

ロシア・中東欧経済の見通し

～ロシアは原油安を受け景気後退へ、中東欧はユーロ圏経済減速を受け成長ペースは鈍化～

1. ロシア・中東欧経済の概況

原油価格の下落を受け、一段と厳しさを増すロシア経済

ロシア経済は、今年初以降、ウクライナ情勢の緊迫化に伴う資本流出により、投資を中心に減速傾向にあったが、7月末の欧米による経済制裁強化に加え、足元の原油価格の大幅下落を受け、一段と厳しくなっている。一方、中東欧経済は、中国及びロシア経済減速の影響がドイツにも及ぶなか、景気回復の勢いに陰りがみられる。

資源エネルギー価格の下落を受け、2015年のロシア経済はマイナス成長へ

先行きを展望すると、ロシア経済は、経済制裁の影響が続くことが見込まれることに加え、成長の源泉である原油や天然ガスなど資源エネルギー価格の下落を受け、2015年はマイナス成長を余儀なくされよう。資源エネルギー部門は、輸出の約7割弱、中央政府歳入の半分近くを占めており、資源エネルギー価格下落の影響は大きい。

中東欧経済は、ユーロ圏経済減速の影響で成長ペースは鈍化

一方、中東欧経済は、比較的堅調な内需が下支えするものの、主力輸出先であるユーロ圏経済減速を受け、成長ペースは鈍化が見込まれる。ポーランドとチェコは、良好な雇用環境を背景に消費が底堅さを維持すること、健全な財政状況を背景に財政面での支援が期待できることが下支え要因として期待される。一方、ハンガリーは、財政支出抑制策への転換により、当面のけん引役は個人消費に限定され、景気は減速する見込みである。

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	2,097	1.3	0.3	▲1.1	6.8	7.5	8.7	341	586	468
ポーランド	518	1.7	3.0	3.2	0.9	0.0	1.1	▲70	▲45	▲110
チェコ	198	▲0.7	2.5	2.6	1.4	0.5	1.8	▲29	▲4	▲11
ハンガリー	132	1.1	3.1	2.3	1.7	▲0.1	2.0	39	38	26
ロシア・中東欧	2,945	1.2	1.0	0.0	5.2	5.4	6.6	282	575	373

