

ロシア・中東欧経済の見通し

～各国とも内需の抑制要因を抱えるなか外需も総じて弱く、景気低迷は当面継続～

1. ロシア・中東欧経済の概況

西欧諸国の景気後退による外需の落ち込みが続く ロシア・中東欧経済は総じて低調に推移している。まず各国共通の要因としては、主要輸出先である西欧諸国の景気後退によって、外需の落ち込みが続いていることが挙げられる。また中東欧については、国毎に程度は異なるが、各国とも財政面での問題を抱えており、歳出削減や増税などが内需の重しとなっている。

ロシアは資源価格の軟調が減速要因 それぞれの国の状況をみていくと、ロシアは、輸出の約 7 割を占める鉱物資源（原油、天然ガス等）の市況軟調が景気減速の根底にある。中国など新興国の景気回復が緩慢なものに止まるなか、資源価格は今後も軟調な推移が予想されるため、ロシア経済も当面低調を余儀なくされよう。

チェコ、ハンガリーの景気後退は長期化 中東欧では、チェコとハンガリーで景気後退が継続しており、共に 5 四半期連続のマイナス成長となった。チェコでは 2013 年 1 月より追加的な増税が実施されており、今年中の景気後退脱却は難しいとみられる。ハンガリーは、バランスシート調整が継続中であるほか、過大な政府債務に起因する通貨下落リスクがあり、顕在化した場合の影響が懸念される。

ポーランドは景気底割れを回避する見込み 一方、ポーランドは、建設投資の落ち込みによって減速しつつも、今のところ景気後退は免れている。インフレ鈍化や中銀の利下げが下支えとなり、先行きも底割れは回避する見込みである。

第 1 表:ロシア・中東欧経済の見通し

	名目GDP (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 (億ドル)		
	2012年 (実績)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年 (予測)
ロシア	2,022	3.4	2.9	3.3	5.1	6.2	5.8	813	480	360
チェコ	196	▲1.3	▲0.5	1.5	3.3	1.8	1.6	▲53	▲41	▲38
ハンガリー	127	▲1.7	▲0.2	1.1	5.7	2.6	3.0	22	24	23
ポーランド	488	1.9	1.2	2.0	3.7	1.4	2.0	▲174	▲190	▲180
ロシア・中東欧	2,833	2.6	2.2	2.9	4.7	4.9	4.7	608	273	165

2. 主要国の動向

(1) ロシア

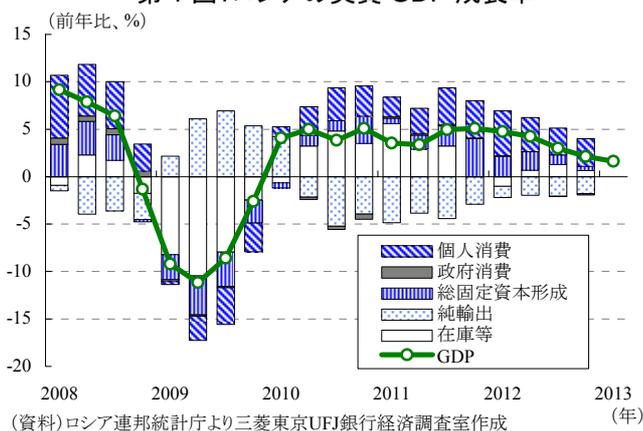
①景気の現状

企業部門を中心に
景気減速が続く

ロシア経済は、企業部門を中心に景気減速が続いている。第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比+1.6%となり、2010年以降のプラス成長局面としては最も低い伸びまで鈍化した（第1図）。ユーロ圏等の景気低迷を受けて輸出の伸び悩みが続いているほか、企業の設備投資の減速や公共投資の減少等による総固定資本形成の鈍化なども景気の重しとなっている。一方、個人消費は、比較的良好な雇用環境を背景に底堅さを維持している。

設備投資減速の背景は、昨年9月の中銀の利上げを映じた貸出金利の上昇、金融機関の貸出基準厳格化に伴う融資の伸び鈍化（第2図）、輸出低調による投資マインドの冷え込みなどである。

