

中・東欧情勢

中欧経済の実力と成長性

1. チェコ通貨危機の教訓

チェコの奇跡？

旧チェコスロバキアが分離された1993年以後、チェコ経済はすぐれたマクロ経済パフォーマンスを見せ、「チェコ経済の奇跡」あるいは「チェコは体制転換を終えた」という自負が、チェコ政府自身から聞かれた。国際機関や金融界もチェコの改革の成果を誉め上げ、漸進主義によるハンガリーの停滞状態を批判した。

評価の変化と通貨投機

ところが、1995年から中小の銀行の倒産が相次ぎ、それが大手の銀行危機をもたらしたことから、チェコの銀行制度への懸念が表面化した。他方でクーポン民営化した企業をすべて上場させ、インサイダー取引が慢性化する資本市場の不透明さが明らかになるにつれ、次第にチェコの経済政策は国際機関や金融界から厳しい批判を受けるようになった。

それがついには1997年5月のチェコ通貨コ罗纳への国際投機を引き起こし、最終的に12月のクラウス政府の崩壊をもたらすに至った。

表1. チェコの為替平価の推移

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市場為替平価 (CZK/USD) | 17.95 | 29.5 | 28.26 | 29.15 | 28.78 | 26.54 | 27.15 |
| 消費者物価上昇年率 (%) | 9.9 | 56.6 | 11.1 | 20.8 | 10.0 | 9.1 | 8.8 |
| 購買力平価 (CZK/USD) | 5.89 | 8.39 | 9.26 | 10.46 | 11.29 | 12.29 | 12.99 |
| 財政収支/GDP (%) | - | - | - | 2.7 | 0.8 | 0.4 | -0.2 |

(注) 1993年よりスロバキアと分離独立。1992年までのデータはチェコスロバキア。

購買力平価はウィーン国際比較経済研究所の計算。為替平価は年平均。

(出所) EBRD、ウィーン国際比較経済研究所データベースより、NRI作成。

クラウスの信念

チェコの経済政策は、クラウス首相のある信念に基いていた。

その一つは、チェコの経済力は過小評価されており、通貨は切り上げられることはあっても、切り下げられることはありえないという信念である。これに基き、固定為替制度の下、通貨の実質平価は一方的に切り上がるプロセスを辿ってきた。

その二つは、国家財政の均衡は絶対的に遵守されなければならないという信念である。このため、処理すべき不良債権についても公的資金による処理がなされてこなかった。

その三つは、チェコ民族は優秀であり、国内の資本と技術で体制転換が可能であり、外資に対して特別な優遇措置を施す必要はないという信念である。もともと、この信念は、最近の直接投資の誘致競争のために有名無実化していた。

表2. 銀行の不良債権状況

(単位: %)

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|-------|------|------|------|------|------|------|
| チェコ | 2% | 19% | 23% | 38% | 35% | 35% |
| スロバキア | - | 3 | 12 | 30 | 42 | 32 |
| ポーランド | 16 | 27 | 31 | 29 | 20 | 13 |
| ハンガリー | - | 11 | 29 | 22 | 17 | 13 |
| スロベニア | - | - | 19 | 15 | 10 | - |

(注) 貸出し総額に占める不良債権比率。各年度末。

(出所) EBRD, Transition Report 1997.



信念の根拠

クラウス首相が根拠としたのは、市場の為替レートは購買力平価でみたレートに比べて、大幅に過小評価されているという事実であった。それが平価の持続的切り上げの最大の論拠であった。そこにはいち早く西欧の先進国に並びたいという焦りと、チェコ民族は他の東欧民族とは違うというプライドも、一役買っていた。

批判を許さない姿勢が標的に

クラウス首相は自らの政策に対する批判には激しく反撃するのを常としていた。1996年初頭の為替切り下げを予測した分析レポートに対する論を許さない姿勢は記憶に新しい。チェコの野党やチェコ・ウォッチャーは批判を許さない姿勢を権力の傲慢と批判していたが、それは彼のカリスマ的な個性や経済信念に裏付けられたものであった。

逆に、こうした姿勢が国際投機筋の標的となったことは否定できない。

クラウス理論は間違いか

中欧の経済力は実際に過小評価されているのではないか、現在の為替水準も過小評価されているのではないか、そうであればクラウス理論は間違っていないのではないか。

確かに過小評価されている。しかし、それが為替の切り下げを排除しないところに、体制転換移行期における中欧経済の特徴がある。また、そこに中欧経済の成長の源泉と政策発動の難しさがあると考えべきである。

