

中・東欧情勢

ルーマニア経済見通し

1. 経済動向の見方

経済政策の誤りか

ルーマニアではチャウシェスク政権の崩壊後も、旧共産党の流れを汲む政治勢力が政権を握り、それが経済改革を遅らせてきた。1996年末の総選挙で、この保守勢力が政権を退き、市場経済への転換を積極的に推し進める中道連立政権が成立した。一方1994年から3年続けて高い成長率を達成したルーマニア経済は、1997年からマイナス成長に転じた。これは新政権の経済政策の誤りの結果なのだろうか。

政府主導の成長政策

1992年の総選挙から政権を維持してきた保守勢力は、改革の遅れによる経済停滞を挽回し、1996年末の総選挙を有利に戦うために、積極的に国営企業を支援し、増産体制を鼓舞した。その結果、工業生産は1995、1996年とも10%近い増加を見せ、これがGDPを押し上げる力となり、両年ともチャウシェスク体制転換以後で最高の成長率を達成した。

内外不均衡の拡大

国営企業への積極的な補助金政策によって、国家財政の赤字は急増し、かつ輸出増加をはるかに上回る輸入の増加で貿易収支は悪化した。しかし、対外累積債務の規模が小さく、GDPの成長が持続すると判断した国際金融界は、中欧からさらに東に向かってビジネスを拡大すべく、シンジケートローンや国際金融市場でのソブリン債の引受けを始め、ルーマニアの対外資金調達は活発化した。

対外債務が急増

この結果、中長期の対外債務は1994年末の46億ドルから1997年末の84億ドルへと急増、かつ短期の借入れを含めた年間の元利返済が1998年で17億ドル、1999年には20億ドルに達すると見込まれ、20億ドル程度の外貨準備しかないルーマニアの対外債務の負担は急速に高まっている。

旧政権の付け

1996年末に発足した新政権は1997年から経済自由化政策を開始したが、それが物価の全般的な高騰を招き、即座に経済緊縮政策の採用を余儀なくされた。1997年を通して、物価上昇率は150%を超えたが、下半期より通貨の実質価値を切り上げる政策を採用して輸入を削減し、物価水準を落ち着かせる措置がとられた。物価安定政策は1997年下半期から1998年にかけて効果を見せたが、輸入水準は110億ドル台に高止まりしており、他方で輸出が増えないことから、貿易収支、経常収支とも、大きな赤字幅は解消されていない。緊縮政策で補助金を削減された国営企業は減産を余儀なくされ、1997年の工業生産はマイナス成長となった。

表1. ルーマニア・マクロ経済動向

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
名目GDP(億ドル)	382	289	196	264	301	355	352	348	350
1人当たりGDP(ドル)	1,648	1,244	859	1,159	1,323	1,564	1,555	1,545	1,550
実質GDP成長率(%)	-5.6	-12.9	-8.7	1.3	4.0	7.2	3.9	-6.6	-4.0
財政収支/GDP(%)	-0.4	-1.9	-4.4	-1.7	-4.2	-4.1	-4.9	-3.6	-4.0
失業率(%)	-	3.0	8.2	10.4	10.9	9.5	6.6	8.8	9.0
消費者物価上昇率(%)	5.1	170.2	210.4	256.1	136.8	32.3	38.8	154.8	70.0
輸出(億ドル)	57.8	42.7	43.6	48.9	61.5	79.1	80.8	84.3	84.5
輸入(億ドル)	92.0	57.9	62.6	65.2	71.1	102.8	114.4	112.8	115.0
貿易収支(億ドル)	-34.2	-15.2	-19.0	-16.3	-9.6	-23.7	-33.6	-28.5	-30.5
経常収支(億ドル)	-33.4	-10.1	-15.6	-11.7	-4.3	-17.7	-25.7	-23.4	-25.0
直接投資(億ドル)	-0.18	0.37	0.73	0.87	3.4	4.2	2.6	12.2	10.0
外貨準備(億ドル)	0.26	2.1	0.96	0.42	5.9	3.3	5.5	21.9	21.5
対外累積債務(億ドル)	2.3	11.4	24.8	33.6	46.0	54.8	72.1	84.0	83.0
年平均ドル平価(ROL/USD)	22.4	76.4	308	760.1	1,665.1	2,033.3	3,082.6	7,167.9	8,700

(注) 失業率、外貨準備、対外累積債務は年末データ。外貨準備はルーマニア中央銀行の準備で、金を除く。1998年データはNRIヨーロッパ予想。
(出所) ウィーン国際比較経済研究所データベースより、NRIヨーロッパ作成。

