

# ロシア・中東欧経済の見通し

～景気は持ち直し方向にあるが、回復ペースは国毎にまちまち～

## 1. ロシア・中東欧経済の概況

インフレ沈静化や  
西欧諸国の景気後  
退終了を受け、持ち  
直し

ロシア・中東欧の景気は全体として持ち直し方向にある。まず各国共通の要因として、主要輸出先である西欧諸国が景気後退を抜け出し、外需の落ち込みに歯止めが掛かったことが挙げられる。また、国内要因としては、インフレの沈静化による、マインドの改善や実質購買力の増加等が寄与している。

ロシア景気は、マイ  
ナス成長脱却後も  
当面低調の公算

それぞれの国の状況をみていくと、ロシアは、マイナス成長こそ脱するものの、当面は低調な推移が見込まれる。資源価格の軟調や財政の引き締めが景気の下押し要因となる可能性が高いためである。また、インフレ率は低下傾向を辿っているが、中銀が金融緩和に舵を切るには、もう一段のインフレ鈍化を待つ必要があるとみられる。

中東欧は、金融緩和  
や景気下押し要因  
の剥落から、持ち直  
しが続く予想

中東欧では、チェコとハンガリーがプラス成長に転じたことに加え、ポーランドは景気後退を回避し、底堅さを増してきている。中銀による、非伝統的手段を含めた金融緩和の実施が今後の景気押し上げ要因として期待される。また、ハンガリーにおける信用収縮、ポーランドにおけるインフラ投資の調整など、これまで景気の重しとなってきた要因の剥落が見込まれることも今後の持ち直しをサポートしよう。

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	1.6	2.9	5.1	6.7	6.1	748	520	360
チェコ	196	▲1.2	▲1.0	1.5	3.3	1.5	1.1	▲47	▲35	▲38
ハンガリー	127	▲1.7	0.3	1.5	5.7	1.8	2.1	22	24	23
ポーランド	488	1.9	1.2	2.6	3.7	1.0	1.9	▲172	▲110	▲135
ロシア・中東欧	2,833	2.6	1.3	2.7	4.7	5.1	4.9	551	399	210

## 2. 主要国の動向

### (1) ロシア

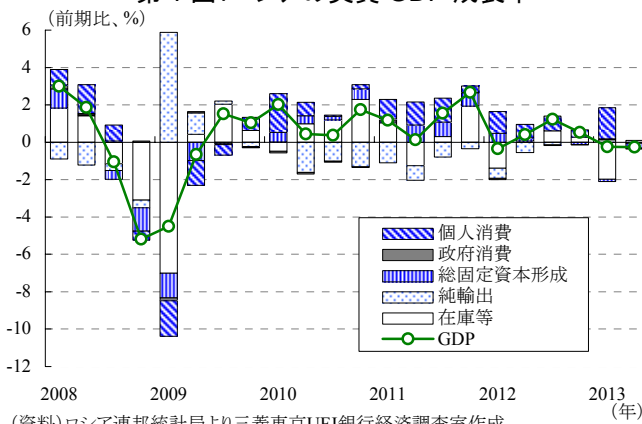
#### ①景気の現状

マイナス成長は脱するも、景気の基調は依然として弱い

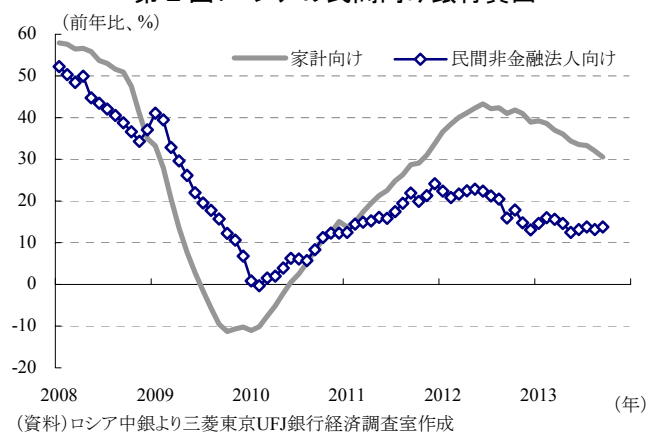
ロシア経済は、景気持ち直しの兆しもみられるが、低調の域を脱するには至っていない。2013年第1四半期と第2四半期の実質GDP成長率は、ともに前期比マイナスとなった(第1図)。第3四半期については、前期比ベースの成長率は未発表だが、前年比では+1.2%と、2012年初から続いできた成長率の鈍化に歯止めが掛かっており、前期比でもプラス成長に転じたと試算される。もっとも、景気の基調は依然として弱い。購買担当者指数(PMI)は、製造業、サービス業ともに夏場をボトムに底打ちしたものの、足元の水準は近年の平均を大きく下回っている。

