

ロシア・中東欧経済の見通し

～ロシアでの景気後退リスクが高まる一方、中東欧経済は持ち直し基調を辿る公算～

1. ロシア・中東欧経済の概況

ロシアはマイナス成長に転じ、先行きも軟調継続の公算

ロシアの景気は、1-3 月期の実質 GDP 成長率がマイナスに転じるなど、急速に悪化している。ウクライナ情勢の緊迫を背景とした海外への資金流出加速が景気下振れの主たる要因である。一方、中東欧経済は、ドイツを中心とする西欧向け輸出の増加等に支えられ、回復傾向を辿っている。

先行きを展望すると、ロシア経済は、インフレ高進や中銀による利上げの影響から軟調が続く公算が大きい。加えて、輸出の約 7 割を占めるエネルギーの価格低下も景気の下押し要因となろう。

中東欧は、輸出増加等を追い風に持ち直し基調を辿る見込み

中東欧のなかでは、ポーランドで求人数の増加や企業の設備投資意欲の回復など、内需が一段と底堅さを増す兆しがみられる。また、金利低下を受けた家計向け貸出の伸びの高まりも、今後の景気押し上げ要因となろう。チェコは、雇用・所得環境の改善が遅れているものの、昨年 11 月以降中銀が実施している通貨安政策の効果に加え、財政緊縮の転換が先行きの景気持ち直しを支えよう。ハンガリーについても、輸出増加とそれに伴う設備投資の回復が期待される一方、足元までの景気の強さは、今年 4 月の総選挙を見据えた選挙対策も一因であるため、今後は対策効果の剥落からある程度の減速を余儀なくされよう。

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)		
	2013年 (実績)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年 (予測)
ロシア	2,118	1.3	0.2	0.5	6.8	6.9	5.9	330	360	280
ポーランド	516	1.6	3.0	3.2	0.9	1.7	2.2	▲93	▲135	▲140
チェコ	198	▲0.9	1.5	1.8	1.4	1.1	1.8	▲19	▲15	▲20
ハンガリー	132	1.1	2.0	1.6	1.7	0.5	1.5	41	28	26
ロシア・中東欧	2,965	1.2	0.9	1.1	5.2	5.3	4.8	259	238	146

2. 主要国の動向

(1) ロシア

①景気の現状

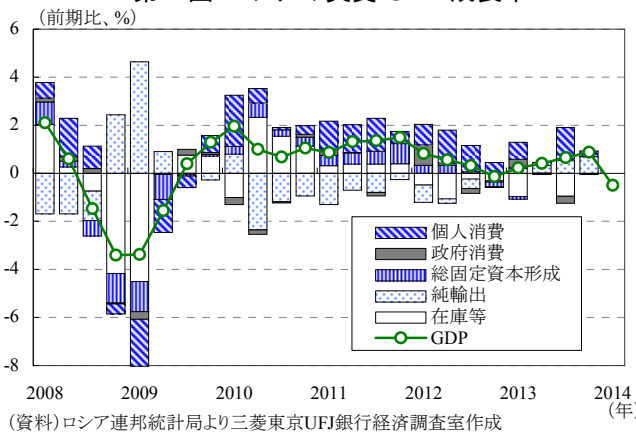
2014 年初から景気は急速に悪化

ロシア経済は、2012 年以降、エネルギー価格の頭打ちを主因として低調が続いてきた。昨年後半には、一旦持ち直しの兆しもみられたが、足元にかけて急速に悪化している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.5%と、マイナス成長に転じた（第 1 図）。同期は、ソチ五輪開催を受けた交通、飲食、宿泊等の需要増によって GDP が 0.3%弱押し上げられたとみられており（ロシア中銀試算）、五輪効果を除いた景気の基調は、GDP の数値以上に落ち込んでいる模様である。購買担当者指数（PMI）も、製造業指数が基準となる 50 を昨年 11 月以降下回って推移しており（4 月は 48.5）、サービス業指数も 4 月に 46.8 と約 5 年ぶりの低水準となった。

