

中・東欧情勢

岐路に立つポーランド経済

1. 連立政権の崩壊

現政権の性格

1997年秋の総選挙以後、ポーランドは急進的な市場経済派バルセロヴィッツ率いる少数与党（自由同盟、UW）と、多数与党で保守的な連帯選挙運動（AWS）が連立政権を構成していた。本来、この二つの政党は基本経済政策で一致するところは少ない。自由同盟は財政・金融規律の維持を軸とするのに対し、連帯選挙運動は社会政策への財政支出増を公約に掲げて第一党の位置を獲得しているからである。

同床異夢の連立政権

前政権を担った民主左翼連合を中心とする政権を回避する目的から、この二つの政党の連立政権が樹立されたが、もともと経済政策に関する限り共通点は少なく、政権の存続可能性は常に話題になっていた。ほぼ3年弱を経過したこの6月、最終的に連立政権から自由同盟が離脱することになり、ポーランドは単独少数政権へと不安定な政治状況を迎えることになった。

対立の背景

ポーランド経済はここ数年、国内消費の急増が高いGDP成長率を牽引し、他方で直接投資ブームが経済の活況を後押しするという構造になっている。個人消費の増加は消費財輸入を急増させ、さらに直接投資が資本財輸入を急増させるという輸入依存型成長の典型モデルになっている。

こうしたポーランド経済の活況を、「ポーランド経済の大きな成功（great success）」と賞賛する経済学者もいるが、輸入の急増が経常収支の大幅な赤字を記録し、1999年の経常収支赤字の対GDP比は8%の高い水準となった。政府は国内消費の抑制と財政緊縮政策を採用せざるを得ない状況に陥り、ここにきて二つの連立与党間の基本政策の違いが明瞭になった。

なぜなら、連帯選挙運動は今年末の大統領選挙および来年の総選挙を控え、支持基盤である労働組合から社会政策関連の支出増加の要求突き上げに直面しているからである。

自由同盟は責任回避

今年第1四半期の結果を見る限り、経常収支、インフレ率、財政収支のどれも、政府目標を守れる状況にない。かなり厳しい緊縮策でも今年度の政府目標公約を達成することは難しい。経済政策の責任者であるバルセロヴィッツは、こうした状況のなかで、緊縮政策の維持で共同歩調をとれないなら、早期に連立から離脱することが、来年の総選挙に有利と判断した。

政治的混乱の影響

少なくともこの10年の間、チェコやハンガリーと異なり、ポーランドは頻繁な政権交代を経験してきた。にもかかわらず、ポーランド経済は順調な回復と成長を遂げてきたことから、今回の連立政権の崩壊もそれほど経済の実体に影響しないという見方もある。

しかし、今回は逆に、経済問題の深刻化が連立政権の崩壊を引き起こしたと見るべきで、実体経済における危機的要因は、政権の変化のあるなしにかかわらず、存続し続けるので、楽観視は禁物である。

危機的要因への警鐘

今回の政変自体がポーランド経済や経済政策へ大きな影響を及ぼすというより、ポーランド経済が抱える基本的な脆弱性やその要因について、再認識させる契機になったと考えられる。その意味で、今回の政変はポーランド経済の今後の成長経路に警鐘を鳴らした出来事として受け止めるべきであり、新政権の経済政策と政策効果を慎重に見極める必要がある。

大統領選挙と総選挙を控えたポーランドは、経済の舵取りが非常に難しい時期にさしかかっている。



## 2. ポーランド経済の脆弱性

### GDP成長率が高いが

今年第一四半期のGDP成長率は6%と高い成長を見せており、一部学者が賞賛するようにポーランド経済の「大きな成功」が持続しているように見える。これは主として二つの要因にもとづいている。

一つは、昨年の第一四半期の成長率が1.9%とペースになる水準が低かったことによるものである。もう一つは、GDPの成長を牽引するのは、持続する国内消費の拡大である。特に銀行の個人向け貸出残高は、この1年間に、実に51.5% (実質で37%) の急増を見せており、個人消費がポーランド経済の活況を支えている。

### 増大する貿易赤字

個人消費の拡大による消費財輸入の増加と、直接投資の流入が引き起こす資本財輸入の増加が、貿易赤字を急増させている。1999年の貿易赤字は185億ドルで、今年度はそれ以上の赤字が予想される。1999年の経常収支の赤字は115億ドルと、1998年(68.6億ドル)の2倍近くに膨れ上がり、今年も昨年以上の赤字が見込まれる。

### 緊縮政策が消費を抑制

ポーランド政府は個人消費主導の成長経路を修正すべく、銀行利子率を高め誘導する政策を採用し、財政赤字を低い水準(対GDP比で1.5%)に抑える目標を設定してきた。しかし、物価上昇率は当初目標の5.7%をはるかに超える8%あるいはそれ以上の水準になることが予想され、財政から支出される年金やその他の所得が減価し、賃金上昇が抑制され、さらには銀行の貸出にブレーキがかかることから、個人消費ブームに制限がかかることは避けられない。さらに国内企業の停滞が国内雇用の増加を抑え、失業率は増加の傾向にあり、失業手当などの支出の増加が予想される。財政赤字の幅も当初目標を達成できないと予想される。

