

中・東欧情勢

## EU拡大と中欧経済

### 1. 旧ソ連・東欧の成長実績

成長格差の拡大

体制転換以後、旧ソ連・東欧の世界は二極分解の様相を見せている。旧ソ連のうち、バルト3国と中央アジア諸国を除くスラブ国家は依然として経済が縮小し続けるマイナス成長経路にあり、成長への見通しが立てられない状況にある。また、旧東欧圏は中欧とバルカン諸国との経済格差が拡大する傾向が観察され、中欧のEU加盟がこうした格差をさらに拡大し、ヨーロッパの新たな東西分裂状態を固定化する可能性が高い。

表1. グループ別のGDP成長率の実績

	GDP成長率 (%)				1997/1989 1989 = 100
	1995	1996	1997	1992-97平均	
EU15カ国平均	2.5	1.7	2.6	1.8	116.0
うちギリシア	2.1	2.7	3.5	1.7	112.6
ポルトガル	1.9	3.0	3.5	1.9	119.6
スペイン	2.7	2.3	3.4	1.9	117.2
中欧(+エストニア)平均	4.7	3.7	5.5	3.1	94.5
うちチェコ	6.4	3.9	1.0	2.9	97.5
エストニア	4.3	4.0	11.4	1.2	77.1
ハンガリー	1.5	1.3	4.4	1.8	90.4
ポーランド	7.0	6.1	6.9	5.8	111.8
スロベニア	4.1	3.1	3.8	3.7	95.5
東欧10カ国平均	4.9	3.3	1.5	0.1	72.0
スラブ4カ国平均	-7.1	-4.6	2.4	-7.8	51.7

(注) 東欧10カ国は、チェコ、ハンガリー、ポーランドを除く、旧東欧、旧ユーゴスラビアの諸国。  
また、スラブ4カ国は、ロシア、ウクライナ、ベラルーシ、モルドヴァ。  
(出所) UNECEデータより、NRI-E作成。

成長実績の読み方

表1はEU15カ国(ギリシア、ポルトガル、スペインを特掲)、中欧5カ国(エストニアを含むEU拡大第一次候補)、その他の旧東欧10カ国、スラブ4カ国の4グループの経済成長実績である。

旧東欧10カ国には、高い成長率を記録しているがEU拡大の候補になっていないスロバキアが含まれており、スロバキアを除けばこのグループの実績はマイナス成長となる。中欧5カ国の平均成長率(1992-1997年)はEU15カ国のそれをおよそ1.3ポイント上回っているが、対1989年GDP比ではまだ旧体制のGDP水準を回復していない。

もっとも、対1989年比のデータはそれほど信頼性がないと考えられる。体制転換によって、GDPを構成する商品・サービス構成に本質的な変化が起きているだけでなく、旧体制の為替政策がGDPのドル換算率を歪めていると考えられるからである。

### 2. GDP水準の収斂は可能か

EUの収斂問題

EU拡大が現実問題となるなかで、現EU15カ国の経済水準と第一次拡大候補諸国との経済格差の収斂が一つの焦点になっている。つまり中欧5カ国のGDP水準が、EUの最低所得3カ国(ギリシア、ポルトガル、スペイン)のGDP水準に接近し、これを凌駕するまでにどれほどの時間が必要かという「収斂問題」である。

収斂時間の計算方法

長期の経済成長率を計測するマクロ経済方程式による推計結果がある。表2がそれである。これはバロー(Barro)の推計にもとづく1991年購買力平価GDPを基礎にした計測と、レヴァイン-レネ(Levine-Renelt)の推計にもとづく1992年購買力平価GDPを基礎とした計測で、EUの最低所得国3国が年率2%で経済成長した場合に、それぞれの諸国がこれら3国の所得水準に追いつく時間を計算したものである。



表2. 中欧のGDPの収斂時間計算

	1人当たりGDP 購買力平価	バロー推計		レヴァインーレネ推計	
		予測成長率	到達年	予測成長率	到達年
チェコ	8,173ドル	5.44%	11年	4.40%	15年
エストニア	7,203	5.23	16	4.93	17
ハンガリー	6,211	5.28	20	5.02	22
ポーランド	6,364	5.42	18	4.75	23
スロベニア	6,342	5.31	19	4.58	24
EU最低所得国	11,690	2.00	-	2.00	-

(注) EU最低所得国は、ポルトガル、ギリシア、スペインの3カ国で、この3カ国グループが年率2%で成長したと仮定した場合の推計。

(出所) D.K. Rosati, *The Impact of EU Enlargement on Economic Disparities in Central and Eastern Europe* (ウィーン国際経済比較研究所)、1998年11月所収データより、NRI-E作成。

収斂時間は20年?