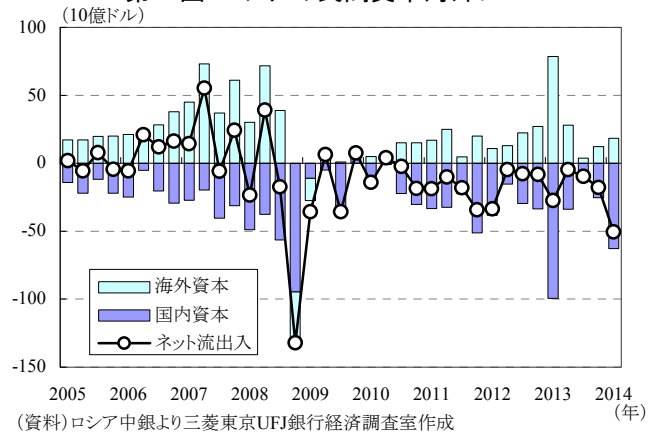
ウクライナ情勢の緊迫を背景に海外への資本流出が加速

急速な景気落ち込みの一因は、ウクライナ情勢の緊迫を背景とした海外への資本流出の加速である。今年 1-3 月期における国内民間資本の海外流出額は、628 億ドルに拡大した（第 2 図）。海外資本の流入も加味したネット対外フローも 506 億ドルの流出超と、既に昨年 1 年間の流出額（597 億ドル）に迫る額となっている。こうした資本流出が国内における設備投資や建設投資の下振れをもたらしたとみられる。

第 1 図：ロシアの実質 GDP 成長率



第 2 図：ロシアの民間資本対外フロー

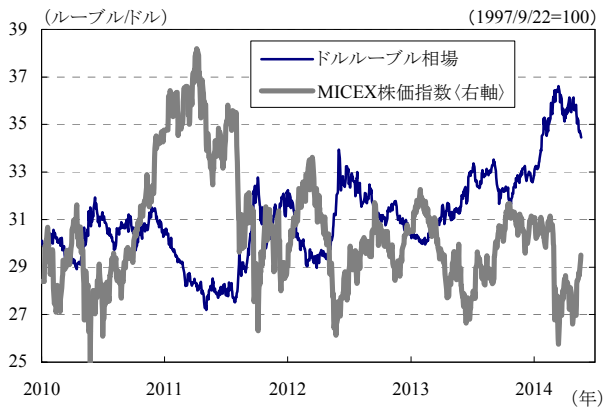


3 月半ばにかけて通貨安と株安が進む

資本流出加速の影響は、金融市場でも顕著に現れた。年初以降ルーブル相場は大幅に下落し、3 月半ばには 1 ドル=36 ルーブル後半と過去最安値を更新した（年初から 3 月半ばまでの下落率は約 12%）（第 3 図）。株価も急落し、主要株価指標である MICEX 指数は、一時 2010 年以來の安値を記録した。こうしたなか、米格付け会社 S&P は 4 月 25 日にロシアのソブリン格付けを引き下げ、「BBB」から投資適格級としては最低水準の「BBB-」とした（第 4 図）（注 1）。

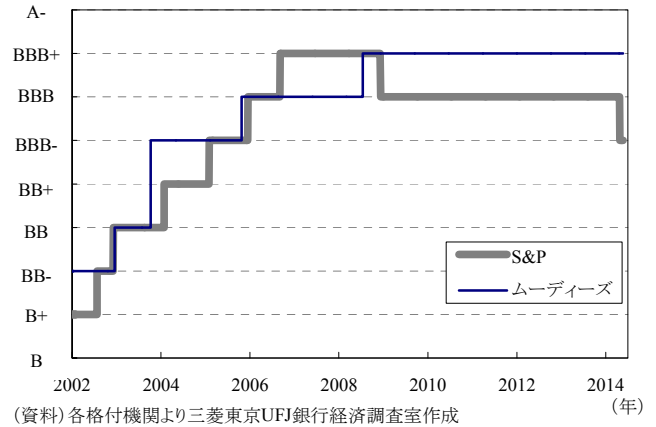
(注1) ムーディーズ社も3月末、ロシアの格付けについて引き下げ方向での見直しを発表(現在は「Baa1」(S&Pの「BBB+」に相当))。