第1図：ロシアの実質 GDP 成長率



第2図：ロシアの企業向け貸出額と貸出金利



②見通し

資源価格の軟調と
外需の低迷が下押し
し要因に

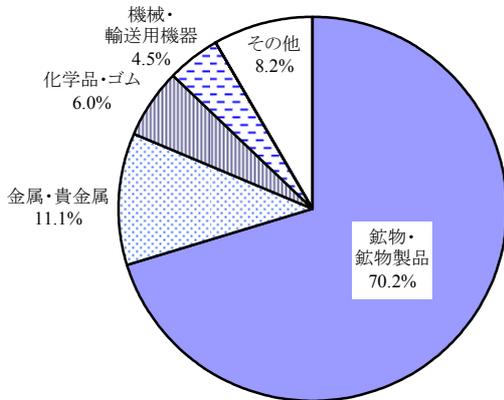
ロシアの景気は当面低調に推移する公算が大きい。中国を始めとする新興国の景気回復が緩慢なものに止まるなか、資源価格は軟調な推移が予想され、資源輸出に対する依存度が高いロシアにとっては大きな景気下押し要因となろう（第3図、第4図）。また、ユーロ圏を中心に欧州の景気低迷継続が見込まれるため、数量面でも輸出の伸びは期待しにくい。少なくとも2013年中については、輸出が景気の牽引役となる可能性は小さいとみられる。

家計部門の底堅さは
景気の下支えに

一方、家計に関しては、比較的良好な雇用環境を背景に、消費の底堅い伸びが見込まれる。足元の失業率は5%台と、リーマンショック前並みの水準まで改善しており、名目賃金も二桁台の増加が続いている。ただし、昨年後半以降は、実質賃金の伸び鈍化や家計向けローンの伸びのピークアウト等もみられるため、個人消費に景気下支え以上の力強さを期待するこ

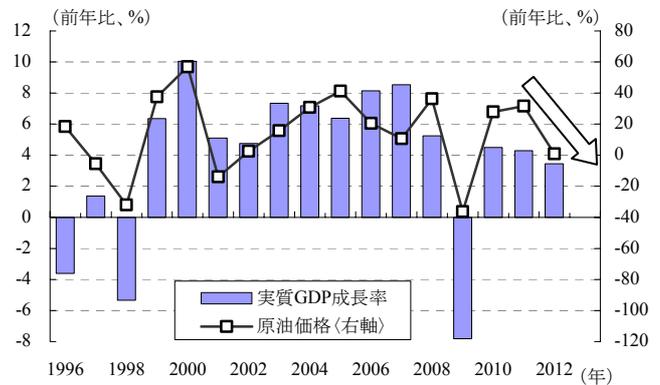
とは難しいとみられる。

第3図：ロシアの輸出品目構成比(2011年)



(資料)ロシア連邦統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ロシアの実質 GDP 成長率と原油価格



(注)原油価格はブレント、WTI、ドバイの単純平均。

(資料)ロシア連邦統計庁、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

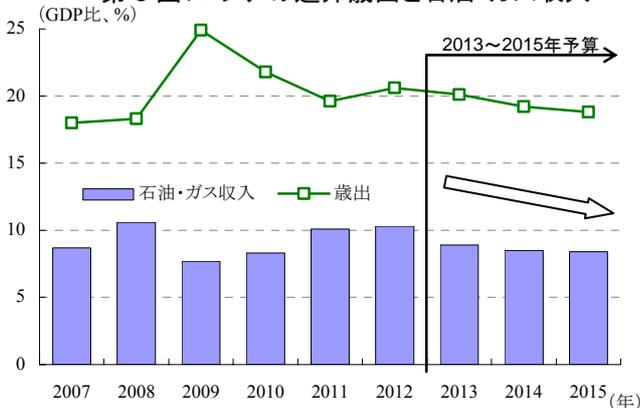
抑制的な財政スタンスも景気に対する逆風のひとつ

また、財政・金融政策による景気刺激の余地も限られている。ロシアでは2013年予算から、過去数年の原油価格に基づいて算出した基礎原油価格を前提に歳出の大枠が定められることとなった。本ルールに基づくと、2013年の歳出の対GDP比は20.1%と2012年の同20.6%から低下し、さらに2014年には同19.2%に縮小と、景気に対しては抑制的な財政スタンスが続く見通しとなっている(第5図)。

