

ロシア・中東欧経済の見通し

～緩やかな回復が続くが、西欧経済の動向次第では再減速も～

1. 西欧の財政問題の影響

ギリシャ問題の影響は、現状、軽微

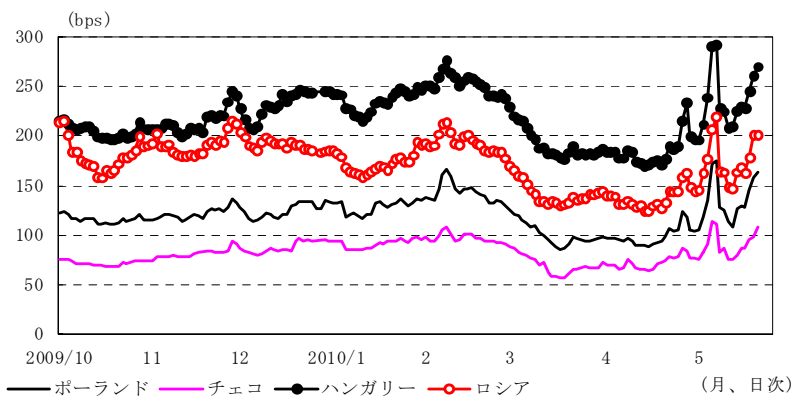
ロシア中東欧の対ギリシャ貿易は小さい

ギリシャ問題の西欧経済への波及がさらにロシア中東欧に拡大するリスクに留意

ギリシャを起点とする西欧の財政問題が中東欧諸国に与える影響は今のところ、軽微なものにとどまっている。CDS スプレッドの推移をみると、ハンガリーが昨年10月半ば時点より70bp程度、そのほかの国々も30～50bp程度の上昇にとどまっており、ギリシャの危機が波及するといった状況には至っていない（第1図）。また、実体経済面においても、ロシア中東欧諸国とギリシャとの貿易は小さなものにとどまっていることから、現状、影響はほとんどない。全輸出額に占めるギリシャ向けのシェアをみると、ロシアが0.9%、ハンガリーが0.1%、チェコが4.8%、ポーランドが0.5%と、チェコがやや大きいものの、全般的に小さなものにとどまっている。

ギリシャ国債については、1,100億ユーロの救済策及び7,500億ユーロの欧州金融安定化基金の設立により、当面、デフォルトの危機は遠のいた。しかし、急激な財政緊縮策の実施により、さらに景気が悪化すれば、ギリシャ向け貸出の多い銀行を抱える西欧諸国の金融システム不安、それらの国々の景気悪化を通じ、ロシア中東欧諸国の輸出及びロシア中東欧に進出している外国銀行の貸出に影響を与え、景気が悪化するリスクのある点には留意する必要があるだろう。

第1図：ロシア中東欧諸国のCDS スプレッド



2. 主要国動向

(1) ロシア

① 景気の現状

第4四半期の実質
GDP 成長率は▲
3.8%

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。昨年第4四半期の実質GDP成長率は前年比▲3.8%と2四半期連続してマイナス幅が縮小した(第2図)。世界的に景気が回復傾向にあることから原油及び天然ガス等資源生産が増加、それがロシアの実質GDPを押し上げている。需要項目別にみると、純輸出が全体の成長率を押し上げる一方、個人消費や総固定資本形成などの内需はマイナスの伸びが続いており、弱い動きが続いている。

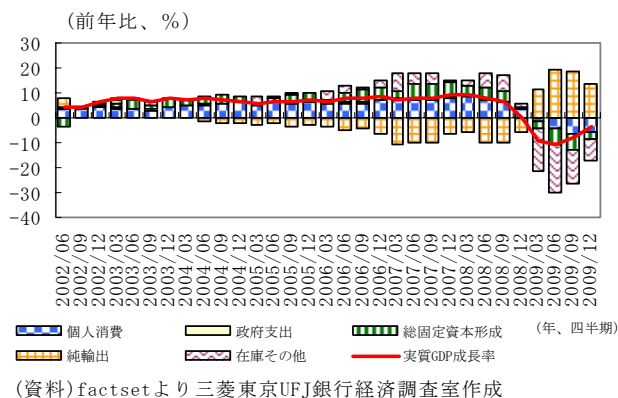
家計部門の回復の
足取りは重い

家計部門についてみると、失業率は4月に8.1%へと低下したものの、依然高い水準にあり、雇用情勢は厳しい(第3図)。小売売上数量指数は、2月には前年比+1.4%と2ヶ月連続して前年水準を上回った。しかし、回復の足取りは重く、水準は低い状態にある。

