

2020 年 7 月 31 日

通貨ニュース

ロシア：利下げ幅が 25bp に縮小も、緩和の一巡感には乏しい

ロシア中央銀行(CBR)は 7 月 24 日、金融政策会合を開催し、政策金利(1週間物レポ金利)を従来の 4.50%から 4.25%へと 25bp 引き下げることを選定した(図表 1)。政策金利は過去最低を更新した。行動規制の緩和により経済活動が促されているものの、国内外経済の回復ペースは漸進的になるとみられ、2021 年のインフレ率が目標(前年比+4.0%)を下回るリスクに対応する。なお、声明文には以下の記述が今回も残され、今後の会合における追加利下げの可能性が示唆された。

If the situation develops in line with the baseline forecast, the Bank of Russia will consider the necessity of further key rate reduction at its upcoming meetings.

CBR はインフレの動向について、前回会合と同様に、4-6 月期に生じた国内外の需要急減(*steep decline*)の影響が 2021 年前半まで広範に残るだろうとの認識を示した。足許の状況としては、4 月以降の RUB 持ち直しで輸入物価の上昇圧力が和らいだことや、家計や企業の期待インフレ率が低迷したままである点に新たに言及した(図表 2)。

また、CBR は今回の会合に際して、経済見通しをアップデートした(図表 3、4)。2020 年については実質 GDP 成長率見通しを大きく変えたわけではない(中央値は前年比▲5.0%を維持)。ただ、消費や投資、輸出は従来以上の落ち込みを想定。声明文では以下の記述で先行き不透明感を伝えている。それでも成長率が大きく変わらないのは、輸入が相応に落ち込むことで相殺されるためである。2021 年については実質 GDP 成長率見通しが小幅に上方修正された(中央値:前年比+4.0%←同+3.8%)が、2020 年に消費と投資の落ち込みが深くなる分、反動も大きくなるということであろう。

Further economic recovery might be unstable due to a fall in incomes, moderate consumer behaviour, cautious sentiment of businesses and external demand-side restrictions.

かかる状況下、インフレのリスクは下方(デフレーション)に傾いているというのが CBR の認識である。従来同様、国内外におけるパンデミックの行方や対応策の規模、経済活動への影響、経済正常化のペースについては不透明感が残るという。また、CBR は以下のように述べ、家計の貯蓄志向の根強さも新たにデフレーション要因として挙げた。

Persistent changes in the households' preferences and behaviour together with higher propensity to save might also exert a constraining influence on inflation.

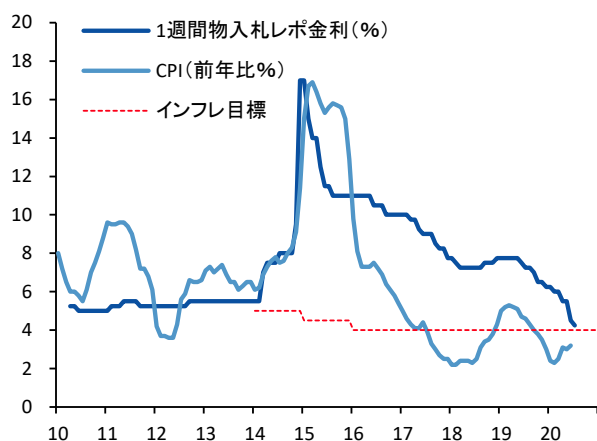
市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

このほか、ナビウリナ CBR 総裁の会見にも興味深い言及がみられた。ひとつは、政策決定の際、危機対応の財政拡張後に生じる緊縮の影響も考慮とした点である。同総裁によれば、金融政策の効果は3～6四半期のラグをもって現れるので、2021～2022年に生じる財政緊縮の影響を和らげる(offsetting)ことが出来るという。では、パンデミックが長期化して追加財政出動の可能性が高まれば、もしくは緊縮時期が後ずれする見通しとなれば、追加利下げやフォワードガイダンスの導入もありうるのだろうか。

もう一点は、CBR が実質中立金利のレンジ(real neutral key rate range)を1～2%に下方修正した点である。従来は2～3%であった。インフレ目標(4%)を考慮すると名目ベースは5～6%となる。ただ、足許のインフレ率を考慮すると、4～5%と政策金利(4.25%)には低下余地が見出せなくもない。同総裁は中立金利は可変的であると述べたが、ではなぜ今見直しを明らかにしたのか判然としない。

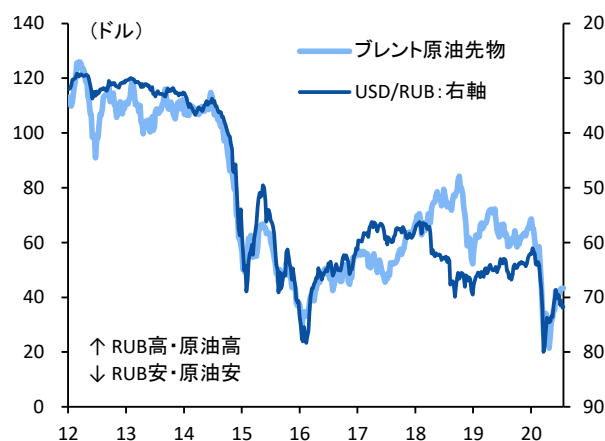
次回会合は9月18日。現状のところ25bpの追加利下げの可能性が高そうだ。

図表 1: 政策金利とインフレ率



出所: ロシア中央銀行、国家統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 原油価格と USD/RUB



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: ロシア中銀の中期経済見通し(7月公表時点)

	2019年	2020年	2021年
【経済指標(前年比、%)】			
実質GDP成長率	1.3	▲4.5～▲5.5	3.5～4.5
最終消費支出	2.4	▲3.8～▲4.8	3.5～4.5
総資本形成	3.8	▲9.0～▲12.0	4.8～6.8
輸出	▲2.3	▲13.0～▲15.0	4.5～6.5
輸入	3.4	▲18.8～▲21.8	7.7～9.7
インフレ率	4.5	3.1～3.3	3.3～4.0
【原油価格(ドル/バレル)】			
ウラル原油	64	38	40
【国際収支(10億ドル)】			
経常収支	65	2	3
貿易収支	165	58	74
サービス収支	▲36	▲18	▲31
外貨準備	66	▲18	▲13

出所: ロシア中央銀行、みずほ銀行

図表 4: ロシア中銀の中期経済見通し(4月公表時点)

	2019年	2020年	2021年
【経済指標(前年比、%)】			
実質GDP成長率	1.3	▲4.0～▲6.0	2.8～4.8
最終消費支出	2.4	▲0.6～▲2.6	2.3～4.3
総資本形成	3.8	▲7.0～▲13.0	2.3～6.3
輸出	▲2.3	▲10.6～▲14.6	3.7～7.7
輸入	3.4	▲5.6～▲11.6	4.9～8.9
インフレ率	4.5	3.1～3.9	4.0
【原油価格(ドル/バレル)】			
ウラル原油	64	27	35
【国際収支(10億ドル)】			
経常収支	65	▲35	▲18
貿易収支	164	43	66
サービス収支	▲36	▲34	▲39
外貨準備	66	▲47	▲20

出所: ロシア中央銀行、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。