インフレリスクの見極めが金融緩和の判断を左右

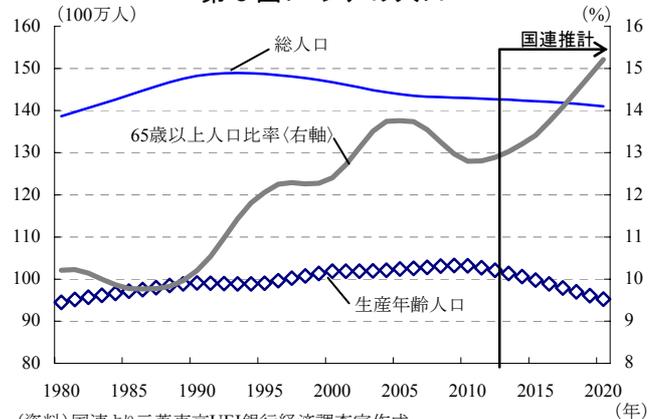
こうしたなか、中央銀行に対しては金融緩和の要請が強まっており、6月には、タカ派として知られるイグナチエフ総裁に替わり、プーチン大統領の側近であるナビウリナ前経済発展相が新総裁に就任する予定である。ただし、足元のインフレ率は中銀の目標レンジ(5~6%)の上限を上回っているため、金融緩和に踏み切る上ではインフレリスクの慎重な見極めが不可避である。とりわけロシアは、2010年以降、生産年齢人口の減少局面に入っており、低成長下でも労働需給逼迫による賃金インフレが発生しやすい点には留意する必要がある(第6図)。

第5図：ロシアの連邦歳出と石油・ガス収入



(資料)ロシア財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：ロシアの人口



(資料)国連より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) チェコ

①景気の現状

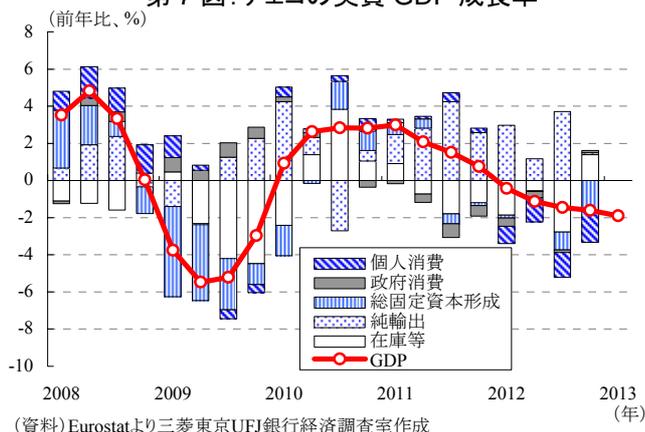
2012年初頭以降、
景気後退が継続

チェコ経済は景気悪化が進行している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比▲1.9%となり、マイナス幅が一段と拡大した(第7図)。2012年以降の景気落ち込みの主因は、物価上昇による個人消費の大幅な減少である。基調としてのインフレ圧力は必ずしも高くないものの、2012年は付加価値税の軽減税率引き上げ(食料品等が対象、10%→14%)や公共料金の上昇がインフレ率を押し上げ、家計の購買力を低下させた。

足元に掛けて輸出
のマイナス幅が拡大基調

昨年末以降の動きとしては、輸出が減少に転じ、足元のマイナス幅が前年比▲10%台まで拡大していることも懸念材料である(第8図)。債務問題の影響によって景気後退が続くEU向けだけでなく、米国、中国、ロシアなどEU以外の相手国向けの輸出も減少に転じたことが、輸出全体の落ち込みを大きくしている。

