導入された緩和策

に抗議して途中辞任した(と言われる)ドイツ人高官はこの 10 年で 3 人もいる。金融市場では大騒ぎされていないものの、任期 8 年の役職でこのようなことが起きているのは、やはり異様であり、ドラギ総裁とドイツ人高官の間には常に難しい事情が横たわっていた。今回の会見でも「ようやくドイツ(フランクフルト)を出られるが、辛辣な意見を向けてきたドイツに何か最後に一言言うことはありますか」との質問が出たくらいだ。しかし、ドラギ総裁からすれば「時代が悪かった」という思いもあろう。誰が総裁になろうと、ECB では南欧を中心として緩和を求める「数の力」には勝てなかったはずだ。そうした無理を通してきたにも拘らず、ECB が重視してきた市場ベースのインフレ期待が完全に腰折れしてしまったまま退任することは、口に出さないまでも、無念に思うところであろう(図)。



片や、「後悔はないとのことですが、誇りに思うことを 1 つ教えてくださいませんか」との質問には「特にこれといったことはないが、もし 1 つだけ誇りに思うことがあるとすれば、政策理事会と私自身が常時、責務(mandate)を追求してきたことは誇りに思う。これは我々が集団として本当に、本当に誇りにに思っている。決して諦めないこと(never give up)。これがある意味で我々の財産(legacy)の一部だ」と熱っぽく語っている。今回の政策理事会について主要メディアのヘッドラインにも「諦めるな」が使われていた。最後の記者会見における一番の見どころだったかもしれない。

ちなみに今会合は議論へ参加しなかったものの、次期総裁であるラガルド氏が政策理事会に出席していた。彼女への助言をあるかと尋ねる記者も現れ、とりわけ(ドラギ総裁のようにならないように)ドイツに配慮すべきだと思うかと踏み込んだ質問も見られた。これに対しては「必要ない。彼女はやらねばならぬことを完璧に理解している」とここの言質を与えることはなかった。

～「妻に聞いて」、ドラギ総裁らしい一幕～

ECB 総裁退任後について尋ねる質問も複数見られた。ドラギ総裁の実績とタレント性を考えれば当然関心の高いところであり、一時はラガルド氏とのスイッチ人事(つまりラガルド ECB 総裁、ドラギ IMF 専務理事という人事)という観測もあった。この点、前任のトリシェ元 ECB 総裁は退任時、「4 人の子供がいるので、彼らの面倒を見て、詩でも読みたい」と述べたことや、ラガルド氏の場合は IMF 専務理事の退任時に「おばあちゃんになる(I will be a grandmother)」と述べたことが引き合いに出され、将来はどうするのかという質問がやはり出た。実際、ドラギ総裁に関してはイタリア大統領を筆頭に母国での政治的ポストに任用される可能性が噂されている。しかし、ドラギ総裁は「分からない。詳しい話は妻に聞いてくれ。妻の方がよく知っているだろう」と答えをはぐらかした。この辺り、常にユーモアを織り交ぜようとする「ドラギらしさ」が最後まで滲み出ていた会見だったように感じられた。

いずれにせよ機知に富み、市場期待と向き合ってきたドラギ総裁の抜けた穴は小さいものではなく、まずはその政策運営が作った大きな「溝」をラガルド新総裁がどのように埋めて行くのかが注目される。元より調整能力に定評があるだけにこのタイミングでの登板は最善なのかもしれない。ラガ

ルド氏も、また、冒頭で述べたドラギ総裁やメルケル独首相と同様、IMF のトップとして「欧州危機を乗り切った政策当局者」の 1 人であり、危機の生き字引である。その意味でドラギ総裁とは同格の人選と見ることもできる。ラガルド体制の見どころは別途、論じたい。とにかくドラギ総裁はユーロ圏に危機対応の枠組みが全くない空手(からて)の状態で金融危機や債務危機に直面し、あらゆることをゼロベースで考えねばならなかった。そのような経緯を思うと、会見中に発した「諦めるな」というフレーズは本当に重いものであるように感じた。ラガルド氏へのエールでもあったかもしれない。いずれにせよドラギ総裁に対しては、本当にお疲れさまでした、と言いたい気持ちである。

市場営業部
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。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	プレグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのIS/バランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は半分変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
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値ではなく金利～
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～衰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	プレグジット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」が買えない状況