

ロシア・中東欧経済の見通し

～西欧経済の景気減速と財政緊縮姿勢を受け、今年の成長率は更に低下～

1. 概況

西欧経済減速の影響が深刻に

ロシア中東欧各国の景気は、内需の落ち込みあるいは減速にこれまで景気のけん引役を果たしてきた西欧諸国への輸出不振が加わり、足元、景気下振れリスクが益々高まっている。欧州債務問題を背景とする西欧各国の財政緊縮強化の影響が、ロシア中東欧にも重くのし掛かっている。

ロシアは、内需の勢い鈍化がより鮮明に

ロシア経済は、銀行貸出の抑制が個人消費、企業投資の減速につながる。財政支出も、今年前半までの大幅増の反動や原油市況軟化による歳入の伸び鈍化から減速が見込まれる。加えて、欧州各国の景気低迷が輸出を下押しすることが予想される。2012 年後半以降、ロシア経済はさらに減速するとみられる。

チェコ、ハンガリーは景気後退長期化の懸念

中東欧諸国のうち、財政緊縮等による内需冷え込みが続くチェコ、ハンガリーでは、ユーロ圏の景気低迷に伴う輸出の落ち込みによって唯一の成長下支え要因を失うことになり、景気後退長期化への懸念が高まっている。

ポーランドは内外需が減速も政策対応の余地は存在

一方、これまで内外需がバランスよく景気を支えてきたポーランドだが、ユーロ圏の景気後退により足元で輸出が減少に転じた。内需は、比較的大きな国内市場や中間層の拡大などポテンシャルは小さくないものの、足元は予想以上のペースで減速している。ただしポーランドには、金融緩和等の政策発動の余地があり、景気後退は回避できよう。

第 1 表：ロシア東欧経済の見通し

	名目GDP 2011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 (億ドル)		
		2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
ロシア	1,857	4.3	3.6	3.6	8.5	6.7	6.5	988	850	530
チェコ	215	1.7	▲1.0	0.8	1.9	3.3	2.4	▲63	▲25	▲30
ハンガリー	140	1.6	▲1.6	0.5	3.9	5.8	4.4	20	20	25
ポーランド	514	4.3	2.5	2.2	4.3	3.6	2.6	▲221	▲190	▲180
ロシア・中東欧	2,726	3.9	2.7	2.9	6.8	5.7	5.2	594	513	307

2. 主要国動向

(1) ロシア

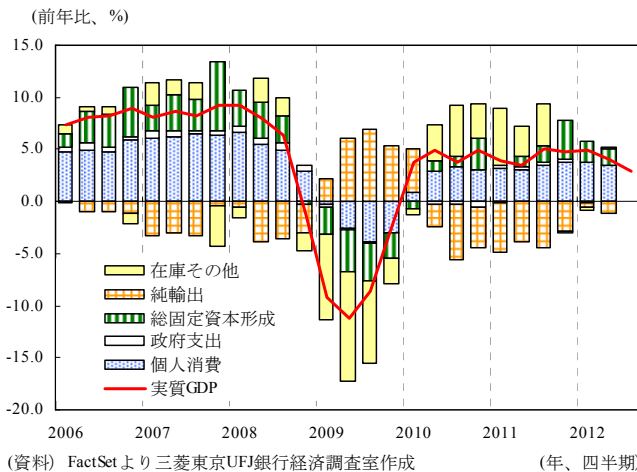
①景気の現状

7-9 月期の実質
GDP 成長率は
2.9%に鈍化

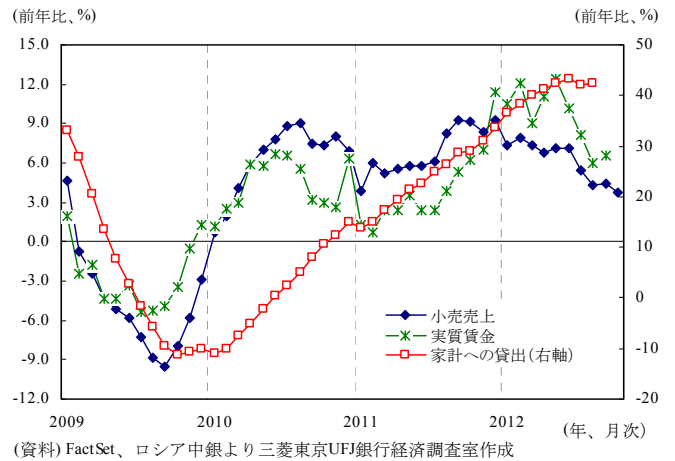
食料品価格の上昇
や規制価格の引き
上げからインフレ
率は予想以上のペ
ースで上昇

