

ロシア・中東欧経済の見通し

～2011年も安定成長が続くロシア中東欧経済～

1. 概況

ハンガリーは景気回復に遅れ

ロシア中東欧経済の現状をみると、ロシア、チェコ、ポーランドについては、回復傾向が鮮明になる一方、ハンガリーの回復が遅れている。

ロシア経済は2009年第3四半期以降、原油価格の上昇とともに、回復傾向を強めている。今年の第3四半期は猛暑の影響で減速した模様だが、足元では堅調に推移している。

チェコ、ポーランド経済は底堅く推移

チェコについては、ドイツ向け輸出を起点に回復傾向を強めているほか、ポーランドは、輸出以外に個人消費も底堅く、回復が続いている。しかし、ハンガリーについては、外貨建債務の問題から民間需要が低迷しており、今年に入っても依然として低水準での横ばいを続けている。

来年の成長率は総じて加速

今後は、ロシアについては、原油価格の緩やかな上昇に合わせ、堅調に推移しよう。チェコはユーロ圏景気の減速により、輸出が弱含みとなることから、2011年の実質GDP成長率は2%台にとどまろう。ポーランドも輸出は弱含みだが、個人消費が安定して推移することから、3%台の成長を維持するとみられる。景気回復が最も遅れているハンガリーも、新政権の減税効果などで、来年の成長率は2.3%まで持ち直すであろう。

2. 主要国動向

(1) ロシア

①景気の現状

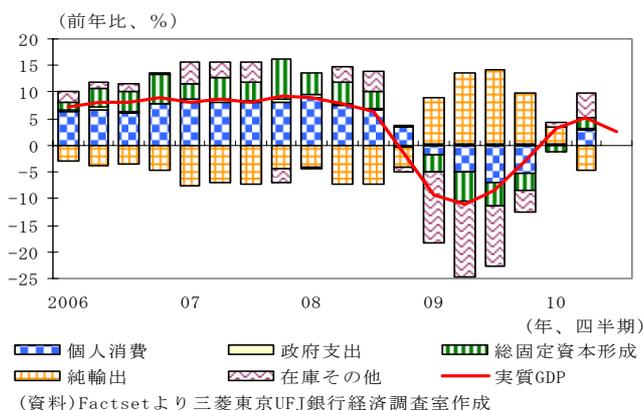
第3四半期の実質GDP成長率は2.0%前後

ロシア経済は2009年第2四半期を底として、回復傾向にある。今年第1四半期からは実質GDPの前年比の伸び率もプラスに転じ、第2四半期は前年比5.2%に達した(第1図)。直近第3四半期(速報値)は同2.7%に減速したが、この背景には、夏の猛暑及び旱魃がある。旱魃のなか森林火災により生じたスモッグの被害が都会にも及び、生産・消費活動全般が抑制された。特に、穀物収穫が約3割減となるなど、農業生産が大幅に減少したことが成長率低下の要因であると考えられる。

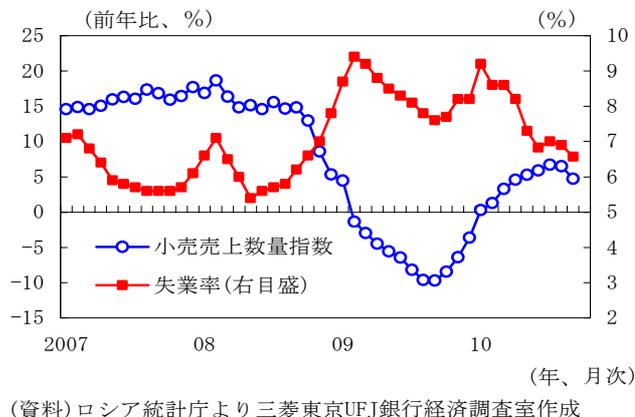
雇用は改善傾向

家計部門をみると、製造業部門が堅調であることを反映し、雇用情勢は改善傾向にある。1月の9.2%をピークに失業率は低下している(第2図)。7、8月と下げ止まりの兆候を示したが、9月には6.6%まで低下した。その結果、個人消費も持ち直している。実質小売売上は、9月こそ早魃による食料品価格の上昇などで、前年比+6.6%と前月の同+6.9%より減速したものの、増加傾向にある、既に水準は2008年秋のグローバル金融危機前の水準まで回復してきた。

第1図：実質 GDP 成長率



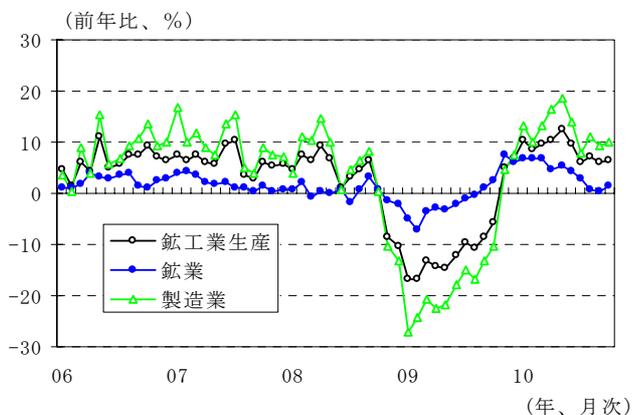
第2図：小売売上及び失業率



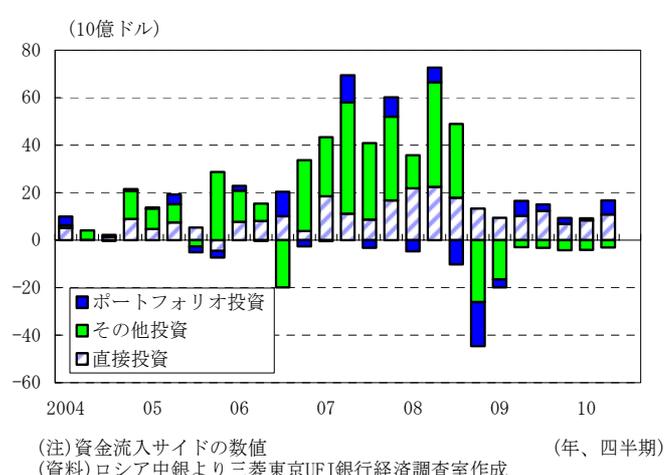
鉱工業生産の伸びは鈍化

鉱工業生産指数は、前年水準を上回る状況が続いているが、その勢いは鈍化している(第3図)。製造業は、自動車生産が好調なこともあり、10月に前年比9.9%の伸びを示した一方、鉱業は同1.4%と弱めの伸びにとどまった。生産水準は、まだグローバル金融危機前の水準に戻っていない。