2. 中欧の成長力と購買力平価

体制転換に共通する現象

体制転換は再分配から市場への経済原理の転換である。旧システムで恣意的に評価付けされた経済要素が、体制転換の進展に伴い新たな市場評価を受けていく。労働力や不動産資産に新たな市場評価が与えられる。

つまり、体制転換は経済要素価値の再評価プロセスでもある。

これは相対価格体系の変動という形態をとりながら、価格の絶対水準そのものを押し上げていくプロセスである。

再評価の源泉

市場による再評価プロセスが進行するに伴い、古い設備は資産価値を失っていくが、新たな設備を導入されたところでは労働力が価値を高めていく。なぜなら、中欧諸国はハブスブルク帝国の版図を形成していたことから、教育・文化水準が高く、労働力の質や技術者の水準が高い。その労働力の再評価が進行することで、徐々に賃金が引き上げられ、GDPを押し上げていく。

また、市場経済化の深まりに伴い、不動産資産も新たな市場価値を受けていき、経済価値を高めていく。

表3. 中欧諸国の市場平価と購買力平価 (対米ドル)

| | | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|------------------|-----|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| ハンガリー HUF/USD | 市場 | 74.81 | 79.00 | 92.04 | 105.13 | 125.69 | 152.57 |
| | 購買力 | 38.96 | 49.24 | 57.62 | 66.97 | 82.04 | 95.45 |
| ポーランド PLN/USD | 市場 | 1.06 | 1.36 | 1.81 | 2.27 | 2.42 | 2.70 |
| | 購買力 | 0.47 | 0.69 | 0.87 | 1.08 | 1.37 | 1.58 |
| スロベニア SIT/USD | 市場 | 27.57 | 81.29 | 113.24 | 128.81 | 118.52 | 135.37 |
| | 購買力 | 22.42 | 59.04 | 78.05 | 93.04 | 105.85 | 113.03 |
| スロバキア SKK/USD | 市場 | 29.48 | 28.29 | 30.79 | 32.04 | 29.74 | 30.65 |
| | 購買力 | 8.04 | 9.89 | 11.02 | 12.19 | 13.16 | 13.53 |

(注) 平価は年平均。購買力平価はウィーン国際経済比較研究所のそれ。

(出所) ウィーン国際比較研究所データ・ベースより、NRI作成。

潜在力と現在力

再評価を受ける経済要素・資産を持っている諸国の購買力平価は、現在の市場平価より高くなっている。表1と表3より、購買力平価を市場平価で割った平価の乖離率をみると、スロバキアが2.3、チェコが2.1、ポーランドが1.7、ハンガリーが1.6、スロベニアが1.2であり、それぞれの通貨がかなり過小評価されていることがわかる。このことは、中欧経済が市場経済化の進展とともに、現在の実力(市場平価)が購買力平価で表される潜在力に近づくことを意味している。これが中欧における経済成長力の主要な源泉を形成しているが、それは中・長期において実現されるものである。なお、チェコとスロバキアの平価ギャップが高いのは、この両国の相対価格体系の歪みにも原因があると考えられる。

クラウド理論の誤り

クラウド首相はこうした中欧が持つ中・長期の成長力と現在の実力を混同した。クーポン民営化によって、市場経済化が完成したと考えたことが、最大の誤りである。それは民営化の第一歩であり、そこから真の民営化が始まると考えるべきであった。購買力平価で現される実力は、市場経済化の完成によって実現できるものなのである。

3. ドル換算GDPの見方

相対価格体系と
絶対価格水準

体制転換は対外開放による市場経済の導入であり、その影響はまず輸入商品に触発された相対価格体系の根本的な変動として現れる。すべての国で全般的な価格上昇が進行しながら、相対価格が変動を被る。これは市場経済による評価替えである。こうした相対価格体系の変動が価格水準そのものの絶対的上昇を引き起こしながら進行する。すべての国でほぼあらゆる価格が上昇し、高いインフレ率を記録する。

平価切下げと実質平価
の上昇

1991年から現在まで、すべての中欧諸国で大幅な全般的な価格水準の上昇が観察され、それに伴って市場名目平価(対米ドル平価)が切り下げられている。この唯一の例外はチェコで、1994年と1995年は持続的な物価上昇が見られるにもかかわらず、市場名目平価が切り上げられている。他方、名目平価の切下げ率は、多くの場合、物価の全般的水準(GDPデフレーター)より低くなっており、実質平価が持続的に上昇していることが観察される。その結果、実質GDPの成長率がプラスかマイナスかにかかわらず、毎年、ドル換算GDPは高い上昇率を示している。チェコの場合は、名目平価が切り上がった分だけ、さらに大きな上昇率を記録している。もちろん、これは為替政策の発動に依存するものであるが、客観的には実質為替平価の上昇を通して、購買力平価と市場平価のギャップがこのようにして埋められていくのだと考えることができる。

