

2019/11/18 07:24

◎【円債投資ガイド】ECB内の亀裂の行方＝日本総研・河村氏（18日）

河村小百合・日本総合研究所首席研究員＝去る9月の欧州中央銀行（ECB）の政策委員会で決定された金融緩和の再開で、まさに「立つ鳥跡を濁して」去ったと言われてもやむを得なくなってしまったドラギ前総裁。ECB内部にはもはや“不協和音”の次元にはとどまらない、“亀裂”が残った。

複数の主権国家が参加するユーロの枠組みにおける意思決定はもとよりたやすいことではない。政策委員会に加わるメンバーは、役員のみならず各国中銀総裁も含めて個人の資格で選出され、出身国ないしは出身中銀の代表として行動するのではなく、ユーロ圏全体の利益に即して行動しなければならないとされている。しかしながら実際には、誰がどういう主張をしたのか、採決の際にどちらに投票したのか、世間はもちろん興味津々。議論の詳細が公に明らかにされれば、各メンバーに外部からいらぬプレッシャーがかかり、独立性が侵害されかねない、といった点に配慮して、実はECBの発足当初から15年間は、政策委員会での議論の内容に関しては、終了後の記者会見で総裁が説明するのにとどまり、議事要旨も議事録も公開されてはいなかった。その方針が転換されたのはドラギ前総裁の下での2015年1月から。ドイツ連邦銀行（中銀）のワイトマン総裁やフィンランド中銀のリーカネン前総裁らの声を受けて、金融政策を扱う政策委員会の約1カ月後に、発言者名等は伏せられる形での議事要旨が公表されるようになった。

実際、これまでのECBの金融政策運営を振り返ってみても、すべてが全会一致で決定されてきたわけでは決していない。案件によってはオランダやフィンランドといった北部欧州の健全財政国の一部もドイツに同調して反対したとみられる例はこれまでも何度かあり、それほど珍しいことでもない。しかし、誰が反対したのか、どういう反対意見があったのか、といった点が大きく取り上げられることはあまりなく、政策委員会に加わる当事者も世間の側も、ユーロ圏とECBの特殊性に配慮して、それなりに自重していた感がある。

ところが今回は違った。9月12日の政策委員会の開催前から、金融緩和の再開、とりわけ資産買い入れの再開に反対するメンバーの声が公然とメディアで流れ、政策委員会での決定の際の内情は直ちにあからさまに各方面に伝わる結果となった。しかも、今回は資産買い入れ再開の反対派に仏中銀のビルロワドガロー総裁が加わった。フランス出身で金融市場担当のクーレ理事まで反対に回ったとの報道もある。これは恐らく、過去にはほとんどなかった事態だろう。ECBでは、政策委員会における各国中銀総裁の投票権のローテーションを決める際、各国の経済規模や金融市場の規模をもとに、全19カ国の中銀総裁を、上位5カ国とそれ以外の国々のグループに分けている。今回、反対に回ったなかには、ドイツ、フランス、オランダが含まれ、上位5カ国のうちの3カ国（残る2カ国はイタリアとスペイン）が反対したことになる。この意味は決して小さくない。

これらの国々の中銀総裁が反対派に回った背景は、単なる考え方の違いという次元のみにとどまらず、そこに至るまでのECBとしての意思決定のあり方の変質にも原因があるようだ。もとよりユーロシステムは、各国の既存の中銀やその下に連なる民間銀行から成る構造を基盤に、ユーロ圏全体としての文化的、国民的な多様性に配慮する形で設立された。それは、金融調節のオペレーションといった実務面にとどまらず、金融政策運営の意思決定を行う上での準備ステージのあり方にも貫かれ、各国中銀による関与の度合いも公平なものとなるよう、配慮がなされてきた。政策委員会および役員会の下には、「金融政策委員会」や「市場操作委員会」、「金融安定委員会」といった18の委員会が置かれているが、そのすべてに19の加盟中銀のメンバーが1～2人ずつ参加し、全加盟中銀に、各委員会において、ひいては役員会や政策委員会において、考慮する材料と

なるインプットを等しく提供する機会が保障されていた。ところが、最近の実情はそれとは変質しつつあったようだ。ドラギ総裁の周辺には、情報を独占する“キッチン・キャビネット”があったうんぬんの報道もある。

かつて、ECBが資産買い入れに踏み切った15年の時点では、同年3月からの資産買い入れの開始というタイミングの決定には、一部の中銀総裁（ワイトマン独連銀総裁らであったもよう）が反対したものの、マイナス金利を先行させた上での資産買い入れ開始という枠組みそのものについては全会一致での賛成が得られた、とドラギ前総裁は胸を張っていた。この時点では、新たな金融政策運営の枠組みのあり方について、全加盟国の中銀によるボトムアップ方式での検討が尽くされていたのであろう。一部に反対意見があったとしても、今回のように不満が噴出する事態には至らなかったのは、そうした下で決定がなされていたからこそと推測される。

この11月に就任したラガルド新総裁は、ECBの金融政策運営の枠組みを見直すことや、政策委員会内における意見対立の解消に努める考えを明らかにしている。新総裁のもとでの初回の理事会は去る11月12日に開催されており、政策委員会における意思決定のあり方の改革の方向性等が議論されているもようである。メンバーからは、総裁交代時こそが好機と、意思決定の際の採決の義務付けといった運営方法の改革に関する提案もなされているようだ。金融政策を扱う政策委員会は12月12日で、ラガルド新総裁の記者会見もある。そこで、今後の金融政策運営と、政策委員会における意思決定のあり方について、どのような方向性が打ち出されるのかが注目される。

中銀の金融政策運営に限った話ではないが、何事であれ、困難な問題に立ち向かい、バランスの取れた解決策を見いだしていく上では、メンバーやその見解の多様性が確保された下で議論が行われ、結論を得る努力を重ねることが必要なはずだ。近年の日銀の金融政策運営決定会合において、これほど異例の大規模な金融緩和策を長期間継続させているにもかかわらず、毎回、金融緩和の継続が漫然と決定され続けているのをみるにつけ、多様なメンバーが異なる見解を真剣勝負でぶつけあい、先々の政策運営を決定していくユーロ圏とECBの枠組みをうらやましく思わずにはいられない。（了）

[/20191118NNN0046]

© Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved