

# ロシア・中東欧経済の見通し

～ロシアの景気低迷は当面継続、中東欧は個人消費が支えに～

## 1. ロシア・中東欧経済の概況

ロシア経済は、原油安や経済制裁の影響により 2015 年初以降大幅に悪化した。年央以降は、景気の悪化ペースに緩和の動きがみられるが、引き続き基調は弱い。一方、中東欧については、原油安が購買力を底上げし、雇用・所得環境の改善と相まった消費の拡大が景気を支えている。

### ロシアの景気低迷は当面継続の公算

先行きを展望すると、ロシア経済は景気後退の最悪期を脱した後も、低迷を余儀なくされる公算が大きい。原油価格は引き続き低水準で推移するとみられるほか、経済制裁の早期解除も期待しにくいためである。厳しい所得環境や企業の資金調達難が続くなか、財政状況の悪化に伴う政府の支出削減も景気下押し要因となろう。また、原油価格の下振れ懸念など潜在的なリスクも根強く残る公算が大きい。

### 中東欧経済は、消費が景気の支えに

中東欧については、これまで公共投資の押し上げ要因となってきた EU 基金の執行が端境期に入るため、投資の勢いが弱まるとみられる。もっとも、各国とも雇用・所得環境の改善持続を追い風に消費が底堅さを保つとみられるため、景気が大きく崩れる懸念は小さい。ただし、ドイツ車両メーカーによる排ガス規制不正問題は、同国向け輸出の割合が総じて高い中東欧諸国にとって相対的に大きな影響を及ぼす恐れがあり、今後の進展に注意が必要である。

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)		
		2014年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)	2014年 (実績)	2015年 (予測)
ロシア	1,850	0.6	▲3.6	▲0.5	7.8	15.3	7.1	595	520	500
ポーランド	548	3.3	3.5	3.3	0.0	▲0.8	1.4	▲76	▲25	▲50
チェコ	205	2.0	4.2	2.4	0.4	0.5	1.5	13	19	10
ハンガリー	137	3.7	2.7	2.2	▲0.2	0.0	2.2	57	35	32
ロシア・中東欧	2,739	1.3	▲1.4	0.5	5.3	10.2	5.3	588	549	492

## 2. 主要国の動向

### (1) ロシア

#### ①景気の現状

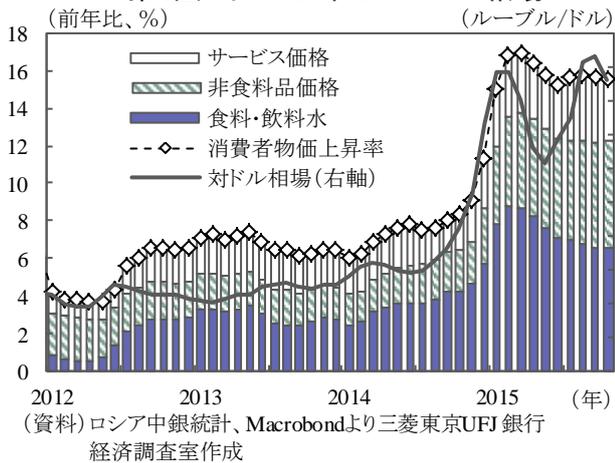
原油価格急落や経済制裁により景気は大幅に悪化

年央以降、景気悪化ペースは緩和も、基調は引き続き弱い

ロシアの景気は、原油価格急落や欧米による経済制裁を背景に、2015年初以降大幅に悪化した。原油安は、基幹産業であるエネルギーセクターを直撃しただけでなく、大幅な通貨安の要因ともなり、インフレ急騰が消費の深刻な落ち込みに繋がった（第1図）。また、制裁によって海外からの資金調達が制限されたことに加え、通貨防衛のための中銀の大幅利上げ（2014年12月）も一因となり、企業投資の減少が加速した。なお、中銀は今年1月末から段階的に利下げを始めたが、8月以降はインフレリスクの再燃を受け、金利を据え置いている。その結果、足下の政策金利は11%と、依然として近年の平均（5%台後半）を大きく上回る水準にある。

