

中・東欧情勢

EUの東欧拡大

1. 拡大候補決定

東欧5カ国が
EU加盟候補に

7月16日、EU(欧州連合)欧州議会は「Agenda2000」と題する中・東欧へのEU拡大文書を採用した。旧ソ連・東欧諸国のうち、今回の拡大候補となったのは、表1にある10カ国である。このうち、ハンガリー、ポーランド、チェコ、スロベニア、エストニアが拡大交渉の対象国に指定され、スロバキア、ラトビア、リトアニア、ルーマニア、ブルガリアの5カ国は、当面の拡大対象国から外されることになった。

表1. 拡大対象国経済比較表

	GDP(購買力平価ECU)		対外債務 /GDP	直接投資残高 (10億ECU)	GDP 成長率	インフレ率	失業率 (年末)	財政収支 /GDP	経常収支 /GDP
	1人当たり	対EU平均							
ハンガリー	6,300	37%	62%	10.6	1.0%	23.6%	9.2%	-3.8%	-3.9%
ポーランド	5,300	31	32	4.0	6.0	19.9	12.4	-2.6	-1.0
チェコ	9,410	55	39	5.3	4.0	8.8	3.4	0.0	-8.6
スロベニア	10,100	59	22	0.6	3.1	9.7	7.3	0.1	0.3
エストニア	3,900	23	6	0.6	4.0	23.1	10.2	-1.6	-10.2
スロバキア	7,100	41	43	0.6	6.9	5.8	10.9	-1.3	-10.2
ラトビア	3,200	18	47	0.47	2.8	17.6	18.3	-1.8	-9.8
リトアニア	4,100	24	16	0.23	3.6	24.6	6.2	-2.5	-8.2
ルーマニア	4,100	24	25	1.1	4.1	38.8	6.3	-3.9	-5.8
ブルガリア	4,200	24	99	0.4	-10.9	123.0	13.7	-11.5	-0.2

(注) GDPデータは1995年。その他は1996年末。失業率はILO基準。
(出所) Agenda2000よりNRIヨーロッパ作成。

うち3カ国は
NATO加盟も

ハンガリー、ポーランド、チェコの3国は同じく7月初めに開催されたNATOのマドリード会議で拡大の招聘国に指定されており順当な選択である。バルト3国からはエストニアのみが指名を受け、またスロバキアが対象国から除外された点が、今回の特徴である。

EUは全欧州へ

EUは当面、中欧への拡大を目指す。来世紀の初めにこれらの諸国をEUの中へ組み込み、さらに欧州大陸全域にEUを拡大する方向へ向かうことが明らかになった。

格差の拡大

他方、拡大から外された諸国はそれぞれ深刻な問題を抱えており、中期的にEU拡大基準を達成することは難しいだろう。従って今後、拡大指名を受けた諸国と、拡大対象から除外された諸国の間の経済格差は、さらに広がっていくことが予想される。

2. 対象国の通信簿

表2は今回の拡大候補になった10カ国の採点表である。Agenda2000の国別評価では特に評価を数値化しているわけではないが、各種メディアがレポートの評価を独自に数値化する試みを行っている。表に掲げた評価は一つの有力な数値評価であり、参考資料である。

表2. EU拡大候補の通信簿

総合順位	3つの基準の順位			Agenda2000の特記事項		
	政治基準	経済基準	Acquis	中期の競争力	Acquis達成の中期的達成	改革を要する課題の優先順位
1. ハンガリー	1	1	1	確 実	確 実	社会保障制度
2. ポーランド	1	1	2	確 実	可 能	農業、銀行、社会保障
3. チェコ	1	2	2	可 能	可 能	銀行、企業経営、構造改善
4. スロベニア	1	2	3	可 能	ほぼ可能	銀行、競争力、労働市場
5. エストニア	2	3	3	ほぼ可能	ほぼ可能	農業、土地改革、年金制度
6. スロバキア	不合格	3	2	可 能	可 能	倒産、資本市場、構造改革
7. ラトビア	2	不合格	4	困 難	要努力	農業、銀行、民営化、行政
8. リトアニア	1	不合格	4	困 難	要努力	農業、銀行、民営化、行政
9. ルーマニア	2	不合格	不合格	困 難	不可能	農業、銀行、倒産、法制
10. ブルガリア	2	不合格	不合格	不可能	不可能	農業、銀行、民営化、行政