第7図: チェコの実質GDP成長率



第8図: チェコの輸出



②見通し

景気後退は今しばらく
継続する公算

先行き、実質GDP成長率のマイナス幅が縮小に転じるものの、プラス成長への早期回帰は難しいとみられる。足元、家計については、インフレの落ち着きなどを受けてマインドに持ち直しの動きも出ているが、企業マインドの悪化傾向には歯止めが掛かっていないためである。インフレという国内要因による景気下押し圧力が緩和してきたところで、輸出不振という海外要因による下押し圧力が高まってきたことが懸念される。

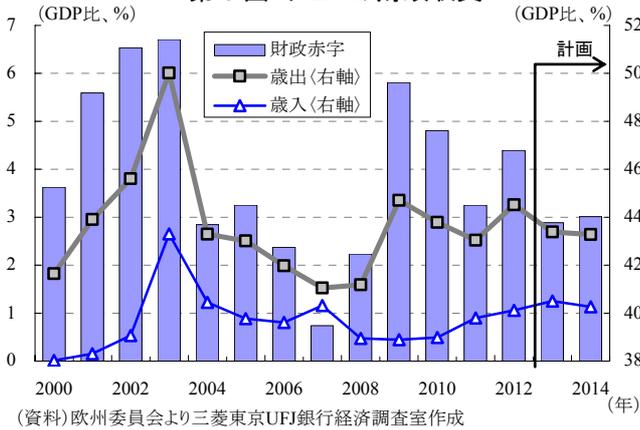
財政緊縮は2013年
も継続

内需についても大きな期待は掛けにくい。チェコ政府は、2013年の財政赤字をGDP比2.9%(2012年は同4.4%)に削減することを目標に、1月から付加価値税率の再引き上げや高所得者を対象とする新税導入を実施した。これらの増税と同時に歳出抑制も方針に掲げられており、内需を下押しすることが予想される(第9図)。

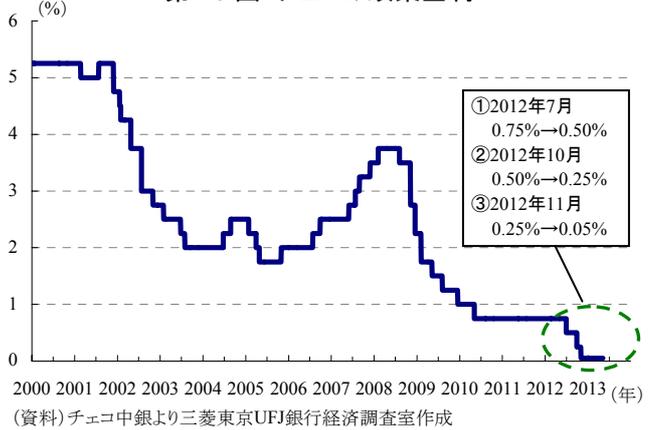
利下げの効果も限定的

金融政策による景気下支え効果も限定的である。中央銀行は昨年後半以降、利下げを実施し、政策金利を0.05%まで引き下げたが、利下げ前の水準も0.75%とかなり低水準であったため、利下げ幅自体は小幅なものにならざるを得なかった（第10図）。景気後退からの脱却は、ユーロ圏がプラス成長に転じ、輸出の下げ止まりが見込まれる2014年以降となろう。

