

## 鬼の居ぬ間に量的緩和（その2）

発表日：2014年11月13日（木）

～国債購入Xデーは6月3日か？～

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

- ◇ 来年からECBの政策決定の輪番制が開始されるのに伴い、金融政策を決定する理事会の開催日程と、各理事会で国債購入に賛成している/反対していると思われる投票メンバーの人数を整理した。
- ◇ 1・3月の理事会では賛成11・反対10と拮抗、4・9・10月は賛成13・反対8と賛成派が優勢となる。また、消極派が賛成に回る場合、4・6月が反対派の勢力が弱まる。スタッフ見通しの発表月と併せて考えると、6月や9月が国債購入の開始を決定するチャンスかもしれない。

筆者は以前のレポートで、来年からECBの政策決定の輪番制が開始されるのに伴い、ドイツ連銀総裁が投票権を持たない理事会で量的緩和開始への期待が高まる可能性があるとして指摘した（詳細は9月9日付けレポート「鬼の居ぬ間に量的緩和 ～輪番制導入でドイツ外し？～」を参照されたい。11月6日のECB理事会では、事務方への追加緩和の準備を指示したうえ、ドラギ総裁が反対派を封じ込めたとの見方から、本格的な量的緩和開始に傾いているとの観測が高まっており、改めてこの問題を取り上げたい。

ECBは輪番制の開始と同時に、来年から金融政策決定の頻度を1ヶ月に1回から6週間に1回に変更する。来年の理事会の開催スケジュールが公表されたので確認しておく、理事会そのものは従来通り、1ヶ月に2回開催される（図表1）。ただ、これまで月初の理事会で金融政策を議論し、月中の理事会で金融政策以外の案件を議論していたのに対し、今後は3回に1回の頻度で金融政策を議論する。来年であれば、金融政策を決定する理事会は、1月22日、3月5日、4月15日、6月3日、7月16日、9月3日、10月22日、12月3日の8回となる。

（図表1）2015年のECB理事会の開催日程

| 1月   | 2月   | 3月   | 4月    | 5月   | 6月    |
|------|------|------|-------|------|-------|
| 1/7  | 2/4  | 3/5  | 4/1   | 5/6  | 6/3   |
| 1/22 | 2/18 | 3/18 | 4/15  | 5/20 | 6/17  |
| 7月   | 8月   | 9月   | 10月   | 11月  | 12月   |
| 7/1  | 8/5  | 9/3  | 10/7  | 11/4 | 12/3  |
| 7/16 | —    | 9/16 | 10/22 | 11/8 | 12/16 |

注：青色が金融政策を決定する理事会

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

他方、輪番制開始後の投票スケジュールについては、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）の中銀総裁で構成される第2グループが11の投票権を分け合い、1ヶ月毎に投票メンバーが入れ替わる（図表2）。投票メンバーの入れ替えは、金融政策を決定する理事会を基準にする訳ではなく、金融政策を議論する理事会が行われない月（来年であれば2・5・8・11月）も含め、毎月行われる模様だ。

（図表2）E C B理事会メンバーの投票スケジュール（2015年）

|         | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|---------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|-----|-----|-----|
| 常任理事    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |     |     |     |
| 総裁      | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| 副総裁     | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| 専務理事    | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| 専務理事    | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| 専務理事    | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| 専務理事    | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| 第1グループ  |    |    |    |    |    |    |    |    |    |     |     |     |
| ドイツ     | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×   | ○   | ○   |
| スペイン    | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○   | ×   | ○   |
| フランス    | ○  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ○  | ○  | ○   | ○   | ×   |
| イタリア    | ○  | ○  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| オランダ    | ○  | ○  | ○  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ○   | ○   | ○   |
| 第2グループ  |    |    |    |    |    |    |    |    |    |     |     |     |
| ベルギー    | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ×   |
| エストニア   | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| アイルランド  | ×  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| ギリシャ    | ×  | ×  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| キプロス    | ○  | ×  | ×  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| リトアニア   | ○  | ○  | ×  | ×  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| ラトビア    | ○  | ○  | ○  | ×  | ×  | ×  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| ルクセンブルク | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ×  | ×  | ○  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| マルタ     | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ×  | ×  | ○  | ○   | ○   | ○   |
| オーストリア  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ×  | ×  | ○   | ○   | ○   |
| ポルトガル   | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ×  | ×   | ○   | ○   |
| スロベニア   | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×  | ×   | ×   | ○   |
| スロバキア   | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ×   | ×   | ×   |
| フィンランド  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ×   | ×   |

