

中・東欧情勢

ポーランドの直接投資の現状とデータの信頼性

1. 好調な投資流入

年間50億ドルを超える  
直接投資

昨年来、ポーランドへの直接投資が急増している。1998年は約60億ドル強の投資を受け入れ、今年もほぼ同水準の投資が見込まれる。これはチェコやハンガリーへの直接投資額の約2.5倍である。もっとも、ポーランドの人口はチェコやハンガリーのほぼ3.8倍だから、国民1人当たりの直接投資額で見ると、依然として、ハンガリーへの投資額は大きい。

銀行民営化が源泉

1998年の直接投資の中核は、銀行民営化、ロシアとのパイプライン建設、ドイツ流通業界による新規投資に関連したものであった。1999年上半期は、引き続き銀行民営化関連の投資が主流を占め、それにUPC (United Pan-Europe Communication) の11億ドルの投資が目立っている。

投資額上位20社

図表1は今年6月30日現在の投資額上位20社のランキングである。1位と2位はともに国営自動車会社を買収したフィアットと大宇が占め、銀行・保険・投資ファンドなど金融関連企業は7社が顔を出している。

図表1. 対ポーランド直接投資上位20社 (1999年6月30日現在)

	企業名	国籍	産業分野	投資額		企業名	国籍	産業分野	投資額
1	Fiat	イタリア	自動車	14.1 億ドル	11	Adam Opel	ドイツ	自動車	5.0 億ドル
2	Daewoo	韓国	自動車	13.6	12	ING Group	オランダ	銀行・保険	4.7
3	UPC	オランダ	メディア	11.5	13	IPC	アメリカ	パルプ	4.7
4	Gazprom	ロシア	建設	11.1	14	Reemtsma	ドイツ	たばこ	4.2
5	UniCredito	イタリア	銀行	10.5	15	Commerzbank	ドイツ	銀行	4.1
6	HypoVereinsbank	ドイツ	銀行	10.0	16	Philip Morris	アメリカ	たばこ	3.7
7	Allied Irish Bank	アイルランド	銀行	7.5	17	Coca-Cola	イギリス	飲料	3.6
8	EBRD	多国籍	銀行	7.0	18	ABB	多国籍	機械・設備	3.4
9	Metro AG	ドイツ	流通	6.0	19	Harbin	オランダ	食品加工	3.3
10	Enterprise Fund	アメリカ	ベンチャー	5.1	20	Saint-Gobain	フランス	ガラス	3.2

(出所) PAIZ.

国別投資額

図表2は同じく6月30日現在の国別投資額ランキングである。ドイツが総額60億ドルでトップ、次いでアメリカが続く。フィアットの投資で、イタリアが3位に付けている。オランダ、フランス、イギリスは地理的に近接していることから説明されよう。アジアからは、大宇を除けば、日本は11案件、総額2億330万ドルで、全体で19位とプレゼンスは大きくない。

図表2. 対ポーランド直接投資国ランキング (1999年6月30日現在)

	国名	投資総額		国名	投資総額		国名	投資総額		国名	投資総額
1	ドイツ	60.7 億ドル	6	イギリス	19.9 億ドル	11	オーストリア	7.7 億ドル	16	ポルトガル	2.9 億ドル
2	アメリカ	50.1	7	多国籍	18.9	12	スウェーデン	7.4	17	ベルギー	2.8
3	イタリア	31.5	8	韓国	14.5	13	スイス	6.0	18	カナダ	2.4
4	オランダ	30.8	9	ロシア	11.1	14	デンマーク	5.1	19	日本	2.3
5	フランス	25.6	10	アイルランド	8.1	15	ノルウェー	4.5	20	フィンランド	2.0

(出所) PAIZ.

2. 直接投資データの信頼性

二つの投資データが  
存在

ポーランドの直接投資データをめぐっては、かなり以前からその信頼性が疑問視されている。それは、ポーランド国立銀行が公表している国際収支データに基く直接投資

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。



額と、ポーランド投資促進庁 (PAIZ) が公表する直接投資データに、大きな乖離が存在するからである。

昨年データで見ると、国立銀行によると62億ドルが記録されているが、PAIZのニューズレターは100億ドルと公表しており、また国立銀行が今年7月まで26億ドルの直接投資を記録しているのに対し、PAIZは上半期だけで50億ドル以上と公表しており、PAIZのデータはここ2年間、国立銀行のほぼ2倍近い数値になっている。

PAIZは350億ドル  
国立銀行は200億ドル

PAIZのニューズレターによれば、昨年1年間の100億ドルの流入で、1998年末の直接投資残高が300億ドル、今年上半期の50億ドルの流入で、今年6月末の投資残高は350億ドルと公表している。他方、国立銀行のデータから計算する限り、昨年末の残高は200億ドルに満たず、今年の流入額を含めて、ようやく200億ドルを超す水準に達する。これはほぼハンガリーの投資残高と同じ水準である。