ロシアの景気は、これまで個人消費や総固定資本形成といった内需をけん引役に堅調に推移してきたが、ここに来て内需の勢いに鈍化が見られる。(第1図) 特に個人消費については、実質賃金の伸び鈍化やこれまで加速が続いてきた個人向け銀行貸出のペースダウンなど、この先の消費鈍化を示唆する兆候がみられる(第2図)。加えて、今年の農作物の収穫が、旱魃の影響で昨年とは対照的に落ち込んでおり、これが、直接的な成長押し下げ要因となるだけでなく、食料品価格の上昇という経路を通じてインフレ率を押し上げている。7月の公共料金改定等、規制価格引き上げによるインフレ率の上昇も加わり、実質賃金の下押しが家計のマインドを大きく悪化させるなど、これまで景気のけん引役を果たしてきた個人消費の行方に陰りが見えている。

第1図：実質 GDP 成長率



第2図：小売売上、実質賃金、家計への貸出



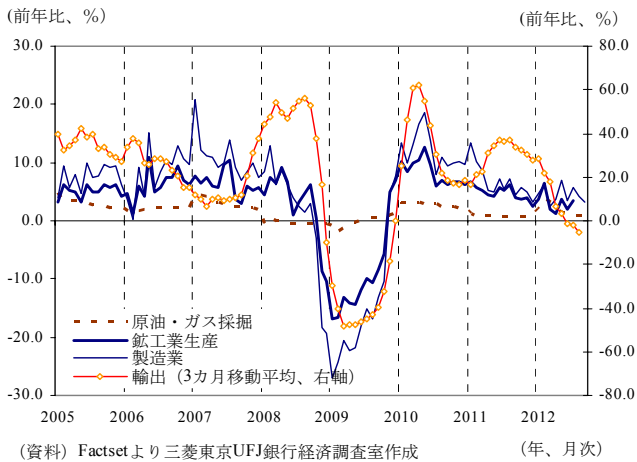
インフレ率の高
まりを受け、中銀
は利上げを実施

伸び悩む鉱工業
生産

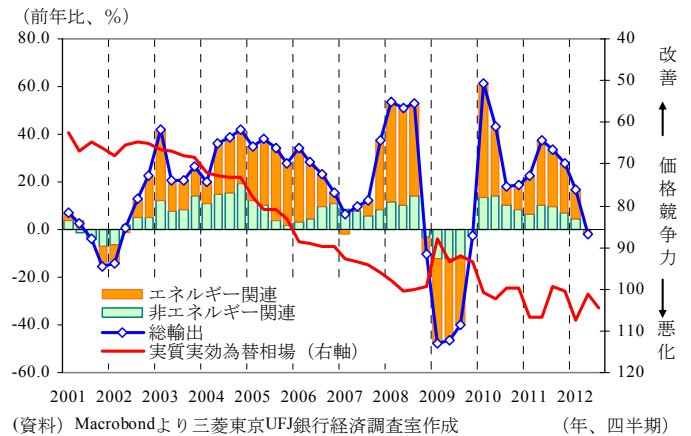
直近9月のインフレ率は前年比6.6%となり、中銀の目標値である前年比6% (年末値) 達成の可能性は著しく低くなっている。上昇するインフレ圧力、及びインフレ上昇期待を抑えるため、中銀は9月に政策金利を0.25%ポイント引き上げ8.25%とするなどインフレ警戒姿勢をより明確にしている。

一方、鉱工業生産は弱含みの展開が続いている(第3図)。国内での個人消費の減速に加え、物価・賃金の上昇を背景に実質実効為替相場のみみたロシア企業の価格競争力は悪化傾向にある。主要輸出品であるエネルギーの価格が世界景気鈍化に伴い弱含んでいる上、主要輸出先であるEU各国からの需要も弱まるなどなど、製造業を中心に鉱工業生産を取り巻く環境はより厳しくなっている(第4図)。

