

みずほマーケット・トピック(2019年10月30日)

ラガルド新 ECB 総裁を巡る 3 つの論点

2019年11月1日、クリスティーヌ・ラガルド元 IMF 専務理事が ECB の新総裁に就任する。ECB としては史上初の女性総裁だ。この節目を捉え、今後 ECB において話題となりそうな論点を整理しておきたい。大まかに①ECB の目標設定見直し、②「次の一手」は何か、③内部分裂をまとめられるか、である。①ECB の目標設定見直しは恐らくラガルド体制が最初に着手する大事業になると考えられる。既に現状の ECB では物価目標の非対称性を想起させる「中期的に 2%未満であるがその近辺」という物価安定の定義を問題視している雰囲気がある。物価安定の定義は組織のミッションに係る重要な論点であり、入念な議論を経て、その修正が行われるだろう。これは 03 年以来の動きだ。こうした論点を中・長期的な論点とすれば、残り 2 点(②と③)は、短期的な論点である。特に③の状況が気掛かりだが、欧州債務危機を IMF 専務理事として乗り切ったラガルド総裁は調整能力に長けているとの人物評が多い。その意味で壊れかけた政策理事会にとっては最も必要なタイミングで最も必要な人材が投入されたと見ることもできる。

～ラガルド新 ECB 総裁を巡る 3 つの論点～

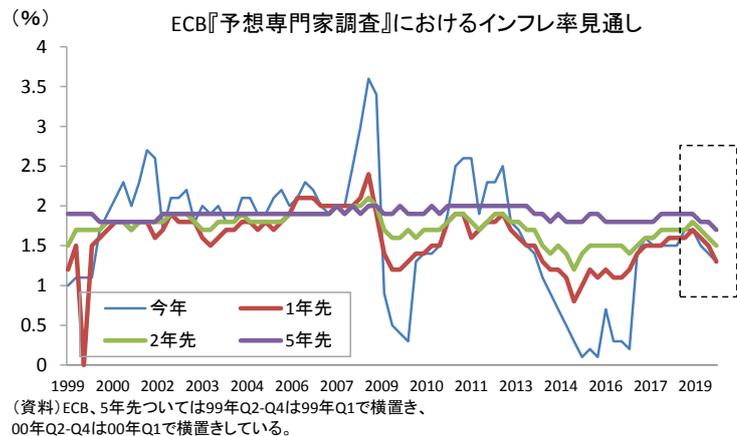
明後日となる 2019 年 11 月 1 日、フランス人のクリスティーヌ・ラガルド元 IMF 専務理事が ECB の新総裁に就任する。ECB としては史上初の女性総裁となる。これまでも欧州で高級ポストが空くたびにラガルド氏の名は挙がっており、欧州委員長やフランス大統領の候補として名が挙がったこともある。「ラガルド説」はビッグネームゆえにとりあえず挙がってくる「定番の噂」だったが、遂に現実になったというところである。本欄ではラガルド総裁就任の節目を捉え、今後 ECB に絡んで話題となりそうな論点を 3 つほど挙げておきたい。大まかに①ECB の目標設定見直し、②「次の一手」は何か、③内部分裂をまとめられるか、である。

～①ECB の目標設定見直しについて～

まず、①ECB の目標設定見直しは地味ながら非常に重要な論点であり、恐らくラガルド体制が最初に着手する大事業になると考えられる。現在の ECB の物価安定の定義は「中期的に 2%未満であるがその近辺(below, but close to, 2% over the medium term)」であり、このフレーズは市場参加者の中では比較的有名なものとして知られている。これは色々解釈のあるフレーズだが、「2%未満であるがその近辺」と「2%」よりもやや控えめな表現にしていることがポイントである。この背景にはあくまで「物価は上昇するもの」という警戒感がある。金融危機前の世界ではこうした問題意識がマッチする状況が確かにあった。だが、周知の通り、今や先進国を中心として「物価はなかなか上昇しないもの」という問題意識に切り替わりつつある。物価を「2%未満であるがその近辺」に抑制しようというような表現は時代に即しているとはいいたいだろう。

