

中・東欧情勢

アジア型危機の可能性

1. 異なる経済発展段階

危機の可能性は
きわめて小さい

アジア型の通貨危機、経済危機が中欧諸国に波及する可能性をめぐって、諸説が論じられている。大方の見解は少なくとも現在の中欧経済に関する限り、アジア型の危機が発生する可能性はない、という点で一致している。もっとも、小規模な通貨投機が生じる可能性は排除できないが、それは国民経済全体に波及するような危機をもたらす性格のものではない。

資本市場規模は小さい

中欧経済はまだ市場経済化への転換途上にあり、資本市場の規模が小さい。したがって、規模の小さな変動は起きることがあっても、それが経済全体を揺るがすほどの規模では起こりようがない。

銀行融資の性格が
異なる

欧米の銀行による現地企業への融資は優良企業に限られており、融資残高は小さい。融資残高の大半は中欧に進出した欧米企業の子会社に供与されたもので、親会社の保証付きローンであり、現地企業への外銀の本格的な直接融資は始まっていない。

為替は弱含みに展開

中欧4国のうち、ハンガリーとポーランドは通貨バスケットに対するクロージングペッグで持続的な切り下げが実行されている。チェコもマルクに連動する方式を採用しており、スロバキアはチェコ通貨の動きをにらんだ固定制を採用している。為替取引の流動性に限度があることも、通貨投機への制約になっている。

経済発展段階が異なる

中欧諸国はようやく旧体制時代のGDP水準を回復した発展段階にあり、本格的な経済成長プロセスに入っていない。したがって、高成長ブームに沸き、大規模な資本流入が生じたアジア経済とは発展段階が異なり、比較対象になりえない。

2. 株式市場の規模と流動性

株式市場の現状

1998年1月末現在、中欧4ヵ国（ハンガリー、チェコ、ポーランド、スロバキア）の株式市場の時価総額は400億ドル弱、1日の平均取引高は1-1.2億ドルの水準にある。このように4市場合計でも時価総額、取引高ともまだ小さい。

表1. 株式の時価総額 (億ドル)

	1995年	1996年	1997年	対GDP (%)
チェコ	180	200	118	25
ハンガリー	24	51	141	30
ポーランド	40	70	110	8
スロバキア	19	23	12	6

(注) 各年年度末。GDP比は1997年予想。
(出所) NRI-E

表2. 1日平均売買高 (100万ドル)

	1996年	1997年	過去3ヵ月
チェコ	23.7	27.3	20.3
ハンガリー	34.1	29.9	44.0
ポーランド	42.1	43.6	37.6
スロバキア	10.1	8.6	12.7

(注) 過去3ヵ月は、1997年11月から1998年1月まで。
(出所) NRI-E

株価指数動向

表3は1997年2月から1998年1月までの1年間の株価指数と、過去3ヵ月それを比較したものである。資本市場が確立されて間もないことから、市場を牽引するのは外人投資であるが、中欧でもっとも外人投資の割合が高い（ほぼ市場の7割）ブダペスト市場が世界市場の動向に敏感な市場になっている。ワルシャワ市場も外人投資が過半を超え、ブダペストと並んで流動性の高い市場となっている。

地域的優位性

この2市場の過去3ヵ月の株価指数はともに10-20%の低下をみており、そこにアジア市場の影響を見ることもできる。しかし、中欧はまだこれから成長する市場であり、世界的な投資再編のプロセスにおいても、固有の成長性が評価される優位性をもっている。今後、経済成長の本格化に伴う市場の成長が確実に期待される。

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。



表3. 株価指数動向

	過去3ヵ月		過去12ヵ月	
	現地通貨	ドル換算	現地通貨	ドル換算
プラハ PX50	-13.1	-17.8	-16.9	-34.3
ブダペスト BUX	-7.3	-10.9	39.3	14.5
ポーランド WIG	-19.9	-21.9	-14.8	-28.2
スロバキア SAX	-11.1	-15.5	-15.1	-23.0

