

ロシア・中東欧経済の見通し

～回復基調にあるロシア中東欧経済、内需回復の差が鮮明に～

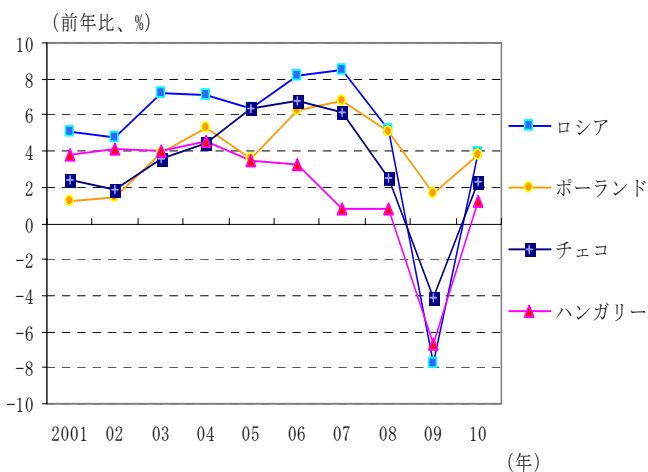
1. 概況

内需に格差を抱えつつ、景気回復へ

ロシア中東欧諸国は、金融危機を経て、各国の経済構造を反映する形で回復ペースが分かれた（第 1、2 図）。資源国であるロシアは昨年末の原油価格の高騰に支えられ急速に回復が進み、外需依存度の低いポーランドでは内需が拡大した。輸出主導型であるチェコとハンガリーは、主要輸出先ドイツの需要に支えられ回復したが、後者については、通貨安に伴う外貨建債務増加が家計の重しとなり、内需の回復が遅れた。内需が金融危機以前の水準を上回って拡大したのは、外的ショックへの耐性を持つポーランドのみとなった。

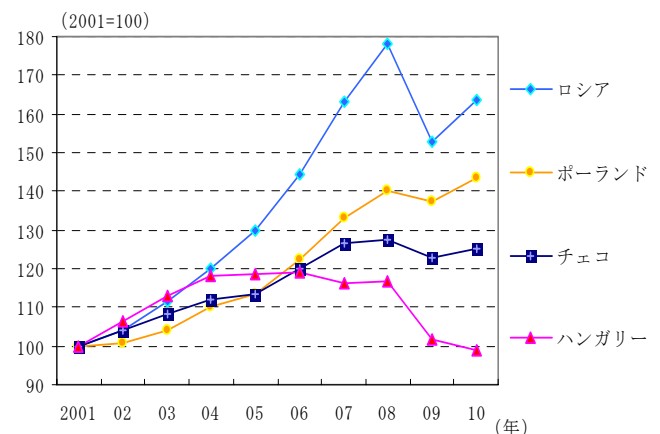
今後は、ロシアについては、原油価格が高値圏にとどまることが予想されるため、堅調な回復ペースが続こう。ポーランドも内需拡大が期待できることから、2012 年にかけて成長率は若干加速するであろう。チェコに関しては、今年は企業投資が増加傾向に転じ、来年には家計需要の回復が進むであろう。内需の回復が遅れているハンガリーでも、政府の消費刺激策により回復が加速しよう。

第 1 図：実質 GDP 上昇率



(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：内需の推移



(資料) Oxford Economics Forecastingより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 主要国動向

(1) ロシア

①景気の動向

原油価格の上昇に
支えられ、回復

昨年第3四半期には早魃と森林火災の被害を受け、実質GDP成長率が前年比3.1%と減速したものの、第4四半期には同4.5%へと加速した。輸出の3分の2以上を占める原油などの一次産品価格が上昇したことで、輸出が輸入以上に伸び、純輸出はプラスの寄与に転じた。総固定資本形成が増加し、個人消費の回復も続いた。

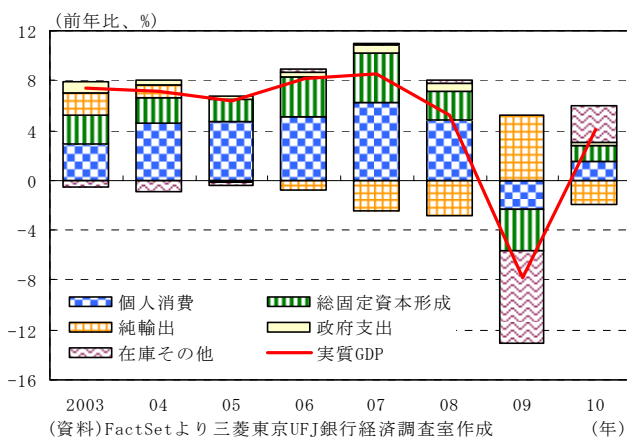
個人消費は回復、
純輸出はマイナス
寄与

2010年通年では、在庫投資等の増加の寄与が最も大きく、実質GDP成長率は前年比4.0%と、前年の同▲7.8%から大きく上昇した(第3図)。一方で、国内の消費が回復し、輸入が急増したことから、純輸出はマイナス寄与となった。

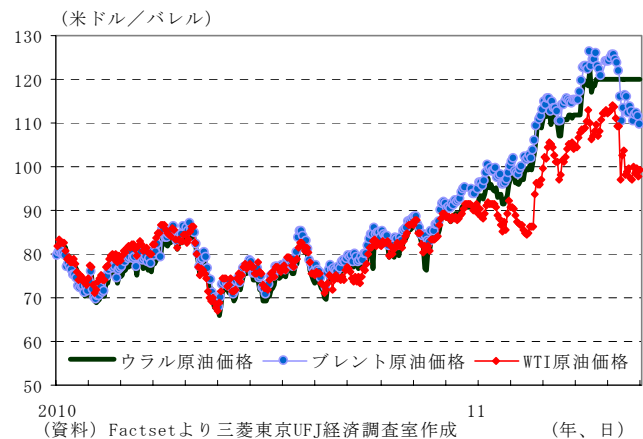
今年第1四半期の実質GDPは前年比4.1%と大方の予想を下回った。個人消費が回復するなかで、消費財の輸入が増加し、純輸出がマイナスに寄与した。

原油価格の動向が今後もロシアの景気動向のカギとなろう(第4図)。これまでは、海外の需要が回復し原油価格が高騰したことから、原油などのエネルギー製品の輸出額が伸びた。今後も原油価格が1バレル100ドル台で推移するとみられることは、ロシア経済にとっては追い風となろう。

第3図：実質GDP成長率



第4図：原油価格の動向



輸出増加に沿って、
鉱工業生産も
堅調

底堅い内外の需要に支えられ、鉱工業生産は堅調に推移している。4月の鉱工業生産は前年比+4.5%とプラスの伸びが続いている(第5図)。乗用車の生産が既に金融危機以前の水準を上回っているほか、原油等の鉱業部門の生産も増加した。景気の先行指標である企業景況感についてみると、製造業購買担当者指数は2006年8月以来の高水準にある。今後