### 為替の動向に注意

今年4月より、ポーランド通貨ズロチは自由フロートへ移行した。このため、為替は政府管理から離れ、貿易収支や経常収支の動向に敏感な市場にさらされることになった。貿易・経常収支の赤字幅が大きいだけに、為替の変動幅が大きくなることは避けられないだろう。

### 楽観視は禁物

経常収支の赤字はかなりの程度、直接投資の流入によってカバーされるので、赤字がすぐに債務危機をもたらすことはない。しかし、ポーランドへの直接投資は、ハンガリーのように輸出型の投資でなく、輸入代替型の投資であるので、直接投資の流入が短期に輸出力の増強に結びつくことはない。

### 見通し

個人消費主導の成長は早晚、限界にぶつかざるを得ない。経済成長は次第に先細りになるだろう。頼りは直接投資である。輸入に依存する個人消費を、国内生産に依存する消費に変えていくことで、貿易収支が改善される。しかし、これらの効果が現れるまで、かなりの時間を要しよう。

(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

図表. ポーランド経済の主要経済指標

	1997	1998	1999	1999	2000
				第1四半期	
GDP成長率(%)	6.8	4.8	4.1	1.6	5.9
消費者物価上昇率(%)	14.9	11.8	7.3	6.1	10.3
財政収支(対GDP比、%)	-1.3	-2.4	-2.1	-	-
貿易収支(億ドル)	-166	-188	-185	-38	-42
経常収支(億ドル)	-43	-69	-116	-22	-36

(注) 1999年のデータおよび2000年四半期データは推定値。

(出所) ウィーン国際経済比較研究所データベースより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】

	99	2000 (予)	2001 (予)
EPS (%) **	+0.8	+41.0	+247.1
PER (倍) **	31.6	24.9	13.3
実質GDP (%)	-0.2	2.2	3.7
鉱工業生産 (%)	-3.1	3.3	4.0
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	-3.0	-2.5
貿易収支 (%*)	-3.8	-5.1	-4.5
財政収支 (%*)	-1.6	-3.5	-3.5

### 【ハンガリー経済・企業収益】

	99	2000 (予)	2001 (予)
EPS (%) **	+17.6	+30.3	-4.4
PER (倍) **	19.5	15.8	18.2
実質GDP (%)	4.5	5.7	5.5
鉱工業生産 (%)	12.7	15.0	11.5
固定資本形成 (%)	6.6	11.0	9.5
個人消費 (%)	4.6	5.5	6.0
消費者物価 (%)	11.2	7.5	6.0
失業率 (%)	9.6	6.2	6.0
経常収支 (%*)	-4.2	-3.8	-3.9
貿易収支 (%*)	-4.4	-4.4	-4.6
財政収支 (%*)	-3.0	-2.9	-2.7

### 【ポーランド経済・企業収益】

	99	2000 (予)	2001 (予)
EPS (%) **	+37.0	+73.8	+12.4
PER (倍) **	39.4	23.6	20.2
実質GDP (%)	4.1	5.5	5.8
鉱工業生産 (%)	4.4	7.5	7.3
固定資本形成 (%)	8.0	15.0	17.0
個人消費 (%)	5.0	5.8	6.4
消費者物価 (%)	9.8	7.3	6.2
失業率 (%)	13.0	12.5	12.0
経常収支 (%*)	-7.5	-7.4	-7.0
貿易収支 (%*)	-9.3	-8.7	-9.2
財政収支 (%*)	-2.0	-2.2	-2.0

(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】

強気。輸出及び企業投資(特に海外直接投資)の拡大を受けて第1四半期GDP成長率は前年同期比4.4%増となっており、2000年通年では2.2%の成長が見込まれよう。5月のコア・インフレ率は2.1%となり、中央銀行による年末ターゲットである2.2~3.5%内での低位安定が予想される。2000年の財政赤字の対GDP比は3.5%と若干の悪化となろう。株式市場では種々の悪材料が株価に織り込まれ、多くの銘柄に割安感が浮上している。推奨銘柄は、民営化を控えて投資妙味の高まる通信のスケ・ラジオコムニカス、テメル原子力発電所建設の進展などでリスク低下が確認されているほか、最近の下落で割安感が強まっている電力のCEZなど。

### 【ハンガリー株式市場】

弱気。個人消費は依然低迷しているが、輸出と企業投資の拡大を背景に、第1四半期GDP成長率は前年同期比6.6%増と大幅な伸びを記録。2000年通年では5.5%以上の伸びが予想される。原油価格上昇にもかかわらず、薬価やガス料金抑制などにより、2000年末でのインフレ率は7.5%へ低下する見込み。2000年の経常赤字及び財政赤字の対GDP比は、各々、3.8%、2.9%と良好な水準となると予想。株式市場では、政府のインフレ抑制の努力が薬品や電力株に悪影響を及ぼしており、低迷基調となっている。推奨銘柄は、高成長分野で優れた経営戦略を駆使する中欧通信セクターの最優良銘柄のマトブ、利益成長見通しが良好であるにもかかわらず、株価が純資産価値を大幅に下回るOTP銀行など。

