

ロシア・中東欧経済の見通し

～ロシアは景気後退が当面継続、中東欧は内需が支えとなる見込み～

1. ロシア・中東欧経済の概況

ロシアは大幅に景気が悪化

ロシア経済は、原油安やルーブルの下落等を受け、2015 年初にかけて大幅に悪化した。一方、中東欧経済は、原油安が内需押し上げの一因となり、概ね底堅く推移している。

ロシアの景気後退は当面継続すると予想

先行きを展望すると、ロシアでは景気の加速度的な悪化には歯止めがかかるとみられるが、景気後退は当面継続が予想される。雇用・所得環境の悪化や信用収縮が景気を下押しすることに加え、原油価格やルーブルの再下落リスクにも留意しておく必要がある。

中東欧経済は、内需が景気のけん引役に

中東欧については、足元のユーロ圏景気の持ち直しなど外需面に明るい兆しもみられるが、しばらくは、内需が景気の主なけん引役を果たすと予想される。各国共通の景気押し上げ要因としては、雇用・所得環境の改善持続や EU 基金を原資とする公共投資が挙げられる。ポーランドでは、国内市場が比較的大きいこともあって、内需主導の景気拡大は相対的にしっかりしたものとなる。チェコについては、財政の拡大余地がある程度確保されていることもプラス要因である。一方、ハンガリーは、2014 年に高い伸びを示した総固定資本形成がピークアウトすることにより、成長率は減速する可能性が高い。

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)		
	2014年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
ロシア	1,850	0.6	▲4.1	▲0.7	7.8	13.7	6.5	595	540	520
ポーランド	547	3.3	3.5	3.4	0.0	▲0.5	1.5	▲76	▲78	▲110
チェコ	206	2.0	2.5	2.6	0.4	0.5	1.6	13	8	▲5
ハンガリー	137	3.6	2.9	2.3	▲0.2	▲0.1	2.5	57	48	42
ロシア・中東欧	2,739	1.3	▲1.8	0.4	5.3	9.2	4.9	588	518	447

2. 主要国の動向

(1) ロシア

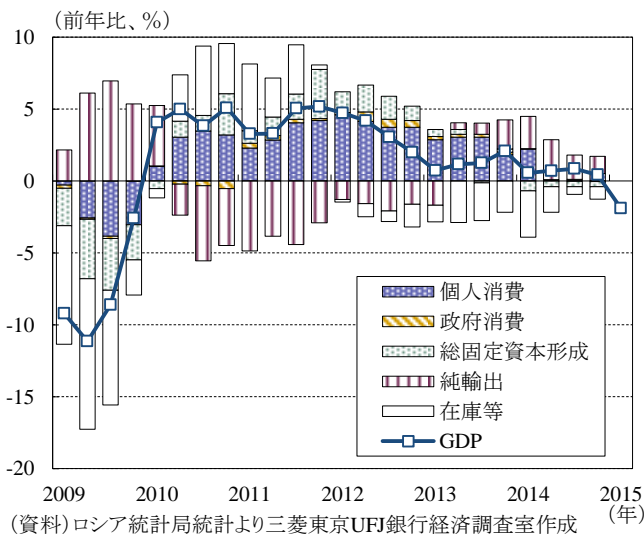
①景気の現状

2015年1-3月期は
大幅マイナス成長

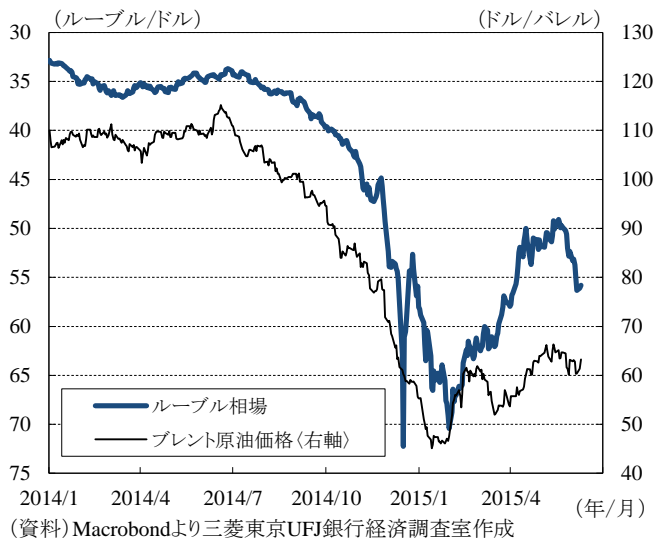
ロシアの景気は、2015年初にかけて大幅に悪化した。1-3月期の実質GDP成長率は前年比▲1.9%と、2009年10-12月期以来のマイナス成長となった(第1図)。季節調整済み前期比の成長率は未発表だが、前期比▲2%前後の落ち込みとなったと見込まれる(2014年10-12月期は同+0.0%)。ルーブルの急落や食料品輸入禁止措置(注¹)を受けたインフレ高進が家計を圧迫したほか、欧米などの経済制裁を背景とした海外への資本流出、原油安、企業マインドの慎重化等も景気を大きく下押しした。