も生産の拡大を見込めるが、設備が古く、メンテナンスが必要なものが多いことから、それらが生産拡大の制約となる可能性は残る。

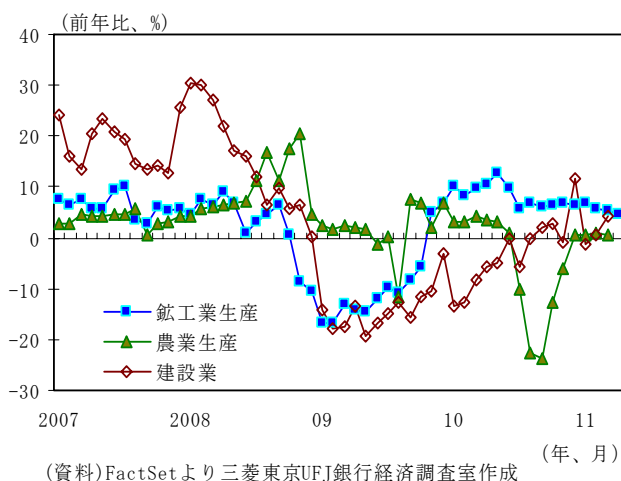
雇用市場は逼迫の兆候

生産拡大を受けて、失業率は低下している（第6図）。特に、都市部では労働需給が逼迫してきている様子もみられる。企業部門が好調であることから、今後は賃金上昇圧力が強まることが予想される。4月には、実質賃金上昇率も前年比でプラスに戻した。

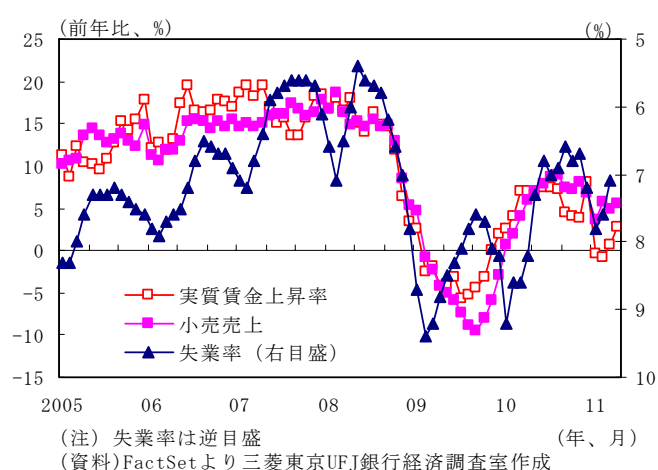
選挙を控え、財政拡大が消費の支えに

足元の賃金上昇が支えとなり、4月の小売売上は前年比+5.6%と高い伸びを示した。先行きについては、12月の議会選挙と来年3月の大統領選挙を睨んだ財政支出の拡大が、家計の消費を刺激することが期待できよう。

第5図：鉱工業生産指数



第6図：雇用情勢と小売売上



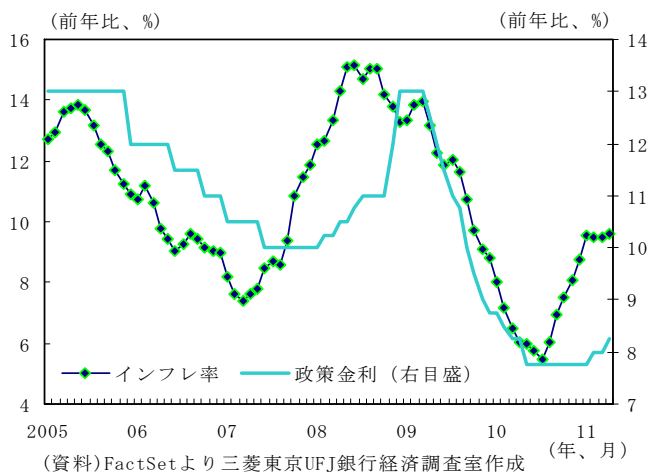
インフレ率上昇に伴い、金融引締めへ

4月のインフレ率は前年比9.6%、コアインフレ率は同8.0%となった（第7図）。今年の夏以降については、昨夏に早魃の影響で食料品が高騰した反動によりインフレ率の低下を期待できる反面、家計の需要回復によりインフレ圧力が高まることから、下押し効果は相殺されるであろう。その結果、インフレ率は高めの水準で推移しよう。

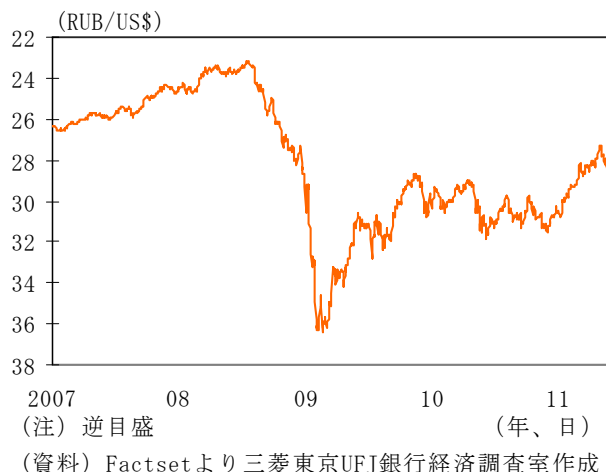
インフレ率が中銀の年末の目標水準（7.0%）を大幅に上回ったことから、中銀は2月と4月にそれぞれ25bpの利上げを実施し、リファイナンス金利を8.25%とした。今後もインフレへの警戒感からさらなる引き締めが予想される。政策金利の小幅利上げはあると考えられるが、中銀要人が示唆しているように、主に預金準備率の引き上げによる過剰流動性の吸収を実施するとみられる。