第3図：鉱工業生産



第4図：エネルギー及び非エネルギー関連品の輸出

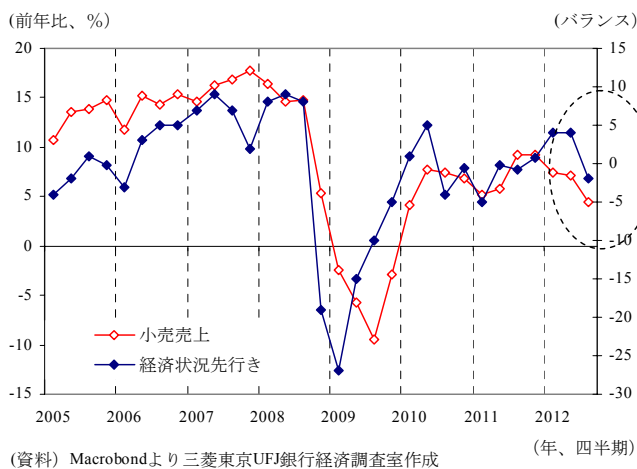


②今後の見通し

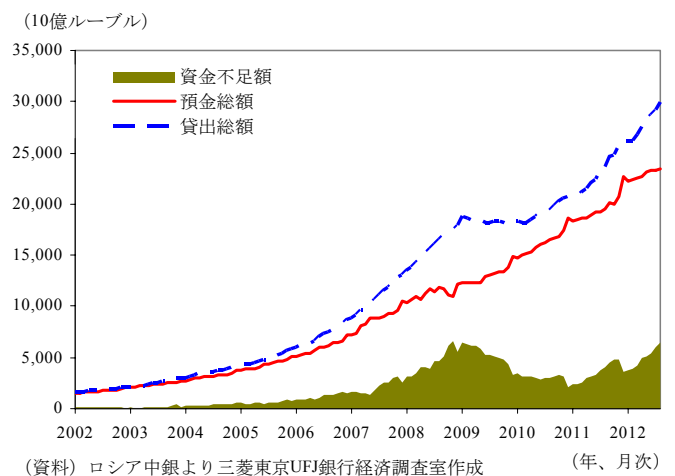
個人消費はさらなる鈍化を予想

足元で進む個人消費の鈍化傾向は、実質賃金上昇ペースの減速、家計への銀行貸出の伸び鈍化、更には消費者マインドの後退などから今後も続くと予想される（第5図）。特に、銀行部門は、急速に拡大してきた貸出に預金の伸びが追い付いておらず、資金不足幅が拡大傾向にある（第6図）。これまで銀行の資金不足は中銀のリファイナンスオペなどで補われてきた。しかし、中銀は急速に拡大してきた家計向け貸出に対し警戒感を強めており、今後家計向けの貸出について何らかの規制が敷かれる可能性は高く、これまでのような貸出ペースの持続を期待することは難しい。ただし、歴史的低水準にある失業率など雇用状況は比較的良好であり、消費が大きく落ち込む事は避けられよう。

第5図：小売売上と消費者マインド（景気先行き）



第6図：金融機関の貸出と預金



新たな財政ルール の導入により、 2013年の歳出の 伸びは大幅鈍化

一方政府は、2013年～15年の予算案で、歳出を過去の一定期間の原油価格に連動させるというルールを採用した。これによって歳出拡大ペースにある程度歯止めがかかることになる。実際、このルールに従うと2013年の歳出拡大ペースは4～5%程度に抑制される。これは、大統領選挙前の支出の大幅増加を受けて20%程度の伸び率が見込まれる2012年の歳出拡大ペースから著しい減速となる。これまでの歳出増の多くが公務員賃金及び年金支給額の引き上げに充てられたことを考慮すると、歳出拡大ペース鈍化の影響は、個人消費の鈍化という形で現れる可能性が高い。したがって、2013年の特に前半はインフレ率の高止まりも加わり、個人消費の勢い回復を期待することは難しい。その一方で、投資に関しては2014年の冬季オリンピックに向けた拡大が期待でき、これが消費鈍化の影響をある程度緩和しよう。

プーチン政権は反 プーチン勢力に対 する圧力を強化

政治面のリスクにも引き続き留意が必要である。4月の大統領選挙でプーチン氏の大統領への就任が決まったことで、最大の政局不透明感は払拭されたが、3期目のプーチン大統領の影響力は以前の2期と比較すると相当弱まっている。一方、反プーチン勢力はモスクワなどの主要都市に限られるなど、その政治的影響力は依然限定的であり、市民の間で経済的な不満が高まらない限り、反政権の動きが大きく発展する可能性は低い。にもかかわらず、政府は、対抗勢力への圧力を強める傾向にある^(注1)。法の支配、及び各行政部門の基盤が弱いロシアにおいては、指導者のカリスマ性が政局の安定に不可欠である。足元、そのカリスマ性に陰りがみえるなか、プーチン政権は対抗勢力への圧力を強めることで、政局の安定維持を図ろうとしているようである。

資金流出と通貨安 のリスク

こうした政治面の動きが、ロシアの資金流出入に与える影響が懸念される。大統領選挙前に示されたロシアのビジネス環境改善の公約^(注2)にも関わらず、ビジネスを取り巻く制度上の不透明感は、むしろ強まっているように見える。欧州債務問題などを背景にした投資家のリスクの許容度の低下にロシア特有の事情が加わり、資金流出トレンドは当面継続が予想される。資金流出によってルーブル安が進めば、製造業部門の価格競争力の改善が期待できる一方、国内のインフレに拍車がかかるリスクは無視できない。加えて、国内銀行の資金不足状態がさらに深刻化すれば、貸出の抑制を招くことになろう。今後も資金フローの動向には留意を要する。

ロシアの実質GDP成長率は、2012年が前年比3.6%、2013年が同3.6%と予想する。

(注1) 過去半年の間にロシア議会では国家反逆罪、違法行為とされている神への冒瀆行為などを拡大解釈する法律や、インターネット上の事実上の検閲を行う法律を成立させている。

(注2) プーチン大統領は世銀のビジネス環境ランキングで2010-11年に120位(183カ国中)であったロシアの投資環境を2015年には同ランキング50位、2018年には20位に引き上げるを目標を掲げている。

