

中・東欧情勢

中欧経済の展望

1. 1997年上半期の特徴

投機と洪水

今年上半期の最大の出来事は、5月に生じたチェコ通貨への投機と、7月にチェコとポーランドを襲った未曾有の洪水である。固定為替制度に固執した硬直的なチェコの為替管理は、急激な実質平価の切上げに弾力的に対応することができず、これが投機の標的になった。チェコ中央銀行はドイツマルクに連動する管理フロート制に移行することでこの危機を凌いだが、およそ30億ドルの介入を行った。

投機の影響

当初、チェコ通貨への投機が周辺諸国に広がるとの見方もあったが、スロバキアは厳しい外貨管理を行っており、短期の資金流入も小さいこと、ハンガリー通貨はクローリングベッグによって適正に切り下げ措置を行っていることで、この両国の通貨は投機の対象にはならなかった。

ポーランドが焦点に

7月にポーランド通貨ズロチに対する投機が生じたが、短期の内に収束した。豊富な外貨準備(6月末でおよそ200億ドル)を基礎に、適切なクローリングベッグ幅を維持したことが投機を防いだ。しかし、ポーランドは短期の外資を大量に抱えている。予想される貿易赤字の大幅な拡大が、ベッグ幅の修正なしに通貨を実質的に切上げていく場合に、投機の標的になりうる脆弱性をもっており、適切な政策発動が注視されている。

洪水の影響は次第に克服

洪水の影響はチェコ経済に大きい。およそ18億ドルの固定資産の損害があったと推定されており、今年度のGDP成長率は事前の予想を大幅に下回り、1.5%を割ると予想される。この影響は次年度にも波及する見通しであるが、すでに大企業は生産の減少を取り戻す勢いで増産しており、洪水の影響は回復されつつある。他方、ポーランドは南部を中心に被害を受けたものの、この地域の国民経済全体に占めるウェイトが小さく、GDP成長率に与える影響は軽微になると予想されている。

中欧5カ国の経済動向

	GDP成長率		インフレ率		財政収支/GDP		経常収支/GDP	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997
ハンガリー	1.0%	3.0%	23.6%	18.0%	-3.8%	-5.0%	-3.9%	-3.8%
ポーランド	6.1	6.0	19.9	16.0	-2.6	-3.0	-1.0	-4.2
チェコ	4.1	1.5	8.8	9.5	0.0	-1.5	-8.6	-7.5
スロバキア	6.9	5.5	5.8	7.0	-1.3	-5.0	-10.2	-11.0
スロベニア	3.1	3.0	9.7	9.0	0.1	-0.5	0.3	-0.5

(注) 1997年は予測値。
(出所) NRIヨーロッパ

2. 各国経済の特徴と展望

ハンガリー： 成長経路へ

ここ数年、緊縮政策による内外均衡の達成を目指していたハンガリーは、低い経済成長に甘んじていたが、ようやく今年は3%以上のGDP成長率が見込める状態になった。工業製品の国内販売は依然として低迷しているが、輸出が大幅に伸びたことで、工業生産が8%前後まで上昇すること、同様に国内資本形成が8%(予想)の増加を達成しそうな勢いで、経済成長への弾みがついている。

留意点

対外累積債務が減少したことで、利払い額も減少し、経常収支の赤字幅が小さくなっている。今年の経常収支赤字は18億ドル程度に収まり、直接投資の流入がこれを超えることは確実であり、債務管理は問題ない。他方、社会保険の赤字は拡大しており、長期の改革が始まり、将来的な見通しはあるものの、短期・中期的には解決



が難しく、今年度の国家財政赤字の対GDP比は5%前後まで悪化することが予想される。

ポーランド：
高成長を維持

国内消費が拡大(14%)していること、工業生産が増加(10%)していることが、GDPを押し上げており、今年度も6%前後の成長を達成する見込みである。外資の流入に伴う投資活動も活発で、年率で20%を超える投資額の増加が予想される。

留意点

国内の投資・消費活動が活発化するなか、貿易収支は急速に悪化しており、今年度は120億ドルを超える貿易赤字、60億ドル前後の経常収支赤字が予想される。これが沈静化しつつあるインフレを再び高進させ、通貨を弱含みに展開させる原因になりうる。これを適切な経済政策と為替政策で乗り切ることが出来るかどうか。また、旧連帯系が主導権を握った新しい政府が、これまでの政策を継続させ、かつ適切な政策発動を機敏に行えるかどうか、当面のポーランド経済を占う上でのポイントになる。

チェコ：調整期間へ

クーポン民営化を急いできたチェコは、昨年来、経済構造全体の中期的な調整期間に入っているといえよう。企業のコーポレートガバナンスの改善、銀行セクターの民営化、資本市場の透明化など、いわば先送りされてきた諸問題の解決が、ここに来て迫られているといえよう。今年は工業生産も固定資本形成も、2%程度の増加に止まる見込み。輸出入ともに2%以下の増加で、全体として小休止。