表4. ドル換算GDP成長率

| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|-------|------|------|------|------|------|------|
| チェコ | -23% | 15% | 11% | 15% | 25% | 11% |
| ハンガリー | 1 | 12 | 4 | 8 | 7 | 0 |
| ポーランド | 29 | 10 | 2 | 8 | 28 | 13 |
| スロバキア | -30 | 8 | 1 | 14 | 25 | 9 |
| スロベニア | -27 | -1 | 1 | 13 | 30 | -1 |

(注) スロベニアはすでに高いGDP水準にあり、他の中欧諸国とは経済成長の条件が異なることに注意。小数第一桁を四捨五入。

(出所) ウィーン国際経済比較研究所データベースより、NRI作成。



ドル換算GDPの 決定式

米ドルで換算されたGDPの成長率が中欧諸国では、一貫してプラスの、しかもかなり高い上昇率を見せている。いま、ドル換算GDPと実質GDP、市場平価、デフレータのあいだには、以下のような関係がある。まず、

$$\begin{aligned} \text{名目GDP} &= \text{実質GDP} \times \text{GDPデフレータ} \\ \text{ドル換算GDP} &= \text{名目GDP} \times \text{市場ドル平価} \end{aligned}$$

であるから、この両式をそれぞれ全微分して、1つの式にまとめると、以下の関係が得られる。

$$\text{ドル換算GDP変動率} = \text{実質GDP変動率} + \text{平価変動率} + \text{デフレータ変動率}$$

3要素の作用

上の決定式より、ドル換算GDPの成長率を決める3要素は、それぞれ次のように作用する。

まず、実質GDPの成長はドル換算のGDPを押し上げるが、平価の切り下げ(切り上げ)は逆にこれを押し下げる(上げる)。他方、GDPデフレータは名目GDPを押し上げるから、ドル換算GDPをも押し上げる。つまり、実質GDP成長率の上昇はプラス、平価の切り下げ(切り上げ)はマイナス(プラス)、デフレータの上昇はプラスに作用する。

実質平価のGDP効果

GDPデフレータはGDPのインフレ率と考えることができるから、平価の切り下げ幅とデフレータの上昇率の差で、実質平価切り上げのGDP効果を観察することができる。通常、中欧諸国の場合、実質GDPの上昇率は低いが、実質平価の切り上げ効果が大きいことが、ドル換算GDPの成長率を高くしている。

表5. ドル換算GDPの構成要素

| | 実質GDP成長率(%) | | | | 名目平価切上率(%) | | | | GDPデフレータ変動率(%) | | | |
|-------|-------------|------|------|------|------------|-------|-------|-------|----------------|------|------|------|
| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
| ハンガリー | -0.6 | 2.9 | 1.5 | 1.0 | -17.8 | -14.2 | -19.6 | -21.4 | 22.2 | 19.3 | 25.0 | 20.9 |
| ポーランド | 3.8 | 5.2 | 7.0 | 6.1 | -33.1 | -21.5 | -6.6 | -11.6 | 30.9 | 23.9 | 28.0 | 18.3 |
| チェコ | 0.6 | 2.7 | 4.8 | 4.1 | -3.1 | 1.3 | 7.8 | -2.3 | 13.9 | 11.4 | 12.6 | 8.8 |
| スロバキア | -3.7 | 4.9 | 6.8 | 6.9 | -8.8 | -4.1 | 7.2 | -3.1 | 14.4 | 13.4 | 11.4 | 5.5 |

(注) 平価のマイナスは切り下げ。GDPデフレータの変動率は、デフレータから100を引いたものであるが、本表は本文の公式にもとづき算出した。

(出所) 公式データより、NRI作成。

ドル換算GDPの 構成要素

1994、1995年の両年、ハンガリーを除く中欧諸国のドル換算GDPはきわめて高い増加率を見せている。これは実質成長率が高くなったことにもよるが、それよりも通貨の実質的平価の切り上げ効果が大きい。特に、チェコとスロバキアでは全般的な物価上昇にもかかわらず、通貨の名目的平価が切り上げられ、実質平価が急騰した。

