

中・東欧情勢

中欧の株式・為替動向

1. 株式市場動向

98年の年間実績は  
マイナス

ロシア危機以後、株式市場からの資本流出に見舞われた中欧株式市場は、年末にかけて値を戻したものの、年間実績（ローカル指数）でハンガリーとチェコがほぼ20%の下落、ポーランドが10%の下落で1998年を終えた。とくに、1996、1997年の両年に大幅な株価上昇を記録したハンガリー株はロシア危機の影響をまともに受け、10億ドルを超える外人投資家の投資引き揚げで、8,000の大台を超えていた株価指数は一時、4,000を割る水準にまで落ち込んだ。

表1. 中欧株式指数の動向（ローカル指数）

	ブダペスト BUX	ワルシャワ WIG	ブラハ PX50	ブラチスラバ SAX
1998年12月31日	6308	12737	394	94
1998年9月30日	4671	12239	360	101
1998年6月30日	7606	15729	467	108
1997年12月末	7735	14053	492	182
1996年12月末	4134	14342	540	178
過去3ヵ月の変動(%)	35.0%	4.1%	9.4%	-6.9%
過去6ヵ月の変動(%)	-17.1	-19.0	-15.6	-13.0
過去1年の変動(%)	-18.5	-9.4	-19.9	-48.4
過去2年の変動(%)	52.6	-11.2	-27.0	-47.2

(出所) NRI-E

ハンガリー、ポーランド  
は株価の回復過程に

ロシア関連企業および中欧経済へのロシア危機の影響が軽微であることが明らかになるにつれ、割安感の出たロシア関連株を中心に、ハンガリー株とポーランド株は買い戻され、年末にかけて株価の回復が顕著に見られた。この両国とも、1998年に続き、1999年も5%前後のGDP成長率が予想されることから、市場を取り巻くマクロ経済環境は悪くない。

チェコ市場は低迷続く

ハンガリーとポーランドに比べ、いま一つ元気のないのがチェコ経済である。1998年のGDPはここ数年来初めてのマイナス成長(-2.0%程度)になったと推測される。本誌1998年6月号で分析した通り、チェコ経済はクーボン民営化で歪められたミクロ経済構造の改革・構造調整の時期に入っており、ここ1-2年は実体経済が停滞状態から脱するのは難しいと思われる。構造改革・調整が終わるまで、マクロ経済のダイナミックな成長は予想できず、資本市場の活性化も期待できない。

2. 為替動向

為替動向の読み方

表2は中欧3ヵ国の為替動向である。この表から明かなように、この4年間、ハンガリーとポーランドは継続して為替の名目平価を切り下げている。これはこの両国の為替政策の結果である。この両国の場合、年間の物価上昇率が高いことから、通貨投機を防ぐために、クローリング・ペッグ方式で、毎月一定率で通貨バスケットに対して名目平価を切り下げる政策を維持してきた。

一方、比較的物価上昇率が低いチェコは、為替投機に見舞われた1997年を除けば、ほぼ名目平価を維持するかあるいは切り上げており、為替切り上げ政策を政策基調としてきた。

対ドル実質平価に注目

表2から分かるように、消費者物価上昇率以上に対ドル為替平価が切り下げられた1997年を例外として、ほぼ毎年、対ドルの実質平価は切り上がってきた。つまり、1997年以外は為替の名目切り下げ率は物価上昇率より小さく、対ドル平価が実質的に切り上がる傾向が一般的に観察できる。



特に、チェコの1995、1998年の場合、物価上昇率が8-9%の水準にあるにもかかわらず、逆に名目平価が切り上げられている。単純化のために、消費者物価上昇率と名目切り下げ率の差で実質平価が決まると考えれば、この両年の対ドル平価の実質切り上げ率はそれぞれ14%、24%ときわめて大幅になっている。