ロシア中銀が利上げを始める一方で、米FRBは低金利政策を維持していることを反映し、ルーブルは5月には対ドルで約2年半ぶりの水準まで上昇した（第8図）。

第7図：物価と政策金利



第8図：為替相場



②政治・資金フローの動向

政治動向に不透明感はあるものの、対内、対外投資は増加基調

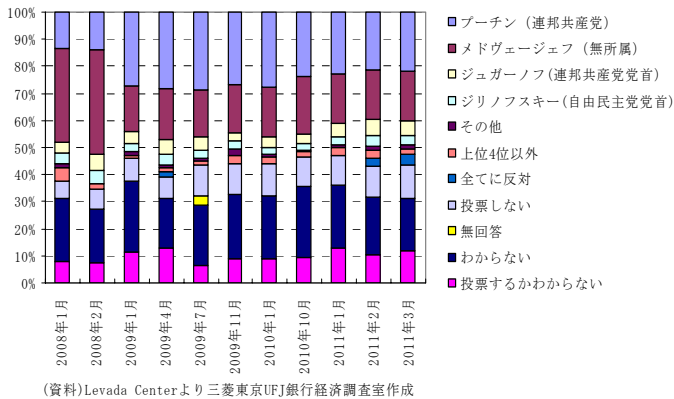
来年の大統領選挙を控え、メドヴェージェフ大統領と返り咲きを狙うプーチン首相の対立が報道されたが、前者が再選出馬の可能性を示唆しつつも明言は避けていることから、憶測をよんでいる。大統領選挙を仮定したサーベイをみても、一位がプーチン首相 (22%)、二位はメドヴェージェフ大統領 (19%) と拮抗している(第9図)。

政治の先行きについて不透明感はあるが、戦略面においては、国益のために外資を効率良く取り込むという方針は共通している。プーチン首相は4月の年次報告でも、生産技術を提供したり、投資を行うのであれば、外国企業の国内市場への参入を認めると発言している。

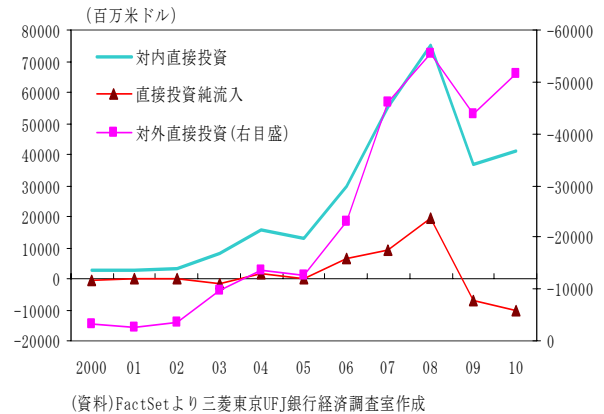
実際、政府は戦略分野における外国投資規制についての緩和を検討している。投資環境を向上すべく、閣僚が国営企業の役員を兼務する体制を廃止する動きもある。

2010年の対内直接投資は増加したが、うち新規のものは約22%程度であり、他のほとんどは既参入の多国籍企業が利益を再投資したものであった。また、ロシア企業の対外投資が活発化した結果、純流入はマイナスとなった(第10図)。今後、政府が国内の戦略分野の発展を促すために、海外の投資家を誘致するに十分な策を打ち出すか否かが注目される。

第9図：大統領選挙を仮定した際の国民の支持率



第10図：直接投資



③財政収支

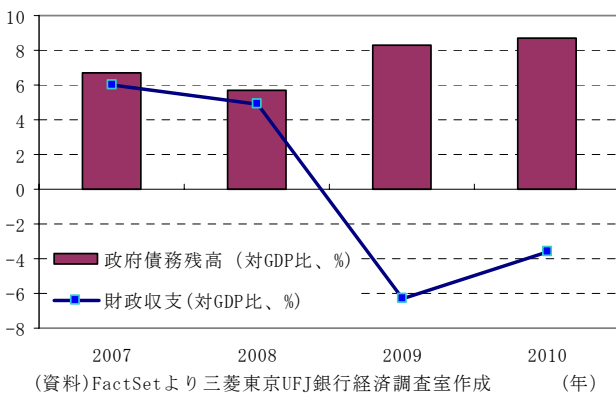
2013年に財政赤字の対GDP比は3%未満に

2010年の連邦政府予算の財政赤字は対GDP比3.2%と、2009年の5.8%から縮小した(第11図)。歳入面では、昨年後半、原油価格の上昇に支えられ、原油、天然ガス関連の歳入が増加したことから、歳入総額も増加した。歳出面では、2010年は、経済が金融危機から回復するなかで景気刺激策関連の支出が減少した。今後については、年末の議会選挙および来年3月の大統領選挙を控えて、歳出が再び増加することが予想される。

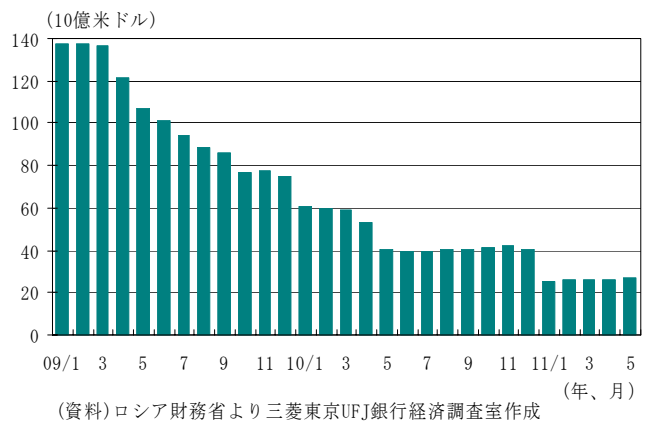
財政赤字の対GDP比率は2013年には3%未満の水準まで低下すると予想するが、政策の大幅な変更がない限り、財政収支が黒字に戻る可能性は低い。

なお、原油収入の一部が積み立てられている予備基金は、近年の財政赤字の拡大に伴う財政への補てんの増加で残高が減少してきたが、こうした補てんは2011年をもって終了する。今後の赤字補てんは、国家資産の売却や赤字国債の発行が中心となる(第12図)。

第11図：連邦政府予算の財政赤字の動向



第12図：予備基金



④見通し

実質 GDP 成長率は 2011 年 4.3%、2012 年 4.1%

2011 年は、原油価格が高い水準で推移し、資源依存型の経済構造であるロシアには追い風となることから、年間の実質 GDP 成長率は 4.3%と 2010 年の 4.0%から加速するであろう。