とりわけ過去 5 年においてユーロ圏では「日本化」というフレーズが跋扈するようになっており、

「上がらない物価」が大きなテーマとなっている。インフレ率に関し、「実績」の冴えない動きも続いているが、特に悲惨なのはインフレ「期待」の動きである。ECBはインフレ期待を捕捉する指標として伝統的に5年先5年物ブレイク・イーブン・フォワードレート(5年先5年物BEI)に注目しているが、再三の緩和策にも拘らず浮揚のきっかけが掴めていない。ECBはそのような表現を嫌うがもはや腰折れしたといっても差し支えないだろう。ちなみにこうした市場ベースのインフレ期待のみならず(図・上)、調査ベースのインフレ期待も屈折し始めていることが現在のECBでは問題になっている(この点はドラギ総裁が会見で何度か言及している)。確かにECBが四半期に一度公表する『予想専門家調査(Survey of Professional Forecasters)』によれば、やはり2013年以降、比較的安定推移する傾向の強い5年先のインフレ期待を含め、明らかに変調が生じている様子が窺える(図・下)。5年先のインフレ期待に関し連続的な起伏が生じるのは金融危機や欧州債務危機を巡る緊張がピークを迎えていた2007~2010年以來である。



2%未満に照準を当てるような現状の物価安定の定義では、あたかも「インフレ率が2%に接近してきた場合、これを上限と見なして金融引き締めへ転じる」という印象を持たれかねない。その一方で、2%を下回る局面ではこれを容認するような印象も持たれる可能性が残る。こうした「2%」を挟んだ非対称性こそ、ユーロ圏のインフレ期待を下振れさせている一因ではないかというのが今年に入ってからECBが最も気にしている論点の1つである。この点、ドラギECB総裁は6月に開催されたECB年次総会場で「物価目標の対称性を明確化すること(clarifying the symmetry of our aim)」の重要性に言及し、その後の政策理事会でも、あくまでECBは物価目標に関して対称性を意識していると強調している。だが、肝心要の物価安定の定義が「2%未満であるがその近辺」との表現で据え置かれているため、ここにコミュニケーションの混線が生じやすい状況が放置されているのだ。

かかる状況下、ラガルド体制ではいよいよ「中期的に2%未満であるがその近辺」を修正する作業に入る可能性がある。ECBが現行表現に修正したのは2003年5月8日の政策理事会であり、これも金融政策戦略の徹底的な評価(a thorough evaluation)を行った上での決断だった。今回も修正をするのであれば、相応の作業と時間を要するだろう。物価安定の定義は組織のミッションに係る重要な論点であるため、軽々に変えるわけにはいかないのである。だからこそ、終わりの近いドラギ体制では玉虫色の対応で乗り切り、ラガルド体制に託したのだと考えられる。ラガルド総裁を待

ち受ける最も重要な作業の 1 つと筆者は見ている。

～②「次の一手」は何か～

上記の議論を中・長期的な論点とすれば、残り 2 点は、短期的な論点だ。市場参加者の関心が高いのは②「次の一手」は何かだろう。とりわけ政策金利と量的緩和(QE)の行方には注目が集まる。まずは政策金利。本稿執筆時点で ECB の政策金利である預金ファシリティ金利は▲0.50%まで引き下げられている。同時に「所要準備の 6 倍までの残高」についてはマイナス金利の適用除外とする階層化システムも導入しており、マイナス金利が銀行部門にもたらす副作用の軽減にも配慮して見せた。この階層化システム導入によって、ECB はさらなる利下げ余地を確保できたとの論評は多く、追加利下げを見込む向きもある。率直に言って「利下げの影響を押さえながら利下げする」という政策に(通貨安以外の)どういった積極的な意味があるのか筆者には分からないが、世界的にこのような流れになってきているのは確かであり、スイスも同様の動きを見せている。そのほかにもデンマークやスウェーデンなど、マイナス金利の先進地域である欧州では抵抗なくこのような政策が取り続ける可能性がある。