2. 主要国の動向

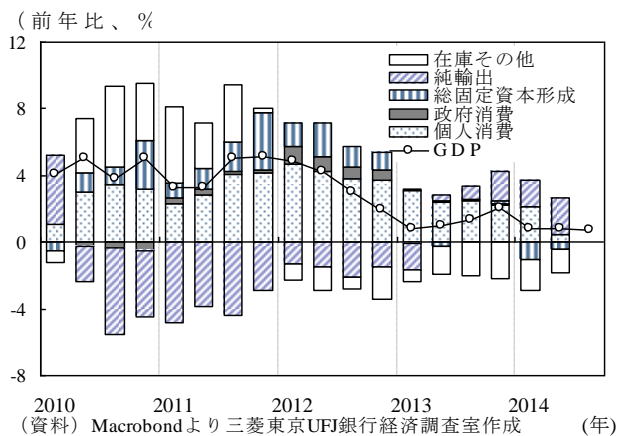
(1) ロシア

①景気の現状

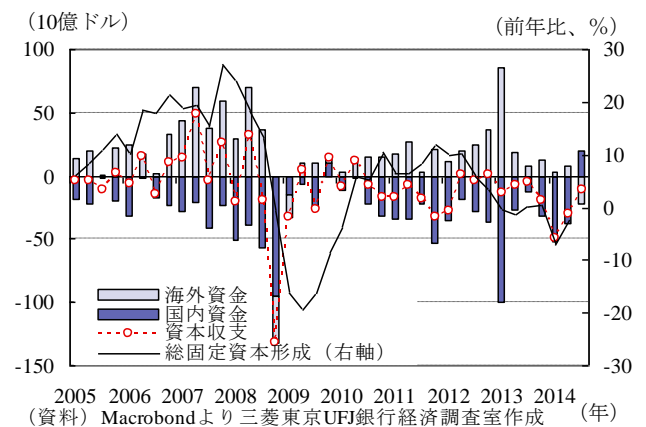
経済制裁強化に伴い景気減速が加速

ロシア経済は減速感が強まっている。7-9 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は前年比+0.7%と今年に入り 3 四半期連続で同+1%未満の成長に止まっている（第 1 図）。今年初以降、ウクライナ情勢の緊迫化に伴う資本流出により、投資及び個人消費は既に減速傾向にあったが、7 月末の欧米の経済制裁強化を受けて、資本流出が一段と加速し（第 2 図）、景気減速がより鮮明になった。1-9 月期のネット資本流出額は 852 億ドル（名目 GDP 比 4%程度）に上った。経済制裁により国際資本市場へのアクセスが制限されたことで、国内での資金調達コストが上昇。更に景気の先行き不透明感が強まったことで、設備投資が減速した。また、通貨安に伴うインフレ高進を受け実質賃金が低下し、個人消費も低迷している。

第 1 図:ロシアの実質 GDP 成長率



第 2 図:ロシアの民間対外資本フローと国内投資



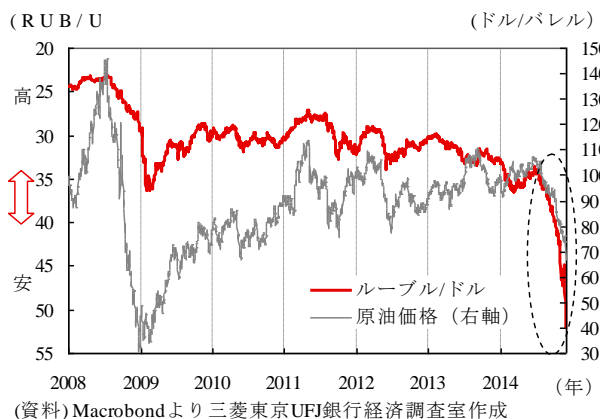
ルーブルは史上最安値を更新

10 月以降、原油価格が大幅に下落しており、足元の景気は一段と厳しい状況にあるとみられる。かかる状況下、ルーブル相場は、史上最安値の更新が続き、11 月 10 日に中銀は変動相場制を導入した。その後も、下落傾向が続き、12 月 2 日には 1 ドル=54 ルーブル台まで下落した（第 3 図）。

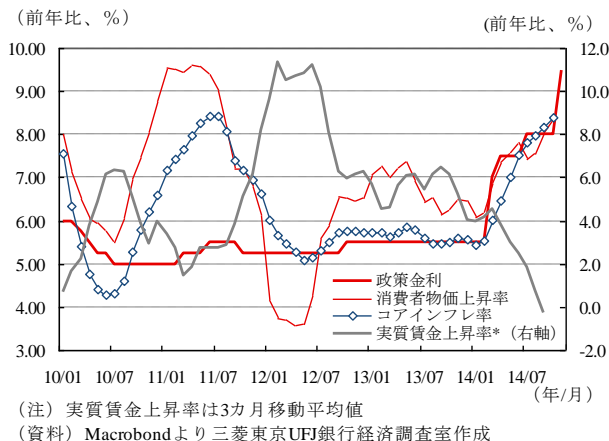
ルーブル安に食品輸入禁止の影響が加わり、インフレが高進

ルーブルの大幅下落に伴う輸入価格の上昇に加え、8 月初旬に導入された欧州からの食品輸入禁止措置に伴いインフレが高進、10 月の消費者物価上昇率は前年比+8.3%に達した。中銀はインフレを抑制すべく、10 月 31 日に政策金利（1 週間物入札レポ金利）を 1.5%ポイント引き上げ 9.5%とした（第 4 図）。

