

ロシア中銀、金利の「深掘り」に含みを持たせる

～予想外で利下げ幅拡大も、中期的な物価上振れへの警戒は崩さず～

発表日：2017年12月18日(月)

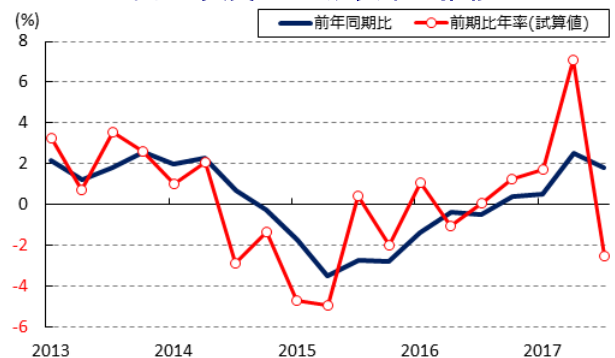
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済の自律回復に加え、国際金融市場も「心地良い」環境が続いているが、昨年来景気の加速感を強めてきたロシア経済は一服している。7-9月期の実質GDP成長率は鈍化しており、前期に大きく加速した反動が出たが、物価安定などを追い風に個人消費は堅調なほか、企業部門の景況感には底堅さがかげえる。欧米の経済制裁は民間部門の重石となり、財政に依存した景気拡大は行き詰まりの様相をみせつつあるが、少なくともロシア経済は最悪期を過ぎて緩やかな景気拡大期に入ったと捉えられる。
- 15日の定例会合でロシア中銀は3会合連続の利下げを決定し、利下げ幅は50bpと前回会合から拡大させた。インフレ率の低下が続いて個人消費は堅調ななか、原油相場の底入れなどを追い風に金融市場は安定しており、同行は利下げ余地が拡大したと判断した。同行は年明け以降の追加利下げを示唆する一方、中期的な物価上振れを警戒する動きもみせるなど利下げ局面の終了が近付いている可能性はある。ルーブル相場については今後も引き続き原油相場の動向に左右される一進一退の展開が続くと予想される。
- 足下の世界経済を巡っては全体的に自律回復の動きが続いている上、世界的な「カネ余り」を追い風に国際金融市場ではマネーの動きが活発化するなど「心地良い」環境にあるなか、昨年以降は景気の加速感を強める展開をみせてきたロシア経済は一服している。7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.82%と前期(同+2.49%)から伸びが鈍化しており、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率ベースでも5四半期ぶりにマイナス成長に転じるなど、過去数四半期に亘って加速感を強めてきた景気に急ブレーキが掛かっている。国際商品市況の底入れの動きなどを反映して鉱業部門や農林漁業部門の生産で加速感が強まる動きがみられる一方、製造業部門の生産に大きく下押し圧力が掛かっているほか、建設業部門の生産も鈍化するなど、第2次産業の悪化が景気の足を引っ張っている。他方、サービス業の生産は押し並べて堅調を維持しており、欧米諸国による経済制裁にも拘らず金融関連やIT関連などを中心に生産拡大の動きを強める動きがみられるほか、小売・卸売関連の生産も底堅く推移するなど、個人消費をはじめとする内需の底堅さを示唆する動きも続いている。なお、7-9月期がマイナス成長に転じた背景には、前期の成長率が公共投資の進捗などを理由に固定資本投資が大きく上振れしたほか、インフレ率の低下やそれに伴う金利低下に加え、昨年来の原油をはじめとする国際商品市況の底入れに伴う交易条件の改善による国民所得の押し上げや雇用環境の改善なども追い風に個人消費が上振れした反動が出たことも影響したと考えられる。また、昨年来の国際商品市況の底入れなどを背景に拡大基調を強めてきた輸出にも足下では頭打ちの兆候が出ており、このことも景気拡大の動きに一服感が出る一因になったと捉えることが出来る。ただし、足下の企業部門の景況感の動きをみると、製造業では年明け直後をピークに頭打ちした後も一進一退

図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所) CEIG より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

の展開となるなど勢いに乏しい動きが続く一方、サービス業については足下で一段と回復感を強めるなど対照的な動きをみせている。こうした背景には、製造業をはじめとする外需の影響を受けやすい分野ではここ数年のルーブル安の進展に伴う価格競争力向上の影響が一巡している一方、サービス業についてはインフレ率低下などに伴う家計部門の実質購買力向上による個人消費の底堅さが景況感の改善を促しているとみられる。他方、固定資本投資の動きをみると公共投資の進捗に大きく左右されており、欧米諸国による経済制裁の影響で対内直接投資の流入額が細っている上、金融収支も大きく縮小していることを勘案すれば、民間部門による自立的な投資拡大の動きは期待しにくい。さらに、公共投資をはじめとする財政出動への依存により足下で財政赤字は拡大基調を強めている上、連邦予算の歳入を補う「予備基金」が枯渇間近となるなかでソブリン・ウェルス・ファンドの「国民福祉基金」との統合を余儀なくされるなど、財政上の余裕も大きく毀損されている。その意味では、足下のロシア経済は最悪期を超える形で緩やかな景気拡大期に入っていると捉えられるものの、引き続き本調子にはほど遠い状況にあることは変わっていないと捉えられる。