特にチェコのケースでは、実質平価の持続的急騰が貿易収支と経常収支の急激な悪化をもたらし、国際通貨投機の絶好の標的になった。

弾力的な政策発動が 必要

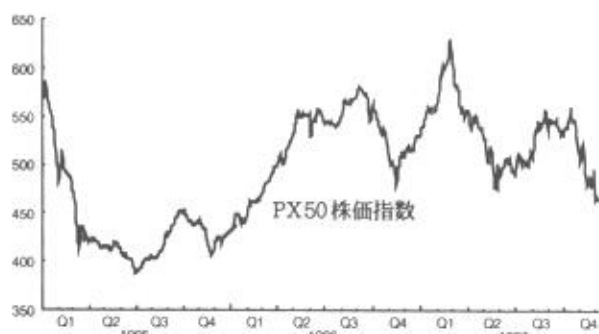
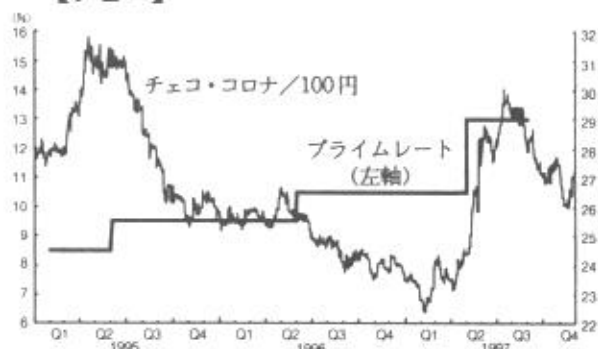
このように見ると、中欧諸国は自らが保有する成長力を活かすためには、市場経済化の水準に合わせた弾力的な為替政策を維持すべきで、成長力の源泉を見誤った硬直的な政策維持は、逆に成長を妨げることになる。

これがチェコの通貨投機から得られる重要な教訓である。

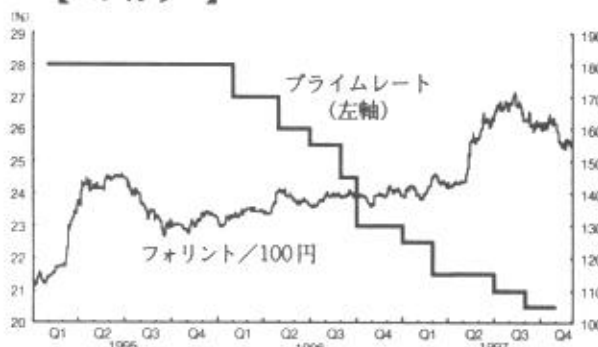
(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

中欧4カ国の投資環境

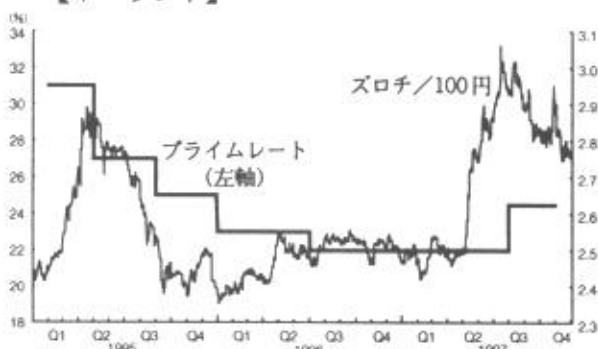
【チェコ】



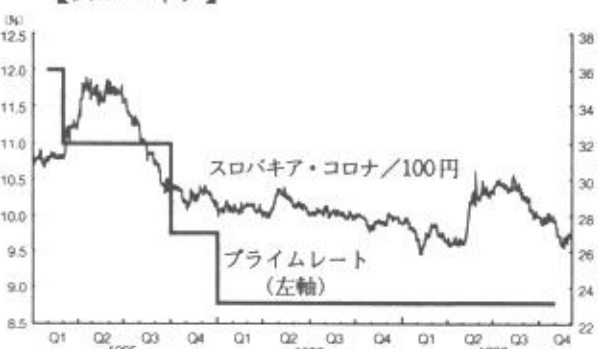
【ハンガリー】



【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】

| | 95(実) | 96(実) | 97(予) | 98(予) |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (%b) | +1 | +28 | -30 | +50 |
| PER (倍b) | 12.1 | 7.9 | 13.0 | 8.7 |
| 実質GDP (%) | 5.9 | 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 | 11.0 |
| 失業率 (%) | 2.9 | 3.5 | 4.5 | 5.5 |
| 経常収支 (%*) | -2.7 | -8.2 | -5.7 | -6.5 |
| 財政収支 (%*) | 0.5 | -0.1 | -0.6 | -0.5 |