足元については、原油価格の下げ止まりに加え、政府・中銀の各種措置(注²)を受けたルーブルの反発など、情勢悪化が一服する兆しも一部で見られる(第2図)。しかし経済全体としては、これまでの急速な景気悪化を起点とする負の循環が強まりつつあり、当面マイナス成長が継続する可能性が高まっている。

第1図:ロシアの実質GDP成長率



第2図:原油価格とルーブル相場



(注1) 2014年8月、ロシア政府は欧米等による経済制裁への対抗措置として、米国、カナダ、EU、ノルウェー、オーストラリアからの食料品輸入禁止を決定。対象品目は、肉、野菜・果物、魚、乳製品等で、期間は1年間。

(注2) 2014年12月、ロシア政府は、国営の輸出企業等に対して外貨建資産の保有上限を設定し、超過分を市場で売却することを指示した。

②見通し

景気後退は当面継続と予想

先行きを展望すると、景気の加速度的な悪化には歯止めがかかる可能性が高いものの、景気後退は当面継続が予想される。まず、今年初にかけ景気悪化の一因となったインフレ動向をみると、4月のCPI上昇率は前年比

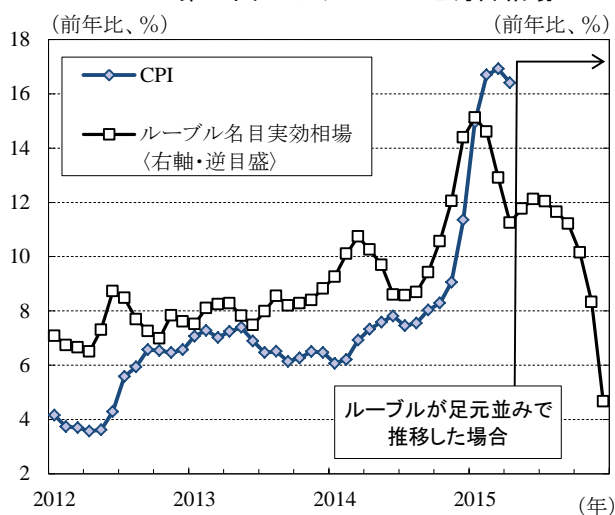
+16.4%と、9 ヶ月振りに低下した（第 3 図）。今後もルーブル相場が安定を維持できれば、輸入インフレ圧力の後退により、今年中に CPI 上昇率は一桁台まで低下しよう。

雇用・所得環境の悪化や信用収縮が景気下押し要因に

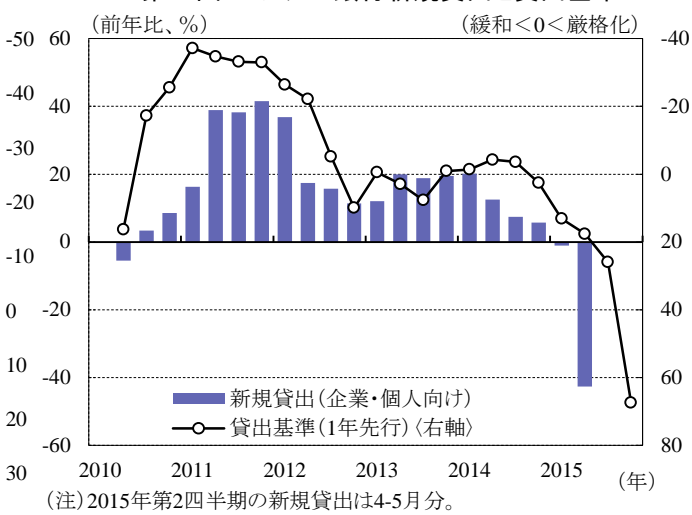
一方、足元では失業率の上昇や賃金の伸び鈍化など、雇用・所得環境から家計に対する逆風が強まり始めている。そのため、家計の購買力や消費意欲は、インフレ率が低下する程には高まらないとみる。