第9図：チェコの財政収支



第10図：チェコの政策金利



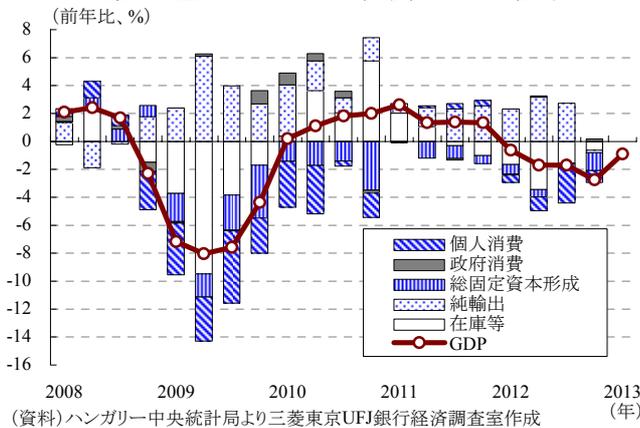
(3) ハンガリー

①景気の現状

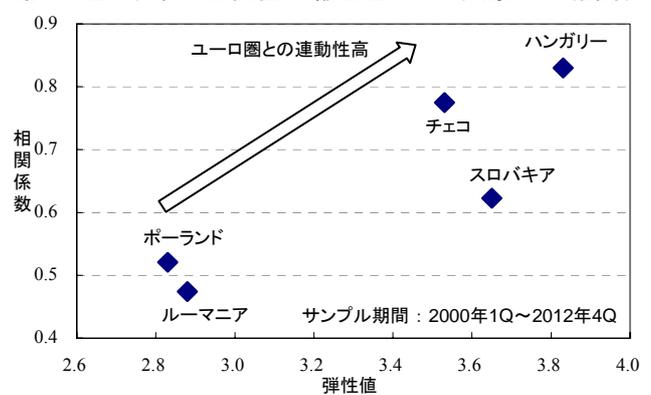
信用収縮を背景に景気後退が継続

ハンガリーでも景気後退が継続している。第1四半期の実質GDP成長率は前年比▲0.9%と、前期の同▲2.7%からマイナス幅は縮小したものの、引き続きマイナス圏内で推移した（第11図）。景気悪化の主因は、海外資金の流出や金融機関の総資産を課税対象とする銀行税の導入（2010年）等に起因する信用収縮である。銀行の貸出フローをみると、足元は毎月500億フォリント（GDP比0.2%）前後のマイナス（返済超過）が続いており、消費や住宅投資、設備投資の下押し要因となっている。

第11図：ハンガリーの実質GDP成長率



第12図：中東欧主要国の輸出とユーロ圏景気の相関性



とくに企業部門については、昨年末以降、輸出が減少傾向に転じるなど、厳しさが一段と増している。中東欧諸国の輸出は総じてユーロ圏景気との連動性が高いが、中でもハンガリーはユーロ圏の動向に左右されやすく、深刻な景気後退の一因となっている（第12図）。

②見通し

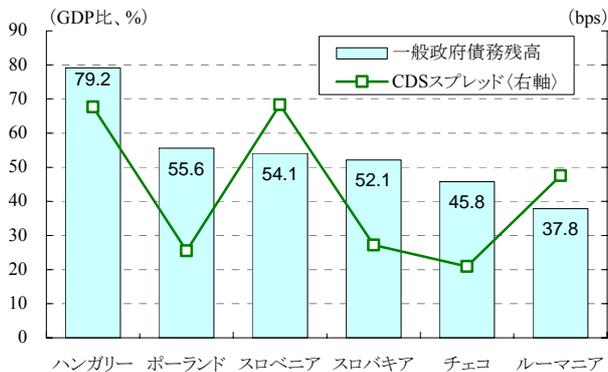
景気後退脱却には、今しばらく時間を要する公算

景気の落ち込みペースに緩和の兆しはみられるものの、景気後退から抜け出すには、今しばらく時間を要する公算が大きい。たしかに、家計については、付加価値税率引き上げ（2012年1月）の影響一巡や電気・ガス料金の値下げ（2013年1月）等を映じた、インフレ率の低下を背景にマインドが持ち直しつつある。しかし、信用収縮や雇用環境の悪化等による下押しが当面予想されることに加え、財政問題に起因する潜在的なリスクも存在している。