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。



2. 経済見通し

厳しい資金調達

ルーマニアの対外債務総額は大きくなく、ロシアとの経済関係も強くはない。しかし、ここにきて資金調達の対外環境は悪化し、かつ国内の経済パフォーマンスの改善の見通しが立たないことから、新規の資金調達は極めて厳しい状態にある。10月末にはS&Pが外貨のソブリン債の格付けを、BプラスからBマイナスに下げた。

難しい民営化

中欧諸国との決定的な違いは、西欧市場で競争し得る産業や企業があまりに少ないことである。IMF等の国際機関は政府の民営化政策の遅れを最大の原因と見ているが、元をたざせば、旧チャウシェスク体制時代における鎖国政策に最大の原因がある。外資が入らない状況では、国際競争力のない国営企業の民営化は難しい。

経済の回復には時間

ルーマニア政府は引き続き緊縮政策を続けることを余儀なくされており、経済成長への見通しを語るのは早すぎる。当面は、財政赤字と経常収支の赤字を減らし、対外債務危機を回避する施策が最大の課題となろう。適切な対外債務管理が行われなければ、ルーマニア経済の停滞が長期化し、EU東方拡大の第二陣候補へのリストアップが大幅に遅れることになる。その意味で、IMFの支援確保が不可欠であり、交渉の成り行きが注目される。

注目したい直接投資

ヴァシル首相は、腐敗や政治的な介入が民営化を遅らせているとして、民営化省や国家所有ファンドを批判しているが、昨年より民営化絡みの直接投資は増加しており、今年も、年初からの8ヵ月間に流入した直接投資は6億ドル強と、これまでになく規模の投資が流入している。民営化がさらに加速されれば、経常収支の赤字分の半分近くをカバーすることが可能になり、債務の圧力は緩和されよう。今後、民営化とそれに結びついた外資の流入動向に注目したい。

3. 政治的に不安定化

連立政権内部の相違

ルーマニアの現政権は政策を異にする4政党の連立政権である。第一党のキリスト教民主党は国家機構の整備を、農民党は緊縮政策の緩和を、社会民主党は民営化と産業復興を、ハンガリー民主同盟はハンガリー人少数民族問題を、それぞれ最優先の政策課題に位置づけており、ことあるごとに政策的な相違が表面化している。最近では、ハンガリー語で教授される大学設置をめぐる党内部の見解が分かれたが、ドイツ人少数民族の高等教育を兼ねた大学とすることで妥協が図られ、辛うじてハンガリー民主同盟の政権離脱が避けられた。

野党が勢力を回復

1996年の総選挙敗北後、勢力を失っていた旧政権党の社会民主化ルーマニア党が、最近の世論調査では人気第一党に返り咲いている。党首のイリエスクは、緊縮政策がルーマニア経済を危機に陥れていると批判し、経済政策の緩和を主張している。野党が反ハンガリー人政策で一致していることも、政権を不安定にしている。

市場経済化の合意ない

中欧諸国の政党政治と異なり、ルーマニアの政党間には市場経済化への明瞭な合意が存在せず、緊縮政策と緩和政策が交互に実施され、政策の継続性に欠ける。経済危機の深刻化が連立政党間の不協和音をもたらし、2000年の任期満了前に総選挙が実施されることになれば、経済政策は再び緩和政策へ傾くことになり、市場経済化への歩みは再び足踏み状態になることが懸念される。今後の政治情勢にも十分注意したい。

(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】

	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	-529.5	-50.5	+13.0
PER (倍)	18.3	21.1	17.7
実質GDP (%)	1.0	-1.5	0.5
鉱工業生産 (%)	4.5	3.2	3.0
固定資本形成 (%)	-4.9	-4.0	2.0
個人消費 (%)	1.6	-1.0	1.5
消費者物価 (%)	8.4	11.0	7.3
失業率 (%)	5.2	7.2	7.8
経常収支 (%*)	-6.0	-2.7	-3.5
貿易収支 (%*)	-8.9	-4.3	-5.1
財政収支 (%*)	-1.0	-1.3	-2.3

【ハンガリー経済・企業収益】

	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	+18.2	+39.2	+26.7
PER (倍)	23.9	16.2	12.6
実質GDP (%)	4.4	5.0	3.5
鉱工業生産 (%)	10.8	13.0	8.5
固定資本形成 (%)	8.3	10.0	8.0
個人消費 (%)	0.9	3.0	3.5
消費者物価 (%)	18.3	14.3	11.3
失業率 (%)	10.4	9.2	9.5
経常収支 (%*)	-2.2	-3.5	-4.6
貿易収支 (%*)	-3.9	-3.7	-5.0
財政収支 (%*)	-4.1	-4.4	-4.6