2012 年についても、原油価格が高止まることで、実質 GDP 成長率は 4.0%と、若干減速はするものの安定成長が期待できよう。

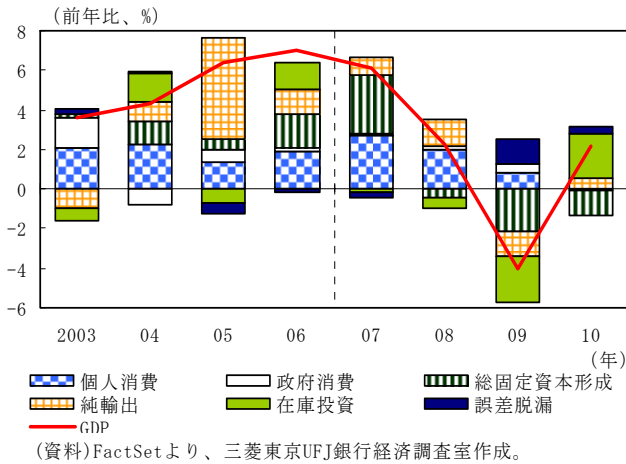
(2) チェコ

①景気の動向

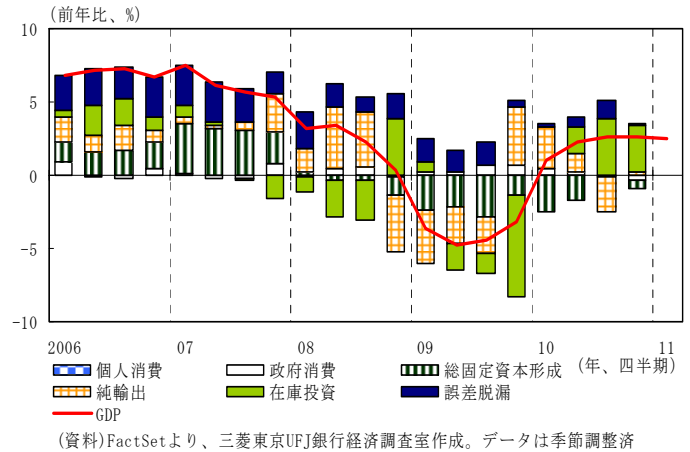
景気は回復基調に

昨年のチェコ経済は、在庫調整が進んだ結果、在庫投資の回復が GDP を押し上げる形となった（第 13、14 図）。一方で、個人消費は低迷したほか、総固定資本形成は 3 年連続で減少した。2010 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 2.2%と、前年の同▲4.0%からプラスの伸びに転じた。

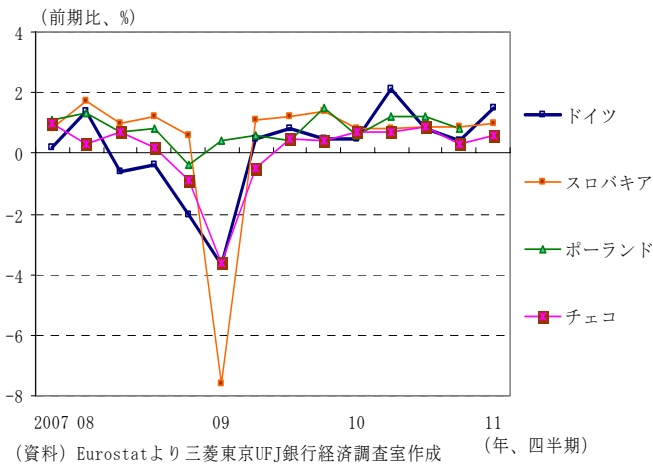
第 13 図：実質 GDP 成長率（年次）



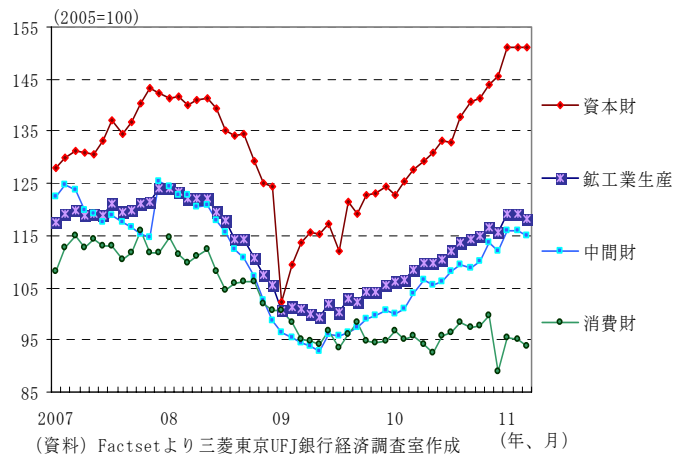
第 14 図：実質 GDP 成長率（四半期）



第 15 図：実質 GDP 成長率比較



第 16 図：鉱工業生産指数



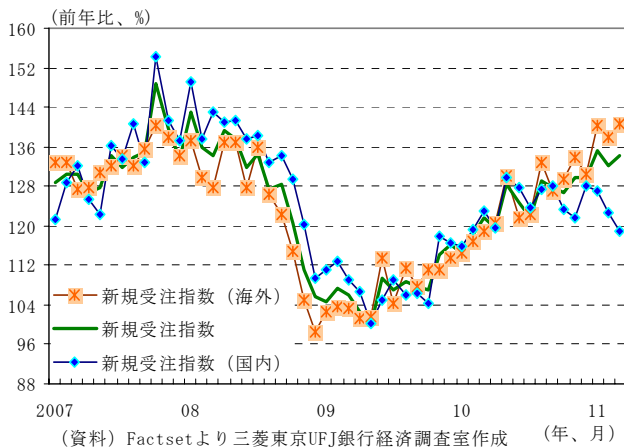
主要輸出先の需要回復により、輸出が増加、生産も拡大

先行きについては、主要輸出先であるドイツ、ポーランド、スロバキアの景気が概ね堅調に回復していることから、チェコの輸出は今後も増加することが見込まれる（第15図）。

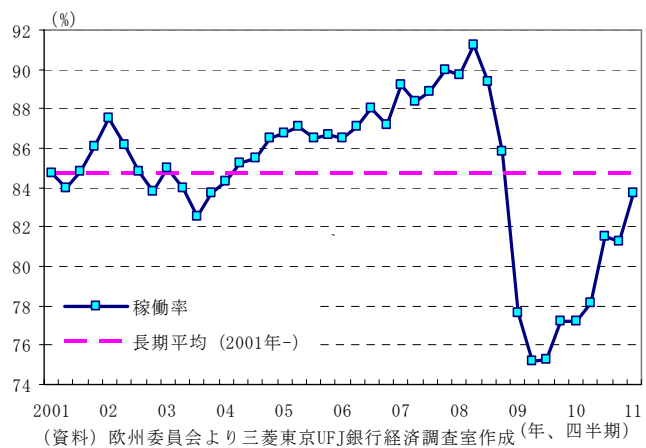
輸出の増加を反映し、鉱工業生産は前年比で二桁の伸びが続いている（第16図）。特に資本財が著しく増加し、昨年後半以降、金融危機以前の水準を上回っている。一方、消費財の生産は、依然として低迷している。

先行指標である鉱工業新規受注指数をみても、国内からの受注は足元で減少しているが、海外からの受注の増加傾向は続くなど、海外需要に依存する状態にある（第17図）。生産の回復を受けて、稼働率も上昇傾向が続き、長期平均（2001年以降）付近まで戻している（第18図）。今後は投資の増加も期待できよう。