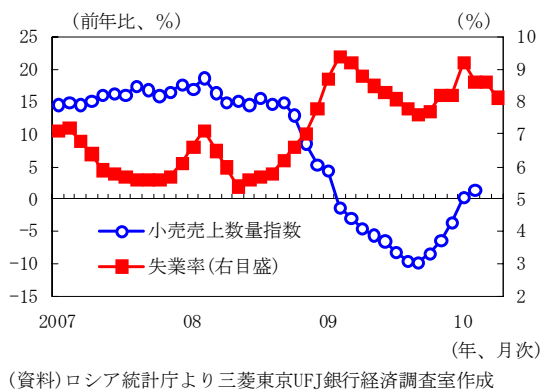
鉱業生産は回復傾
向

企業部門について、まず、鉱工業生産をみると、2008年秋のグローバルな金融危機を契機に、急速に落ち込んだが、昨年11月以降、前年水準を上回る状況が続いている(第4図)。世界的な景気回復を受け、原油、天然ガスを含む鉱業の生産が伸びているほか、製造業も持ち直している。特に、

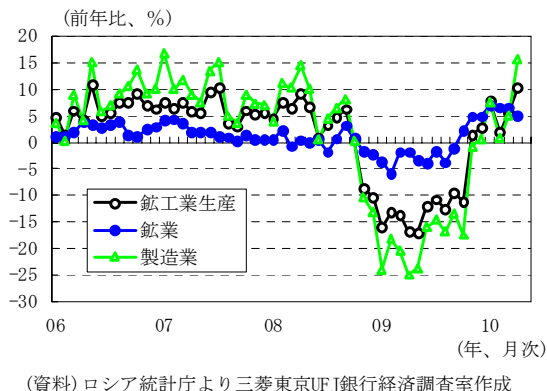
第2図：実質GDP成長率



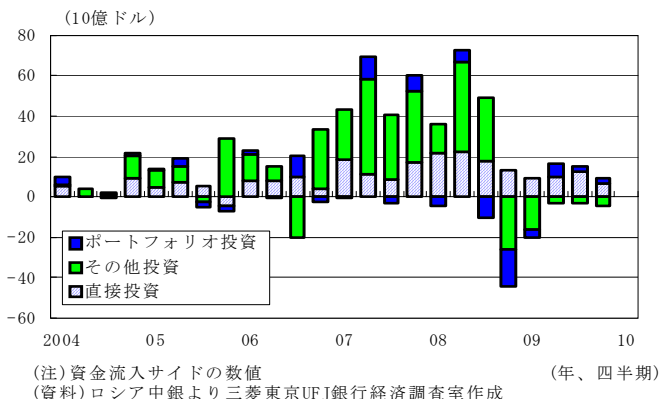
第3図：小売売上及び失業率



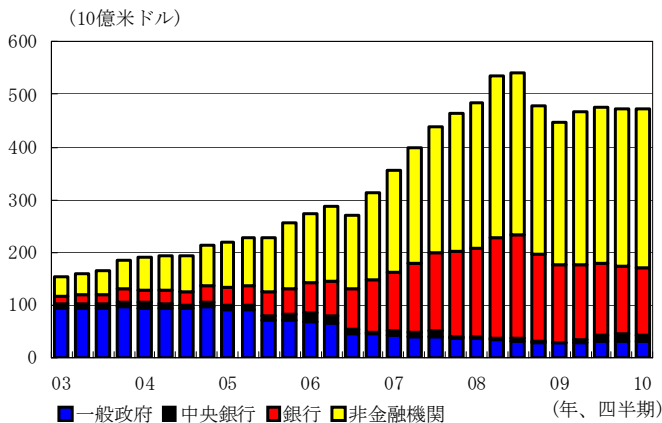
第4図：鉱工業生産指数



第5図：金融収支

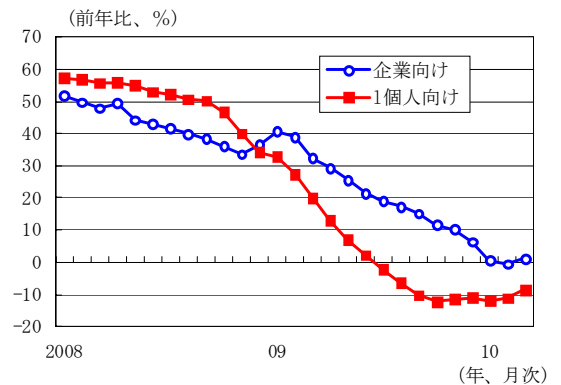


第6図：対外債務残高



(資料) ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7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

