

中・東欧情勢

チェコ経済は中期的構造調整へ

1. 強い停滞感

厳しい経済運営

チェコは1993年の分離独立以後、もっとも厳しい経済運営を迫られている。昨年5月の通貨投機、7月の洪水、12月のクラウス首相辞任が重なり、1997年GDPは1%成長に留まった。今年の実績も2%弱と、チェコ経済は停滞感に覆われている。

株式市場も低迷

株式市場は表1のように長い低迷期にある。この低迷は株式市場の制度的な欠陥とともに、クーポン民営化による構造的な欠陥が原因と考えられる。

表1. 中欧株価指数の動向(ローカル指数)

	ブダペスト BUX	ワルシャワ WIG	プラハ PX50	ブラチスラバ SAX
1998年4月30日	8,552	17,743	500	130
1997年12月末	7,735	14,053	492	182
1997年4月30日	5,985	16,546	529	194
1996年4月30日	2,635	12,439	532	203
過去4ヵ月の変動(%)	10.56	26.26	1.63	-28.57
過去1年の変動(%)	42.89	7.23	-5.48	-32.99
過去2年の変動(%)	224.55	42.64	-6.02	-35.96

(出所) NRI-E

2. マクロ経済動向

1997年経済動向

GDP成長率は落ち込んだが、消費者物価、失業率とも中・東欧地域で最良の数値を残している。にもかかわらず、マクロ数値が悪化の傾向を辿り、かなり深刻な不況に陥っているのは、問題が経済の構造的な欠陥に起因しているからである。他方、通貨の大幅切り下げで、昨年下半年より貿易収支が改善し、昨年1年の経常収支赤字は対GDP比で6%(推計値)に収まった。通貨投機の影響で外貨準備は減少し、累積債務総額はハンガリーとほぼ同水準となった。

表2. チェコマクロ経済動向

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
名目GDP(億ドル)	323	254	300	344	397	497	549	520
1人当たりGDP(ドル)	3,114	2,467	2,904	3,328	3,842	4,810	5,321	5,050
実質GDP成長率(%)	-1.2	-11.5	-3.3	0.6	2.7	4.8	4.1	1.0
財政収支/GDP(%)	-0.2	-2.0	-0.2	0.1	0.9	0.5	-0.1	-1.0
失業率(%)	0.8	4.1	2.6	3.5	3.2	2.9	3.5	5.6
消費者物価上昇率(%)	9.7	56.6	11.1	20.8	10.0	9.1	8.8	8.5
輸出(億ドル)	91	79	88	132	143	216	219	225
輸入(億ドル)	98	71	104	129	150	253	278	270
貿易収支(億ドル)	-7	8	-26	3	-7	-39	-59	-44
経常収支(億ドル)	-3.3	11.4	-3.1	1.2	-0.5	-13.6	-44.7	-31.6
直接投資(億ドル)	-	-	-	5.0	10.2	27.2	13.9	12.8
外貨準備(億ドル)	-	-	-	38.7	62.4	140.2	124.3	98.0
対外累積債務(億ドル)	-	-	-	84.9	106.9	165.5	208.5	214.0
年平均ドル平価(CZK/USD)	18.0	8.34	28.3	29.15	28.78	26.55	27.15	31.71

(注) 1997年のデータは暫定値。失業率、外貨準備、対外累積債務は年末データ。1992年まではチェコソバクのデータ。
(出所) チェコ国立銀行月報、およびウィーン国際比較経済研究所データ・ベースよりNRI作成。

Big Mac平価GDP

Agenda2000でも、チェコの潜在力(購買力平価GDP)は中欧でもっとも高く算定されているが、Big Mac平価では異なる結果が得られる。為替評価の参考としたい。

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. Big Mac購買力平価と為替評価率

	Big Mac価格		Big Mac 対ドルPPP	対ドル市場平価 1998.04.06	対ドル為替評価率 過少(-)/過大(+)	1人当たりGDP		(参考) WIIW算定値	
	現地通貨	ドル換算				市場平価	Big Mac GDP	WIIW PPP (評価率)	WIIW GDP
アメリカ	2.56ドル	2.56	—	—	—	—	—	—	—
チェコ	54コ罗纳	1.57	21.1	34.4	-39%	5,050 Ff	8,279 Ff	13.83 (-56%)	11,574 Ff
ハンガリー	259フォリント	1.22	101	213	-52%	4,400 Ff	9,167 Ff	112.81 (-40%)	7,290 Ff
ポーランド	5.3ズロチ	1.53	2.07	3.46	-40%	3,450 Ff	5,750 Ff	1.76 (-46%)	6,407 Ff
ロシア	12,000ルーブル	2.00	4,688	5,999	-22%	3,140 Ff	4,026 Ff	4,170 (-28%)	4,361 Ff
オーストリア	34シリング	2.62	13.28	12.96	2%	—	—	—	—