(2) チェコ

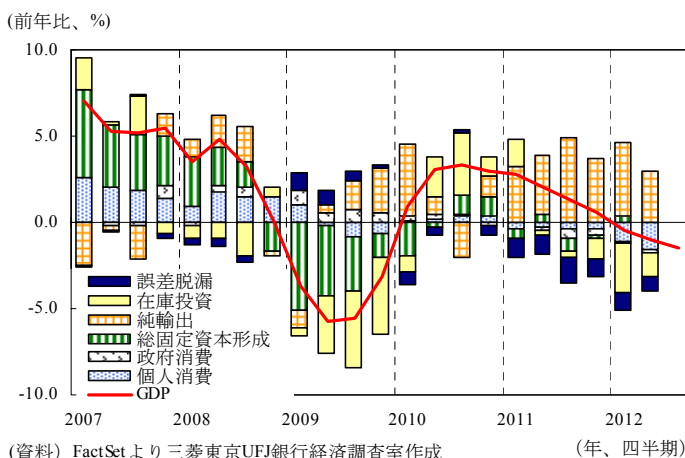
①景気の現状

財政緊縮の影響による内需の冷え込みが続く

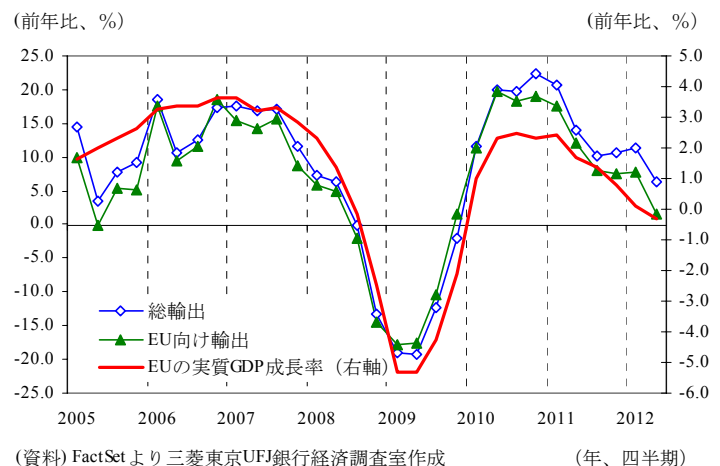
チェコ経済は、内需の冷え込みにこれまで成長を下支えしてきた外需の鈍化が加わったことなどから景気後退長期化への懸念が強まっている（第7、8図）。7-9月期の実質GDP成長率は前年比▲1.5%と、3四半期連続でマイナスとなった。

足元の景気後退の主因は、厳しい財政緊縮策の実施にある。同国は、2009年の景気後退時に財政赤字規模が対GDP比5.8%まで拡大、同年12月にEUから財政赤字超過国とされ、2013年までに財政赤字を同3%以下に抑えるよう求められた。これを受け、政府は公務員賃金の削減をはじめ、所得税控除枠の縮小、更には一部VAT税率の引き上げといった増税を実施、2011年の財政赤字規模を同3.3%まで縮小させることに成功した。しかし、その代償として、同国の成長率は2012年に入ってから、個人消費の減少加速を主因にマイナスに陥っている。増税によるインフレ率の高止まりから実質賃金上昇率は低迷し、失業率も高止まるなど、個人消費を取り巻く環境は、厳しい状況が続いている。

第7図：実質GDP成長率



第8図：輸出とEUの成長率



②見通し

財政緊縮の継続に西欧景気低迷の影響が加わり、強まる景気後退長期化への懸念

これまで唯一、成長に対してプラスに寄与してきた外需の勢いは、主要輸出先であるドイツをはじめとするEU諸国の景気低迷を背景に予想以上のペースで鈍化している。欧州債務問題に収束の兆しはみられず、財政支出削減のプレッシャーに晒されているEU各国の景気が近い将来好転する可能性も低い。これを受け、チェコの鉱工業新規受注は年初をピークに内外ともに急速に低下している（第9図）。足元で進む鉱工業生産の減少を背景に雇用情勢などに対する消費者の懸念は根強く、消費の冷え込みが今後も続く可能性を示唆している。

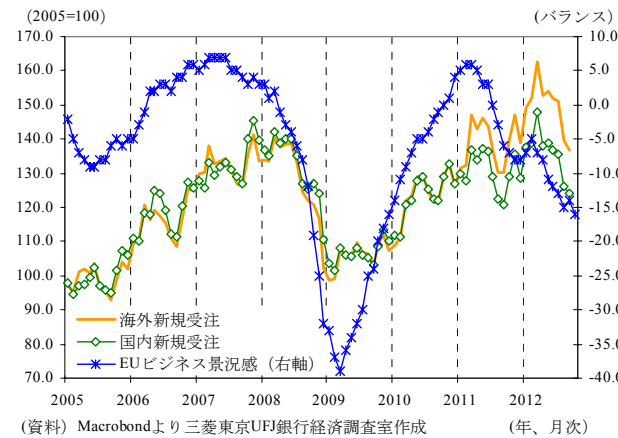
成長率は 2012 年は▲1.0%、2013 年は、翌年の総選挙を踏まえた財政緩和策により 0.8%への回復を予想

