



# “ジュネーブから今を見る” 今日のヘッドライン

欧州

2017年12月18日

## ロシア中銀の、ここがサプライズ

市場の0.25%利下げ予想と同様、今回は慎重に0.25%引下げると予想していただけに、0.50%という利下げ幅はサプライズでした。ただ、ロシア中銀も今後の利下げについては、やや慎重な面も見られます。

### ロシア中央銀行：市場予想を上回る0.50%の 利下げを実施、政策金利は7.75%へ

ロシア銀行（中央銀行）は2017年12月15日、政策金利である1週間物入札レポ金利を8.25%から0.50%引下げ、7.75%とすることを発表しました（図表1参照）。市場ではほぼ全員が0.25%引下げの8.00%とすることが予想されていました。ロシア中銀は声明で、インフレ率が5か月以上の間（ロシア中銀のインフレ目標である）4%を下回っていること（図表2参照）、過去の金融引き締め政策の効果がインフレリスクを低下させたことを、今回の利下げの背景としています。

#### どこに注目すべきか：

#### 期待インフレ率、市場予想、国債購入

市場の0.25%利下げ予想と同様、今回は慎重に0.25%引下げると予想していただけに、0.50%という利下げ幅はサプライズでした。ただ、ロシア中銀も今後の利下げについては、やや慎重な面も見られます。

声明などでサプライズであったのは、次の点です。

まず、期待インフレ率に対する認識です。ロシア中銀は今回の利下げの主な要因として、過去の金融政策の効果と、期待インフレ率の低下をあげています。ロシア中銀は声明で足元の期待インフレ率は4%程度に低下したことを示唆しています。しかし、声明の後半で述べているように、ロシアの期待インフレ率は不安定で上下に変動するリスクが考えられます。市場では、今回は0.25%の利下げにとどめ、期待インフレ率が低水準にとどまることを確認したうえで、追加利下げというシナリオを想定していたと見ていただけに、ロシア中銀が期待インフレ率について前倒した印象です。

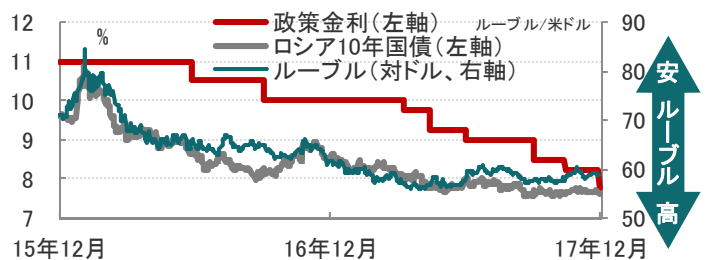
次に、市場予想と異なる決定をしたことです。会見でロシア中銀のナビウリナ総裁は市場でほぼ全員が0.25%の引下げを予想していたことは認識しながら、あえて0.50%の利下げを決定していることです。市場との対話を重視し、スムーズな政策変更を主流とする最近の中銀スタイルとしては、やや違和感もあります。質疑応答でもこの点について質問がありました

が、ナビウリナ総裁の回答はあまり明確でなかった印象です。もっとも、ロシア中銀は今後の政策について、まずポーズを置いて、場合によっては利下げという慎重な姿勢で、市場との違いは小さいことから、為替などへの影響は見られなかったのかもしれない。

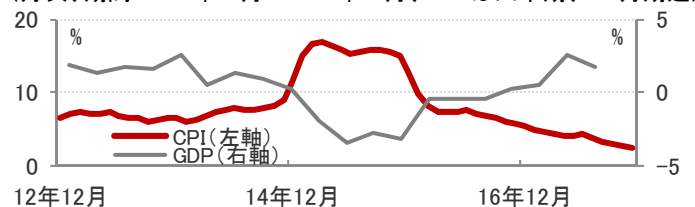
最後に、タイミングです。質疑応答でもあったように、西側のロシアに対する制裁がロシア国債の売買への警告からさらに引上げられる可能性も噂されているなか、通貨安のリスクも伴う予想外の利下げにはやや意外感もありました。なお、ナビウリナ総裁は国債購入について問われ、完全に否定はしなかったものの、意味があるか分からないとして、（今の段階では当然ながら）距離をおいた姿勢のように見られます。

ロシア中銀の会見通りであれば、中立の金融政策への移行を続けるなか、慎重ながら今後の追加利下げの可能性を否定しないスタンスと思われる。

図表1：ロシア政策金利、10年国債利回りとルーブル  
（日次、期間：2015年12月18日～2017年12月15日）



図表2：ロシアCPI(前年同月比)とGDP(前年同期比)  
（月次、期間：2012年12月～2017年11月、GDPは四半期、7-9月期迄）



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。