また、信用収縮による景気下押し圧力も増大が予想される。不良債権比率の上昇等を背景にロシアの銀行の新規貸出は大きく落ち込んでおり、また貸出基準も大幅に厳格化されている（第 4 図）。貸出基準の変化は、実際の新規貸出の伸びに対して半年から 1 年程度先行する傾向があるため、貸出は今後一段と縮小する公算が大きい。

第 3 図: ロシアの CPI と為替相場



第 4 図: ロシアの銀行新規貸出と貸出基準

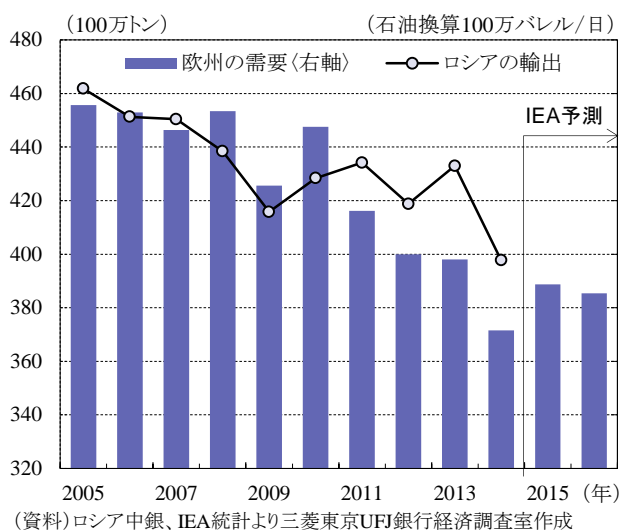


公需及び外需による景気下支えも限定的

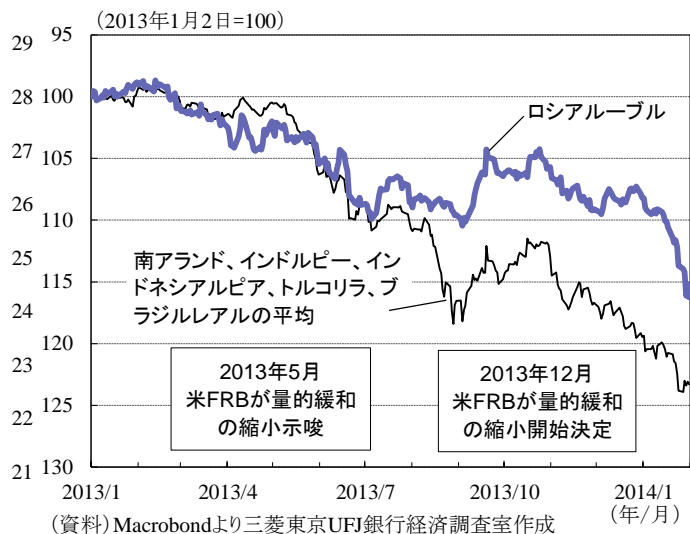
国内民需の低迷が予想されるなか、公需や外需による景気下支えも限定的となる公算が大きい。ロシア政府が 1 月に策定した緊急経済対策は、金融機関への資本注入が中心であり、金融システム危機の抑止には寄与するとみられる一方、直接的な需要創出効果は小さい。また 3 月には、エネルギー関連歳入の減少を反映して、2015 年予算が緊縮的なものに修正された。修正後の歳出伸び率は前年比+2.6%に止まり（2014 年は同+11.1%）、インフレを勘案した実質ベースでは減額となる。

外需に関しても、輸出先の半分以上を占める欧州の低成長が重石となろう。とくに、ロシアの主要輸出品目である石油・ガスについての欧州の需要動向をみると、近年減少傾向が続いている（第 5 図）。2015 年の需要は、記録的な暖冬であった 2014 年に比べ若干の増加見込みとなっているが、2016 年には再度減少が予想されている。

第5図:ロシアの石油・ガス輸出と欧州の需要



第6図:新興国通貨の対ドル相場(2013年~2014年1月)



原油価格やルーブル相場の再下落が懸念される

加えて、当面の懸念要因として、原油価格やルーブル相場の再下落リスクが存在している。リスク顕在化のきっかけとしては、①イラン核開発交渉の最終合意や②米FRBによる利上げ開始、などが想定される。

①については、現在、6月末を期限として米国等6カ国とイランの間で交渉が継続中であり、最終合意に至った場合には、イランからの原油輸出増加観測を受けて原油価格が軟化する可能性がある。