(注) 12ヵ月は1997年2月から1998年1月。

(出所) NRI-E

3. 小規模な通貨投機は再発するか

可能性と規模

昨年5月のチェコ通貨コ罗纳に対する投機の際に、通貨安定のためにチェコ中央銀行が市場介入に投じた外貨は30億ドル弱であった。国際機関の支援を受けるまでもなく、通貨投機は収束した。中欧諸国にこの種の小規模な投機は今後とも起きる可能性は否定できないが、その規模は高々この程度のものである。

経常収支の動向

小規模とはいえ通貨投機の可能性を否定できない背景には、経常収支の急速な悪化がある。ハンガリーを除き、中欧3国は大幅な経常収支の赤字を記録しており、それが通貨の切り下げ期待を生み、投機を誘発する要因になりうる。

表4. 経常収支の動向

(億ドル)

	1994年	1995年	1996年	1997年	対GDP(%)
チェコ	-1	-14	-45	-40	8.0
ハンガリー	-39	-25	-17	-10	2.0
ポーランド	23	55	-13	-50	3.5
スロバキア	7	4	-19	-22	11.0

(注) 対GDP比は1997年推定値。

(出所) NRI-E

金利と短期資本

チェコ通貨危機の際に引き金になったのはチェコの内外金利差を狙って流入していた短期的でかつ流動性の高い資本であった。それに加え、チェコの場合には名目的にも為替が切り上がっていくという期待が、短期資本の流入を活性化した。

表5. 金利・物価・為替動向

	3ヵ月物金利	消費者物価上昇率	対ドル平価
チェコ	15.99%	8.5%	-21.47%
ハンガリー	19.30	18.4	-20.84
ポーランド	25.65	13.2	-18.85
スロバキア	26.8	6.5	-8.18

(注) 金利は1998年2月2日現在。消費者物価上昇率は1997年。

対ドル平価は1997年1年間の変化。

(出所) NRI-E

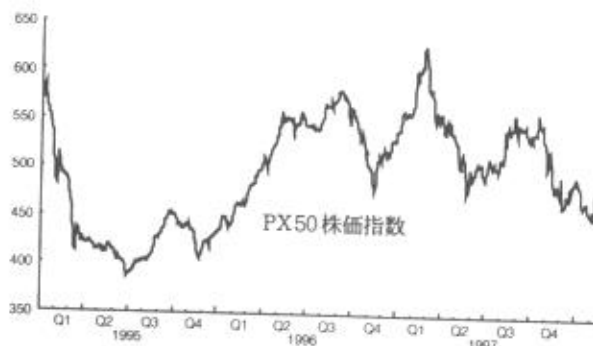
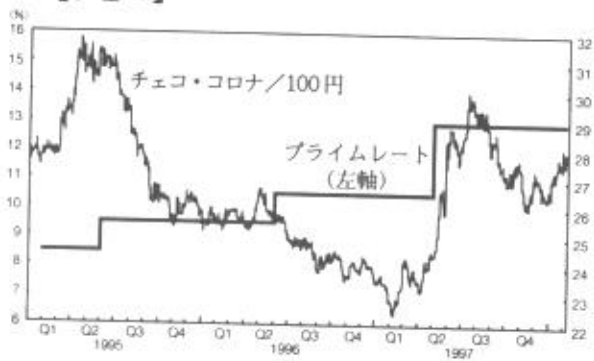
この面で見ると、現在、ポーランドは実質金利をきわめて高く設定しており、それが財務証券や短期国債などへの資本流入を促進している。経常収支の赤字が増している状況のなかで、波乱含みの政策展開だといえよう。

ポーランドには各種の資本が流れ込んでいるが、スロバキアの場合は直接投資もまた、経常収支の大幅赤字が続いており、短期資金の導入による外貨繰りが続いている。ポーランドとは異なる視点で、スロバキアの動向を注視したい。

