

財界観測

1995年2月

〔論文〕

日米製造業の国際競争力
と貿易不均衡

—競争力の決定因，貿易構造
と貿易不均衡問題—

米銀リテール戦略における
I Tの活用

〔視点〕

旧ソ連・東欧：体制転換5年目
のバランスシート

—市場経済化の現状と展望—

〔ウォール街だより〕

分裂するアメリカ

旧ソ連・東欧：体制転換 5 年目のバランスシート

——市場経済化の現状と展望——

目 次

はじめに

I. 体制転換経済の分類

1. 体制崩壊恐慌と体制転換不況
2. 東欧の 2 極分解：中欧とバルカン
3. スラブ経済：真性恐慌状態
4. 中央アジア：資源国と非資源国への 2 極化
5. バルト経済：恐慌からの脱出

II. 「東欧」から「中欧」へ：中欧経済の成立

1. 概 観
2. チェコ
3. ハンガリー
4. ポーランド

5. スロバキア

III. 中欧資本市場：リ・エマージング

1. 概 観
2. 現 状
3. 特 質
4. 展 望

IV. 市場経済化の到達度

1. 体制転換の難易度
2. EBRD 市場経済化ランキング
3. EBRD「通信簿」の読み方
4. 体制転換経済の展望

盛田 常夫

要 約

1. 旧ソ連・東欧諸国の多くは体制転換に伴う経済恐慌状態にあり、平時経済としては未曾有の工業生産の激減に襲われている。旧東欧のうち、チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキアのいわゆる中欧 4 カ国経済は、コメコンから西側への輸出市場転換に成功し、1994 年より GDP、工業生産とも上昇経路へ反転した。
2. 中欧諸国にはこの 5 年間で 120 億ドル程度の直接投資が行われており、ヨーロッパの経済フロンティアは中欧まで広がっている。中欧 4 カ国の 1 人当たり GDP は加重平均で 3,000 ドル弱、購買力平価 GDP で 6,000 ドル弱である。市場経済化が進むにつれ、生産要素、経済活動の再評価プロセスが進行し、GDP は急速に購買力平価 GDP に近づき、今世紀末までに GDP の 2～3 倍化が実現しよう。これに伴い、上場企業の時価総額も現在の 120 億ドルから、5～6 倍の増加が予想される。
3. 中欧の資本市場はヨーロッパの新たなエマージング・マーケットである。ただし、アジアのような高い成長率は見込めず、市場規模は小さいものの堅実な成長と低いリスクで特徴づけられる「リ・エマージング・マーケット」である。
4. 中欧諸国の経済成長が順調にいけば、今世紀末に EU 加盟が現実化しよう。その現実化に伴い、新たな直接投資ブームが予想され、21 世紀の最初の 10 年のうちに、EU 平均の 1 人当たり GDP 1 万 7,000 ドルへ接近しよう。
5. バルト 3 国を含め、旧ソ連の共和国の工業生産の回復は 10 年を要しよう。また、カザフスタン、ウズベキスタン、トルクメニスタンの中央アジア資源国の資源立国としての自立は、21 世紀の課題である。

はじめに

いわゆる「東欧革命」から5年、ソ連の崩壊から3年が経過した。20世紀社会主義世界の崩壊によって、世界は新たな秩序の確立を目指して進むことになった。旧ソ連・東欧諸国は今、市場経済への体制転換という壮大な課題を抱える歴史的に過渡的な時期に遭遇している。

旧体制の時代にあっても、これらの地域の諸国の現状は共産党による鎖国政策の所為で、ほとんど日本に伝えられていない。そうした情報不足の状態は「東欧革命」以後もそれほど改善しているとは思われない。なによりも、日本から地理的にも遠く、事情が不明というだけでなく、ロシアやウクライナ、あるいはカザフスタンを除けば、国民経済の規模が小さく、これといった資源のない小国は日本企業にとって関心を誘わないからであろう。

確かに、直接投資という面ではロシア、カザフスタンのような巨大な資源国を除けば、大きな投資プロジェクトは考えづらい。EU加盟が現実化してくれば、EU市場の生産基地として「東欧」が戦略的な地域になってこようが、それまではまだ時間がある。現在のところ、欧米の中小資本も国内市場の開拓とCISへの生産基地として、「東欧」諸国を位置づけ、この地域に投資している。

一口にソ連・東欧といっても、20数カ国が

ら構成されるこれらの諸国は、その経済的發展段階も、社会的安定度も、そして将来的な展望もさまざまである。特に、「東欧」と旧ソ連では市民社会の成熟度が違うし、同じ「東欧」内部でも西側に国境を有する「中欧」諸国と、同じヨーロッパにありながら西側世界から遠い「バルカン」諸国とでは市場経済化のスピードも、国民経済運営の経験も違う。旧「ソ連」内部でも、バルト諸国、スラブ3国（ロシア、ベラルーシ、ウクライナ）、中央アジア、コーカサスでは市場経済化の当面の課題も異なる。

既にEU、OECDなどの国際機関では、市場経済化が進んでいるチェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキアを「中欧」概念でとらえることが一般化しており、ブルガリアやルーマニアを含める場合には、「中・東欧」という表現を使用している。しかし、我が国では依然として、旧体制時代の政治的概念である「東欧」という用語でこの地域を一括して表現しており、地域的な差異に極めて無頓着である。そのことは投資対象としての地域選択を見誤ることになり、欧米企業に比べ、この地域への日本企業の消極的な姿勢となって表れている。

「東欧革命」より5年、体制転換の中間決算を試みるのにちょうどよい時期である。折しも、94年10月にはEBRDより旧ソ連・東欧25カ国の市場経済化の進捗度評価が発表された。筆者もまた、『体制転換の経済学』（94

年12月新世社発行、サイエンス社発売、新経済学ライブラリ第20巻)を上梓し、北半球を覆う地球規模での体制転換の意義をとらえる理論的な視座を組み立てた。本稿ではこれらの調査・研究を踏まえながら、旧ソ連・東欧の体制転換の現状を明らかにしたい。

第Ⅰ章は旧ソ連・東欧経済の現状を概観し、地域ごとの展望を試みる。総じて、中欧以外では依然として工業生産の下降スパイラルに苦しんでおり、これらの諸国が現在の恐慌状態から脱して工業生産の回復まで、かなりの時間を要することが明らかにされる。

第Ⅱ章は「体制転換不況」の底を脱した中欧経済を国別にやや詳しくみる。扱う国の順序は、現段階におけるパフォーマンスの良さの順序となっていることに注意されたい。

第Ⅲ章は既に資本市場が確立している中欧マーケットの現状を概観し、将来展望を試みる。特に、この市場の特質を明らかにし、この地域の経済成長要因を解明する。

第Ⅳ章はEBRDによる旧ソ連・東欧諸国の市場経済化の評価を紹介しながら、筆者の現状理解を示し、これらの諸国の中・長期的な発展を総括的に展望する。

I. 体制転換経済の分類

1. 体制崩壊恐慌と体制転換不況

社会主義体制の崩壊はほとんどの国民経済の自壊現象をもたらしただけでなく、社会主義諸国間の貿易体制の崩壊を帰結した。国内の制度的な崩壊と対外経済関係の崩壊という二重の打撃によって、ほぼすべての国で工業生産の3～6割減をみるようになった。この生産の減少幅は、戦争を経過しない平時において、歴史上例をみない恐慌状態であると言わざるをえない。多くの文献はこの状況を「過渡期不況」(transitional recession)と名付けているが、このような規定は現状の深刻さを十分に表していない。

表1にみられるように、コーカサス諸国を除く旧ソ連・東欧諸国の工業生産は軒並み激減しており、消費者物価の上昇率も尋常ではない。ここからも明らかなように、国民経済の崩壊ともみられるこの事態は「不況」というより「恐慌」状態であり、近代の国民経済発展史に記録される歴史的な現象である。筆者はこれを「体制崩壊恐慌」と名付けたい。

ソ連・東欧の崩壊はこれらの諸国に「体制崩壊恐慌」をもたらしたのである。この恐慌状態からの回復は並大抵ではない。工業生産の5割を失った国がその生産水準を回復するのに、一体何年かかるであろうか。毎年10%の生産増を達成しても、今世紀にはとても旧

来の水準を回復することはできない。現在もなお生産回復の見通しの立たない CIS 諸国にあっては、将来の展望を語ることさえはばかれる。

表 1 をもう少し注意してみると、工業生産が 4 ～ 5 割以上も減少している諸国はすべてエネルギー源をロシアあるいは中央アジアに依存していることが分かる。それに対して、エネルギー資源を有し、かつ工業化の水準が高くない中央アジア 3 国（カザフスタン、ウズベキスタン、トルクメニスタン）の場合は、それほど大きな工業生産の減少はみられない。同じ中央アジアでも、エネルギー資源をすべて他国に依存しているキルギスタンは、やはり 5 割近い工業生産の減少をみている。バルト 3 国工業生産が軒並み激減しているのも、ロシアからの原油供給が半減しているからである。

旧「東欧」諸国はどうであろうか。ここでも、旧ソ連市場への依存率が高かったブルガリアとルーマニアの打撃は大きく、その点でハンガリーやポーランドと対照的である。チェコスロバキアを含め、これら中欧諸国の場合には、ハードカレンシー（硬貨）によるエネルギー資源の支払いは既に旧体制からの慣行であり、ロシアからの原油供給量は削減されてはいるが、支払い問題による削減はない。そのことが国民経済の崩壊現象から免れる要因になっている。

中欧諸国を他の諸国から区別しているいま

一つ重要な要因は、旧体制における国民経済主権の存在と西側諸国との交易関係の存在である。CIS 諸国が一様にハイパー・インフレ現象に陥ったのは、ロシア以外の諸国に国民経済管理の経験と能力が欠如していたがためである。「東欧」諸国は政治・軍事的にソ連の支配下にあったが、制限的ではあれ経済主権を有していた。そのことが体制崩壊後の国民経済管理能力の差となって表れている。

また、西側と国境を接している中欧諸国と、更にその外縁にあるバルカン諸国との差異は、明らかにこれまでの西側諸国との交易関係の深さであり、経験である。中欧諸国がコメコン市場向け製品を、西側市場へ転換しえたのに対し、バルカン諸国はコメコン市場の崩壊でなす術を知らなかった。この違いが不況と恐慌の差となって明瞭に表れている。

このように中欧諸国が国民経済の崩壊現象から免れており、既に工業生産と GDP の下降局面から上昇局面に転じていることを考慮すれば、中欧地域を「体制崩壊恐慌」と理解するより、「体制転換不況」として見る方が現実をよく説明しよう。

このように、「東欧革命」から 5 年、ソ連崩壊から 3 年を経過した 94 年末において、旧ソ連・「東欧」諸国を以下の三つのグループに分けることができる。すなわち、体制崩壊の打撃を最小限に食い止め、既に経済成長への軌道に乗りつつある中欧諸国、依然として生産の減少と国民経済の崩壊現象に苦しんで

いるバルカンと資源をもたない CIS 諸国、膨大な自然資源を有し保守的な政策で国民経済の崩壊を食い止めている中央アジアの資源国の三つである。

最初のグループである中欧諸国では既に直接投資が始まっているだけでなく、証券投資が本格化しつつある。また、第三のグループには、資源開発の巨大プロジェクトが期待される。その狭間にある諸国にはまだ光明はみえない。ただし、ロシアはこれら 3 グループのどれにも属さず、独立の対象として検討すべきであろう。

2. 東欧の 2 極分解：中欧とバルカン

1) 輸出市場転換の成否

5 年にわたる体制転換プロセスのなかで、旧「東欧」諸国の転換適応能力に明瞭な格差が表れている。表 1 より明らかなように、バルカン諸国は工業生産の半減と物価水準の高騰によって特徴付けられるが、更にこれを雄

弁に物語ってくれるのは、貿易の縮小である。表 2 は旧「東欧」諸国の輸出動向を、そして図 1 はハンガリーとルーマニアの輸出動向をグラフ化したものであるが、バルカン諸国のケースでは旧コメコン市場が一夜のうちに消滅した状態が手にとるように分かる。

ここから、ルーマニアとブルガリアに関する限り、コメコン市場の崩壊により輸出が半減し、それを支える工業生産も半減したが、新たな市場開拓が行えず、国民経済規模の絶対的な縮小が生じていると断言することができよう。これこそ、「体制崩壊恐慌」現象である。

明らかに、旧「東欧」は二つの世界に分裂している。中欧諸国はコメコン解体で喪失した非硬貨決済市場を、硬貨市場の開拓で回復している。表 2 - b は 87 年水準で比較した 94 年の輸出水準であるが、既にポーランドは過去のピークを超えており、ハンガリー、チェコ、スロバキアの 3 国も、旧体制下の振替ル