第3図：鉱工業生産指数



第4図：資本収支



②金融動向

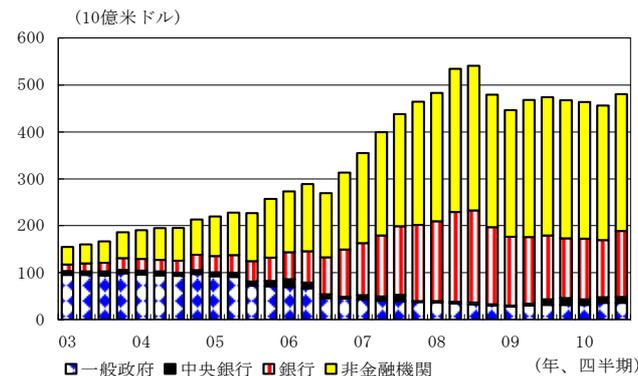
資金の流入傾向は続く

ロシアへの資金流入の状況をみると、直接投資は比較的安定して流入している。また、今年第2四半期には、ポートフォリオ投資の流入額も増加しており、証券市場への資金流入が進んでいることがうかがえる。一方、対外借入などのその他投資は、2008年秋以前と比べると少ない(第4図)。これは、2008年秋までが過剰な額の流入であったといえ、足元は、むしろ健全な調整といえる。

対外債務残高をみると、2009年第4四半期から今年第2四半期まで減少していたが、第3四半期には4,800億ドル台へと増加した(第5図)。銀行部門が前期より180億ドル残高を増やしたことが主因だが、その他全ての部門もわずかながら残高を増やしている。

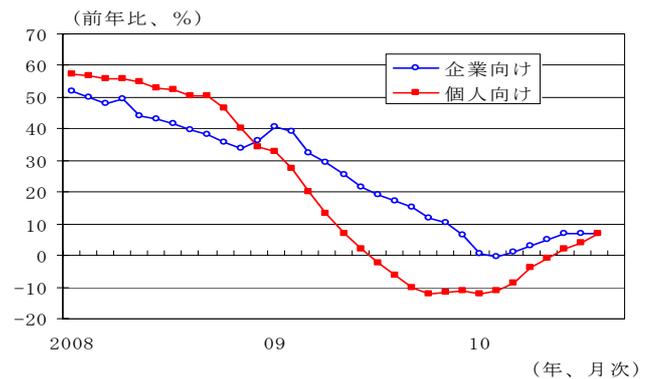
ロシアの海外からの資金調達は、2008年秋の金融危機以前と比べれば、低い水準にあるが、緩やかな回復傾向にあるといえよう。

第5図：対外債務残高



(資料)ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：銀行貸出残高の動向



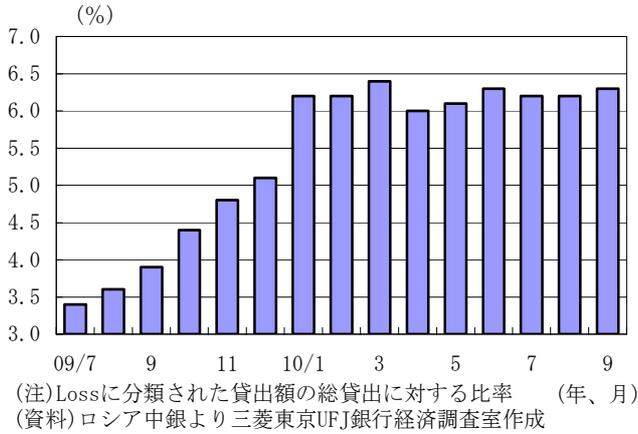
(資料)ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国内の銀行貸出は持ち直し

銀行貸出については、持ち直している。企業向け、個人向け、それぞれ8月には前年比+6.8%、+7.8%と前年水準を上回った(第6図)。ただし、このまま銀行貸出が2009年初め頃までのように前年比+20%を上回るようなスピードで増加していくことはないであろう。貸出の分類で「Loss」と分類された額の総貸出に占める比率をみると、今年9月には6.3%と、1月以降高止まりしている(第7図)。不良債権処理は、ロシアの金融システムの大きな課題である。不良債権処理を一層進め、金融システムの健全化を進めることが必要であろう。

不良債権比率は高止まり

第7図：不良債権比率



第8図：株式相場の動向



株価は足元、上昇傾向

株式相場は、今年に入り、ギリシャのソブリンリスク問題が大きく動いた5月に急落したが、以降持ち直し、足元では、ほぼ4月の水準に戻している(第8図)。欧州全般の株価動向に合わせた動きを示している。

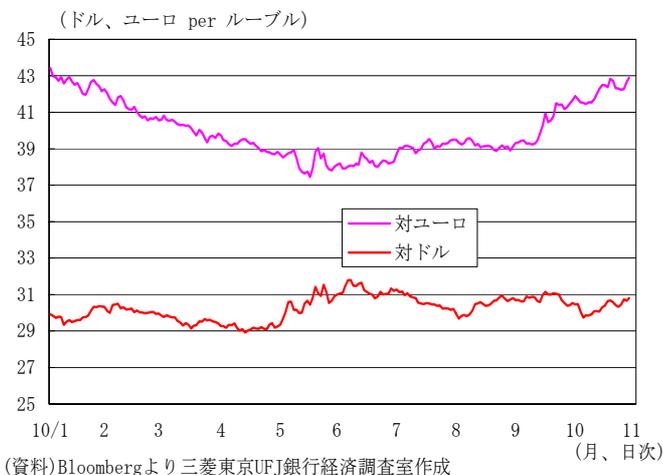
ルーブルは、足元、対ドルで安定、対ユーロで下落

ルーブル相場をみると、対ドルでは、足元安定した動きを続けている一方、対ユーロでは、ユーロ相場が対ドルで上昇していることから、安くなっている(第9図)。原油価格の上昇が、ロシアの外貨資金繰に対する懸念を和らげたほか、ロシア経済の回復がルーブル相場の足元の落ち着きにつながっている。