内需の落ち込みに外需の鈍化が加わり景気後退長期化へのリスクが高まっているにもかかわらず、政府は今年の財政赤字目標値を対GDP比3.2%、2013年は同2.9%とし、財政緊縮策を維持する姿勢を崩していない（第2表）。現在、政府が議会に提出している税制改革案では、2013年1月からのVAT税率の引き上げ（軽減税率：14%→15%、標準税率：20%→21%）、高額所得者に対する増税や不動産売却税の導入などが盛り込まれている。すでに議会で承認が得られている各種の改革についても、年金支給額の物価連動制緩和や失業手当の受給条件の厳格化など、消費を更に落ち込ませる内容となっている（第3表）。

一方、厳しい財政削減策を実施してきた現政権に対する国民の反発は強く、最近の地方選挙や上院選挙では、財政緩和を求める野党社会民主党などの勢力が盛り返しており、これまでの財政緊縮姿勢がどこまで維持されるか不透明になってきている。足元にかけて、長期金利やCDSスプレッドの低下がみられるなか（第10図）、2014年の5月から6月に予定されている総選挙に向け、政府が財政緊縮姿勢の緩和を模索する可能性は十分あろう。

これらを踏まて、2012年のチェコの実質GDP成長率は前年比▲1.0%、2013年の成長率は、前年比0.8%と予想する。

第9図：新規受注指数とEUビジネス景況感



第2表：政府財政削減計画

		2008	2009	2010	2011	2012	2013
一般政府財政収支	(10億コルナ)	-86	-218	-183	-125	-124	-114
	対GDP比 (%)	-2.2	-5.8	-4.8	-3.3	-3.2	-2.9
金利支払い	対GDP比 (%)	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	-
基礎的財政収支	対GDP比 (%)	-1.2	-4.6	-3.5	-1.9	-1.8	-
一般政府債務残高	対GDP比 (%)	28.7	34.4	38.1	41.2	45.5	-

(資料) チェコ財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

チェコ政府見通し

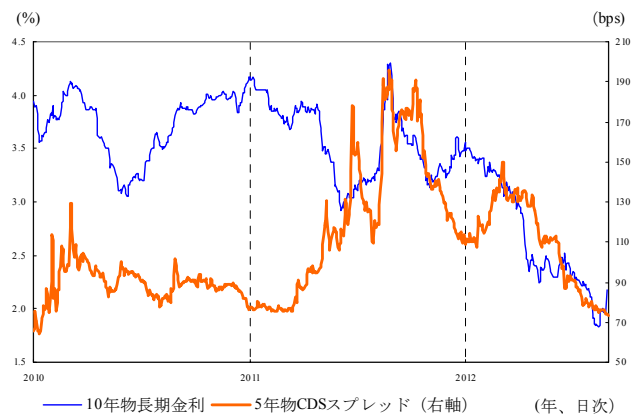
第3表：2013年財政緊縮策（政府案）

歳入増加手段	歳出削減手段
・ VAT、物品税率の引き上げ (対GDP比0.5%相当)	・ 年金支給の物価連動制の緩和 (対GDP比0.3%相当)
・ 所得税率の変更 (対GDP比0.2%相当)	・ 中央政府での運営コストの削減 (対GDP比0.3%相当)
・ 不動産売却税など (対GDP比0.2%相当)	・ 公的調達合理化 (対GDP比0.1%相当)
・ 民間年金制度導入 (対GDP比0.5%相当)	・ 失業手当受給条件の厳格化

(注) 網掛け部分は議会承認済

(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：長期金利とCDSスプレッド



(3) ハンガリー

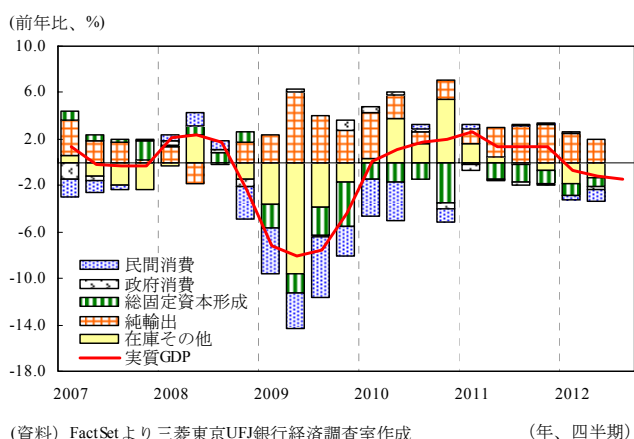
①景気の現状

成長のけん引役である輸出の勢い鈍化からマイナス成長に

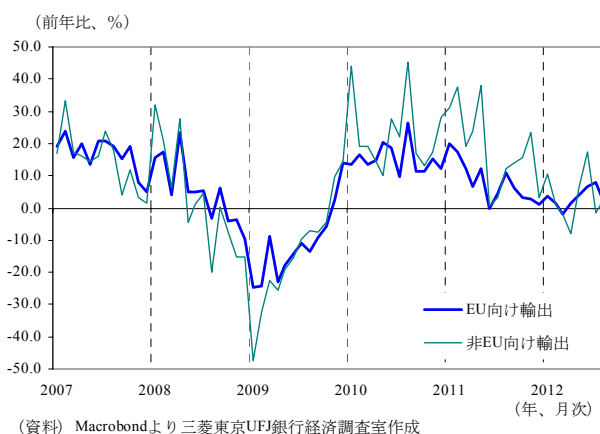
ハンガリー経済は、個人消費の低迷や投資の縮小といった内需の落ち込みを輸出が補うことでかろうじてプラス成長を維持してきた。しかし、EU向けを中心に輸出の勢いが鈍化するとともに、昨年半ば以降、内需の冷え込みが一段と深刻化しており 2012 年に入ってからにはマイナス成長に陥っている（第 11、12 図）。