もともと、年央以降の経済動向に目を向けると、景気の悪化ペースに緩和の動きがみられ、7-9月期の実質GDP成長率は前年比▲4.1%と、前期（同▲4.6%）からマイナス幅が縮小した（第2図）。季節調整済み前期比の成長率は未発表だが、7-9月期は前期比ゼロ%近傍まで改善した可能性がある（前期は同▲2.0%）。ただし10月に、購買担当者指数（PMI）の総合指数が再度落ち込んでいることなども併せて考えると、景気の現状は、急速な悪化は一服したものの反発力は乏しく、基調は引き続き弱い、と認識しておくべきであろう。

第1図：インフレ率とルーブル相場



第2図：実質GDP成長率とPMI(総合)



#### 財政赤字が拡大

また財政に関しては、防衛費や社会福祉関連費の増加により、今年1月から10月までの連邦政府の歳出累計額が、前年比+13.6%となった。同期間のインフレ率（同+15.9%）は若干下回るが、歳出拡大がある程度は景気の下支えになっているといえる。一方、歳入は原油・ガス関連収入の

減少などから前年を下回っており、2015年の財政赤字は対GDP比3.0%に拡大が見込まれている（2014年の財政赤字は同1.2%）。

2015年の実質GDP成長率については、年前半における景気の大規模悪化とその後の反発力の弱さを踏まえ、前年比▲3.6%と予想する。

## ②見通し

### 原油安と経済制裁の継続により景気は当面低迷

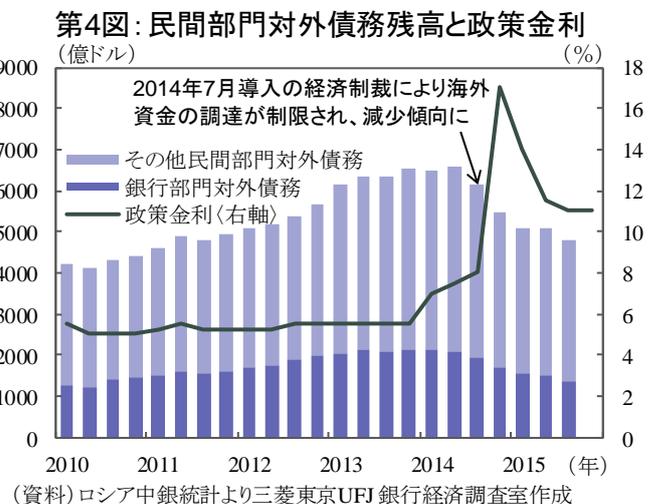
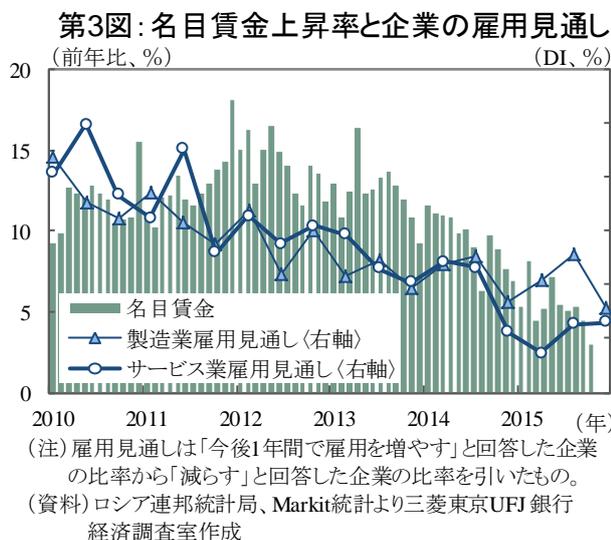
先行きを展望すると、景気後退の最悪期を脱した後も、ロシア経済は低迷を余儀なくされる公算が大きい。原油価格が引き続き低水準で推移するとみられるほか<sup>(注1)</sup>、経済制裁も継続が予想されるためである。なお制裁については、テロ対策におけるロシアとの協調の必要性が増すなか、欧米諸国が対露融和路線に転じるとの見方が一部にはある。しかし原則論として、東ウクライナ情勢の安定化という制裁解除の条件が変化した訳ではない。同地域の安定化に向けては引き続き課題が残されており（外国人戦闘員の退去、非正規軍の武装解除、ウクライナ政府による国境管理再開等）、現時点では制裁早期解除の可能性は小さいとみる。

