

2026 年 10 月 30 日

## ラガルド総裁下のECBを振り返る

～金融政策の専門家ではない総裁の実績～

経済調査部 首席エコノミスト 田中 理

(Tel : 050-5474-7494)

### (要旨)

- 欧州中央銀行（E C B）のラガルド総裁が 2027 年 2 月 7 日付での早期退任を表明した。2019 年 11 月の就任以来、コロナ危機、歴史的な物価高、地政学的な緊張など、相次ぐ危機への対応を迫られた。コロナ危機では大胆な資産買い入れと流動性供給を通じて金融市場を安定させ、その後の急速な金融引き締め局面でもユーロ圏内の市場分断を防ぐ新たな政策手段を整備した。一方、インフレの持続性を見誤り、利上げへの転換が遅れたことは厳しい評価に晒される。
- 政策運営ではドラギ前総裁の強力なトップダウン型のリーダーシップとは対照的に、理事会内の合意形成を重視した。一般市民に対する情報発信を刷新し、気候変動やジェンダー平等などにも取り組んだが、中央銀行の役割拡大には賛否がある。市場との対話は就任当初の失敗から改善したものの、E C B 職員からの信頼は低迷した。危機対応と制度改革に成果を残す一方、政策判断と組織運営には課題が残った。

### ■約7年間のECB運営に幕

欧州中央銀行（E C B）のラガルド総裁は 10 月 29 日、2027 年 2 月 7 日付で退任することを発表した。本来の任期満了である 2027 年 10 月末より約 9 ヶ月早い退任となる。ダボス会議を主催する世界経済フォーラム（W E F）への転出が取り沙汰されているほか、中央銀行総裁という立場では発言できない政治・社会問題について自由に意見を表明したいとの考えを示している。また、2027 年春のフランス大統領選挙を前に後任人事を決められることも、早期退任の政治的な意味として注目される。ただし、E C B は公式発表で退任理由を明らかにしていない。

ラガルド氏は 2019 年 11 月、ドラギ前総裁の後任として就任した。企業買収、競争法、労働法などを専門とする弁護士出身で、国際的な法律事務所のトップとして多国籍の専門家組織を率いた。その後、フランス政界入りし、通商担当相、農業・漁業相、財務相を経て、2011 年に国際通貨基金（I M F）の専務理事に就任した。経済学者や中央銀行出身者が多い中銀トップとしては異色の総裁で、法律事務所の経営や政府・国際機関で培った交渉力と組織運営の経験は、E C B の理事会内の合意形成を重視する政策運営にも活かされたと考えられる。

---

そのラガルド総裁の下で、E C Bは次々と危機に直面した。就任から僅か4ヶ月後には新型コロナウイルスの感染拡大によって経済活動が全面的に停止し、ユーロ圏の金融市場も混乱した。その後、世界的な供給制約やエネルギー価格の高騰を背景にインフレが急加速し、E C Bは長年続けてきた超金融緩和政策から急速な金融引き締めへの転換を迫られた。さらに、インフレ沈静化を受けた利下げ局面を経て、2026年には中東情勢悪化に伴うエネルギー高が再びインフレ圧力を強め、6月と9月には利上げを再開した。

こうした異例の環境下での金融政策を振り返ると、ラガルド総裁には評価すべき実績と、時に厳しい批判に晒される政策判断の双方がある。加えて、金融政策そのものだけでなく、理事会内の合意形成や一般市民への情報発信のあり方を変えようとしたことも、同総裁の特徴だった。

## ■コロナ危機で大胆な対応

ラガルド総裁の危機対応能力が最初に試されたのは、2020年春のコロナ危機だった。感染拡大によって経済活動が急速に縮小し、財政基盤の弱い南欧諸国を中心に国債利回りが急上昇した。金融市場の混乱が銀行の資金調達や企業・家計への融資に波及し、実体経済の落ち込みを一段と深刻化させることが懸念された。

こうした事態に直面したE C Bは同年3月、パンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）を開始した。当初7500億ユーロだった資産買い入れ枠は、その後1兆8500億ユーロまで拡大された。従来の資産買い入れプログラムよりも購入時期や国別配分に柔軟性を持たせ、国債市場の混乱が深刻化した加盟国を機動的に支えることを可能とした。

同時に、銀行向けの資金供給オペも大幅に拡充・柔軟化した。貸出実績に応じて有利な条件で長期資金を供給するオペ（TLTROⅢ）の条件を緩和し、一定の貸出基準を満たした銀行には最大でマイナス1%の金利を適用した。これは銀行がE C Bから資金を借り入れる際に、利子を受け取ることを意味する。さらに、パンデミック緊急長期資金供給オペ（PELTRO）を新設し、貸出実績の条件を伴わない長期資金供給を実施した。また、通常の長期資金供給オペ（LTRO）も追加することで、銀行の流動性確保に万全を期した。

