

鬼の居ぬ間に量的緩和

発表日：2014年9月9日(火)

～輪番制導入でドイツ外し？～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

- ◇ ECBは来年1月から金融政策決定の輪番制を開始する。第1グループを構成するドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダの5ヶ国の中銀総裁が4つの投票権を分け合い、第2グループを構成する残り14ヶ国の中銀総裁が11の投票権を分け合い、各グループ内で輪番で投票する。投票の順番はまだ公表されていないが、各国中銀総裁は来年中に少なくとも1回は投票権を持たない計算となる。
- ◇ 追加緩和のオプションを使い果たしたECBは、期待インフレ率のさらなる低下などに見舞われれば、国債購入を含む本格的な量的緩和を開始する以外に道がなくなる。ドイツ連銀総裁の反対はECBの政策決定を必ずしも妨げるものではないが、市場参加者の間でドイツ連銀総裁が投票権を持たない理事会での量的緩和決定への期待が高まる可能性がある。

来年1月1日にリトアニアが19番目のユーロ採用国となることが決まっており、それに伴い、ECBの金融政策の決定方式に輪番制が導入される。ECB理事会は現在、総裁と副総裁を含む6名の理事、ユーロ圏各国中銀総裁（現在は18名）の総勢24名で構成されている。来年1月からは、経済と金融部門の規模に応じてユーロ導入国を2つのグループに分類。ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダの5ヶ国で構成される第1グループが4つの投票権を分け合い、残り14ヶ国（リトアニアを含む）で構成される第2グループが11の投票権を分け合い、それぞれのグループ内で輪番で投票する。なお、投票権を有しない中銀総裁も理事会の討議に加わる。今のところ、各グループ内での輪番の順番は公表されていない。総裁と副総裁を含む6名の理事は1人1票の投票権を持ち、毎回投票する。

地区連銀総裁の投票権が年単位で入れ替わる米FRBの輪番制とは異なり、ECBの輪番制は理事会毎に各グループ内で投票する中銀総裁が入れ替わる。ちなみに、FRBの輪番制は、総裁と副総裁を含む7名の理事が1人1票の投票権を持ち、残り5票を12の地区連銀で分け合う。ニューヨーク連銀総裁は必ず1票の投票権を持ち、シカゴ連銀総裁とクリーブランド連銀総裁が1票を分けあい（隔年で投票）、残り3つの投票権をそれ以外の9つの地区連銀総裁が分け合う（3年毎の輪番）。

ECBの輪番制はユーロ採用国が15ヶ国以上となった段階で導入する方針であったが、2008年12月のECB理事会において、採用国が18ヶ国以上となるまで導入を延期することが決まった。今回リトアニアのユーロ導入により効力が発生する。今後ユーロ導入国がさらに増える場合、22ヶ国以上となるまでは現行の方式が採用され（グループ2の構成国が増える）、22ヶ国以上となった段階で3グループ制に移行する。

また、来年1月からは金融政策を決定する定例理事会の開催頻度を、現在の1ヶ月に1回から6週間に1回に変更することが決まっている（7月3日の理事会で決定）。これによりECBが金融政策を決定す

る場合は年12回から年8回に変更される。したがって、各国の中銀総裁は来年中に少なくとも1回は投票権を持たない理事会がある計算となる。

先月のジャクソンホール会合でドラギ総裁は、事前原稿には書かれていなかったインフレ期待の低下に言及し、その後の追加緩和の議論をリードした。追加緩和の必要性をアドリブで訴えたことから、ドラギ総裁の危機感はその時点ではECB内で十分に共有されていなかったことが示唆される。その後もECB内の意見対立は解消されず、9月4日の追加緩和決定にはドイツ連銀総裁を含む複数のメンバーが反対票を投じたことが知られている。ECBの政策決定は1人1票の多数決が原則だが、投票メンバーの過半数の賛成で足りるのか、全会一致に近い相当数の賛成が必要なのか、どの程度の賛成多数が必要かは明確な基準が公表されていない。9月の緩和決定は複数のメンバーが反対票を投じたことを意味する“十分な多数 (comfortable majority)”によって決定された。

9月の理事会では追加利下げの可能性を完全に排除し、ABSとカバード債の資産購入策の開始を発表、ECBは現時点で考えられる政策選択肢の全てを使い果たした。今はECBのバランスシート拡大期待に支えられたユーロ安誘導が頼みの綱となっている。だが、何らかの外的ショックに見舞われ、インフレ期待がさらに低下する場合、ECBは国債購入を含む本格的な量的緩和に足を踏み入れる以外になくなる。

政策決定プロセスにおけるドラギ総裁の発言力は絶対と見られ、総裁は本当に必要な状況と判断すれば本格的な量的緩和の開始も躊躇しない行動力も持ち合わせている。この点、ドイツ連銀総裁の反対があったとしても、政策決定を必ずしも妨げる要因とはならない。ただ、過去にはドイツ出身のシュタルク理事やドイツ連銀のウェーバー総裁（いずれも当時）がECBの国債購入策に反対して辞任を決断した。国債購入を含む本格的な量的緩和の開始となれば、ドイツを中心に政治的な反発は避けられない。近く来年のECB理事会の日程と各理事会の投票国が発表されると見られるが、市場参加者の間でドイツ連銀総裁が投票権を持たない理事会での量的緩和決定への期待が高まる可能性がある。

以上