



# “ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

欧州

2017年10月31日

## ロシア中銀、引き締め気味から中立的な金融政策へ移行とは

今回のロシア中銀の声明文では、「引き締め気味の政策から中立的な金融政策へと緩やかに移行」に注目しており、金融緩和は継続するも、引下げ幅は緩やかとなり、将来的な利下げ停止局面の訪れを示唆する内容と見ています。

### ロシア中銀：政策金利は市場予想通り8.25% に引き下げ、ただし今後の姿勢には含み

ロシア銀行（中央銀行）は2017年10月27日、市場予想通り政策金利である1週間物入札レポ金利を8.5%から0.25%引き下げ8.25%とすると発表しました。利下げは今年5回目となる一方、ロシア中銀は異例のデシインフレの期間が終わりに近づいている可能性を認め、利下げの幅は前回（9月、0.5%）より小幅にとどめました（図表1参照）。

声明でロシア中銀は、今後の会合で一段と金利を引き下げる選択肢を維持するとし、幾分引き締め気味の政策から中立的な金融政策へと緩やかに移行していくと説明しました。

### どこに注目すべきか：

#### インフレ率、個人消費、実質ベース、ルーブル

今回のロシア中銀の利下げは市場予想通りですが、声明文にある今後の金融政策方針を示した、「引き締め気味の政策から中立的な金融政策への緩やかな移行」の部分に注目すべきと見ています。この意味は、金融緩和は継続するも、引下げ幅は緩やかになり、利下げを停止する局面が訪れることを示唆する内容と見られます。

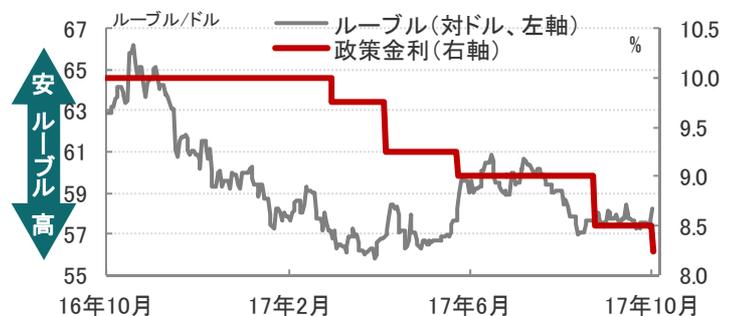
まず、ロシア中銀が声明文で最も詳しく述べていたインフレ率動向を確認します。ロシア中銀は9月のインフレ率3%は、農産物の予想外の大量供給や恐らくルーブル高など、一時的要因による低下と述べています（図表2参照）。ロシア中銀は声明で、ロシアのインフレ率は先行き、むしろ上昇する可能性が高いとし、今後はロシア中銀のインフレ目標である4%に向かい上昇に転ずると見込んでいます。一時は10%を越えていたインフレ率は、その後低下傾向となっていました。底打ちが近づきつつあることを示唆したと見られます。

次に、短期的な金融政策姿勢を占う上で、経済環境を見ると、回復傾向は明確ですが引き続き支援は必要と見られます。例えば、雇用や原油価格の回復を受け小売売上高はマイナスからプラスに転じたとはいえ（図表2参照）、需要主導のインフレ率上昇を懸念するには程遠い水準と思われる。

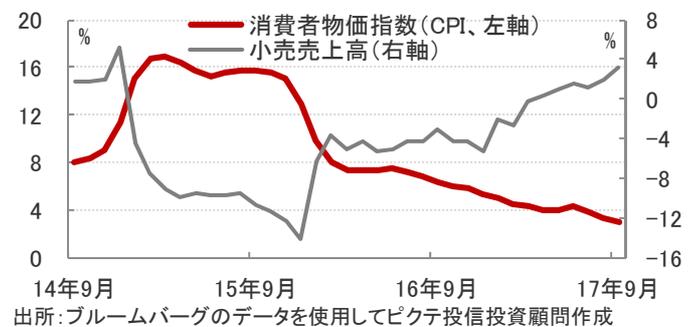
また、中銀の声明にある引き締め気味の政策から中立的な金融政策という言葉は、政策金利が実質ベースでは大幅にプラスであることを指摘したと見られ、当面は政策金利の引下げ余地があることを示唆したと見られます。

したがって、ロシア中銀は当面は、インフレ率と消費など景気指標のバランスに配慮して、利下げ幅の縮小を模索する慎重な利下げへと移行するものと見られます。このロシア中銀の慎重な金融政策運営は、ルーブルにとって、金融緩和でありながら、悪い話ばかりでもないように思われます。

図表1：ロシア政策金利とルーブル（対ドル）の推移  
（日次、期間：2016年10月27日～2017年10月27日）



図表2：ロシアの消費者物価指数と小売売上高の推移  
（月次、期間：2014年9月～2017年9月、前年同月比）



出所：ブルームバーグのデータを使用してピクテ投信投資顧問作成



ピクテ投信投資顧問株式会社

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。