【ハンガリー経済・企業収益】

| | 95(実) | 96(実) | 97(予) | 98(予) |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| EPS (%) | +1,166 | +37 | +40 | +33 |
| PER (倍) | 30.6 | 20.3 | 18.8 | 12.4 |
| 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 | 18.0 | 15.0 |
| 失業率 (%) | 10.9 | 10.7 | 10.0 | 10.0 |
| 経常収支 (%*) | -5.7 | -3.7 | -3.8 | -4.2 |
| 財政収支 (%*) | -2.9 | -1.9 | -3.8 | -4.5 |

【ポーランド経済・企業収益】

| | 95(実) | 96(実) | 97(予) | 98(予) |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (%#) | +173 | +21 | +42 | +24 |
| PER (倍#) | 16.2 | 25.5 | 16.1 | 13.7 |
| 実質GDP (%) | 7.0 | 6.0 | 6.0 | 5.5 |
| 工業生産 (%) | 9.7 | 8.5 | 11.0 | 7.5 |
| 消費者物価 (%) | 27.8 | 19.9 | 15.4 | 13.8 |
| 失業率 (%) | 14.9 | 13.2 | 10.3 | 10.0 |
| 経常収支 (%*) | -1.9 | -1.0 | -4.1 | -5.0 |
| 財政収支 (%*) | -2.8 | -2.5 | -2.5 | -1.6 |

【スロバキア経済・企業収益】

| | 95(実) | 96(実) | 97(予) | 98(予) |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (%) | +19 | +28 | -6 | +14 |
| PER (倍) | 9.3 | 8.5 | 9.5 | 8.2 |
| 実質GDP (%) | 6.8 | 6.9 | 5.0 | 5.0 |
| 工業生産 (%) | 8.3 | 2.5 | 3.5 | 3.5 |
| 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 (%*) | 2.3 | -10.2 | -13.4 | -12.4 |
| 財政収支 (%*) | -1.6 | -4.4 | -5.6 | -5.0 |

(注) b : 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】

弱気。既に多くの外人投資家がチェコのウェートを下げていたこともあり、過去1ヵ月間のパフォーマンスは中欧市場のなかでは比較的良かった。しかし、外人持株比率の高い株については、SPTテレコム等大幅に下落している。こうした状況は、今月もあまり変わらないであろう。弱気スタンスを継続するが、個別株では、SPTを3,600クローナ近辺で買い、ユニベトロールを100クローナまでの上昇余地を見て買いとする。

【ハンガリー株式市場】

強気。ロシア市場と並んで、ハンガリー株式市場も米国市場とほぼ併行した動きとなった。ハンガリーの大企業にはロンドン上場のGDRを発行しているところが多いため、これは不思議なことではない。中・東欧市場全体が売られる局面ではハンガリーも悪影響を受けようが、経済と投資環境見通しは良好なため、98年を通じてハンガリーのウェートは高く保つべきであろう。中立から強気に格上げし、特にMOLの買いを薦める。

【ポーランド株式市場】

強気。チェコと同様、ポーランドも過去1ヵ月間のパフォーマンスは比較的良かった。これは、10月以前に外人投資家の資金がロシアに流出していたからとみられる。流出の理由は、業績見通しの悪化と為替切下げ懸念である。しかし、これら2つの悪材料は誇張され過ぎている。確かに銀行の業績は悪いが、製造業は今期大幅増益である。景気は拡大基調が続いているし、ズロチ切下げの可能性も低いと思われる。従って、強気を維持し、98年に更にウェートを増やすべきである。特に、デビカ、インベックスメタル、BIGと建設セクターが良い。

【スロバキア株式市場】

中立。スロバキアへの外人投資家の関心の低さは、チェコ以上である。これは、政治が不安定であったためで、マクロ経済指標が良好であるにもかかわらず、一向に資金流入は増えていない。通貨切下げ観測が根強いが、外人投資家はむしろ切下げ後に輸出企業を買いたいと考えている。来年9月に総選挙が予定されているため、それまで政治状況が改善する可能性は低い。しかし、少なくともスロバクファーマだけは組入れておく必要があるとの判断から、中立を維持する。

(野村インターナショナル フランシス・クラウド/小越多恵子)