第3図:ロシアの為替相場と原油価格の推移



第4図:ロシアの政策金利とインフレ率の推移



②見通し

原油価格の下落で、
2015年はマイナス
成長に

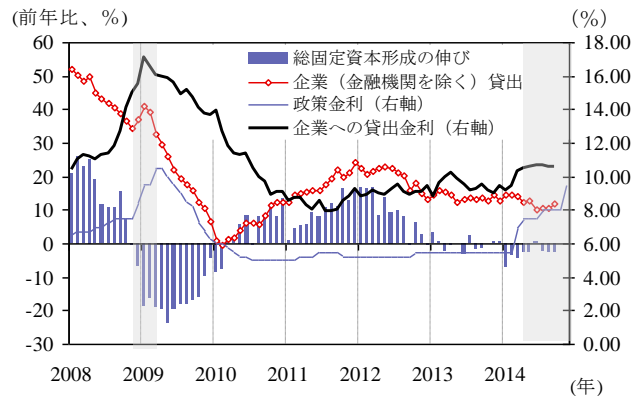
先行きを展望すると、ロシア経済は経済制裁の影響に加え、原油価格の下落を受け、2015年にかけて景気は一段と減速すると見込まれる。2015年は6年ぶりのマイナス成長を余儀なくされよう。

ロシア経済は、資源エネルギー部門に依存した経済構造である。輸出全体の約7割を占める資源エネルギー輸出の拡大に加え、原油価格に連動した課税制度は政府歳入の増加をもたらし、これが年金支給額の引き上げや国営企業への補助金という形で家計部門にも分配され、経済成長につながった。足元での原油価格の大幅下落により、こうしたメカニズムが崩れつつある。

金融引き締めは、投
資を更に押し下げ

ロシア経済にとって喫緊の課題は、通貨下落とインフレ高進の悪循環を阻止することであるが、そのために中銀は、当面、金融引き締め姿勢を維持せざるを得ないであろう。年初5.5%であった政策金利は累計4%ポイント引き上げられたが、これは資本流出が加速したグローバル金融危機時の引き上げ幅に匹敵する。金融引き締めを受け、民間向け貸出の伸び率は急減速、総固定資本形成も大幅に落ち込んだ(第5図)。今次局面は、投資は利上げ以前から低迷しており、金融引き締めにより2015年にかけて投資は一段と減速すると見込まれる。また、インフレに伴う実質所得の下落により、個人消費も低迷が続く公算が大きい。

第5図：民間向け貸出金利と投資の推移



(資料)Macrobondより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

原油安で財政余力は低下

景気が減速するなかで、下支え役として期待できるのは財政支出であるが、足元の原油（ウラル）価格は、政府の9月時点の想定（1バレル=100ドル）を大幅に下回っており、歳入不足に陥る公算が大きい。政府は、歳入が計画比不足した場合でも、2015年は予算案通り支出すると表明している。不足分については5,000億ルーブル（120億ドル相当、準備基金の約14%）までは準備基金から補填することを明らかにしているが、原油価格が一段と下落した場合、歳入不足幅が一段と大きくなる。2014年上半期の財政収支は黒字を確保しているが（第2表）、財政基盤はグローバル金融危機前ほど強固とはいえず、また、経済制裁下で、国際資本市場での資金調達が困難になるなか、調達余力は乏しくなっているといえる。

以上を踏まえると、2014年の実質GDP成長率は前年比+0.3%と辛うじてプラス成長を維持するものの、2015年は同▲1.1%とマイナス成長を余儀なくされるとみる（注1）。

（注1）ロシア中銀は、原油（ウラル）価格（平均値）が1バレル=84～86ドルで推移する場合、2015年の実質GDP成長率は同▲0.7%（経済制裁継続）と予測。また、経済開発省は、原油価格が1バレル=80ドルの前提で2015年の成長率は同▲0.8%とみている。