### 雇用所得環境の厳しさが引き続き家計を下押し

家計については、名目賃金の伸びが大幅に鈍化していることや企業の雇用意欲の低下を踏まえると、当面は厳しい所得環境に置かれる公算が大きい（第3図）。インフレ率は先行き、ルーブル安の影響一巡やこれまでの内需の冷え込みを反映して低下が予想されるが、物価の落ち着きに比例して消費が回復する展開は望みにくい。

### 企業の資金調達難も継続の公算

また、インフレ率低下を受けた中銀の利下げ再開も想定されるが、原油安の継続に加え、米国金利の先高感が高まるなかで拙速な利下げを行えば、ルーブル安とインフレ高進の再発を招きかねない。金利の低下余地が限られ、また経済制裁に基づく海外資金調達の制限も継続することから、企業の資金調達環境は先行きも厳しく、投資の抑制要因となろう（第4図）。



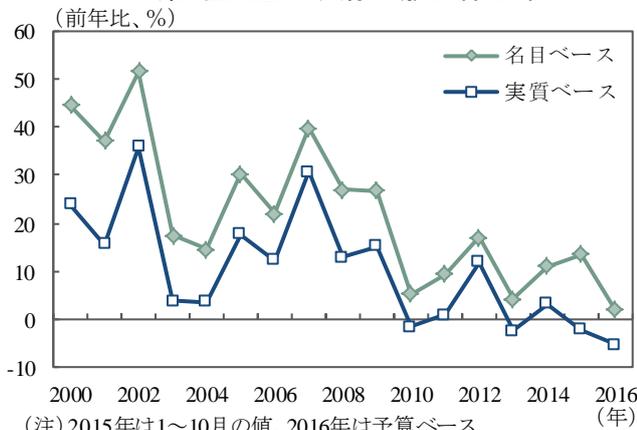
(注1) 原油価格については、当室「原油価格の見通し」（平成27年11月27日）ご参照。

**財政の柔軟性は縮小方向**

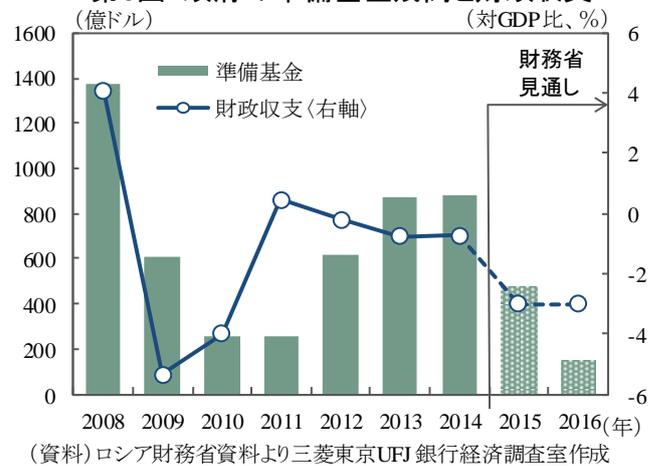
民需の低迷が予想されるなか、2016年は政府部門の景気下支えも期待し難い状況である。2016年の連邦政府予算案では、歳出の伸びは前年比+2%程度に抑えられ、インフレを勘案した実質ベースでは同▲5%程度のマイナスとなっている（第5図）。また、財政赤字の大きさは対GDP比3%と見込まれ、財源不足分を補填するため政府の準備基金<sup>(注2)</sup>の取り崩しが進もう（第6図）。財務省は、2014年末時点では約880億ドルあった同基金の残高が、2016年末には150億ドル前後まで減少する可能性を指摘している。ロシアの財政的な柔軟性は縮小の方向にある。

