

中・東欧情勢

厳しさ続くロシア経済

1. 1997年のロシア経済

マクロ経済指標は好転

1991年のソ連崩壊以後、GDPのマイナス成長を続けていたロシア経済は、昨年、初めてプラスの成長を記録した(0.4%)。猛烈なインフレが収まり、消費者物価上昇率は14.6%に収まり、10月までは短期国債の市場利回りも20%前後に落ち着くなど、ようやくロシア経済に安定化の兆しが見えてきた。

ロシア経済はこの安定化傾向を持続し、経済成長の経路に入るのであろうか。それともまだ不安定な状態を続け、経済停滞を脱しきることができないのであろうか。

表1. ロシア・マクロ経済動向

ロシア経済の
主要指標動向

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
実質GDP成長率(%)	-5.0	-14.5	-8.7	-12.7	-4.1	-4.9	0.4
総固定資本増加率(%)	-15.5	-39.7	-11.6	-24.0	-10.0	-18.0	-5.0
財政収支/GDP(%)	-	-21.6	-7.2	-10.4	-5.5	-8.3	-8.0
消費者物価上昇率(%)	92.6	1,526.6	873.5	307.6	197.5	47.6	14.6
失業率(%)	-	4.8	5.7	7.5	8.8	9.3	9.0
短期債券利回り(%)	-	-	217	265	163	36	30
経常収支(億ドル)	-	41.8	64.2	92.9	80.5	117.1	20.0
外貨準備(億ドル)	-	45.3	88.9	65.1	170.0	153.2	177.8

(注) 1997年数値は推定値。失業率と外貨準備は年末。短期債券利回りは、各種政府証券・国債の平均。(出所) ウィーン国際経済比較研究所データベース、EBRDデータより、NRI作成。

11月危機が教える
もの

ロシア経済を考える上で、昨年のアジア危機の影響をまともに受けた11月の非常事態を忘れてはならない。ロシアは現在、旧ソ連・東欧地域のなかで最大の短期証券・国債市場を保有している(600億ドル)。発行債券の3分の1は外人投資家が保有しており、これが財政赤字をファイナンスする重要な資金源になっている。

アジア危機以後、外人投資家は短期証券の売却によって投資資金を引き上げ始め、その結果、一時200億ドルを越す水準にあったロシア連邦銀行の外貨準備が、150億ドル以下に落ち込む事態に見舞われた。これによって、財政の資金繰りができなくなったばかりか、1998年の財政計画を策定できない事態に追い込まれた。

マクロ経済指標の安定化は必ずしもロシア経済の安定化を意味するものでなく、依然としてロシア経済がきわめて脆弱な基盤の上にあることを忘れてはならない。

2. ロシア経済の弱点

GDPは底?

現在のロシア経済で、GDPの数パーセントの成長を語ることには、ほとんど意味がない。1989年の水準と比較して、現在のGDPはほぼ55%程度水準まで落ち込んでおり、これ以上は下がりようのない水準に到達している。したがって、さらに大幅な経済の縮小は起こり得ないが、それが自動的に成長への転化を意味するものではなく、経済の停滞が長期化する可能性も排除できない。

このようなGDP水準からの1-2%の成長などいわば焼け石に水で、ロシア経済の復活は、年率5-10%程度の成長によるGDPの回復があって初めて、本物になるといえる。

産業は崩壊状態

ソ連の崩壊によって、ロシア工業も崩壊の道を辿ってきた。繊維・皮革・衣料品工業の1997年の生産高は、1990年の10%までに落ち込んだ。実に90%の減少である。同じく、食品工業が50%の減少、建設資材、木材加工、機械製造は60%の減少、燃料、鉄鋼、非鉄金属は30-40%の減少で、工業全体では、1997年は1990年の5割を切る水準にある。これは体制転換による大恐慌であり、産業崩壊現象である。



農業生産の状況

昨年の農業は比較的良好であったといわれているが、穀物生産が1996年より増加しただけで、他は軒並み減産しており、事態は楽観を許さない(表2)。

表2. ロシアの主要作物生産状況 (単位: 100万t)

	1991-95 年平均	1996	1997	1997年 増加率(%)
穀物	87.9	69.3	86.4	24.7
ひまわり	3.1	2.8	2.7	-3.6
テンサイ	21.7	16.2	13.3	-17.9
じゃが芋	36.8	38.7	35.5	-8.2
野菜	10.2	10.7	10.3	-3.7

(注) 1997年は予測値。

(出所) ロシア国家統計委員会データより作成。

畜産も減少

食肉生産も減産傾向が続いており、1997年の予測数値によれば、1996年に比べ、食肉生産は9.4%、480万トンの減産となっている。畜産資産も1996年に比べてさらに減少しており、家畜牛は10%の減少で3,160万頭に、豚は10.5%の減少で1,710万頭に、山羊は16.7%の減少で1,900万頭となっている。畜産製品の減少に伴い、食肉・乳製品の輸入が急増しており、昨年10ヵ月の統計によれば、家禽類の輸入が28.6%、その他の肉製品の輸入が23.3%、バターの輸入が62.9%、牛乳パウダーが74%も増加している。