表2の推計結果によれば、チェコが最も速くEU最低所得国に追いつき、スロベニアやハンガリーが最も時間がかかることになる。総じて、最低所得国への収斂には15年から20年かかるという結果が出ている。

収斂は短縮可能か

表2の推計には本質的な問題がある。まず、基準年である1991年、あるいは1992年は、未だ中欧諸国が体制転換の混乱から抜け出していない時期であり、基準年として適切でない。次に、二つの推計とも購買力平価を採用しており、スロベニアが市場平価よりかなり低く評価され、逆にポーランドは市場平価の2倍近くに評価されるという偏りが見られる。さらに、二つの推計とも、中欧の体制転換期に固有の成長要因を考慮しないという致命的な欠陥がある。

これらの要因を考慮すれば、表2の数字とは異なる結果が得られるはずであり、その収斂時間はもっと短いものになろう。

### 3. 中欧の成長源は何か

世銀の成長予測

表3は世銀の成長予測である。もしこの予測通りにGDPの成長が生じれば、中欧はEUの平均に収斂せずに、逆に格差が拡大することになる。しかし、この数字も中欧固有の成長要因を前提せずに、実質成長率のみを計算したものである。

表3. グループ別のGDP平均成長率

(単位: %)

	1997/1988	1996	1997	1998	1999	2000	1998-2007
西欧の中所得国	4.1	6.7	7.1	4.8	3.6	5.1	5.5
中・東欧	-0.9	3.3	2.3	4.0	4.0	4.5	4.7
旧ソ連	-5.3	-4.3	1.3	-3.7	-4.3	1.7	2.6

(出所) 世界銀行データより、NRI-E作成。

中欧はリエマージング

中欧諸国は特有の成長源泉を保有している。それは旧体制の中で市場の評価を受けてこなかった経済要素が、市場経済化が進行するにつれ、価値の再評価を受けるといった体制転換に固有な現象として現れる。「既存の経済要素の再評価」は特に労働価値の持続的上昇を引き起し、中欧の経済成長力を決めていく。この詳細はすでに本誌1998年1月号に分析している。

為替の持続的切上げ

ドル換算されたGDP成長率は、実質成長率と為替の実質切り上げ率の和で表されるが、「経済要素の再評価」が進行すると、それが持続的な為替の実質切り上げプロセスとなって現れる。1992年から1997年までの実績を見ても、ドル換算されたGDP成長率はチェコやポーランドで年率15%を超えており、ハンガリーでも6%前後を記録している。このプロセスが継続すると仮定すれば、ドル換算で年率10%の成長は想定可能で市場平価GDPでEU最低所得国水準へは5-7年で達成可能である。

EU加盟は5-6年後

このような想定が正しければ、中欧諸国の市場平価GDPは2003~2006年にはEUの最低所得国の水準に接近することになり、EU加盟が現実的なものとなろう。

(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 (%)	-542.0	-50.3	+12.4
PER (倍)	18.4	21.3	17.8
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	10.9	6.8
失業率 (%)	5.2	7.2	7.8
経常収支 (%*)	-6.0	-2.0	-3.5
貿易収支 (%*)	-8.9	-4.0	-5.1
財政収支 (%*)	-1.0	-1.1	-2.3

### 【ハンガリー経済・企業収益】

	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	-68.6	+40.6	+24.4
PER (倍)	11.7	15.1	11.9
実質GDP (%)	4.4	5.0	3.5
鉱工業生産 (%)	10.8	12.6	7.2
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	10.0
失業率 (%)	10.4	9.2	9.5
経常収支 (%*)	-2.2	-4.0	-4.7
貿易収支 (%*)	-3.9	-4.3	-5.0
財政収支 (%*)	-4.1	-3.8	-4.6

### 【ポーランド経済・企業収益】

	97(実)	98(予)	99(予)
EPS (%)	+46.5	+22.3	+17.5
PER (倍)	11.7	13.7	9.7
実質GDP (%)	6.9	5.5	4.5
鉱工業生産 (%)	14.2	4.7	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	11.8	8.5
失業率 (%)	10.5	9.3	9.1
経常収支 (%*)	-3.2	-3.9	-5.1
貿易収支 (%*)	-8.2	-8.6	-9.7
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。11月はケマボル・グループ(化学)救済策としてユニベトロール(石油)との合併の可能性が浮上、ケマボルの取引銀行にとって好ニュースとなった。12月はケマボルなど財務面で問題のある国内大企業の債務不履行で大型国営銀行から赤字拡大のニュースが続出しよう。これら国内大企業をいかに救済するかが政府の急務であるが、銀行側も損失を最小限に食い止めるため独自の対応策をとっており、今後の動向に注目される。流動性に乏しいチェコ市場は投資に値する銘柄が少なく、99年度景気見通しも低調とあっては投資家マインドの大幅改善は見込めまい。個別には、国内料金見直しの恩恵に期待できる通信のSPT、キャッシュ・フローの潤沢な電力のCEZを推奨。