(注) Agenda2000では国別の評価を数値化していないが、各種のメディアが数値化を試みている。数値の若い方が評価が高い。この表の順位点はEconomist誌が独自におこなったもので、EUの公式見解ではない。なお、上位5カ国が今回の拡大対象候補になった国である。また、AcquisとはEU加盟国の義務履行能力である。

(出所) Business Central Europe, Sept. 1997より、NRIヨーロッパ作成。

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。



チェコの評価は低下

今回の評価で注目されるのは、これまで非常に高い評価を受けていたチェコが、昨年来の銀行セクターの問題（不良債権処理、国営商業銀行と旧国営企業との密接な融資関係、中小銀行の倒産）や資本市場の不透明さの問題が失点となり、さらに為替政策の失敗によるチェコ通貨への投機が発生したことによる減点、経常収支赤字の急速な拡大で、評価を下げたことである。

スロバキアは政治が問題

また、スロバキアは経済指標では見劣りしない水準を達成しているが、政治的な基準から不合格の判定を得た。これは国内の政治体制が専制的であること、ハンガリー人少数民族問題への対応がヨーロッパ基準を満たしていないことによる。もっとも、スロバキアの見かけ上の高い成長率は政府投資主導によるものであり、市場経済の勃興によるものではない。その意味で、経済成長の持続可能性についても、疑問符が打たれる。

ハンガリーの評価上昇

これに対し、大きな対外債務を抱えるハンガリーは、民営化による収入を債務削減に充当し、大幅に債務負担を軽減させたこと、緊縮政策によって経常収支の赤字を削減していること、銀行の民営化が一番進んでいることで評価を上げている。

ポーランドは直接投資が好調

また、ポーランドへは昨年来、直接投資のラッシュが続いており、資金の流れがポーランドへ向かっていることが、評価を得た。

3. 候補国の課題

レビューのポイント

表2の特記事項に記されているように、それぞれの諸国は独自の問題を抱えている。これは主としてミクロの課題であるが、表1の経済動向からはマクロ経済運営の課題も明瞭になっている。今回の指名国はそれぞれの問題の解決が比較的容易であると評価された諸国である。今後、候補に指名された諸国について、毎年、評価の見直しが行われ、それぞれの評価基準の進展の度合いがチェックされることになる。

中欧3国

ハンガリーについては、インフレ率と財政収支の赤字幅がチェック・ポイントとなろう。同様に、ポーランドについてもこれらの項目に加え、今後拡大が予想される経常収支の赤字幅がポイントになろう。チェコについては、マクロ経済では経常収支の赤字幅の抑制が、ミクロ経済では銀行セクターの民営化の進展、企業のコーポレートガバナンス、資本市場の透明性などがポイントになる。

スロベニアとエストニア

スロベニアは現在の水準こそ高いものの、将来的な発展性という点で見劣りがする。それはすでに賃金水準が高く、労働市場が競争的でなく、競争力の点から問題が多いからである。外資の流入が少ないのも、これらが原因している。これらの諸点がチェックされることになる。エストニアは候補対象の5ヵ国のなかで、もっとも評価が低い。インフレ、経常収支、構造改革の面で、いまだ解決すべき問題は大きい。

4. 今後の日程

2度のレビュー

1998年と1999年末に、候補対象国のレビューが行われる。そのレビューに基づいて、2000年から加盟の具体的な交渉が開始されることになる。候補5ヵ国の加盟はあくまで個別審査に基づく、個別加盟となろう。

決定は2002年

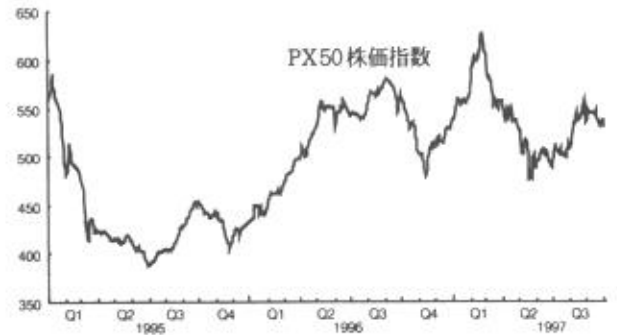
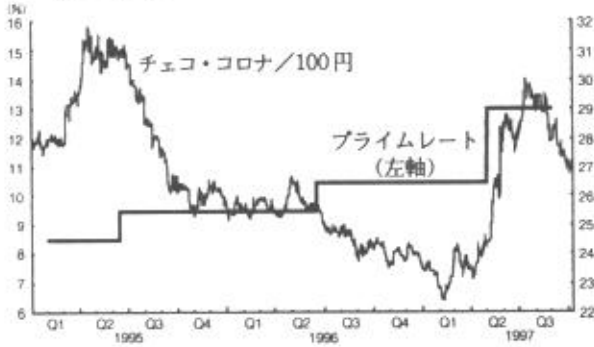
交渉の進展とレビュー以後の経済動向を評価して、2001 - 2002年には第一次東欧拡大の加盟国が決定されよう。早ければ2003年あるいは2004年に、最初の加盟が実現しよう。EU加盟が具体的な日程に上ってくるに従い、中欧諸国への投資に拍車がかかり、それにつれてGDPも高い上昇率で水準を上げていくと予想される。