資金供給オペの利用を促すため、E C Bは適格担保基準も大幅に緩和した。銀行が中央銀行から資金を借り入れる際に差し入れる担保について、中小企業向け融資や政府保証付き融資などの受け入れ範囲を拡大したほか、担保価値の評価に用いる掛け目を緩和した。また、ギリシャ国債について通常の信用格付け要件を免除し、コロナ危機に伴う格下げによって既存の担保が利用できなくなる事態を防ぐ措置も導入した。これにより、銀行が担保不足によって中央銀行からの資金調達を制約され、企業や家計への融資を縮小する悪循環を防ぐことを目指した。

このように、E C Bのコロナ危機対応は、国債購入によって金融市場を安定させるとともに、潤沢で有利な条件の資金供給と担保基準の柔軟化によって銀行の信用仲介機能を支えるものだった。その迅速な対応は、各国の財政政策による企業・家計支援と相俟って、経済活動の停止が金融危機へと発展することを防ぐうえで重要な役割を果たした。

---

## ■歴史的なインフレへの初動の遅れは最大の失点

金融政策面での厳しい評価を受けるのは、2021年からの物価高を当初は一時的な現象と判断し、利上げ開始が遅れたことだろう。ECBはエネルギー価格の上昇や供給制約の影響が次第に薄れれば、物価上昇率も低下すると想定していた。長年デシインフレに直面してきたことや、異例のマイナス金利からの政策転換であったことも、ECBの初動を遅らせることにつながったと考えられる。しかし、インフレ圧力は食品やサービスなど幅広い品目に広がり、2022年10月にはユーロ圏の消費者物価の上昇率が前年比で+10.6%に加速した。

米連邦準備制度理事会（FRB）が2022年3月に利上げを開始したのに対し、ECBの利上げ開始は同年7月までずれ込んだ。その後は急速な引き締めを迫られ、利上げ開始前にマイナス圏にあった下限の政策金利（預金ファシリティ金利）は2023年9月までに4.0%に引き上げた。2024年6月からは利下げに転じ、2025年にはインフレ率が概ね2%近辺まで低下した。

初動の遅れがその後の物価高を招いた面もあるが、インフレ高進の主因はエネルギー価格や供給制約など金融政策では直接制御できない要因だった。それでも、一時的な供給ショックが持続的なインフレへと変化するリスクを十分に捉えられなかったことは、厳しい評価に晒される。その後、深刻な景気後退を回避しながらインフレを沈静化させたことは成果と言えるが、そこではエネルギー価格の沈静化や供給制約の解消も大きく寄与した。金融引き締めだけで物価安定を回復したわけではない。

2026年には中東情勢悪化でインフレ圧力が再燃しており、ECBは再び利上げを開始した。一方、フランスなどの財政不安によって長期金利が上昇し、金融環境が引き締まっている。追加利上げの必要性和金融市場の安定への配慮をどう両立させるかが、退任までの重要な課題となる。

## ■理事会内の合意形成を重視

ラガルド総裁の政策運営で特筆されるのは、理事会内の合意形成を重視したことだろう。ドラギ前総裁は、巧みな市場対話と迅速な政策決定を特徴とした。2012年7月の「ユーロ防衛に必要なあらゆる措置を行う」発言は、事前に理事会の承認を得た発言ではなかったとされる。その後に導入された国債購入策（OMT）に対しては、ドイツ連邦銀行のワイトマン総裁が反対した。また、2019年9月に資産購入の再開を決定した際も、ドイツやフランスなどの中央銀行関係者から強い反対があった。ドラギ総裁は、理事会内の意見対立が残る場合でも、総裁主導で政策の方向性を決めることがあった。こうした決断力は欧州債務危機を乗り切るうえで重要だったが、理事会内の対立を深める側面もあった。

これに対して、ラガルド総裁は各国中央銀行総裁が意見を述べる機会を増やし、異なる見解を調整しながら政策決定を進めることを重視した。欧州債務危機時のフランス財務相やIMF専務理事として培った政治的な調整能力を生かした運営スタイルと言える。ユーロ圏は経済規模や財政事情、インフレに対する考え方が異なる国々で構成されており、政策決定に対する幅広い支持を確保することに重要な意味がある。

しかも、合意形成を重視しながら、コロナ危機時の迅速な政策対応や、新たな市場安定化策と

---

---

して伝達保護措置（T P I）を創設するなど、時に大胆な政策決定をした。T P Iは、金融政策の適切な波及を妨げる不当で無秩序な市場の動きに対し、一定の条件下で特定国の国債を購入する仕組みで、イタリアの国債利回りの急騰に対応する形で2022年に創設された。実際の発動実績がないため効果の検証は難しいものの、金融引き締めと国債市場の安定を両立させるための制度整備となった。