第3図:ロシアの為替相場と株価



(資料) Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図:ロシアのソブリン格付け



(資料) 各格付機関より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

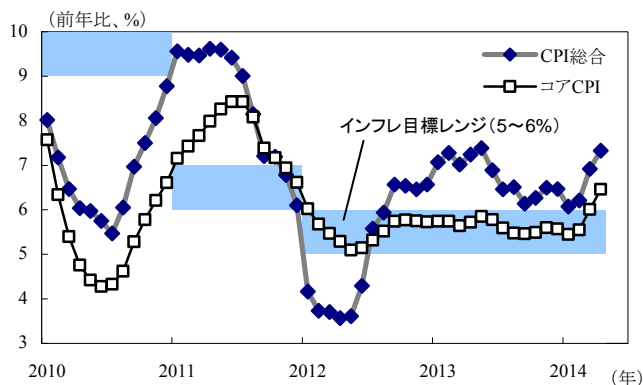
②見通し

4月以降、金融市場は持ち直しの方向にあるが、ウクライナ情勢を巡る不透明感が高まっており、引き続き予断を許さない状況にある。先行きの景気動向についても、ルーブル安の影響が顕在化することなどから、当面は下押し圧力が続く公算が大きい。

高インフレが個人消費の抑制要因に

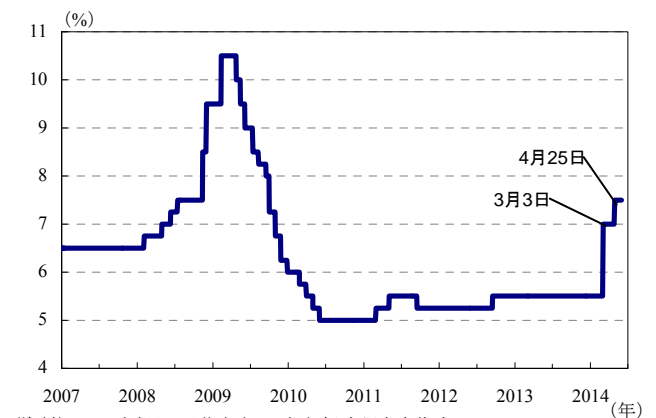
通貨下落による輸入物価上昇からインフレ圧力が増大しており、4月の消費者物価(CPI)上昇率は前年比+7.3%と、中銀の目標レンジの上限である6%を大きく上回った(第5図)。コアCPIも同+6.5%と約2年半ぶりの上昇率となり、物価上昇が広範にわたっていることを示している。実質購買力の低下は、家計マインドの悪化要因となっており、足元の消費者信頼感指数は2011年初め以来の水準まで落ち込んでいる。ルーブルが大幅に値を戻す可能性は限定的とみられ、インフレ圧力は当面高止まりし、個人消費の抑制要因になると考えられる。

第5図:ロシアの消費者物価(CPI)



(注)コアCPIは総合から食料・ガソリン・公共料金を除いたもの。
(資料)ロシア中銀、ロシア連邦統計庁より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図:ロシアの政策金利



(資料)ロシア中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

利上げにより銀行
貸出の伸びは一段
と鈍化する見込み

また、中銀による利上げも景気の下押し要因となろう。ロシア中銀は、ルーブル安とインフレ高進に対応して、3月と4月に利上げを実施し、主要政策金利である1週間物入札レポ金利を5.5%から7.5%まで引き上げた(第6図)。民間向け銀行貸出の伸びは、2012年後半以降、緩やかな減速傾向を辿っているが、今後一段の鈍化は避けられないであろう。

中銀が前回、大幅利上げを行った2008年から2009年にかけての局面を振り返ると、1週間物入札レポ金利は4%ポイント(6.5%→10.5%)引き上げられた(第2表)。世界的な金融危機を背景とする海外への資本流出加速もあり、当時の民間向け銀行貸出の前年比伸び率は、マイナスまで落ち込んだ。今年3月と4月の利上げ幅は合計2%ポイントと、今のところ2008~2009年の利上げ幅の半分に止まっているものの、先行き中銀が再利上げを余儀なくされる可能性は否定できない。ウクライナ情勢等をきっかけとして、再度ルーブル安が進んだ場合には、インフレ圧力の増大だけでなく、金融引き締めによる景気の下押し圧力が強まろう。

エネルギー価格の
軟調も下押し要因
に

エネルギー価格の軟調も、引き続きロシア経済の重石となる公算が大きい。中国を始めとする新興国の景気回復が緩やかなものに止まるなか、米FRBの金融緩和縮小等が市況の押し下げ要因になるとみられるためである。IMF(国際通貨基金)によると、原油価格は2015年にかけて、足元の水準から1バレル=10ドル前後の下落が予想されている(第7図)。ロシアは、輸出の約7割が原油や天然ガスなどであるため、経済全体への影響も極めて大きく、成長率の低下は避けられないとみる。

