

中・東欧情勢

高成長だが不透明さの残るポーランド経済
- 成長持続の可能性 -

1. 1997年マクロ経済

高い成長率

昨年のGDP成長率は6.9%を記録、3年続けて6%を超える成長を維持し、今年も同様の成長率が予想されている。また、実質賃金の上昇と消費者金融の普及が国内消費を拡大し、消費財輸入を促進した結果、貿易収支が急激に悪化した。好調な直接投資の流入と短期資本の流入によって、外貨繰りに問題はない。

表1. ポーランド・マクロ経済動向

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
名目GDP(億ドル)	590	763	845	858	926	1,191	1,344	1,332
1人当たりGDP(ドル)	1,547	1,999	2,198	2,232	2,402	3,085	3,479	3,450
実質GDP成長率(%)	-11.6	-8.0	2.8	3.8	5.2	7.0	6.1	6.9
財政収支/GDP(%)	0.4	-3.8	-6.0	-2.8	-2.7	-2.6	-2.5	-1.4
失業率(%)	6.3	11.8	13.6	16.4	16.0	14.9	13.2	10.5
消費者物価上昇率(%)	585.8	70.3	43.0	35.3	32.2	27.8	19.9	14.9
輸出(億ドル)	143.2	149.0	131.9	141.4	172.4	229.1	244.4	257.5
輸入(億ドル)	95.3	155.2	159.1	188.3	215.7	290.5	371.4	423.1
貿易収支(億ドル)	47.9	-6.2	-27.2	-46.9	-43.3	-61.4	-127.0	-165.6
経常収支(億ドル)	7.16	-13.6	-2.7	-23.3	-9.4	54.55	-13.5	-42.7
直接投資(億ドル)	1.6	4.8	10.0	15.2	19.7	25.1	40.0	56.8
外貨準備(億ドル)	46.80	38.14	42.87	42.81	60.29	149.63	180.33	206.7
対外累積債務(億ドル)	484.75	484.12	470.44	472.46	421.74	439.57	405.58	385.0
年平均ドル平価(PLZ/USD)	0.9	1.06	1.36	1.81	2.27	2.42	2.7	3.28

(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。

(出所) ウィーン国際比較経済研究所データ・ベースよりNRI作成。

金融政策

ポーランド国立銀行は過熱する国内消費を抑制し、インフレ率を1桁台に下げることが最優先の政策目標にしている。これにともない、インフレ率は年率で13%程度まで下がったが、名目金利は21-26%の水準にあり、実質金利が年率10%にもなる高金利政策をとっている。強力なディスインフレ政策は、企業の資金調達を難しくし、かつ国内の債務負担を重くし、他方でホットマネーの流入を促進している。

表2. ポーランドの金利体系

(1998年5月末現在)

中銀割引率	ロンバート	銀行間3ヵ月	中銀預入れ	消費者物価
23.5%	26.0%	22.5%	21.5%	13.7%

(注) 消費者物価上昇率は4月の年間上昇率。中銀預入れは28日物金利。

当面の関心

経済成長の要因は何か、現在の成長はどこまで持続可能なものか、高金利政策が通貨投機を誘発しないか、経常収支の赤字が対外債務問題を再発させないか、これらがポーランド経済の当面の関心事となっている。

2. 成長の要因

既存の生産設備の能力の活用

4年継続した経済成長の要因はもっぱら既存の生産設備の活用に求められる。ポーランドの民営化は未だ半ばを過ぎた状態で、ハンガリーやチェコよりも民営化の度合いは遅れている。依然として国家所有にある企業の経営が改善していることが最大の成長要因と見られている。

輸入構成が実証

1997年の輸入構成を見ると、資本財輸入が15.1%、消費財輸入が19.1%で、残りが原材料・半製品輸入となっている。輸入原材料加工の拡大が成長を担っているが、

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。



加工品は再輸出されるのではなく、国内市場向けになっていることから、貿易収支の急速な悪化がみられる。現在のような国内消費向けの原材料輸入拡大を長期的に維持することは難しい。