第17図：鉱工業新規受注指数



第18図：稼働率



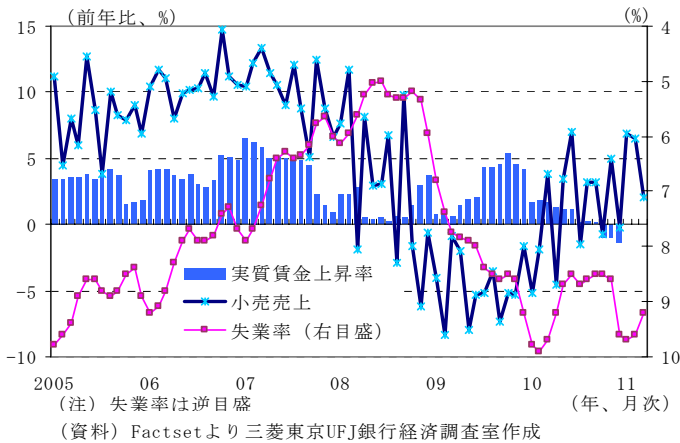
消費の本格回復は2012年に持ち越し

生産面は改善したが、雇用情勢は依然として弱含みである。昨年第4四半期に実質賃金上昇率が前年比でマイナスの伸びとなったほか、失業率は依然高い水準にあることから、個人消費の改善には時間を要するとみられる（第19図）。

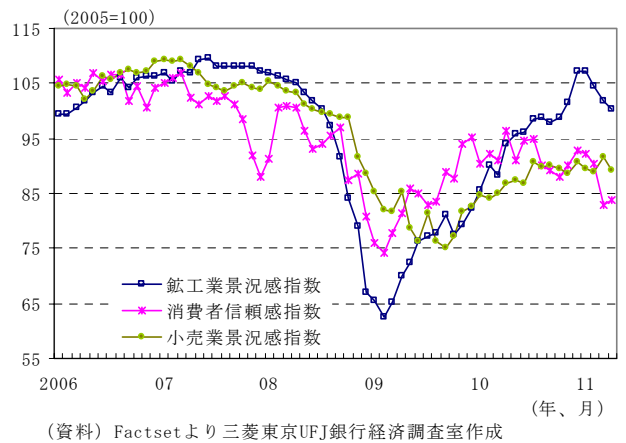
小売売上は徐々に改善してきているものの、金融危機以前の水準には戻っていない。小売業の景況感指数をみても、鉱工業部門の急速な回復と比較すると、回復が遅れている（第20図）。

2011年は財政緊縮が個人消費回復の重しとなるが、2012年には製造業部門の回復が進むにつれ、雇用情勢が改善し、消費が加速すると予想する。

第19図：小売売上と失業率



第20図：景況感・信頼感指数



足元のインフレ率は低水準

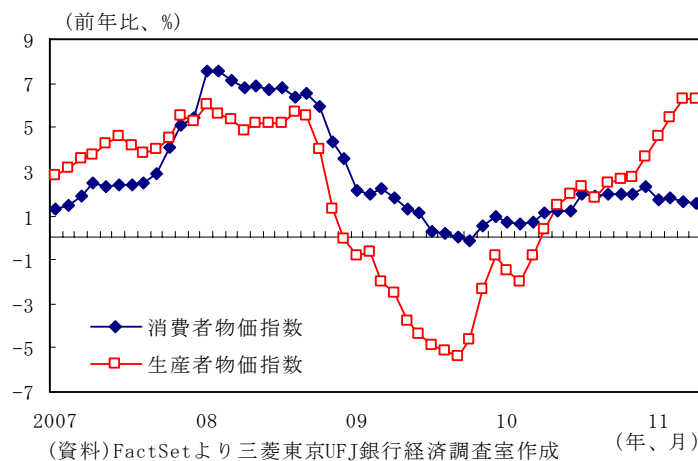
国内の需要が弱含みであることから、インフレ率は低い水準にある（第21図）。近隣諸国のインフレ率と比較しても低い。今年は、一次産品価格の上昇の影響が浸透するものの、引き続き国内の需要は弱含みであることから、物価上昇圧力はある程度、軽減されよう。

2012年には付加価値税率の引き上げ等でインフレ率は上昇

2012年については、付加価値税率が引き上げられるほか、国内需要も回復に向かうことから、インフレ率は上昇しよう。

政策金利は昨年4月以降、0.75%に据え置かれている。需要サイドが弱かったことから、インフレ率はこれまで低い水準にあった。しかし、今後は、企業部門が堅調ななか、一次産品価格の高騰によるコスト上昇分が価格転嫁される可能性もあるため、インフレ率は上昇に向かおう。

第21図：物価動向



②財政収支

財政緊縮が進むが、政局不安により、若干のペース緩和も

昨年の財政赤字の対 GDP 比は 4.7%と、2009 年の同 5.9%から改善した（第 22 図）。今後は景気回復が進むにつれ、緩やかに低下しよう。政府は 2011 年の目標上限を対 GDP 比 4.6%、2012 年は同 3.5%としている。財政赤字はマーストリヒト基準（3%）を上回っているものの、ユーロ圏平均（6.0%）および EU 平均（6.4%）を下回っている。

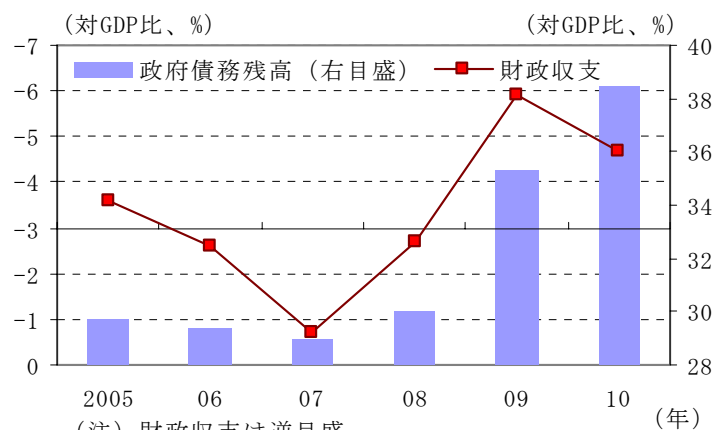
2010 年の政府債務残高は対 GDP 比 38.5%と前年から拡大したが、EU 平均である同 80%を大きく下回る水準である。今後やや上昇することが予想されるが、近隣諸国と比較しても低い水準にある。

政治的な混乱により、財政緊縮のペースが遅れる可能性はある点には注意が必要だ。昨年 12 月と今年 4 月に、環境相と運輸相が汚職で辞任に追い込まれたほか、連立政権内で政策をめぐる政党間の対立も激しさを増している。現政権に対する支持率も低下していることから、内閣が解散し、早期に選挙が実施される可能性がある。