景気持ち直しの背景は、輸出が今年後半から前年比プラスに転じたことやインフレの鈍化だが、輸出の回復ペースは緩慢であり、インフレ率も中銀の目標レンジ(前年比+5~6%)を依然として上回っている。また、景気の下押し要因となってきた、銀行貸出の減速については、企業向けでは一服しつつある一方、家計向けでは歯止めが掛かっていない(第2図)。

第1図:ロシアの実質GDP成長率



第2図:ロシアの民間向け銀行貸出



#### ②見通し

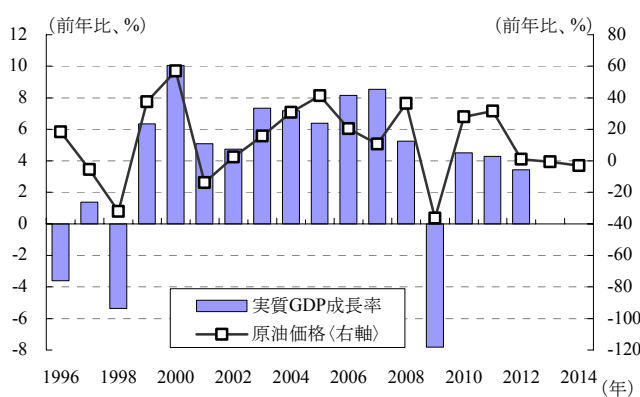
資源価格の軟調が下押し要因に

ロシアの景気は今後も低調が続く公算が大きい。ロシア経済は、原油・天然ガス輸出に大きく依存しているが、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、エネルギー価格は軟調が予想される。IMFの予測によると、2014年の原油価格は1バレル=101.35ドル(ブレント、WTI、ドバイの平均値)と、2013年の同104.49ドル(見込値)から低下が見込まれており、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)。

## 財政政策は抑制スタンスに

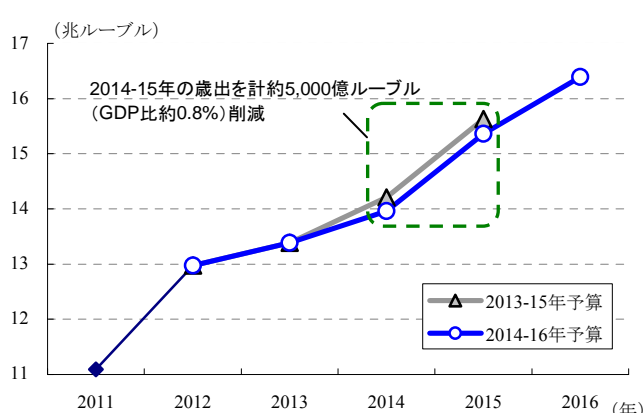
また、政策面からのサポートも期待しにくい。2000年代に入って以降、ロシアの財政収支は、リーマンショック後の2009年と2010年を除けば黒字が続いてきたが、足元では赤字基調が定着しつつあり、財政引締めが必要が高まっている。9月に承認された2014-16年連邦予算法案では、2013-15年法案と比較して2014-15年の歳出が約5,000億ルーブル（名目GDP比約0.8%）削減された（第4図）。2014年の歳出の伸びは前年比+4.3%であるため、インフレ率が足元並み（前年比+6%台前半）で推移した場合、実質ベースでは減額予算となる。具体的には、公務員給与の引き上げ見送りや軍事費の削減などが実施される見込みである。

第3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。2013-14年はIMF予測値。  
 (資料) ロシア連邦統計局、IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：ロシアの連邦歳出



(資料) 報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 中銀は当面、インフレ警戒を継続する公算

また、金融政策が早期に緩和に転じる可能性も現時点では小さい。インフレ率は、今年前半をピークに低下傾向にあるものの、中銀が警戒を緩めるには、もう一段のインフレ鈍化を待つ必要があるだろう。利下げ実施は、来年春先以降と予想するが、インフレ再燃に対する警戒から大幅利下げは考えにくく、銀行貸出の再加速も緩やかなペースに止まろう。

