

## さらばドラギ総裁

～新執行部の顔ぶれも出揃った～

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)

- ◇ 9月に包括的な金融緩和パッケージを決定した直後だけに、今回の理事会では追加の緩和決定は行われなかった。ドラギ総裁は9月の緩和決定を擁護。マイナス金利政策の効果はポジティブ、当面の間、資産買い入れが上限に達することはないと説明し、追加緩和の余地を強調した。同時に財政余力のある国の効果的かつ迅速な行動を促し、金融政策と財政政策との協調を訴えた。
- ◇ 今回がドラギ総裁にとって最後の理事会。11月からはラガルド氏が後継総裁に就任。12月に退任するクーレ理事の後任にはイタリア中銀のパネッタ上級副総裁、突然の辞意を表明したラウテンシュレーガー理事の後任にはドイツ5賢人委員会のシュナベル教授が指名された。新執行部は現在よりも僅かにハト派寄りとみられる。ラガルド氏は金融政策の戦略点検を約束しており、追加緩和ツールや財政政策との協調の行方に注目が集まる。

23・24日のECB理事会は、今月末で8年の任期を終えるドラギ総裁にとって、最後の金融政策決定の場となった。前回9月の理事会で、預金ファシリティ金利を▲0.5%に10bps引き下げ、マイナス金利の副作用を軽減する金利階層化の導入、時間条件型から状態条件型へのフォワード・ガイダンスの変更、月額200億ユーロでオープンエンド型の資産買い入れ再開、長期資金供給オペ(TLTRO3)の利用条件緩和からなる包括的な緩和パッケージを決定したばかり。その一部はまだ開始されておらず、今回の理事会では追加の金融緩和策の決定は行われなかった。

前回理事会後に発表された経済指標は、製造業PMIが2012年以来の水準に低下、製造業の業況悪化がサービス業などに波及しつつある。消費者物価や期待インフレ率の低迷も続いている。ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、こうした景気や物価の下振れリスクの高まりが、9月の緩和決定を正当化すると述べている。マイナス金利政策の効果は、業態によって影響が異なるが、全体として非常にポジティブだったとし、利下げ決定を擁護した。さらに、追加緩和パッケージにより、緩和的な政策スタンスを長期にわたって保つことが可能になること、政策意図と市場の受け止めの間に齟齬は見られないことを説明している。

9月の緩和決定後に理事会内部から資産買い入れの再開に反対意見が噴出しているが、総裁は理事会内の意見相違はどこでもあるとし、公の場で追加緩和に否定的な発言を繰り返すバイトマン独連銀総裁などに対して、ドラギ総裁側から何らかのアクションを起こすことはなかったと説明した。9月の緩和策に反対した理事会メンバーの間からも、理事会の結束と決定した緩和策を完全に実行に移すことが必要との意見があったことを明かした。

11月に就任するラガルド次期総裁へのアドバイスを聞かれたドラギ総裁は、ラガルド氏は何をすべきかを完全に把握しており、アドバイスは必要ないと答えた。金融政策経験のないラガルド氏に

とって、ECBスタッフの存在が重要になるのではとの質問に対しては、イタリア中銀総裁としての経験があった自身にとっても、スタッフが果たした役割は大きかったと謝意を表した。

11月に再開する資産買い入れが、近い将来に33%ルール（ECBが保有する国債の割合を33%未満におさえる自主ルール）に抵触する恐れがあるとの指摘に対しては、ECBの試算によれば当分の間、33%に達することはないと説明した。早期に買い入れの限界に近づくと民間の試算もあるが、例えば国債発行額などの前提が異なる可能性を指摘した。さらに、欧州司法裁判所の司法判断はECBにその責務の範囲内で裁量を与えているとし、必要に応じて33%ルールを見直す余地があることを示唆した。

ドラギ総裁はまた、自然利子率の低下により財政の拡張余地が生まれていることに言及、前回理事会と同様に、財政余地のある国の効果的かつ迅速な行動を促した。単一通貨ユーロの機能を1つ改善するとすれば何が必要と考えるかを問われた総裁は、これにも財政の拡張余地と答えた。政府から中央銀行への政治的な圧力の有無について問われた総裁は、そうした圧力があるのは事実だが、ECBの場合、他国の中銀が置かれた状況に比べてそうした圧力は限定的であると説明した。

8年間の任期を振り返る質問も多く出たが、ECBの使命達成に最善を尽くしてきたこと、決して諦めなかったことを誇りに思うと答えた。他方で、大規模金融緩和の弊害を指摘する声に対しては、19ヶ国の異なる国民に政策の必要性を説明することの難しさを認めつつ、丁寧な言葉で理解を求めた。総裁退任後の将来計画を尋ねる質問も多かったが、今は何も計画がない、私より妻の方が知っているかもしれないと返答をはぐらかした。

11月からはフランス財務相やIMFの専務理事を歴任したラガルド氏が後継総裁に就任する。12月末で退任する金融調整担当のクーレ理事（フランス出身）の後任にはイタリア中銀のパネッタ上級副総裁が、突然の辞意を発表した金融規制畑のラウテンシュレーガー理事（ドイツ出身）の後任には、ボン大学教授で5賢人委員会（ドイツ政府の経済諮問委員会）のメンバーであるシュナベル氏が指名された。パネッタ氏はドラギ総裁のイタリア中銀総裁時にECB理事会に帯同したり、その後もイタリア中銀総裁の代理役を務めるなど、金融政策の経験は豊富。資産買い入れを含むECBの緩和的な政策を評価しており、ハト派色の強い人物。シュナベル氏は最近のインタビューで、マイナス金利の副作用などに言及、9月の追加緩和がこの段階で必要だったかについて、やや懐疑的な意見を表明している。ドイツ伝統のタカ派色はあるが、タカ派一辺倒だったラウテンシュレーガー理事に比べると、バランスの取れた発言との印象がある。新執行部は現在よりも僅かにハト派寄りとなる可能性がある。

ラガルド次期総裁は現行政策をひとまず踏襲することを示唆しているが、総裁就任後にECBの金融政策フレームワークの戦略点検を行うことを表明している。金融政策ツールの検討、財政政策との協調のあり方などに注目が集まる。11月に再開する資産買い入れはオープンエンド型のため、買い入れ期間を長期化する形の緩和強化はできない。月額買い入れ額の引き上げには、33%ルールの見直しなどハードルが高く、理事会内の反対意見も根強いとみられる。9月の緩和パッケージの効果検証や戦略点検もあり、年内の追加緩和決定は見送られる公算が大きい。ただ、足元で製造業部門の落ち込みがサービス業に波及しつつあり、本格的な景気後退リスクが浮上する場合には、追加緩和決定を躊躇しないだろう。

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。