重い債務負担を抱える家計のバランスシート調整が続いているほか、VAT 税率引き上げ、通信会社や銀行などへの特別税の導入、食料品価格の上昇を背景にインフレが加速し、実質賃金上昇率はマイナス推移が続いている（第 13 図）。加えて、失業率も依然高水準にあるなど、個人消費の早期回復を望むことは難しい環境が続いている。銀行部門は、重い税負担や不良債権増加に伴う貸倒引当金の積み上げの必要性から利益率が低下するなか、貸出抑制姿勢を厳格化させており、景気後退が更に深刻化するリスクが懸念される（第 14 図）。

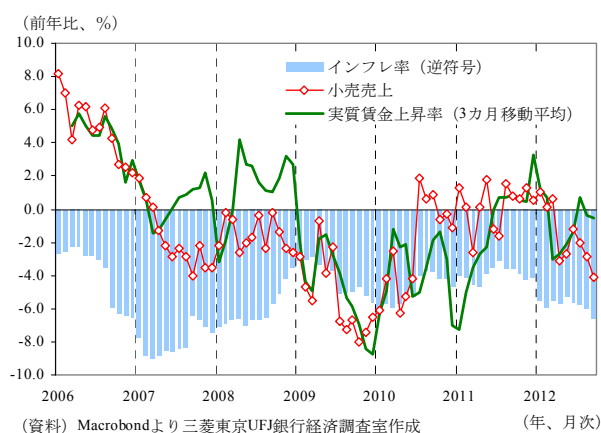
第 11 図：実質 GDP 成長率



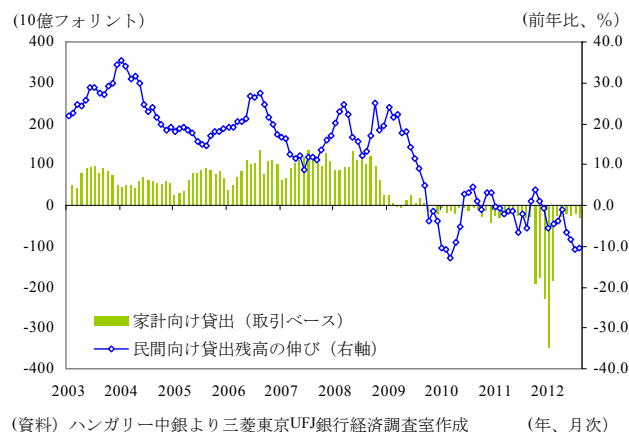
第 12 図：EU 向けと非 EU 向け輸出



第 13 図：実質賃金と小売売上



第 14 図：民間向け銀行貸出



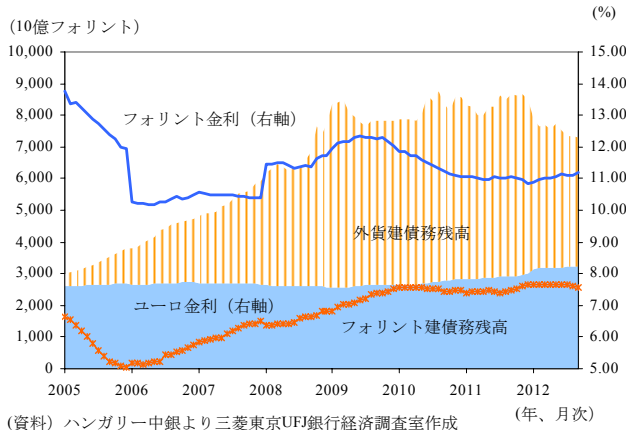
②見通し

銀行の貸出抑制が 個人消費及び企業 投資を抑制

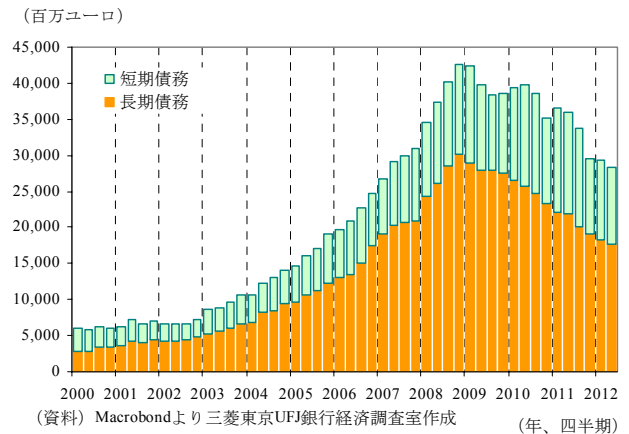
ハンガリー景気は、外需の失速と内需の冷え込み長期化から引き続きマイナス成長となろう。家計のバランスシート調整は、消費者マインドの低迷を背景に当面続くとみられる。また、景気後退に伴う不良債権比率の上昇や貸倒引当増加への懸念などから銀行側の貸出基準厳格化が進んでおり、家計向け貸出の減少とそれに伴う需要の後退はさらに長期化しよう（第15図）。なお、政府が実施を計画している新たな住宅ローン金利補助スキームは、フォリント建住宅ローン金利を足元の約13%から約9%まで引き下げるとみられており、ある程度は住宅市場の下支えとなろう。