一方で、コンセンサスを重視する理事会運営は政策転換を遅らせる危険もある。2021～22年のインフレ対応の遅れについては、物価判断を見誤ったことに加え、理事会内の意見調整がどの程度影響したかも検証する必要がある。

### ■市場対話は初期の失敗から改善

ラガルド総裁は、就任当初から金融政策の専門家ではないことが懸念されてきた。法律家出身で、財務相やIMFの専務理事として豊富な経験を持つ一方、中央銀行での勤務経験はなく、経済学や金融政策の専門家として知られたドラギ前総裁とは対照的だった。

こうした懸念が現実化したのが、2020年3月のコロナ危機時の記者会見だった。感染拡大による市場の混乱でイタリアなど南欧諸国の国債利回りが急上昇するなか、ラガルド総裁は「ECBは国債利回り格差を縮小するために存在するわけではない」と発言した。これが南欧諸国の国債市場を支える意思がないとのメッセージとして受け止められ、イタリア国債が急落し、ドイツ国債との利回り格差が急拡大した。ユーロ圏内の金融市場の分断を防ぐことがECBの重要な役割であるにもかかわらず、市場の不安を増幅させる不用意な発言となった。ECBはその6日後にPEPPを導入して市場の安定化に動いたが、この一件はラガルド総裁が就任当初、金融市場との対話に十分習熟していなかったことを印象づけた。

その後、ラガルド総裁は市場との対話のあり方を見直し、政策の予見可能性と柔軟性の両立に努めた。2021～22年にはインフレの持続性を見誤り、利上げ開始が当初の説明より大幅に早まるなど、政策メッセージの信頼性を損ねる場面もあった。しかし、2024年6月の利下げ開始に際しては、事前に理事会メンバーが政策転換の方向性を示すことで、市場の期待形成を促し、大きな混乱なく利下げに踏み切った。その後は、経済指標に基づいて会合ごとに政策を判断し、将来の金利経路を事前に約束しない姿勢を徹底した。利下げの方向性を市場に伝えながらも、具体的な時期やペースには柔軟性を残すことで、経済情勢の変化に応じた政策運営を可能にした。金融政策の専門家ではないという弱点を、レーン・チーフエコノミストやシュナーベル理事などの専門家との役割分担によって補い、総裁個人の強い発信力に依存するドラギ前総裁とは異なる市場対話の手法を確立していった。

### ■情報発信を刷新

ラガルド総裁のもう一つの特徴は、金融市場や専門家だけでなく、一般市民に向けた情報発信を重視したことである。ドラギ総裁時代のECBは、マイナス金利や大規模な国債購入によってデフレ回避と景気回復を目指した。だが、金利低下がとりわけ著しかったドイツでは、預金金利

---

---

の低下が年金生活者の利息収入を減らしているとの批判が強まった。ECBの物価安定が家計や企業に利益をもたらすことを十分に理解してもらえず、中央銀行と一般市民との間には溝が広がった。2015年4月には、理事会後の記者会見に活動家が乱入し、ECBの民主的正統性などに抗議し、紙吹雪をまき散らす事件も起きた。中央銀行への不信を象徴する出来事となった。

ラガルド総裁は、中央銀行の独立性を維持するためにも、金融政策に対する市民の理解と信頼が欠かせないと考え、情報発信の改革に取り組んだ。2020～21年に行った金融政策の包括的な戦略検証では、「ECB Listens」と呼ばれる市民との対話を実施した。市民団体や労働組合、企業関係者などから直接意見を聞くとともに、オンラインでも幅広い意見を集めた。物価高や住宅費、雇用不安など、中央銀行の政策が人々の日常生活に与える影響を把握しようとした。

2021年以降は金融政策声明を短く分かりやすい文章に改め、図解を用いた説明資料も提供するようになった。専門家向けの難解な説明に偏りがちだった中央銀行の情報発信を、一般市民にも理解できるものへと変えようとしたことは重要な取り組みである。ただし、政策の説明が分かりやすくなったことと、市民からの信頼が回復したことは必ずしも同じではない。情報発信の刷新は評価できるものの、その成果には限界もあった。

## ■グリーンやジェンダーにも注力、中央銀行の役割拡大には賛否

ラガルド総裁は、物価安定という伝統的な金融政策の枠組みには直接収まらない気候変動やジェンダー平等、多様性の推進などにも積極的に取り組んだ。2021年の包括的な戦略検証では、気候変動が物価や経済、金融システムに及ぼす影響を政策分析に取り込む方針を打ち出した。その後、金融機関の気候関連リスクの監督を強化したほか、企業の社債購入や適格担保の評価にも気候変動リスクを反映する取り組みを進めた。