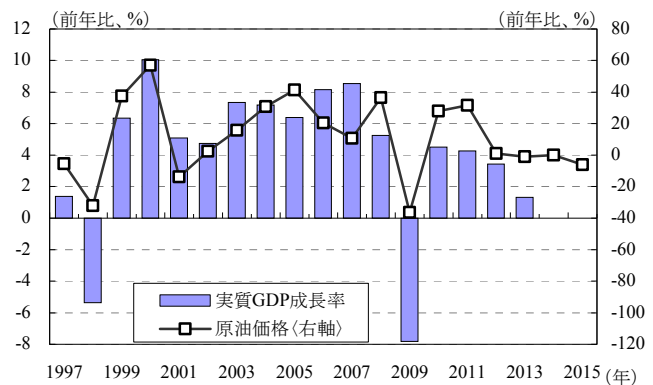
2014年の実質GDP成長率は、前年比ゼロ%近辺まで鈍化する公算が大きい。2015年については、インフレ服等により景気下押し圧力が若干緩和する一方、エネルギー価格の軟調継続が重石となり、成長率の持ち直しはごく小幅にとどまると予想する。なお、ウクライナ情勢が一段と深刻化した場合には、資本流出の更なる加速や欧米による経済制裁強化が想定され、景気の落ち込みがより大きなものとなろう。

第2表:ロシアの銀行貸出と政策金利

期間	2008年2月 ↓ 2009年2月	2009年4月 ↓ 2010年6月	2011年2月 ↓ 2012年9月	2014年3月 ↓ ?
政策金利の 変化方向	利上げ	利下げ	利上げ	利上げ
政策金利の 変化幅	+4.0% ポイント	▲5.5% ポイント	+0.5% ポイント	+2.0% ポイント
貸出伸び率 (前年比)の変化	+56.2% ↓ ▲2.7%	▲2.7% ↓ +27.2%	+27.2% ↓ +18.1%	+18.1% ↓ ?
同変化幅	▲58.9% ポイント	+29.9% ポイント	▲9.1% ポイント	?

(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: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。2014-15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

(2) ポーランド

①景気の現状

景気回復が力強さを増す

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でも、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。昨年 4-6 月期以降、景気の持ち直しが鮮明になってきており、1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比+1.1%と、2011 年 10-12 月期以来の高い伸びとなった（第 8 図）。需要項目別には、国内民需と輸出の拡大が成長率の加速に寄与した模様である。企業部門の雇用者数が昨年 10 月以降、前年水準を上回って推移するなど、雇用・所得環境の改善が進んでおり、消費者マインドも明るさを増している。また、輸出はドイツを中心に西欧向けが増加基調にある。

②見通し

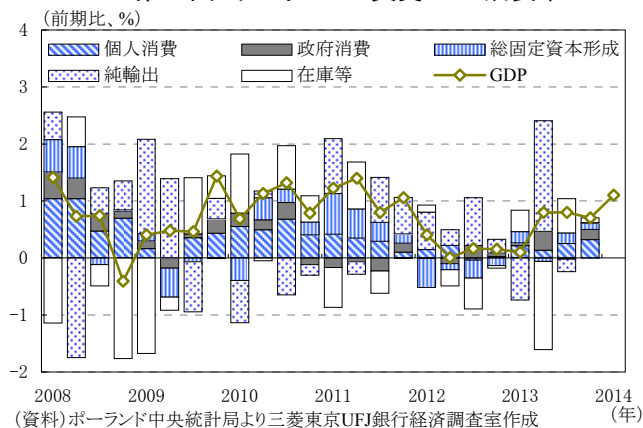
底堅い景気回復が持続する公算

先行きも、内需と外需の両面から景気回復が持続するとみられる。昨年 末以降、求人数が大きく増加しており、雇用・所得環境の一段の改善が見込まれる。企業の設備投資計画も緩やかではあるが上向いてきており、固定資本投資の回復継続が見込まれる。西欧経済の景気持ち直しは、過去に比べて緩やかではあるが、ポーランド経済と結び付きが強いドイツの底堅さが、企業部門の押し上げ要因になると予想される。