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

11月のE C B理事会でドラギ総裁が反対派を説き伏せたとの見方も浮上しているが、12日にドイツ連銀のバイトマン総裁は理事会での追加緩和検討に理解を示したものの、国債購入については法的問題に加え、政府に債務拡大の誤ったインセンティブを与える恐れがあると指摘し、引き続き距離を置いた。E C B内には国債購入に消極的なメンバーが多数いると言われている。11月4日のロイター通信の報道によれば、24名の理事会メンバーのうち少なくとも7名、場合によっては10名が米国型の量的緩和に反対しているとのことだ。同記事によれば、メルシュ（ルクセンブルク出身）とラウテンシュレーガー（ドイツ出身）の両専務理事に加えて、ドイツ、オランダ、ルクセンブルク、エストニア、ラトビアの中銀総裁が反対派とされ、スロバキア、スロベニア、オーストリアの中銀総裁も消極的とされる。加えて、来年からユーロを導入するリトアニアの中銀総裁も反対派に加わるとの見方が多い。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

そこで、来年からの輪番制開始に伴い、国債購入に反対もしくは消極的なメンバーがどの理事会で投票権を持つかを確認してみた。上記の分類に従えば、1月と3月の理事会では賛成派が11名に対して反対派が10名と拮抗、4・9・10月の理事会では賛成13・反対8と賛成派が優勢となる（図表3）。他方、消極派の3名が賛成に回るとした場合、何れの理事会でも賛成派が優勢となるが、特に4月と6月の理事会が反対派の勢力が弱まる。ちなみに、反対派の急先鋒であるドイツ連銀総裁が投票権を持たない理事会は来年であれば10月。5月も投票権を持たないが、金融政策を決定する理事会は開催されない。なお、投票権を持たないメンバーも理事会に出席し、討議に参加する。

（図表3）国債購入の賛成派・反対派別の投票メンバー数（2015年）

【ロイター報道に基づき最大11名を反対派とする場合】

|    | 1月22日 | 3月5日 | 4月15日 | 6月3日 | 7月16日 | 9月3日 | 10月22日 | 12月3日 |
|----|-------|------|-------|------|-------|------|--------|-------|
| 賛成 | 11    | 11   | 13    | 12   | 12    | 13   | 13     | 11    |
| 反対 | 10    | 10   | 8     | 9    | 9     | 8    | 8      | 10    |

【消極派3名が賛成に回る場合】

|    | 1月22日 | 3月5日 | 4月15日 | 6月3日 | 7月16日 | 9月3日 | 10月22日 | 12月3日 |
|----|-------|------|-------|------|-------|------|--------|-------|
| 賛成 | 14    | 14   | 16    | 15   | 14    | 14   | 14     | 13    |
| 反対 | 7     | 7    | 5     | 6    | 7     | 7    | 7      | 8     |

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

ドラギ総裁は11月の理事会後の記者会見で、今後の追加緩和が必要な状況として、①既存の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を挙げた。そこで、追加緩和のタイミングを占ううえで、ECBが景気・物価認識を公式に修正する確率が高いスタッフ見通しの発表月（これまで3・6・9・12月の理事会）に注目が集まる。金融政策決定の頻度変更後もスタッフ見通しの発表時期が変更されない場合（今のところ変更するとの発表はなく、従来通りのスケジュールとなった場合、いずれも金融政策を決定する理事会と一致する）、4回の理事会のうち反対派が最も少ないのが9月（賛成13・反対8）、次に少ないのが6月（賛成12・反対9）、3月と12月は拮抗している（賛成11・反対10）。消極派3名が賛成に回る場合には、反対派が最も少ないのが6月（賛成15・反対6）、次に少ないのが3月と9月（賛成14・反対7）となる。

無論、ECBの政策決定が理事会内のパワーバランスだけで決まる訳ではない。総勢11名を反対派に分類するのは、恐らく一般的な見方（7・8名）よりも多いだろう。また、反対派とされるメンバーも量的緩和の開始が必要とされるような経済・物価情勢の下では賛成派に転じる可能性が高い。ただ、反対派が投票権を持たない理事会での強行採決の賛否はさておき、輪番制とスタッフ見通しの発表月の関係から見る限り、来年6月や9月の理事会が国債購入の開始を決定するチャンスと考えられなくもない。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。