足元では、雇用や社会保障制度改革法案の審議の過程で、政府が審議を省略したり短縮する「立法非常事態」を適用したことが違法であったとの判決が憲法裁判所で下された。但し、11 月までに適切な手続きで同様の法案を成立させれば、現行の法律は維持される。

連立政権が存続すれば、長期的に持続可能な財政収支構造とするための医療・年金・財政改革案も承認されるが、政局が不安定なため、国会審議が遅れ、財政収支の改善に遅れが出ることも考えられる。

第 22 図：財政収支と政府債務残高



(注) 財政収支は逆目盛

(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室

③見通し

実質 GDP 成長率は、2011 年 2.1%、2012 年 3.1%

2011 年のチェコ経済は、財政緊縮が家計の需要回復の重しになるものの、製造業部門の回復および稼働率の高まりを受けて、昨年まで減少が続いていた企業投資が増加基調に転じることが予想される。実質 GDP 成長率は前年比 2.1%となろう。2012 年には雇用情勢が改善し、消費が加速することから、実質 GDP 成長率は前年比 3.1%へと上昇しよう。

(3) ハンガリー

①景気の現状

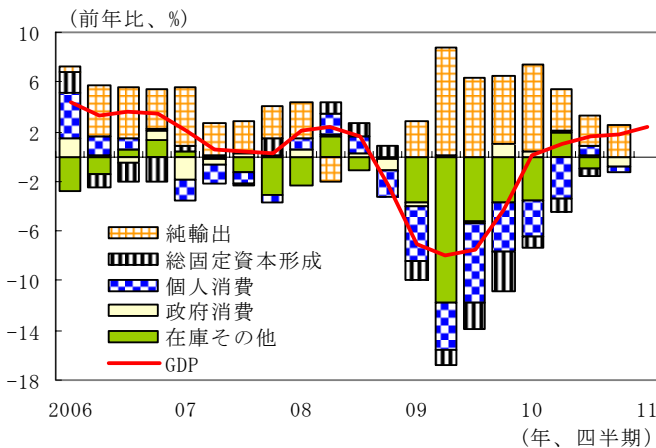
純輸出が景気を牽引し、輸出向け生産が増加

昨年は、ドイツなど主要輸出先の景気回復に合わせて輸出が増加した一方で、国内の需要は弱含んだことから、純輸出が景気を支えた(第 23 図)。また、在庫投資も回復した。直近第 1 四半期の実質 GDP 成長率(速報値)は前年比 2.4%と、前期より 0.5%ポイント上昇した。純輸出が引き続き牽引役になったとみられる。

今後も、主要輸出先であるドイツなどの海外の需要回復の恩恵を受けることから、貿易収支は黒字基調で推移すると考えられる。

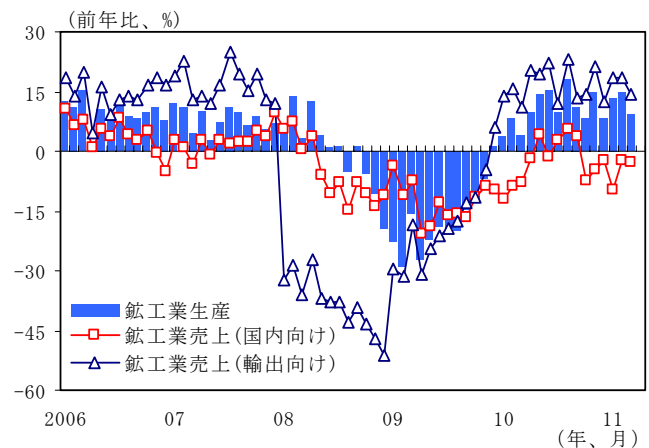
鉱工業生産は堅調に推移している(第 24 図)。足元の伸びは減速したが、ドイツ経済が好調であることから、輸出の増加に合わせ、増加傾向は続く。先行指標である鉱工業新規受注指数も約 3 年前の水準まで戻している。

第 23 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 24 図：鉱工業生産



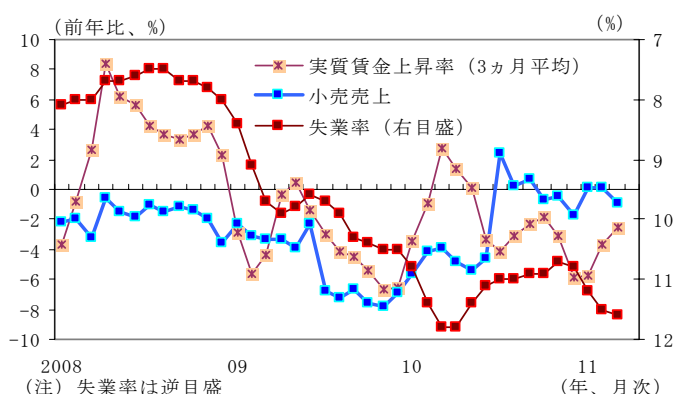
(資料)FactSetより、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用情勢は弱含むが、消費刺激策が家計消費の支えに

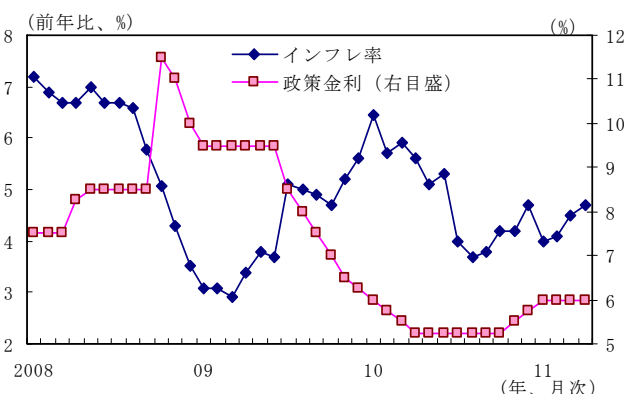
雇用情勢は弱い状況にある。実質賃金上昇率は3月に前年比▲2.5%と、10か月連続でマイナスの伸びとなったほか、失業率は11.6%と、今年に入り、再び上昇した(第 25 図)。

小売売上の回復は遅れている。3月の小売売上は前年比▲0.9%、第1四半期では前年比▲0.2%となっている、ただし、政府の所得税減税などの消費刺激策が家計の支えとなり、今後は徐々に回復に向かう見込みである。

第25図：小売売上と雇用情勢



第26図：インフレ率と政策金利



中銀の利上げは政治圧力を受け一段落の可能性

インフレ率は原油価格の高騰と食料品価格の上昇を主因として、今年3月には前年比4.5%と、ハンガリー中銀の目標値(3.0%)を大きく上回っている(第26図)。今後は、政府の所得税減税が家計の可処分所得を下支えするため、需要の増加が予想される。インフレ率は2011年は目標値を上回る水準で推移し、来年は目標値付近まで落ち着くであろう。