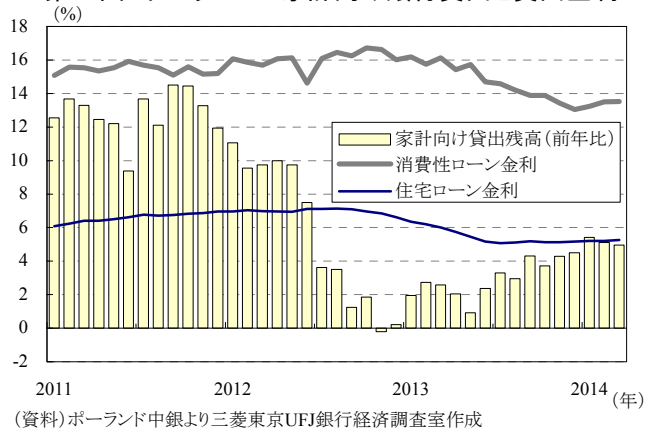
緩和的な金融環境の継続も景気の追い風に

緩和的な金融環境の継続も景気回復を支える一因となろう。中銀は 2013 年 7 月にかけて 2.25%ポイントの利下げ実施後、低インフレを理由として当面金利を据え置く方針を表明している。中銀の利下げに加え、金融機関の貸出基準緩和を反映して、家計向け貸出金利も低下している。貸出残高の伸びも高まっており（第 9 図）、今後の消費底上げ要因となることが見込まれる。2014 年の実質 GDP 成長率は前年比+3.0%と 3 年ぶりの高い伸びとなり、2015 年も同+3.2%と底堅く推移すると予想する。

第 8 図：ポーランドの実質GDP成長率



第 9 図：ポーランドの家計向け銀行貸出と貸出金利



(3) チェコ

①景気の現状

景気は徐々に明るさを増す

チェコの景気は、昨年4-6月期にプラス成長に転じて以降、回復傾向を辿っている。1-3月期の実質GDP成長率は、前期比横ばいであったが（第10図）、これはたばこ税の増税に関連した在庫投資の下振れが主因とみられる。ユーロ圏、なかでも輸出先の約3分の1を占めるドイツの景気持ち直しを背景に輸出が増加基調で推移しており、景気回復を牽引している。また、チェコ中銀は昨年11月以降、コルナ売り介入を実施し、コルナ相場を1ユーロ=25コルナ台から同27コルナ台まで押し下げた。ユーロ圏全体としては景気回復が力強さを欠くなか、コルナ安が輸出拡大のもうひとつの要因となっているとみられる。内需についてもマインド改善を受けて、個人消費が持ち直し傾向にある。

②見通し

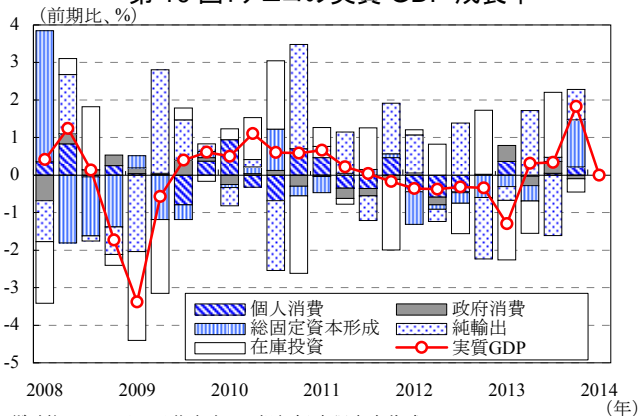
緩やかな景気回復が持続する公算

景気は先行きも、緩やかな回復傾向を辿ると予想する。輸出は、ドイツを始めとする西欧経済の景気持ち直しを背景に増加が続くとみられる。また、生産活動の活発化を受け、設備投資も増加基調に転じており、今後の景気回復を支えよう。加えて、財政緊縮の緩和も景気押し上げ要因のひとつである。2013年のチェコの一般政府財政赤字は、GDP比1.5%まで縮小し、5年ぶりに同3%を下回った。チェコ中銀の試算によると、減税や政府投資の増加などで、実質GDP成長率は2014年に0.2%ポイント、2015年に0.8%ポイント押し上げられる見込みである（第11図）^(注2)。ただし、雇用・所得環境の回復には今しばらく時間を要するため、景気回復は緩慢なペースに止まろう。2014年の実質GDP成長率は前年比+1.5%と2013年の同▲0.9%からプラスに転じ、2015年には小幅な加速を見込む。