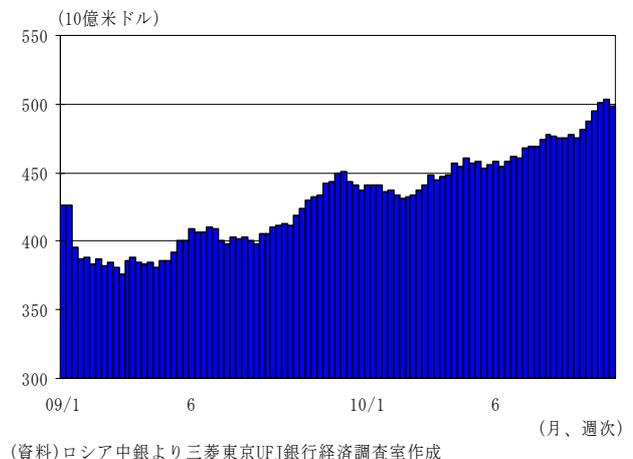
外貨準備は5千億ドルまで回復

外貨準備については、2008年の8月に6千億ドル近くあったものが、ルーブル買いのために外国為替市場へ介入した結果、一時3,700億ドル台まで減少したものの、足元ほぼ5千億ドル程度まで回復してきた(第10図)。ロシアについては、外貨に対する懸念は払拭されたといえよう。

第9図：為替相場の動向



第10図：外貨準備の動向



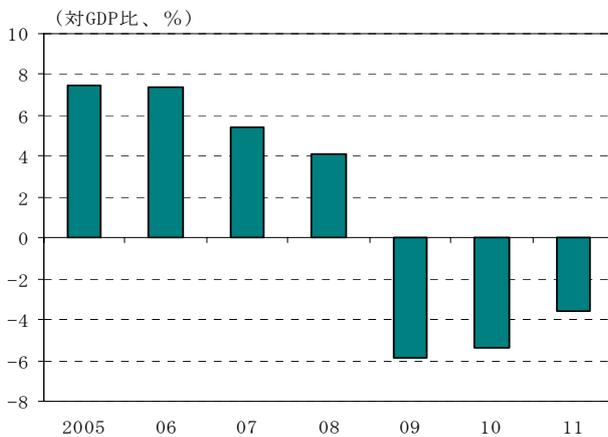
③財政収支

2010年の財政赤字対GDP比は縮小

歳入面での原油関連収入依存度は上昇

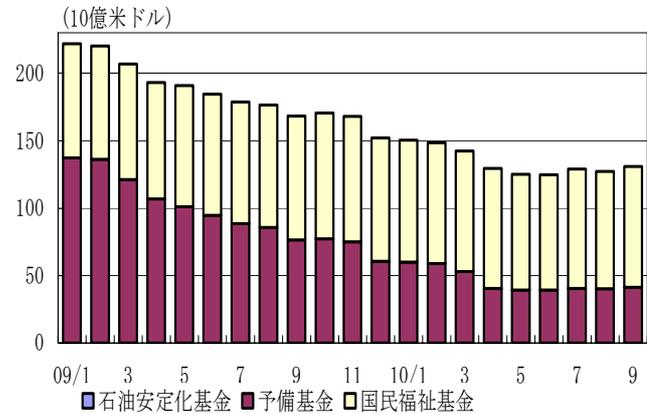
ロシアの連邦政府予算の財政赤字の対GDP比をみると2009年に5.9%へと急速に悪化した後、政府予測によれば、2010年には5.3%へと低下する見込みである(第11図)。ただし、歳出総額は2009年よりも増額されるものの、対GDP比は2009年の24.7%から22.7%へと低下する。一方、歳入面では、原油価格の上昇に伴い、原油、天然ガス関連収入が増加したことから、歳入総額も増加する。原油・天然ガス収入が歳入総額占める割合は、2009年の40.7%から2010年には、48.1%へと上昇する。まだ、景気が本格回復に転じていないなか、その他の税収の伸びは限定的なものにとどまっていることも影響していよう。

第11図：連邦政府予算の財政赤字の動向



(注) 2010、11年は政府予測
(資料) EIUより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：予備基金・国民福祉基金



(注) 各月1日現在の残高
(資料) ロシア財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2013年に財政赤字の対GDP比は3%未満に

財政赤字の補填には、主に原油販売収入を積み立ててきた予備基金の資金が使われるが、予備基金の残高は、2009年以降、財政資金への繰り入れのため急減し、足元では、400億ドル程度となっている(第12図)。ただし、2011年以降は、予備基金からの繰り入れは大幅に削減される計画となっている。

ロシア政府は連邦政府予算の赤字の対GDP比を2011年には3.6%まで低下させ、さらに、2013年には3%を下回る水準にする計画を立てているが、今後も原油価格の動向が、ロシアの財政には大きな影響を与えるであろう。

④見通し

実質 GDP 成長率は 2010 年 3.7%、
2011 年 3.9%

2010 年は、夏場の猛暑及び早魃により、第 3 四半期の成長率は急減速したものの、第 4 四半期には持ち直しに転じることから、年間の実質 GDP 成長率は 3.7%と 2009 年の▲7.9%からプラス成長に転じる。

