

中・東欧情勢

中欧経済の1998年実績

1. 三国三様の経済成長

マイナス成長のチェコ

1998年の経済実績が順次公表されているが、中欧3カ国のGDP成長率は総じて当初予想を下回る結果になっている。とくにチェコの第4四半期のGDP成長率がマイナス3.9%と予想以上に大きく落ち込んだ結果、1998年のGDP成長率はマイナス2.6%となり、11月時点の予測(マイナス1.9%)を更に割り込む結果となった。今年の成長見通しも明るくはない。

ポーランドは下方修正

高い成長を続けてきたポーランド経済も、第4四半期の成長率が2.4%と減速したため、1998年のGDP成長率は4.8%と大方の予想を下回る結果となった。対ロシア輸出の減少と、経常収支の赤字を抑制するための緊縮経済政策が影響していると考えられる。

5%を超えたハンガリー

ハンガリーでは公式数字は未公表であるが、直近の国立銀行の予測では1998年のGDP成長率を5.2-5.3%と推定している。工業生産、とくに加工工業と機械工業の好調な生産拡大がGDPの成長を支えている。

表1. 中欧3国のGDP成長率の動向

(単位: %)

	1996年実績	1997年上半期	1997年実績	1998年上半期	1998年推定値
ハンガリー	1.0	3.2	4.4	4.8	5.2~5.3
ポーランド	6.1	7.2	6.9	5.9	4.8
チェコ	4.1	1.3	1.0	-1.7	-2.6

(出所) 1988年の推定値はチェコとポーランドが中央統計局、ハンガリーが国立銀行

2. ディスインフレと貿易収支の悪化

物価の沈静化は顕著

3国に共通して、インフレ沈静化が顕著に見られる。とくにハンガリーは1998年12月の消費者物価上昇率(対前年同月比)が10.3%にまで下がり、1997年12月のそれと比較すると、8.1ポイントの低下となった。同様に、ポーランドでもディスインフレ傾向は顕著で、12月の消費者物価上昇率は8.6%の水準にまで落ちており、1997年のそれと比較すると4.6ポイントの低下となっている。チェコはこの地域で唯一1桁台のインフレ率を維持していたが、1998年の年間平均消費者物価上昇率は2桁台の10.7%と高い上昇率を記録した。しかし、経済不況から国内消費が冷え込んでおり、12月の対前年同月比では6.8%の上昇にとどまった。今年物価上昇率は再び1桁台に落ち着く見通しである。

チェコの貿易収支は悪化傾向

他方、3国とも貿易収支の大幅な赤字が続いている。チェコは、1995、1996、1997年と年額40億ドルを超える貿易赤字を記録したが不況の影響で輸入が抑制され、1998年の貿易収支はほぼ26億ドル程度の赤字に収まった模様である。昨年下半年より輸出の不調が顕著になったため、今年の貿易収支は再び悪化すると予想されている。

ポーランドは記録的な赤字

ポーランドの1998年の貿易収支赤字は130億ドルを超え、経常収支の赤字は68億ドル程度になったと推定される。直接投資ブームによって、資本財輸入などが急増しているためと考えられる。当面、直接投資の流入分で経常収支赤字のかなりの部分をカバーできるが、今年も大幅な赤字が継続する場合には警戒を要しよう。



ハンガリーは
輸出入とも大幅増加

ハンガリーの98年の貿易収支の赤字は21億ドル、経常収支の赤字は22.6億ドル前後と推定される。昨年11ヵ月の実績で、輸出の実質増加率が22%、輸出の実質増加率が26%を記録しており、4ポイントの差だけ赤字が増えた勘定になっている。直接投資の流入が減少した結果、再び対外資金調達で経常収支赤字の一部をファインナスすることが必要になっている。