(注) Big Mac価格は1998年4月6日現在。PPPは購買力平価。1人当たりGDPは1997年推計値で、これをBig Mac PPPで再計算したものがBig Mac GDP。WIIW PPP(購買力平価)、WIIW GDP(購買力平価で測った1人当たりGDP)はWIIW(ウィーン国際比較経済研究所)の算定。(出所) The Economist, April 11th, 1998、WIIWデータベースよりNRI作成。

3. 問題の根源はクーポン民営化

クーポン民営化は 疑似民営化

チェコ経済の問題の根源はクーポン民営化にある。国営企業を株式会社化するにあたり、株式のかなりの部分を国民に配分する一方、主要企業については国が経営に参画できる持ち分を保有する政策がとられた。この結果、事実上は国営の大手商業銀行が、直接間接の形でクーポン民営化された企業の株式を保有するという所有構造が形成された。さらに所有構造の間隙をぬって民間の投資ファンドが残余株を買い占める行動に出た。

不良債権の隠蔽

民営化された多くの企業は株式市場に上場されたが、情報開示は義務づけられず、不透明な所有構造が温存された。大手銀行の傘下に入った旧国営企業の負債は財政で処理されず、債務と株式の交換で大手銀行の資産に組み入れられるか、コンソリデーション銀行に一括譲渡されている。

財政欠陥の算定

今年3月、これらの隠された不良債権が国家財政にどれほどの規模の赤字をもたらすかが算定された。大蔵省の第一次試算では700億コ罗纳(21億ドル、対GDP比4.5%)と発表されたが、最終的な数字はさらに大きくなると推定されている。

企業リストラの遅れ

クーポン民営化された企業は、多くの場合、商業銀行か、投資ファンドが所有の過半を占めているが、この両者とも経営者機能を果たすことができない。いわば真の経営者・所有者を探す第二次民営化が必要な状態にある。

不透明取引

クーポン民営化された企業はプラハ市場に上場されているが、実際に市場で取引できる銘柄は限られている。多くの株式は複数のチャンネルを通して直接取引されており、そこに不透明な取引が介在している。加えて情報開示の欠如が企業の所有構造を隠し、経済犯罪を誘発している。これが外人投資の流入を制約している。

4. 構造調整は中期的課題

資本市場改革

懸案の改革の第一歩として、証券監視委員会が4月1日に発足した。委員長は秋にかけて証券免許の再発行審査をおこなうことを明言し、かつ最初の仕事として不明朗な投資集団Motoinvestの口座を凍結し、かつ第6位の証券会社の免許を停止する措置を取った。他方、改革に積極的でない証券取引所の事務局長は証券監視委員会と激しく対立しており、資本市場改革はかなり時間を要するだろう。

民営化と企業改革

チェコへの直接投資は依然として低調であり、短期的に大きな変化は予想されない。他方、政府は大型投資への優遇措置を発表したが、大手銀行の民営化などの重要案件は総選挙まで凍結を決定しており、企業の改革にも時間がかかろう。

政治的な不安定は続く

野党の社会民主党が第一党になることが確実視されている総選挙後も、新政策の立案から実行まで紆余曲折が予想されるため、構造改革の遅れが懸念される。総じて、チェコは体制転換の構造調整の時期に入っており、改革の成果が出るまで3-5年程度の時間を要しよう。(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。

中欧株式市場

【チェコ経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (% \downarrow)	+29.1	-39.5	+116.8	+23.1
PER (倍 \downarrow)	8.7	21.4	9.1	8.6
実質GDP (%)	3.9	1.0	2.0	3.0
工業生産 (%)	5.2	4.5	2.0	3.0
消費者物価 (%)	8.8	8.5	11.0	11.0
失業率 (%)	3.5	5.2	5.5	5.5
経常収支 (% \ast)	7.9	6.1	5.3	-5.0
財政収支 (% \ast)	-0.1	-1.0	-3.0	-4.0

【ハンガリー経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	+35.0	+47.2	+32.3	+8.3
PER (倍)	26.0	26.0	19.2	14.8
実質GDP (%)	1.0	4.2	4.5	4.5
工業生産 (%)	2.3	9.6	7.5	5.0
消費者物価 (%)	23.6	18.5	16.0	15.0
失業率 (%)	10.7	10.4	10.0	9.0
経常収支 (% \ast)	-3.7	-2.2	-3.1	-2.9
財政収支 (% \ast)	+1.2	-2.2	-3.5	-4.2