外需については、輸出先の約3分の1を占めるユーロ圏や1割強を占める中東欧の景気が持ち直しに転じているものの、これらの国々の輸入は力強さに欠ける状態が続いており、ロシアからの輸出が大きく伸びる可能性は小さい。ただし、今年半ばから足元に掛けて、ルーブルがユーロに対して1割程度下落しているため、2014年は通貨安の効果がある程度輸出の追い風となることが予想される。

## 通貨安や雇用環境の底堅さが一定の支えとなるが、緩やかな景気回復に止まると予想

一方、雇用環境は、足元でも比較的良好な状態にあり、失業率は5%台前半と、約20年ぶりの低水準で推移している。実質賃金も前年比+6~7%の伸びが続いており、家計部門の底堅さが景気の下支え役となろう。ロシア景気は回復傾向を辿るとみられるものの、そのペースは緩やかなものに止まる公算が大きい。2014年の実質GDP成長率は、中銀がリーマンショック後の潜在成長率とみる+2.0~2.5%を若干上回る程度と予想する。

## (2) チェコ

### ①景気の現状

景気は持ち直し傾向にあるが、第3四半期は一旦マイナス成長に

チェコ景気は持ち直し傾向にあるものの、一部では一進一退の動きもみられる。実質 GDP 成長率は、2013 年第 2 四半期に 7 四半期ぶりの前期比プラス成長に転じたが、第 3 四半期には前期比▲0.5%と再びマイナスに陥った（第 5 図）。前期の高い伸びの反動も一因ではあるが、総固定資本形成の落ち込み継続も要因とみられている。一方、製造業の購買担当者指数（PMI）は、10 月に 54.5 と 2011 年 6 月以来の水準まで上昇しており、景気回復の持続を示唆している。また、これまで景気の下押し要因となってきたインフレも、公共料金の引き上げ一巡などから鈍化に転じ、10 月の CPI 上昇率は前年比+0.9%と、約 3 年半ぶりの水準まで低下した。

### ②見通し

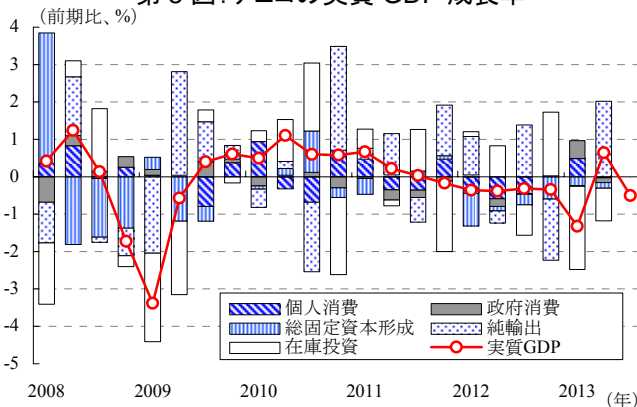
景気は先行き、緩やかに回復と予想

景気は先行き、緩やかな回復傾向を辿ると予想する。インフレ沈静化等を受けて、消費者マインドが改善してきており、個人消費の持ち直しが期待される（第 6 図）。また、輸出環境に関しては、EU 向けを中心に悪化に歯止めが掛かり、企業マインドも足元にかけて改善が明確になってきている。

マインドの改善や中銀の為替介入が景気持ち直しを支える公算

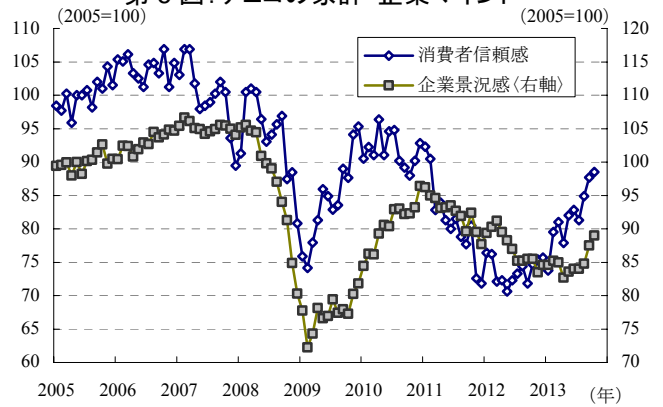
金融政策も今後の景気サポート要因となろう。チェコ中銀は、昨年後半に利下げを実施し、政策金利を 0.75%から 0.05%まで引き下げたが、利下げ開始時点の金利水準が既に低かったため、大きな効果は得られなかった。インフレ率が一段と低下するなか、11 月 7 日、中銀は追加策として、1 ユーロ=27 コルナを目標に無制限のコルナ売り介入を行うことを決定した。チェコの実質 GDP 成長率は、2013 年はマイナスが見込まれる一方、2014 年は、マインドの改善や通貨安の効果によって、+1%台半ばまで回復すると予想する。