2011 年については、原油価格が緩やかに上昇していくことから、引き続き安定した成長が続く見込みで実質 GDP 成長率は 3.9%となろう。

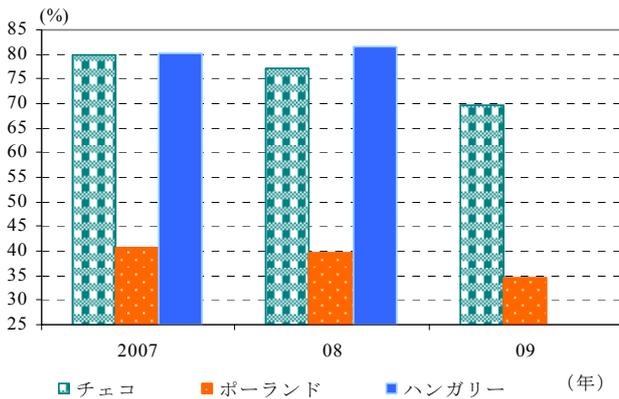
(2) チェコ

①景気の現状

ドイツへの輸出増に支えられ、回復は続く

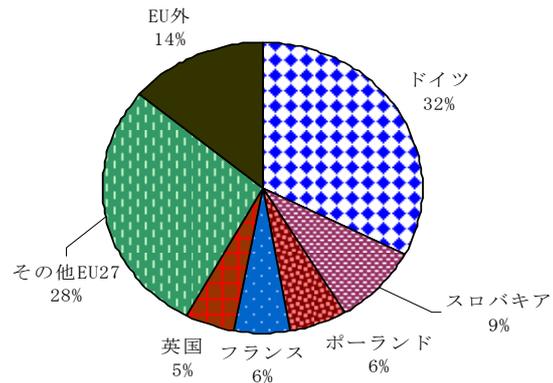
輸出主導型のチェコ経済の回復は続いている。チェコの輸出の GDP に占める割合は約 70%、ドイツへの輸出が輸出全体に占める割合は 32%となっており、予想以上に回復したドイツ経済の恩恵を受けたことも大きい(第 13、14、15 図)。

第 13 図：輸出の GDP に占める割合



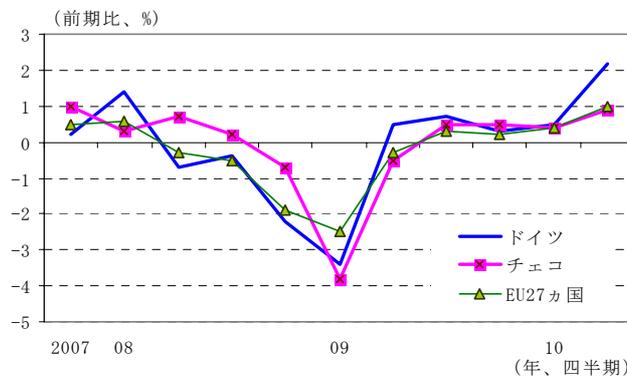
(資料) 世銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 14 図：輸出先 (2009 年)



(資料) EIUより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：実質 GDP 成長率比較

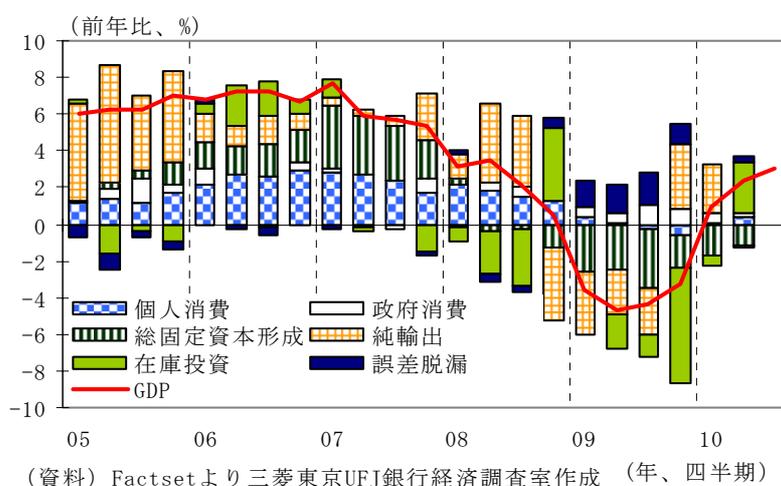


(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

実質 GDP も、2年ぶりの高い伸び率

チェコの実質 GDP は昨年を底に改善してきている(第 16 図)。実質 GDP 成長率を寄与度別にみると、今年第 1 四半期には主要輸出先であるドイツを含めた EU 諸国の景気回復に沿う形で純輸出が伸び、前年比 1.0%と前期の同▲2.9%から大きく改善した。第 2 四半期は在庫調整の進展により、在庫投資が増加したことで回復が続き、直近第 3 四半期(速報値)は前年比 3.0%と、主に製造部門および貿易部門に支えられ、およそ 2 年ぶりの高い水準を記録した。