【ポーランド経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (% $\#$)	+20.9	+14.5	+11.6	+9.7
PER (倍 $\#$)	20.8	29.1	23.4	20.3
実質GDP (%)	6.0	7.0	5.8	6.0
工業生産 (%)	8.5	11.4	7.5	6.0
消費者物価 (%)	19.8	15.4	12.4	10.6
失業率 (%)	13.2	10.5	9.0	8.9
経常収支 (% \ast)	-1.0	-3.1	-4.6	-4.0
財政収支 (% \ast)	-2.5	-1.4	-1.2	-1.2

【スロバキア経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	+30.5	+10.9	+10.5	+15.1
PER (倍)	7.3	7.5	6.5	5.5
実質GDP (%)	7.0	6.5	4.0	3.0
工業生産 (%)	2.5	2.0	3.5	3.5
消費者物価 (%)	5.8	6.1	7.0	8.0
失業率 (%)	12.8	12.5	12.0	11.0
経常収支 (% \ast)	-10.2	-6.8	-4.5	-2.9
財政収支 (% \ast)	-4.4	-5.7	-3.0	-2.5

(注) \downarrow : 除く SPT 社 \ast : 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。4月に4%上昇したが、売買高は依然低水準であった。2002年までに民間のクロズド・エンド型ファンドをオープン・エンド型ファンドに変更することや、一社当り持株比率を11%に制限する新法案が議会を通過した。また、進展しない民営化計画に対する批判が強まったため、下院は国有財産基金の委員9人の内の6人を解任した。コムケニ銀行やSPT(通信)が低調な98年第1四半期決算を発表したことや、CEZ(公益)が今期業績予想を下方修正したことを考えると、株価が回復に転じる可能性は少ない。

【ハンガリー株式市場】

強気。4月1日のマタブ(通信)のBUX指数入りを控えたバスケット買いなどにより3月に約12%上昇した後、4月は2%下落した。ギデオ・リヒター(薬品)の第1四半期決算は市場予想を若干下回ったが、その理由が季節的要因であったため、株価の大幅下落にはつながらなかった。投資家は概して好決算発表を期待しているため、予想を大幅に上回る決算を発表しない限り株価の大幅上昇は見込めず、逆にやや低調な結果が出れば利食い売りの対象となる傾向がある。しかし、会社側の業績に関する強気なコメントや国内経済の拡大を勘案すると、今後失望的な決算が発表されるリスクは少ない。

【ポーランド株式市場】

強気。売買高は低水準であったが、4月に7.5%上昇した。短期基準金利(28日物銀行間金利)の引き下げ(24% \rightarrow 23%)と企業の好決算発表が株価を支援したためである。利下げは、3月の消費者物価指数が前月比+0.6%、前年同月比+13.9%へと低下しことがきっかけとなった。しかし、28日物銀行間金利はまだ新しいベンチマークであり、投資家は、依然今回据置かれたロンバードレートや公定歩合に注目している。早期に大幅利下げが実施されたにも拘わらず、市場が大きな反応を示さなかったのはこのためであろう。4月の消費者物価指数は3月の前月比+0.6%を上回る見込みであり、追加利下げは見送られる可能性が高いため、今後数ヶ月間、株価はほぼ現行水準での推移が続くと予想される。

【スロバキア株式市場】

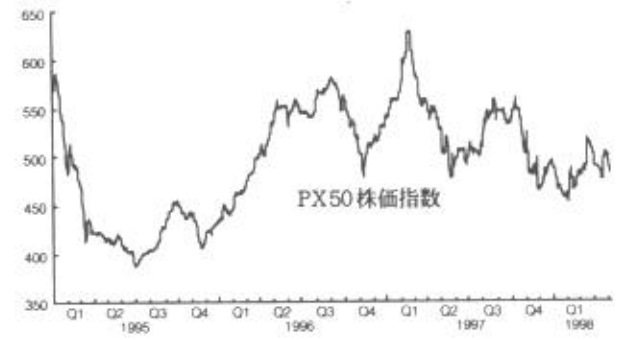
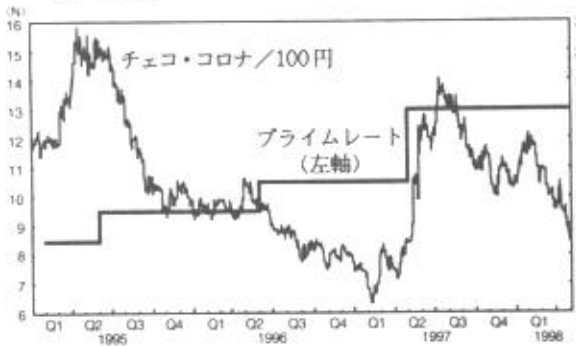
弱気。議会は、6回目の大統領選出の試みに失敗した。政局に対する不信感により、スロバキア株式市場は4月も引き続き低迷した。9月の総選挙に向けて、メチアル首相は世論調査で着実に支持率を伸ばす見通しである。しかし、新政府の組閣に関する懸念に加え、総選挙の直後に為替切下げが実施される見込みであるため、投資家が9月以前に市場参加する可能性は少ない。