(注2) エネルギー関連税収が潤沢な時期に歳入の一部を積み立て、歳入下振れ時の補填財源とするもの。

**第5図：連邦政府の歳出伸び率**



**第6図：政府の準備基金残高と財政収支**



**原油価格の下振れ懸念など潜在的なリスクは根強い**

以上の要因から、ロシア景気は当面低迷が予想されるが、更なる下振れリスクも小さくなく、特に原油価格の動向には留意する必要がある。原油市況の先行きを取り巻く環境をみると、石油輸出国機構 (OPEC) の産油量高止まりや、イランの原油輸出増加観測、中国をはじめとする新興国経済の失速懸念など、価格下押し要因が少なくない。原油価格が想定以上に軟化した場合、景気の一段の弱含みは避けられないとみられる。

2016年の実質GDP成長率については同▲0.5%と、マイナス幅縮小を想定するが、当面は下振れリスクが根強く残るとみる。

## (2) ポーランド

### ①景気の現状

個人消費を中心に  
内需が引き続き景  
気をけん引

ポーランド経済は、個人消費を中心に内需が堅調に推移しており、7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.9%と、昨年来の拡大ペースを維持した(第7図)。雇用情勢の改善や実質賃金の上昇が消費を押し上げているほか、企業投資も、景気の先行きに対する楽観の広がりや低金利を背景に増加傾向にある。また、ユーロ圏の景気持ち直しを受けた、同地域への輸出増加も景気拡大に寄与している。2015年の実質 GDP 成長率は、前年比+3.5%と前年(同+3.3%)を小幅に上回る見込みである。

### ②見通し

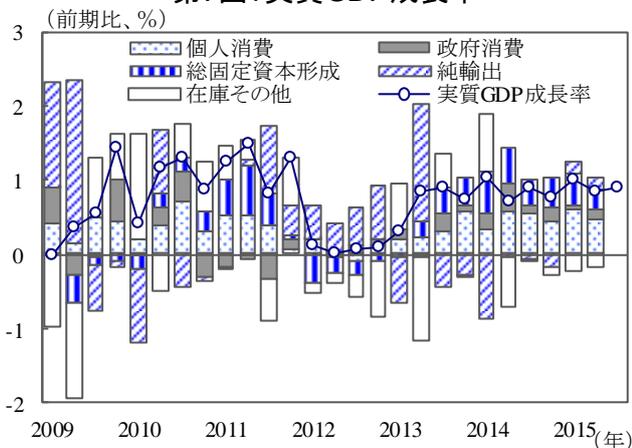
内需主導の底堅い  
景気拡大を見込む

先行きについては、引き続き良好な雇用情勢や実質賃金の上昇継続に加え、低金利にも支えられ、個人消費は緩やかな拡大トレンドを維持しよう。一方、投資については、2016年以降、EU 予算が新規予算枠(2014-20年中期予算)に移行することを考慮に入れる必要がある。即ち EU 予算に基づいて配分される基金は、インフラ建設等の原資となるが、事業執行の本格化は予算開始から4年目(今回の予算では2017年)以降と見込まれるため(第8図)、公共投資は一旦鈍化が予想される。ただし、企業の投資は、緩和的な金融環境や景況感の改善から拡大基調を維持するとみられ、投資が全体として下振れる可能性は小さい。