表2. 中欧通貨の対ドル変動率

	ハンガリー・フォリント (HUF)			ポーランド・ズロチ (PLN)			チェコ・コ罗纳 (CZK)		
	市場平価	年間変動率	物価上昇率	市場平価	年間変動率	物価上昇率	市場平価	年間変動率	物価上昇率
1998年12月30日	215	-5.12%	12.0%	3.49	-0.86%	10.0%	29.90	15.95%	8.0%
1997年12月31日	204	-20.59	18.3	3.52	-18.85	14.9	34.67	-21.47	8.5
1996年12月31日	162	-15.43	23.6	2.86	-13.77	19.9	27.23	-2.11	8.8
1995年12月31日	137	-17.18	28.2	2.47	-1.20	27.8	26.65	4.59	9.1

(注) 物価上昇率は年間消費者物価上昇率。1998年は推定値。

(出所) NRI-E

### 実質切り上げは持続

対ドル実質平価の切り上げ傾向は中欧3国に長期的に観察できる現象である。なぜなら、市場経済化が完成していない中欧の経済力は過小評価されており、それが通貨の過小評価をもたらしていると考えられるからである。市場経済化の進行は通貨の実質切り上げとなって現れ、そのプロセスが持続することでEU諸国へのキャッチアップが早まると考えられる。

他方、実質平価の急激な切り上げは、通貨投機の誘因ともなる。1997年のチェコ通貨危機は年率で10%をはるかに超える通貨の大幅な切り上げが続いたことが原因であった。これは実体経済の成長に見合った為替政策の採用の重要性を教えている。

### 3. ドル換算GDPは急上昇

#### ドル換算GDP

本誌1998年1月号で分析した通り、ドル換算GDPの成長率は実質成長率に、対ドル平価の実質切り上げ率を加えたものとして計算できる。この公式に従えば、表2に見られるように、1998年の対ドル平価の実質切り上げ率が中欧3国とも10%を超える水準に達しており、とくにチェコの場合は20%を超えたと推定される。

#### 為替は過小評価

中欧通貨は依然として過小評価状態にあると考えられ、通貨の長期的な実質切り上げ傾向は持続するものと考えられる。それを証明しているのが購買力平価である。いくつかの国際機関や研究機関が独自に購買力平価の計算を行っているが、複雑な公式を使うことなく生活実感的な購買力平価を計算するものとして、Big Mac購買力平価がある。この指標でも、中欧通貨の過小評価が確認できる。

#### Big Mac GDP

Big Mac購買力平価で市場平価GDPを修正すると、Big Mac GDPが得られる。それを計算したものが表3である。各種の国際機関の中欧諸国の購買力平価計算ではチェコの通貨の過小評価率ももっとも大きく、したがって購買力平価GDPもチェコが最も高くなる傾向が見られる。他方、Big Mac購買力平価ではそれとは異なる結果が得られる。(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

表3. Big Mac購買力平価と為替評価率

	Big Mac 価格		対ドル市場平価 1998.12.14	Big Mac 対ドル為替評価率		1998年1人当たりGDP	
	現地通貨	ドル換算		対ドルPPP	過少(-)/過大(+)	市場平価	Big Mac GDP
ハンガリー	286 フォリント	1.31 ドル	218.03	108.6	-50.19%	4,900 ドル	9,800 ドル
ポーランド	5.30 ズロチ	1.53 ドル	3.46	2.01	-41.91	3,900 ドル	6,700 ドル
チェコ	55.57 コ罗纳	1.85 ドル	30.04	21.13	-29.66	6,000 ドル	8,500 ドル

(注) 1998年12月14日のBig Mac 価格が基準。アメリカの価格は2.63ドル、ドルの市場平価は国立銀行の中心。Economist誌採用の平価と厳密には一致しない。本表の現地通貨価格はEconomist誌のドル価格より中心平価を使って逆算したもの。1998年の1人当たり市場平価GDPは予測で、これをBig Mac pppで換算したものが、Big Mac GDP(概算)。