表 1 旧ソ連・東欧諸国の生産水準・消費者物価水準（93 年末現在）

	中欧 5 国					バルカン 3 国			スラブ 3 国			中央アジア 5 国					バルト 3 国		
	チェコ	ハンガリー	ポーランド	スロバキア	スロベニア	ルーマニア	ブルガリア	クロアチア	ロシア	ウクライナ	ベラルーシ	カザフスタン	ウズベキスタン	ギルギスタン	タジキスタン	エストニア	ラトビア	リトアニア	
工業生産	61.8	70.3	73.3	53.5	66.1	51.2	44.8	51.0	62.6	78.0	80.5	71.7	98.6	93.9	55.6	58.8	45	40	26
GDP	78.9	80.0	86.2	74.3	82.1	71.8	71.0	46.0	58.2	63.4	78.6	65.6	82.0	142.4	65.2	49.9	58	60	46
CPI	234.5	262.2	2,263.0	241.6	867.9	2,527.3	1,807.2	27,600	21,000	81,200	39,500	29,600	15,600	30,000	31,100	29,300	6,900	4,900	10,400

（注）1. 中欧、バルカンのデータは対 89 年基準、旧ソ連諸国のデータは対 90 年基準。ただし、スロベニア、クロアチアのデータは、GDP、工業生産のそれは 89 年基準、CPI は 90 年基準。それぞれの基準年を 100 として、93 年の水準をみたもの。

2. 旧ソ連の GDP は、NMP (Net Material Products) データ。

3. 各国の SNA 基準への GDP 統計の移行は現在進行中であり、この部分の信頼性は低い。

4. インフレが激しい諸国の統計数値は信頼に乏しい。

（出所）ウィーン比較経済研究所及び OECD のデータベース、その他の資料より野村総合研究所作成。

ーブルの過大評価を考慮すれば、事実上、過去の水準を回復していると言えよう。これに対して、バルカン諸国は「東欧革命」5年目においても過去のピークの5割以下の水準に低迷しており、力強い回復の展望はない。

こうした事実からも、中欧は「体制転換不況」の停滞状況、バルカンは「体制崩壊恐慌」の国民経済崩壊状況という対照的な図式が描かれる。

2) バルカン経済の展望

中欧諸国の現状については次章で詳しくみ

ることにし、ここではバルカン諸国の見通しについて、簡単に展望しておこう。

ルーマニアとブルガリアが中欧経済から大きく水を開けられてしまった最大の原因は、旧コメコン貿易への過度の依存と西側市場への地理的な距離である。国民経済の地力の違いもあるが、同じくコメコン市場に大きく依存していたチェコが市場の転換に成功した背景には、ドイツと国境を接している地理的条件が大きく左右している。これに対して、ブルガリアは新ユーゴスラビアへの経済制裁の

表2-a 中・東欧諸国の硬貨輸出の推移

(単位: 100万ドル)

	89年	90	91	92	93	94	94/89
ポーランド	8,297	10,865	12,760	13,997	13,585	15,000	1.81
ハンガリー	6,446	6,346	9,258	10,028	8,094	9,500	1.47
チェコスロバキア	5,445	5,873	8,326	12,466	13,350	14,400	2.64
ブルガリア	3,138	2,615	3,433	3,922	3,582	3,100	1.00
ルーマニア	5,965	3,364	3,326	4,285	4,882	5,000	0.84

(注) 89～91年のデータは非硬貨決済分を除いた数値で、92年以降は事実上、振替ルーブル決済が消滅したため、非硬貨決済を含めた輸出総額を表示。93年以降のチェコスロバキアは相互の貿易取引を相殺した硬貨輸出分を合算したもの。94年の数値は野村総合研究所予測。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。

表2-b 中・東欧諸国の輸出総額の推移

(単位: 100万ドル)

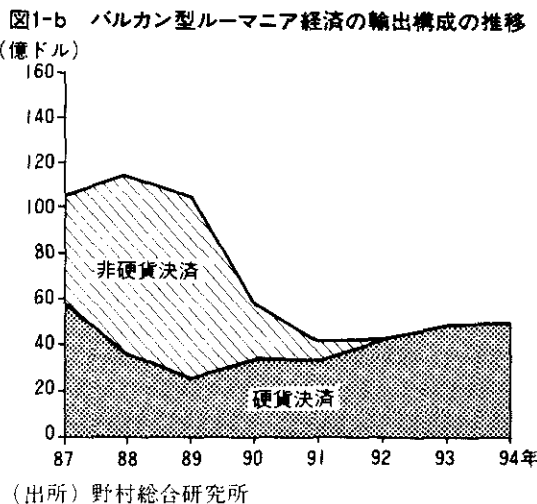
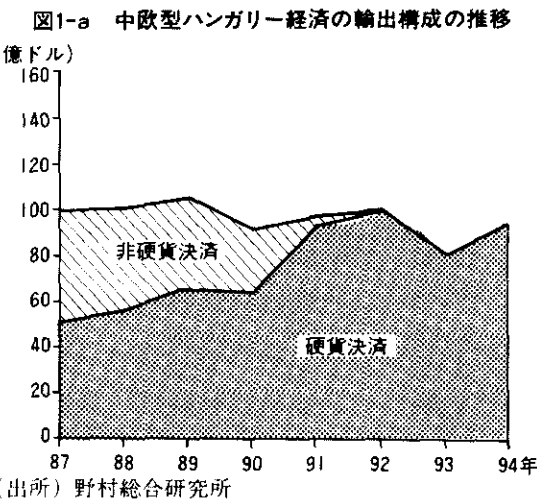
	87年	88	89	90	91	94	94/87
ポーランド	12,026	13,846	12,869	15,837	13,276	15,000	1.25
ハンガリー	9,965	9,989	10,487	9,065	9,697	9,500	0.95
チェコスロバキア	15,485	15,027	14,217	11,635	10,596	14,400	0.93
ブルガリア	7,623	8,106	7,543	5,852	4,366	3,100	0.41
ルーマニア	10,491	11,392	10,487	5,770	4,125	5,000	0.48

(注) 91年までのデータは硬貨決済分と非硬貨決済分を合算したもの。87年の輸出総額を94年の予測値と比較したものが、最後の数値。なお、ブルガリアの振替ルーブル輸出額は1振替ルーブル=0.5ドルで計算した。ブルガリアに限らず、旧体制下における振替ルーブル決済の輸出額の算定には、非現実的な為替レートが介在しており、いずれの国においても水増しされた輸出額が表示されていることに注意。それでも、過去の輸出水準と現在の水準を比較することには、意味はあろう。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。

影響をともに受け、いわば泣き面に蜂の状態なのである。

更に重要なことは、西側世界との地理的な距離が経済・社会改革の停滞をもたらし、国際経験を積んだ人材を育成する点で、大きな格差を生み出していることである。旧体制時代を通して、ルーマニア、ブルガリアの両国がチャウシェスク大統領とジフコフ書記長の



長期の独裁的支配にあったことも、この地域の社会の後進性と停滞性を教えている。

こうした社会的な後進性は、「独裁」的支配の終了後にも政治的な不安定さをもたらし、それが市場経済転換への明確な社会的合意の欠如となって表れている。社会的な未成熟性の克服には長い時間が必要なことは明白であり、一朝一夕に解決されるものではない。中欧に比べて、激しい労働紛争が頻発している状態は、その証明である。

この点で注意すべきは、94年12月ブルガリア総選挙における社会党の勝利はポーランドやハンガリーにおける旧共産党の流れを汲む潮流の勝利とは意味合いが異なることである。日本のジャーナリズムではこれらの動きを同一視して、旧東欧世界の共産党復権とする論調がみられるが、ポーランドやハンガリーでは現在の政権政党の主要メンバーは旧体制に

表 3 ルーマニア経済の動向

	90	91	92	93	94年
GDP (年実質成長率, %)	-5.6	-12.9	-13.5	1.0	0.0
工業生産 (年実質成長率, %)	-19.0	-19.6	-22.0	0.8	-2.0
CPI (対前年上昇率, %)	5.1	174.5	210.9	256.1	200
財政赤字/GDP (%)	0.4	1.9	4.4	1.8	3.5
平均月収 (ドル)	151	98	66	81	74
失業率 (%)	—	3.0	8.4	10.2	11.0
輸出 (100万ドル)	5,770	4,125	4,295	4,882	5,000
輸入 (100万ドル)	9,914	5,345	5,902	6,513	5,000
経常収支 (100万ドル)	-3,254	-1,184	-1,564	-1,170	-800
年平均為替レート (ROL/USD)	22.43	76.39	307.95	760.10	2,200

(注) 94年の数値は野村総合研究所予測。
(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。

において市場経済化を推進した政治家である。経済改革への社会的な合意が存在している両国と、明確な市場経済化推進勢力に欠けるブルガリアの事情は本質的に異なるものである。

これに加え、ルーマニアはハンガリー人少数民族問題、ブルガリアはトルコ人少数民族問題を抱え、国内政治の不安定さが時々民族問題を先鋭化させるという構図が存在する。地域的経済協力を積極的に進めるべき時代に、国内政治における敵対関係が少数民族への迫害を誘発し、それが隣国との関係を悪化させるという関係は、現在も続いている。この意味でも、バルカン社会はかなり不安定な状態のまま21世紀を迎えざるをえない。

輸出の激減のなか、他方で半ば開放された経済は生産設備の更新や消費財の輸入で、中期的にも貿易収支の好転が見込めない。94年は輸入抑制によって、辛うじて貿易収支のバ

表4 ブルガリア経済の動向

	90	91	92	93	94年
GDP(年実質成長率,%)	-9.1	-11.7	-7.7	-4.2	-2.0
工業生産(年実質成長率,%)	-17.6	-23.3	-21.9	-9.2	0.0
CPI(対前年上昇率,%)	23.8	338.5	91.3	74.0	120
財政赤字/GDP(%)	4.9	3.8	6.0	10.9	6.0
平均月収(ドル)	459	57	88	114	85
失業率(%)	1.7	11.1	15.2	16.4	14.0
輸出(100万ドル)	5,852	4,366	3,922	3,582	3,100
輸入(100万ドル)	6,429	4,114	4,468	4,315	3,000
経常収支(100万ドル)	-1,152	-887	-361	-523	-100
年平均為替レート(BGL/USD)	0.786	16.713	23.338	27.648	60.0

(注) 94年の数値は野村総合研究所予測。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。

ランスをとっているが、国民の消費生活の圧迫は更に社会的な潜在的不満を高めることになろう。

ルーマニアの外貨準備は底をついているし、債務削減交渉を成立させたばかりのブルガリアは、削減された利払いにも汲々としている状態で、とても設備更新へ資金を融通できる状態にない。経済パフォーマンスがこれほど悪いところへ、新規の商業資金の流入が全く期待できないのである。同じことはルーマニアについてもいえ、中期的にみて、明るい材料は存在しない。

このままの崩壊状態が長期化すれば、過去の工業水準を達成するものは2005年以降とならざるをえないだろう。そうすれば、EU加盟も中欧より、確実に5年は遅れることになろう。

3. スラブ経済：真性恐慌状態

ロシア、ベラルーシ、ウクライナは旧ソ連の共和国の中でも、同じスラブ民族でかつ国境を接する点で、他の諸国と区別される。もちろん、連邦の機関、人材を受け継ぎ、石油・天然ガスの自然資源を保有するロシアと、これといった資源も、国民経済運営の経験もないベラルーシやウクライナでは自ずと市場経済化への課題は異なるが、ソ連時代から3国相互の貿易関係は密接であり、その関係崩壊が現在の深刻な経済危機をもたらしている。

ロシアの民営化は進んでいるようにみえる

が、巨大なロシア経済を転換するのは世紀の課題であって、わずか数年の社会の表層上の動きで判断することはできない。何よりも、これらスラブ3国の現段階での国民経済を特徴づけているのは、工業生産の下方スパイラルの進行である。表1からみられるように、ソ連崩壊から2年経過した93年末の段階で2～4割の工業生産の低下をみていたこれら3国は、94年に入っても更に大きな低下をみせている。CIS統計によれば、94年上半期の工業生産は前年同期に比べ、ロシアで25.8%、ベラルーシで31.5%、ウクライナで36.0%の低下をみせており、工業生産の下方スパイラルが止まっていないことを示している。94年末にはこれらスラブ3国の工業生産水準は90年の5割以下に落ち込むことは確実である。明らかに

表5 スラブ3国間の貿易関係の縮小状況
(89年を100とした時の92年の貿易指数)

		ロシア		ウクライナ		ベラルーシ	
		輸入	輸出	輸入	輸出	輸入	輸出
原 油		16.4	20.1	60.4	—	57.9	56.8
石 炭		—	—	68.4	28.7	76.9	51.7
鉄 鉄		—	—	41.3	42.8	42.3	41.8
紙 製 品		—	—	63.5	34.9	28.9	64.0
トラ ッ ク		27.0	65.3	51.0	66.7	51.4	52.4
乗 用 車		—	—	43.6	27.6	29.5	28.4
トラ ク タ ー		23.7	97.8	46.4	33.8	51.9	34.8
無 機 肥 料		66.4	48.1	47.9	18.3	21.4	66.7
消 費 財		—	—	53.0	33.0	21.0	45.0

(注) ベラルーシの原油データはジーゼル燃料。

(出所) Helen Boss & Peter Havlik, "Russia, Ukraine and Belarus : Output Slump and Trade Breakdown Set the Stage for policy Changes" *Forschungsberichte* No.204, Feb., 1994, The Vienna Institute for Comparative Studies, p. 63.