一方、拡大資産購入プログラム(APP)は 9 月 12 日の政策理事会で、大方の予想を裏切って再稼働が決定された(これがかつてないほどの内部分裂を招いていることは後述する)。本稿執筆時点では 11 月 1 日以降、次の利上げが行われる直前まで月間 200 億ユーロのペースで実施されることになっている。2018 年 12 月に終了させてから僅か 11 か月で再稼働に踏み切っている。しかし、主要な加盟国の国債の多くがマイナス圏に水没している以上、「量」を追求し続けるには、購入ルールの本質的な見直しが必要になるだろう。なお、同日の政策理事会では、APP 再稼働のほか、追加利下げ、階層化システム導入、ターゲット型長期流動性供給第 3 弾(TLTRO3)の基準緩和など、多くのカードを「全部出し」して見せた。これはドラギ総裁がラガルド新総裁を慮って「先に決めてあげた」という見立てが多い。市場参加者もこれを認識しており、もはや ECB は手を出し尽くしてしまったとの見立ては多い。結果的に、ラガルド体制に対し「次は何が出来るのか」という要らぬ視線が残ってしまった印象もあり、ドラギ体制によるやや過保護な対応だったようにも感じられる。

～③内部分裂～

この過保護な対応が深刻な③内部分裂を引き起こしており、ラガルド総裁はいきなり政策理事会が不和を抱えた状態から運営を切り盛りすることになる。9 月 25 日、ECB はドイツ出身のラウテンシュレーガー理事が 2022 年 1 月の任期満了を待たず、10 月末に退任すると発表した。理由は明らかにされていないが、無理やり APP の再稼働に踏み切ったことへの抗議辞任と解釈する向きが多い。こうした抗議辞任に象徴される「ドイツの乱」は最近 10 年では 3 回目であり、2011 年 9 月にはシュタルク理事が証券市場プログラム(SMP)再開へ抗議辞任し、その 7 か月前の同年 2 月にはウェーバー独連銀総裁(当時)も同様の理由で任期途中での辞任を表明した。

ラウテンシュレーガー理事の辞任が今後の政策運営を左右することはないだろうが、その影響は小さいものでもないと考えられる。確かに、2011 年にシュタルク理事やウェーバー総裁が辞任した際、政策運営に大きな影響は見られなかった。しかし、これは欧州債務危機の最中でドイツだけが孤立していたからである。追従するものがなければ影響は小さい。だが、現状はフランス、オランダ、

オーストリア、エストニアなどのメンバーも反対に回っていると言われている。それでも南欧を中心とする「数の力」には劣るが、ドイツだけが孤立していた過去の分裂よりも危機感を持って接する事態になっている可能性は高い。かかる状況下、ラガルド新総裁はドラギ総裁がやっていたような「迅速性を重視し多数決で突破」というような政策運営はやりにくくなっていると予想される。

市場の耳目を集めやすい派手な立ち回りは当面、ラガルド体制の下では控えられる可能性が高い。しかし、欧州債務危機を IMF 専務理事として乗り切ったラガルド総裁は調整能力に長けているとの人物評が多く見られる。その意味で壊れかけた政策理事会にとっては最も必要なタイミングで最も必要な人材が投入されたと見ることもできるかもしれない。まずはデビュー戦となる 12 月 12 日の政策理事会の記者会見が今から楽しみである。

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29日	円安リスクの点検 - 欧州・中国の復調はあるか? -
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」 -
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月乗り切ると日銀の難局は続く -)
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政策理事会レビュー - APP再開は困難だが、露払いはしたいところ -)
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との関係 - 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リバランス効果
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 - 下期以降の景色は大きく変わりそう -)
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」
2019年7月22日	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19日	ECB政策理事会レビュー - 「目標見直し」は大事業 -
2019年7月18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17日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月16日	株安を伴ったドル/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/円相場との関係 - 「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 -