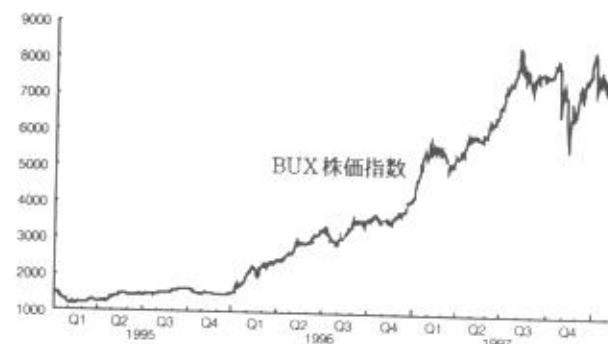
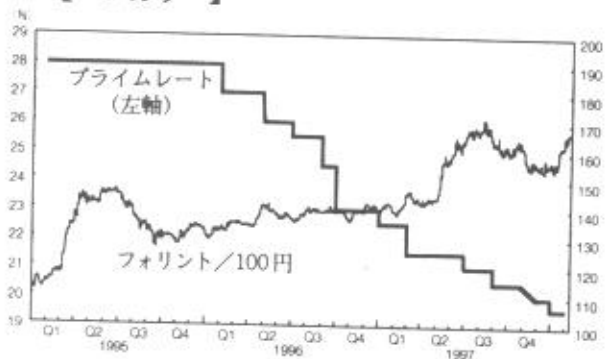
(NRIブダペスト 盛田 常夫)

中欧4カ国の投資環境

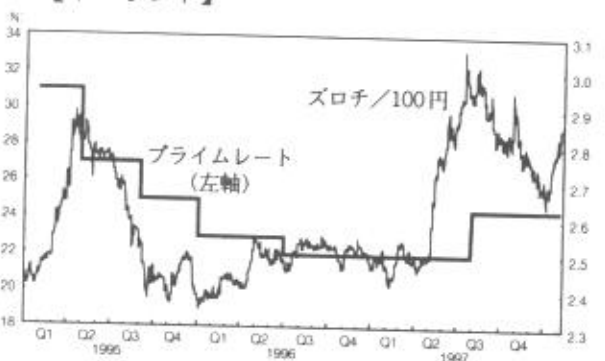
【チェコ】



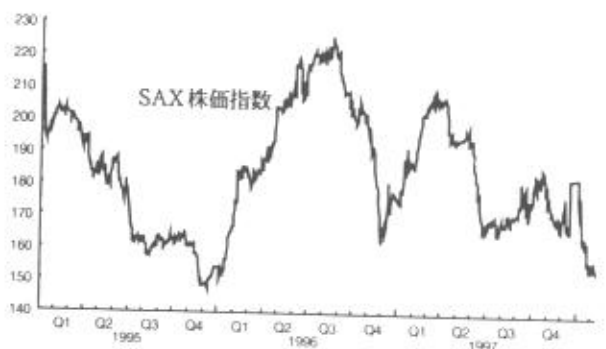
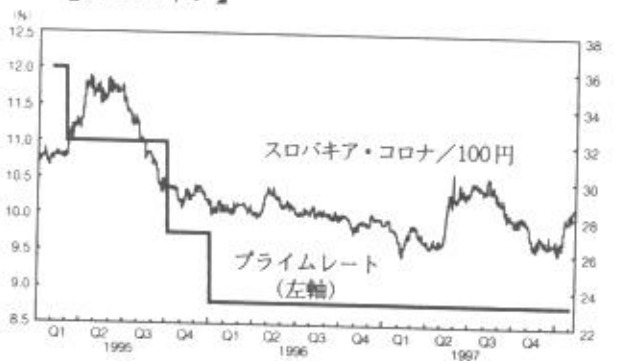
【ハンガリー】



【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	+27	-38	+233
PER (倍b)	12.7	8.3	19.6	9.0
実質GDP (%)	5.9	4.1	1.0	1.5
工業生産 (%)	8.7	5.9	0.5	2.0
消費者物価 (%)	9.1	8.8	8.5	11.0
失業率 (%)	2.9	3.5	4.5	5.5
経常収支 (%*)	-2.7	-8.2	-5.8	-5.3
財政収支 (%*)	0.5	-0.1	-0.5	-0.5