これは真性の経済恐慌と言わざるをえない。

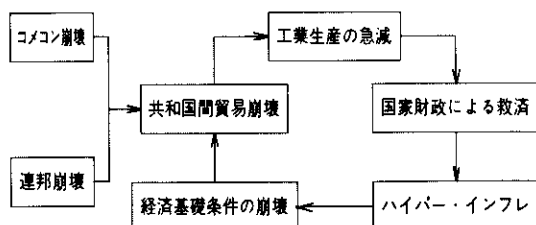
真性の経済恐慌の発生はソ連邦の崩壊に起因するものである。表5から明らかなように、スラブ3国間の貿易関係は急激な縮小をみせており、それがそれぞれの国民経済の縮小を帰結していると考えられる。この因果関係を描いたものが、図2である。

連邦崩壊による旧来の貿易関係の崩壊が工業生産を直撃し、それを国家財政が野放図に救済することでハイパー・インフレ状態がもたらされ、それが国民経済の基礎条件を破壊し、一層の貿易関係の縮小をもたらすという悪循環が発生している。この因果関係の作用による生産の下方スパイラルは94年を通して作動しており、95年中に止まる保証はない。

明らかに、スラブ3国の工業生産とGDPの低下が底を打つのは96年以降であり、旧来の生産水準の回復は2005年以降という厳しい見方をせざるをえない。

スラブ経済のなかで、原油・天然ガスを輸出できるロシアと、それらをすべてロシアやトルクメニスタンに頼らなければならないべ

図2 スラブ3国のカオス発生因果関係



(出所) 拙著『体制転換の経済学』新世社、1994年、162頁。

ラルーシとウクライナでは、対外制約の厳しさは比べものにならない。これら両国にとって、ロシアや他の共和国からのエネルギー資源の供給が、工業生産と国民生活の水準を直に規定する状況になっている。ロシアは外貨獲得のために、西側に販売できる資源の輸出を優先しており、ウクライナにしてもベラルーシにしても、原油供給はピークの3分の1以下の状態に押さえられている。これが工業生産を直撃している。

ロシア市場の復興が生産低下を阻止し、生産回復への契機となるが、いまだその見通しを語ることはできない。ロシア経済が落ち着きを取り戻してくれば、回復への転換がみられようが、それにはまだ2年はかかる。

ロシアの硬貨輸出は次第に回復の兆しをみせているが、資本逃避や統計上に表れない輸入のために、外貨収入の余剰が思いのほか小さく、94年末で900億ドルに達する対外債務

表6 ロシア経済の動向

	90	91	92	93	94年
GDP(年実質成長率,%)	-2.0	-12.9	-18.5	-12.0	-20.0
工業生産(年実質成長率,%)	-0.1	-8.0	-18.0	-16.2	-25.0
CPI(対前年上昇率,%)	5.3	93.0	1,025	980	500
財政赤字/GDP(%)	-1.3	20	20	15	10
平均月収(ドル)	518	330	37	69	90
失業率(%)	-	0.1	0.8	1.2	2.0
輸出(100万ドル)	71,148	50,911	42,379	42,968	44,000
輸入(100万ドル)	81,751	44,473	36,984	26,960	32,000
経常収支(100万ドル)	500	3,500	-2,235	6,231	6,000
年平均為替レート(RUR/USD)	0.585	1.746	170.73	928.25	2,200

(注) 90年の財政は黒字である。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。94年はCIS統計も参照。

返済の計画が立てられない状態が続いている。ロシアの資金繰りが苦しく、外貨獲得源であるエネルギー資源の輸出が最優先される限り、ベラルーシとウクライナの生産回復プロセスは更に遅れることになる。

ベラルーシとウクライナがともに94年夏の選挙で、親ロシアの大統領を選出した背景にはロシアへのエネルギー資源と輸出市場の依存関係が一般国民の目にも明らかになったからであるが、それでもベラルーシとウクライナではロシアへのスタンスは異なっている。

ウクライナは人口5,000万人の大国であり、工業と農業のバランスのとれた国民経済をもっているが、これまで自立した経済主権をもっていなかったために、国民経済管理能力に欠け、加えて石油・天然ガスをすべて輸入しなければならないという条件が、体制転換の

表7 ウクライナ経済の動向

	90	91	92	93	94年
GDP(年実質成長率,%)	-2.4	-12.0	-17.0	-18.0	-20.0
工業生産(年実質成長率,%)	-0.1	-4.8	-6.4	-10.0	-36.0
CPI(対前年上昇率,%)	4.2	87	1,240	4,490	4,000
財政赤字/GDP(%)	-	14	32	25	20.0
平均月収(ドル)	427	274	33	33	25
失業率(%)	0	0.1	0.3	0.4	1.0
輸出(100万ドル)	1,340	4,800	3,800	3,100	3,200
輸入(100万ドル)	1,700	6,600	2,200	2,400	2,600
経常収支(100万ドル)	-	-	-624	-390	-1,000
年平均為替レート(SUR, UAK/USD)	0.585	1.746	198	4,844	40,000

(注) 91年まではソビエト・ルーブル(SUR)、以後はウクライナ・カルボヴァネツ(UAK)。輸出入データは共和国貿易を含まない。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。94年はCIS統計も参照。

移行期を大変厳しいものになっている。従って、当面はロシアとの協調体制を維持しながら、生産低下の阻止と体制転換による経済復興を達成していくことになろうが、もともとウクライナにはスラブ民族発祥の地という自負があり、これまでのロシア支配からの自立の要求は強いがゆえに、折に触れて、今後ともロシアとの政治的経済的な摩擦は避けられないだろう。他方、西側諸国にとって、ロシアの旧「帝国」支配復活への動きを牽制する意味でも、ロシアに対抗しうるウクライナの経済復興の支援は戦略的な意味をもっている。

これに対して、ベラルーシの場合には対ロシアに特別な感情や歴史的な係争問題は存在しない。94年のロシアとの通貨統合の基本合意も、政治的経済的な主権を宣言してみたが、

表 8 ベラルーシ経済の動向

	91	92	93	94年
GDP(年実質成長率、%)	-2.0	-10.0	-10.0	-30.0
工業生産(年実質成長率、%)	-3.3	-10.8	-10.0	-30.0
CPI(対前年上昇率、%)	80.3	1,000	1,780	2,600
財政赤字/GDP(%)	-2.0	2	12	20
平均月収(ドル)	—	—	43	30
失業率(%)	0.0	0.5	1.29	2.0
輸出(100万ドル)	1,660	1,060	700	1,000
輸入(100万ドル)	1,960	700	700	600
経常収支(100万ドル)	—	—	—	—
年平均為替レート (SUR、BUR/USD)	1.7	511	7,000	29,000

(注) 91年の財政は黒字である。財政赤字率は推定値。92年より、ベラルーシ・ルーブル(BUR)。93年の平均月収は94年2月のデータ。
(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。94年はCIS約計も参照。Helen Boss & Peter Havlik, op. cit.ほか、筆者の推定値。

実際にはとても困難なことが分かり、早々と白旗を上げたというのが本音である。しかし、実際問題として、一度は自立を試みた国立銀行や省庁が、再びロシア連邦に吸収されると考えるのは単純すぎる。

ロシアとベラルーシの通貨統合の行方は、最終的に、ベラルーシがロシア経済に一体化されるかどうかにかかっていよう。それはもはやベラルーシの意向のみで決まるものではなく、ロシアがベラルーシのコストをどのように負担するかという問題に帰着する。その場合、ロシア側からみれば、ベラルーシ側の完全な主権放棄以外に、コストを引き受ける意味はないだろうから、ベラルーシとロシアとの関係も簡単に収まりそうにない。

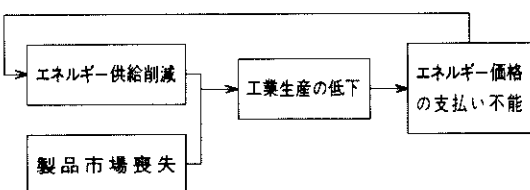
このように、スラブ3国はそれぞれの国民経済の復興が相互に依存しあう関係にあり、かつそれぞれの経済主権の確立と行使がさまざまな問題を引き起こすという複雑な状況のなかで、生産復興と体制転換を図らなければならない。一朝一夕に解決できない問題である。とりあえず、体制崩壊の恐慌状態からの脱出が最優先の課題であるが、その出口はまだ見えない。

4. 中央アジア：資源国と非資源国への
2 極化

中央アジア5カ国は天然ガス、原油、石炭のエネルギー源を産出する資源国(カザフスタン、ウズベキスタン、トルクメニスタン)

と、そのいずれの資源にも恵まれない非資源国（キルギスタン、タジキスタン）に分かれる。表1からみられるように、非資源国の工業生産は93年末で90年水準の40～45%にまで落ち込んでおり、94年には更に30%の減少が

図3 エネルギー制約の因果関係



（出所）拙著，前掲書，168頁。

予想されることから、94年末の工業水準は90年の半分以上以下になっている。

バルカン諸国、ウクライナ、ベラルーシ、キルギスタン、タジキスタン、そしてバルト3国の工業生産の激減は、ロシア、カザフ、ウズベク、トルクメンの原油・天然ガス産出国からの供給削減が直接の原因になっている。いわば体制転換プロセスにおけるエネルギー制約が、これらの国民経済を直撃していると言える。

この因果関係は図3のように理解される。すなわち、旧ソ連の共和国間貿易の崩壊によって製品市場を喪失した諸国はエネルギー価

表9 中央アジア経済の規模比較

	年	カザフスタン	ウズベギスタン	トルクメニスタン	キルギスタン	タジキスタン
人 口 (100万人)		16.90	20.71	3.69	4.46	5.36
国 土 (10,000km ²)		271.70	44.74	48.80	19.85	14.31
原油産出 (100万 t)	93	19.29	2.41	3.93	0.88	0.40
	91	22.04	1.38	4.83	1.38	0.99
天然ガス (10億 m ³)	93	6.71	45.04	65.15	0.04	0.05
	91	7.88	41.88	84.35	0.08	0.09
石炭生産 (100万 t)	93	111.8	3.81	—	1.67	0.18
	91	130.0	5.95	—	3.43	0.31
1人当たりGDP	93	1,480	1,130	1,353	1,001	645
	91	2,467	1,468	1,734	1,614	1,194
1人当たり輸出	93	75	34	284	25	49
	91	47	29	27	11	56
1人当たり輸入	93	21	47	136	25	70
	91	94	65	109	134	94
平均月収	93	38	30	32	27	19
	91	261	207	237	208	233

（注）人口・国土は91年現在。1人当たりGDP・輸出・輸入・平均月収の単位は、USD。GDPは国民純生産データ。輸出入データは共和国間貿易を含まない。平均月収はソビエト・ルーブルの商業為替レートによる計算。ただし、93年の平均月収は平均月間消費支出を採用。

（出所）Series of *Economic Review on ex-Soviet Republics* by IMF, May 1992, *Short-term Economic Statistics - CIS*, OECD, 1993, その他の資料より野村総合研究所作成。

格を支払える輸出製品を失うことになり、それがエネルギー供給の即時の削減につながる。その結果、更に工業生産は低下し、ますます支払い能力に欠けることになるという悪循環が発生しているのである。

耕地面積が小さい山岳国家キルギスタンの場合、エネルギーの供給が半減された結果、ロシア革命以前の山村生活に逆戻りしたという形容も、あながち誇張とは言えない。カザフやウズベクに販売できる製品に欠ける非資源国はエネルギー供給を回復することも、産業構造を変えることも並大抵なことではない。これらの諸国にとって、カザフやウズベクと友好的な経済協力関係の樹立なしに、国民経済を維持していくことそれ自体が困難なのである。

資源国の3国も一様ではない。中央集権権力が強いウズベキスタンは、もともと綿花・天然ガスなどの第一次産業が主要産業ということもあって、工業生産低下の影響は小さく、逆に94年のCIS統計をみる限り、3国のなかで唯一、石油、ガス、石炭の増産がみられる。これに対し、ロシア向けの第一次加工業が多いカザフスタンの場合、工業生産の低下は比較的大きく、94年も前年比30%減と予想され、90年水準の5割程度まで落ち込むことになる。94年の石炭生産は前年水準を維持しているものの、原油で10%強の減産、天然ガスで30%強の減産が推定される。

トルクメニスタンの場合も、94年の天然ガ

スの産出が前年の4割減になっている。CISの強化にも反対し、中央アジア経済協力同盟にも加わずに、天然ガス資源の節約に努めている国だけに、意識的な減産が行われていると考えられる。

中央アジアの資源保有国に関する限り、他の旧ソ連の共和国に比べ、体制崩壊の打撃が最小限に抑えられている。その理由は以下の通りである。

第一に、国土が大きい割に人口が少なく、特に都市の住民の割合が小さい。いわゆるアジア的社会を形成しており、政治的な支配が容易である。従って、体制の変化が極めて緩やかであり、変化に伴う社会的混乱が小さい。

第二に、国内産出の担い手である各種エネルギー資源への需要は減退しておらず、生産水準が落ちていない。まさにエネルギー制約の条件下で、エネルギー産出国は生産の大幅低下から免れている。

第三に、加工業の分野でロシアに頼らなければならないという弱点はあるが、エネルギー資源のみならず、農産物の面でも自給できる体制にあり、それが社会的安定を支えている。