### 【ポーランド株式市場】

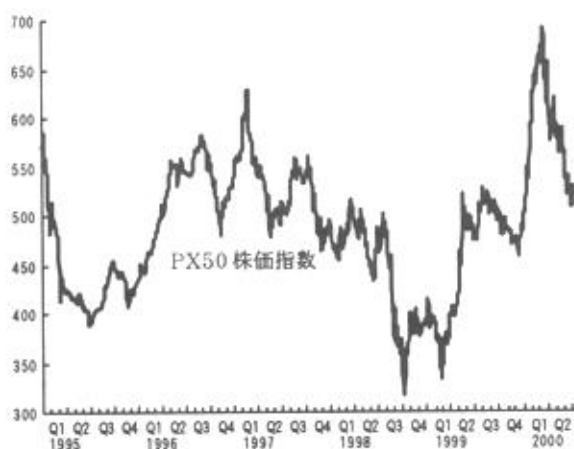
中立。GDP成長率は第1四半期の6%増からやや鈍化し、2000年のGDP成長率は5.5%増となると予想される。原油価格と食品価格の上昇を受けて、低下基調を辿っていた消費者物価指数が高止まりしており、年内の利下げの可能性が薄くなってきている。輸出拡大を受けて、経常赤字は改善しているが、今年の対GDP比は7.4%の低下にとどまる見込み。新蔵相による財政赤字の定義の変更などで、政府の財政管理にやや不透明感が出ていることが、短期金利に上昇圧力を加えている。海外からの株式投資は減退しているが、国内の年金ファンドの株式投資が高い水準となっていることが当株式市場を下支えしよう。個別銘柄では、成長性の高い通信セクターでリスクの少ない優良銘柄であるTPSAなど。

(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)

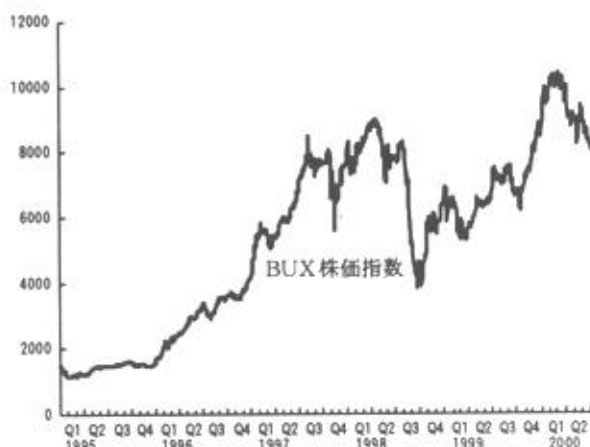
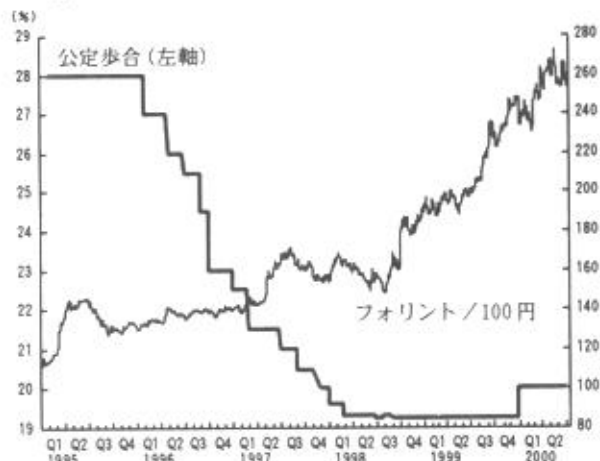


## 中欧3カ国の投資環境

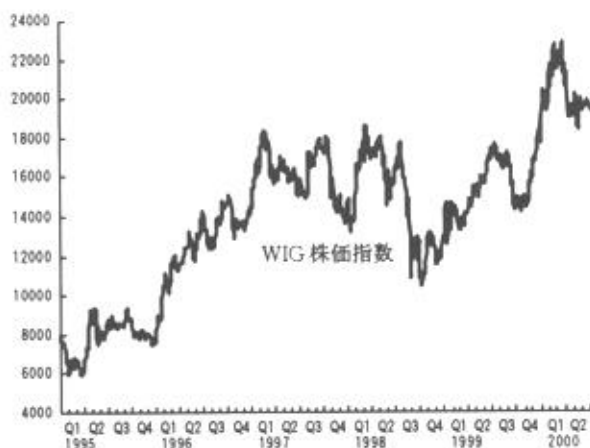
### 【チェコ】



### 【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。