通貨安によるバランスシート調整圧力増加リスクが警戒される

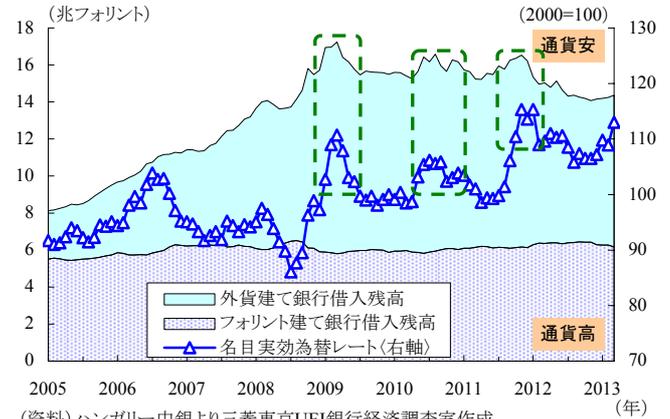
ハンガリーの一般政府債務残高はGDP比79.2%（2012年末時点）と、中東欧の主要国の中では最も高く、CDSスプレッドも高水準で推移している（第13図）。政府による民間経済への干渉強化に対する海外投資家の警戒感も強く、海外資金の流出懸念も根強い。とくにハンガリーは、企業及び家計の借入の半分以上が外貨建てであるため、通貨安が債務の増加に直結する構造となっていることが問題である（第14図）。フォロント相場下落によってバランスシート調整圧力が一段と高まり、景気後退がさらに深刻化するリスクに留意しておく必要がある。

第13図：中東欧諸国の政府債務とCDSスプレッド



(注) CDSスプレッドは直近30営業日(4/17~5/28)の平均値。
 (資料) 欧州委員会、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：ハンガリーの企業・家計の借入とフォロント相場



(資料) ハンガリー中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

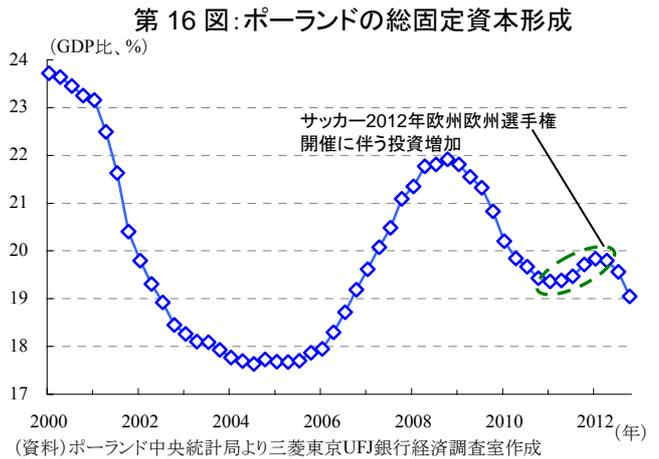
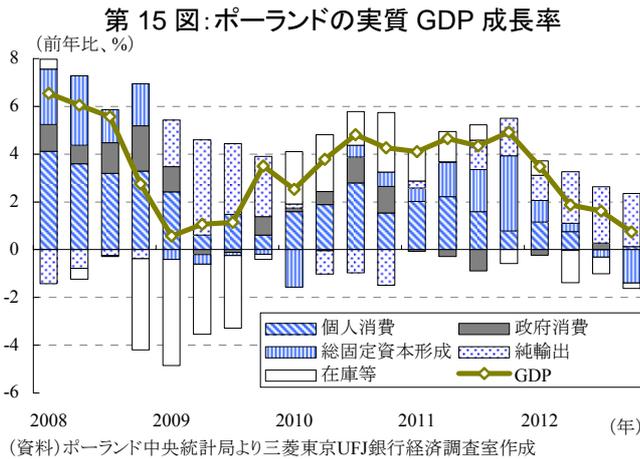
(4) ポーランド

①景気の現状

総固定資本形成の反動減により成長率は大幅に鈍化

ポーランド経済は、景気後退こそ免れているが、成長率は大きく鈍化している。2012年第4四半期の実質GDP成長率は、総固定資本形成の大幅減少によって前年比+0.7%と、2009年以来の低い伸びとなった（第15図）。

総固定資本形成は、2012年のサッカー欧州選手権(6月開催)にかけて、スタジアムやホテルの建設、交通インフラ整備等を背景に増加基調を辿ったが、2012年後半以降は反動減が大きな押し下げ要因となった。ただし、足元の総固定資本形成のGDP比は19%と、欧州選手権効果によって増加する前の水準を大きく下回っているため、反動減は一巡しつつあると考えられる(第16図)。