第四に、スラブ民族間の感情以上に、ロシアからの自立への意欲が高く、民族主義的な自立要求が、過渡期の社会的不安を抑制する。

ロシアの新ルール切り替え（93年7月）に先駆けて独自通貨の発行に踏み切ったキルギスタンを別とすれば、その他の中央アジア

諸国は新ルーブル圏創設にいったんは調印した(93年9月)。しかし、最終的に、カザフスタンもウズベギスタンも、この協定を破棄し、11月に独自通貨の導入を決定した。新ルーブル圏創設に調印しなかったトルクメニスタンも、同じ時期に独自通貨導入を決めた。そして、この地域ではタジキスタンのみが、新ルーブル圏に参加することになったのである。

明らかにベラルーシとは反対の方向に向かう中央アジア諸国の動向は、国民経済自立への強い欲求によって支えられている。そして、その自立への自信を裏付けるものは、エネルギーほかの自然資源の保有である。そうした裏付けのないタジキスタンはロシアの経済圏に残ることを選択し、他方キルギスタンは中央アジアの協力のなかに活路を見いだそうとしている。

CISのうち、中央アジアの資源産出国の経済回復が早いことは確実である。工業生産とGDPの低下はほどなく止まるものと予想される。問題はその後の生産回復と経済成長である。エネルギー資源の新しい輸送経路が建設されれば、生産の回復も早く、飛躍的な成長路線を歩もうが、それまでは緩慢な回復をみせよう。資源立国としての自立は21世紀の課題である。

5. バルト経済：恐慌からの脱出

旧ソ連諸国のなかで、バルト3国のソ連邦からの離脱の動きが最初であった。この動き

は90年を通して加速化し、それがソ連邦全体の崩壊への奔流を形成していったのである。

バルト地域は歴史的に農業地帯であり、農業、農産物加工、軽工業などの中小企業によって支えられている。石油、天然ガスなどのエネルギー資源はほぼロシアに依存しており、ソ連からの離脱はエネルギー制約による経済危機を意味した。エネルギーのみならず、その他の貿易関係でも3国ともGDPの5割前後に上る輸出がソ連向けで、うちロシアはその半分以上を占めていた。

91年からのGDP・工業生産の激減、インフレの高進は、すべてソ連邦からの離脱の経済コストである。ロシアからのエネルギー資

表10 バルト経済の規模比較

	年	エストニア	ラトビア	リトアニア
人口(100万人)		1.58	2.68	3.73
国土(10,000km ²)		4.51	6.45	6.52
1人当たりGDP	93	2,633	1,619	1,102
	91	3,544	3,806	3,271
1人当たり輸出	93	515	376	598
	91	1,848	1,647	1,888
1人当たり輸入	93	566	356	673
	91	1,594	1,348	1,340
平均月収	94	118	140	85
	91	404	344	422

(注) 人口、国土は91年現在。1人当たりGDP・輸出・輸入・月収はUSD表示。GDPは商業為替レートによる換算。ただし、93年のGDP・輸出入は筆者の概算値。94年の平均月収は5月現在。

(出所) *Presseschau Ostwirtschaft* の各号、及び Helen Boss & Vladimir Vertlib, "The Baltic States: Determined to Rejoin Europe" *Monthly Report*, 1994/7, Vienna Institute, for Comparative Economic Studies, OECD データベースより野村総合研究所作成。

源に容赦ない世界市場価格での支払いを要求されたことで、他の共和国に比べても、経済の落ち込みが激しい。工業生産の水準も、極めて低い状態で推移している。

特筆すべきは、93年より財政収支もコントロールされ、インフレの収束が始まり、経済状態は落ち着きをみせていることである。3国とも通貨供給量が管理されており、財政収支の均衡も保たれ、インフレ対策が進んでいる。4桁のインフレから2桁のインフレに収束しつつあり、この面では旧ソ連の共和国のなかで最も進んでおり、ルーブルからの離脱が成功している。対外均衡も保たれており、ここ数年のうちに徐々に生産回復の軌道に乗るものと思われる。

工業生産の低下の指標でみる限り、体制崩壊恐慌に直面していると言えるが、手堅い通貨・財政管理によって、国民経済は安定化に向かっており、バルト3国が生産回復へと反転するのは近い。ただ、94年の第1四半期のデータに関する限り、いまだ反転への明確な兆候はうかがえない。本格的な生産回復は95年以降となろうが、工業生産が最盛期の5割以下に落ち込んでいる状態から旧来の水準回復は、かなりの時間を要すると考えられる。バルト諸国の場合も、生産が過去のピークを超えるのは2005年以降である。

II. 「東欧」から「中欧」へ： 中欧経済の成立

1. 概 観

旧ソ連・東欧諸国のなかで、チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキアの4カ国は唯一、体制崩壊恐慌から免れている。既に94年中に体制転換不況の底を脱し、生産回復から経済成長への経路を歩みつつある。

生産の回復に従い、この地域はヨーロッパの新たなエマージング・マーケットとして注目を浴びつつあり、今後、今世紀末にかけてEU加盟が現実化するにつれ、更に重要な位置を占めてこよう。単に統合ヨーロッパが広がるという意味だけでなく、旧ソ連地域とのフロンティアとしても、重要性を増そう。

国際機関では旧東欧世界を、中欧と東欧（バルカン）に区別するのが一般的になりつつある。オーストリアが中部ヨーロッパにあるとすれば、ウィーンより西方に位置するプラハは疑いもなく中欧都市である。ブダペストは東欧の入り口であり、ワルシャワは北欧とスラブの玄関であろう。オーストリアとイタリアに接するスロベニアは、南欧の範疇に入るであろう。

それにもかかわらず、チェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキア、スロベニアを中欧として分類するのは、これらの諸国がドイツ、オーストリアのいわゆる「西欧社会」を囲む

外縁を形成しており、西欧に対する中欧という意味合いがある。他方、旧東欧内部における格差の拡大は旧東欧内部の分類を必要とし、それを西と東に分けた場合に、ヨーロッパの境界となるバルカンを東欧とし、その内層を形成する諸国が中欧と区分されるのである。ちょうどこの分類がそれぞれの国民経済が抱える課題の差異に対応することも、こうした分類を正当化している。

さて、中欧に分類される諸国の経済規模を比較したものが、表11である。

中欧5カ国の経済規模をオーストリアのそれと比較した場合、オーストリアの3分の1から10分の1の範囲に収まっていることが分かる。生活水準にこれほどの格差があるわけではないが、実際のキャッシュフローでみると、これだけのギャップがある。

ちなみに、購買力平価で評価した GDP 計

算では、スロベニア、チェコが7,500～8,000ドルの水準になり、EU 平均の1万7,000ドルのほぼ45%となる。確かに、購買力平価表示の方が実際の生活実感に近いともいえるが、ここではそれを論じない。

一つ注意しておけば、為替レートを利用した GDP 計算では、旧社会主義国のそれが低めに出ることは否定できない。それは主として、新たに勃興してきた第三次産業の統計補足が不十分なためである。GDP 統計が捕捉できない部分は GDP の15～20%程度だと推定される。

いずれにしても、中欧5カ国の経済水準は中所得・中進経済発展国にあり、市場経済への転換が進むにつれ、次第にオーストリアの水準へ接近することが予想されるが、それでもキャッチアップは国により、10～20年の時間が必要であろう。もちろん、中欧内部の格

表11 中欧経済の規模比較 (93年)

	チェコ	ハンガリー	ポーランド	スロバキア	スロベニア	オーストリア
人 口 (100万人)	10.3	10.4	38.2	5.3	1.95	7.8
国 土 (10,000km ²)	7.9	9.3	31.3	4.9	2.03	8.4
1人当たりGDP	3,067	3,694	2,231	2,065	6,272	21,154
1人当たり輸出	1,240	857	357	1,032	3,058	5,195
1人当たり輸入	1,219	1,205	416	1,190	3,259	6,330
平均月収	200	295	180	174	414	1,896

(注) 1. 人口、国土は91年現在。1人当たりGDP・輸出・輸入・月収はUSD表示。

GDPは公式為替レートによる換算。

2. スロバキアの輸出入とも、93年よりチェコとの取引が含まれるようになったため、92年の数値の5割増となっている。他方、93年のチェコの貿易実績の2割は対スロバキア取引である。旧来の国内取引が輸出入に転換されたことで、高めの数値が出ている。

3. オーストリアの平均月収は、91年の工業労働者のそれである。

(出所) 各種データより野村総合研究所作成。

差が広がることも十分に予想され、外資の流入状況や、生産と輸出の拡大のテンポによって、急速な発展を遂げる国と停滞する国に分かれる可能性も否定できない。

以下では、オーストリアとスロベニアを除く中欧4カ国について、その経済動向をみることにする。

2. チェコ

チェコのマクロ経済指標は、旧式の機械産業を抱える工業生産を除き、すべての指標で他の諸国より良好な成果を示している。均衡財政、均衡貿易収支、低い対外債務水準は、この地域で最もリスクが低く、対外信用の高い国として評価されている。

この良好なパフォーマンスの背景には、旧

政権から継続されている保守的で堅実な経済運営がある。特に国内均衡と対外均衡の維持が最大のマクロ経済運営指針になっており、その政策の継続が内外均衡の達成として表れている。これは体制転換による成果というより、旧体制から受け継いだ遺産と考えるべきものである。

チェコの場合には、民営化政策では「バウチャー民営化」という思い切った政策を採用したが、それ以外の分野では極めて慎重かつ漸次的なステップをとっている。その意味で、チェコの現状を保守的漸次的政策が奏功している典型的な事例と考えてよい。

チェコ経済がこの地域で唯一、内外均衡を保ちながら、生産回復の経路を進んでいることに対して、特に93年の貿易においてこの地域で唯一、輸出を大幅に伸長させ、貿易黒字

表12 チェコ経済の動向

	90	91	92	93	94年
G D P (年実質成長率, %)	-1.2	-14.2	-6.6	-0.3	2.0
工業生産 (年実質成長率, %)	-3.5	-24.4	-10.6	-5.3	1.0
C P I (対前年上昇率, %)	9.9	56.7	11.1	20.8	10.0
財政赤字/G D P (%)	0	1.9	0.2	-0.1	0.0
平均月収 (ドル)	181	129	165	200	210
失業率 (%)	0.8	4.1	2.6	3.5	4.0
輸出 (100万ドル)	8,326	7,924	8,842	12,774	13,670
輸入 (100万ドル)	8,807	7,082	10,273	12,556	13,810
経常収支 (100万ドル)	328	1,143	53	580	-140
年平均為替レート (CZK/USD)	17.95	29.48	28.26	29.15	30.00

(注) 93年の財政は黒字であることに注意。90年の貿易は硬貨決済のみ。92年までの貿易データはスロバキアを含み、93年以降はスロバキアを含まない。ただし、93年より対スロバキア貿易は輸出入に算入されている。94年は野村総合研究所予測。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。

を達成したことから、「チェコ経済のミラクル」なる形容がみられるが、この形容はいまだ時期尚早といわなければならない。なぜなら、93年の生産、輸出水準とも、確かに他国に比べて良好なパフォーマンスを示しているが、チェコの旧来の最高水準にはいまだ達していないからである。

中期・長期のチェコ経済を考える場合、チェコが抱えるミクロ経済分野での諸問題を十分に検討する必要がある。

まず第一に、第一次バウチャー民営化で40%の国営企業が民営化され、94年後半に始まる第二次民営化と合わせて、およそ70%の企業が民営化されることになる。しかし、チェコの経済学者も、これらバウチャー民営化された企業を西側でみられるような民間企業とは考えていない。所有形態が変わっただけで、経営内容に大きな変化がみられないからである。これはバウチャー民営化の最大のパラドックスである。

第二に、93年に制定された破産法がほとんど機能していない。これも保守的な経済政策によるもので、不良債権を相互に抱える企業を清算すれば連鎖倒産が生じ、優良企業まで潰しかねないという懸念が働いている。企業の体力をつけさせてから、徐々に清算という政策のようである。こうした慎重な企業政策もまた、企業内部の革新を妨げていることは否定できない。

第三に、失業率の低さは、企業整理が進ん

でいないことの表れでもある。多くの企業は過剰労働力を抱えたままであるといわれている。実際の「民営企業」が生まれていないことで、労働力の流動性が達成されていないことの反映でもある。そこに、旧体制下の企業経営の存続をみることもできる。

第四に、不良債権の処理が進まないために、商業銀行の改革も進んでいない。この点はポーランド、ハンガリーと同様な問題を抱えている。

第五に、現在の輸出の好調は、国内の低賃金とダンピングの相乗効果だと考えられる。企業の革新が進まず、直接投資の流入も停滞している段階で、将来の輸出に向かう設備の更新は進んでいない。

企業の革新が進んでいない現状からみて、チェコの輸出力は早晩、大きな限界にぶつからざるをえず、マクロ指標の良好さから、外資への優遇措置を廃止したのは、戦略的な誤りと言わざるをえない。とはいえ、ここまで最も良好なパフォーマンスを見せていることは事実であり、世上の評価と違い、チェコは「漸進主義」で成功している典型例なのである。