インセンティブで自動車生産は持ち直し

製造業では、自動車販売に対し、インセンティブが導入されたことから、自動車生産が急速に増加しており、それが生産水準全体の押し上げに寄与している。

②市場動向

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、直接投資については、2008年第3四半期以降、減少したものの、その後盛り返し、安定して流入しているといえよう(第5図)。資源関連企業向け等の直接投資の流入が続いているとみられる。また、株式等のポートフォリオ投資も、昨年第2四半期以降、資金流入が続いている。その結果、ロシアの株価上昇につながっている。一方、海外からの借入を中心とするその他投資は、依然、流出が続いている。確かに、2008年第4四半期、2009年第1四半期に比べれば、落ち着いてきたが、依然、流出が多い状況にある。

対外債務残高をみても、2009年第2四半期以降、ほぼ横ばいで推移している(第6図)。民間非金融機関は緩やかに残高を増やしているが、銀行は残高の減少傾向が続いている。

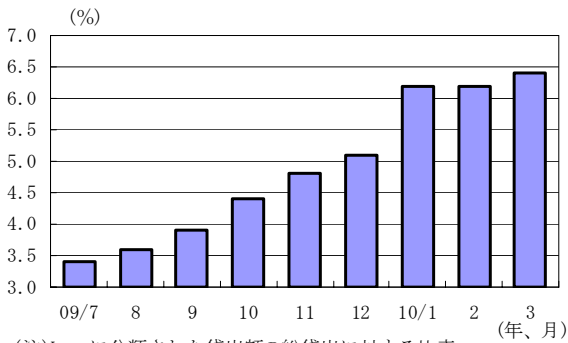
ロシアの海外からの資金調達とは、2008年秋の金融危機以前と比べれば、低い水準にあるが、緩やかな回復傾向にあるといえよう。

銀行貸出は低迷

銀行貸出については、低迷している。企業向け、個人向け、いずれも3月には前年比+1.2%、▲8.6%と低い伸びにとどまっている(第7図)。こうした貸出低迷の主因は不良債権の増加である。貸出の分類で「Loss」に分類された額の総貸出に占める比率をみると、昨年7月の3.4%から今年3月には6.4%まで上昇している(第8図)。ただし、1月以降は減速しており、頭打ち傾向にある。ロシア経済が本格的に回復に転じるには、銀行の不良債権問題に解決の道筋が付き、銀行貸出が回復に向かうことが必要である。

不良債権比率は高止まり

第8図：不良債権比率



(注) Lossに分類された貸出額の総貸出に対する比率
 (資料) ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：株式相場の動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

株価は足元、下落

株式相場は、2009年1月下旬を底に上昇傾向にあったものの、ギリシャの財政問題を契機に、世界的にリスク回避の動きが広がり株価が下落している動きに合わせ、ロシアにおいても、4月半ば頃より、株価は下落している（第9図）。

ルーブルは、足元、対ドルで下落、対ユーロで上昇

ルーブル相場については、2008年12月から1月にかけて原油価格の急落に伴い、下落した後、徐々に上昇し、足元、落ち着いた動きを示している（第10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。しかし、欧州諸国の財政問題に対するリスク回避の動きから対ドルではやや下落する一方、対ユーロでは上昇傾向にある。