成長余力

経常収支の制約から、既存の設備を利用した生産拡大はいずれ限界にぶつかるだろう。他方、ポーランドの民営化が遅れていることは、逆に言えば、将来のポテンシャルがまだ残されていることでもある。その意味で、直接投資の急増は将来の成長の基礎を形成しよう。

直接投資の特徴

ポーランドへの投資は大きな国内市場を目標にしたものが多く、ポーランド側から見ると輸入代替的な投資である。したがって、長期的には製品輸入を減じることで、貿易収支を安定させることが予想されるが、中期的には資本財輸入が急増し、貿易収支の改善に寄与することはなく、逆に貿易収支を悪化させることになろう。

3. ホットマネーの推計

独特な統計処理

ポーランド経済の特徴として、国境貿易の現金決済から生じる外貨収入が大きいと言われる。通関統計には含まれないこの種の取引は、国際収支表ベースの貿易収支計算に利用される。つまり、住民の外貨預金の純増分を分類不能所得として算定し、この額だけ通関統計の貿易収支を補正する方法が採用されている。

表3. 貿易収支と経常収支

(単位：億ドル)

	1995	1996	1997	1998
通関統計貿易収支	-62	-127	-166	-194
国際収支統計貿易収支	-18	-82	-113	-140
経常収支(除、分類不能所得)	-23	-85	-104	-120
経常収支(国際収支表)	55	-14	-43	-65

(注) 1998年は予測。

(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。

分類不能所得

1997年で60億ドルにもなる分類不能所得は全額が国境貿易による輸出収入と解釈されている。しかし、このなかには金利スプレッドを狙ったホットマネーが含まれていると指摘されている。正確な数値は誰にも分からないが、少なくとも年間15-20億ドル前後の資金がこの形態で流入していると推定される。

4. 不透明さが残るポーランド経済

対外制約

当面、直接投資と短期資金の流入で外貨の資金繰りは問題ないが、2002年より対外債務返済年額が急増するので、現在のような年間50億ドル近い経常収支の赤字を中期的に維持することはできない。しかし、経常収支が好転する見通しが無いので、いずれ対外均衡達成の緊縮政策の導入が不可欠であろう。

為替は切下げか

輸出入から見たポーランド・ズロチは切り下げを予想させるが、逆に、ポーランド国立銀行は2月末にクローリングベッグによる切下げ月率を1%から0.8%に修正し、強いズロチ維持を示す形となった。同時に、投機を牽制する目的で、変動幅を+/-7%から+/-10%に拡大した。輸入増加を促進する為替措置は今年度の貿易収支を確実に悪化させよう。切り下げの可能性は排除できない。

高金利の弊害

新たな為替政策措置と同時に、中銀預入れ金利の最低水準を明示して商業銀行の流動性を抑制し、過熱する消費を抑制する姿勢を明確にした。しかし、高金利政策は、製造業が財テクに走る結果を招いており、企業改革の遅れが懸念される。

(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

中欧株式市場

【チェコ経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	+32.0	-35.0	+105.0	+21.0
PER (倍)	9.1	18.6	8.6	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 (%*)	-7.9	-6.1	-5.3	-5.0
財政収支 (%*)	-0.1	-1.0	-1.6	-2.8

【ハンガリー経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	+37.0	+47.1	+31.6	+9.5
PER (倍)	20.9	24.2	17.2	13.1
実質GDP (%)	1.0	4.2	4.5	5.0
工業生産 (%)	2.3	9.6	7.5	5.0
消費者物価 (%)	23.6	18.3	16.0	15.0
失業率 (%)	10.7	10.4	10.0	9.0
経常収支 (%*)	-3.7	-2.2	-3.1	-4.8
財政収支 (%*)	+1.2	-2.2	-3.5	-4.1