### 【ハンガリー株式市場】

強気。11月は98年9ヵ月決算状況でマクブ(通信)、MOL(石油・ガス)、OTP(銀行)など大型企業が好決算を発表した一方、グラボプラスト(人造皮革)などロシア危機の影響で利益水準が前年同期に比べ半分以下に落ち込んだ企業もあり、明暗が分かれた。12月はクリスマス休暇を控え材料に乏しく、NY市場の動向と市場の思惑に左右される展開が予想される。唯一の好材料は99年度に予定されている電力・ガス料金引上げで、公益企業、特にMOL、Demasz(電力)に注目したい。また、米モービルと技術・販売面で提携を結んだTVK(化学)、業績改善が期待され、割安なギデオン・リヒター(薬品)なども推奨したい。

### 【ポーランド株式市場】

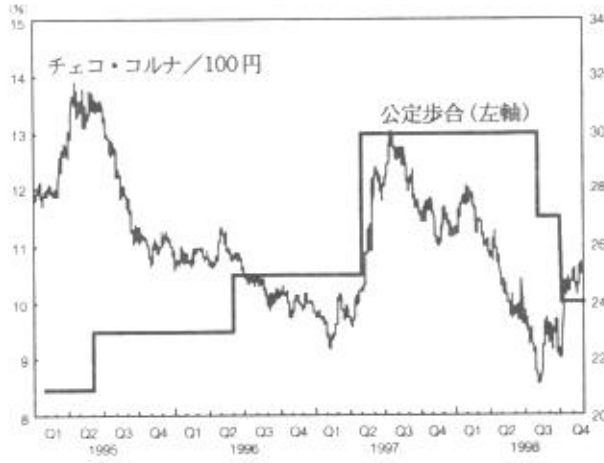
強気。11月は銀行株が引続きドイツの銀行による株式取得や国内銀行同士の合併など業界再編で賑わったものの、予想を下回る企業決算発表が相次いだことから、市場は軟調な展開となった。12月も冴えない決算発表と、エレクトリム(電機・通信)の移動体通信事業の一部を時価の1/10で売却する計画などから、年末にかけて投資家マインドが冷え込む可能性が高い。しかし、EBRDによるマクロ経済見通しも良好で、中期的にはベトロケミア・ブロック(化学)など大型株の上場もあり、地合いは活発化しよう。個別には、業界再編の恩恵を受けるエクスパッド(建設)、高成長見通しに比して割安なコンピュータランド、ブリューポールと合併予定のZywiec(醸造)などに注目。

(野村インターナショナル フラソシス・クラウド/杉野由枝)

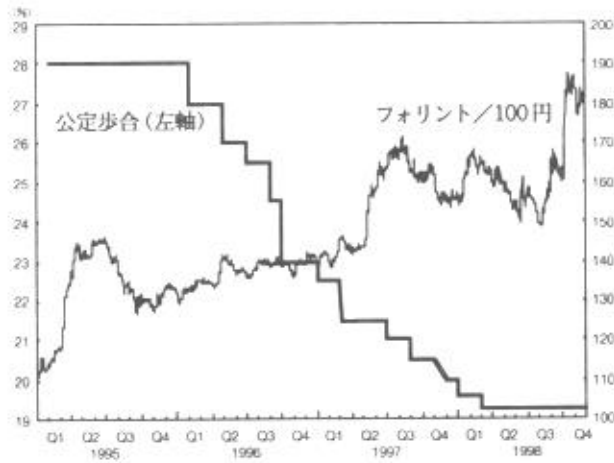


## 中欧3カ国の投資環境

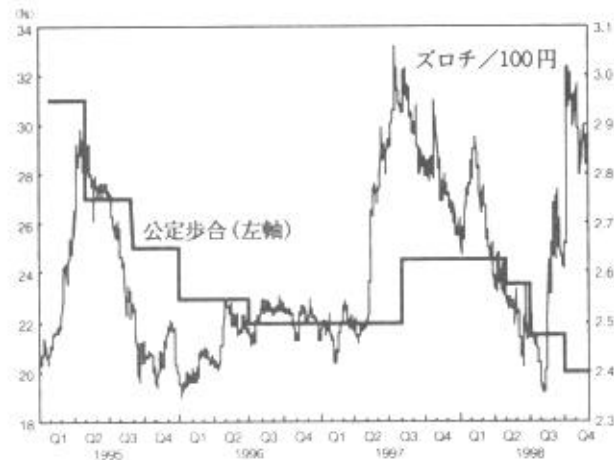
### 【チェコ】



### 【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。