一方、企業向け貸出については、生産縮小及び設備投資の低迷を背景に引き続き減少傾向が続くとみられる。また、欧州景気の低迷長期化からハンガリーの銀行の親会社である西欧金融機関のバランスシートが更に悪化し、クロスカントリーでのデレバレッジがさらに進むリスクにも注意が必要である（第16図）。

第15図：家計への貸出残高と金利



第16図：金融機関による対外債務残高



追加財政緊縮策実 施も内需低迷長期 化の一因に

財政赤字超過国としてEUの監督下に置かれているハンガリー政府は、今年以降、財政赤字規模を対GDP比3%以下に抑えることを求められている。景気後退にもかかわらず、政府は赤字削減目標達成（2012年、2013年ともに対GDP比2.7%）に向けて、財政緊縮方針を堅持しており、2013年に追加的な支出削減と増税を予定している。特に、半減を予定していた銀行税の現状維持をはじめ金融取引税の引き上げ（0.1%→0.2%）、電力、水道、ガス及び通信といった公益事業への課税などが盛り込まれており、これらはすでに冷え込んでいる消費を更に押し下げよう。外需についても、西欧の景気が急速に好転する可能性は低いことなどを考慮すると弱含みが予想される。これらを踏まえると、今年の実質GDP成長率は前年比▲1.6%、2013年は同0.5%にとどまろう。

(4) ポーランド

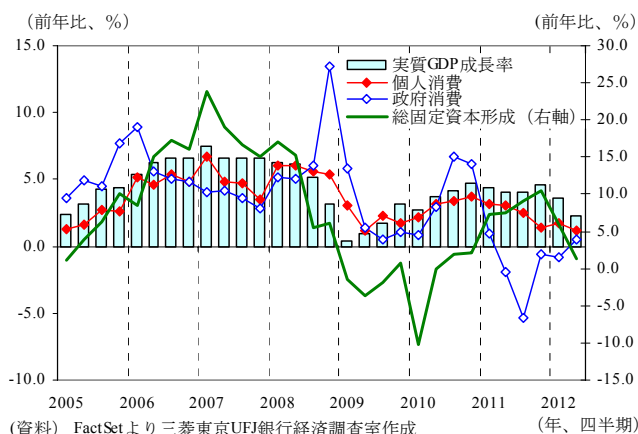
①景気の現状

内需、外需の勢いはいずれも鈍化

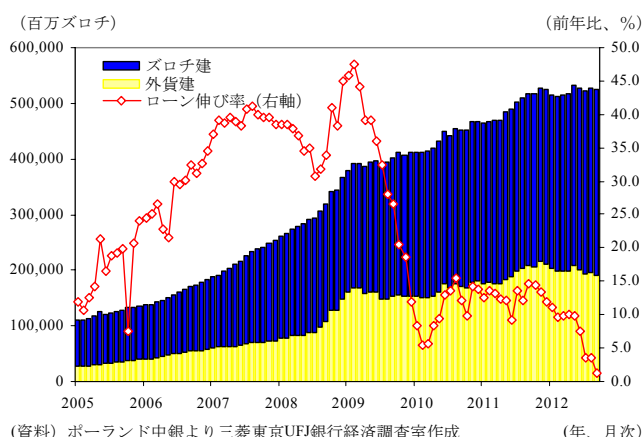
内需・外需がともにバランスよく成長を支え、昨年までは前年比 4%を超える成長率を維持してきたポーランド経済は、個人消費の鈍化及び総固定資本形成の失速から予想以上のペースで減速している（第 17 図）。個人消費鈍化の背景には、賃金の伸び悩みや失業率の高止まりなどがある。加えて、家計向け貸出の頭打ちも個人消費減速の一因である（第 18 図）。

一方、EU 諸国の景気低迷、特にこれまで堅調に推移してきたドイツ景気に陰りが見え始めるなか、今年に入り減速傾向にあった鉱工業生産は、足元 9 月に大幅なマイナスに転じた。サッカー欧州選手権（6 月開催）を背景とした建設投資ブームの収束も企業活動の鈍化をより深める要因となっている。