3. ハンガリー

93年の貿易収支、経常収支とも大幅な赤字を記録したハンガリーであるが、90年からの3年は体制転換の初期ステップをきわめて良好に滑りだしたと評価できる。

93年の貿易収支の大幅赤字は、一方におけ

る直接投資関連の設備・資材輸入の増大と、他方における農業、軽工業の不振が重なったものである。特に、国営企業の会社形態への転換と破産法の厳格な施行によって、農業分野で組織再編成の混乱が生じたこと、不良債権問題が一挙に噴出したことで、企業の対外パフォーマンスが落ち込んだことによる。その意味では、チェコとは正反対の要因で貿易収支の不均衡が生じたと言える。短期的にはチェコの均衡主義が勝っているようにみえるが、中・長期的にはハンガリーに分があるとも言えよう。

この点のみならず、ほぼすべての経済政策面で、ハンガリーはチェコと正反対の路線を歩んでおり、この両国の比較は大変興味深い。

まず、民営化戦略ではバウチャーによる配分という形態を最初から排除し、一貫して売却民営化方式を採り続けている。配分方式では経営の革新が生じないという明確な理由か

らである。ただ、ハンガリーがこの方式を貫くことができる前提には、外資の大量流入という条件があったことを忘れてはならない。

第二に、破産法の適用で大量の失業者を出しており、かつチェコのような賃金規制（インフレ率以上の賃金上昇に対する累進課税）が存在しないことで、賃金水準が高めに推移している。

第三に、財政赤字の恒常化に伴い、ハンガリーでは国債、財務証券が大量に発行され、それが証券取引の大半を占めている。これもバウチャー民営化された企業の株式の売買取引を占めるチェコではみられない現象である。

第四に、1人当たり東欧最大の対外累積債務を抱えていながら、債務の再編を行わず、対外資金調達を行っている旧東欧唯一の国である。これも対外均衡を至上目標とするチェコとは正反対の道を歩んでいる。

表13 ハンガリー経済の動向

	90	91	92	93	94年
G D P (年実質成長率, %)	-3.5	-11.9	-4.5	-2.3	3.5
工業生産 (年実質成長率, %)	-10.2	-16.6	-9.8	4.0	8.0
C P I (対前年上昇率, %)	28.9	35.0	23.0	22.5	20.0
財政赤字/G D P (%)	0	4.9	7.0	5.7	6.0
平均月収 (ドル)	213	240	282	295	305
失業率 (%)	1.9	7.8	13.2	12.1	11.0
輸出 (100万ドル)	9,588	10,187	10,705	8,910	9,500
輸入 (100万ドル)	8,647	11,382	11,079	12,530	13,200
経常収支 (100万ドル)	127	267	324	-3,455	-3,500
年平均為替レート (HUF/USD)	63.82	74.81	79.00	92.04	102.0

(注) 94年は野村総合研究所予測。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。

第五に、市場経済に最も近く、対外経済関係での経験も豊富なことで、外資が最も入りやすくなっている。旧東欧全体に投下された直接投資の4割は、ハンガリーに流れ込んでいる。直接投資に対するスタンスも、チェコとは異なっている。

このように比較してみると、チェコの堅実な国民経済に対して、ハンガリーはやや浪費的で奔放な国民経済という印象を免れない。ポーランド人はレストランの請求書を踏み倒し、ハンガリー人は他人の勘定に付けなおさせ、チェコ人は節約するのでレストランへは行かないというジョークは、これら3国の国民性と国民経済運営をも表現している。

ハンガリー経済の最大の問題は、やはり94年末で280億ドルに達する対外累積債務であり、輸出に対するデットサービスの比率を相対的に小さくしていくことが至上命令である。借金の絶対水準を減らすことは難しいが、輸出力を飛躍的に伸ばすことでこれを解決していく以外にない。

そのためには、現在の直接投資水準をこの10年間に2倍にすることが必要であろう。また、短期的には為替の切り下げを行い、輸入消費財の価格を高めを設定することで、消費財輸入を抑えることが必要であろう。

こうした対外均衡への配慮とともに、財政の赤字幅を抑えることが不可欠である。93年から国内貯蓄で赤字が補填できず、対外借り入れによって財政赤字を補填する事態に陥っ

ているが、支出面の抜本的な改革と収入増への徴税体制の確立で、赤字を最小限に抑えていかなければならない。

いずれにしても、ハンガリーの浪費型経済には常に、引き締め、省力化、健全経営への政策的配慮が必要である。

4. ポーランド

旧体制下で累積された巨額の対外債務とその返済停止、その結果としてのフレッシュマネーの流入停止、外貨ショップの繁盛と国内商品の欠乏という最悪の事態のなかで、国民通貨の信認失墜と猛烈なインフレの到来が、ポーランドに「ショック療法」の採用を踏み切らせた。

その成果として、インフレが収まり、輸出の増進がみられた。90年の輸出は非硬貨決済を含めると、160億ドルの水準に達している。強力な引き締め政策の結果、工業生産は90、91年と落ち込むことになったが、92年から上昇傾向へ転じ始めた。その意味で、ポーランドの場合には、緊急の経済引き締め策としての「ショック療法」は成功している。

93年の工業生産、GDPとも増加傾向をたどっており、生産回復の軌道に乗ったことを教えている。また、パリクラブでの公的債務の削減交渉成立ののち、ロンドンクラブでの民間債務削減交渉も合意が成立し、ポーランド経済には明るい材料が見えている。

ポーランドの場合、チェコとハンガリーに

比較して、経済活動の絶対水準が極めて低いことに注意すべきである。表11で示したように、1人当たりの輸出入ともこれら両国の3分の1の水準であり、生産や輸出の多少の上昇ではチェコやハンガリーの水準には追いつかない。

93年のワルシャワ証券取引所は1年間で株式指数が12倍に上昇するなど、一躍ホットなエマージングマーケットとして注目を浴びたが、これも資本取引の自由化を利用した外国のヘッジファンドの投機対象になった結果である。94年の急落はバブルの崩壊を目の当たりに見せてくれる。

ポーランドの場合は、「ショック療法」、債務削減、証券ブームなど派手な話題に事欠かないが、いま一つ堅実な話題に欠ける。目先の明るさに比べて、体制転換の課題の重さは他の諸国と全く変わらないどころか、より重いとさえいえ、経済成長へのテイクオフの見

通しが明るいとは言えない。

第一に、インフレ率は依然として高水準にあり、それが国内信用の拡大を妨げている。ハンガリーと同様に、政府の国内債務水準が高く、財政による余剰資金吸収のためにクレジット・クランチを起こしている。

第二に、工業生産の上昇にもかかわらず、失業水準は逆に高まっており、いまだ本格的な上昇でないことを教えている。落ち込み方が大きかったがゆえに、多少の上昇では雇用吸収にはならない。もっとも、ロシア、ドイツ、ウクライナ国境周辺では大規模な国境貿易が行われており、その外貨収入は統計的に捕捉されていない。これらの経済活動が大量の失業者の有力な収入源になっている。

第三に、企業の不良債権の処理が進まず、リストラは始まっていない。企業の革新が進まない現状では、大幅な生産増・輸出増を期待することはできない。

表14 ポーランド経済の推移

	90	91	92	93	94年
G D P (年実質成長率, %)	-8.0	-7.6	2.6	3.8	4.0
工業生産 (年実質成長率, %)	-24.2	-11.9	3.9	5.6	11.0
G P I (対前年上昇率, %)	585.8	70.3	43.0	35.3	33.0
財政赤字/G D P (%)	-0.4	3.8	6.0	2.8	4.0
平均月収 (ドル)	108	166	179	180	192
失業率 (%)	6.3	11.8	13.6	15.7	16.5
輸 出 (100万ドル)	10,865	12,760	13,997	13,585	15,000
輸 入 (100万ドル)	8,649	12,709	13,485	15,878	17,000
経常収支 (100万ドル)	716	-1,359	-269	-2,329	-2,500
年平均為替レート (PLZ/USD)	9,500	10,583	13,631	18,145	22,500

(注) 90年の財政収支は黒字である。94年は野村総合研究所予測。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。

第四に、債務の再編という事情だけでなく、ポーランド経済の魅力の欠如から、直接投資の流入が進まず、技術革新の展望が見えない。

対外債務削減交渉がまとまったことで、新規の融資や外資の流入が期待できるとはいうものの、爆発的なブームを予想することはできない。従って、とりあえずは生産回復の軌道を歩んでいくことは確実であるが、現在の条件の下では生産回復以後の強力な成長を期待することはできない。

5. スロバキア

表11でみる限り、スロバキアの経済水準はポーランドより高く表れているが、これはチェコとの分離によって、従来の国内取引が輸出入に表れたためである。この部分を差し引いてみると、1人当たりの輸出はおよそ600ドル、輸入は760ドルとなり、ポーランドよりやや上という数値になる。

93年1月、チェコからの分離・独立を達成したスロバキアは大方の予想通り、大きな財政負担を背負うことになった。93年の対GDP比の財政赤字は6.8%と高い水準を示しており、分離のコストが高いことを教えている。また、消費者物価も高めに推移している。旧ソ連に隣接していたことで、旧コメコン向けの工業を中心に大幅な生産低下が続いており、93年もその低下に歯止めがかからなかった。93年の工業生産の水準は89年の55%程度と予測される。そのことは失業率の推移からも観察でき、93年を通して失業率は増大の傾向をたどっている。

他方、94年に入って、GDP、工業生産とも上向きに転じており、スロバキア経済も底を脱しつつある兆候を示している。対チェコとの貿易取引は縮小気味に推移しており、その部分が対西側との取引増となっているが、93年の10億ドル貿易赤字に続き、94年も同程

表15 スロバキア経済の動向

	90	91	92	93	94年
G D P (年実質成長率, %)	-2.5	-14.5	-7.0	-4.1	2.0
工業生産 (年実質成長率, %)	-4.0	-25.4	-13.7	-13.5	1.0
C P I (対前年上昇率, %)	10.6	61.2	10.0	23.2	16.0
財政赤字/G D P (%)	0	3.9	3.1	6.8	6.0
平均月収 (ドル)	179	127	160	174	183
失業率 (%)	1.6	11.8	10.4	14.4	15.0
輸出 (100万ドル)	—	3,449	3,624	5,469	6,000
輸入 (100万ドル)	—	3,608	3,564	6,305	6,300
経常収支 (100万ドル)	—	—	—	-698	-200
年平均為替レート (SKK/USD)	17.95	29.48	28.26	30.77	33.0

(注) 93年より独立後のデータ。5割増は対チェコ貿易によるもの。94年は野村総合研究所予測。

(出所) ウィーン比較経済研究所のデータベースを基に野村総合研究所作成。

度の規模の赤字が記録されることが予想される。国立銀行の外貨準備が5億ドル水準であることを考慮すれば、外貨の資金繰りは厳しいと言わざるをえない。

もっとも、対外累積債務は93年末で33億ドル、利子・元本のデットサービスが6億ドルの水準で、対西側輸出でみた比率はおおよそ19%である。まだ、借り入れの余裕は十分にあるが、直接投資が停滞しているなかで、西側からの輸入が急速に増え、貿易赤字を記録する傾向が続けば、債務の負担は急速に重くなるだろう。外資流入の停滞（94年初頭の投資残高は4億ドル弱）と民営化の遅れが目立っているだけに、この懸念は拭いきれない。

いま一つ、スロバキアの弱点は、政治的な不安定さにある。チェコからの分離を強引に推進した民族主義者メチアール率いる「民主スロバキア運動」は、94年3月のメチアール首相退陣以後も依然として強い影響力をもち、9月総選挙で第1党の地位を確保した。メチアール派は政敵への報復と外国資本への警戒を特徴としており、そうした強権的な政治姿勢が社会的安定を危うくさせる要因となっており、ようやく12月中旬に成立したメチアール内閣がどこまで存続するかが今後の焦点である。

民営化とハンガリー人少数民族問題で狭隘な姿勢をとるスロバキアの新内閣の政策が明確な改革方向に向かうまで、外資の流入は小さなものとどまるだろう。

III. 中欧資本市場：リ・エマージング

1. 概 観

いわゆる「東欧革命」後、中欧諸国では相次いで証券市場が開設された。第二次世界大戦前まで中欧諸国には証券市場が存在しており、今回の開設は再開と呼ぶべきであろうが、50年以上の中断はあらゆるノウハウを失わせることになったし、既に証券市場として利用されていた建物も別の用途に流用されていたから、実態的には新規の開設と変わらないものであった。

中欧4カ国のなかで最も開設が早かったのはハンガリーである。90年6月のブダペスト取引所の開設に次いで、91年4月にワルシャワ取引所が、それから2年経ってプラハとブラチスラバの取引所が開かれた。こうした時間的なラグはそれぞれの国民経済の事情を反映しており、開設以後の発展の仕方も、それぞれの国によって、かなり異なった様相を示している。表16に挙げた中欧諸国のうち、スロベニアとブラチスラバの取引所は、開設以後の民営化の動きが鈍く、大きな発展をみせていない。

市場経済の発展度が最も高く、民営化の動きも早かったハンガリーは、この地域で唯一の銀行・証券分離の「有価証券法」を採用し、かつ株式の上場基準を厳しくすることで、慎重な取引所の運営を目指すことになった。株

式市場の上場銘柄数が91年末の20銘柄から93年末の28銘柄とほとんど増えていないのは、こうした理由による。

株式市場の低迷に比べ、国債とTBの取引が92年を通して増え続け、93年の取引高で取引所全体の9割弱を占めるという異常な発展を見せている。GDPの6～7%にも上る財政赤字の金融手段として取引所が活用され、ブダペスト取引所は財政赤字の金融手段の多様化に貢献することになったのである。

