

EU Trends

ドラギのリーダーシップ

発表日：2014年11月7日(金)

～みんなで知恵を出し合って、この難局を乗り切ろう～

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内にドラギ総裁の運営手法に不満の声が高まっているとの報道もあり、総裁が今後の追加緩和で理事会内の意見をまとめ切れるかを不安視する見方が広がっていた。こうしたなか開かれた今回の理事会では、対立の中心にあった“バランスシートの拡大目標”を全会一致で声明文に追加することを決定。ECB内の不協和音の解消をアピールした。
- ◇ 口先介入によるユーロ安誘導の効果が薄れるなか、今回の理事会では、将来の追加緩和の可能性をこれまで以上に強調。必要な場合に備え、追加緩和オプションの検討を進めておくことを事務方に指示した。対立解消のアピールとともに、追加緩和期待をつなぎとめることにひとまず成功した。
- ◇ 次回会合（12月4日）ではTLTROの利用促進策など小粒な対応にとどめ、年明け後の初回会合（1月22日）で社債購入か“新たな秘策”を決定、次の会合（3月5日）で詳細を発表、4-6月期中に実際の買入れを開始する展開を予想する。緩和期待と社債購入で時間を稼ぐ間に、ユーロ安の効果が浸透するのを待ち、政治的な軋轢を生む国債購入を回避するのがECBの思い描くシナリオだろう。

■ 理事会内の対立解消をアピールし、追加緩和期待をつなぎとめ

日銀のサプライズ緩和でECBの援護射撃に期待する声も日本のマスコミの論調や市場参加者の一部にあったが、大方の予想通り、6日のECB理事会では追加緩和が見送られた。だが、声明文と理事会後の記者会見では、ECB内の不協和音の解消をアピールするとともに、将来の追加緩和の可能性をこれまで以上に強調することで、緩和期待をつなぎとめることにひとまず成功した。

理事会前の4日に発表されたロイターの記事によれば、ドラギ総裁の密室主義的な理事会の運営スタイル（前任のトリシェ総裁と比べて独断で政策を決定する傾向がある）と唐突感のあるコミュニケーション（例えば8月のジャクソンホール会合で、事前原稿になかった期待インフレ率の低下に言及した点など）に対して、複数の中銀総裁が不快感を露にしており、理事会前夜の非公式の晩餐会でこの問題を取り上げることを報じていた。中銀総裁等が特に問題視したのは、9月の理事会でバランスシート拡大の具体的な数値目標を公表しないと決めた直後に、ドラギ総裁が「2012年初の水準に向けてバランスシートを拡大する」方針を示唆し、事実上の数値目標を公言したこと。理事会内の不協和音が高まったことで、国債購入を含む本格的な量的緩和の開始が遅延するとの見方が市場参加者の間に広がっていた。

こうした懸念を払拭するため、ドラギ総裁は、理事会内で意見の相違があることは他国の中銀を見渡しても極めて自然なことであるとし、ECB内部に“南北対立”や“（緩和反対派の）連合”のようなもの

があることを否定した。そのうえで、今回の声明文では「TLTROと資産購入策がECBのバランスシートにかなりのインパクトを与える」との従来 of 文言に加えて、「バランスシートは2012年初の水準に向けて拡大する見込みである」との一文を付け加えた。声明文の文言は理事会の投票事項であり、ドラギ総裁は記者会見の場で、同文を付け加えることを理事会の全会一致で決定したことを明らかにした。対立の中心にあった“バランスシートの拡大目標”を声明文に追加し、その決定が全会一致であったことを訴えることで、対立解消を印象づける狙いがあったのだろう。

さらに、2012年初が具体的にどの時点を指すかについて、バランスシートが最も拡大した3月頃を指すと説明。ECBの目指すバランスシートの拡大が2012年1月時と比較した7,000億ユーロか、同年3月のピーク時と比較した1兆ユーロかの論争に終止符を打った。こうした決定が、理事会内の不協和音やドラギ批判が実際に解消したことを意味するのか、追加緩和観測を通じたユーロ安誘導を促すための戦略的妥協を意味するのかは定かでないが、ひとまず追加緩和期待を高めることに成功した。

■ 追加緩和のさらなる秘策の検討を指示？

声明文のもう1つの大きな変更点は、「低インフレが長期化することに伴うリスクに対処する必要がある場合、付託された権限の範囲内で追加の非伝統的な措置を利用することに対して、理事会の総意がある」との従来 of 文言に加えて、「理事会はECBの（事務方）スタッフと関連のユーロシステム（ここでは各国中銀を指す）の部局に対して、必要な場合に追加措置を打ち出す準備を早急に進めておく任務を課した」との言葉を付け加えた点だ。なお、追加緩和策が必要な場合が具体的に何を指すかについてドラギ総裁は、①既に決定した緩和措置では不十分な場合と、②中期的な期待インフレ率が悪化する場合の2つを挙げた。