第 17 図：実質 GDP 成長率と主な需要項目の伸び率



第 18 図：家計向け銀行貸出



②見通し

内外需の鈍化から景気減速が進む見込み

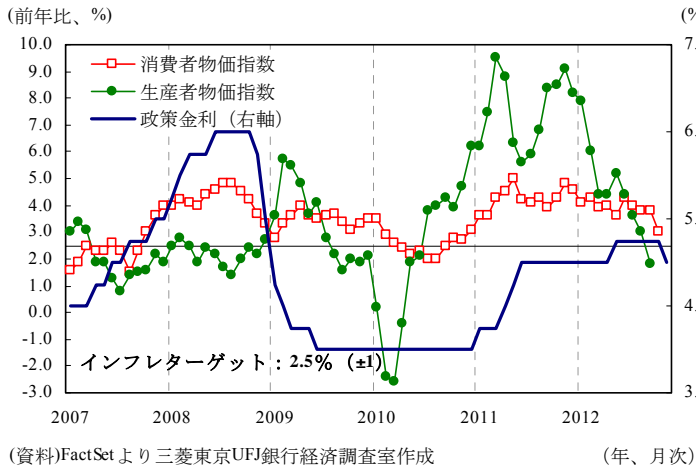
金融緩和による景気刺激期待

2012 年後半以降のポーランド経済は、EU 諸国の景気低迷、特に主要輸出先であるドイツの需要鈍化、国内ではサッカー欧州選手権後のインフラ投資の縮小や雇用情勢悪化及び家計向け貸出鈍化などから内外需ともに一段の減速が予想される。ただし、景気の急減速と 6 月以降進んだズロチ高にも助けられインフレ圧力が後退したことで 11 月には政策金利が引き下げられたほか、追加金融緩和の可能性も示唆されている。足元の政策金利水準は 4.50%と依然利下げの余地があり、金融緩和が景気を刺激できる可能性は十分に残っている（第 19 図）。

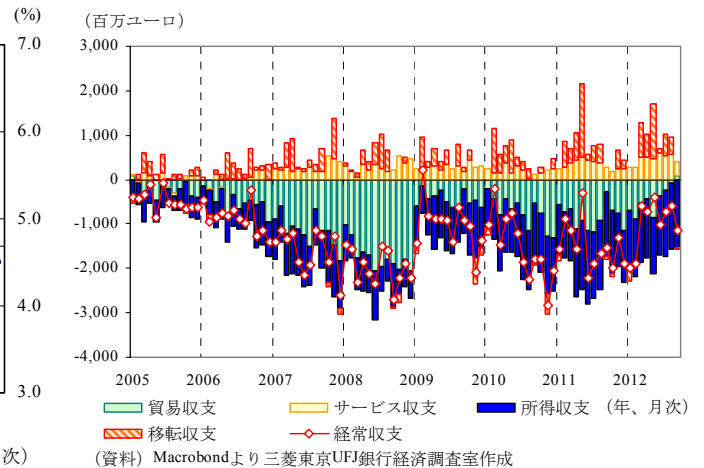
一方、内需鈍化から貿易赤字が縮小し、経常赤字も縮小傾向を示すなど国際収支上の不均衡の調整が進んでいる（第 20 図）。これは、投資家のリスク警戒感緩和の一助となり、ズロチ相場の安定に寄与しよう。ポーランドの家計及び政府債務残高に占める外貨建債務の割合は、ハンガリーほどではないものの決して低くなく、ズロチ安が家計や財政の圧迫要因となる

リスクは常に存在している。ズロチ相場の安定維持は、内需がさらなる下ぶれを回避しうるか否かのメルクマールのひとつである。

第 19 図：インフレ率と政策金利



第 20 図：経常収支



今後も原則としては財政赤字削減姿勢を維持するも、景気刺激策の実施も視野に

財政については、財政赤字超過国として EU の監督下に置かれるポーランドは、今年の財政赤字を対 GDP 比 3%以下に抑えることを目標に掲げていたが（政府目標値は同 2.9%）、予想を上回る景気減速から今年目標達成は厳しくなっている。ただし、政府は 2013 年には財政赤字を同 3%以下に抑えたとし、原則として財政緊縮姿勢を維持する立場をとっている。その背景には、ポーランド憲法において、政府債務残高の対 GDP 比が 55%を上回ると、自動的に予算の執行に厳しい制約が課されることになっており、2011 年の財政債務規模が 55%にかなり接近した水準であったことを考慮すると、財政緊縮姿勢を維持せざるをえないという事情がある。

ただし、急速に鈍化する景気を前に政府は 2013 年以降の成長促進策として、政府が保有する国営企業株を用いて、国立商業銀行（BGK）の増資を行った上で、BGK が市場から資金を調達（3 年間で 400 億ズロチ）し、成長戦略上の重点投資（道路建設や老朽化した発電所の近代化など）に振り向けるスキームを 10 月に発表した。本スキームは、直接的には政府債務を増加させない、財政上ニュートラルな仕組みと位置付けられているが、BGK の資金調達に政府保証を付与することによる潜在的な債務増加リスクには留意しておく必要がある。

これらを踏まえ、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 2.5%、2013 年は同 2.2%と潜在成長率（3%）は下回るものの、プラス成長を維持できると予想する。

（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 （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、弊社ホームページでもご覧いただけます。