足元のインフレ圧力の高まりを背景に、ハンガリー中銀は、昨年11月以降、3ヵ月連続で政策金利の引き上げを実施した。それぞれ25bps、合計75bpsの利上げを実施し、政策金利を6.00%とした。

インフレ率は依然として高い水準にあるが、足元の景気を重視する政府の影響が増していることから、利上げは一段落したとみられる。政府は中銀の政策決定委員会のメンバー選出方法を、現行の総裁と首相による指名から、国会が選出する形に変更する法案を国会に提出し、承認された。政府は、中銀の直近の利上げ決定に対しても、経済政策に反しているとの声明文を発表するなど、中銀への影響力を強めている。

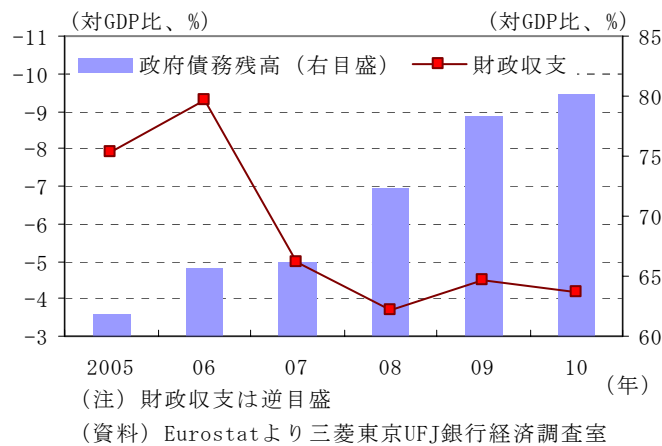
②財政収支

今年の財政収支は一時的に改善

今年の財政収支は、年初の年金改革によって私的年金制度加入者が国の年金制度に再加入し、その資産が国庫に移されるという一時的な要因のため、黒字に転じると見込まれる。また、銀行・エネルギー・小売・通信部門への特別税も歳入増加に寄与する。同特別税は、2012 年も継続することになっている。

政府債務残高は対 GDP 比で 80.2%と EU 平均 (80.0%) を若干上回っており、EU 諸国のなかでも高い水準にある (第 27 図)。3 月には、政府が政府債務の削減等を含むセール・カールマン計画を発表した。同計画は、2014 年までに政府債務残高の対 GDP 比を 65-70%に削減する目標を掲げている。しかし、年金支給額の削減や、年金支給開始年齢の引き上げ等、国民の痛みを伴う構造改革などについては、国民の強い反対を受ける可能性があり、実際に実行できるかどうか注視する必要がある。

第 27 図：財政収支と政府債務残高



③見通し

2011年 2.6%、
2012年 3.1%成長

来年も小売業や銀行部門などに対する特別課税という負担が残る。政策についての不透明感がある程度解消されるまでは、投資の大幅な拡大は期待できない。一方で、所得税率の引き下げなどの政府の消費刺激策により、個人消費は増加するとみられるため、今年の実質 GDP 成長率は前年比 2.6% となろう。2012 年には家計需要の回復が進むことが想定されるため、前年比 3.1%となる見込み。

(4) ポーランド

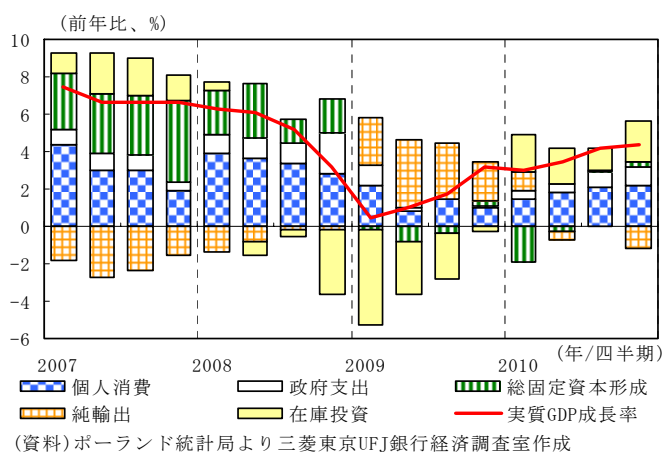
①景気の現状

個人消費が成長を牽引

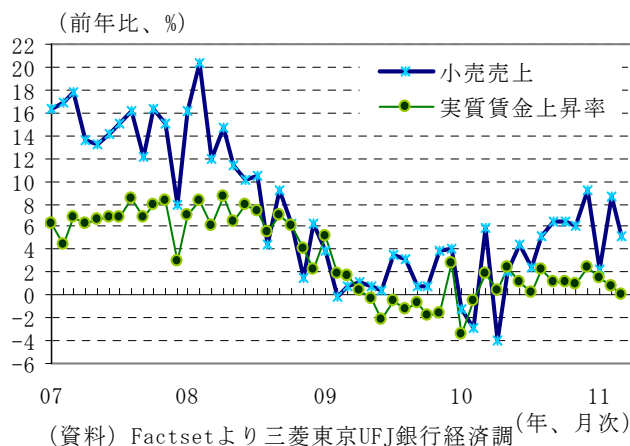
ポーランドの景気拡大は続いている（第28図）。昨年、個人消費の増加や在庫復元の動きが景気を支えた。総固定資本形成も昨年後半にようやくプラスの伸びに転じた。

