

ロシアレポート #28 (追加)

ロシア中銀利上げ：インフレ目標達成を重視。更なる政策変更を含み。 2012/09/14

(1) 事実：インフレ率の目標レンジ超えと、コアインフレ率上昇を中銀は懸念

ロシア連邦中央銀行（以下単に中銀）は、9月13日の会合で主要政策金利であるリファイナンス金利を0.25%引き上げて8.25%とすることを決定しました（実施は9月14日から）。発表された声明文¹の要旨は下記の通りです。

- 中銀は2012年9月13日にリファイナンス金利やその他政策金利を0.25%引き上げることを決定（9月14日より適用）
- この決定は物価およびインフレ期待の上昇に伴うインフレ懸念（中期的目標インフレ率を超える懸念）と経済成長見通しの双方を考慮した結果である。
- 9月10日時点のインフレ率は前年比+6.3%となり、これは2012年の目標レンジ（前年比+5.0-6.0%）の上限を超えている。前年比でみた場合、物価上昇をけん引しているのは食料品と、各種公定価格の計画的引き上げである。ロシアを含め世界的な基礎的農産品の不作が、特にインフレ期待上昇を通じてのインフレリスクとして残存している。過去数ヶ月、コアインフレ率（大きな変動要因を除いたインフレ率）は徐々に加速し、8月には前年比+5.5%に達した。これはマネタリー要因のインフレへの影響拡大を示している。
- 総供給はほぼ限界に近い。7月の固定資本投資は減速を続け、小売売上高も前年比伸び率を低下させた。一方、鉱工業生産は回復し、生産者のセンチメントはポジティブな水準を維持している。労働市場改善とローン拡大のペースは安定化の兆しが見えるが水準は依然高く、これらは内需の安定的拡大を支えている。
- 中銀はインフレリスクや海外経済、金融引締めの結果の観察を続ける。中銀の政策決定は中期的インフレ目標と経済見通し、インフレ期待に基づく。

(2) 考察：今回、中銀は景気よりもインフレ目標²達成を重視

今会合でのリファイナンス金利変更はある程度予測されたものでした。その理由として、前回8月10日の声明文で行われた表現変更が、前回リファイナンス金利変更の前月³にみられたものと同じパターンだったからです（但し今会合直前の市場予測は「リファイナンス金利据え置き」が優勢でした）。ただ、リファイナンス金利変更の方向については利上げ・利下げ双方の可能性が考えられる状況でした。今回、中銀が利上げを決定したことによる

¹ http://www.cbr.ru/eng/pwe.aspx?file=/eng/press/dkp/120913_174204eng_ref_0912.htm（英語）
http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/press/DKP/120913_174204refi_rate.htm（ロシア語）

² 長期的方向性として、ロシアの金融政策はインフレ目標制に接近しています。

³ 2011年11月25日。その翌月12月23日の会合でリファイナンス金利が変更（8.25%⇒8.00%）されました。

プラス・マイナス要因は下記の通りで、見方を変えれば中銀は下記プラス要因をマイナス要因よりも重視したことになります。

i) プラス要因

- マネタリー要因を通じたインフレおよびインフレ期待の抑制
- やや過熱気味だった消費者ローン拡大を抑制し、家計消費を冷ます効果
- ルーブル高

ii) マイナス要因

- 経済成長の抑制。ロシアの実質 GDP は 11Q4 前期比+1.4%、12Q1 同+0.3%、12Q2 同+0.3%（経済発展省推計）と減速基調にある。
- 消費者ローンに比べ伸び悩む企業向けローンの一層の伸び悩みと、その結果としての固定資本投資の更なる減速

図表 1 ロシアの主要経済指標（主に季節調整済前期・前月比）⁴

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12/5	12/6	12/7
実質GDP(前期・前月比、%)	1.0	0.5	1.4	1.4	0.3	0.3	0.4	0.2	-0.2
実質鉱工業生産指数(前期・前月比、%)	1.5	1.3	0.7	1.0	1.5	0.4	1.6	-0.2	0.4
実質固定投資(前期・前月比、%)	-15.2	10.0	1.9	9.9	-7.4	2.6	3.8	-0.1	-1.5
実質可処分所得(前期・前月比、%)	3.0	-1.5	1.6	0.4	0.1	0.0	0.2	1.1	-0.9
実質小売売上高(前期・前月比、%)	1.0	1.4	2.8	1.4	0.4	1.0	0.6	0.5	-0.1
失業率(%)*	6.8	6.7	6.7	6.3	5.8	5.7	5.7	5.8	5.7
輸出(前期・前月比、%)*	11.9	10.3	-2.5	6.6	-0.1	-5.5	-2.5	-3.9	2.1
輸入(前期・前月比、%)*	13.1	9.3	-4.3	1.4	4.1	-3.1	0.1	1.8	4.8
貿易収支(億ドル)*	435	488	491	566	532	483	164	142	138

<資料> 経済発展省

*筆者季節調整値。輸出・輸入・貿易収支につき7月は経済発展省、その他は中央銀行。

(3) 今後の見通し：中銀は今後の政策自由度を確保、更なる政策変更を含み

今会合の声明文の特徴は、前回のリファイナンス金利変更時（2011年12月23日）にみられた「現在の金利水準はインフレと経済成長のバランスを維持できる」との表現が入っていないことです。景気・物価の大幅な変動が予想される中、中銀は今後の政策自由度を確保したとみられ、近い将来における更なる政策変更を含みを残しています。

以上

⁴ 月次数値のうちシャド一部分は過去に発表された数値で、実際には経済発展省内部でその後改訂されている可能性があります。

担当	シニア・アナリスト 榎本 裕洋	TEL 03 - 3282 - 7582 E-mail: Enomoto-Y@marubeni.com
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町 1 丁目 4 番 2 号 丸紅ビルディング 12 階 経済研究所	
WEB	http://www.marubeni.co.jp/research/index.html	

(注記)

・本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。

・本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。