### 乖離の原因

国立銀行は実際の資金流入を記録し、それに基づいて国際収支表の直接投資データを集計している。他方、PAIZは企業に対するアンケートを基礎にデータ収集を行っており、統計データの集計方法が異なる。チェコもハンガリーも、直接投資データは国立銀行が作成する国際収支表に基づいており、投資促進機関は独自に集計作業を行っていない。企業アンケート調査の場合、実際に投資した既投資額と将来の投資計画が厳密に区分されずに報告されたり、投資額の二重三重の重複計算が生じ、これがPAIZの数値を大きくしているのではないかと推測される。

### 投資予定額を算入

PAIZが今年上半期に流入したと公表している50億ドルの投資のうち、11億ドルの投資として記録されているUPCの投資は、6月時点ではまだアナウンスされただけで、買収対象企業の株の公開買付け期限は8月初旬に設定されており、実際の資金流入は上半期に生じていない。こうした事例の存在が、二つの機関の公表データの違いとなって現れていると考えられる。

### 今年上半期の主な投資

図表3は上半期の主な投資をリストアップしたものである。UPCを除けば、銀行民営化に伴う投資が大半を占めている。今年下半期も、引き続き民営化関連の投資が期待されている。

図表3. 1999年上半期対ポーランド直接投資上位5社

	企業名	国籍	産業分野	投資額
1	UPC	オランダ	メディア	11.5億ドル
2	UniCredito Italiano	イタリア	銀行	10.6
3	Allied Irish Bank	アイルランド	銀行	5.8
4	HypoVereinsbank	ドイツ	銀行	2.8
5	Deutsche Bank	ドイツ	銀行	1.4

(出所) PAIZ.

### アナウンスメント効果を重視するPAIZ

もともとPAIZは統計機関ではなく、投資促進のために設立された機関であり、その性格上、企業誘致・投資促進を目的とする。従って、データの正確性は第一義的な目的ではなく、あくまで投資促進に役立つ情報の提供を主たる目的としている。それゆえポーランドへの投資が加速化していることを情報として提供すれば、その目的は達成される。PAIZ責任者への現地の新聞インタビューから知る限り、PAIZは日本からの投資も重視しており、消極的な日本の投資家にポーランドが直接投資ブームになっていることをメッセージとして発信することが、その広報活動の重要な目的の一つだと考えているようだ。

(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】

	98(実)	99(予)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+43.5	+17.5	+15.5	14.9
PER(倍)**	-	24.5	20.9	17.1
実質GDP(%)	-2.3	-0.8	1.5	2.5
鉱工業生産(%)	1.6	-2.0	2.0	2.5
固定資本形成(%)	-3.7	-2.5	2.0	2.5
個人消費(%)	-2.4	1.2	3.0	3.0
消費者物価(%)	6.8	3.0	4.0	3.5
失業率(%)	7.5	9.2	8.5	8.0
経常収支(%*)	-1.9	-1.5	-2.3	-2.4
貿易収支(%*)	-4.6	-4.2	-4.7	-3.9
財政収支(%*)	-1.6	-2.7	-3.4	-3.5

### 【チェコ株式市場】

弱気。9月には、問題を抱えるセスカ・スポリテルナとコメルチの2大銀行の入札が開始されたほか、ロシアのルクオイルが民営化予定のユニベトロール、特に、事業分割された場合のケモベトロール株式取得の希望を表明。間もなく、赤字経営の民営化会社の国有化リストが発表される見込み。国内外の需要拡大を背景に、第2四半期GDP成長率は前年同期比で0.3%増と、ほぼ2年振りでプラスに転じた。99年のGDPは約0.8%のマイナス成長となる見込み。コロナ高を受けて、10月にレボ金利は25b.p.引き下げられて5.75%となったが、更なる金融緩和はインフレ再燃につながるため、これが当面の短期金利の底となる見込み。推奨銘柄は、需要拡大で長期的な業績見通しも良好であるほか、通信事業への多角化で魅力が高くなっている電力のCEZなど。

### 【ハンガリー経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+54.1	+22.0	+24.1	+9.9
PER(倍)**	-	14.6	11.7	10.7
実質GDP(%)	5.1	4.0	4.6	5.0
鉱工業生産(%)	12.9	8.0	9.0	10.0
固定資本形成(%)	11.4	8.0	9.0	9.5
個人消費(%)	8.3	5.0	5.5	7.0
消費者物価(%)	10.3	11.2	8.5	7.0
失業率(%)	9.1	9.2	9.0	8.8
経常収支(%*)	-4.8	-4.8	-4.4	-4.3
貿易収支(%*)	-4.9	-5.1	-4.5	-4.3
財政収支(%*)	-5.4	-3.5	-3.0	-2.8