第2表：ロシアの財政状況

		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 H1
財政収支	(対GDP比)	4.5	8.1	8.4	6.0	4.9	-6.3	-3.4	1.5	0.4	-1.3	1.7
エネルギー関連歳入を 財政収支（一般政府）	(対GDP比)	-	-	-2.6	-1.4	-0.9	-14.0	-11.7	-8.5	-9.9	-11.1	-
同（連邦政府）	(対GDP比)	-	-	-3.6	-2.0	-1.7	-13.0	-12.3	-9.6	-10.6	-10.6	-9.3
名目GDP成長率	(前年比、%)	28.9	26.9	24.6	23.5	24.2	-6.0	19.3	20.9	11.2	7.3	10.0
名目政府消費支出の伸び	(前年比、%)	22.1	26.2	28.4	22.9	28.0	9.6	7.5	16.5	17.7	9.7	8.5
消費者物価上昇率	(前年比、%)	10.9	12.7	9.7	9.0	14.1	11.7	6.9	8.5	5.1	6.8	7.0
ウラル原油価格	USD/バレル	34.6	50.5	61	69.7	93.9	60.9	78.3	109.7	110.8	108	106

（注）2014年財政収支については、連邦政府のものを使用

(2) ポーランド

①景気の現状

外需が鈍化するなか、内需が景気を下支え

ポーランド経済は、緩やかな回復が続いている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.9%と底堅い伸びとなった（第 6 図）。輸出はここ数年高い伸びを維持してきたロシア・ウクライナ向けや西欧向けを中心に減速、先行き不透明感から企業景況感は悪化したものの（第 7 図）、比較的良好な雇用環境を背景に個人消費が下支えした。インフレ圧力の後退を受け、中銀は 10 月に市場予想を上回る 0.5%ポイントの利下げを実施した。

②見通し

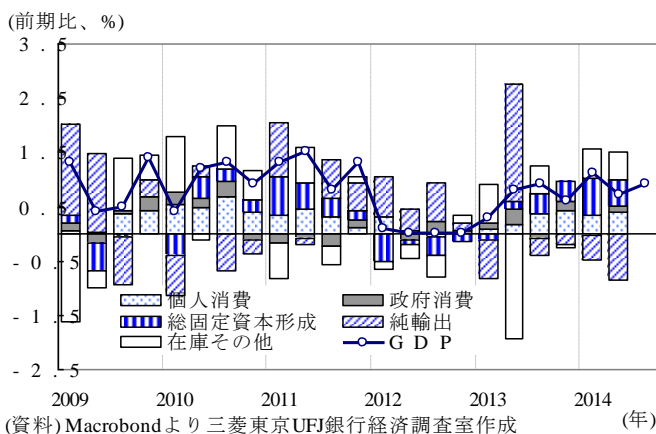
内需が下支えとなり、景気は緩やかな回復が持続

ポーランド経済は内需が下支えとなり、景気は緩やかな回復ペースを維持しよう。2015 年にかけてユーロ圏経済、ロシア経済ともに減速が見込まれ輸出環境は厳しいものの、良好な雇用環境と低インフレに支えられ、引き続き消費が景気を下支えよう。また、財政状況は、これまでの財政緊縮に加え、民間年金基金の一部国有化もあり足元で改善している。2015 年半ばに予定されている総選挙を前に、政府が景気刺激策を打ち出すことが見込まれ、消費押し上げ要因として期待できる。また、2014 年から 2020 年にかけて割り当てられる EU 基金（ポーランドへの割当額は加盟国中最大の 870 億ユーロ）を活用した道路、鉄道などのインフラ整備も、景気を下支えすることが見込まれる。

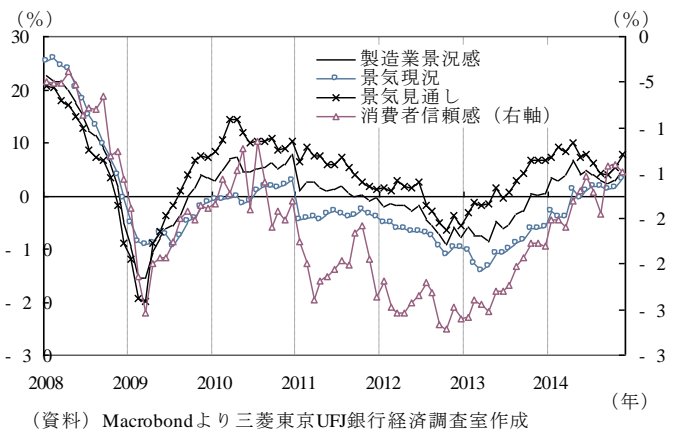
緩和的な金融環境が景気の下支えに

財政支出に加え、緩和的な金融環境も景気を支えよう。中銀は低インフレを理由に追加利下げの可能性を示唆しており、当面、金融緩和姿勢が続くことが予想される。利下げによって、家計向けの貸出金利も低下傾向を示している。良好な雇用環境を背景に家計の借入需要は伸びることが予想される。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 年には同+3.2%ともう一段加速すると予想する。