今年第1四半期の小売売上は、年初の悪天候および付加価値税率の引き上げが影響したことから減速したが、プラスの伸びは続いた（第29図）。

第28図：実質GDP成長率



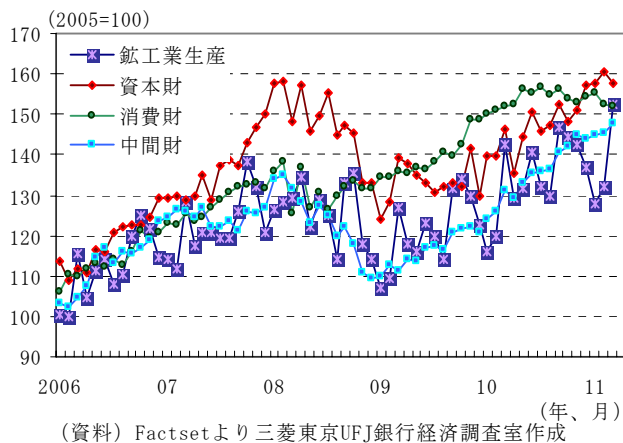
第29図：小売売上と賃金



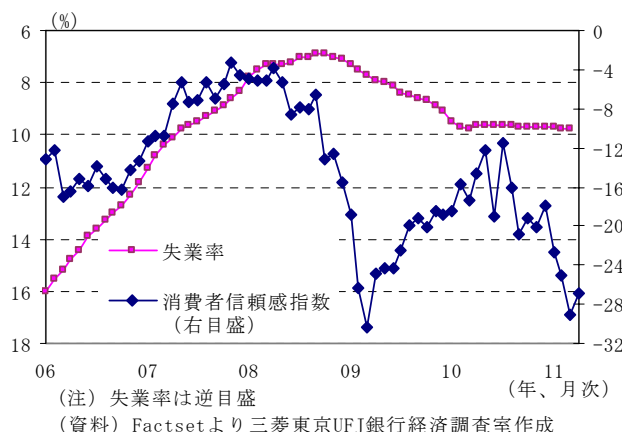
これまでの輸出回復を受け、生産と雇用が拡大

鉱工業生産は引き続き堅調に推移している（第30図）。鉱工業新規受注指数も国内・海外向けともに回復基調にあるため、生産の増加は当面維持される見込みである。製造業部門の生産拡大を受け、雇用者数は増加した。失業率は、足元でほぼ横ばいとなっている。これは主に、出稼ぎ労働者が海外から国内に戻り、労働力人口が増加したことなどによる（第31図）。

第30図：鉱工業生産



第31図：失業率と消費者信頼感指数

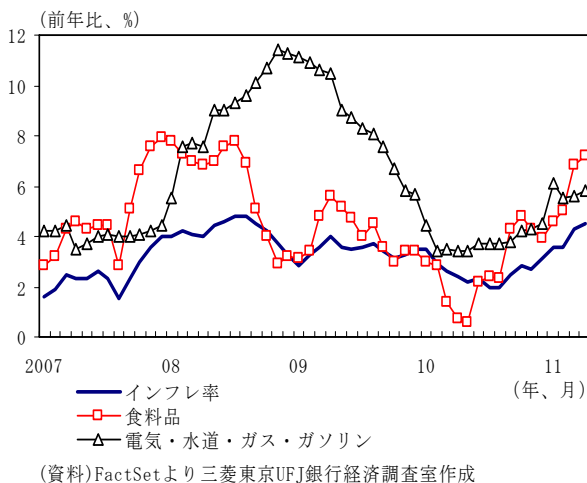


国内の需要が強いほか、年初の付加価値税率の引き上げ、原油価格などの一次産品価格の上昇が影響し、インフレ率は高止まりすると考えられる（第32図）。年内のインフレ率は中銀の目標値（ $2.5 \pm 1\%$ ）を上回り続けるであろう。2012年は低下するものの、目標の中央値を超える範囲で推移しよう。

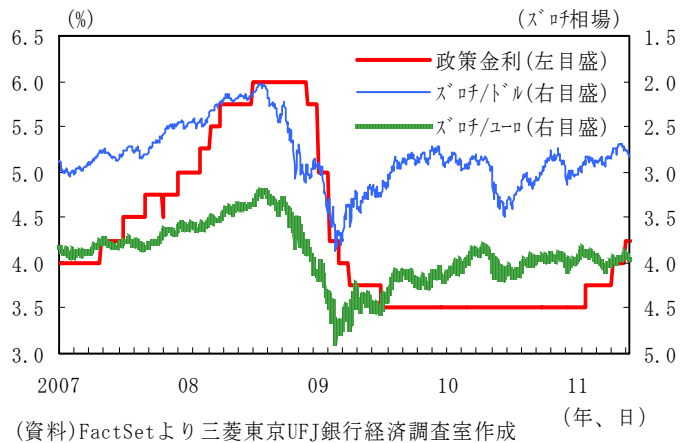
政策金利は小幅引き上げ

インフレ期待の上昇や強含みの国内需要などを理由として、中銀は4月と5月にそれぞれ25bpsの利上げを実施し、政策金利を4.25%とした（第33図）。インフレ率は高い水準で推移することから、インフレ加速の防止のため、年内に追加利上げが行われるであろう。

第32図：インフレ率



第33図：政策金利・為替相場



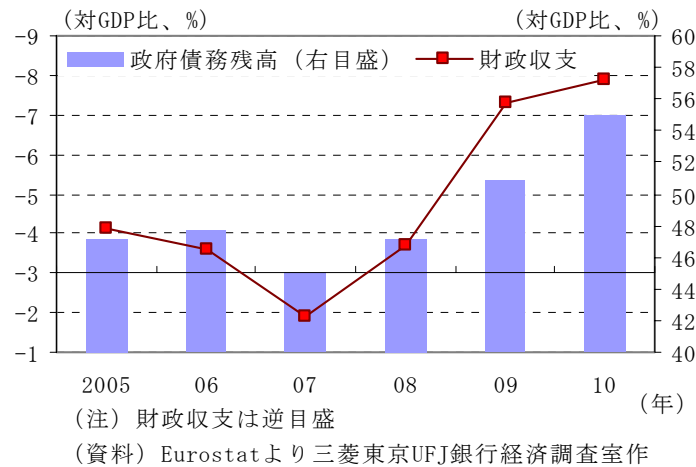
②財政収支

本格的な財政緊縮は10月の選挙以降

昨年の財政赤字は対GDP比で7.9%と、前年の同7.3%から拡大した（第34図）。政府は2011年には財政赤字を対GDP比6.0%以内に抑え、2013年までにマーストリヒト条約で定められている上限（3.0%）以下にする目標を掲げている。しかし、財政赤字削減が本格化するのは、10月の総選挙後となるだろう。

政府債務残高は対GDP比55.0%と、前年の同50.9%から上昇したが、EU平均を下回る水準である。今後も当面はマーストリヒト基準（60.0%）を下回ると考えられる。

第 34 図：財政収支と政府債務残高



③見通し

2011年 4.1%、
2012年 4.3%成長

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、輸出が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とから、実質 GDP 成長率は前年比 4.1%となろう。2012年は前年比 4.3%へと、若干加速しよう。

表：ロシア・中東欧経済の見通し

	名目GDP 2010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)		
		2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)	2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)	2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
ロシア	1,465	4.0	4.3	4.1	6.9	9.1	7.6	726	805	544
チェコ	192	2.3	2.1	3.1	1.5	2.0	2.5	▲72	▲66	▲69
ハンガリー	130	1.2	2.6	3.1	4.9	4.0	3.3	27	8	▲4
ポーランド	468	3.8	4.1	4.3	2.6	2.5	3.7	▲154	▲202	▲194
ロシア・中東欧	2,256	3.7	4.0	4.0	5.4	6.8	6.1	527	545	277

(ロンドン駐在、コウバーン)

照会先：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、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せよう、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 <http://www.bk.mufg.jp> でもご覧いただけます。