外貨準備の回復傾向は続く

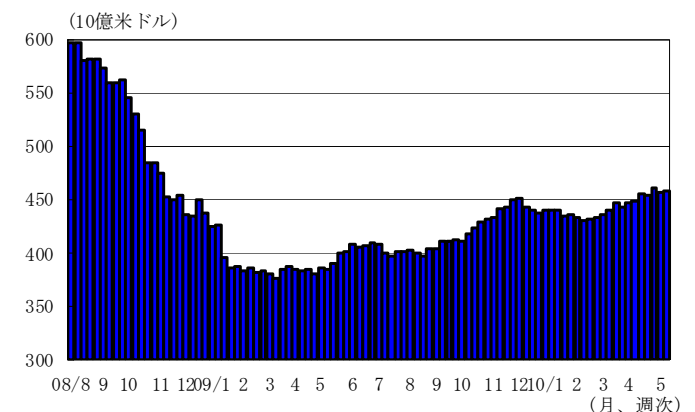
外貨準備についても2008年の夏場から年末にかけて、ルーブル買いのために外国為替市場へ介入した結果、外貨準備は一時3,700億ドル台まで減少したものの、足元、4,600億ドル程度まで増加してきている（第11図）。ロシアについては、外貨資金繰に対する懸念は払拭されたといえよう。

第10図：為替相場の動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：外貨準備の動向



(資料) ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③財政収支

財政赤字の対GDP比率は高水準

予備基金残高は急減

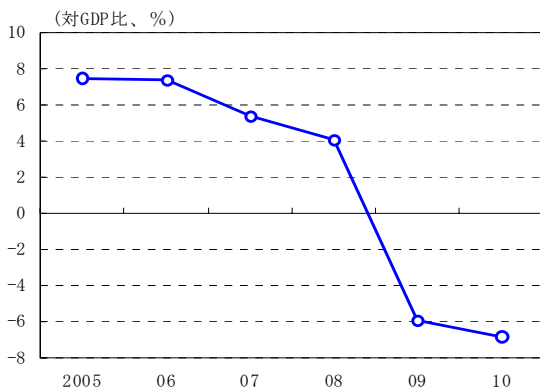
ロシアの財政赤字の対GDP比をみると2009年に5.9%へと急速に悪化した後、2010年も、政府予測によれば、6.8%へと拡大する見込みである(第12図)。ただし、歳出総額は2009年よりも減額される。公共投資等は削減されるものの、年金支給額の引き上げなどにより、歳出の減額幅が限定的なものになるほか、税収も前年より減少するため、結果的に財政赤字は拡大することになる。財政赤字を補填するのが石油ガス販売収入を積み立ててきた2つの基金のうちの予備基金である。予備基金の残高は、2009年2月1日の1,373億ドルから今年5月1日には406億ドルまで減少している(第13図)。原油価格が1バレル80ドル台まで上昇してきているものの、ロシア経済が本格的な景気回復に転じていないなかでは、予備基金の残高減少が続く可能性はある。一方で、国際金融市場での資金調達には問題なく、ロシアの財政赤字のファイナンスについての懸念はない。

④見通し

実質GDP成長率は2010年4.2%、2011年3.9%

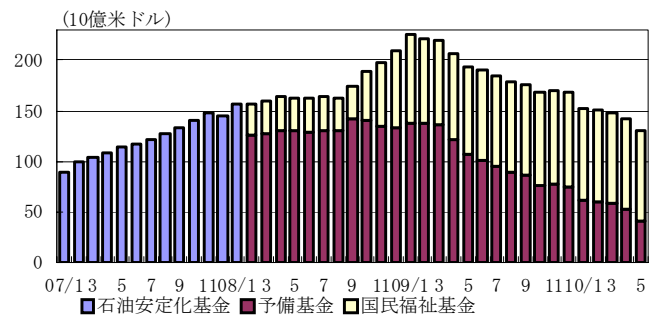
2010年は、原油、天然ガスの生産が牽引し、実質GDP成長率は4.2%へと回復するであろう。ただし、個人消費や設備投資等国内需要の回復の足取りは緩やかなものにとどまる。2011年については、欧州各国の経済対策の効果が剥落することに伴い、輸出の勢いも低下することなどから、引き続き、景気は拡大するものの、実質GDP成長率は3.9%へと減速するであろう。

第12図：財政赤字の動向



(注)2010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13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