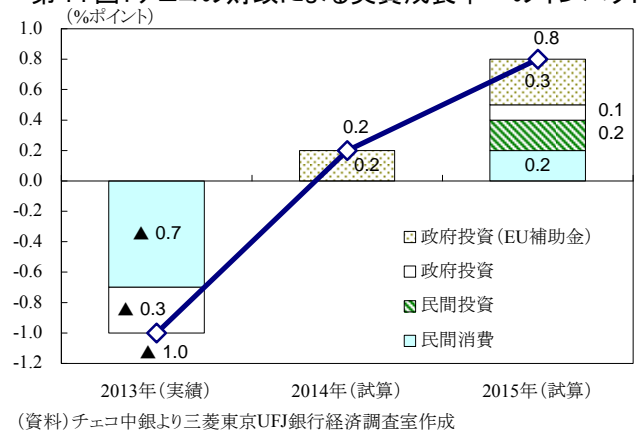
財政緊縮の緩和も景気押し上げに寄与する見込み

（注2）一般政府財政赤字の中銀予想値は、2014年GDP比1.4%、2015年同2.0%。

第10図:チェコの実質GDP成長率



第11図:チェコの財政による実質成長率へのインパクト



(4) ハンガリー

①景気の現状

景気の持ち直しが鮮明化

ハンガリー経済は、景気の回復基調が鮮明になってきている。1-3月期の実質 GDP 成長率は前期比+1.1%と、前期の同+0.7%から加速し、5四半期連続のプラス成長となった（第12図）。西欧のなかでも特にドイツの景気持ち直しを受けて、自動車・同部品を中心に輸出が堅調に推移している。1-3月期は、実質小売売上高の伸び率が加速するなど、個人消費も底堅さを増している。失業率が低下基調にあり、2月は7.9%と2008年以来初めて8%を下回ったほか、4月の消費者信頼感指数は2006年以来の水準まで改善した。

②見通し

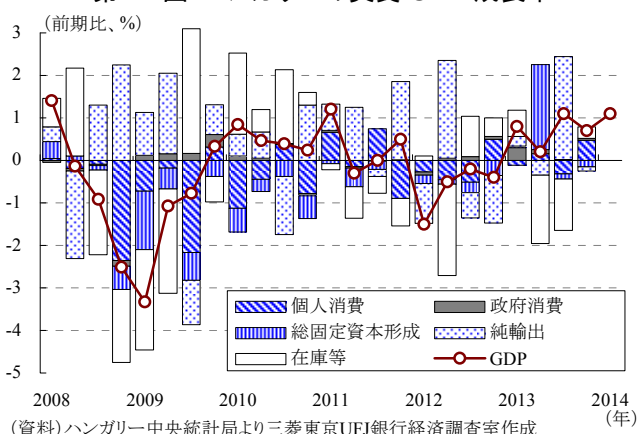
景気回復は継続するもペースは鈍化の公算

先行きも、海外景気の持ち直しを受けた輸出増加と、それに伴う設備投資の回復が景気を牽引すると予想する。中銀の中小企業向け貸し出し支援策も追い風となろう。企業の雇用意欲が高まってきており、家計部門では所得と消費の増加が期待される。

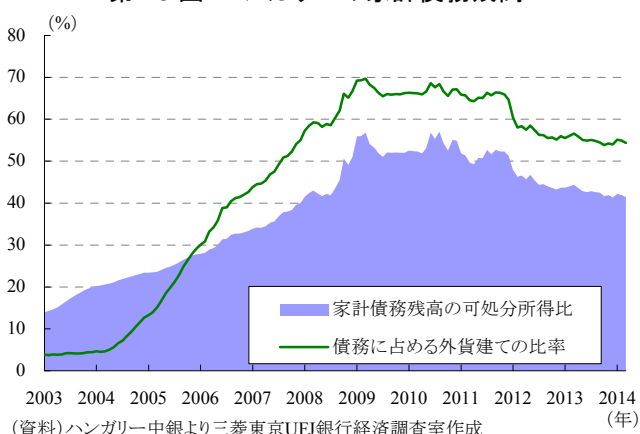
家計のバランスシート調整は引き続き景気の重しに

もっとも、足元までの景気の強さは、今年4月の総選挙を見据えた選挙対策（公共料金引き下げ、公共事業、雇用対策）が一因であり、今後は対策効果の剥落から内需はある程度の減速を余儀なくされよう。また、家計のバランスシート調整も引き続き景気の重石となる見込みである（第13図）。外貨建て債務比率が依然として高いことに加え、ハンガリーの通貨フォリントは政府債務の大きさから売られやすい傾向にある。そのため、通貨安によるバランスシート調整圧力の増大は、引き続き潜在的なリスク要因として注視が必要である。2014年の実質 GDP 成長率は前年比+2.0%まで加速するとみるが、2015年については同+1.5%へ減速すると予想する。

