

中・東欧情勢

最大の影響を被った  
ハンガリー市場

ロシア危機以後の中欧経済

1. 株式市場は大暴落

9月に入り、ハンガリー株式市場は外人投資家により売り込まれ、世界的な株安の影響をまともに受けた形となった。ハンガリー株式市場に占める外人投資のウエートは高く、昨年末現在で非居住者の投資が48%を占め、これにハンガリーテレコムMATAVの株式のうち、アメリカテックとドイツテレコムの所有する部分（およそ市場の時価総額の25%）を加えると、ハンガリー株の実に75%近くが外人投資家と戦略的投資家の手にあった。最近発表された今年6月末のデータでは、非居住者42.7%、MATAVのコンソーシウムが24.6%と、若干のウエート低下はあるが、依然として市場の7割近くが外人投資家によって支えられていた。

表1. 株価指数動向

(単位: %)

	過去3ヵ月		過去12ヵ月	
	現地通貨	ドル換算	現地通貨	ドル換算
ハンガリー BUX	-47.8	-47.7	-46.6	-52.4
ポーランド WIG	-30.8	-32.5	-34.9	-37.8
チェコ PX50	-28.0	-21.9	-34.2	-28.7
ロシア RTS	-72.8	-89.4	-91.8	-97.0

(注) 1998年9月末日現在。  
(出所) NRI-E

外人投資に比例した  
下落率

表1に見られるように、ハンガリーに次いでポーランド市場が大きな影響を受け、チェコ市場への影響は最も小さくなっている。明らかに、外人投資の割合に比例して市場に影響が現れたといえよう。もっとも、チェコの場合は不良債権問題を抱える銀行株を中心に史上最安値を更新しており、特にロシアへの過度なエクスポージャーが明らかになったチェスカ・スポリテルナ（チェコ第2位の商業銀行）株が一時取引停止になるなど、個別的な影響が観察される。

表2. ロシアへのエクスポージャー

(単位: 100万ドル)

銀行名	国籍	エクスポージャー	引当金
チェスカ・スポリテルナ	チェコ	171	31
コメルチニ	チェコ	31	na
OTP	ハンガリー	73	9
Pekao	ポーランド	56	21
バンク・ハンドローヴィ	ポーランド	53	26
BRE	ポーランド	52	na

(出所) Business Central Europe, Oct. 1998

エクスポージャーの  
規模

中欧の商業銀行の対ロシア債権は大きくなく、ハンガリーやポーランドの場合は、エネルギー関連の融資か、輸銀保証の付いた融資が大半を占める。但しチェスカ・スポリテルナの場合はGKOへの投資で、経営への影響が大きい。

時価総額と売買高

外人投資の引き揚げによって、時価総額は急速に縮小している。他方、売買高は、ロシアを除き、大きな変化は見られず、ハンガリー市場の場合には割安感が支配的になったことから、国内の投資家の買い注文が入り、外人の売りを吸収、売買高は高い水準にある。



表3. 株式の時価総額 (単位: 億ドル)

	1995年	1996年	1997年	1998年9月
ハンガリー	24	51	141	87
ポーランド	40	70	110	107
チェコ	180	200	118	126
ロシア	140	368	823	105

(注) 1995~97年は12月末、98年は9月末時点。

(出所) NRI-E

表4. 1日平均売買高 (単位: 100万ドル)

	1996年	1997年	1998年9月
ハンガリー	34.1	29.9	67.6
ポーランド	42.1	43.6	44.2
チェコ	23.7	27.3	25.9
ロシア	11.8	56.1	15.4

(出所) NRI-E

## 2. 経済成長への影響

実体経済への影響は小さい

今年上半期のGDP統計が公表された(表5)。それによれば、チェコを除き、高い成長率を維持していることが分かる。8月のロシア危機が経済成長に与える直接的な影響は軽微であり、ハンガリーとポーランドの今年の両国政府による成長目標は達成されよう。

表5. 中欧諸国のGDP成長率

(単位: %)

	1997年上半期	1998年上半期	1997年実績	1998年予測	1999年予測
ハンガリー	3.2	4.8	4.4	5.0	4.5-5.0
ポーランド	7.2	5.9	6.9	5.6	5.0-5.5
チェコ	1.3	-1.7	1.0	-2.0	-1.0-1.0
スロバキア	6.0	6.1	6.5	6.0	4.0-5.0

(注) 予測はNRI-E予測。

(出所) NRI-E

来年にやや影響

ロシア危機以後、ポーランド政府は1999年の成長目標を1%下げた。直接・間接的な影響が来年度に現れると想定している。ハンガリー政府は、未だ来年度の成長に与えるロシア危機の影響を明確にしていないが、西欧向けの工業製品の輸出が好調なところから、成長の持続に自信を持っている。とはいえ、成長率に対し0.5-1.0%の影響があると見なければならぬだろう。