### 【ハンガリー株式市場】

中立。99年GDP成長率は4%に達する見込みで、CPIは年末までに11%を超える可能性が高い。株式市場では、MOLが19.6%のTVK株式を取得し市場を賑わせた。これは、MOLの主要製品であるナフサのユーザー確保、並びにクロアチアINAの合併交渉での立場の強化を目指したものと見られているが、総じて悪材料と解された。インフレ率抑制のために、政府が、公共料金の引き下げを検討しているとのニュースも加わり、MOL株価は急落した。推奨銘柄は、ロシア及び欧州後発品市場での地位強化が期待されるゲデオ・リヒター、ファンダメンタルズが良好で、且つ、MOLの株式取得でM&Aの魅力も加わった化学のTVKなど。

### 【ポーランド経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	-15.8	+34.5	+22.5	+12.3
PER(倍)**	-	23.2	18.3	16.6
実質GDP(%)	4.8	3.7	5.3	5.0
鉱工業生産(%)	5.6	5.0	7.0	6.5
固定資本形成(%)	15.0	10.0	20.0	22.0
小売売上高(%)	13.1	18.0	11.5	10.0
消費者物価(%)	8.6	7.9	6.2	5.5
失業率(%)	10.4	11.5	9.5	9.0
経常収支(%*)	-4.6	-6.5	-5.5	-5.0
貿易収支(%*)	-9.2	-9.2	-8.8	-8.7
財政収支(%*)	-2.5	-2.2	-2.1	-1.8

### 【ポーランド株式市場】

強気。第2四半期のGDP成長率は前年同期比3%となり、99年通年では3.5~4.0%、2000年は5~5.5%への大幅な回復が見込まれる。原油価格や食品価格の上昇を受けて、CPIは政府ターゲットの7.8%を超える可能性があり、年内での利上げの可能性は30%前後あるが、2000年半ばまでには金融緩和の方向に向かおう。株式市場では、NCCによるエクスパットのTOBの観測が後退しているのを始めとして建設セクターでの業界再編の動きは滞っているが、保険セクターでは民営化及び業界再編の動きが活性化しており、引き続き、投資家の注目を集めよう。個別銘柄では、代表的な建設会社のエクスパット、合併により中欧最大の投資銀行となったBH-BRE銀行を推奨する。

(注) \* : 対GDP比。 \*\* : 赤字となった企業を除く。  
(出所) 野村インターナショナル

(野村インターナショナル フランシス・クラウト / 則子ホール)

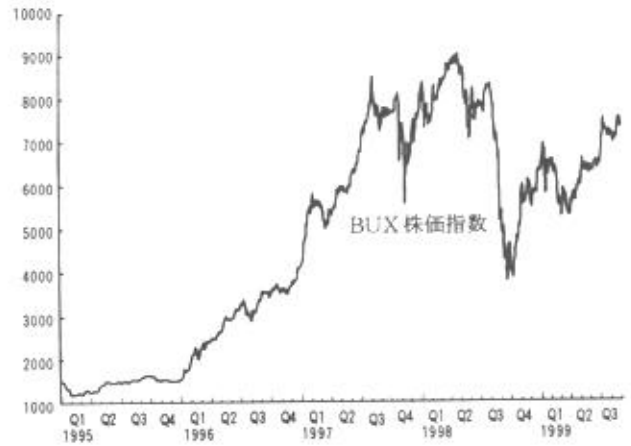
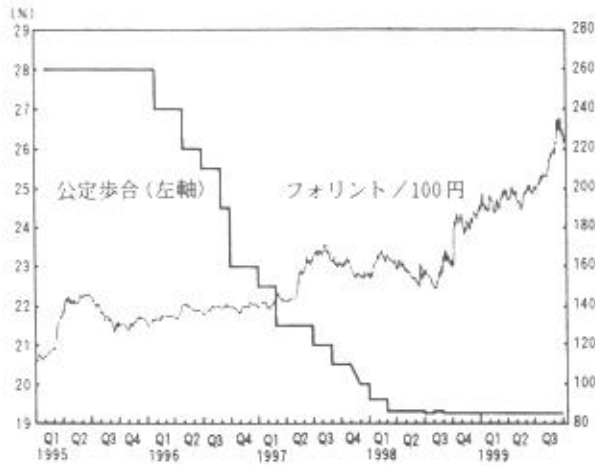


## 中欧3カ国の投資環境

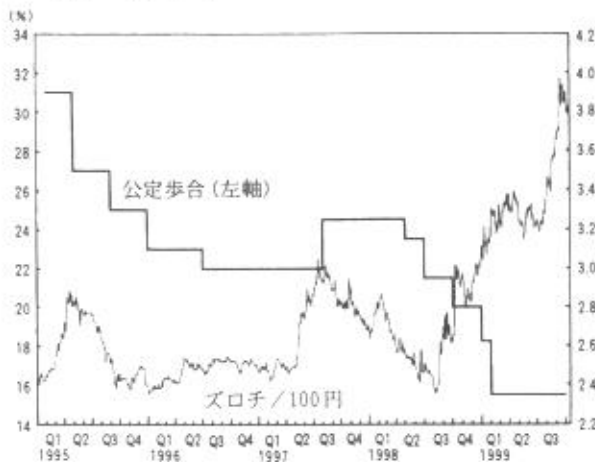
### 【チェコ】



### 【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。