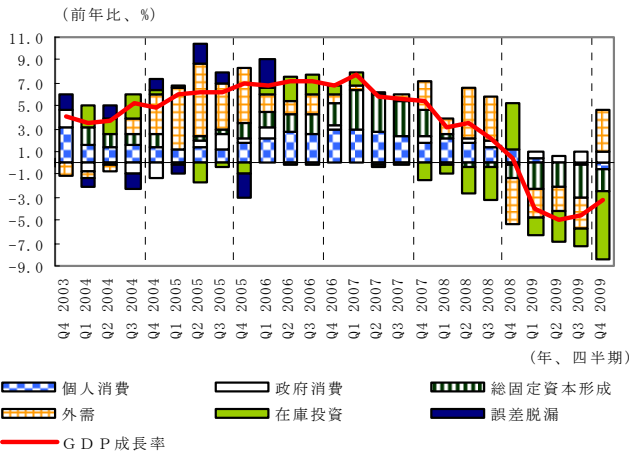
(2) チェコ

①景気の現状

昨年第3四半期から緩やかに回復

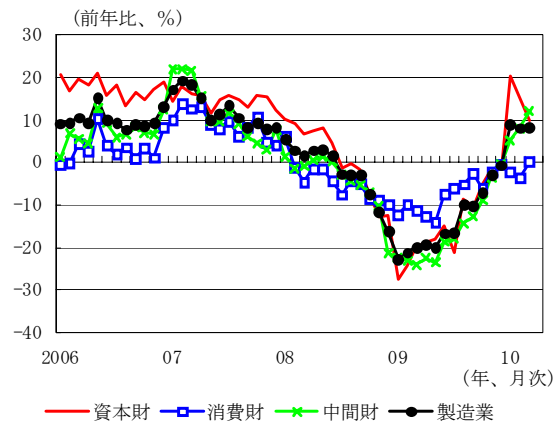
チェコ経済は昨年第3四半期から緩やかな回復を続けている。政府消費に加え、西欧景気の回復に合わせ、外需が第4四半期にはプラスの寄与に転じ、全体の成長率を押し上げている(第14図)。ただし、個人消費や設

第 14 図：実質 GDP 成長率



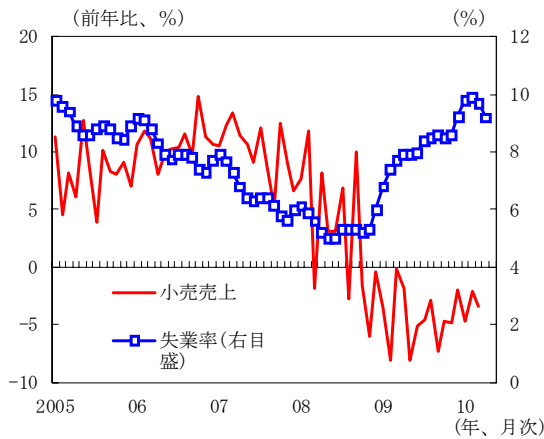
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 15 図：鉱工業生産指数



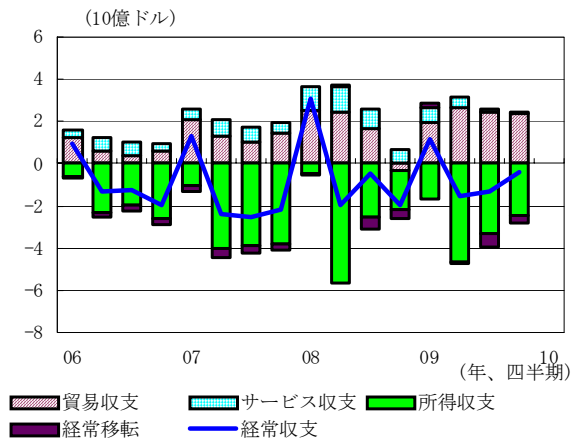
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 16 図：小売売上と失業率



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 17 図：経常収支



(資料)チェコ中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

備投資については、前年水準を下回る状況が続いているほか、在庫調整の進展に伴い、在庫の削減幅が拡大していることが、成長率を押し下げている。

鉱工業生産は徐々に回復

鉱工業生産も同様に、昨年半ば頃を底に徐々に回復している。3月には、全ての財が前年水準を上回っている(第15図)。ただし、水準は、2008年初めのピーク時よりも15%程度低く、回復の足取りは重い。

失業率はやや低下

家計部門についてみると、失業率は3、4月と連続して低下しているものの、依然9%台と高い水準にあり、雇用情勢は芳しくない(第16図)。ただし、今後、生産水準の上昇に合わせ、徐々に改善傾向が鮮明になっていくとみられる。実質小売売上は、2008年8月以降、前年水準を下回る状況が続いており、未だ回復の兆しがみられない。雇用の改善が遅れていることから、個人消費の回復にも時間がかかるであろう。