留意点

一昨年来急速に増加している貿易赤字は今年度も50億ドルを超える見込み。経常収支は30億ドル強に抑えられる予想だが、大幅な赤字基調の転換は見られない。対外累積債務は200億ドルを超えることになろう。インフレ率が初めて2桁に達することも予想される。経済の基調回復は次年度以降となろう。クラウス首相が主導する経済政策の時代は終わり、チェコは新たな時代を迎えることになろう。

スロバキア：
不均衡拡大へ

NATOの招聘からも、EU拡大候補からも外れたスロバキアは大きな挫折感を抱いている。唯一の救いは高いGDP成長率であるが、この経済成長は民間経済の拡大によるものではなく、政府主導の固定資本形成によるものである。したがって、見かけ上は高い経済成長も長期に持続可能とはいえない。今年度も、経常収支は20億ドル(GDPの11%)が予想され、直接投資による外資の流入がみられないスロバキアの対外累積債務は100億ドルを超えることになろう。また、政府の財政赤字は対GDPで5%に達すると予想される。

留意点

政府は国内消費を抑えることを目標に、国営企業のみならず、民間企業の賃金規制を導入した。このような強権的な政策の導入は、この地域ではスロバキアのみを観察される。また、再度、7%の輸入課徴金制度も導入することになった。来年3月の大統領選挙、8月の総選挙が今後のスロバキアの命運を決めよう。

スロベニア：
緩やかな成長

今年度のGDP成長率は3%前後と予想。工業生産の停滞(2%の増加)が成長を鈍らせている。すでに高いGDP水準を達成しており、かつ直接投資の流入が小さいスロベニアの成長力はそれほど大きくないと考えるべきだろう。貿易赤字はやや増加する(10億ドル)と予想されるも、経常収支の赤字は1億ドル前後に収まる見通し。

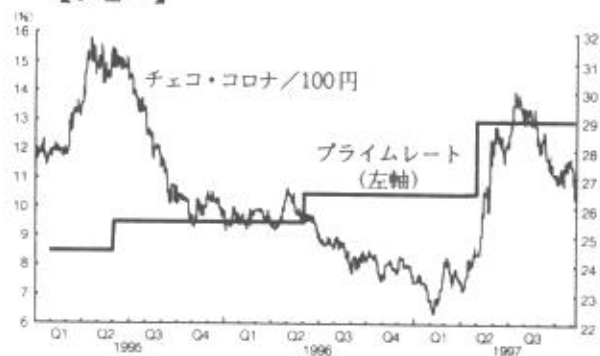
留意点

今年2月にスロベニア中央銀行は、外国人の為替投機を規制するため、証券売買をおこなう外国人投資家に、国内の指定14行に信託勘定の開設を義務づけた。これによって市場の取引高は4分の1近くまで減少した。これを受けて、中央銀行は規制を緩めたが、依然として過剰な規制が存在している。

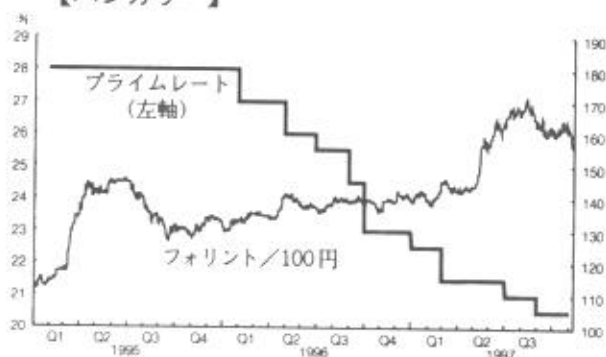
(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

中欧4カ国の投資環境

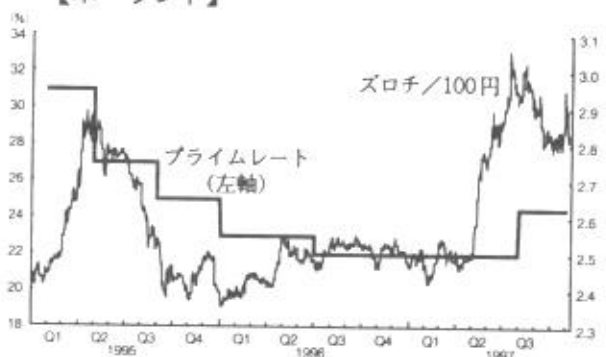
【チェコ】



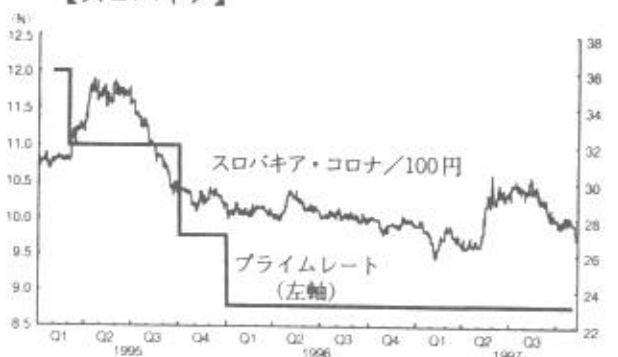
【ハンガリー】



【ポーランド】



【スロバキア】



(出所) 野村インターナショナル

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。また、外国証券内容説明書を作成していない銘柄については、原則として、野村証券から投資勧誘を行うことはできません。銘柄の選択、投資の最終決定は、御自身の判断でなさるようお願い致します。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。