【ポーランド経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%#)	+14.0	+76.4	+28.0	+19.5
PER (倍#)	33.4	16.7	14.3	11.3
実質GDP (%)	6.0	7.0	5.8	5.5
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 (%*)	-1.0	-3.1	-4.6	-4.0
財政収支 (%*)	-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 (%)	+38.0	+8.6	+11.3	+15.9
PER (倍)	6.7	7.3	6.3	5.2
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 (%*)	-10.3	-6.9	-4.5	-2.9
財政収支 (%*)	-4.4	-5.7	-3.0	-2.5

(注) ♪ : 除く SPT 社 * : 対 GDP 比 # : 除く 銀行株及び KGHM
(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。5月は他の中欧市場より堅調に推移した。しかし、これは、投資家がチェコ市場を高く評価した結果というより、当市場が他市場に出遅れる傾向の結果といった方が正確だろう。このこともあり、国別ウェイトを考慮するというよりは、個別銘柄の選別に集中すべきであろう。従って、市場全体としては弱気を維持するが、個別銘柄の選択指標としては、今後一年間のGDR発行スケジュール(発行したばかりの通信のセスケ・ラディオコムニカセを含む)に注目したい。

【ハンガリー株式市場】

強気。月初は、総選挙第1回投票の結果から下落、中盤、持直しを図ったが、後半の第2回投票で右派連合政権が誕生したことで、これを完全に打消した。新政権の政策が、前政権と余り変わらないとはいえ、上場企業数社に不利となる可能性が問題となった。ハンガリー株は全体に割高で、第1四半期決算は概ね予想通り、中には予想を下回るものもあったことから、市場は5月1ヵ月で14.3%下落。しかし、この下落で悪材料出尽くし感もあり、景気見通し良好で、優良企業も多いことから、強気の見方を維持する。

【ポーランド株式市場】

強気。5月は、選挙などの特殊要因もなく、また、予想を下回るインフレ率の発表、金利引下げなど好ニュースに恵まれたにも拘わらず、冴えない展開を見せた。マイナス要因としては、4月発表の決算がまちまちだったこと、PeKaO銀行の民営化による需給の悪化なども挙げられるが、実際、中欧他市場の軟調な動きに投資家のセンチメントが下押されたといった心理的要因の方が大きかったのではないだろうか。年初来の値下がり、割安感の出た銘柄も多く、景気見通しも良好なことから強気スタンスを維持する。

【スロバキア株式市場】

弱気。5月は、9月に総選挙を控えていることもあり、投資家は模様眺め気分を更に深め、超薄商いの中、19%の下落となった。優良銘柄はそれ以前にも既に安値圏にあったが、更に安値を更新、反発の転機も見えて来ない。従って、我々は弱気スタンスを維持する。投資可能な銘柄は、国際的に投資魅力がある業界にあり、かつ、比較的流動性が高い薬品のスロバコファーマと石油・ガスのスロブナフトの2銘柄に限られよう。

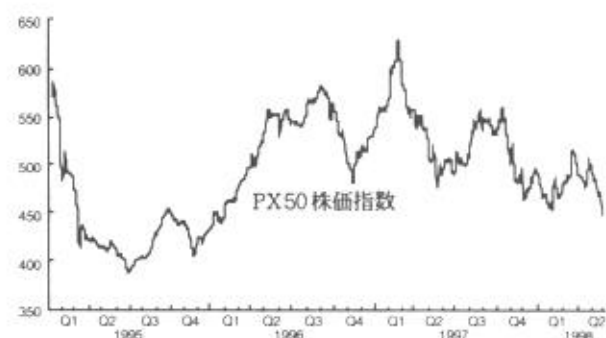
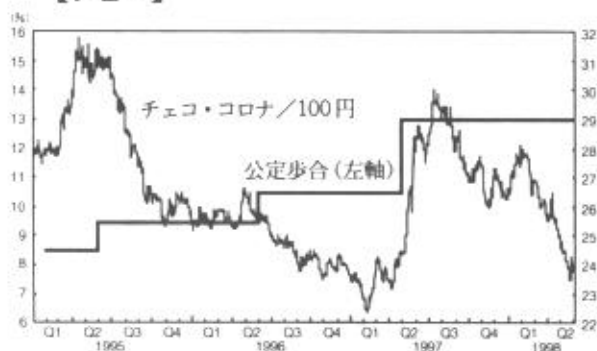
(野村インターナショナル フランス・クラウド/杉野由枝)