【ポーランド経済・企業収益】

	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	+46.5	+19.7	+17.5
PER (倍)	16.2	11.7	10.3
実質GDP (%)	6.9	5.5	4.5
鉱工業生産 (%)	14.2	5.2	6.0
固定資本形成 (%)	20.0	13.5	12.5
小売売上高 (%)	8.6	11.5	7.5
消費者物価 (%)	15.9	11.9	8.8
失業率 (%)	10.5	9.3	9.1
経常収支 (%*)	-3.2	-3.5	-5.1
貿易収支 (%*)	-8.2	-8.6	-9.6
財政収支 (%*)	-1.6	-1.0	-0.5

(注) * : 対GDP比
(出所) 野村インターナショナル

【チェコ株式市場】

弱気。10月は化学品卸売のケマボルが倒産するなど、ネガティブなニュースがあったにも拘わらず、他の中欧市場同様、世界的な景気後退懸念の後退で反発。投資家マインドにもわずかながら改善が見られ、11月もこの状況が続くそうである。とはいえ、流動性の乏しいチェコ市場は投資に値する銘柄が少なく、銀行株は底を打った感があるとはいえ、2001年まで黒字転換できない見通しとあっては、買う気が起きないのが当然であろう。唯一推奨に値する通信のSPTについては、98年1~9月決算が市場予想を若干下回ったことで、積極的に買いに出るのをためらう向きもあるが、国内通信料金見直しの恩恵に期待して、買い推奨を維持する。

【ハンガリー株式市場】

強気。ロシア危機で薬品株を中心に大きく下げた後、10月は各企業のロシア関連の損失の規模と今後の対策の発表が相次いだのに伴い、市場は大幅なリバウンドを見せた。また、石油・ガスのMOLがロシアのガスプロムの天然ガスと交換に食品・薬品を提供するという1億ドル相当の物々交換契約を結んだことも市場に好感された。今後も年末までは緩やかな上昇基調が続くと見られる。個別には、上述のMOL、オーストリアのプラスチック会社を買収したTVK(化学)、ボルショドケム(化学)、OTP銀行などが注目されよう。割安なギデオ・リヒター(薬品)、米国売上比率が高い自動車部品のラバなども押し目買いのチャンスか。

【ポーランド株式市場】

強気。10月上旬には海外投資家の資金引き揚げなどで下落した。その後も、ロシア危機で企業の業績予想下方修正が相次いだものの、銀行株がドイツの銀行による株式の取得や、国内銀行同士の合併など業界再編で賑わい、市場を牽引した。11月も通信のTPSAの上場で投資家の注意が当市場に向けられる可能性が高まっている。特に、銀行株が業界再編の継続と利下げによる業績改善期待から引き続き買われる展開となりそうで、市場全体も上昇基調を維持すると考える。個別には、銀行株の他に、業界再編の恩恵を受けるエクスパッド(建設)、高成長見通しに比して割安なコンピュータランドなどに引き続き注目したい。

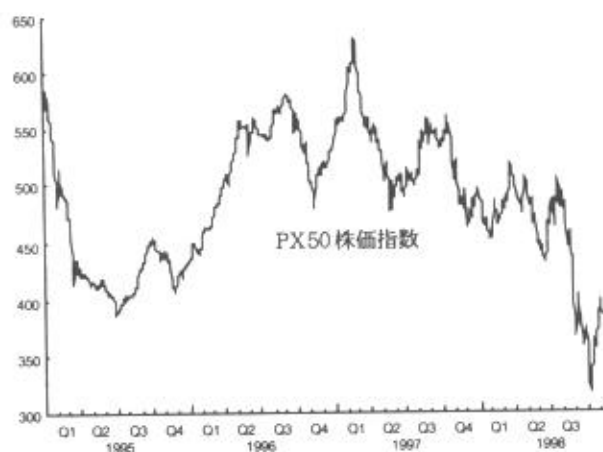
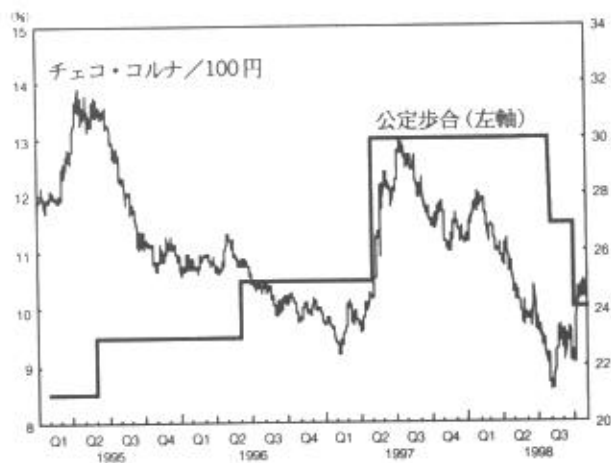
(野村インターナショナル マーティン・ゴルナー/杉野由枝)