(野村インターナショナル マチン・ゴルナー/小越多恵子)

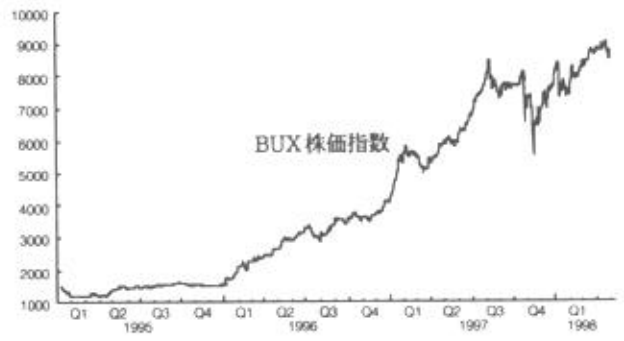
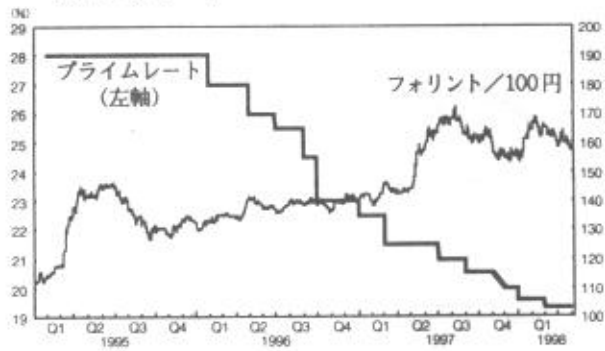


中欧4カ国の投資環境

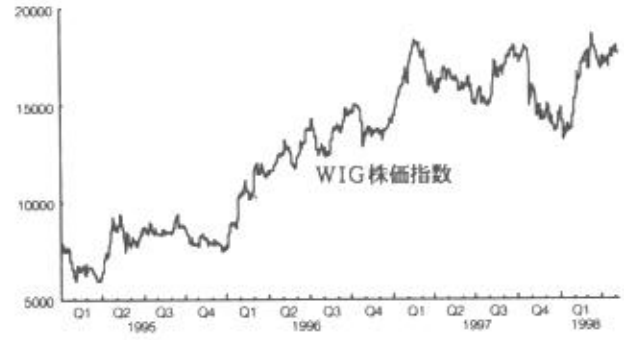
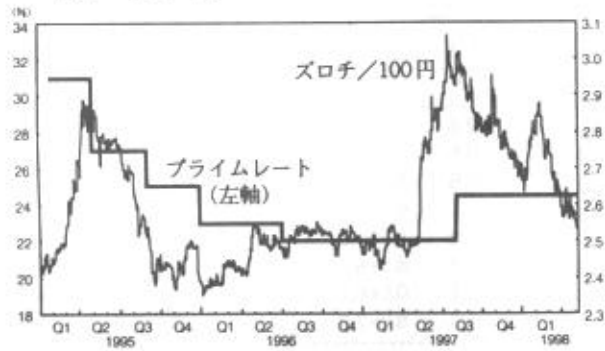
【チェコ】



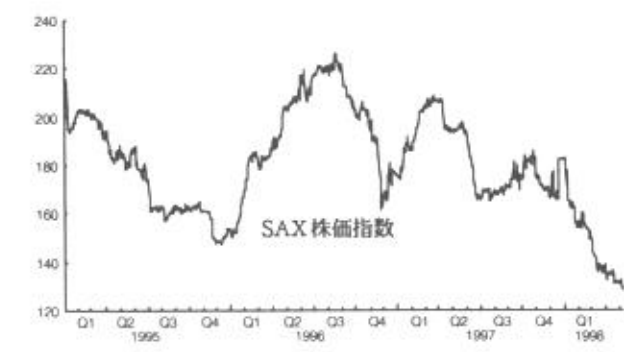
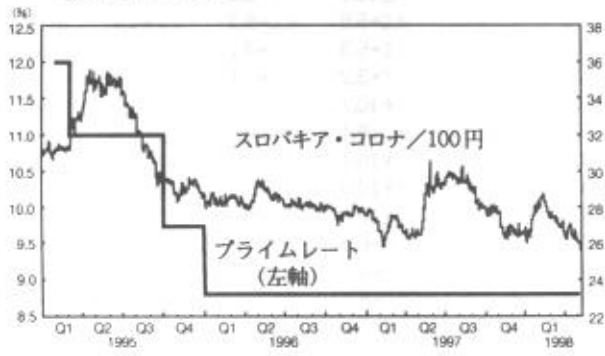
【ハンガリー】



【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。