第 5 図：チェコの実質 GDP 成長率



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 6 図：チェコの家計・企業マインド



(資料) チェコ統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) ハンガリー

#### ①景気の現状

##### 景気の回復基調が 明確化

ハンガリー経済は景気の回復基調が明確になってきている。2013年第3四半期の実質 GDP 成長率は前期比+0.8%と、前期の同+0.4%から加速し、3四半期連続のプラス成長となった(第7図)。内外の要因が景気の持ち直しを支えており、外需については、EU向けを中心に輸出が増加傾向に転じつつある。国内については、他の東欧諸国と同様にインフレの沈静化がみられるだけでなく、雇用環境も改善に向かっている。8月の失業率は10.1%と、2009年以来の水準まで低下した。

#### ②見通し

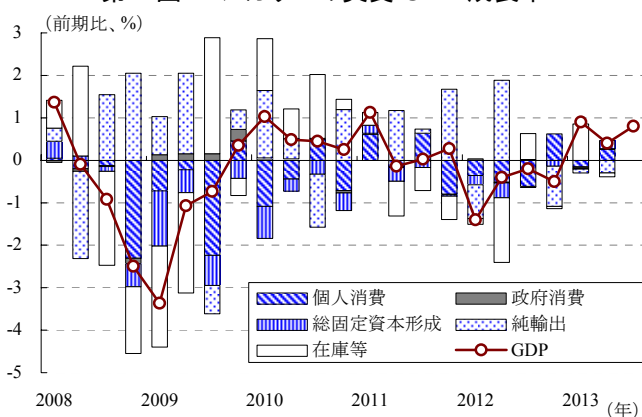
##### ユーロ圏のプラス 成長転化が追い風 に

景気の回復基調は、2014年にかけて持続する公算が大きい。ハンガリー経済は、他の中東欧諸国以上にユーロ圏の景気動向に左右される傾向が強く、これまではユーロ圏の景気後退による影響を大きく受けてきたが、今後はユーロ圏のプラス成長転化が追い風となろう。

##### 積極的な金融緩和 を受けた、信用収縮 のペースダウンも プラス要因

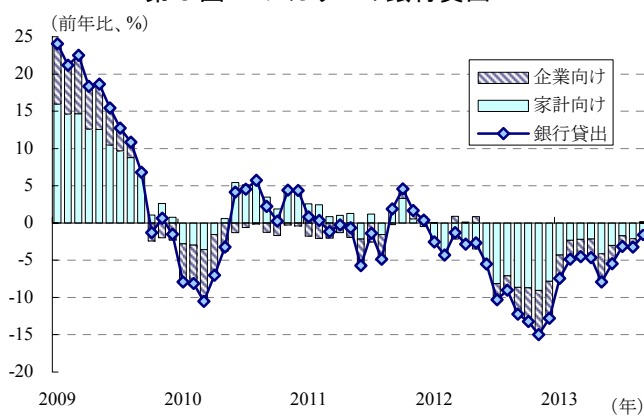
また、金融緩和の効果も期待される。ハンガリー中銀は、昨年8月以降連続利下げを実施しており、政策金利は7.0%から3.2%まで引き下げられた。中銀は、もう一段の利下げの可能性を示唆しているほか、非伝統的手段による金融緩和にも着手した。中銀は6月より、中小企業向け貸出の増加を促すため、金融機関に対して7,500億フォリントをゼロ金利で提供し、9月にはさらに2兆フォリントの追加供給を決定した。ハンガリーは、信用収縮の長期化が景気の下押し要因となってきたが、こうした取り組みを受け、9月の企業向け貸出は1年4ヵ月ぶりに前年水準を上回り、家計向け貸出も減少幅が縮小しつつある(第8図)。高水準の政府債務残高などリスク要因は残るものの、2014年のハンガリーの実質 GDP 成長率は+1%台半ばまで持ち直そう。