実質小売売上はマイナス成長が続く

②国際収支及び財政収支

経常収支の赤字は
続く

チェコの国際収支をみると、貿易黒字が配当金や借入金の利子の支払による所得収支の赤字で相殺されるという構造は、2008年秋のグローバルな金融危機を経た後も変わっていない（第17図）。足元は、西欧の景気回復に伴う輸出の増加が高水準の貿易黒字につながっている一方、チェコの子会社の業績低迷で海外への配当金が抑制されていることから、2007年よりも経常赤字の水準はやや小さくなっている。

政府債務残高の規模は小さく、財政への不安はなし

チェコの2009年の財政赤字は対GDP比で5.9%まで悪化した。2月に提出した安定と成長プログラムでは、2012年までに、対GDP比で4.2%まで財政赤字が削減されることになっている。ただし、チェコの場合、これまで健全な財政運営が行われてきたことから、政府債務残高の対GDP比は、2009年末で35.4%にとどまっているほか、2012年まで対GDP比4%以上の赤字が続いても、政府債務残高の同比率は42.0%であることから、チェコの財政収支については、懸念する必要はないと考えられる。

③見通し

2010年は1.3%、
2011年は2.5%成長

2010年は西欧景気のリバウンドに合わせ、輸出が増加、輸出を起点にチェコ経済も回復に向かうとみられる。2010年の実質GDP成長率は1.3%とプラス成長に転じるであろう。生産の増加は年後半には雇用情勢の改善につながり、徐々に、設備投資、個人消費も持ち直してくるとみられる、その結果、2011年の実質GDP成長率は2.5%となろう。

(3) ハンガリー

①景気の現状

第4四半期の実質
GDP成長率は前期
比▲0.4%

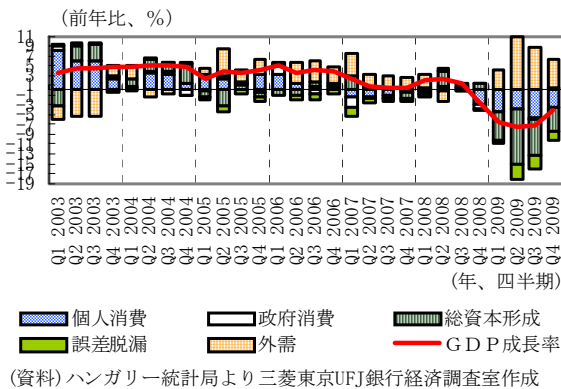
2009年第4四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.4%と7四半期連続してマイナス成長となっており、EUの中でも最も景気回復の遅れている国の1つになっている。前年比でも第4四半期は▲4.0%と第3四半期の▲7.1%よりはマイナス幅が縮小したものの、依然、前年水準を下回る状況にある（第18図）。政府最終消費支出と外需以外は、依然、マイナスの伸びを示しており、民間需要の回復は遅れている。雇用情勢が悪化していることから、個人消費が低迷しているほか、生産水準が低いと、設備投資も回復が遅れている。純輸出は、最大の輸出先であるユーロ圏の景気が回復していることから、プラスの寄与が続いている。

失業率は11.8%へ
と上昇

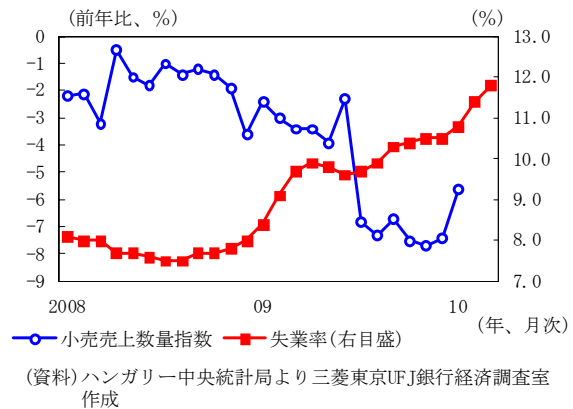
家計部門をみると、失業率は、3月に11.8%まで悪化した（第19図）。失業率は上昇傾向にあることから、今後も上昇する可能性が高い。小売売上数量指数の推移をみると、前年水準を下回る状況が続いている。1月には前年比▲5.6%とやや下落幅は縮小したが、過去2年間前年水準を下回る状況が続いていることから、引き続き厳しい状況が続いているといえよう。

