

中・東欧情勢

体制転換国への直接投資の歴史的検証

1. 1990年代前半

ハンガリーが主導

体制転換直後の時期において、外資に対してもっとも友好的なハンガリーが、中欧に流入した直接投資の過半近くを受け入れた。当時、ポーランドは債務繰り延べ交渉中で、外国企業にとっても模様眺めの時期であった。さらにポーランド側の外資に対する姿勢も好意的ではなかった。また、チェコスロバキア政府は外資導入に対して消極的であった。こうした事情の中で、市場経済化が進むハンガリーが、中欧の直接投資の拠点と化した。

絶対額は小さい

しかし、この時期は、まだ中欧の経済的重要性が明確に認識されていなかったこともあり、流入した直接投資額そのものは大きくなく、中欧で1990-95年の6年間におよそ250億ドル程度の投資を受け入れたにすぎない。進出する外国企業にとっても、手始めの試験的な投資という意味合いが強かった時期である。

投資実績と予想

図表1はThe Economist誌の投資実績と直接投資の予想である(1996年春)。

図表1. 1990年代前半期の直接投資動向と将来予想 (単位: 100万ドル, %)

	1994年	1995年	1990-1995年	構成比 (域内, %)	1996-2000年予想 (構成比, %)
ハンガリー	1,146	4,400	11,200	31.38 (44.29)	12,968 (13.07)
ポーランド	1,875	2,500	7,148	20.03 (28.26)	21,969 (22.15)
チェコ	878	2,500	5,666	15.87 (22.40)	15,466 (15.59)
スロバキア	187	200	775	2.17 (3.06)	2,150 (2.17)
スロベニア	87	150	501	1.40 (1.98)	3,052 (3.08)
中欧合計	4,173	9,750	25,290	70.85 (100.00)	55,605 (56.06)
アルバニア	53	75	205	0.57 (11.08)	583 (0.59)
ブルガリア	105	150	412	1.15 (22.27)	1,428 (1.44)
ルーマニア	340	400	933	2.61 (50.43)	4,017 (4.05)
旧ユーゴ	120	100	300	0.84 (16.22)	2,210 (2.23)
中欧・バルカン合計	4,791	10,475	27,140	76.03 (100.00)	63,847 (64.37)
バルト3国	430	400	1,280	3.59 (14.96)	1,890 (1.91)
ロシア	1,000	2,000	4,400	12.33 (51.44)	26,960 (27.18)
ウクライナ	91	113	574	1.61 (6.71)	1,400 (1.41)
その他CIS	640	800	2,300	6.44 (28.89)	5,085 (5.13)
旧ソ連・東欧合計	6,952	13,788	35,694	100.00 (100.00)	99,186 (100.00)

(注) 旧ユーゴはスロベニアを除く。

(出所) Economic Intelligence Unit (1996年4月)よりNRI-E作成。

The Economist予想

その主な内容は、次のようであった。

- (1) 旧ソ連・東欧に今後5年間に流れ込む直接投資は、ほぼ1,000億ドルである。
- (2) 同時期の5年間に、ポーランドとロシアがそれぞれ200億ドルを超える投資を受け入れ、これら両国が直接投資を主導する。
- (3) ロシアへの投資が急増する結果、中欧の相対的ウエイトは低下する。
- (4) 中欧内でハンガリーのウエイトは急減し、チェコのウエイトが上昇する。

2. 1990年代後半

外資政策の転換

ハンガリーへの外資集中で目を覚ましたポーランドとチェコは、外資導入に積極的な対応をとるようになった。それぞれPAIZとCzechInvestという政府の投資誘致組織を

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。



設立し、外資の導入を最重要課題の一つに掲げるほどになったし、大規模投資には特別な優遇措置も与えるという柔軟な姿勢を取るようになった。

ポーランドが主導

ちょうどハンガリーの民営化が一段落したこともあり、大きな国内市場をもつポーランドへ投資が向かい、1990年代後半期の直接投資はポーランドが主導することになった。この点では、The Economistの予想は的確であった。