深刻な財政危機

産業の崩壊と税制の不備によって、連邦政府の歳入はGDPの8%程度に留まっており、他国に例を見ないほど低い歳入水準になっている(1997年)。この結果、短期国債の利払いが財政を圧迫し続け、歳出の削減によって政府主導の投資計画が実行されず、財政不足は海外の投資家の資金で賄うという構造が形成された。

3. 停滞は持続する

GDPデータでは測れない

GDP統計では底を打っているように見えるが、多くの伝統的産業は依然として崩壊の過程にあり、ロシア経済が完全に底を打ったと見るのは尚早だろう。経済成長への反転の要因が見つからず、恐慌状態からの脱出にはまだかなり時間がかかると見なければならない。

通貨は弱含みに展開

今年1月に断行されたデノミと新為替政策によって、ロシア・ルーブルは対ドル平価で、6.2ルーブルの中心平価からプラス/マイナス15%の変動幅で調整される。ロシア政府は1桁の物価上昇率目標にそって、年率5.5%の切り下げ目標である対ドル6.1ルーブルを達成目標としているが、この達成は難しいだろう。変動の上限の対ドル7.15ルーブルは年率20%の切り下げになるが、輸入が急増しており、貿易収支の悪化が予想されるところから、変動上限に近づく可能性も排除できない。

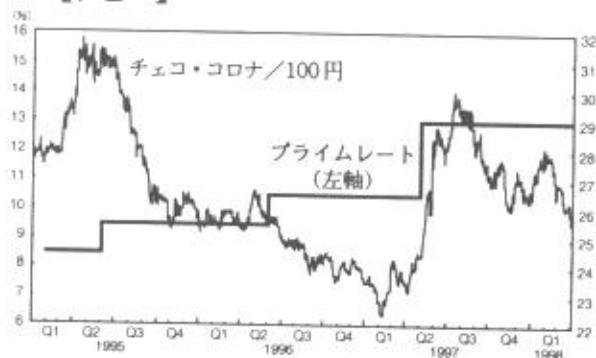
外資はゆっくりと環流

連邦銀行の外貨準備は今年1月末には150億ドルまで減少したが、3月末で160億ドルにまで回復している。短期国債の利回りはアジア危機の直後から急騰し、12月には40%にまで上昇したが、3月には30%前後まで下がっている。しかし、ロシア経済の先行きが依然として不透明であり、政治的な不安定さが増している現在、投資家は慎重な姿勢を崩していない。経済成長への基礎固めができていないロシア経済は、抜本的な経済改革と制度インフラの確立なしに、投資家の信頼を得ることは難しく、厳しい経済運営を強いられよう。(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

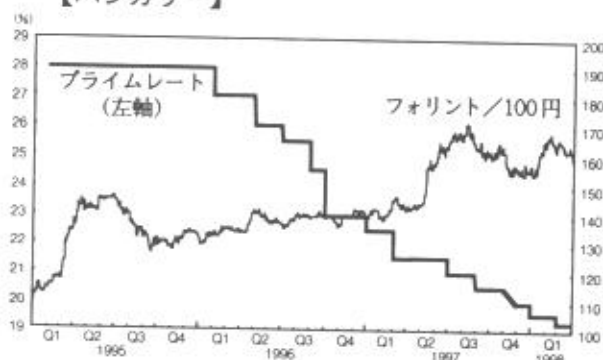
このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。また、外国証券内容説明書を作成していない銘柄については、原則として、野村證券から投資勧誘を行うことはできません。銘柄の選択、投資の最終決定は、御自身の判断でなさるようお願い致します。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