コンティンジェンシー・プランを策定して置くこと事態は目新しいことではなく、ECBスタッフの当然の責務として常日頃から準備を進めている筈だ。それを敢えて声明文に付け加えたことから、将来の緩和オプションの検討を進めていることを市場参加者にアピールし、追加緩和期待を高める狙いがあったものと思われる。加えて、ECBの事務方スタッフだけでなく、各国中銀のスタッフにも緩和オプションの策定を命じたことで、ECB内の融和をアピールする意図も読み取れる。ちなみに、この文言を付け加えることも理事会の決定事項であり、追加緩和に消極的とされるブンデスバンクも追加緩和オプションの検討を進めることに賛成し、自身も検討に参加することを意味する。

ECB内で検討が進められているとの観測記事が出た社債購入について、ドラギ総裁は具体的な検討を行っていないと言及。今回の理事会では、既に発表したABS購入策をいかに機能させるかの議論に数時間を費やしたことを明かした。今のところ決定済みの政策で十分との立場を維持し、別の政策手段を議論するのは現時点では時期尚早と述べたが、将来的な検討の可能性を排除している訳ではない。同様に国債購入についても、ECBに認められた権限の範囲内、すなわち財政ファイナンスに該当しない形であれば、買入れが可能であるとの立場を改めて示した。

景気認識も従来に比べてより慎重さを増している。声明文では、「夏場以降の経済指標やサーベイ調査はユーロ圏の成長モメンタムの鈍化を示唆する」とし、これは前回の景気認識と大きく変わらないが、「こうした情報は民間や公的機関の最近の予測に反映され、緩やかな回復が続くと見込まれているが、2016年までの成長率見通しが下方修正されている。こうした姿は理事会の現在の景気判断と概ね一致する」と述べた。このことは12月理事会で発表されるECBスタッフの経済見通しが大きく下方修正されることを示唆する。物価のリスク判断では、従来から挙げてきた要因に加えて、最近の原油安を反映してエネルギー価格についての言及が新たに付け加えられた。

■ 追加緩和のメニューと想定されるタイミング

次回12月4日のECB理事会で景気・物価見通しを引き下げのに合わせて追加緩和を実施するとの見方も一部で浮上している。だが、今回の声明文では普段は言及しない他の予測機関の見通しの下方修正を挙げ、ECB自身の景気判断もこれに近いことを明らかにしている。このことは12月の追加緩和を見送った場合、「景気・物価見通しを引き下げたにもかかわらず、緩和を見送った」との批判を交わす布石と考えられる。前述の観測記事では、早ければ12月の理事会で社債購入を決定する可能性があると言われるが、12月は決定を見送り、理事会直後のTLTRO第2弾（12月11日）の利用額がどの程度になるかを確認したうえで、追加緩和策の是非を検討する可能性が高い。ECBは銀行と頻繁にコミュニケーションをしている筈で、そうしたコミュニケーションを通じて、TLTRO第2弾の利用額が期待外れに終わる可能性があるとの感触を得た場合には、12月の理事会でTLTROの利用促進策（具体的な方法については10月22日付けのレポート「ECBの追加緩和の可能性は？」を参照されたい）を打ち出すことが考えられよう。

その後の金融政策を占うと、10月下旬に開始したカバードボンドの買い入れ策と11月中に開始するABSの買い入れ策の中間ラップ、2回目までのTLTROの利用額を元に、ECBが目標とする1兆ユーロのバランスシート拡大の実現可能性を見極める。その達成が難しいと判断すれば（筆者はそうなると考えている）、年明け初めの1月22日の理事会で社債購入（もしくは今回検討を指示した追加緩和の別の秘策）を決定し、買い取りプログラムの詳細は3月5日の次回理事会で発表（来年からは金融政策を決定する理事会の開催頻度が1ヶ月に1回から6週間に1回に変更される）、実際の買い入れは4-6月期中に開始するといったスケジュール感が見えてくる。

ユーロ高基調が転換したのが今年の5月頃。一般にユーロ安の効果が景気や物価に浸透するまでには、3～4四半期程度の時間が掛かる。足許の景気や物価の状況はECBの想定を下振れしているが、このまま追加緩和観測をつなぎとめ、ユーロ安誘導に成功すれば、年明け以降の景気や物価指標には徐々に底入れの兆しが広がる可能性がある。今回の融和アピール、次回のTLTRO利用促進、年明け後の社債購入か“新たな秘策”で時間を稼ぎ、政治的な軋轢を生む可能性がある国債購入を回避することが出来るか、ECBは今後も難しい舵取りを迫られよう。

以上