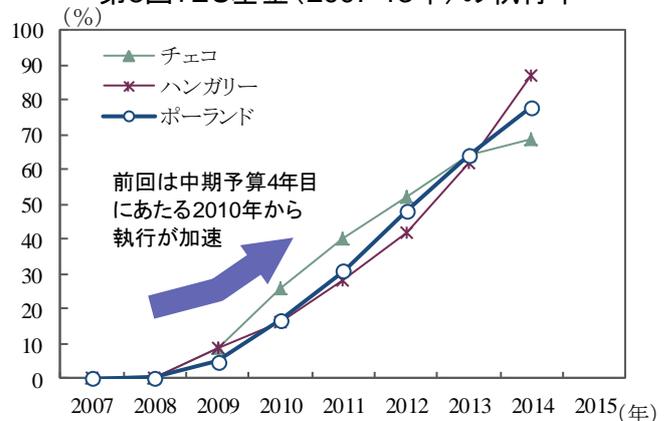
政権交代に伴い経  
済政策が修正され  
る可能性も

実質 GDP 成長率は、2016年も前年比+3.3%と底堅い伸びを保つとみる。ただし、10月の総選挙でポピュリスト的な性格が強い「法と正義」への政権交代が起こっており、新政権の下で既存の経済政策が修正される可能性が相応にあることには留意が必要である。

第7図: 実質GDP成長率



第8図: EU基金(2007-13年)の執行率



### (3) チェコ

#### ①景気の現状

一時的要因による成長率の振幅はあるが、基調は安定

2015 年前半のチェコ経済は、税制変更に伴う駆け込み的な在庫積み増しや、前期 EU 予算（2007-2013 年）の基金消化に向けた公共投資の加速などから成長率が大きく上振れた。一方、年央以降は通常の成長ペースに戻り始め、7-9 月期には、建設生産が 5 四半期ぶりに前期の水準を下回るなか、実質 GDP 成長率も前期比+0.5%に減速した（第 9 図）。もっとも、個人消費は堅調に推移し、輸出の拡大や景況感の改善も続くなど基調は安定している。2015 年の実質 GDP 成長率は、年前半の上振れを主因に前年比+4.2%と、2007 年以来の高い伸びとなる。

#### ②見通し

投資と外需については下押し要因が存在

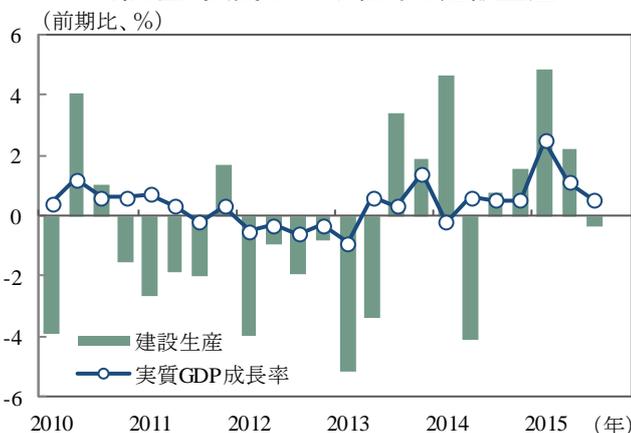
先行きに関しては、ポーランドと同様、EU 基金執行の端境期に入ることから公共投資の弱含みが予想される。また外需については、今年半ば以降、コロナの実質実効相場が上昇傾向にあるため、今後、影響の顕在化が警戒される（第 10 図）。加えて、チェコの製造業とドイツの自動車産業との結び付き強さを踏まえると、独車両メーカーによる排ガス規制不正問題も、外需下押し要因となる可能性が高い。

景気は個人消費がけん引する見込み

もっとも、こうした景気に対する逆風は、雇用・所得環境の改善基調を途切れさせる程ではなく、今後も個人消費による景気のけん引が期待される。また、チェコの財政状況は、2015 年の一般政府財政赤字が対 GDP 比 1.9%（欧州委員会推計）に収まる見込みであるなど、ポーランド（同 2.8%）やハンガリー（同 2.3%）と比べて比較的余裕がある。景気下振れリスクに対する政策発動の余地は、ある程度確保されている。