これに対して、チェコの場合、民営化の遅れを取り戻すために、いわゆる「クーポン民営化」と呼ばれる思い切った手段が利用され、国営企業を一挙に株式会社化し、その株式を国民に配分したクーポンと交換するという手法が採用された。これによって、92年から94年の間に、国営企業の7割がクーポン民営化企業になったのである。チェコではこのようなクーポン民営化企業の株式の流通市場を確保するために、取引所の上場基準に制限されない売買の活性化が重視された。

この結果、取引所を経由しない複数の株式取引が生まれ、これを後追いする形で取引所が開設されるという経過をたどった。94年初で取引所の上場銘柄が10に対し非上場銘柄が950あり、取引所、直接取引、店頭、RMシステム（クーポン登録所をコンピュータで結ぶ取引）の複数ルートで自由に取引されるシステムが機能しているが、これはクーポン民営化という手法から帰結したものである。94年上半期においても取引所のウェイトは低かったが、下半期に入って上場銘柄が一挙に増え、次第に取引所経由の取引への移動がみられ、複数の株式取引の経路が整理されつつある。

ポーランドの場合もハンガリーと同様に、民営化のテンポが遅れたことで、上場銘柄数は微増にとどまっており、取引所の開設からまる2年間はほとんど音沙汰なしという状態が続いていた。このワルシャワ取引所を一躍ホットな市場にしたのは93年中の12倍の急騰である。この高騰は株式上場に際した需給の

表16 中欧の証券取引所（93年末）

	取引所名	設 立 年	会 員 数	取引証券数
スロベニア	リュブリアナ	90.3.29	58	25
ハンガリー	ブダペスト	90.6.21	52	62
ポーランド	ワルシャワ	91.4.16	25	31
スロバキア	ブラチスラバ	93.4.02(オプション)	8	8
		4.06	12	12
チ ェ コ	ブ ラ ハ	93.4.06	62	10

（注）スロベニアとスロバキアのデータは93年5月のもの。取引証券数は株式のほか、TB・国債を含む。ブラハ市場は94年中に上場企業が急増し、取引証券数も急増している。

（出所）野村総合研究所

ミスマッチ、会社業績の過大評価、ポーランド経済の回復の過大評価などが相乗的に株式ブームをあおった結果であるが、ワルシャワ市場の沸騰が新たなエマージング・マーケットの出現というニュースを世界に広げることになり、93年下半年からポーランド株を対象にした外国の投資ファンドが組まれ始めたことで、94年初に更に急騰することになった。外国人投資家の動きは次第に活発になり、94年の1～2月にはワルシャワだけでなく、プラハ、ブダペストでも取引が膨らみ、株式指数が高騰したが、それでもワルシャワ市場の上昇は異常なものであった。明らかにヘッジファンドの投機対象となった結果であり、ヘッジファンドがロシアへターゲットを移してポーランドを去ったことが、94年春の暴落の原因と考えられる。

このように、同じ中欧3カ国でも市場経済化への前提条件が異なり、従って資本市場の

発展の動態が異なっている。ワルシャワ市場がヘッジファンドの対象になったのはそれなりの理由がある。チェコは変則的な市場構成で、外国の投資家は非上場クーポン民営化企業への投資リスクはとれないし、他方ハンガリーの場合には国債市場は外国投資家には開放されておらず、株式市場は小さいという事情があった。それに対して、ポーランドは債務再編のためにフレッシュマネーの流入が途絶えており、外資呼び込みの必要から、資本勘定まで交換性の回復を一挙に進めたことが外国投資家のターゲットになったと考えられる。

2. 現 状

ポーランド、ハンガリー、チェコ、スロバキアの中欧4カ国の株式市場は急速に拡大している。特に、94年に第2四半期より、チェコの取引所にクーポン民営化された公益・銀

表17 中欧4カ国の株式市場（94年11月30日現在）

（単位：100万ドル）

産業セクター	ワルシャワ		プ ラ ハ		ブダペスト		ブラチスラバ	
	銘柄数	時価総額	銘柄数	時価総額	銘柄数	時価総額	銘柄数	時価総額
素材・資材産業	11	487	6	557	4	99	4	99
資 本 設 備	5	98	3	117	0	0	0	0
消費財・サービス	16	1,519	10	868	31	1,377	5	3
エ ネ ル ギ ー	0	0	0	0	0	0	2	691
金 融	6	1,035	8	2,252	5	108	5	311
公 共 サ ー ビ ス	0	0	6	3,222	0	0	0	0
合 計	38	3,139	33	7,016	40	1,584	16	1,104

（注）ブダペストは1部上場14銘柄に、2部上場26銘柄を含む。ただし、NRI東欧インデックスは1部上場のみを対象にしている。他の市場は一部上場株に、若干の非上場株を加えたNRI東欧インデックス銘柄。

（出所）NRI東欧インデックスほかのデータより野村総合研究所作成。

行が上場されたことで、プラハ市場の時価総額が一挙に膨らみ、中欧市場が厚みを増した。チェコの場合、94年に入って取引所が次第に株式取引の中心になりつつあり、これまでの変則的な複数ルートによる取引が整理され

表18-a ハンガリー株トップテン

(単位: 100万ドル)

会 社 名	セクター	時価総額
MATAV	テレコム	2,077
MOL	エネルギー	1,185
Gedeon Richter	医薬品	280
Fotex	小売業	217
Chinoim	医薬品	191
Egis	医薬品	175
Pick	食 品	146
Pharmavit	医薬品	115
Zwack Unicum	飲 料	91
Danubius	ホテル・チェーン	82
総 計		4,559

(注) 2部上場、O T C株を含む。94年11月30日現在。
以下の表も同じ。
(出所) 野村総合研究所

表18-c チェコ株トップテン

(単位: 100万ドル)

会 社 名	セクター	時価総額
CEZ	エネルギー	2,689
Komerční Bank	銀 行	1,228
Ceska Sportelna	銀 行	693
Cokoladovny	食 品	326
Sklo Union	建 設	178
Zivnostenska Bank	銀 行	156
Elektrárny Opatovice	公 益	152
Setuza	食 品	108
Moravskoslezské T.	公 益	90
Vodni Stavby Praha	建 設	88
総 計		5,708

(注) 非上場株を含む。
(出所) 野村総合研究所

つつある。これまで、非上場のクーポン民営化企業の株式が取引の大部分を占めたことから、プラハ市場の投資家は国内のパウチャー・ファンドが中心であった。こうした事情が時価総額に比べて、低い取引高を説明して

表18-b ポーランド株トップテン

(単位: 100万ドル)

会 社 名	セクター	時価総額
Bank Slaski	銀 行	453
Wedel	食 品	403
Elektrim	商 業	282
Zywiec	醸 造	262
WBK	銀 行	173
Bank Rozwoju Ex.	銀 行	160
Mostal Export	商 業	128
BIG	銀 行	104
Universal	商 業	101
Agros	商 業	95
総 計		2,161

(注) 非上場株を含む。
(出所) 野村総合研究所

表18-d スロバキア株トップテン

(単位: 100万ドル)

会 社 名	セクター	時価総額
Slovnaft	エネルギー	430
Nafta	エネルギー	250
VUB Kupon	投資ファンド	215
VSZ Koice	鉄 鋼	192
VUB Bank	銀 行	95
Slovenska Poistovna	保 険	89
Biotika	化 学	36
Plastika Nitra	化 学	29
Harvard Divident	投資ファンド	26
IRB	銀 行	25
総 計		1,387

(出所) 野村総合研究所

いる。今後、取引所が整備されるに従い、外国人投資家の参入が期待でき、取引高も増加しよう。

プラハ市場で留意すべき点は、非上場のクーポン民営化企業が上場される場合、総じて時価総額が下落することである。これは非上場企業の会計処理がいまだ国際会計基準に基づいておらず、資産評価もかなり甘くなっていると考えられるからである。チェコ経済のマクロのパフォーマンスの良さに比べ、個別企業の業績は不明な点が多いとされることから、上場企業が増えても、市場規模の拡大は緩慢になろう。

ポーランドの場合、すべての取引はワルシャワ市場を経由することが決められており、取引の幅が狭められている。94年末現在、ADR取引が検討対象になっており、次第に取引の自由化が行われよう。

94年初に60億ドルに膨れ上がった時価総額は、11月現在でその半分の水準に落ち着いている。ヘッジファンドが去った現在、取引の主要な参加者は国内の個人投資家である。と

はいえ、依然として、ワルシャワ市場の株式取引高は中欧で最も大きい。今後のワルシャワ市場の拡大は一にも二にも大衆民営化プログラムの実行にかかっている。95年から本格化する大衆民営化が、停滞気味の資本市場に活力を与えることになろう。

ハンガリーの場合、一部上場銘柄が14と少ないが、これは上場基準が厳しいことによる。上場株の取引に比べて、二部上場銘柄とOTC取引が活発であり、一部上場銘柄の取引の2倍ある。これはエネルギーとテレコムの大企業株がOTCで取引されているからである。ブダペスト市場の投資をリードしているのは外国の機関投資家であり、ウィーンでのOTC取引も活発に行われている。

95年には新たな民営化のプログラムが開始され、SPA（国家資産管理庁）所有の株式が放出されることになる。近い将来に予想されるエネルギーと公益企業の民営化の進展、銀行の民営化によって、市場は着実に拡大していくだろう。

スロバキアの場合、既に優良企業の上場が

表19 中欧株式市場の構造（94年11月30日現在）

	ハンガリー		ポーランド		チェコ		スロバキア	
	株式数	時価総額	株式数	時価総額	株式数	時価総額	株式数	時価総額
上場株	14	\$ 1.1 bn	35	\$ 3.0 bn	30	\$ 6.7 bn	13	\$ 1.2 bn
+ 非上場	40	\$ 1.6 bn	42	\$ 3.3 bn	998	\$ 13.1 bn	512	\$ 2.0 bn
+ OTC	54	\$ 4.8 bn	—	—	—	—	—	—
週平均取引高								
上 場		\$ 15m		\$ 100m		\$ 20m		\$ 1 m
+ 非上場 (OTC)		\$ 45m				\$ 22m		\$ 8 m

（出所）野村総合研究所

済んでおり、非上場のクーポン民営化企業の資産価値も大きくない。プラチスラバ市場の主たる投資家は国内のバウチャー・ファンドである。市場の拡大はあまり期待できない。政治的な不安定さも外国人投資家の参入を阻んでおり、スロバキアの新政府が民営化と外資に対する明確な姿勢を示し、投資環境を整備することが要請される。

なお、表18は各国株式市場で取引されている銘柄を、時価総額の順位で見たものである。それぞれの株式市場をリードするセクター構成は、各国の民営化のプライオリティや、産業的な特徴を示すものとしても興味深い。

3. 特 質

中欧4カ国の資本市場はヨーロッパの新たなエマージング・マーケットであるが、旧来のエマージングとは異なった特徴をもっている。

まず第一に、1人当たりGDPの水準は2,000～3,700ドルにあり、従来のエマージング・マーケットの水準をはるかに超える。この事実が資本市場の発展の重要な規定要因として作用しよう。

第二に、GDP水準の高さは生活水準のみならず、教育・文化水準の高さを表しており、それは社会の安定性を意味していよう。社会的な安定性は政治的なリスクの低さを表現しており、その面でみた市場のボラティリティ要因は中・長期的に低い。

第三に、教育水準の高さは資本市場の制度確立面にも見られ、短期間のうちに先進国の制度の移入が行われ、かつ機能している。

第四に、西側世界から隔離されていたことで、労働力の水準に比べて賃金が低く、この面で国際競争力がある。それは今後の輸出市場の拡大、直接投資の呼び込みで、有利な地位を占める。西側世界との平準化の動きが高まるにつれ、労働力、資本設備の再評価が進行し、1人当たりGDPは着実に増加しよう。

第五に、EFTA諸国のEU加盟に次いで、中欧は統合ヨーロッパの次の候補であり、今世紀末にかけてEU加盟が現実化するに従い、新たな投資ブームが予想され、これが契機となってEU平均のGDPへ接近することになる。

第六に、既に1人当たりGDPが高い水準にあることから、アジア諸国に見られる倍々ゲームのような経済成長はありえない。その意味で、従来のエマージング・マーケットのような高い収益は期待できないが、中・長期の堅実な成長とモデストな収益が確実なマーケットである。

第七に、アジアやラテン・アメリカ諸国と違い、一つ一つの国の規模（人口、国土）は小さく、将来にわたって人口の爆発的な増大や、新しい産業分野の勃興のような要因は存在しない。一般的な意味で、市場規模が中欧市場の発展を限界づけている。他方、中欧がバルカン諸国や旧ソ連の共和国のフロンティ

アとなることで、中欧経済の輸出市場が東へ伸びるに従って生産規模が拡大するだけでなく、国内市場も深化するだろうから、現在の中欧経済市場の限界は絶対的なものではない。

総じてみれば、中欧資本市場は「安定性」、「堅実性」、「小さな市場規模」で特徴づけられ、従来のエマージング・マーケットの範疇には入らない。従って、我々は中欧市場をヨーロッパの新たなエマージングとして、「リ・エマージング」としてとらえることを提案したい。