(出所) Economist, Dec. 19th, 1998-Jan. 1st, 1999のデータよりNRI-E作成

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。

## 中欧株式市場

### 【チェコ経済・企業収益】

	97(実)	98(推)	99(予)
EPS (%)	-455.2	-55.0	+11.2
PER (倍)	19.7	22.4	18.8
実質GDP (%)	1.0	-2.3	0.5
鉱工業生産 (%)	4.5	1.8	3.0
固定資本形成 (%)	-4.9	-4.0	2.0
個人消費 (%)	1.6	-1.0	1.5
消費者物価 (%)	8.4	10.7	6.8
失業率 (%)	5.2	7.5	8.2
経常収支 (%*)	-6.0	-2.0	-3.6
貿易収支 (%*)	-8.9	-4.3	-5.2
財政収支 (%*)	-1.0	-1.5	-2.4

### 【ハンガリー経済・企業収益】

	97(実)	98(推)	99(予)
EPS (%)	-66.3	+39.3	+25.2
PER (倍)	14.7	16.5	13.0
実質GDP (%)	4.4	5.2	4.0
鉱工業生産 (%)	10.8	12.9	8.7
固定資本形成 (%)	8.3	10.0	8.0
個人消費 (%)	0.9	3.0	3.5
消費者物価 (%)	18.3	14.2	10.0
失業率 (%)	10.4	9.1	9.5
経常収支 (%*)	-2.2	-4.0	-4.7
貿易収支 (%*)	-3.9	-4.3	-5.0
財政収支 (%*)	-4.1	-4.7	-4.5

### 【ポーランド経済・企業収益】

	97(実)	98(推)	99(予)
EPS (%)	+45.0	+23.7	+16.1
PER (倍)	12.8	14.7	10.4
実質GDP (%)	6.9	5.2	4.5
鉱工業生産 (%)	14.2	5.0	4.5
固定資本形成 (%)	20.0	13.5	12.5
小売売上高 (%)	8.6	11.5	7.5
消費者物価 (%)	15.9	11.5	8.0
失業率 (%)	10.5	10.0	9.5
経常収支 (%*)	-3.2	-4.2	-5.1
貿易収支 (%*)	-8.2	-0.9	-9.8
財政収支 (%*)	-1.6	-1.2	-0.5

(注) \* : 対GDP比  
(出所) 野村インターナショナル

### 【チェコ株式市場】

弱気。12月には政府が経営困難に陥っている大企業に対する、債務保証、国営銀行の貸付と株式の交換を含む救済策を発表。98年1~9月期連結赤字12億コルナを発表したCKDホールディング(エンジニアリング)が救済策のたたき台となる見通し。この救済策もあり、株式市場は小康状態を維持したが、99年は国内景気の後退で企業業績の悪化が見込まれ、銀行も資産内容がさらに悪化する可能性が高いなどから、市場が底を打つ見通しが立たない。従って、個別に、景気後退の影響を受け難い通信のSPT、キャッシュ・フローの潤沢な電力のCEZを推奨する以外は、当市場は弱気の投資スタンスを維持する。

### 【ハンガリー株式市場】

強気。12月はMOL(石油・ガス)がチュニジアで原油の生産を開始したこと、LPG市場のシェア拡大を狙った広告キャンペーンを行ったことなど好材料が相次ぎ、市場の牽引役となった。99年は企業業績見通しも全体で前年比25%と中欧でトップとなっていることもあり、好パフォーマンスが期待される。敢えて言えば、外人投資家の投資比率が高いためNY市場の動向に左右され易いことが難点か。個別には、最近の株価上昇にもかかわらず、西欧の石油銘柄に比べ未だ割安感が残るMOL、10%を超える料金引き上げの恩恵を受ける通信のマタブ、業績改善が期待され、割安なギデオ・リヒター(薬品)を推奨する。