3. 直接投資の動向

ポーランドの1人勝ち

1996年以降、中欧に流入した直接投資の過半がポーランド向けであり、1998年もほぼ55億ドルが流入したと推定される。これに対して、民営化が基本的に一巡したハンガリーは直接投資の大半が新規のグリーン・フィールド投資になり、1998年の直接投資額は15億ドル弱の水準にとどまったと推定される。また、依然としてチェコの直接投資吸引力は弱く、10億ドル前後に終わった模様である。

直接投資偏在の原因

ポーランドへの投資は4千万人近い同国の国内市場を狙っており、この面ではハンガリーもチェコも競争できない。他方、ポーランドへの直接投資は輸出を第一目的としていないがゆえに、原材料や資本財の輸入を膨らませることになり、貿易収支の悪化を恒常化させる。これに対して、ハンガリーへの直接投資は最初からヨーロッパ市場への輸出を前提にした投資で、長期的には貿易収支を好転させる。しかし、ヨーロッパの東の拠点としてハンガリーを利用する投資は、いまだ本格化しているとは言えず、これがポーランドとの違いとなって現れている。

日系企業はハンガリー
に進出

ソニーがマレーシアのオーディオ工場をハンガリーに移して以降、カーオーディオメーカーが揃ってハンガリーへの進出決定を行っている。シンワ、クラリオン、アルパイン、ケンウッドが軒を並べて工場建設を進めており、1998年のハンガリーへの直接投資の国別ランキングで、これまでトップテンにも名を連ねたことのなかった日本がトップになるという事態が生まれた。

4. 雇用情勢

雇用環境は好転

1995年には15%近くもあったポーランドの失業率は1997年末には10%にまで下がり、1998年の下半期には9%台にまで低下した。同様に、ハンガリーの失業率も1998年第1四半期の8.7%から第4四半期の7.0%へと着実に低下しており、直接投資の流入による経済の活性化が確実に雇用を吸収していることを裏付けている。

表2. 失業率の動向(1998年)

(単位: %)

	Q1	Q2	Q3	Q4
ハンガリー	8.7	8.0	7.5	7.0
ポーランド	10.4	9.6	9.6	9.9
チェコ	5.5	5.6	6.8	7.5

(出所) 各国国立銀行公報

チェコは雇用悪化

これに対して、企業のリストラが遅れているチェコでは、次第に失業率が高くなっており、1998年末には7.5%と過去最高の数値を記録した。今年にはさらに10%近くまで失業率が上がることが予測されている。企業のリストラが一段落し、投資が活性化するまで、チェコの雇用状況は悪化の傾向をたどることになるだろう。

(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】

	98(推)	99(予)	2000(予)
EPS (%)**	+78.3	+22.2	+40.4
PER (倍)**	27.1	21.7	15.2
実質GDP (%)	-2.6	-1.0	1.5
鉱工業生産 (%)	1.7	3.0	4.5
固定資本形成 (%)	-4.0	2.0	4.0
個人消費 (%)	-1.0	1.5	3.0
消費者物価 (%)	10.7	5.8	7.1
失業率 (%)	7.5	8.2	7.5
経常収支 (%*)	-2.0	-3.7	-3.2
貿易収支 (%*)	-4.6	-9.4	-4.6
財政収支 (%*)	-1.6	-2.7	-2.2

【ハンガリー経済・企業収益】

	98(推)	99(予)	2000(予)
EPS (%)**	+47.8	+27.8	+22.5
PER (倍)**	18.2	14.0	11.4
実質GDP (%)	5.2	4.0	4.5
鉱工業生産 (%)	12.8	8.2	9.5
固定資本形成 (%)	10.0	8.0	9.2
個人消費 (%)	3.0	3.5	4.0
消費者物価 (%)	14.1	10.0	8.7
失業率 (%)	9.1	9.5	9.0
経常収支 (%*)	-4.8	-4.9	-3.9
貿易収支 (%*)	-4.5	-5.0	-4.5
財政収支 (%*)	-4.7	-4.5	-3.8