4. 展 望

中欧資本市場の発展を考えると、従来のエマージング・マーケットとは異なる GDP 成長要因があることに注意しなければならない。

中欧 4 カ国の人口数で加重平均した 1 人当たり GDP は、94年で2,730ドル程度となる。EU 加盟が現実化するためには、中欧諸国としてせめて EU 平均 1 万7,000ドルの半分の水準に到達しておくことが望ましい。現在的水準から EU 平均の半分である8,500ドルの水準へは、GDP の 3 倍増が必要である。単

純に計算して、95年から2001年までの7年間にこれを達成する場合、年率で17.6%平均の成長が必要である。もちろん、ハンガリーの場合には12%、スロバキアの場合には22%程度の成長が必要という意味では、同じ中欧でもこの水準達成の難易度はかなり異なる。

中欧経済の現状からみて、平均17%の成長はかなり高い要求である。7年間でGDP 2倍増のケースですら、年率10%の成長を要する。ヨーロッパ経済の現状からみて、このケースでも、達成が難しいように見える。

確かに、市場経済が既に確立されたヨーロッパ経済の現状で、年率10%の成長が長期に持続することを想定しづらいが、中欧経済は今まさに市場経済の本格的な構築に入ったばかりであり、市場経済化の進展に伴って、国民経済の構造的な変化が生じつつある。その構造的な変化が単に生産性の向上と生産規模の拡大による GDP の増加だけでなく、構造変化の要因による GDP の増加をもたらす。それが市場経済への転換に際して GDP の急速なキャッチアップ現象となって現れ、GDP の高い成長率となって現象する。これ

表20 中欧の1人当たりGDP比較(93年)

(単位: USD)

	チェコ	ハンガリー	ポーランド	スロバキア	スロベニア
a. 公式レート GDP	3,067	3,694	2,231	2,065	6,272
b. 購買力平価 GDP	7,777	6,445	5,137	5,900	7,715
c. b / a	2.54	1.74	2.30	2.86	1.23
d. EU 平均 / a	5.54	4.60	7.62	8.23	2.71
e. EU 平均 / b	2.19	2.64	3.31	2.88	2.20

(注) EU 平均は 1 万7,000ドルで計算。購買力平価 GDP はウィーン比較経済研究所の数値。

(出所) 野村総合研究所

を「GDP再評価プロセス」とでも名付けることができよう。

いま、この「再評価プロセス」を促進する要因を列挙してみると、次のようになろう。

第一に、相対価格体系の転換である。長期にわたる人為的な価格規制によって、旧社会主義国の価格体系は市場価格体系からかなりの程度、乖離している。特に消費バスケットでみた1人当たりGDPの場合、旧社会主義国の消費財が公定価格によって規制されていたことで、西側の市場価格より低い水準に抑えられている。まさにこれこそ、表20に見られる公式レートと購買力平価で見たGDPの違いである。この二つの数字の収斂は価格体系の転換だけでなく、以下の諸要因と合わさって実現する。

第二に、社会主義経済で抑圧されていたサービス産業が、かなりの勢いで成長している点である。旧体制の下ではサービス業の発展が抑制されていただけでなく、その統計的な捕捉もおざなりにされてきた。しかし、実際には裏経済活動として各種のサービス活動が存在し、その計測がGDP統計には表れていなかった。現在でも、各種サービス業のGDP捕捉はほとんど行われていないといってよい。これまでの国民経済計算の東西比較の経験からみても、サービス活動の自由化とサービス統計の整備によって、GDPは少なくとも20%は増加する。

第三に、外国資本の流入によって、労働力

の再評価プロセスが進行する。既述したように、労働力の質に比べて、賃金は低い。中欧4国で最も高いハンガリーですら、オーストリアの6分の1である。しかし、この賃金格差は外資の流入に伴って、急速に解消されていくだろう。それは労働力の再評価プロセスそのものであり、個人所得水準の急テンポのキャッチアップとして表れ、GDPを押し上げる。

第四に、再評価は労働力のみならず、市場的な価値のある資産全般について進行しよう。それは企業の資本設備、発明・特産物、不動産、観光資源等、すべてについて言える。もちろん、再評価によって、価値が下がるものもあるし、場合によってはマイナスにすらなるものがある。しかし、少なくとも優良企業の資産については確実にプラス方向の再評価が生じるし、市場化の進行によって、埋もれていた資産に市場価値が付与される場合もある。

このような要因を考慮すると、再評価プロセスによるGDPの増加が5～7年の中・長期にわたって、年率10%の単位で進行することを想定することは、それほど過大な評価とは言えない。この再評価プロセスこそが、中欧経済を「リ・エマージング」として特徴づけるものであり、再評価効果に労働生産性の増大を加算すれば、年率10～15%程度のGDPの増加は十分に達成可能な水準である。

我々の予測では、中欧経済が市場経済化を

進めていけば、7年程度の期間にEU平均の半分の1人当たりGDP水準を達成するのは困難ではないと考える。そして、資本市場の時価総額はそれ以上のテンポで拡大しよう。こうした発展のなかで、中欧諸国のEU加盟がますます現実化することになるだろう。

既に指摘したように、この場合でもチェコ、ハンガリーの先進グループと、ポーランド、スロバキアの後進グループとでは目標達成の難しさはかなり異なる。先進グループがEU平均GDPの半分の水準に達するのは間違いがないが、後進グループの目標達成は難しいだろう。

問題は、再評価プロセス終了以後である。21世紀初頭から始まるEU平均への接近は、相応の技術と資本の移転を必要とする。EU加盟の現実化が新たな直接投資ブームを引き起こせばそれが実現され、EU平均への接近が進もう。後進グループがこの直接投資ブームに取り残される場合は、中欧内の格差が拡大することになるだろう。

IV. 市場経済化の到達度

1. 体制転換の難易度

これまで中欧経済に焦点を当てながら、体制転換経済の現状と展望を概観した。最後に、旧ソ連・東欧経済の現段階の評価について、EBRDによる評価と対比しつつ、我々の総合的な見解を述べてみたい。

筆者は『体制転換の経済』において、体制転換を規定する七つの要因と三つの制約条件を提示し、この10個の条件について、五つの地域経済グループの体制転換の難易度評価を行っている。

詳しい解説は拙著に譲るが、表21の要因・制約のうち、いくつかの要因・制約は説明を要する。

民営化制約とは、民営化しようにも、資本がない、技術がない、経営のノウハウがないという悪循環によって、民営化が進展しないことをいう。対外制約は、債務の累積、あるいは国民経済の状況によって、国際金融市場からの資金調達能力がなく、資本設備の更新や資源の輸入ができず、行き詰まり状態にあることをいう。また、エネルギー制約は図3に描いた状態をいう。

マイナス要因のうち、産業構造とは重厚長大型の旧体制時代の産業構造をいい、プラス要因のうち経済の自立度は国民経済主権の存在と経済管理の経験・能力をいう。

表21はコントラストを明確にするように作成されているが、ここから見られるように、中欧経済とそれ以外の経済では、現在のところ、ここに見られるような差異が存在している。まさに、プラスの世界とマイナスの世界に分裂しているのである。ここからも、「体制崩壊恐慌」と「体制転換不況」の違いを実感することができよう。

ここで見られるような体制転換の難しさは、数年の単位で解決されるものではなく、少なくとも10年を単位とする歴史的な変化によって、ようやくにして一つ一つの困難が解決されていくと考えるべきであろう。この点で、以下に見る EBRD の相対的な評価とは区別

されることに注意されたい。

2. EBRD の市場経済化ランキング

94年10月、EBRD (European Bank for Reconstruction and Development) は、旧ソ連・東欧25カ国の市場経済化の現状を測定したレポートを公表した (*Transition Report October 1994-Economic Transition in Eastern Europe and the Former Soviet Union*)。表22は日本の各紙でも「EBRDの通信簿」として紹介されたもので、六つの項目の総点を最後の欄に付したものである。

各項目は最低ポイントの1点から最高ポイントの4点が与えられる。

表21 体制転換の難易度比較

	中欧	バルカン	スラブ3国	中央アジア	バルト3国
プラス要因					
西欧との距離	○	△	×	×	○
市場経済の萌芽	○	△	×	×	○
経済の自立度	○	△	×	×	△
マイナス要因					
旧体制の遺産	×	○	○	○	△
国家独占の強度	△	△	○	○	×
産業構造	△	○	○	△	×
ロシア依存度	×	○	○	○	△
マイナス制約					
民営化制約	×	○	○	△	○
対外制約	×	○	○	○	○
エネルギー制約	×	○	○/×	○/×	○
合計ポイント	8	-6	-9	-7	-3

(注) ○はその要因(制約)が強いこと、×は弱いこと、△はその中間を意味する。プラス要因は、○、△、×の順に、1, 0, -1のポイントを与え、体制転換に寄与すると考える。マイナス要因(制約)は、逆に、×、△、○の順に、1, 0, -1のポイントを与え、体制転換に寄与すると考える。すべての要因でプラスであれば10点満点となり、すべてがマイナスであれば-10点となる。

(出所) 拙著『体制転換の経済学』184頁。

大規模民営化項目では、50%以上の国営企業がコーポレート・ガバナンスに裏付けられて民営化されている場合に4点、50%未満25%以上の場合に3点、やや進展が見られる場合が2点、ほとんど進んでいない場合に1点となる。

小規模民営化項目では、包括的なプログラムが既に実施された場合に4点、ほぼ実施さ

れているが重要な部分で不足している場合に3点、かなり進んでいる場合に2点、ほとんど進んでいない場合に1点となる。

リストラ項目では、コーポレート・ガバナンスを向上させるプログラムが実施され、かつ企業レベルでタイトな金融規律が貫徹し、大規模な産業複合体が解体されている場合に4点、その実施の構想が既に存在し、実施に

表22 EBRDによる旧ソ連・東欧諸国の市場経済化ランキング

	企業の民営化・リストラ			市場の自由化		金融制度	総合得点
	大規模 民営化	小規模 民営化	企業 の リストラ	価格自由化 競争促進	貿易・為替 の自由化	銀行制度改革	
アルバニア	1	3	2	3	4	2	15
アルメニア	1	3	1	3	2	1	11
アゼルバイジャン	1	1	1	3	1	1	8
ベラルーシ	2	2	2	2	1	1	10
ブルガリア	2	2	2	3	4	2	19
クロアチア	3	4	2	3	4	3	19
チェコ	4	4	3	3	4	3	21
エストニア	3	4	3	3	4	3	20
マケドニア	2	4	2	3	4	2	17
ゲルジア	1	2	1	2	1	1	8
ハンガリー	3	4	3	3	4	3	20
カザフスタン	2	2	1	2	2	1	11
キルギスタン	3	4	2	3	3	2	17
ラトビア	2	3	2	3	4	3	17
リトアニア	3	4	2	3	4	2	18
モルドバ	2	2	2	3	2	2	13
ポーランド	3	4	3	3	4	3	20
ルーマニア	2	3	2	3	4	2	16
ロシア	3	3	2	3	3	2	16
スロバキア	3	4	3	3	4	3	20
スロベニア	2	4	3	3	4	3	19
タジキスタン	2	2	1	3	1	1	10
トルクメニスタン	1	1	1	2	1	1	7
ウクライナ	1	2	1	2	1	1	8
ウズベキスタン	2	3	1	3	2	1	13

(注) 総合得点欄は筆者が付したものの。

(出所) EBRD, *Transition Report - October 1994*, p. 10.