企業部門については、輸出が持ち直しているほか、鉱工業生産も3月には

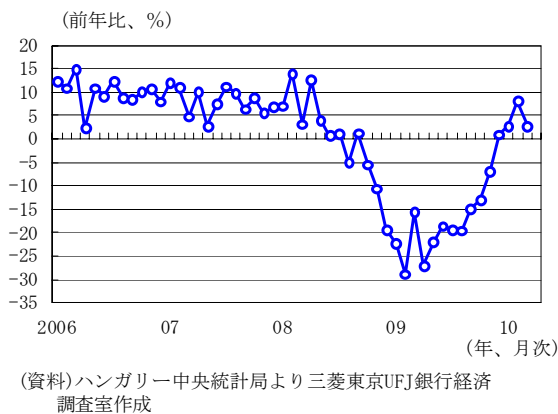
第18図：実質 GDP 成長率



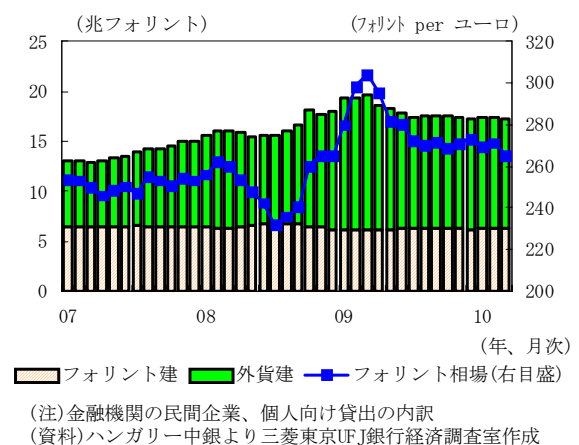
第19図：小売売上と失業率



第20図：鉱工業生産



第21図：銀行貸出とフォリント相場



鉱工業生産の水準は低い

前年比+2.8%と3ヶ月連続して前年水準を上回った(第20図)。しかし、前年に大幅に減少したベース効果が大きく、水準は依然低いままである。その結果、設備投資も低迷している。

ハンガリー経済に大きな打撃を与えた家計や企業の外貨借入についても、足元、フォリント相場が安定してきたことから、ピーク時より残高は減少したものの、安定した動きを示している(第21図)。

②見通し

4月の総選挙で政権交代

財政赤字削減の動きを緩める可能性

ハンガリーでは、4月11日と25日に国会議員選挙が行われ、与党の社会党が敗れ、野党で中道右派のフィデス・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、勝利した。フィデス・ハンガリー市民連盟のオルバン党首は、支援を受けているIMFと協力して長期的な債務削減に取り組むことを表明しているが、短期的には、選挙公約である減税を景気刺激策として実施するとしている。そのため、財政赤字の対GDP比が悪化する可能性が出てきている。

2010年▲0.3%、
2011年+2.2%成長

減税等の効果もあり、2010年の景気は持ち直しに向かうが、実質GDP成長率は▲0.3%と2年続けてのマイナス成長となろう。2011年は輸出主導で景気は回復し、同2.2%と3年ぶりのプラス成長を記録するとみられる。

(4) ポーランド

①景気の現状

景気は底堅く推移

EU27カ国の中で、唯一、2009年もプラス成長を維持したポーランド経済は足元も、個人消費を中心に底堅く推移している。昨年第4四半期の実質GDP成長率は前年比3.1%へと加速した(第22図)。個人消費が前年比+2.0%であったほか、2期連続して前年水準を下回っていた設備投資を含む総固定資本形成が3期ぶりに前年比+1.6%とプラス成長に転じた。

2月の鉱工業生産は前年比+9.0%

鉱工業生産をみると、2月には前年比+9.0%と高い伸びを示している(第23図)。前年水準が低かったベース効果の影響が大きいが、西欧諸国で実施されてきた経済対策に伴う輸出需要が生産を押し上げてきた面もある。今後、西欧諸国における経済対策の効果が剥落していくにつれ、ポーランドの鉱工業生産にも影響が及ぶ可能性がある。