②に関しては、一般に、米国の金融政策が緩和から引き締めへ転じる局面では、新興国通貨が売られやすくなる傾向があり、ルーブルに対しても下落圧力の増加が予想される。実際、2013年に米FRBが量的緩和の縮小を決定した際には、経常赤字の大きな新興国を中心に通貨安が進行した(第6図)。経常黒字国であるロシアのルーブルは、相対的には小幅な下落に止まったものの、中銀の為替介入(約370億ドル)がなければ、より大きく下落していた可能性が高い。

また、上記のリスクの他にも、ウクライナ情勢の再悪化や、それに伴う欧米等の経済制裁強化リスクなどにも留意しておく必要がある。

以上を踏まえ、2015年の実質GDP成長率は前年比▲4.1%、2016年は同▲0.7%と、2年連続のマイナス成長を予想する。2016年にかけてマイナス幅は縮小するとみるが、下振れリスクも根強く残り、先行き不透明な状況が当面継続する公算が大きい。

(ロンドン駐在 高山 真)

(2) ポーランド

①景気の現状

個人消費を中心とした内需が景気をけん引

2014年のポーランド経済は、輸出が鈍化した一方、内需が堅調に推移し、通年の成長率は前年比+3.3%と、3年ぶりに加速に転じた。賃金上昇率の緩やかな高まりに加え、原油・食料品価格の下落が家計の実質購買力を増加させ、消費を押し上げた。また、生産が底堅く推移するなか、中銀の金融緩和を受けた金利低下が投資の増加に寄与した。

足元については、1-3月期の実質GDP成長率が前期比+1.0%となり、昨年10-12月期(同+0.8%)を上回った(第7図)。個人消費の堅調が持続したほか、ユーロ圏向け輸出の持ち直しなど、外需にも安定化の動きがみられる。また、中銀は3月、インフレ期待が低水準に止まっていることを理由として、政策金利を1.5%に引き下げた。

②見通し

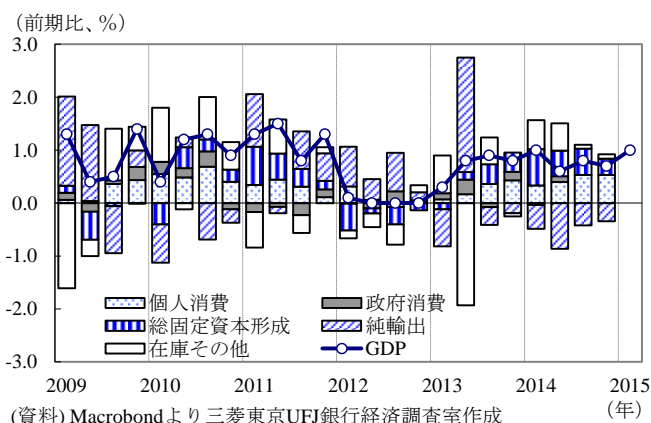
内需主導による、緩やかだが着実な景気拡大を見込む

先行きも、ユーロ圏景気については脆弱性が根強く残るとみられるなか、外需の景気牽引力は限定的なものに止まろう。もっとも、ポーランドは、中東欧諸国のなかでは比較的国内市場の規模が大きいいため、内需主導によって、緩やかではあるが着実な景気拡大が期待できる。

雇用・所得環境の改善継続を追い風として、家計のマインドは明るさを増しており、消費意欲も上向き傾向にある(第8図)。また公需に関しては、EU基金を原資とする公共投資に加え、今年秋には総選挙が予定されていることから、政府による景気刺激策実施も想定される。金融面では、まず3月に行われた利下げの効果が顕在化してこよう。さらに、中銀は低金利政策を当面維持する可能性が高く、緩和的な金融環境の持続と景況感の改善を背景とする貸出増加が景気の底上げに寄与するとみる。

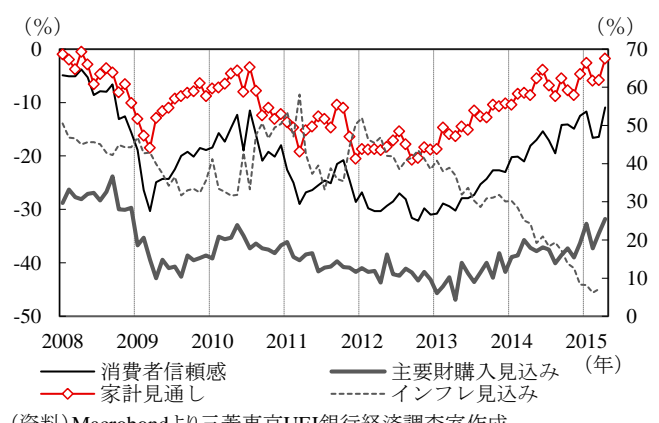
実質GDP成長率は、2015年は前年比+3.5%と前年を小幅に上回り、また、2016年も同+3.4%と底堅い推移を予想する。

