

中・東欧情勢

## 政府投資主導のスロバキア経済：成長持続の可能性

### 1. 孤立するスロバキア

孤立を招いた政治体制

中欧諸国のなかで唯一、国際的に孤立しているスロバキア。OECD加盟、NATO拡大、EU加盟候補のすべてにおいて、他の中欧3国(チェコ、ハンガリー、ポーランド)に遅れをとり、屈辱と孤立に苦しむスロバキア。中欧で一番高いGDP成長率を記録しているにもかかわらず、国内政治が専制的であり、少数民族問題への対処がヨーロッパ基準を満たしていないとして、すべての加盟交渉において第一陣候補から外されている。

二重基準？

経済的な基準が満たされているのに、スロバキアに対してだけ厳しい政治的基準を適用し、他の中欧諸国と差別している、とスロバキア政府は国際機関を批判する。しかし、手段を選ばず政敵を追い落とし、民営化を政治勢力の拡大に利用し、少数民族問題をスロバキア民族主義に訴えて処理しようとするメチアル首相の手法は、明らかにヨーロッパの規範を外れている。

外資の参入は低水準

政治的利害がからんだ民営化を敬遠して、外資の直接投資は極めて低い水準に留まっており、株式市場もほとんど機能していない。にもかかわらず、ここ3年、年率6%を超える経済成長を記録しているのはどうしてだろうか。政治体制は悪いかも知れないが、経済パフォーマンスは良好だといえるのだろうか。

### 2. マクロ経済動向

高い成長率

表1に見られるように、スロバキアのGDPは1994年以降、年率5%を超える成長を持続している。スロバキア政府は各種の広報活動で、経済成長率の高さを誇り、スロバキアへの積極的な投資を勧めている。

表1. スロバキアのマクロ経済動向

	1993	1994	1995	1996	1997
名目GDP(億ドル)	120	138	173	190	194
1人当たりGDP(ドル)	2,256	2,576	3,230	3,529	3,611
実質GDP成長率(%)	-3.9	5.0	6.8	6.9	6.5
財政収支/GDP(%)	-5.8	-5.0	-1.0	-4.5	-5.7
失業率(%)	14.4	14.8	13.1	12.8	12.5
消費者物価上昇率(%)	23.2	13.4	9.9	5.8	6.1
輸出(億ドル)	54.4	66.9	85.8	88.3	88.0
輸入(億ドル)	63.3	66.1	87.7	111.0	102.6
貿易収支(億ドル)	-8.9	0.8	-1.9	-22.7	-14.6
経常収支(億ドル)	-6.0	6.7	3.9	-21.0	-13.4
直接投資(億ドル)	1.4	2.0	1.7	1.8	1.5
外貨準備(億ドル)	4.5	17.5	34.2	34.7	32.9
対外累積債務(億ドル)	36.2	43.1	58.3	78.1	99.0
年平均ドル平価(SKK/USD)	30.8	32.04	29.74	30.65	33.62

(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、EBRDデータよりNRIヨーロッパ作成。

農工業生産は低成長

1996、1997年の工業生産の成長率はそれぞれ2.5%、2.7%、農業生産のそれは2.7%、マイナス7.0%と、GDP成長率をはるかに下回っている。それでは何がGDPの成長を押し上げているのだろうか。



## 投資が寄与

スロバキアの成長を支えているのは固定資本形成である。対前年比で、1996年は39.8%増、1997年は14.5%増と旺盛な投資活動が展開されている。しかし、これが民間部門の投資ではないところに、スロバキア経済の問題がある。

## 政府投資が主導

1996年から今年にかけて、スロバキアは原発建設、石油精製施設の近代化、高速道路の建設に財政資金を投入しており、政府の固定資本投資および政府消費が急激に増加した。それがGDPを押し上げる要因になっている。

## 経常収支赤字は 対外制約に転化

これら政府投資に加え、ここ2年は国内消費の急増が輸入を促進した。他方でクーポン民営化を採用したスロバキア企業の輸出能力は頭打ちになっており、輸入増加分がそのまま貿易赤字の拡大となっている。貿易赤字分はほぼ経常収支赤字に反映されるが、直接投資による外資の流入がほとんどない現状では、経常収支赤字を対外資金調達で埋め合わせるしかない。しかし、スロバキアのような小さい経済が毎年10億ドルを超える赤字を維持することは難しく、現在のような成長パターンは早晩、対外資金調達の制約に直面せざるを得ない。

### 3. 急増する対外債務

## 2年間に急増

表2にあるように、対外債務は1995年から今年にかけてほぼ50億ドル増加しており、固定資本形成に向けられた投資資金の金融が外国からの資金調達で行われたことが裏付けられる。表中の企業も商業銀行も、主要な企業・銀行はクーポン民営化された疑似民営化企業で半国営企業だから、これらの債務は純粋な民間債務だとはいえない。

表2. スロバキアの対外債務構造(各期末)

単位: 億ドル

	1995	1996	1997	98.03.31
公的債務	20	17	18	17
企業債務	27	38	51	53
商業銀行債務	9	22	29	34
対外債務総額	58	78	99	104