第 6 図: ポーランドの実質 GDP 成長率



第 7 図: ポーランドの企業・家計の景況感



(3) チェコ

①景気の現状

ユーロ圏の景気悪化を受け、景気回復の勢いは幾分鈍化

チェコ経済は、ユーロ圏の景気悪化を背景に景気回復の勢いは幾分弱まっている。7-9月期の実質GDP成長率は、前期比+0.4%と前期の伸び率は上回ったものの、昨年10-12月期の同+1.1%をピークに減速傾向にある(第8図)。チェコ中銀は昨年11月以降、コロナ売り介入を実施し、コロナ安誘導で輸出を下支えしてきたが、輸出全体の約3分の1を占めるドイツ景気悪化の影響が生じている(第9図)。

一方、比較的良好な雇用環境を背景に消費は底堅さを維持している。家計の債務負担も低く、足元の低インフレが家計の実質賃金の増加を通じ個人消費を下支えしている。

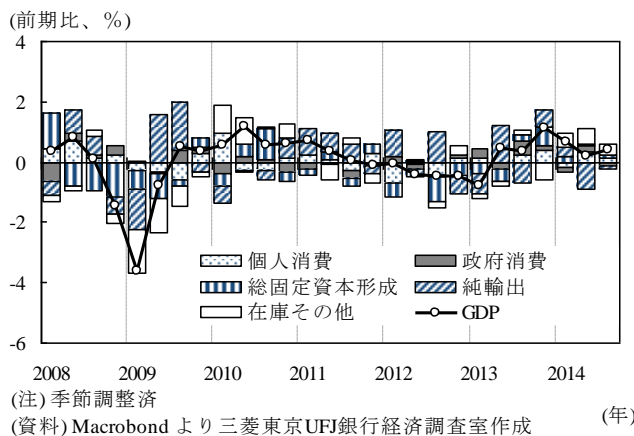
②見通し

先行きを展望すると、輸出は低調な推移が見込まれるなか、堅調な雇用環境と政府の消費刺激策を受けた消費が景気を下支えしよう。2015年の実質GDP成長率は前年比+2.6%と、2014年の同+2.5%をやや上回るペースでの成長が見込まれる。

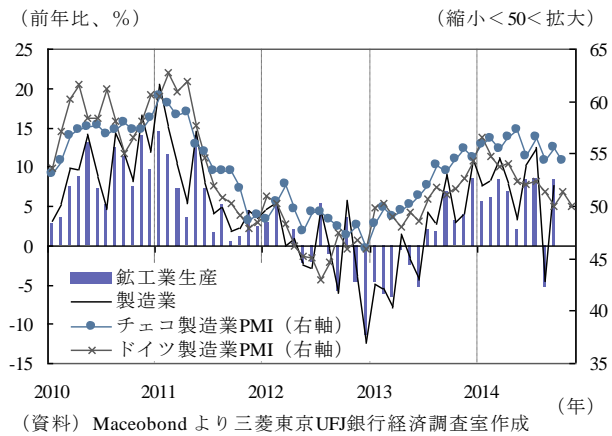
良好な雇用環境を背景にした消費が景気を下支え

個人消費については、失業率が低下基調を維持するなど良好な雇用環境にあわせて、堅調に伸びると見込まれる。また、物価の低位安定を受け、実質賃金がプラスの伸びを維持することも期待される。更に、財政緊縮の緩和も景気の下支え要因となろう。2013年の財政赤字はGDP比1.3%と5年ぶりに3%を下回った。2015年の予算案で、家計向け景気刺激策を盛り込むなど、これまでの財政緊縮姿勢を緩和させており、財政面からも景気を下支えよう。