【ハンガリー経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%)	+34	+36	+40	+33
PER (倍)	33.6	22.5	21.4	14.1
実質GDP (%)	1.5	1.0	4.0	4.5
工業生産 (%)	4.6	2.3	10.0	7.5
消費者物価 (%)	28.2	23.6	18.3	16.0
失業率 (%)	10.9	10.7	10.4	10.0
経常収支 (%*)	-5.7	-3.7	-2.2	-3.1
財政収支 (%*)	-2.9	-1.9	-4.1	-3.4

【ポーランド経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%#)	+38	+13	+64	+22
PER (倍#)	22.9	32.3	16.1	14.0
実質GDP (%)	7.0	6.0	6.5	5.8
工業生産 (%)	9.7	8.5	11.4	7.5
消費者物価 (%)	27.8	19.9	15.3	12.4
失業率 (%)	14.9	13.2	10.3	9.0
経常収支 (%*)	-1.9	-1.0	-3.4	-4.6
財政収支 (%*)	-2.8	-2.5	-1.8	-1.4

【スロバキア経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%)	+20	+28	-5	+14
PER (倍)	8.3	7.6	8.4	7.2
実質GDP (%)	6.8	7.0	6.0	4.0
工業生産 (%)	8.3	2.5	3.0	3.5
消費者物価 (%)	9.9	5.8	6.1	7.0
失業率 (%)	13.1	12.8	12.6	12.0
経常収支 (%*)	2.3	-10.2	-6.7	-4.5
財政収支 (%*)	-1.6	-4.4	-5.7	-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。状況が悪化する可能性が残っていること以外に目新しい材料は見当たらない。内閣が成立したことは好材料であろうが、多数の政党の支持なくしては機能しない「選挙管理内閣」では、6月20日に実施される総選挙まで議会での審議が滞る見込みであるうえ、選挙後もその状況が継続する可能性もある。通信のSPTは依然割安であるが、市場全体としては株価が早期に回復する可能性は少ない。

【ハンガリー株式市場】

強気。割高ではあるが、好調な97年通期決算や良好な経済指標の発表により、株価は堅調な推移を継続すると予想される。過去数週間、流動性の高い銘柄の株価が97年末に付けた高値から下落したが、代わりとなる成長銘柄を提供する市場がないため、これらが見切りされる可能性は少ない。ドル安が継続すれば、市場アナリストは98年業績予想を下方修正するであろう。従って、98年のパフォーマンスは97年の目覚ましい上昇には及ばないと思われる。

【ポーランド株式市場】

強気。1月末にやっと株価回復の兆しが見えた。景気拡大が悲観主義者の見方を変えるまで長い時間がかかった。先月発表された97年12月期決算により、上期に悪化した銀行の業績は今後回復に転じるとの我々の見方が裏付けられたうえ、98年下期に金利は低下し始めるとの政府関係者からの発言によって、その確信は更に強まった。製造業の決算はまちまちであったが、97年に多くの企業が注力した設備投資の恩恵を、今期に享受する見通しである。ポーランド市場は中欧市場の中の優良市場であるとの見方を継続し、98年はベスト・パフォーマンスになると予想する。

【スロバキア株式市場】

中立。チェコ共和国と同様に、政情は更に悪化する見通しである。9月下旬に実施される総選挙の結果、政権が変わる可能性があることだけが慰めであろう。スロバキアがEU加入候補国のトップリストに入っていないのは、政府が、3月2日に辞任するコバック大統領の後任を置かない意向を示しているためである。大統領の権限のいくつかが首相に移行することにより、首相の権力は強まろう。株式市場は上下いずれにも大きくは動きにくく、方向性の定まらないパフォーマンスが継続すると思われるが、スロバキアに対して楽観的な投資家には、総選挙前の買いを推奨する。

(野村インターナショナル フランス・クラウド/小越多恵子)