ロシアへの投資は停滞

他方、ロシアへの直接投資は停滞したままで、The Economistの予想は完全に外れた。また、ハンガリーの相対的ウエイトが下がったが、チェコがハンガリーを肉薄するところまではいかなかった。パウチャー方式の民営化の混乱が、再民営化(真の民営化)を遅らせている結果である。

図表 2. 1990年代後半期における直接投資の動向 (単位: 100万ドル、%)

	1996年	1997年	1998年	1999年	1996-1999年 (域内構成比、%)	1990-1999年 (構成比、%)
ハンガリー	2,000	1,700	1,500	1,600	6,800 (18.57)	18,000 (16.60)
ポーランド	2,800	3,000	6,600	6,500	18,900 (51.62)	26,048 (24.03)
チェコ	1,400	1,300	2,500	3,500	8,700 (23.76)	14,366 (13.25)
スロバキア	251	177	508	500	1,436 (3.92)	2,211 (2.04)
スロベニア	178	295	154	150	777 (2.12)	1,278 (1.18)
中欧合計	6,629	6,472	11,262	12,250	36,613 (100.00)	61,903 (57.10)
アルバニア	97	42	45	43	227 (2.23)	432 (0.40)
ブルガリア	100	497	401	700	1,698 (16.70)	2,110 (1.95)
ルーマニア	263	1,224	2,040	1,345	4,872 (47.91)	5,805 (5.35)
旧ユーゴ	535	868	1,129	840	3,372 (33.16)	3,672 (3.39)
中欧・バルカン合計	7,624	9,103	14,877	151,178	46,782 (100.00)	73,927 (68.19)
バルト3国	639	973	1,716	900	4,228 (16.30)	5,508 (5.08)
ロシア	1,700	3,800	1,200	3,500	10,200 (39.32)	14,600 (13.47)
ウクライナ	500	600	700	600	2,400 (9.25)	2,974 (2.74)
その他CIS	1,971	2,507	2,543	2,089	9,110 (35.12)	11,410 (10.52)
旧ソ連・東欧合計	12,434	16,983	21,036	158,267	72,720 (100.00)	108,414 (100.00)

(注) 直接投資データは国際収支表の純額。「1996-1999年」の欄は、投資合計の実数が累積数値で、構成比は域内構成比。最終欄の各合計値も累積数値で、構成比は旧ソ連・東欧全体に占める構成比。旧ユーゴはスロベニアを除く。

(出所) EBRD, Transition Report 1999, London 1999所収データより、NRI-E作成。

投資は倍増

1990年代後半に流入した直接投資は、96-99年の4年間の実績で、すでに90-95年の6年間の実績の倍増を記録しており、直接投資の流入が加速していることが観察される。依然として、投資を主導するのは旧ソ連ではなく、中欧で、この10年に流入した直接投資の過半数を受け入れている。

ロシア不振の原因

ロシアへの直接投資が進まない理由はいろいろ挙げられるが、政治・経済の不安定という一般的要因よりも、外資・外国企業に対する政府や国民の不信感が、外資流入への様々な障害になっている。ロシア政府は口では外資歓迎というが、外資を受け入れる制度的な準備や支援がない同国へ、大量の投資を期待することはできない。直接投資に対する基本認識の転換がなければ、ロシアへの投資は停滞したままであろう。

中欧への投資は加速

これに対し、中欧への投資期待は強い。この10年で投資を主導してきたのはヨーロッパに市場戦略をもつ多国籍企業だが、今後はこれまで様子見だった欧米の中小企業の進出や、日本企業の進出も予想される。特に、EU加盟を控えた中欧は中・長期にわたって、有力な直接投資対象国になることが予想される。