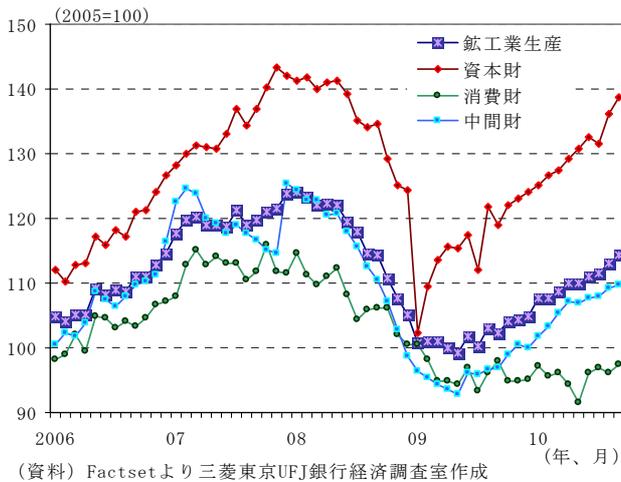
第 16 図：実質 GDP 成長率



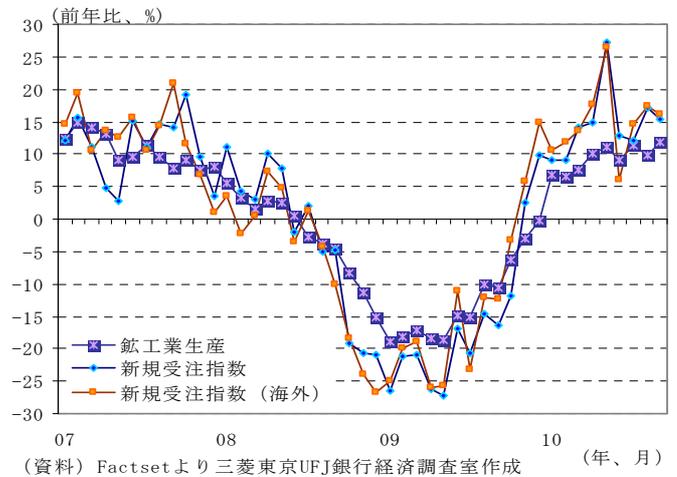
鉱工業部門の回復傾向も鮮明

輸出の増加を受けて、鉱工業部門の回復傾向が鮮明になってきた。新規受注が伸びたほか、在庫調整の進展を受け、鉱工業生産も増加傾向にある(第 17 図)。生産水準はグローバルな景気後退前のピークを 9.4%下回っているものの、2009 年 5 月の底から 13.7%増加した。家計の需要は弱含みであることから、消費財は依然として伸び悩んでいるものの、下げ止まっている。一方で資本財は 2009 年 1 月の底から 30%戻すなど、急速な拡大傾向にあるほか、中間財も昨年 5 月以降は増加傾向にある。先行指標である 9 月の鉱工業新規受注指数は前年比+15.5%、海外新規受注はこれを上回る同+16.2%と輸出向けの生産に支えられているとみられる(第 18 図)。また、鉱工業部門の景況感指数もリーマンショック直前の水準まで戻した(第 19 図)。

第 17 図：鋳工業生産指数



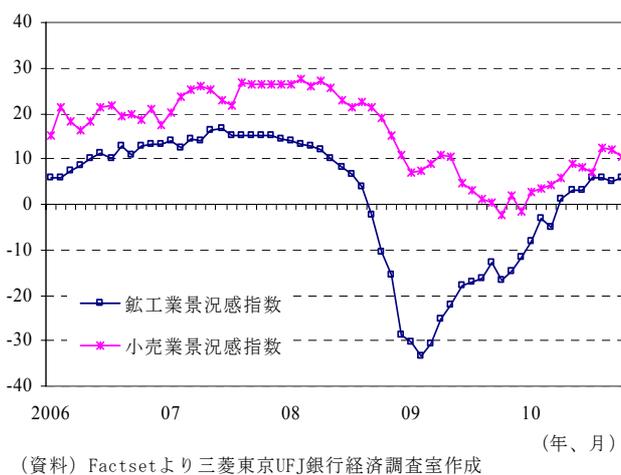
第 18 図：鋳工業生産・新規受注



財政緊縮の本格化は、需要回復への重しに

鋳工業生産の回復を反映し、雇用情勢など家計部門を取り巻く環境も改善しつつある。実質賃金上昇率はプラスの伸びを維持しており、失業率は2月をピークに既に低下傾向にある（第 20 図）。小売売上の伸び率は月々の振れが大きいですが、前年比マイナスが続いた昨年と比較すると、今年に入り、総じて売上減少には歯止めがかかってきているとみられる。ただし、先行きについては、主要輸出先では 2011 年から財政緊縮が本格化し、国内でも公共部門の雇用削減などが実施されることから、失業率が再び上昇し、家計の需要回復の重しとなることが予想される。

第 19 図：景況感指数



第 20 図：小売売上と失業率



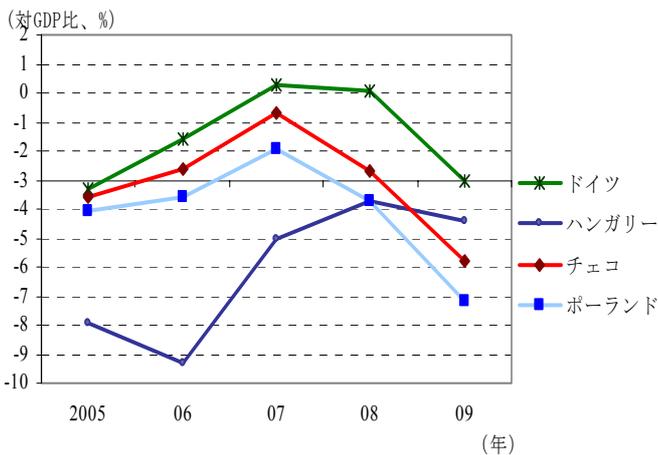
②財政収支

財政赤字の目標達成へ

2009年は景気対策で財政支出が増加した一方で、金融危機により税収は減少したことから、チェコの財政赤字は対GDP比5.9%と2008年の同2.9%から拡大した(第21図)。今年の財政赤字目標は対GDP比率で5.3%とされている。しかし、ネチャス首相が7月に、現状のままでは今年の財政赤字の対GDP比率は5.8%となると危惧したことから、各省庁の支出を追加で削減するという対策が講じられることになった。結果、現時点では、財務省は今年の財政赤字は、目標上限を下回る対GDP比5.1%となると見込まれている。なお、政府債務残高の対GDP比は、昨年35.3%(第22図)、今年は39.3%になると予測されており、これはマーストリヒト条約で定められている上限60%を下回ることから、当面、財政面の大きなリスクはないと考えられる。