(お知らせ) 今月号より、中欧株式市場のコメントを、チェコ、ハンガリー、ポーランドに絞り、スロバキアを割愛させていただきます。

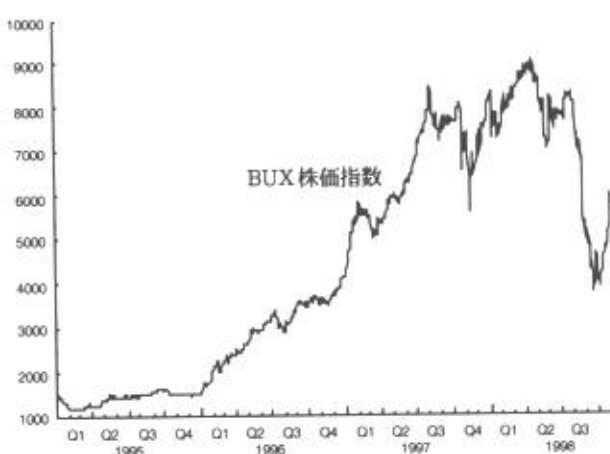
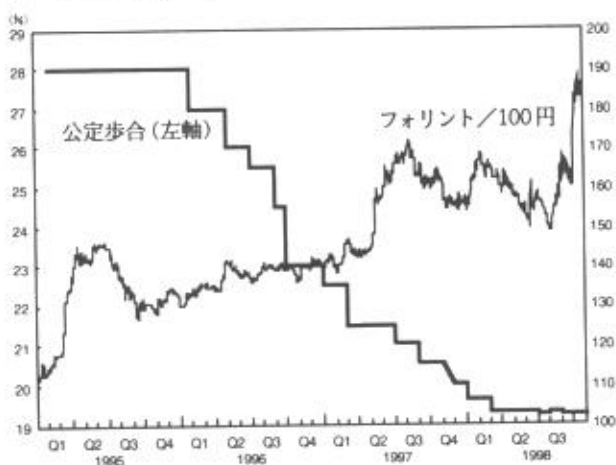


中欧3カ国の投資環境

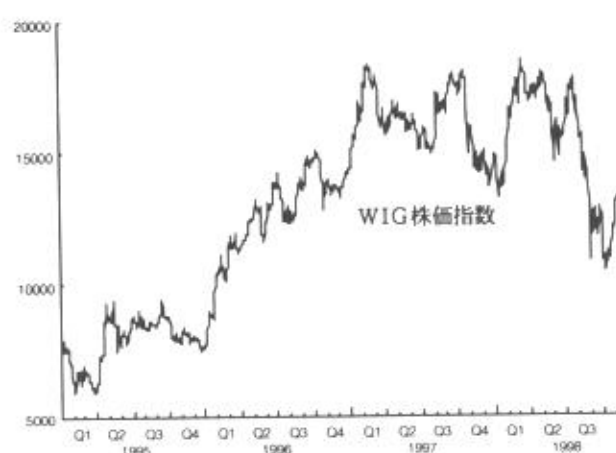
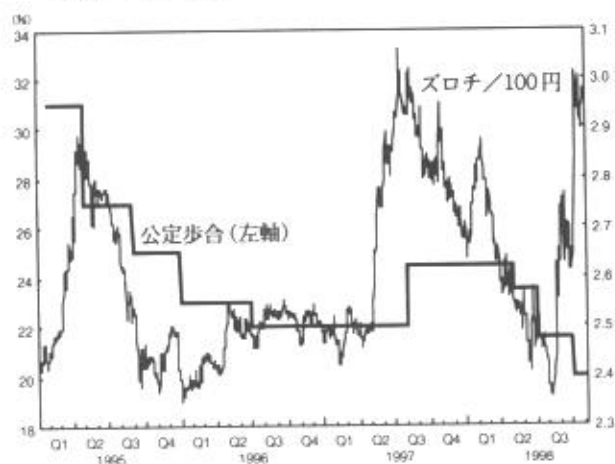
【チェコ】



【ハンガリー】



【ポーランド】



(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。