(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

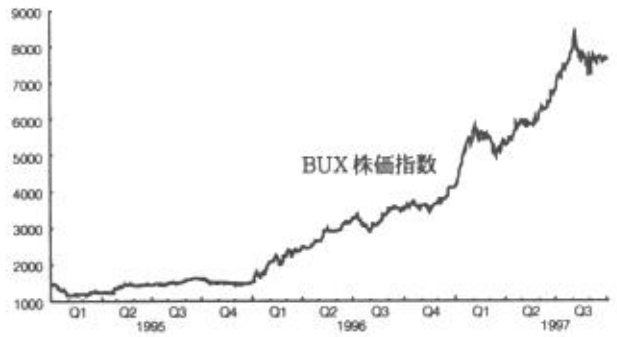
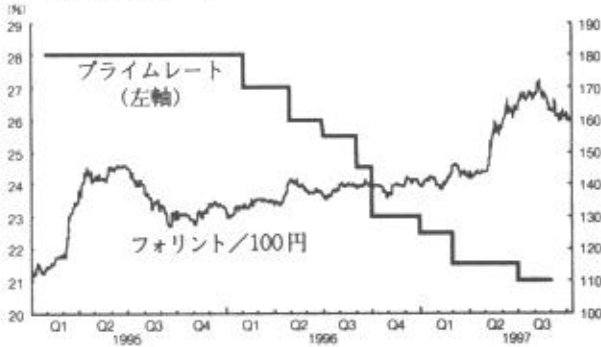
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。また、外国証券内容説明書を作成していない銘柄については、原則として、野村證券から投資勧誘を行うことはできません。銘柄の選択、投資の最終決定は、御自身の判断でなさるようお願い致します。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

中欧4カ国の投資環境

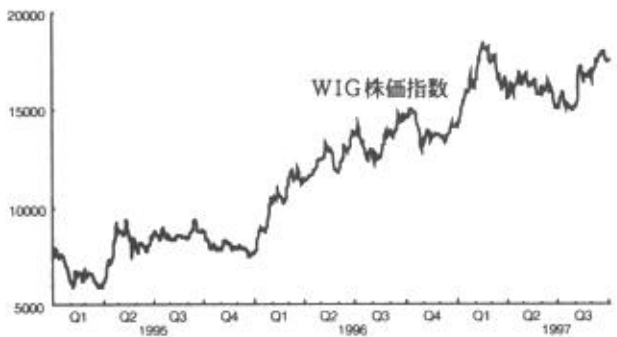
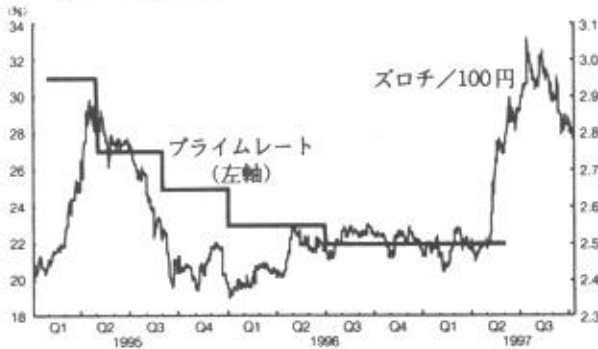
【チェコ】



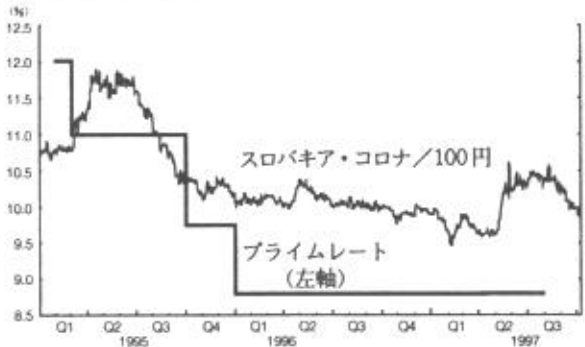
【ハンガリー】



【ポーランド】



【スロバキア】



(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。



中欧株式市場

【チェコ経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS(% \uparrow)	+1	+26	-13	+15
PER(倍 \downarrow)	12.0	8.5	9.4	8.2
実質GDP(%)	4.8	4.1	0.5	2.0
工業生産(%)	8.7	6.7	-0.5	2.0
消費者物価(%)	9.1	8.8	9.0	9.0
失業率(%)	2.9	3.5	4.5	5.5
経常収支(% \ast)	-2.7	-8.2	-8.6	-6.5
財政収支(% \ast)	0.5	-0.1	-1.1	-0.3