- こうしたなか、ロシア中銀は 15 日に定例会合を開催して政策金利を 3 会合連続で引き下げる決定を行った。利下げ幅は 50bp と 10 月の前回会合 (25bp) から拡大しており、政策金利は 7.75% と約 3 年半ぶりの低水準となるなど一段の金融緩和に踏み切った格好となった。通貨ルーブル相場を巡っては引き続き一進一退の動きが続いているものの、原油をはじめとする国際商品市況の底入れなども追い風に足下では比較的堅調な推移をみせている。また、商品市況の底入れに伴い株式指数は上昇基調を強めており、金融市場は活況を呈している。こうしたなか、直近 11 月のインフレ率は前年同月比 +2.5% と一段と減速しているほか、コアインフレ率も同 +2.28% とインフレ率を下回る水準に留まっており、利下げ余地が拡大していることが影響したと考えられる。会合後に発表された声明文では、足下における原油相場の底入れなど一時的な要因に伴い短期的にインフレ率が上振れするリスクに言及する一方、来年末にかけてインフレ率は同行が定めるインフレ目標 (4%) に向けて緩やかに上昇するが、基調として 4% を下回る水準を維持する可能性は高いとの見方を示している。また、足下の景気拡大は個人消費をはじめとする内需がけん引役となっているなか、足下の物価安定に加え、銀行部門による信用拡大の動きが底入れしていることも先行きの景気を下支えするとし、今

図 2 製造業・サービス業 PMI の推移

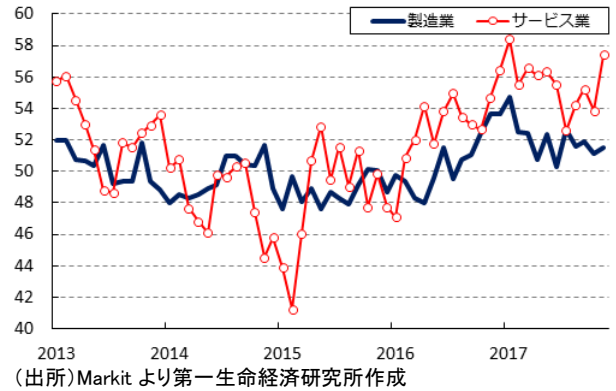


図 3 インフレ率の推移

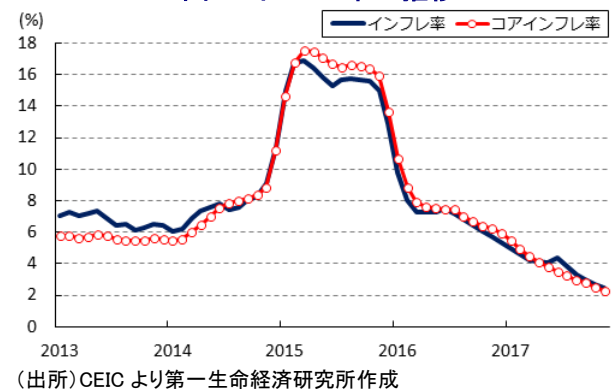
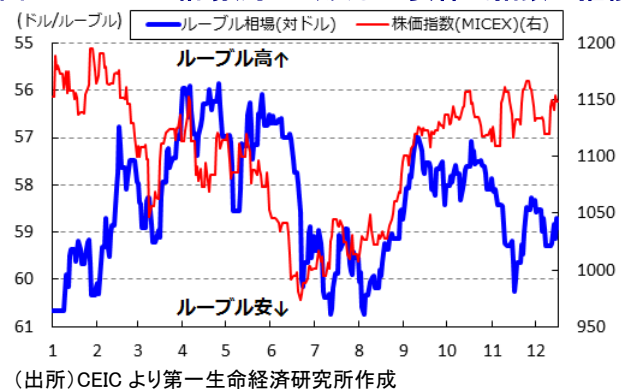


図 4 ルーブル相場(対ドル)及び主要株式指数の推移



年及び来年の経済成長率見通しは「+1.5~2.0%」の範囲内に収まるとしている。こうした足下の物価及び金融市場の安定は、金融政策のスタンスの「「適度なタイト」から「中立的」への漸進的な移行の継続」を容易にしているほか、先行きの政策判断についても「来年前半における追加的な利下げの判断も引き続き『自由（open）』にする」との姿勢をみせるなど、追加利下げに含みを持たせている。他方、中期的な物価見通しについては「上振れするリスクは依然として優勢な状況にある」との考えをみせており、今後の利下げ幅については今回と比較して縮小する可能性は高いと見込まれる。なお、今後の政策判断を巡る不確定要因として幾度となく原油相場に触れていることを勘案すれば、この動向によってさらなる深掘りに動く可能性は残されている。通貨ルーブル相場については先行きも引き続き原油相場の動向に左右される展開が予想され、当面は底堅い動きが続く可能性が高いと見込まれるものの、米国のシェールオイルの動向などを勘案すれば原油相場が上昇一辺倒の動きを強めるとは考えにくく、一進一退の展開を繰り返すとみられる。

以 上