(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】

	99	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+83.5	+32.0	+185.1
PER(倍)**	32.9	32.4	18.9
実質GDP(%)	-0.2	1.8	2.5
鉱工業生産(%)	-3.1	2.0	2.5
固定資本形成(%)	-5.5	2.0	2.5
個人消費(%)	1.4	3.0	3.0
消費者物価(%)	2.5	5.0	3.5
失業率(%)	9.4	8.5	8.0
経常収支(%*)	-2.0	-2.5	-2.6
貿易収支(%*)	-3.8	-5.0	-4.6
財政収支(%*)	-1.6	-2.3	-3.5

【ハンガリー経済・企業収益】

	99	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+18.6	+25.4	-4.0
PER(倍)**	20.4	16.9	19.4
実質GDP(%)	4.5	5.3	5.5
鉱工業生産(%)	12.7	13.5	11.5
固定資本形成(%)	6.6	10.0	9.5
個人消費(%)	4.6	5.5	6.0
消費者物価(%)	11.2	7.5	6.5
失業率(%)	9.6	9.0	8.8
経常収支(%*)	-4.2	-3.9	-4.0
貿易収支(%*)	-4.4	-4.3	-4.6
財政収支(%*)	-3.0	-3.3	-2.7

【ポーランド経済・企業収益】

	99	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+45.2	+67.7	+13.9
PER(倍)**	42.3	24.7	22.4
実質GDP(%)	4.1	5.5	6.0
鉱工業生産(%)	4.4	7.5	7.5
固定資本形成(%)	8.0	15.0	18.0
個人消費(%)	5.0	5.8	6.5
消費者物価(%)	9.8	6.8	6.0
失業率(%)	13.0	12.5	11.8
経常収支(%*)	-7.5	-7.3	-6.7
貿易収支(%*)	-9.4	-8.4	-7.7
財政収支(%*)	-2.1	-2.2	-2.5

(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

【チェコ株式市場】

中立。鉱工業生産及び生産性が大きく改善しているほか、インフレ率も低位安定している。今後も、企業リストラや銀行改革、海外直接投資拡大などの効果の顕在化により、回復基調の継続が見込まれる。但し、予想を下回る法人税徴収や赤字経営の銀行/企業への建て直し資金注入などで財政赤字は急速に拡大、大蔵省は2000年の対GDP比の予想を1月時点の3.5%から6.5%へ修正した。株式市場では、電力・通信セクターの民営化計画が大きく注目され、他の中欧市場をアウトパフォームした。推奨銘柄は、最近の株価下落で割安感が高まっている通信のセスケ・ラジオコムカス、99年決算で大幅増益増配を発表し、高利回りが魅力的なタバコ製造販売のタバクなど。

【ハンガリー株式市場】

強気。EU経済拡大がハンガリーの輸出及び鉱工業生産の拡大に寄与しており、2000年のGDP成長率は5.5%を上回る可能性が高い。経常赤字は減少基調を続けており、2000年の対GDP比は約4%に低下する見込みである。但し、ユーロ安によりインフレ改善基調にやや陰りが出ており、2000年平均の消費者物価指数は前年比プラス8.5~9.0%となると予想される。ナスダックの大幅続落でインターネットの通信のマトブが急落したことで、4月の株式市場は大幅下落となった。ホラタイルなナスダックの影響下にはあるものの、マトブはインターネット強化戦略を持つ中欧通信セクターの最優良銘柄で、引き続きコア銘柄として推奨する。その他では、PVCの価格上昇を背景に更なる利益成長が見込まれる化学のポーソドケムなどを推奨。