第12図：ハンガリーの実質 GDP 成長率



第13図：ハンガリーの家計債務残高



(5) トピックス～ロシアおよびウクライナと中東欧経済の関係

中東欧はロシアへのエネルギー依存度が高い

ウクライナ情勢を巡り先行き不透明感の強い状況が続くなか、中東欧諸国については、ロシアに対するエネルギー依存度の高さが懸念材料となっている(第3表)。ロシアからの原油・天然ガス供給途絶リスクとしては、①ロシアからウクライナへのガスパイプラインが停止し、ウクライナ経由の天然ガス供給が行われなくなるケース、②欧米の経済制裁により、ロシアからの原油・天然ガス輸入が制限される二つのケースが想定される。このうち①については、ベラルーシやバルト海などウクライナを經由しないルートのパイプラインによって供給が代替されれば、大きな影響は生じないとみられている。一方、②のケースは、短期間であれば備蓄^(注3)による対応が可能であるものの、長期化した場合、中東欧諸国は西欧以上に深刻な影響を被る恐れがある。

(注3) 足元の天然ガス備蓄量は、欧州全体で2～3ヵ月分程度。

第3表: 中東欧主要国の対ロシアエネルギー依存度

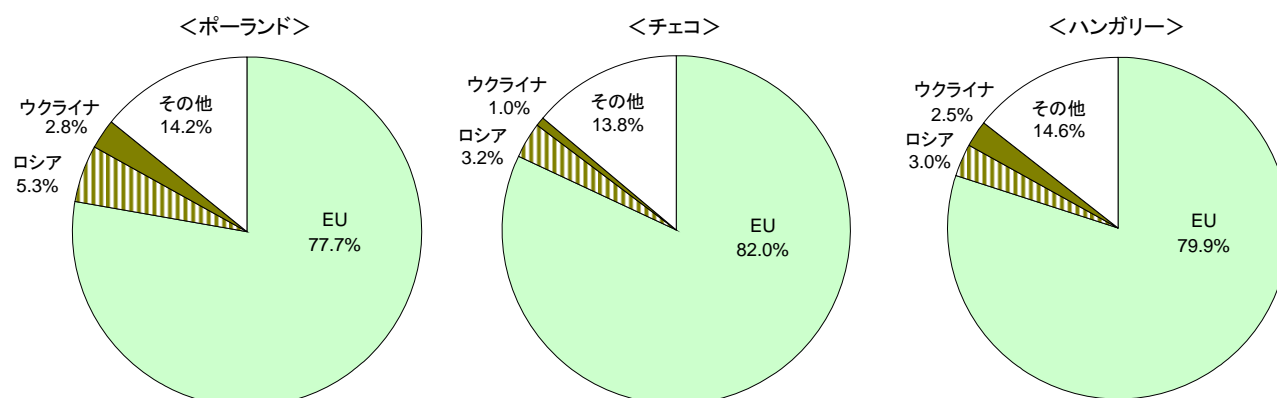
	ポーランド	チェコ	ハンガリー	ルーマニア	ブルガリア	リトアニア	(参考)EU	(参考)ドイツ
原油	91.6	57.6	91.7	14.5	95.8	96.0	29.9	38.2
天然ガス	82.0	100.0	51.0	21.2	95.7	100.0	24.3	41.6

(注) 国内消費量に占めるロシア産原油・天然ガスの比率
(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ポーランドはロシア、ウクライナ向けの輸出シェアが比較的高い

ロシアとウクライナの景気悪化が中東欧諸国の輸出下押し要因となる可能性も想定される。もっとも、中東欧主要3ヵ国の輸出相手国構成比をみると、EU向けが8割前後を占めており(第14図)、EU域内の景気が回復基調を辿っている間は、影響の顕在化は避けられるとみる。ただし、ポーランドについては、ロシア、ウクライナ向けの輸出シェアが合計8%と比較的高めであるため、今後の動向に留意する必要がある。

第14図: 中東欧主要3ヵ国の輸出相手国構成比率



(資料) IMF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 石丸)

TEL:03-3240-3204 E-mail: yasuhiro_ishimaru@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、弊社ホームページでもご覧いただけます。