第8図:チェコの実質GDP成長率



第9図:ドイツの景気とチェコの生産・企業景況感



(4) ハンガリー

①景気の現状

政府支出抑制や輸出鈍化を受け、景気は減速

2014 年前半のハンガリー経済は、2007～2013 年期の EU 基金の繰越や中小企業を対象にした貸出支援策、また今年 4 月の総選挙を見据えた政策（公共料金の引き下げ、公共事業、雇用対策）に支えられ、前期比+0.9%と高い成長率を記録した。ただし、年後半に入ると、政府支出の抑制やユーロ圏向け輸出の減速を受け、7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比+0.5%へ減速した（第 10 図）。政府は財政赤字を GDP 比 3%以内に抑制するため、7 月には 1,100 億フォリント（GDP 比 0.4%）に上る政府支出を凍結するとするなど、財政規律を重視する姿勢に転じた。一方、消費が景気を下支えた。失業率の低下や雇用者数の増加などを背景に消費者マインドは、比較的高水準を維持している（第 11 図）。

②見通し

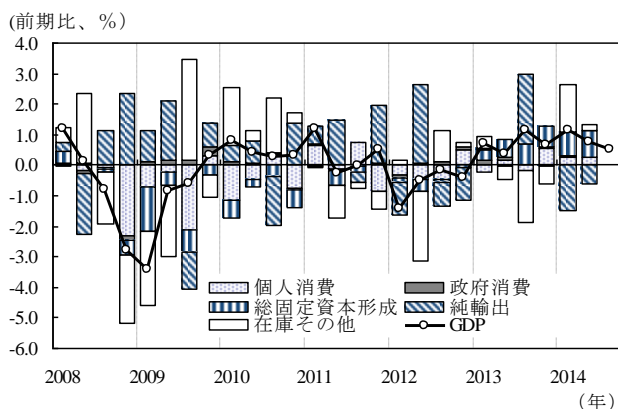
消費が景気を下支え

景気の先行きは、ユーロ圏の景気減速を受け輸出が低迷する一方、比較的安定した雇用環境を背景に消費が、景気を下支えするとみられる。消費については、家計向け外貨建てローンを巡る訴訟判決で、銀行に過去の外貨建てローン手数料の一部の返還義務が生じている。手数料の返還額は GDP 比 3%近くが見込まれており、消費の押し上げ要因となろう。

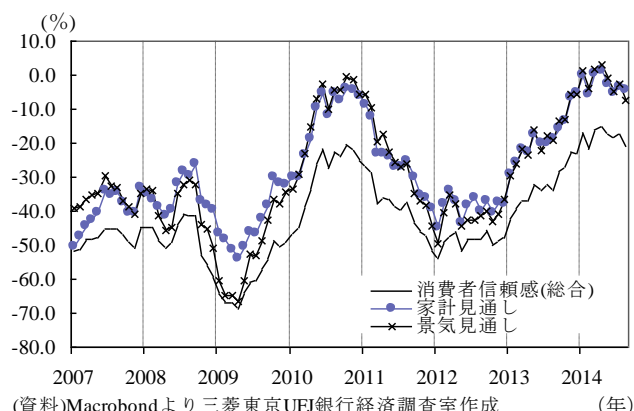
家計のバランスシート調整が景気の重石に

ただし、家計のバランスシート調整が引き続き景気の重石となるとみられる。ハンガリーフォリントは政府債務の大きさ（GDP 比約 77%）から下落圧力がかかりやすい傾向にあるが、家計部門は外貨建て債務比率が依然高水準にあり、為替変動に対し脆弱な構造にある。以上を踏まえ、2014 年の実質 GDP 成長率は、年前半の好調を受け前年比+3.1%まで高まるとみるが、2015 年には同+2.3%へ減速すると予想する。

第 10 図:ハンガリーの実質 GDP 成長率



第 11 図:ハンガリーの消費者信頼感



(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 竹島 慎吾 shingo_takeshima@mufg.jp
ロンドン駐在 石原 尚子 naoko_ishihara@uk.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、弊行ホームページでもご覧いただけます。