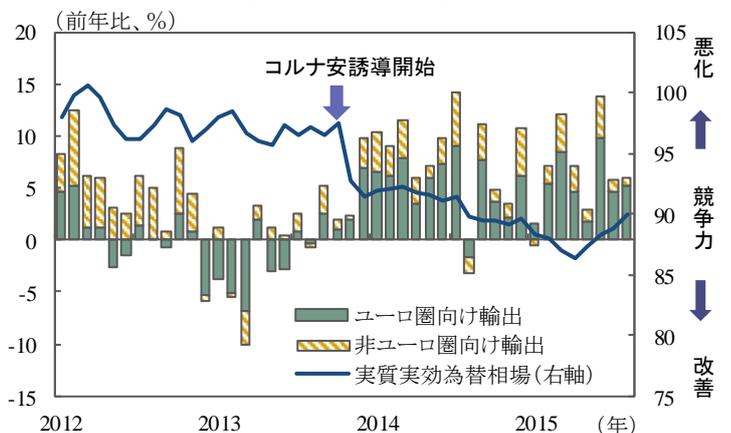
2016 年の実質 GDP 成長率は同+2.4%まで減速するとみるが、リーマンショック以降の景気拡大局面における巡航速度が同+2%台前半であることを踏まえれば、基本的には底堅い伸びの範疇といえよう。

第9図：実質GDP成長率と建設生産



(資料) チェコ統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：輸出と実質実効為替相場



(資料) チェコ統計局、BIS統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) ハンガリー

##### ①景気の現状

景気拡大ペースは若干鈍化

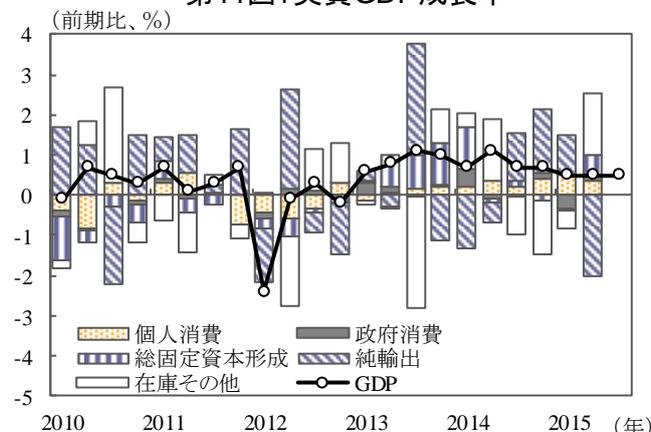
ハンガリー景気は安定的な拡大が持続しているが、EU 基金（2007-13 年分）の執行が 2014 年にピークアウトしたこともあり、伸びは若干鈍化している。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、3 四半期連続で前期比+0.5%となり、2013 年以降では最も緩やかな伸びが続いた。足下の景気については、実質所得の増加に支えられた消費の伸びがけん引役を担っている。過去の外貨建て住宅ローン契約で銀行が課した手数料の一部が違法とされ、それが家計に返還されたことも消費の追い風となった。なお、中銀は低インフレに対応して、3 月から 7 月にかけて利下げを実施し、政策金利を 1.35%まで引き下げた。こうした足元までの景気展開を踏まえ、2015 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.7%と予想する。

##### ②見通し

投資の弱含みや銀行の貸出余力の低下が下押し要因に

先行きについては、雇用・所得環境の改善持続に加え、来年 1 月以降の所得税率引き下げ（16%→15%）も恩恵となり、引き続き個人消費が景気を支えるとみる。一方、投資は、公共投資の軟化や中小企業への貸出援助策の一巡で弱含みとなろう。また銀行部門では、外貨建て債務保有者に対する政府の一連の救済策実施で負担が課せられたことが重しとなり、貸出の縮小が続いている。利下げを受けた借り入れ需要の増加が、実際の貸出増加に結び付かないリスクが懸念される。加えて、ドイツ車両メーカーの排ガス規制不正問題など、外需の要であるユーロ圏向け輸出についても逆風が想定される。実質 GDP 成長率については、2016 年は前年比+2.2%と、若干弱含みの展開を予想する。

第11図：実質GDP成長率



(資料) ハンガリー統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：民間向け銀行貸出



(資料) ハンガリー中銀統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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 高山 真 shin\_takayama@uk.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。