

ロシア中銀は2回連続で利下げ実施、年内の追加利下げも示唆

～景気不透明感が高まるなか、新興国の「利下げドミノ」も追い風に緩和ペースを一段と強める～

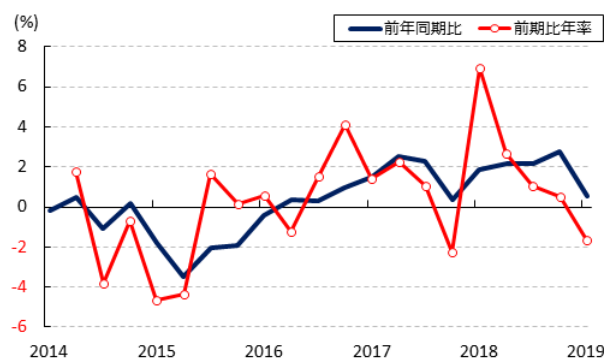
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は減速が意識される一方、国際金融市場は米FRBの姿勢転換も追い風に活況を呈する対照的な動きが続く。ここ数年のロシア景気は緩やかに底入れしてきたが、年明け以降は再び頭打ちし、企業マインドも悪化している。足下では国際金融市場の活況に伴い新興国への資金回帰の動きもみられるなか、ロシアの投資環境も改善しているが、外需を中心に同国経済を取り巻く状況は不透明要因が山積している。
- 景気減速懸念を反映してインフレ率は落ち着いた推移が続くなか、IMFの利下げの助言を受けて中銀は6月の定例会合で利下げに踏み切った。足下では米FRBの「予防的利下げ」観測を受けて新興国で「利下げドミノ」の動きもみられるなか、26日の定例会合で2会合連続の利下げ実施を決定した。また、年内の追加利下げを示唆する姿勢も示した。同国政府は反政府運動を実力で抑え込むなど欧米諸国の経済制裁解除の見通しは立ちにくい、それ故に利下げがグローバル相場の下支え要因となり、先行きも底堅い展開が続こう。

足下の世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化や保護主義的な動きの広がりを反映して、世界貿易が頭打ちの様相を強めているほか、この動きに呼応する形で製造業を中心に企業マインドが悪化して景気減速を意識する向きが強まっている。他方、国際金融市場では年明け以降の米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換をきっかけに先進国を中心に長期金利が低下したほか、世界的に『カネ余り』の状況が続くなかで米国株は過去最高値を更新するなど活況を呈している。さらに、一部のマネーはより高い利回りを求める動きを活発化させており、新興国への資金回帰の動きもみられるなど、実体経済と金融市場は対照的な状況にある。こうしたなか、ここ数年のロシア経済はいわゆる『チャイナ・ショック』をきっかけとする国際金融市場の動揺や世界経済の減速懸念に伴う国際原油市況の調整を受けて、2015年の経済成長率は前年比▲2.3%とマイナス成長に陥ったものの、昨年は同+2.3%と前年（同+1.6%）から伸びが加速するなど、緩やかに底入れする動きをみせてきた。しかし、年明け以降は世界経済の減速懸念が再燃していることを受け、1-3月の実質GDP成長率は前期比年率▲1.67%と5四半期ぶりのマイナス成長に転じたほか、中期的な基調を示す前年同期比ベースでも+0.55%と5四半期ぶりに1%を下回る水準となるなど頭打ちの様相を強めている。さらに、こうした動きに呼応するように企業マインドは製造業、サービス業問わず昨年末をピークに頭

図1 実質GDP成長率の推移



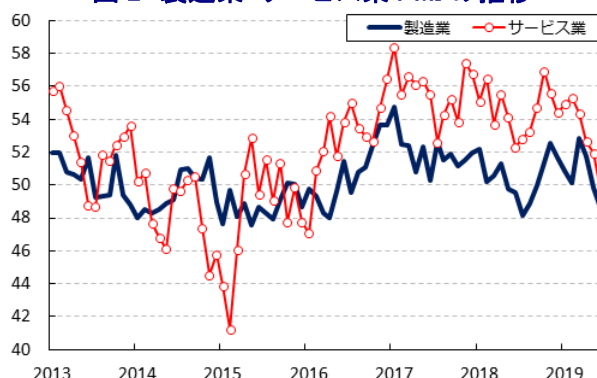
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

打ちの様相を強めており、直近6月はともに好不況の別れ目となる50を下回る水準となるなど『景気後退局面』入りが意識される状況に直面している。このように実体経済を取り巻く環境は極めて厳しいものの、上述のように足下の国際金融市場は比較的良好な状況にあるなか、新興国への資金回帰の動きがみられることも相俟って、ロシアの通貨ルーブル相場は堅調な動きをみせている。こうした背景には、今年2月に主要格付機関の米ムーディーズ・インベスターズ・サービスが同国の