中欧4カ国の投資環境

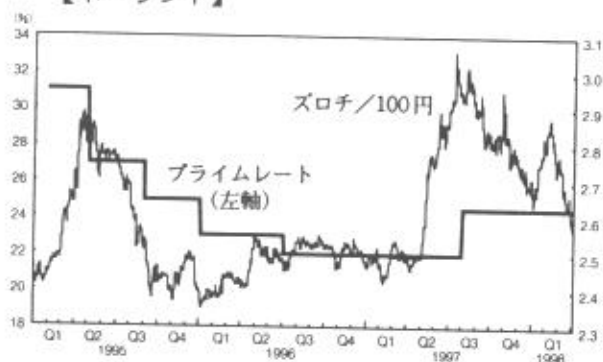
【チェコ】



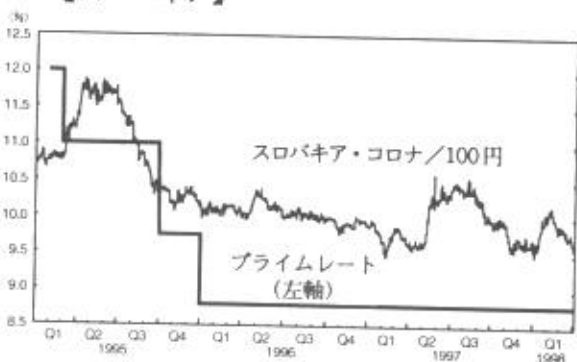
【ハンガリー】



【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	+29	-46	+166
PER(倍b)	14.1	9.0	19.6	9.5
実質GDP(%)	5.9	4.1	1.4	2.0
工業生産(%)	8.7	5.2	4.5	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	-6.1	-5.3
財政収支(%*)	0.5	-0.1	-0.5	-3.0

【ハンガリー経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS(%)	+29	+35	+42	+34
PER(倍)	35.3	26.8	26.8	20.4
実質GDP(%)	1.5	1.0	4.0	4.5
工業生産(%)	4.6	2.3	9.6	7.5
消費者物価(%)	28.3	19.8	18.4	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(%*)	-2.4	1.2	-2.2	-3.5

【ポーランド経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS(%#)	+40	+16	+61	+22
PER(倍#)	25.4	32.7	17.0	14.8
実質GDP(%)	7.0	6.0	7.0	5.8
工業生産(%)	9.7	8.5	11.4	7.5
消費者物価(%)	27.8	19.8	15.4	12.4
失業率(%)	14.9	13.2	10.5	9.0
経常収支(%*)	-1.9	-1.0	-3.1	-4.6
財政収支(%*)	-2.8	-2.5	-1.4	-1.2

【スロバキア経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS(%)	+14	+24	+13	+10
PER(倍)	8.0	7.6	7.1	6.3
実質GDP(%)	6.8	7.0	6.0	4.0
工業生産(%)	8.3	2.5	2.0	3.5
消費者物価(%)	9.9	5.8	6.1	7.0
失業率(%)	13.1	12.8	12.5	12.0
経常収支(%*)	2.3	-10.2	-6.8	-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。3月は、通信SPTの上昇により若干上昇した。しかし、売買高は依然低水準であるうえ、少数銘柄の取引のみに限られている。6月の総選挙まで議会審議が滞る見込みであることを考えると、最近の株価上昇はテクニカル的な動きに過ぎないと思われるため、弱気のスタンスを継続する。

【ハンガリー株式市場】

強気。3月の上昇は、通信のマブ、石油のMOL、銀行のOTPの3銘柄の上昇によるものであった。中でも、MOL上昇のきっかけは、3月に実施された政府保有株式11.2%の売却であった。一方、マブとOTPの上昇のきっかけはMOLほど明確ではない。マブの上昇は、4月1日にBUX指数入りしたことや、中欧地域の通信セクターのウェイトが引き上げられたためと考えられる。いずれにしても、この先マブは利食い売りにより下落すると思われるが、代りに中型株の上昇が株価を支援すると予想される。薬品ギデオン・リヒターは、4月の98年第1四半期決算発表の前に上昇しよう。経済が拡大基調を辿っているうえ、今期の企業業績見通しも良好であるため、強気のスタンスを継続する。

【ポーランド株式市場】

強気。3月後半の利食い売りにより、過去1ヵ月間に株価は下落した。企業の3月の月間業績発表の結果はまちまちであり(99年から四半期決算に変更の予定)、また、非連結ベースではあるが、ポーランド企業の業績が回復傾向にあることは明確である。経済は引き続き拡大し、国内需要も好調が続く見通しである。今後、投資家は今年に入って低迷しているロシア市場や、経済と企業業績ともに良好なハンガリー市場に注目すると思われるため、短期的に株価が再度急騰する可能性は少ないが、ポーランドの投資判断を引き下げる要因は見当たらない。株価に割高感はないうえ、今年後半に実施される予定の民営化は注目を集めよう。

【スロバキア株式市場】

弱気。売買高が低水準となる中、3月に株価は更に9%下落した。鉄鋼VSZの下落(株価は650コルナから400コルナへ下落)と、9月の総選挙を前にした政府の陰謀に関する懸念の2点が下落の主因であろう。コバック大統領の後任が決定していないうえ、与党は総選挙における推薦候補者の当選を図るために、選挙法の変更を考えている。メチアル首相に対抗出来る人物が大統領に就任する可能性は少ない。更に、選挙前に野党の立場を困難にする法律が議会を通過する可能性もある。野党が総選挙に勝つだけでなく、野党による組閣が可能となることが確認されるまで、投資家はスロバキアへの投資を控えるであろう。従って、スタンスを中立から弱気に変更する。

(野村インターナショナル フランス・クラウド/小越多恵子)

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。