【ポーランド株式市場】

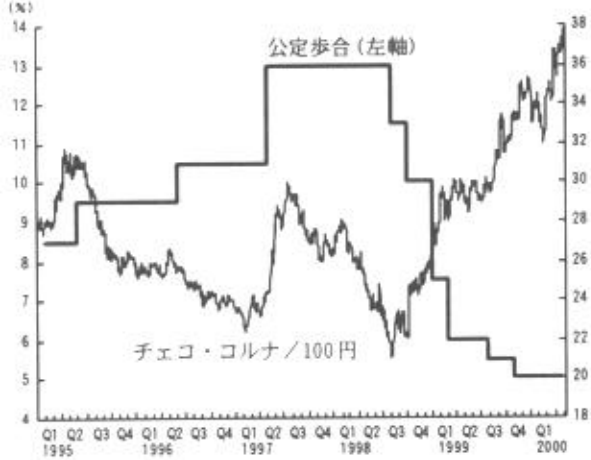
強気。輸出は引き続き低迷しているが、強い内需に支えられて、2000年のGDP成長率は5.0~5.5%となると予想される。インフレ上昇率は鈍化しているものの、年内の利下げを許容するほどの改善は見込まれない。経常赤字問題が継続しているほか、スロチ安も大きな懸念材料となっている。4月の株式市場は、ナスダック急落を背景としたTMT銘柄の下落やマクロ経済面での悪材料を受けて落ち込んだ。Q1決算シーズンで一部銘柄に好材料が提供されようが、当面、市場全体では低迷が予想される。個別銘柄では、流動性にやや欠けるが、割安に放置されている業績見通し良好なWBK銀行、戦略パートナーへの良好な売却株価が株価を下支えする通信のTPSA、業績改善ホテルの大きなホテルのオーヴィスなどを推奨する。

(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)

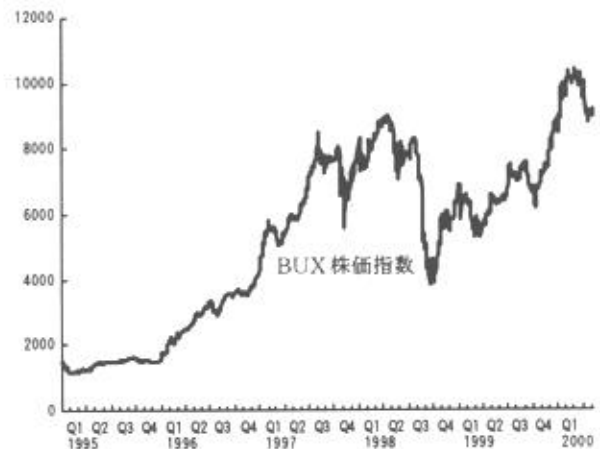
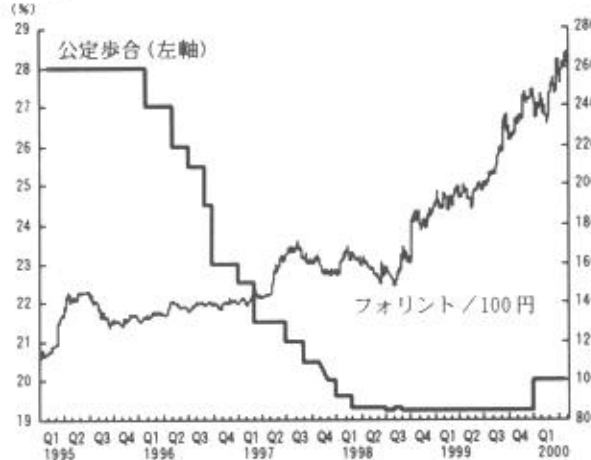


中欧3カ国の投資環境

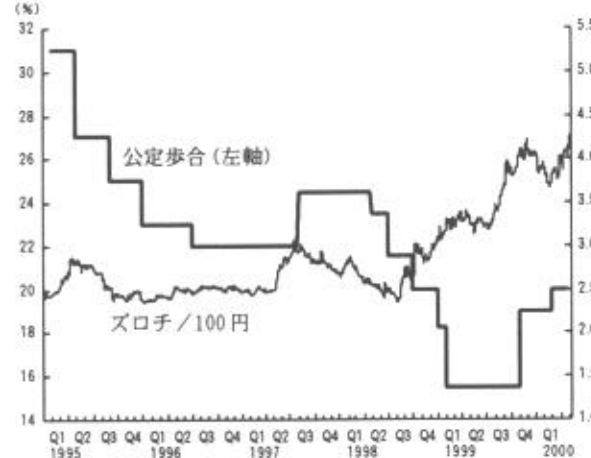
【チェコ】



【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。