長期信用格付の格上げを実施し、結果として主要格付機関3社がいずれも『投資適格級』とするなど投資環境が『最悪期』を過ぎたことに加え、昨年末に掛けて調整した国際原油市況が年明け以降底入れしたことも影響している。ただし、足下では輸出の半分以上を占めるEU（欧州連合）景気の減速懸念に加え、イギリスによるEU離脱（BREXIT）を巡る行方も不透明感を増すなど外需を取り巻く状況は厳しさを増しており、年明け以降底入れした国際原油市況もOPEC（石油輸出国機構）プラスなどの協調減産にも拘らず頭打ちの様相をみせるなど、ロシア経済の行方には不透明要因が山積している。

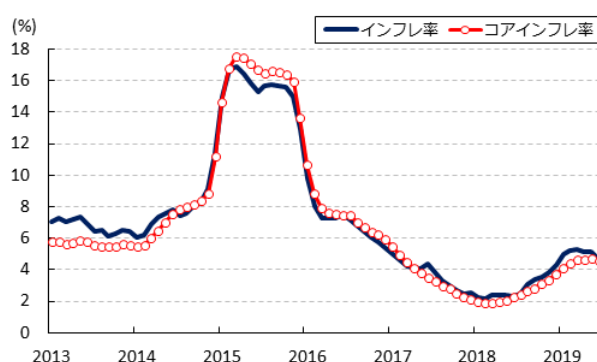
なお、同国政府は今年1月に財政健全化を目的とするVAT（付加価値税）の税率引き上げを実施したため、これに伴いインフレ率が加速感を強めることが懸念されたものの、足下の景気が力強さを欠く展開をみせており、結果的にインフレ率は落ち着いた推移をみせている。他方、昨年末にかけての国際原油市況の急激な調整を受けて、ロシア中銀は昨年12月に通貨ルーブル相場の安定を図るべく利上げ実施に追い込まれたものの、年明け以降は米FRBによる姿勢転換も追い風にルーブル相場は落ち着きを取り戻しており、輸入物価に対する押し上げ圧力は後退している。こうしたなか、5月に同国を訪問したIMF（国際通貨基金）の定例協議（4条協議）ミッションは、中銀による政策運営について利下げ再開のタイミングにあり、利下げ実施が遅れば来年のインフレ目標の達成が困難になるとして、景気も弱含むなかで潜在成長率の向上に向けた改革前進を求める姿勢を示した。このIMFによる『助言』を受けて、中銀は先月の定例会合において政策金利を1年3ヶ月ぶりに25bp引き下げる決定を行ったほか、先行きの追加利下げ実施の可能性に含みを持たせるなど急速に『ハト派』姿勢を強めていることがうかがわれた（詳細は6月18日付レポート「[ロシア中銀、IMFの助言に沿って「利下げ競争」に参戦](#)」をご参照下さい）。さらに、足下では米FRBが『予防的利下げ』を実施する姿勢を示したことで、国際金融市場においてはこの動きを織り込む形でマネーが新興国に回帰する動きが一段と強まり、昨年の国際金融市場の動揺に伴う資金流出を受けて自国通貨安圧力が強まり、

図2 製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

図3 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

景気動向に拘らず利上げ実施に追い込まれた新興国を中心に『利下げドミノ』とも呼べる動きが広がりを見せつつある（詳細は 17 日付レポート「[米FRBの姿勢転換で新興国の「利下げドミノ」は始まるか](#)」をご参照下さい）。このようにロシア中銀にとっては一段の利下げに動きやすい環境が整ったこともあり、26 日に開催した定例会合において政策金利を 2 会合連続で 25bp 引き下げて 7.25% とする決定を行った。会合後に公表された声明文では、物価について「減速が続く」一方、「家計部門のインフレ期待は高止まりしているが、川上の物価に下押し圧力が掛かるなか、先行きはインフレ期待も沈静化する」との見通しを示した。また、金融市場環境については「前回会合以降緩和している」とし、「国内外での利下げ期待が影響している」との見方を示した。一方、同国経済については「外需の鈍化に伴う投資下押しなどを反映して見通しを下回る推移が続いている」としたが、年後半は「公共投資の進捗が景気下支えに繋がる」との見通しを示した。その上で、インフレリスクについて「国内外の景気動向や一時的要因などを勘案すれば限定的」との見方を示したほか、「基本シナリオに基づけば、今後行われる定例会合で一段の利下げ決定に動き、来年半ばまでに中立姿勢への転換が図られる」との見通しを示すなど、追加利下げに含みを持たせる姿勢をみせた。ただし、足下では米FRBのみならずECB（欧州中央銀行）も金融緩和に動く可能性を示唆している上、欧米諸国による経済制裁に伴い国債に対する海外からの需要が見込みにくいなか、同国金融市場においては利下げに伴う国債価格の上昇がルーブル相場への支援要因となる奇妙な展開が続いている。9月に実施予定のモスクワ市議選を巡って独立系候補が事実上出馬を阻止された疑惑を巡って抗議集会が行われたが、同国政府は実力行使による排除に動いた上、多数の野党支持者を拘束するなどの動きをみせており、結果的に欧米諸国による経済制裁が解除される見通しは立ちにくい状況が続いている。しかしながら、ロシア金融市場の特殊性に加え、中銀が今後の追加利下げの可能性を示唆したことも相俟ってルーブル相場は引き続き底堅い展開が続くと見込まれる。

図 4 ルーブル相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

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。見通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。