第7図:ハンガリーの実質 GDP 成長率



(資料)ハンガリー中央統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図:ハンガリーの銀行貸出



(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

景気は足元にかけて底堅さを増す

ポーランド経済は、2011 年末以降、他の中東欧諸国がマイナス成長に陥るなか、プラス成長を維持するなど、相対的に底堅い推移を続けてきた。足元についても、景気の足取りがしっかりとってきており、2013 年第 3 四半期の実質 GDP 成長率は前期比+0.6%と、前期の同+0.5%から加速し、2011 年第 4 四半期以来の高い伸びとなった（第 9 図）。輸出と生産の持ち直しや、インフレ率の低下、マインドの改善等が引き続き景気回復を支えている。ただし、総固定資本形成は、サッカー欧州選手権（2012 年 6 月開催）にかけて進められた、スタジアムやホテルの建設、交通インフラ整備等の反動により、減少基調が継続している。

### ②見通し

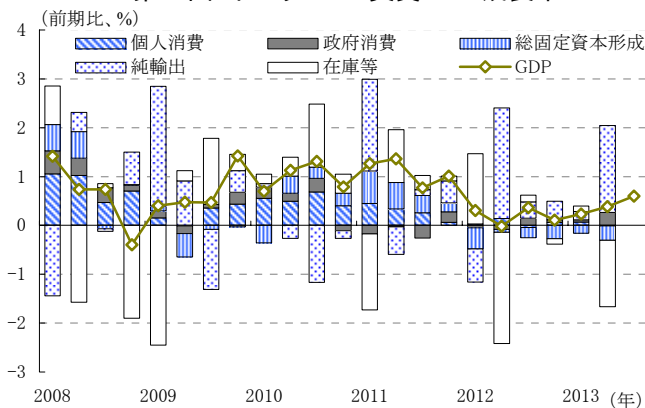
底堅い景気拡大が続く公算

先行きも、ユーロ圏景気の持ち直し等を背景に、底堅い景気拡大が続くとみられる。総固定資本形成についても、建設業のマインドが今年 5 月以降改善傾向にあること等を勘案すると、今後、反動減の一巡により、下げ止まりの動きが出てくると予想される。

利下げに反応した、銀行貸出の増加が見込まれる

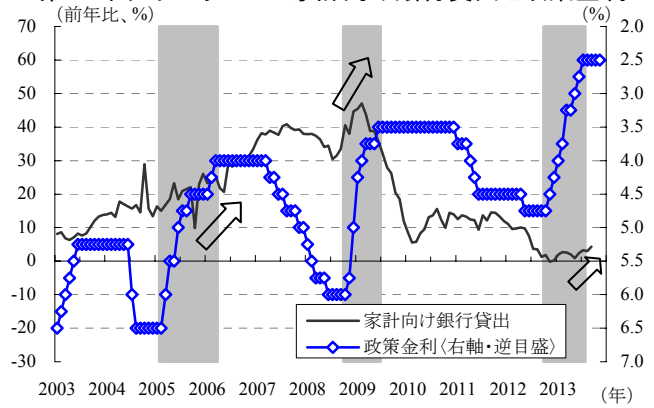
また、金融緩和効果の顕在化も景気の底上げに寄与するとみる。ポーランド中銀は、2012 年 11 月から 2013 年 7 月にかけて利下げを行い、政策金利は 4.75%から 2.50%まで低下した。足元の家計向け貸出の伸びは、過去の利下げ局面と比較すれば緩慢であるものの、金利低下に反応して徐々に加速しつつある（第 10 図）。一方、財政政策の面では、8 月に財政赤字抑制に向けて歳出の追加削減が決定されたが、削減額は GDP 比 0.5%程度であるため、景気腰折れのリスクは限定的であろう。ポーランドの 2014 年の実質 GDP 成長率は、前年比+2%台半ばと、他の中東欧諸国と比べて高めの伸びとなる可能性が大きい。