第7図: ポーランドの実質GDP成長率



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図: ポーランドの消費者マインド



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) チェコ

①景気の現状

緩やかな景気回復が続き、2014年は3年ぶりのプラス成長に

チェコ経済は、緩やかな景気回復が続いており、2014年の実質 GDP 成長率は前年比+2.0%と、プラスに転じた。個人消費については、ポーランドと同様、家計の実質購買力の増加が押し上げ要因となった。また、生産増加基調の定着や低金利を受けた、企業投資の増加に加え、財政緊縮一巡等を背景とする公共投資の拡大もあり、総固定資本形成の伸びがプラスに転じた（第9図）。輸出については、中銀が2013年11月に導入したコルナ安誘導策が押し上げ要因となった。

なお、2015年1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比+3.1%と、前期の同+0.4%から急伸した。ただしこれは、年初のタバコ増税に伴う在庫投資上振れというかく乱要因によるところが大きい。その他の経済指標から判断して、景気は引き続き緩やかなペースで回復を続けたとみられる。

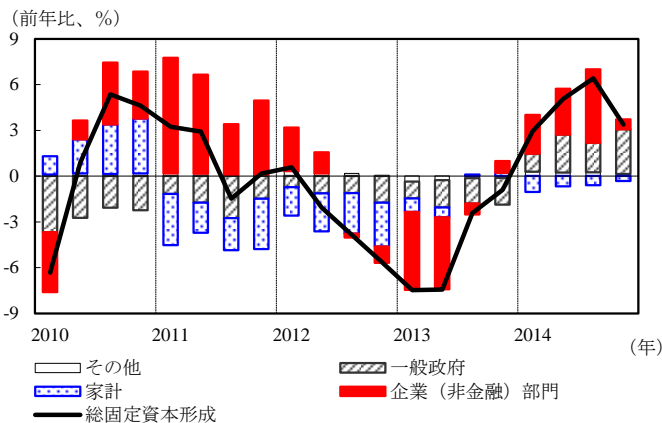
②見通し

内需は安定推移が見込まれる一方、外需は必ずしも楽観できず

内需の先行きに関しては、ポーランドと同じく、雇用・所得環境の改善持続や EU 基金の活用が押し上げ要因となろう。またチェコは、歳出拡大の余地が比較的大きいこともプラス要因である。昨年のチェコの一般政府財政赤字は対 GDP 比 2.0%と、ポーランド（同 3.2%）やハンガリー（同 2.6%）に比べて小幅に止まり、2015年予算には、公務員給与の引き上げや社会福祉支出の拡大が盛り込まれた。ただしチェコは、輸出額が GDP の8割を上回るなど、外需の影響が大きい。足元でもコルナは、実質実効ベースで下落傾向を辿っており（第10図）、中銀も少なくとも2016年央までは通貨安誘導を継続する方針だが、昨年程の輸出押し上げ効果が得られるかは不確定である。ユーロ圏景気は若干明るさを増しているとはいえ、下振れ懸念は根強く、外需の先行きについて楽観は難しい。

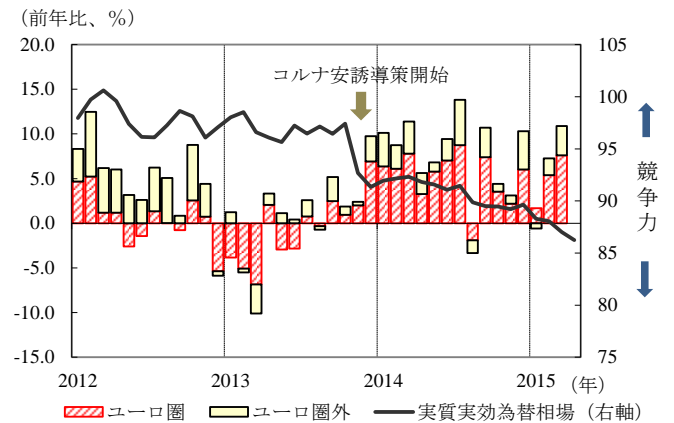
2015年の実質 GDP 成長率は前年比+2.5%、2016年については同+2.6%と予想する。