気候変動による自然災害やエネルギー供給の混乱は物価や経済活動に影響し、脱炭素化の進展も企業の信用力や資産価値を変化させる。こうしたリスクを金融政策や金融監督に取り込むことには合理性がある。一方、特定の企業や産業に有利な資金配分を行うことには慎重論もある。気候変動リスクを適切に管理することと、中央銀行が積極的に脱炭素化を誘導することは必ずしも同じではない。環境政策は本来、民主的な責任を負う政府や議会が担うべき分野であり、中央銀行が独自に政策目標を拡大すれば、金融政策の中立性や独立性を損なう懸念がある。

ラガルド総裁はECB内のジェンダー平等や多様性の推進にも力を注いだ。女性職員の採用・昇進に数値目標を設け、管理職への登用を促進した。多様な人材活用は組織の意思決定の質を高めるうえで意義があるものの、採用や昇進の公平性、能力主義との両立が求められる。実際、ECB職員の間では人事制度の透明性に対する不満も根強かった。

ラガルド総裁の取り組みは、社会の変化に対応する中央銀行のあり方を模索したものと言えるが、物価安定という本来の使命との整合性をどう確保するか、どこまでの役割を独立した中央銀行が担うべきかという課題も残した。

## ■職員からの信頼は低迷

---

---

政策理事会内の合意形成や一般市民との対話を重視した一方で、ECBの一般職員との信頼関係には課題を残した。ECB職員の労働組合が実施した2024年の調査では、回答者の53.5%がラガルド総裁をECBのトップとして適任ではないと評価した。2025年の調査でも、総裁への信頼が「低い」または「全くない」と答えた割合は57.1%に達した。不満の背景には、物価高に見合わない賃上げ、雇用の不安定さ、人事・昇進制度の不透明さ、職場でのストレスなどがあった。また、金融政策の専門家としての経験がないことやインフレ対応の遅れに対する批判もあった。

ラガルド総裁は、ECBの政策決定や情報発信のあり方を変えることに力を注いだ。一般職員を含む内部組織のマネジメントには課題を残したと言えよう。もっとも、これらの問題の多くはラガルド総裁の就任以前から存在していた。また、組合調査は回答者の選択による偏りなどがあるため、ECB職員全体の評価と同一視することはできない。ECB自身の調査では、組織への帰属意識や仕事への誇りを持つ職員の割合は高かった。

### ■残された課題は新総裁に

ラガルド総裁の在任期間を振り返ると、コロナ危機への包括的な金融政策対応、国債市場の分断を防ぐTPIの創設、歴史的な物価高に対応した金融引き締め、政策理事会内の合意形成、市民に向けた情報発信の刷新など、様々な変化があった。一方、インフレへの初動対応が遅れたことや、一部の発言が金融市場の混乱を招いたこと、一般職員の信頼を十分に得られなかったことは課題として残る。気候変動やジェンダー平等への取り組みについても、中央銀行の社会的な役割を広げたと評価する声がある一方、金融政策の本来の使命や独立性との関係を問う声がある。

ドラギ前総裁が強力なリーダーシップと巧みな市場対話で欧州債務危機を乗り切ったのに対し、ラガルド総裁は理事会内の幅広い合意と一般市民の理解に支えられたECB運営への転換を目指そうとした。自身が金融政策の専門家ではないという弱点を、専門家との役割分担や調整能力によって補いながら、組織として政策判断を下す姿勢を重視したと言える。ただし、合意形成を重視する政策運営が常に最適とは限らない。政策判断の遅れを防ぎ、必要な局面では市場に明確なメッセージを発することも不可欠である。また、社会に開かれた中央銀行を目指すのであれば、一般市民だけでなく、職員との信頼関係を築くことも求められる。

後継総裁の選定も本格化する。コスタ欧州理事会議長はラガルド総裁の退任表明を受け、直ちに後任の選定手続きを開始すると発表した。有力候補には、オランダ中銀前総裁のクノット氏と、スペイン中銀前総裁で現在は国際決済銀行（BIS）総支配人を務めるデコス氏の名前が挙がっている。いずれも中央銀行での豊富な経験を持つ金融政策の専門家である。2027年にはシュナーベル理事やレーン理事の交代も予定されており、複数の重要ポストを巡る人事調整が進むとみられる。

次期総裁が引き継ぐ環境は容易ではない。足許では、エネルギー価格の上昇によるインフレ懸念の再燃と、フランスの財政・政治リスクを背景に長期金利の上昇が同時に進んでいる。ECBは物価安定のための金融引き締めを進めつつ、各国の国債市場が分断される事態を防がなければならない。ラガルド総裁時代に整備された危機対応の制度も活用し、必要な局面では迅速な政策

---

---

判断を下せるか。金融政策の専門性、決断力、調整力、そして市民や職員との信頼関係をいかに両立させるかが、次期 E C B 総裁に問われることになる。

以 上