第 9 図:ポーランドの実質GDP成長率



(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 10 図:ポーランドの家計向け銀行貸出と政策金利



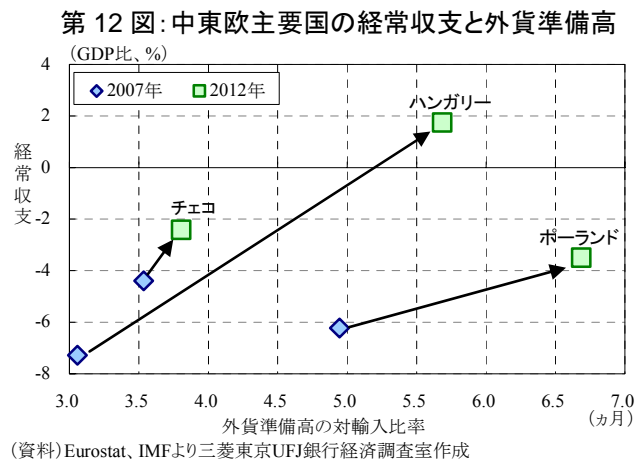
(資料) ポーランド中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) トピックス～中東欧主要通貨を取り巻く環境

米FRBの量的緩和縮小を巡る思惑の影響は今のところ限定的

中東欧主要3カ国の通貨（ポーランドズロチ、チェココルナ、ハンガリーフォリント）は、リーマンショック後に大きく下落した後、ある程度値を戻したが、足元もショック前の水準を下回って推移している（第11図）。その一方、今年5月以降、米FRBの量的緩和縮小観測の台頭を背景に、インドルピーやトルコリラなど一部の新興国通貨が急落したが、中東欧通貨の下落は限定的なものに止まった。むしろ、チェコ中銀がコルナ売り介入を11月に決定するなど、政策によって自国通貨安を誘導する動きもみられる。

近年、中東欧諸国の経常収支と外貨準備高は改善の方向にあり、外性的なショックに対する安定性は相対的に増している（第12図）。リーマンショック以降の海外資金流出を受けた、内需縮小の結果、対外不均衡の是正が半強制的に進んだためである。

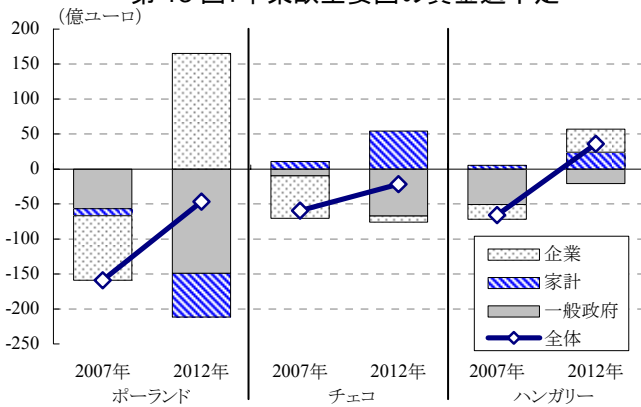


リスクとして残る政府部門の不均衡

もともと、国全体としての不均衡は縮小したが、部門別にみると、企業を中心とする民間部門の資金不足解消によるところが大きく、政府部門の資金不足は、ポーランド、チェコでは拡大した（第13図）。また、ハンガリーについては、政府部門の資金不足は縮小しているものの、政府債務残高は中東欧諸国の中では群を抜いて大きく、CDS スプレッドも、金融不安が根強いスロベニアに次ぐ高水準にある（第14図）。

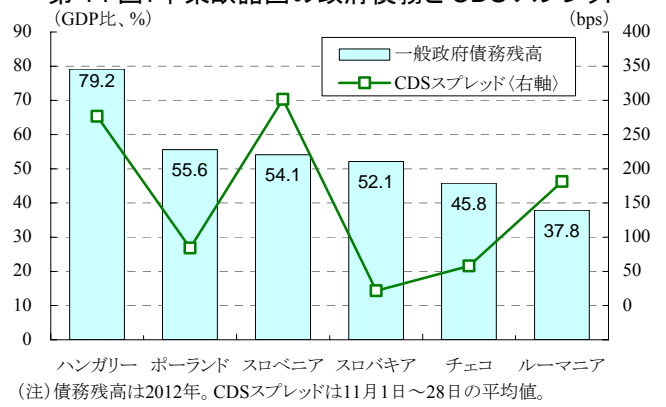
中東欧諸国は、先進国中銀の量的緩和を背景とする資金流入は限定的であったため、緩和縮小から受ける影響も相対的には小さいと考えられる。しかし、市場の関心が財政の脆弱性に向けられた場合、不安定化するリスクが潜在している点には留意が必要であろう。

第 13 図：中東欧主要国の資金過不足



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 14 図：中東欧諸国の政府債務と CDS スプレッド



(注) 債務残高は2012年。CDSスプレッドは11月1日～28日の平均値。  
(資料) 欧州委員会、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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。