チェコは国内要因

チェコの場合はロシア危機の影響より、国内の構造調整の影響が大きく、今年度はマイナス成長となろう。構造調整に時間がかかるようであれば、停滞は持続しよう。スロバキアは政府投資主導の成長に限界があり、来年度より次第に減速し、経済停滞の時期を迎えることが予想される。

## 3. 外貨準備の現状

10億ドルの流出

外人のポートフォリオ投資の引き揚げが一番大きかったハンガリーでは、投資引き揚げと中央銀行の為替介入の規模が注目される。7月末のハンガリー国立銀行の外貨準備は98億ドル、9月末のそれは88億ドルと報告されており、ロシア危機を挟んだ2ヵ月間にほぼ10億ドルの流出があったことが分かる。

経常収支動向

8月のハンガリーの経常収支は1億1,000万ドルの黒字を記録しており、年間の経常収支の赤字幅は20億ドル以下、対GDP比で3%以内に収まる見通しである。

外貨準備の積み増し

ハンガリー国立銀行は外貨準備の適正水準を70-110億ドルの範囲に目標設定しており、市中銀行にも20-25億ドルの外貨保有があることから、現在の準備水準は特に問題ないとしているが、若干の積み増しのために、シンジケートローンを用意している。

(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

## 中欧株式市場

### 【チェコ経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS(% <sup>b</sup> )	+18.4	-390.0	-42.3	+7.7
PER(倍 <sup>b</sup> )	3.2	16.6	15.4	13.4
実質GDP(%)	3.9	1.0	-1.5	0.5
工業生産(%)	5.2	4.5	1.8	3.0
消費者物価(%)	8.8	8.4	11.0	7.3
失業率(%)	3.5	5.2	7.2	7.8
経常収支(% <sup>*</sup> )	-7.6	-6.0	-2.7	-3.5
財政収支(% <sup>*</sup> )	-0.1	-1.0	-1.3	-2.8

### 【ハンガリー経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS(%)	+36.6	+54.4	+39.6	+29.7
PER(倍)	12.3	16.9	11.3	8.6
実質GDP(%)	1.3	4.4	5.0	4.0
工業生産(%)	2.3	10.8	13.0	8.5
消費者物価(%)	23.6	18.3	14.7	12.5
失業率(%)	10.7	10.4	9.2	9.5
経常収支(% <sup>*</sup> )	-3.8	-2.2	-3.6	-4.8
財政収支(% <sup>*</sup> )	+1.2	-4.1	-4.2	-4.5

### 【ポーランド経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS(% <sup>#</sup> )	-10.2	+114.9	+26.6	+16.4
PER(倍 <sup>#</sup> )	53.9	18.1	15.0	13.0
実質GDP(%)	6.0	6.9	5.2	4.5
工業生産(%)	9.0	14.2	6.8	6.0
消費者物価(%)	20.1	15.9	12.0	9.0
失業率(%)	13.2	10.5	9.3	9.1
経常収支(% <sup>*</sup> )	-1.0	-3.2	-4.3	-5.6
財政収支(% <sup>*</sup> )	-2.5	-1.3	-1.2	-1.7

### 【スロバキア経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS(%)	+16.3	+16.3	+1.2	+15.2
PER(倍)	5.4	4.6	4.8	4.0
実質GDP(%)	6.9	6.5	4.5	2.0
工業生産(%)	2.5	2.0	3.5	3.0
消費者物価(%)	5.8	6.1	7.5	13.0
失業率(%)	12.8	12.5	15.0	15.5
経常収支(% <sup>*</sup> )	-10.3	-6.9	-9.8	-5.5
財政収支(% <sup>*</sup> )	-4.5	-5.7	-3.5	-4.0

(注) <sup>b</sup>: 96年は除くSPT社、97、98、99年のPERは除く銀行株  
<sup>\*</sup>: 対GDP比 <sup>#</sup>: 除く銀行株及びKGHM  
 (予想) 野村インターナショナル

### 【チェコ株式市場】

弱気。9月はロシアへのエクスポージャーが懸念される銀行株を中心に小幅ながら下落。流動性の乏しいチェコ市場は他の中欧市場に比べ値動きが少ないが、今後も中欧全体の下落基調に下押しされる展開となりそうである。通信のSPTを除き、大型株には業績拡大による株価回復は見込めず、中でも銀行株は国内経済への依存度が高いことから、冴えないパフォーマンスが続くと見られる。ロシア経済のチェコへの影響は小さいが、国内の経済指標に悪化が見られることが問題。割安感が出ている通信のSPTは買いのチャンスか。