第9図：チェコの総固定資本形成の部門別寄与度



(資料) チェコ中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：チェコの輸出と実質実効為替相場



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) ハンガリー

①景気の現状

2014 年は政策効果が景気を押し上げ

2014 年のハンガリー経済は、財政・金融政策が追い風となり、実質 GDP 成長率が前年比+3.6%と、EU 加盟国ではアイルランドに次ぐ高成長率となった。EU 基金を利用した公共投資の拡大や中銀による貸出支援策を背景に、総固定資本形成が高い伸びを示し、成長率を押し上げた。また、公共料金の引き下げも原油・食料品価格の下落と相まって、家計の実質所得を増加させ、消費の持ち直しに寄与した。もっとも、こうした政策効果は、昨年後半以降ピークアウトしてきており、今年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.6%に減速した（第 11 図）。

金融政策では、3 月以降、根強い物価下押し圧力などを理由に連続利下げが行われ、足元の政策金利は 1.65%まで低下した。

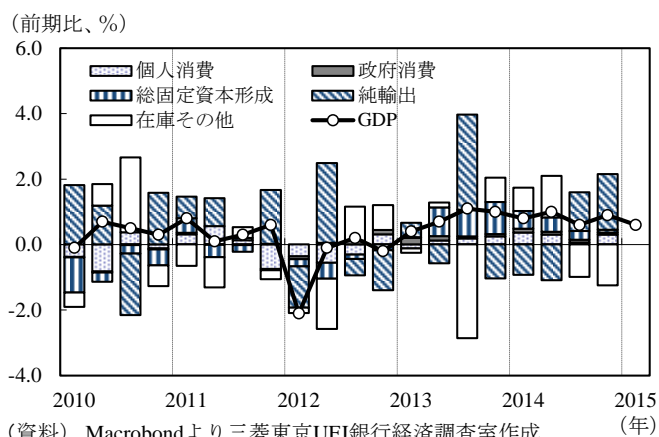
②見通し

投資の伸び一巡により、景気は減速へ

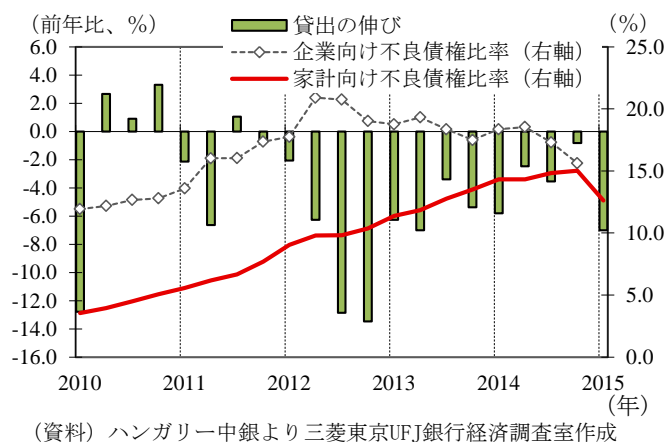
先行きの景気は、総固定資本形成の伸び一巡により、全体としては減速する公算が大きいものの、個人消費が下支えとなり、底堅さは維持しよう。ハンガリーの家計については、前述の 2 カ国同様、雇用・所得環境の改善が見込まれるだけでなく、金融面での恩恵が期待できるためである。まず、今年 2 月に完了した外貨建債務のフォロント建債務への変換で家計の為替リスクは大きく軽減されており、消費意欲の改善が見込まれる。6 月末にかけては、過去の外貨建ローン契約で銀行が課した手数料の家計への一部返還が行われ、GDP の約 3%に相当する金額が還付される予定である。もっとも、こうした措置は銀行部門の負担となり、不良債権比率が依然として二桁台にあることもあって、貸出等を抑制する恐れがある（第 12 図）。

2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.9%に、2016 年についても同+2.3%へ減速すると予想する。

第 11 図：ハンガリーの実質 GDP 成長率



第 12 図：ハンガリーの銀行貸出と不良債権比率



(ロンドン駐在 石原 尚子)

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室

竹島 慎吾 shingo_takeshima@mufg.jp

ロンドン駐在 高山 真 shin_takayama@uk.mufg.jp

ロンドン駐在 石原 尚子 naoko_ishihara@uk.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、弊行ホームページでもご覧いただけます。