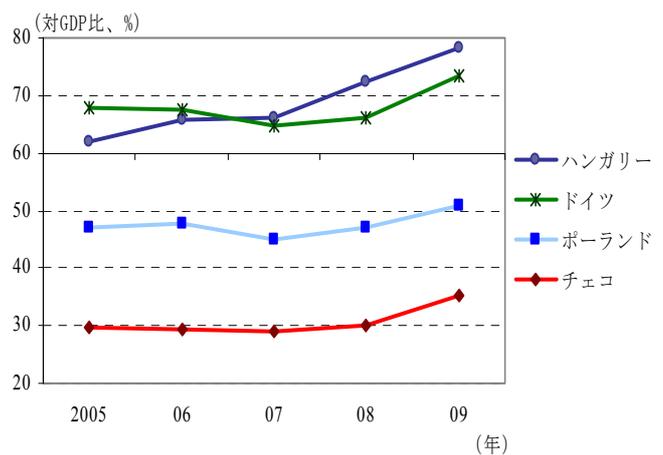
財政面で大きなリスクは、当面なし

第21図：財政赤字



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第22図：政府債務残高



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③見通し

実質 GDP 成長率は、2010年1.8%、2011年2.3%へ

輸出主導型であるチェコ経済は、2010年はドイツをはじめとしたEU諸国の予想を上回る輸出需要に支えられるとみられる。また、在庫調整の進展を受けた在庫投資の増加も年内は持続すると考えられる。よって、2010年の実質GDP成長率は前年比1.8%となろう。2011年は、実質賃金の上昇が家計消費の支えとなる一方で、ユーロ圏のソブリン危機の対策としてEU主要国の財政緊縮が本格化し、輸出需要が減少することから、実質GDP成長率は前年比2.3%となろう。

(3) ハンガリー

①景気の現状

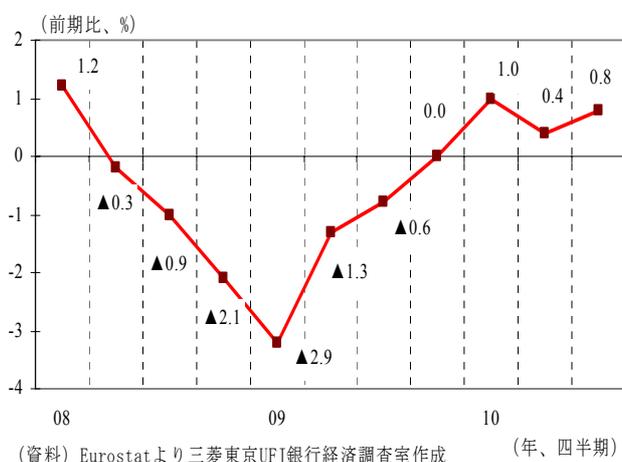
他の中欧国に遅れた景気回復

企業や家計のローン残高は下げ渋る可能性

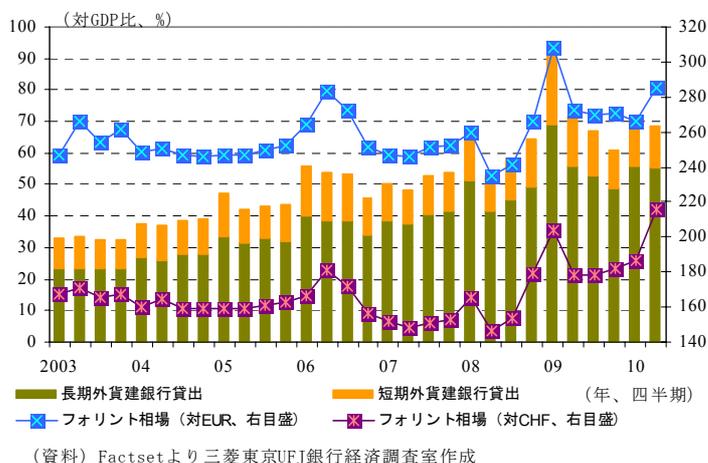
ハンガリー景気は、2008年第2四半期以降実質GDPの減少が続いていたものの、2009年第4四半期に実質GDP成長率が前期比横ばい、2010年第1四半期には同1.0%となり、ようやく景気後退局面を脱した(第23図)。その後は内需の回復が遅れるなか、ドイツの輸出需要の増加を反映し、外需が牽引役となり、プラスの伸びが続いた。

民間需要の回復にはこれまで外貨建て債務負担という障害があった。金融危機以前にスイスフランやユーロなどの外貨建てのローンを増やした結果、フォリント安により、外貨による収入源のない家計の負担は2009年第1四半期に急増した(第24図)。その後、企業や家計はバランスシートの改善に取り組んできた。しかし、足元でフォリントは対ユーロおよび対スイスフランで下落、特に対スイスフランでは過去最低水準まで下落するなど、企業や家計のローン残高の早急な減少は難しいとみられる。依然、投資や消費の本格的な回復に至るまでの道のりは長いといえよう。一方でフォリント安は短期的には輸出を促進するため、主要輸出先の景気回復も相まって、輸出促進に貢献していると考えられる。

第23図：実質GDP成長率



第24図：銀行貸出とフォリント相場



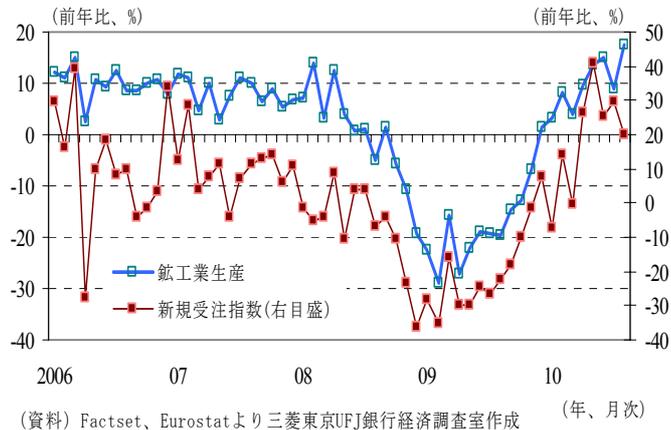
雇用面での改善はみられはじめるが

外需依存型経済であるハンガリーでは、ユーロ圏の回復を受けて鉱工業製品の輸出も増加してきており、鉱工業生産は、足元では前年比で二桁の伸びがみられるようになってきた(第25図)。生産面での持ち直しを受けて、失業率も4月の11.8%をピークに緩やかな低下傾向にある(第26図)。また、EUサーベイによる消費者信頼感指数も▲20.0と改善傾向にはあり、1990年以降の長期平均である▲33.0より高い。家計部門でも、これまで2

