

輪番制から読む7月緩和説

～ECBの緩和決定は7月、それとも9月？～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 田中 理 (Tel: 03-5221-4527)

◇ FRBの7月利下げが確実視されるなか、ECBも7月に追加緩和を打ち出すのか、7月は近い将来の緩和を示唆するガイダンス変更にとどめ、見通し発表月である9月に緩和を決定するのか、意見が割れている。ECBの市場対話からは9月の緩和決定を示唆しているように思える。ただ、7月はバイトマン独連銀総裁などタカ派メンバーの投票権が少ない。理事会内のタカ派・ハト派構成からは、7月の先制緩和にも注意をしたい。

11日に発表された6月5・6日のECB理事会の議事要旨では、不確実性の高まりが将来にわたって継続するとみられるなか、物価安定目標を達成するため、金融政策スタンスを一段と緩和する準備が必要と指摘している。検討される具体的な政策手段として、フォワード・ガイダンスの強化、資産買い入れの再開、政策金利の引き下げを挙げている。さらに、低すぎる物価環境が継続する場合、中期的な物価安定目標の非対称性（現在の「2%をやや下回る」から2%を超過する可能性も許容する）を検討すべきとの問題提起もあった。こうした内容は、理事会後の記者会見でドラギ総裁が明かした内容と一致し、今後の緩和時期や手段について新たなヒントを提供するものではない。

6月18日のドラギ総裁のシントラ発言（「状況の改善がなければ、追加緩和が必要になる」、「向こう数週間以内に政策手段の変更可能性を熟考する」）以降、早期の追加緩和観測が高まっている。ただ、具体的な緩和日程については、7月24・25日の理事会では近い将来の利下げを示唆するガイダンス変更にとどめ、実際の利下げは見通し発表月の9月11・12月の理事会まで待つのか、7月に追加緩和を決定するかで見方が割れている。理事会で政策変更を提案するチーフエコノミストに就任したレーン理事は1日、就任後初となる講演で、「物価目標への収斂を遅らせたり、逆方向に動かすショックに対して、先を見越して（プロアクティブに）政策を決定する一貫性を示すことが重要」と発言、早期緩和観測が一段と高まった。その翌日2日のBloomberg記事では、事情に詳しいECB当局者の発言として、「7月の会合で追加緩和に踏み切る用意はなく、さらなるデータを待って9月会合での行動に傾いている」と伝えている。また、11日に講演した金融市場調整を担当するクーレ理事は、市場金利から計算した期待インフレ率が悲観的すぎる可能性を指摘した。このように、当局者からは前のめり気味の緩和観測を軌道修正する発言が聞かれ、筆者は引き続き7月はガイダンス修正にとどめ、9月に預金ファシリティ金利を10bps利下げすると考えている。

こうしたなか、10日の米FRBパウエル議長の議会証言を受け、ECB理事会後の7月30・31日のFOMCでの利下げ観測が高まっている。FRBによる予防的利下げでユーロ高進行を警戒する場合、ECBも先手を打つ可能性がある。ちなみに、7月のECB理事会では最タカ派メンバーの1人であるドイツ連銀のバイトマン総裁が投票権を持たない（表）。ECB理事会は、6名の役員（総裁、副総裁、4名の専務理事）と19ヶ国の加盟国中銀総裁で構成される。単一通貨圏への加盟国拡大に

に伴い、2015年から理事会の投票に輪番制が導入されている。経済規模が大きいドイツやフランスなど5ヶ国については、5人のうち1人が交代で投票権を持たない。残りの14ヶ国については、14人のうち3人が交代で投票権を持たない。投票権を持たない中銀総裁も理事会に出席、討議に参加するが、その理事会で行う採決には参加しない。なお、表中の投票権の変遷が不規則に見えるのは、投票権が毎月入れ替わるのに対して、金融政策を決定する理事会が1ヶ月半に1回（年8回）の開催となるためだ。

バイトマン総裁以外の投票権も確認してみる。表中で赤字の理事会メンバーが筆者の考えるタカ派メンバー、緑字がハト派、黒字がタカでもハトでもない中立派だ。7月会合ではタカ派のバイトマン総裁とエストニア中銀のミュラー総裁の投票権がなく、ハト派とみられるベルギー中銀のブンシュ総裁、中立派とみられるフィンランド中銀のレーン総裁の投票権がない。投票メンバーに基づく各会合のタカ派・ハト派度合いを判定するため、タカ派メンバーの投票権がない場合のスコアを1人につきマイナス1ポイント、ハト派メンバーの投票権がない場合のスコアをプラス1ポイント、中立派をゼロとし、スコアリングした。つまり、マイナスが大きいほどハト派度が高く、プラスが大きいほどタカ派度が高い。年内の理事会での同スコア（表中の最下段）を確認すると、7月会合がマイナス1（ややハト派寄り）、9月会合がプラス2（タカ派寄り）、10月会合がプラス3（相当にタカ派寄り）、12月会合がマイナス3（相当にハト派寄り）となる。9月や10月まで待つと理事会の構成がタカ派寄りとなり、ドラギ総裁の退任間近（10月末に退任）で動きにくくなる。こうした点を重視するのであれば、7月の先制緩和にも注意したいところだ。

（表）ECB理事会メンバーの投票スケジュール

		2019年				2020年								
		7/25	9/12	10/24	12/12	1/23	3/12	4/30	6/4	7/16	9/10	10/29	12/10	
常任理事														
総裁	ドラギ→ラガルド (2019/11~)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
副総裁	デギンドス	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
専務理事	ラウテンシュレーガー	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
専務理事	クーレー? (2020/1~)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
専務理事	メルシュ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
専務理事	レーン	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
第1グループ														
ドイツ	バイトマン	×	○	○	×	○	○	○	○	○	○	×	○	○
スペイン	デコス	○	○	○	○	×	○	○	×	○	○	○	○	○
フランス	ピレロワドガロ	○	×	○	○	○	○	○	○	×	○	○	×	○
イタリア	ビスコ	○	○	×	○	○	×	○	○	○	○	○	○	○
オランダ	ノット	○	○	○	○	○	○	×	○	○	×	○	○	○
第2グループ														
ベルギー	ブンシュ	×	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	○	○
エストニア	ミュラー	×	×	○	○	○	○	○	○	○	×	×	○	○
アイルランド	ドナーティー	○	×	×	○	○	○	○	○	○	○	×	×	○
ギリシャ	ストラナラス	○	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	×	○
キプロス	ヘロドトウ	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	×
ラトビア	リムシェービッチ	○	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○
リトアニア	パシリアウスカス	○	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○
ルクセンブルク	ライネシュ	○	○	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○	○
マルタ	ヴェッラ	○	○	○	○	○	×	○	○	○	○	○	○	○
オーストリア	ノボトニー	○	○	○	○	○	×	×	○	○	○	○	○	○
ポルトガル	コスタ	○	○	○	○	○	○	×	×	○	○	○	○	○
スロベニア	ヴァスレ	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○
スロバキア	カジミール	○	○	○	○	○	○	○	×	×	○	○	○	○
フィンランド	レーン	×	○	○	○	○	○	○	○	×	×	○	○	○
タカ派（プラス）・ハト派（マイナス）度合い		-1	2	3	-3	-2	0	-2	-1	-1	-1	0	3	

注：○が投票権あり、×が投票権なし、赤字がタカ派、緑字がハト派、タカ派の投票権がない場合に-1、ハト派の投票権がない場合に+1
出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

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調査研究本部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、第一生命保険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。