中欧株式市場

【チェコ経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%)	+2	+26	-21	+22.5
PER (倍)	12.5	8.4	10.3	8.6
実質GDP (%)	5.9	4.1	0.5	2.0
工業生産 (%)	8.7	6.7	-0.5	2.0
消費者物価 (%)	9.1	8.8	9.0	9.0
失業率 (%)	2.9	3.5	4.5	5.5
経常収支 (%*)	-2.7	-8.2	-8.6	-6.5
財政収支 (%*)	0.5	-0.1	-1.0	-1.1

【ハンガリー経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%)	+1,166	+30	+39	+32
PER (倍)	30.6	20.5	22.9	15.0
実質GDP (%)	1.5	1.0	3.0	4.0
工業生産 (%)	4.6	2.3	7.5	7.5
消費者物価 (%)	28.2	23.6	18.2	13.4
失業率 (%)	10.9	10.7	10.0	10.0
経常収支 (%*)	-5.7	-3.7	-3.8	-4.3
財政収支 (%*)	-2.9	-1.9	-3.8	-4.6

【ポーランド経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%)	+31	+21	+42	+24
PER (倍)	23.6	26.3	16.4	13.8
実質GDP (%)	7.0	6.0	6.0	5.5
工業生産 (%)	9.7	8.5	7.0	6.8
消費者物価 (%)	27.8	19.9	15.4	13.8
失業率 (%)	14.9	13.2	11.3	11.0
経常収支 (%*)	-1.9	-1.0	-4.6	-6.4
財政収支 (%*)	-2.8	-2.5	-3.0	-1.6

【スロバキア経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%)	+17	+44	-6	+14
PER (倍)	11.5	9.0	10.5	8.6
実質GDP (%)	6.8	6.9	5.0	5.0
工業生産 (%)	8.3	2.5	4.4	5.2
消費者物価 (%)	9.9	5.8	6.1	6.5
失業率 (%)	13.1	12.8	12.6	12.0
経常収支 (%*)	2.3	-10.2	-13.5	-12.4
財政収支 (%*)	-1.6	-4.4	-5.6	-5.0

(注) b: 除くSPT社 * : 対GDP比 # : 除く銀行株
(予想) すべて野村インターナショナル

【チェコ株式市場】

世界の株式市場が暴落した日が休場であったこともあり、過去1ヵ月間のチェコ市場の変動幅は他の東欧市場に比べて小さかった。また、外人投資家が既にウェイトを大幅に引き下げていたため、ポーランド、ハンガリー、ロシア市場といった他の主要市場ほどの乱高下はなかった。投資家は、他の市場が急落する局面において下げ渋る市場に相対的な魅力を感じる可能性もあろうが、株価上昇の余地は限られている。主要優良銘柄の割高感が強まっているため、投資を考える投資家でさえも買う機会を探るのは難しいと思われる。弱気。

【ハンガリー株式市場】

ハンガリー市場は10月に、東欧市場の中で最も激しい変動を経験した。10月23日、24日の休場後の週末明けの10月28日に、BUX指数は90年以来最大の下げ幅16.5%を記録した。その翌日12%反発したことから判断しても、ハンガリー市場は依然外人投資家とGDRマーケットメーカー主導の市場であることが分かる。株価バリュエーションを見ると依然割高であるため、最近の株価上昇は利食い売りの機会であろう。中立。

【ポーランド株式市場】

ポーランド市場は従来国内投資家主導の市場であり、海外からの資金流入に左右される可能性は少なかったが、10月の市場の乱高下の局面ではこの考えは当てはまらなかった。過去1ヵ月間、ポーランド市場はハンガリー市場を上回る下げ幅(13.5%)となった。主に、ポーランドの経済ファンダメンタルズに関する投資家の懸念を反映したものと思われる。しかし、政局が安定し、景気回復の兆しが明確となれば、株価は上昇に転じる可能性が高い。新政府による政策発表がその転機となろう。強気。

【スロバキア株式市場】

スロバキア市場は、東欧市場の中で過去1ヵ月間に上昇した唯一の市場であった。売買高が非常に限られている状況で、もともと海外からの投資がほとんどなかったことが逆行の主因であろう。現在は政局面や経済面(通貨切り下げの可能性など)が不透明であり、市場の流動性も低い。長期的には投資妙味のある市場と思われる。中立。

(野村インターナショナル フラソシ・クラウド/小越多恵子)

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。また、外国証券内容説明書を作成していない銘柄については、原則として、野村證券から投資勧誘を行うことはできません。銘柄の選択、投資の最終決定は、御自身の判断でなさるようお願い致します。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。