②見通し

2013年中は輸出の低調による景気下押しが続く公算

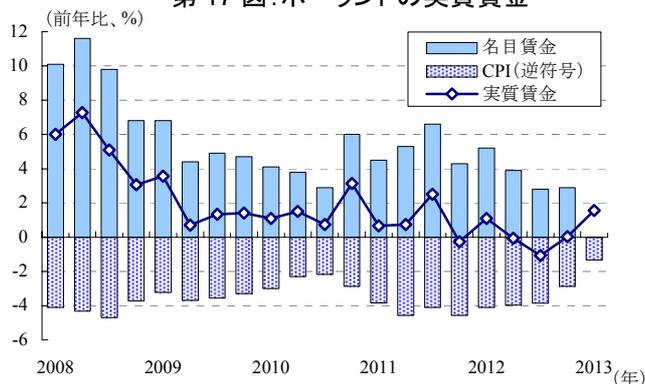
先行きを展望すると、少なくとも2013年中は輸出の低調による景気下押し圧力が続く公算が大きい。実質GDP成長率の需要項目別寄与度では、昨年第2四半期以降、純輸出(輸出-輸入)が大幅なプラス寄与となっているが、これは内需鈍化を反映した輸入減少によるものである。ポーランドの輸出は、EU向けが8割近くを占めるため、ユーロ圏を中心とする景気後退の長期化により、失速感が強まっているほか、生産活動にも軟調さが波及している。西欧諸国の景気停滞は長期化する可能性が高く、海外要因による景気下押しは当面継続しよう。外需の持ち直しは、EUの実質成長率が前年比1%台前半まで回復するとみられる2014年以降となろう。

インフレ率の低下が家計部門の底支えに

外需の不振が続く一方、内需については家計部門が底割れ回避に寄与するとみられる。失業率の高止まりを背景に名目賃金の伸びは減速しているものの、昨年後半以降、インフレ率が大きく低下したことにより、実質賃金の減少には歯止めが掛かった(第17図)。

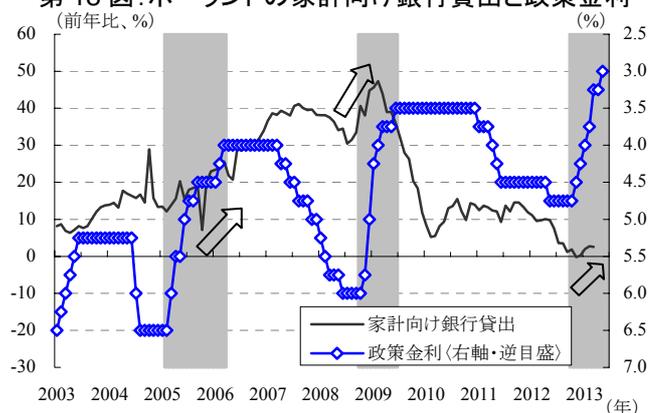
また、インフレ鈍化を受けて昨年11月以降、中央銀行が実施した合計1.75%ポイントの利下げも、家計のサポート要因となろう。過去2回の利下げ局面では、利下げに反応して家計向け銀行貸出の伸びが加速しており、足元でも緩やかながら、伸びが高まりつつある(第18図)。これらの要因によって、ポーランド経済は低成長ながらも景気後退を回避し、2014年には外需の持ち直しに伴い、徐々に底堅さを増していくとみられる。

第 17 図: ポーランドの実質賃金



(注) 2013年第1四半期の実質賃金は名目賃金の伸びが前期並みと仮定し計算。
 (資料) ポーランド中央統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図: ポーランドの家計向け銀行貸出と政策金利



(資料) ポーランド中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(ロンドン駐在 高山 真)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 (次長 伊達)

TEL:03-3240-3204 E-mail:nobuo_date@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、金融商品の売買や投資など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、すべてお客様御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います。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、弊行ホームページでもご覧いただけます。