(出所) スロバキア国立銀行月報より、NRIヨーロッパ作成。

## 短期債務は45%

スロバキア国立銀行のデータによれば、1998年3月末の対外債務104億ドルのうち、47.26億ドル(債務総額の45%)が短期債務である。今年に入ってスロバキアの格付けが軒並み下げられており、トリプルBからダブルBへの格下げにともなって、対外資金調達コストが上昇し、かつ長期の資金調達が難しくなっている。そうしたことも、各種短期資金への依存率の上昇を招いている。

### 4. 中期的停滞の可能性

## 政治的な転換は不可欠

国際機関や投資家は9月に予定されている総選挙を見守っている。世論調査はメチアル首相が率いる与党が不利と予想しているが、野党の結束は強くなく、巻き返しもあり得る。与党勝利の場合はスロバキアの売りが加速され、中期的にも国際的な地位の向上は期待できない。野党勝利の場合は国際的な環境は好転するが、経済政策面での転換には時間がかかろう。

## 時間を要する経済改革

クーポン民営化方式をとったスロバキアはチェコと同様の企業管理や市場の透明性の問題を抱えている。それに加え、政治的に誘導された民営化が、企業の構造改革を一層難しくしている。政治体制が変わったとしても、こうした構造改革の課題の解決がかなりの時間を要することを考慮すれば、スロバキアはここ2~3年のうちに中期的な停滞を迎えると予想される。  
(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 (% $\downarrow$ )	+30.0	+6.5	+1.1	+0.3
PER (倍 $\downarrow$ )	6.3	23.1	10.5	8.9
実質GDP (%)	3.9	1.0	1.0	3.0
工業生産 (%)	5.2	4.5	5.0	5.0
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 (% $\ast$ )	-7.6	-6.1	-2.7	-5.0
財政収支 (% $\ast$ )	-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 (%)	+35.9	+47.5	+47.0	+24.9
PER (倍)	24.9	27.7	18.1	14.2
実質GDP (%)	1.0	4.2	5.0	5.0
工業生産 (%)	2.3	10.8	7.5	5.0
消費者物価 (%)	23.6	18.3	15.5	14.5
失業率 (%)	10.7	10.4	10.0	9.0
経常収支 (% $\ast$ )	-3.7	-2.2	-2.1	-4.8
財政収支 (% $\ast$ )	+1.2	-4.1	-4.0	-4.2

### 【ポーランド経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (% $\#$ )	+5.2	+93.2	+26.9	+18.9
PER (倍 $\#$ )	43.9	18.0	15.5	12.6
実質GDP (%)	6.0	6.9	5.8	5.5
工業生産 (%)	9.1	12.3	7.4	6.0
消費者物価 (%)	20.1	15.9	12.4	9.9
失業率 (%)	13.2	10.5	9.2	8.7
経常収支 (% $\ast$ )	-1.0	-3.1	-4.2	-3.8
財政収支 (% $\ast$ )	-2.5	-1.3	-1.2	-1.2

### 【スロバキア経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	+14.9	+12.9	+10.5	+13.6
PER (倍)	5.4	5.2	4.6	3.9
実質GDP (%)	6.9	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 (% $\ast$ )	-10.3	-6.9	-4.5	-2.9
財政収支 (% $\ast$ )	-4.5	-5.7	-3.0	-2.5

(注)  $\downarrow$  : 96年は除く SPT社  $\ast$  : 対GDP比  $\#$  : 除く銀行株及びKGHM  
(予想) 野村インターナショナル

### 【チェコ株式市場】

弱気。7月は、通信のSPT等ブルーチップが堅調、市場を牽引した。しかし、市場にはプラス材料が見当たらず、8月も堅調に推移するとは考え難い。誕生したばかりの新政府は企業のリストラを推進するような政策を打ち出すとは考えられず、また、上場株式の流動性は依然乏しい。加えて、幾つかの大手企業が倒産の危機に瀕していることから、銀行の業績も多額の貸倒引当金の計上にあえぐ状況がしばらくは続くと思われる。従って、当市場への投資は、通信と建設セクターの優良企業に限定すべきであろう。

### 【ハンガリー株式市場】

強気。チェコ同様、7月は通信のマタブ等大型株に支えられ堅調に上昇。上半期企業決算は全般に予想通り好調、薬品のリヒターのロシア事業の成長減速も既に織り込み済みであったことから失望売りを誘わなかった。新政権の誕生後もこれといった新たな政策はなく、かろうじて、電力料金の値上げが認められたことで電力のDemaszが上昇したに留まっている。今後も引き続きロシアの景気減速のネガティブな影響を受けた決算が発表される可能性があり、ロシアへの輸出比率が高い銘柄は避け、内需関連銘柄に投資を集中すべきであろう。

### 【ポーランド株式市場】

強気。7月は、業界再編に支えられ銀行株が上昇しただけでなく、全般に堅調となった。当市場は経済見通しの改善に加え、大型の民営化が計画されていることから今後も堅調な展開が見込まれる。製造業では予想を下回る決算発表が続く可能性があり、注意を要しようが、建設と銀行セクターの株価は引き続き堅調に推移すると見られる。また、他のセクターでも業績見通しが良好な銘柄とリストラに期待できる銘柄は注目に値しよう。