### 【ハンガリー株式市場】

強気。9月は薬品株を中心にロシアへのエクスポージャーが嫌気され、個別の悪材料も手伝って全般に弱含んだ。現在の株価水準では、数年前のレベルに下落している銘柄も多く、一方、業績見通しは現在の方が良好であることから、個別に割安感が出ている銘柄を拾う好機と考える。デフェンシブ銘柄、ロシア以外への輸出比率が高い企業、買収対象になりうる企業などが魅力的。割安なギデオン・リヒター(薬品)、通信のマタブ、米国売上比率が高い自動車部品のラバなどに注目したい。

### 【ポーランド株式市場】

強気。9月は建設業界再編と電機・通信のエレクトロニクスのリストラなど、好材料で上昇。しかし、9月下旬から海外投資家が10億ドル相当の資金(当市場への海外投資の1/5)を引き揚げたこともあり下落基調が続いている。中でも銀行株は業績はそれ程悪くないものの今後も弱含む可能性がある。しかし、内需型の建設セクターや、個別の材料株を拾う機会はありそうだ。業界再編の恩恵を受けるエクスパッド(建設)、高成長見通しに比して割安なコンピュータランドなどに注目したい。

### 【スロバキア株式市場】

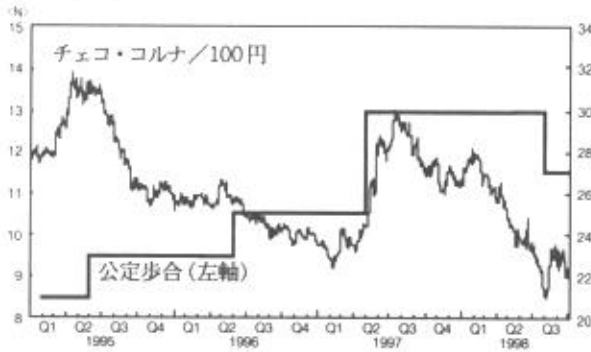
中立。9月は全般に軟調。9月末の総選挙でメチアル首相が敗北、親西欧路線の野党4党が連立内閣組閣の可能性大。しかし、流動性乏しい中欧小型市場への投資を避ける傾向が残るうえ、選挙後のコロナ安で企業業績見通しが不透明になり、新政権が民営化の見直しを行なうことで企業株主構成も不透明になる懸念が浮上。とはいえ、新政権誕生で当市場に投資家の目が向く日も遠くない感があり、投資スタンスを弱気から中立に引上げる。

(野村インターナショナル フランス・クラウド/杉野由枝)

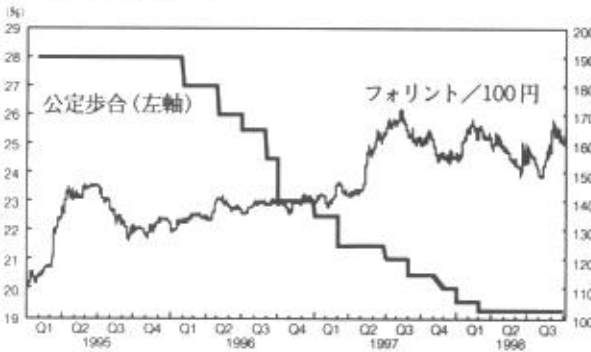


## 中欧4カ国の投資環境

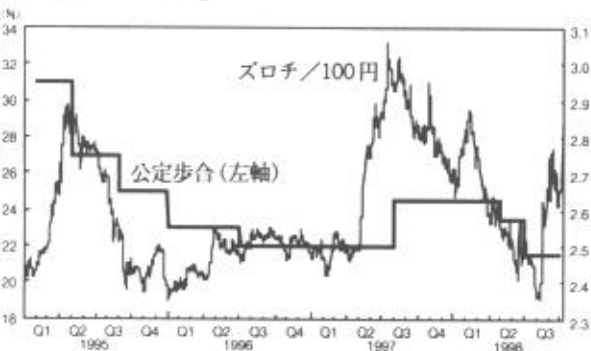
### 【チェコ】



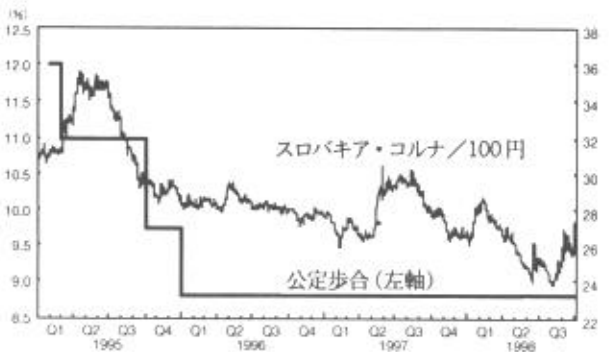
### 【ハンガリー】



### 【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。