### 【ポーランド株式市場】

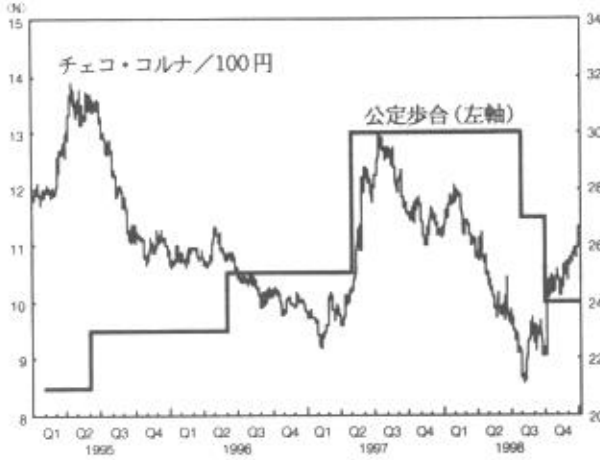
強気。12月は、エレクトリム(電機・通信)が移動体通信子会社の6.5%を市場価格を無視した低価格で売却するオプションが行使されそうになり、経営陣の退任問題に発展、市場の足を引っ張った。しかし、ポーランドは、99年は減速が予想されるとはいえ、経済見通しも良好。最近では、ムーディーズが行革の進展を評価し、ロシア危機の傷も浅く済むと述べ、フィッチIBC Aが長期債及び現地通貨建て短期債の格付けを引き上げるなど国際的な評価も高まっている。今後は利下げ期待と押し目買いが市場を支える展開となろう。個別には、業界再編の恩恵を受けるエクスパッド(建設)、年金制度改革の恩恵が期待される、金融業界向け情報テクノロジーのソフトバンクなどに注目。

(野村インターナショナル マーティン・ゴルナー/杉野由枝)

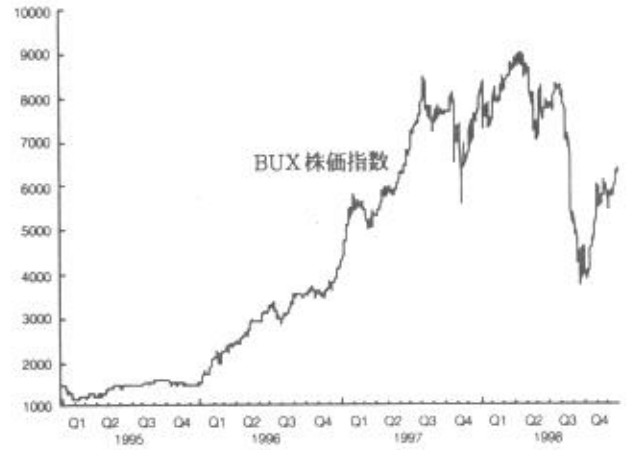
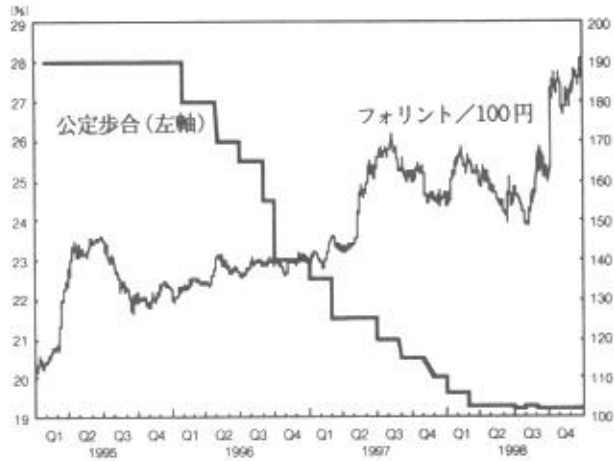


## 中欧3カ国の投資環境

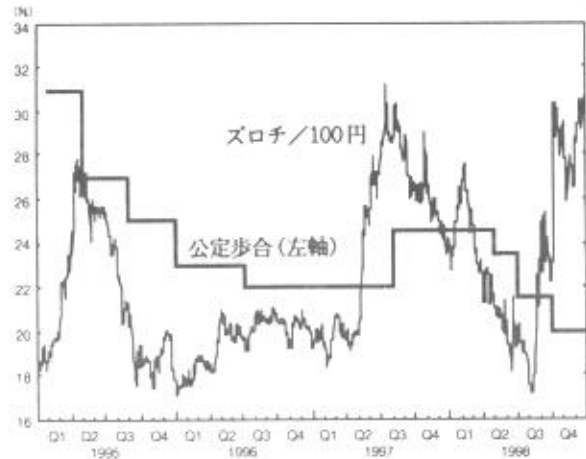
### 【チェコ】



### 【ハンガリー】



### 【ポーランド】



(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。