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。

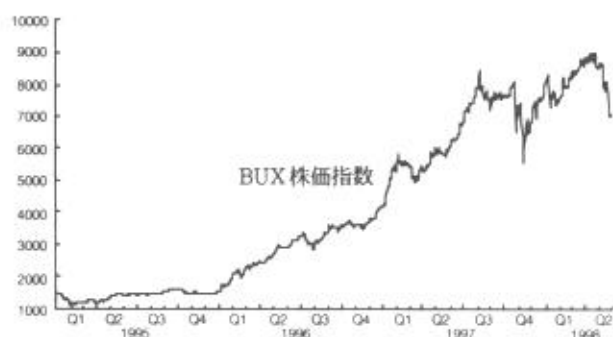
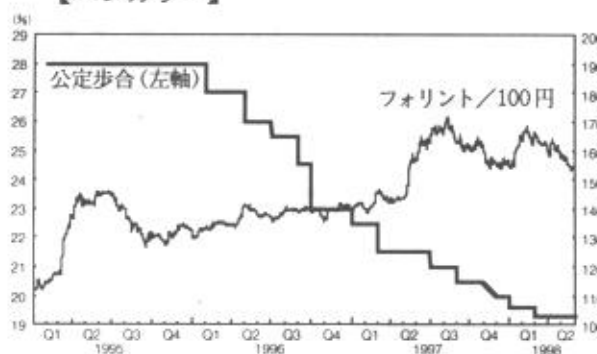


中欧4カ国の投資環境

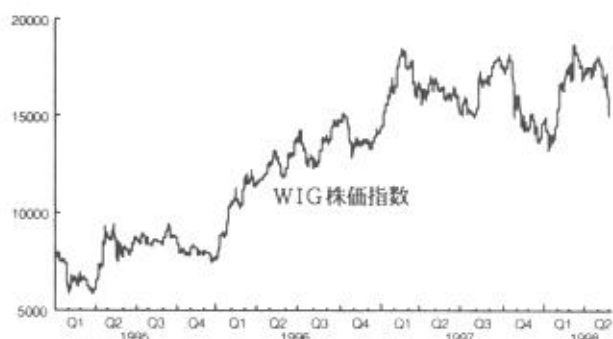
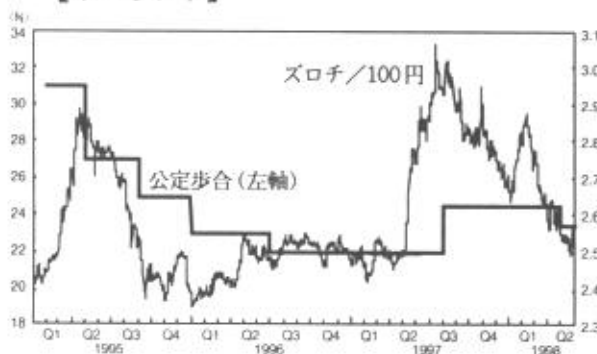
【チェコ】



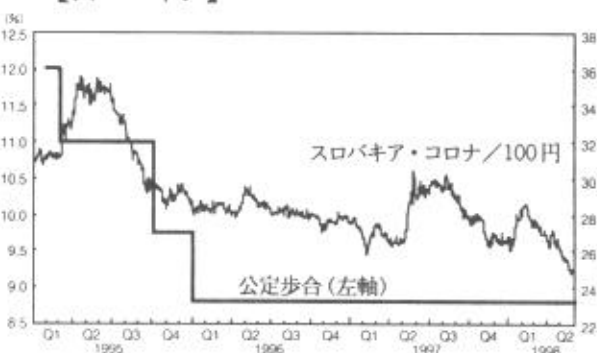
【ハンガリー】



【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。