移されようとしている場合に3点、金融規律・破産法の緩い施行が行われている場合に2点、金融規律がソフトな場合に1点となる。

価格自由化では、包括的な自由化・競争化が実施され、かつ反トラスト法が機能している場合に4点、反トラスト法はないが包括的な自由化が実施されている場合に3点、重要な製品に価格規制が残っている場合に2点、ほとんど公定価格のまま残っている場合に1点となる。

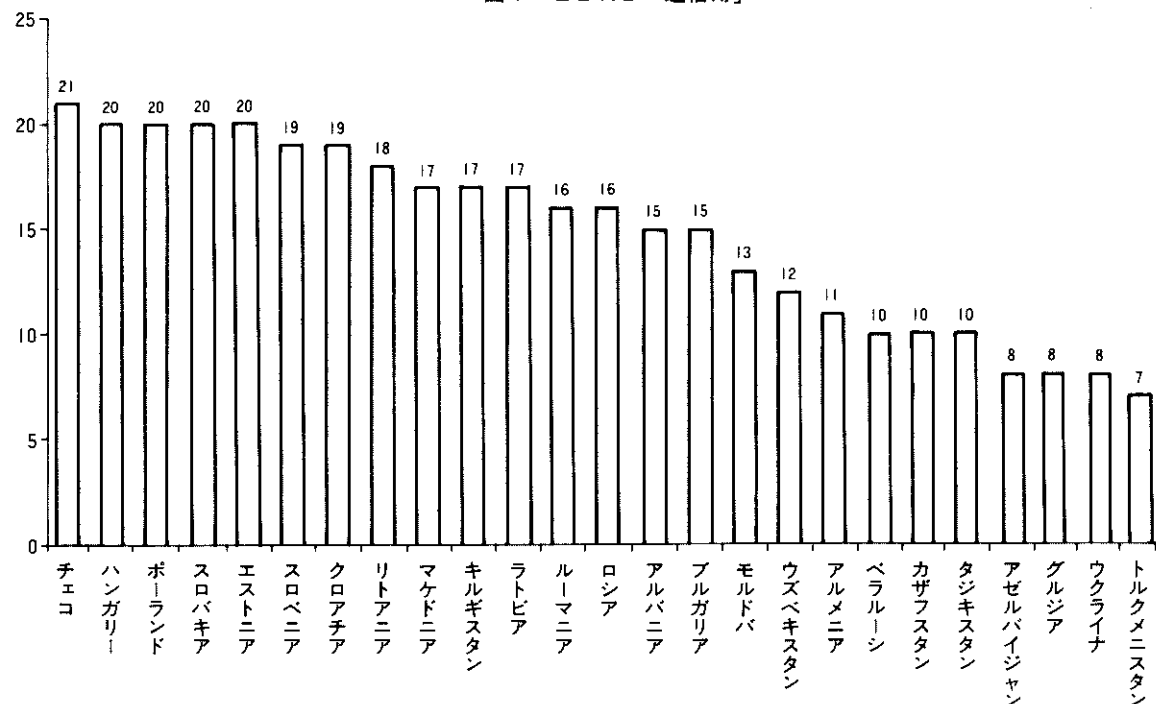
貿易自由化では、輸出入の数量規制がほとんどなく、經常勘定の為替交換性が実現している場合に4点、輸入規制がほとんどなく、

經常勘定の交換性がほぼ実現されている場合に3点、輸入規制はほとんどないが、複数の為替レートが存在して為替制度が透明でない場合に2点、輸入規制と為替規制が強く残存している場合に1点となる。

銀行制度では、銀行間の競争が機能し、堅実な監督機能が働いている場合に4点、銀行の自己資本強化が図られ、監査・監督機能が整備され、民間銀行のウェイトも高い場合に3点、利子率が信用供与に十分に作用している場合に2点、商業銀行の分離以上に進展が見られない場合に1点となる。

前節で見た体制転換の絶対的な難易度と違

図4 EBRD「通信簿」



(出所) 野村総合研究所

い、EBRD の評価は市場経済改革の相対的な前進度を測ったものである。総合得点でみて、チェコが24点満点の21点と最高点が付けられ、その後にハンガリー、ポーランド、スロバキアが続く。図4に示されるように、得点順に改革進展度によるグループ分けが可能であるが、これは経済発展の絶対水準と関係ないことに注意しなければならない。

例えば、スロベニアがブルガリアやクロアチアと同じ点数が付けられていることから分かるように、この総合得点はGDPや輸入額などのような経済規模の絶対水準とは無関係に、改革の進展度のみを比較していることが分かる。それゆえ、ここからスロベニアの経済状態がブルガリアのそれとほぼ同じであるとか、キルギスタンの経済状態がウズベキスタンより良いと結論してはいけない。

改革の相対的進展度は将来の長期経済発展に寄与するだろうが、現段階の経済状態と比例的な関係がなく、EBRDの総合得点を経済発展度と読み違えないことが重要である。その意味で、個別経済の改革度を見るには適切であるが、国ごとの得点比較には限定的な意味しかもたないことに注意したい。

3. EBRD「通信簿」の読み方

EBRDの「通信簿」はいわば「大変良くできました」、「良くできました」、「もう少し頑張らしましょう」、「努力が足りません」という相対評価である。従って、キルギスタンと

ハンガリーの大規模民営化が同じ3点だからといって、民営化の進展度が同じと考えるとその数値の背後にある民営化の絶対水準（質量）が隠れてしまう。単一の数値によって表現することで、その背後にある質的量的な差異が捨象されることはあらゆる数値化に共通することであるが、このことは国民経済の絶対水準が本質的に違う国同士の相対数値の比較に意味がないことを教えている。民営化進展度の場合、ハンガリーを他の中欧諸国と比較することに意味はあるが、中央アジアの諸国との比較には何の意味もない。

もっとも、もともとのEBRDの評価表には総合得点欄はなく、改革の先進グループ、中進グループ、遅れたグループという解説がなされているだけであるが、日本の各紙では総合得点による順位が付されており、誤解を引き起こす扱いになっている。

同じことはすべての項目についていえ、価格の自由化がハンガリーとウズベキスタンが同じ3点だからといって、同程度の価格メカニズムが機能しているとは言えない。ここでも、製品の質量の区別が捨象されているだけでなく、法令上の措置と、実際の施行状況の区別が明確にされていない点で、二重に誤解を生じさせる。

同じことは貿易・為替の自由化についても言える。経常勘定の原則的な交換性保証が実際の交換性を保証しないことは、外貨事情が悪い諸国で日常的に見られる事実であるが、

EBRD の評価ではそこまで踏み込んで分析していない。ルーマニアやブルガリアが4点の評価を受けている理由である。

全般的に、EBRD の評価はかなり甘く、建て前と現実の差異を十分に考慮していないために、国ごと、地域ごとの明瞭な区別が付きにくくなっている。同じことは、GDP の民間セクター産出率についても言える。これをグラフ化したものが図5である。図から明らかなように、EBRD の評価に従えば、既に25カ国中9カ国で当該比率が50%を超えている。

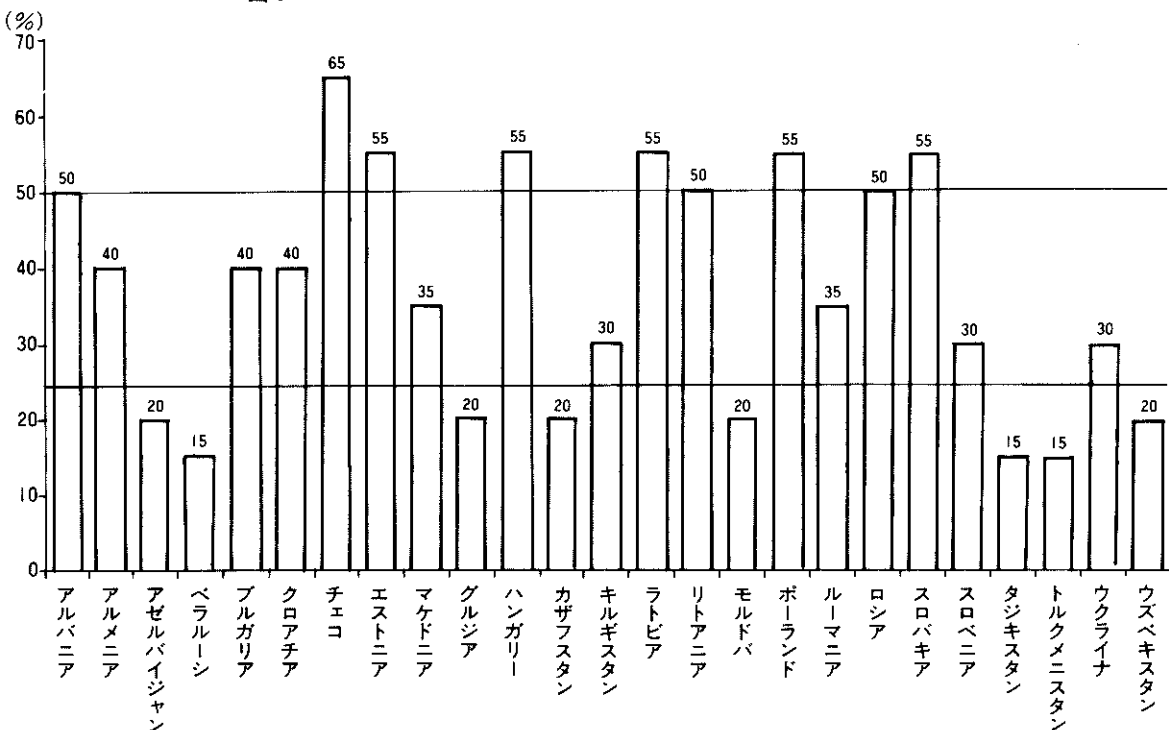
果たして、体制転換を開始してわずか数年

のうちに、9割以上もあった国営分野が民間分野にとって代わられるものだろうか。このようなテンポで市場転換が生じれば、もう数年のうちに西側の市場経済と肩を並べることになる。

GDP 統計が整備されていないこれら諸国の推計はかなりラフに行われており、非国営の就業人口から推定したり、国民経済の総生産資産に占めるバウチャー民営化企業のウェートから推定されている。この点で、統計的な捕捉の問題と、民営セクターの定義の問題が存在すると言えよう。

前者は技術的な問題であるが、後者は民営

図5 GDPの民間セクター産出率（94年上半期、EBRD推計）



（出所）野村総合研究所

化の中身にかかわるものである。すなわち、パウチャー民営化あるいは従業員持ち株によって「民営化」された企業は法的な意味で「非国営」企業であり、単に国営でないという意味で「民営」である。この場合、法的な所有形態が変わっただけで、企業経営が全く変わらない場合でも、「民営企業」ということになる。しかし、コーポレート・ガバナンスの裏付けがなければ、経済的な意味で民営企業とは言えないだろう。そうした民営企業への成長のためには、資本、技術、経営の3要素が注入されなければならない。そこに民営化の難しさがあるのであって、単に法的な意味で非国営形態をとることが、民営化の目標ではない。

EBRDのGDPの民間セクター比率が高めに出ているのは、法的な意味でのみ「民間企業」を捕捉しているからである。この「民営」企業は西側という民営企業と同じではないことに注意しなければならない。その意味で、EBRDの評価はかなり底上げされていると言わざるをえないだろう。

4. 体制転換経済の展望

ここまで、中欧諸国を中心に体制転換にある経済の現状をみてきた。これまでの叙述から、旧ソ連・東欧諸国は現在どのような歴史的な過渡期にあると言えるのだろうか。また、これらの諸国にはどのような将来展望が描かれるのだろうか。これまで述べてきたことか

ら明らかなように、体制転換を規定する要因によって、市場経済への転換度合いは国ごと地域ごとによりかなり違った様相を呈しており、一律の予想はできない。以下、筆者の歴史予想を込めて、地域ごとの将来展望を簡単にスケッチしてみたい。

まず、スロベニアを含めた中欧5カ国は着実に市場経済への転換が進行していると考えてよい。本稿でも詳しくみたように、ヨーロッパのリ・エマージングとして、ますます注目を浴びる存在になるだろう。他方、中欧内部の格差の拡大の可能性も否定できない。なによりも、直接投資が流入しているハンガリーやチェコと、それ以外の諸国では将来の生産力と輸出力に大きな格差が生じると考えられるからである。中欧諸国がEUの中程度の国に接近するに際して、直接投資が大きな鍵を握っている。長期的にみても、チェコとハンガリーが中欧をリードしていこう。今世紀末にはこれらの諸国のEU加盟が現実化しよう。

次に、クロアチアを含めたバルカン3国であるが、ボスニア・ヘルツェゴビナの戦時状態が続いている限り、ブルガリアとクロアチアの展望は暗い。ルーマニアについても、成長への契機や要因が見えない。バルカン諸国の場合、体制転換以前に、生産回復の条件を作っていくことが優先される。ロシア市場の回復、近隣諸国との経済協力の推進がまず必要とされる。生産の回復は21世紀初頭まで待

たざるをえず、EU加盟は中欧に比べ、確実に5年は遅れよう。

旧ソ連の共和国のうち、バルト3国については、経済規模が小さい分だけ、国民経済管理は容易であろう。既に下方スパイラルが止まり、恐慌からの脱出の気配が見えるから、バルカン諸国より市場経済への転換と生産回復は早いであろう。それでも、本格的な経済成長は21世紀となる。一つ一つの経済規模が小さく、市場の魅力に欠けるから、大きな外資の流入は期待できない。農産物加工と軽工業の賃加工が国を支えることになるだろう。

中央アジアの非資源国の場合、国内の制度改革だけでは、問題はほとんど解決されない。キルギスタンがいかに市場改革に積極的に取り組んだとしても、資源制約の絶対的限界を超えることはできない。国際機関のなかで、キルギスタンを中央アジアの改革モデルのようにとらえる向きもあるが、これは現実の美化以外の何ものでもない。資源国の場合、市場経済化以前に、自然資源の合理的な開発・管理がいかに達成できるかが鍵を握っていよう。この地域では国民経済管理の人材も限られているし、企業家層の育成にもかなり長期の時間がかかることを考えなければならないから、国際機関の助言を受けた国家投資プロジェクトを中心に据えながら、漸次的な非国営化のステップを踏んでいくより他に方法はないであろう。

CISが解体気味に推移している現在、スラ

ブ3国はいずれ歩調を合わせて、相互の経済関係の修復に努めざるをえないだろう。しかし、資源国ロシアと非資源国ベラルーシ、ウクライナという構図がはっきりしているスラブ圏では、経済協力関係の構築が簡単ではない。ロシアは既に旧来の資源援助を続ける意図はもたないから、中期的にも政治的な取引で妥協を図る以外に、非資源国は成り立っていないからである。従って、これら3国の関係は長期的にもぎくしゃくしたものにならざるをえない。

資源をもつロシアの場合でも、少なくとも首都モスクワにおいて市場経済的枠組みが正常に機能し、社会的な安定が達成され、西側並みの行政システムが機能するに至るまで、本格的な直接投資は考えづらい。そうした投資が始まるまで、まだ10年は要しよう。ウクライナのテイクオフはそれ以降となろう。