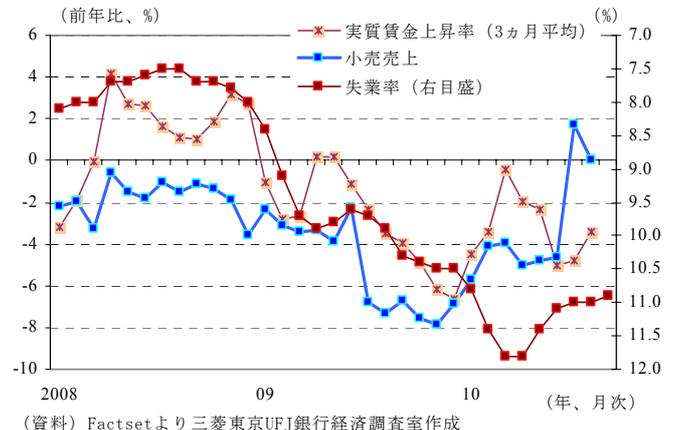
小売売上の回復は遅れる

年以上も前年比マイナスを記録してきた小売売上が7月に前年比+1.7%とプラスに転じたが、8月には前年比横ばいに低下した。7月は好天やワールドカップ効果という一時的な押し上げ効果による加速と考えられる。

第25図：鉱工業生産



第26図：小売売上和失業率



②財政・政治リスクが混在

昨年は社会党の厳しい財政緊縮策

ハンガリーは厳しい債務・財政状況に直面し、昨年は前社会党政権・バイナイ前首相のもと、IMFからの融資にも支えられ、財政緊縮策に取り組んだ。財政赤字は前年から増加したものの、対GDP比4.4%にとどまった。しかし、深刻な景気後退の中での財政緊縮は既に外貨建ローンの負担増を強いられた企業や家計にとって厳しく、投資、消費はともに低迷した。当然の帰結として、厳しい政策を断行した社会党の支持は低迷し、今年4月の総選挙では野党でポピュリズムに走ったフィデス・ハンガリー市民連盟が定数の3分の2以上の議席を獲得し、与党であった社会党に勝利した。

結果、ポピュリズムに走ったフィデス・ハンガリー市民連盟が勝利

しかし政府高官の発言が問題に

新政権では、政府高官が「自国の財政がギリシャと同様のリスクにさらされており、前政権が財政データを改竄した」と発言し、今年の財政赤字を対GDP比3.8%に収めるといふ財政目標を同7.0%まで緩めようと画策した。しかし、金融市場はギリシャ問題を契機に既に緊張状態にあったことから、フォリントは下落、リスクプレミアムは上昇した。この状況を受けて、政府は発言を撤回し、市場の信頼を回復するための財政緊縮は不可避となった。

IMFとの協議は中断、ただし、当面融資の必要性はなし

一方で、今年7月にIMFとの協議が中断され、今後は融資を受けないことが決定された。協議の中断の原因は、ポピュリズム寄りの政府が歳出削減よりも、銀行をターゲットにした追加課税に重点を置いたことである。銀行税は、銀行の利益を減らし、自己資本の蓄積を妨げることから、厳しい経済情勢のもとでは、企業や家計への貸出を抑制し、結果として投資・消費が弱含み、景気回復を遅らせるリスクがあるため、IMFは銀行税よりも歳出削減

策が必要であるということを示唆した。

これに対して、ハンガリー政府は当面追加融資を必要としておらず、9月には、市場からの資金確保は可能であると判断した。今後はEUのみと協議を行うとしている。ただし、金融市場に残る不安感を払拭するために、9月のEUの閣僚会議では2011年までに財政赤字を対GDP比3.0%以内に抑える姿勢を改めて示した。

10月3日の地方選挙では、フィデス・ハンガリー市民連盟が再び大勝し、政府はその後13日に4月から待たれていた財政緊縮策の具体案をようやく発表した。主な政策としては、既に実施されている銀行に対する特別税に加えて、小売、通信、エネルギー部門へも3年間の特別課税を実施している。金融・産業部門への増税は、企業の景況感回復を遅らせる可能性もあり、結果的に歳入自体を下押しする懸念もある。

また、これまで年収の9.5%が年金保険料として徴収され、そのうち同1.5%相当が国で運用、同8.0%が民間で運用されていたが、政府は今年11月から14ヵ月間、保険料全てを国民の選択により国が運用することを可能にすることで、政府資金の増加を図っている。

金融・産業部門への増税には懸念も

③見通し

2010年1.0%、
2011年2.3%成長

政府がようやく10月に示した追加の財政緊縮策が実施されることで、2011年までに財政赤字を対GDP比で3.0%以下に抑えるという短期的な目標は達成可能とみられる。しかし、銀行に3年間に渡って特別税を課すことで、銀行貸出が減少し、実体経済に影響を及ぼす可能性はある。また、小売、通信、エネルギー部門への追加課税は消費者への価格転嫁を引き起こしインフレ率が上振れるリスクもあろう。一方で、EU諸国向けの輸出の拡大に加えて、個人所得税率の引き下げ、中小企業の法人税減税措置により、景気は下支えされるとみられることから、2010年の実質GDP成長率は前年比+1.0%、2011年は同+2.3%となると予想される。

(4) ポーランド

①景気の現状

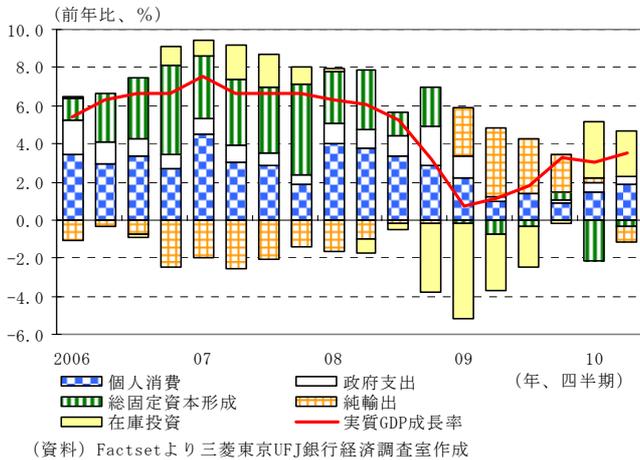
景気回復ペースは
加速

ポーランドの景気回復ペースは加速した。第2四半期の実質GDP成長率は、前年比3.5%と、前期から0.5%ポイント上昇した(第27図)。他の中欧諸国とは異なり、外需依存度が他の中欧国と比較して低めであるポーランドでは金融危機の実体経済への影響は限定的であった。個人消費の水準をみても、それほど低下しておらず、緩やかな回復が続いている。また、今年前半は在庫調整の進展を受けて在庫投資も増加したことで、成長が続いた。一方で、主要輸出先であるEU諸国の景気回復が続いているほか、