3月の失業率は低下

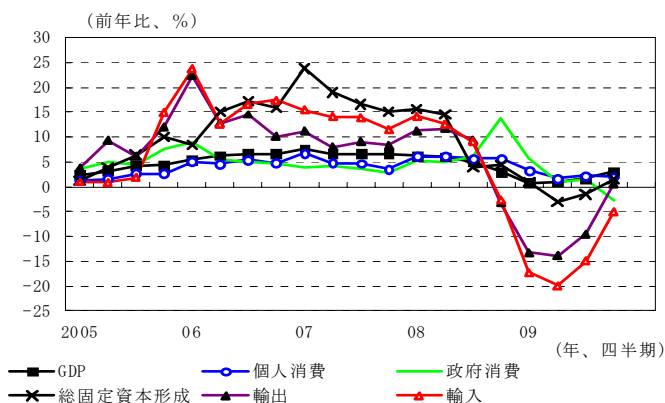
2008年以降、上昇傾向にあった失業率は、3月に12.9%と3ヶ月ぶりに低下した(第24図)。雇用情勢の悪化に歯止めがかかるか、注視する必要がある。厳しい雇用情勢を反映し、実質小売売上は1、2月と2ヶ月連続して前年水準を下回るなど、これまで、底堅く推移してきた個人消費にも陰りがみられるようになってきた。

②見通し

2010年の実質GDP成長率は2.5%、2011年は3.2%

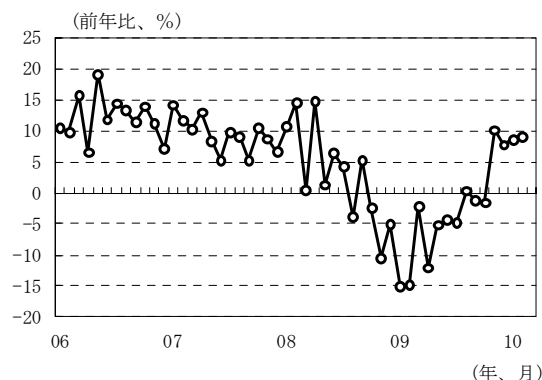
2010年のポーランド経済は、個人消費が底堅く推移するほか、西欧景気の緩やかな回復に合わせて、輸出の増加も見込めることから、実質GDP成長率は前年比2.5%と2009年の同1.7%からやや加速する見込みである。2011年の成長率はさらに加速し前年比3.2%となろう。

第22図：実質GDP成長率



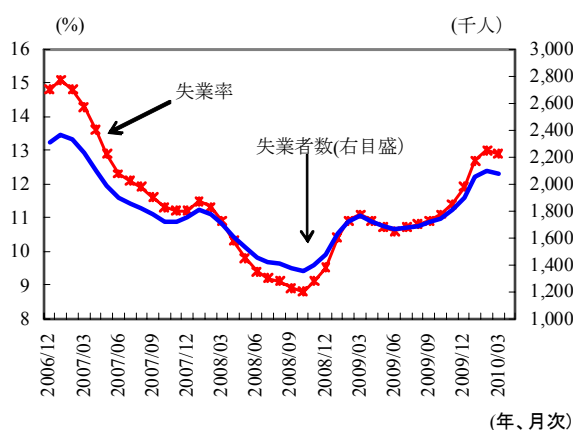
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図：鉱工業生産



(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 24 図：失業率



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

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)			
		2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)	2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
ロシア	1,675	5.6	▲7.9	4.2	3.9	14.1	11.7	6.8	6.0	1,037	490	788	702
チェコ	217	2.3	▲4.1	1.3	2.5	6.3	1.0	1.5	2.0	▲1,255	▲2,146	▲1,867	▲2,050
ハンガリー	155	0.6	▲6.3	▲0.3	2.2	6.1	4.2	4.5	3.0	▲110	4	▲14	▲24
ポーランド	529	5.0	1.7	2.5	3.2	4.2	3.5	2.4	2.5	▲269	▲72	▲110	▲160
ロシア・中東欧	2,576	4.9	▲5.5	3.3	3.5	10.9	8.7	5.3	4.8	▲597	▲1,725	▲1,203	▲1,532

(ロンドン駐在、本多 克幸)

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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 <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。