【ハンガリー経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS(%)	+1,166	+29	+38	+32
PER(倍)	30.6	21.5	23.4	15.4
実質GDP(%)	1.5	1.0	3.0	4.0
工業生産(%)	4.6	2.3	7.5	7.5
消費者物価(%)	28.2	23.6	18.2	13.4
失業率(%)	10.9	10.7	10.0	10.0
経常収支(% \ast)	-5.7	-3.7	-3.8	-4.3
財政収支(% \ast)	-2.9	-1.9	-3.8	-4.6

【ポーランド経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS(% $\#$)	+36	+19	+39	+23
PER(倍 $\#$)	19.5	28.3	18.2	15.7
実質GDP(%)	7.0	6.0	6.0	5.5
工業生産(%)	9.7	8.5	7.0	6.8
消費者物価(%)	27.8	19.9	15.4	13.8
失業率(%)	14.9	13.2	11.3	11.0
経常収支(% \ast)	-1.9	-1.0	-4.6	-6.4
財政収支(% \ast)	-2.8	-2.5	-3.0	-1.6

【スロバキア経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS(%)	+15	+45	-3	+14
PER(倍)	11.3	8.8	9.5	8.2
実質GDP(%)	6.8	6.9	5.0	5.0
工業生産(%)	8.3	2.5	4.4	5.2
消費者物価(%)	9.9	5.8	6.1	6.5
失業率(%)	13.1	12.8	12.6	12.0
経常収支(% \ast)	2.3	-10.2	-13.5	-12.4
財政収支(% \ast)	-1.6	-4.4	-5.6	-5.0

(注) \downarrow : 除くSPT社 * : 対GDP比 # : 除く銀行株
(予想) すべて野村インターナショナル

【チェコ株式市場】

投資スタンスの上方修正を促す様な好材料は見当たらない。PX50指数が9月に若干回復した主因は、大型優良株の上昇であった。市場規制の確立などの基本的な改善が進んでおらず、チェコ株式市場は依然不透明感が強い。最近、証券取引所が取引のほとんどない銘柄を上場リストから外したことは必然的と思われる。CEZが割安であることを除けば主要銘柄の株価は適正水準、または割高であるため、PX50指数に対して控えめなスタンスを継続。

【ハンガリー株式市場】

最も流動性の高い銘柄MOLとリヒターの調整期入りにより、9月のBUX指数の推移はほぼ横這い。今後、増資を控えたグラボプラスは通常通り利食い売りの対象となるが、市場全体のセンチメントはOTPとマクブの大型株式発行の応募状況によって測られることになろう。経済面は改善しているが、株価バリュエーションを見ると割高感が強い。今後BUX指数が大幅に上昇する可能性は少ない。

【ポーランド株式市場】

9月もWIG指数は激しく変動したが、結局前月比3%の上昇に留まった。流動性が高まっている局面であるため、大型株主導の相場となっている。9月21日の総選挙で「連帯」系内閣が4年振りに復活したが、経済政策が前内閣と類似しているため市場の反応は鈍く、今後数ヶ月間も政治情勢による市場への影響は限定的であろう。最近の洪水による経済への悪影響はそれ程大きくなく、製品の需要増により洪水の恩恵を受けた企業もある。また、GDPと個人消費が拡大を続けており、経済見通しは良好であるため、市場を代表する大型株への投資を推奨する。但し、PBK公募を控えた利食い売りに留意されたい。

【スロバキア株式市場】

SAX指数は9月に若干回復したが、売買高は依然低調であった。経済情勢が悪化しているうえ、輸出企業は平価切り下げ実施の遅れによる悪影響を受けている。しかし、スロバキア市場は東欧市場の中で最も割安であるため、中期的な経済回復見通しを背景に、SAX指数は様子見のスタンスで臨みたい。

(野村インターナショナル フランス・クラウド/翻訳:小越多恵子)

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。