今後はインフラ投資も活発化

ズロチが弱含みであることが支えとなり（第28図）、輸出も当面は堅調に増加すると考えられる。今後は2012年にウクライナとの欧州サッカー選手権を共催するため、インフラ投資などが活発化することが予想される。

第27図：実質GDP成長率



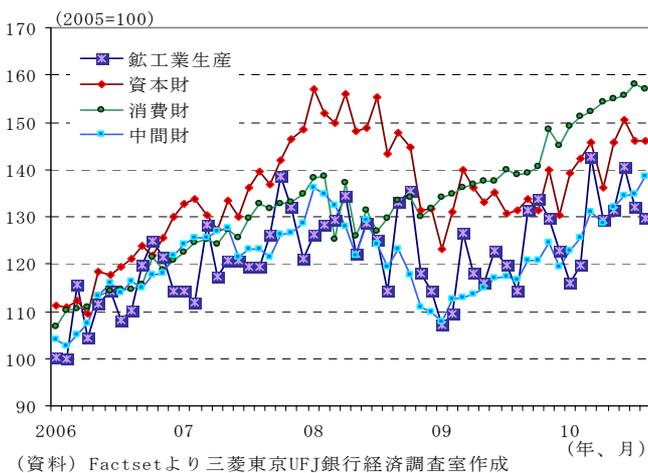
第28図：ズロチ相場



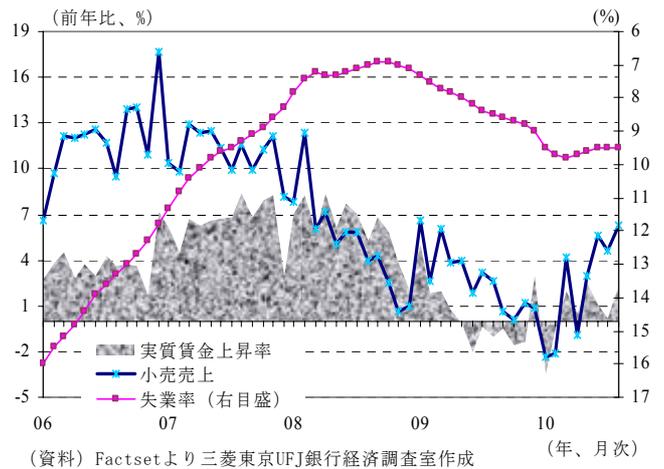
失業率も2月以降低下傾向

鉱工業生産については、金融危機後に資本財および中間財の生産は縮小した一方で、消費財は2009年以降は生産の拡大傾向が続いている（第29図）。また、家計を取り巻く環境をみると、実質賃金上昇率は弱含みではあるものの、失業率は2月をピークに低下傾向にあることなどから、個人消費は今後も底堅く推移しよう（第30図）。

第29図：鉱工業生産



第30図：小売売上と失業率



②財政収支

財政赤字が目標を超える可能性

IMF 融資枠もあることから、財政面のリスクは回避へ

政府は9月に発表した来年度の予算案において、歳入面については、付加価値税率、タバコ税率などの引き上げを承認した。しかし、来年10月の国会選挙を控え、公務員の給与据置きを除いて、目立った歳出削減策はない。足元では、トゥスク首相は今年の財政赤字は対GDP比7.0%を超える可能性に言及し、当初の2012年に同3.0%以内に収めるという目標の達成が難しくなったことを示唆した。ただし、ポーランドは、景気が悪化した際の緩衝材としてのIMF融資枠を持っていることもあり、金融市場でのネガティブな反応はみられなかった。このように、ポーランドは早急に財政赤字を削減する必要性に駆られていないため、財政赤字目標の達成は2013年にずれ込む可能性が高くなっている。政府債務残高については、昨年は対GDP比51.0%と当面のリスクはないが、マーストリヒト条約で定められている同60.0%に近づいている。また、国内の定義での政府債務残高は対GDP比49.9%となっているが、国内の法律では同定義で50%を上回るようなことがあれば、財政に制約が課されることになっている。すなわち、政府債務残高が急激に増加するようなことがあれば、自動的に財政緊縮策の遂行が義務付けられるため、財政面のリスクは回避されよう。

③見通し

2010年3.3%、
2011年3.6%成長

個人消費の回復と在庫投資が進んだ今年の実質GDP成長率は、前年比3.3%と高めの伸び率となることが予想される。2011年については、主要輸出先であるユーロ圏の財政緊縮が進み、輸出需要は減少する可能性もあるが、引き続き個人消費は底堅く推移すると考えられる。この結果、2011年の実質GDP成長率は2010年よりやや加速し、前年比3.6%になると予想される。

表：ロシア東欧経済の見通し

	名目GDP 2008年 (10億ドル)	実質GDP成長率(前年比%)			消費者物価上昇率(前年比%)			経常収支(億米ドル)		
		2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
ロシア	1,675	▲7.9	3.7	3.9	11.7	6.8	7.0	490	788	702
チェコ	216	▲4.1	1.8	2.3	1.0	1.5	2.3	▲21	▲35	▲44
ハンガリー	154	▲6.3	1.0	2.3	4.2	4.8	3.5	▲1	7	▲9
ポーランド	529	1.7	3.3	3.6	3.5	2.5	3.1	▲72	▲124	▲144
ロシア・中東欧	2,575	▲5.5	3.3	3.6	8.7	5.4	5.6	396	636	505

(ロンドン駐在、本多 克幸、コウバーン 弘華)

照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL:03-3240-3204

E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページ <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。