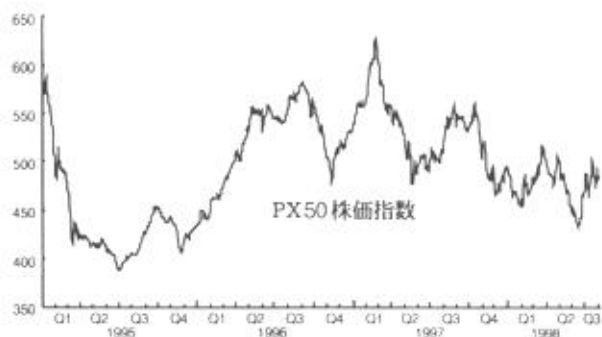
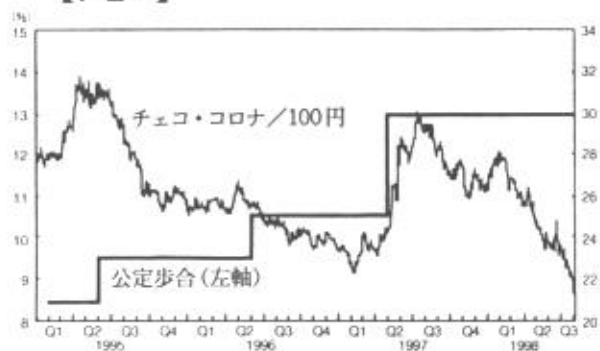
### 【スロバキア株式市場】

弱気。7月も、当市場は何ら新しい動きはなく、今後も9月の総選挙が終了するまでは模様眺めが続くようだ。政府持株会社NPFが次々に株式を放出したが、海外投資家がほとんど市場に参加しておらず、盛り上がりには欠けた。マクロ経済に改善の兆しが見え、同市場のブルーチップが他の中欧市場に比べ極端に割安となっているとはいえ、誰が次期政権を獲得するかが明らかになるまでは、市場に動きが出る可能性は低いと考えられる。

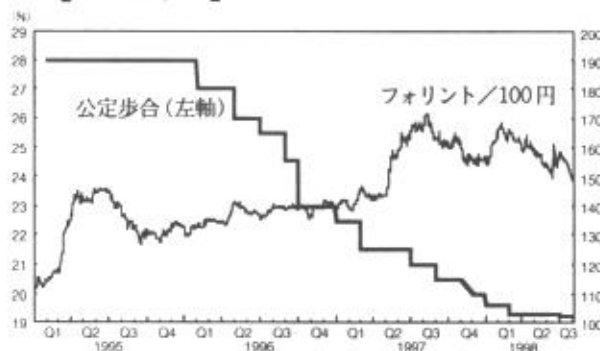


## 中欧4カ国の投資環境

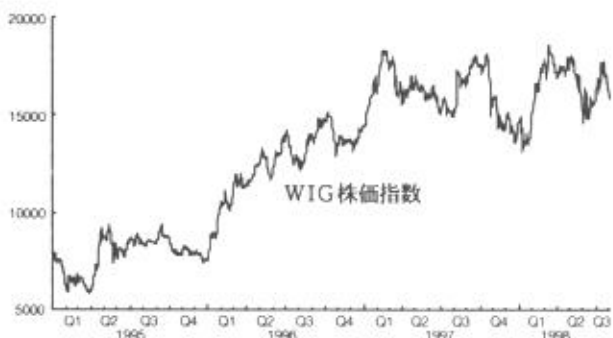
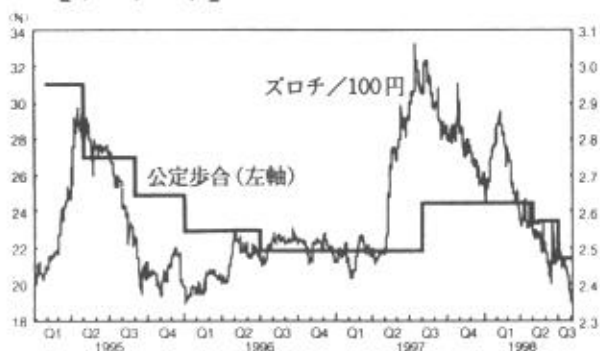
### 【チェコ】



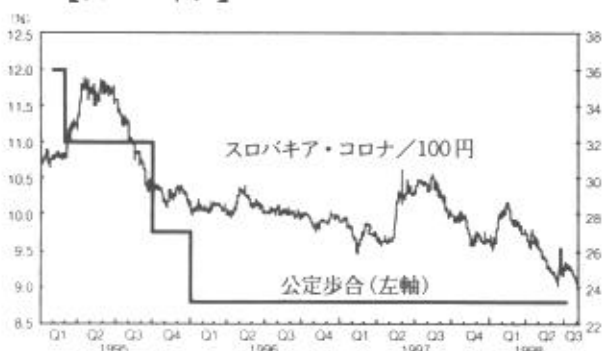
### 【ハンガリー】



### 【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。