【ポーランド経済・企業収益】

	98(推)	99(予)	2000(予)
EPS (%)***	+16.1	+12.3	+10.8
PER (倍)**	11.2	10.3	9.4
実質GDP (%)	4.8	4.0	4.6
鉱工業生産 (%)	4.8	5.0	6.0
固定資本形成 (%)	10.5	9.5	12.0
小売売上高 (%)	13.3	10.5	11.5
消費者物価 (%)	11.8	6.9	5.9
失業率 (%)	10.4	9.5	8.7
経常収支 (%*)	-4.5	-5.6	-5.2
貿易収支 (%*)	-9.0	10.5	-8.8
財政収支 (%*)	-1.3	-0.8	-0.7

(注) * : 対GDP比 ** : 赤字となった企業を除く

: ポーランドのEPS、PERは銀行を除く

(出所) 野村インターナショナル

【チェコ株式市場】

弱気。政府は国内産業の強化を図る目的で、CEZ(電力)、ユニベトロール(石油)など戦略的に重要な企業の経営陣を総入れ替えするなどの対策を講じた。経営困難に陥っていた化学のケマボル・グループには破産宣告を下す一方、CSOB(銀行)の民営化は順調に進み、仏BNP、独ドイツ銀行など4行を最終入札に選考。これらの動きで株式市場は小康状態を維持したが、99年は国内景気の後退が見込まれ、政治的にも不安定であることに加え、市場の流動性が乏しいなど、株価回復の材料はない。従って、個別に、景気後退の影響を受け難い通信のSPT、キャッシュフローの潤沢なCEZを推奨する以外は、弱気の投資スタンスを維持する。

【ハンガリー株式市場】

強気。ブダペスト証券取引所は2月から小規模で流動性の乏しい銘柄のためにC市場を開設、同時に、流動性が少ない8銘柄をA市場からB市場に移した。B市場は今後配電株の上場で人気化しよう。2月は98年度決算速報が次々に発表される予定で、特に、MOL(石油・ガス)とマタブ(通信)は純利益がそれぞれ90%、65%増と、好決算が期待されている。また、政府持株会社がハンガリー最大の銀行OTP株(約14%)を2月か3月に放出することも注目されよう。個別には、最近の株価上昇にもかかわらず、西欧の石油銘柄に比べ未だ割安感が残るMOL、注目の通信セクターで高成長が期待されるマタブを引き続き推奨する。

【ポーランド株式市場】

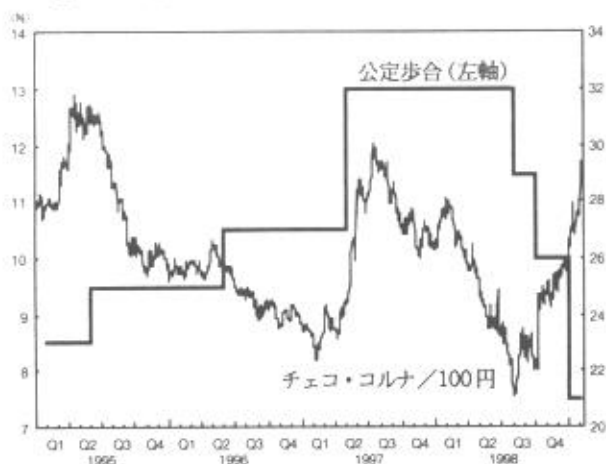
強気。1月はブラジル通貨危機による世界的な株式市場の下落後も、当市場は堅調に回復した。これは、建設、薬品卸売、化学(塗料)、食品など様々な領域で、業界再編がテーマとなったことによる。今後も国内の業界再編や、外国企業による買収などが市場を賑わせる展開となろう。但し、農民による道路閉鎖などの抗議運動が経済全体に悪影響を及ぼす可能性には要注意。個別には、パディメクスとの合併が破談した後も業界再編の中心的な役割を担うエクスパッド(建設)、金融業界向け情報サービスのソフトバンク、注目の銀行セクターで優良資産を有する割には割安なBREなどを推奨したい。

(野村インターナショナル マーティン・ゴルナー/杉野出枝)

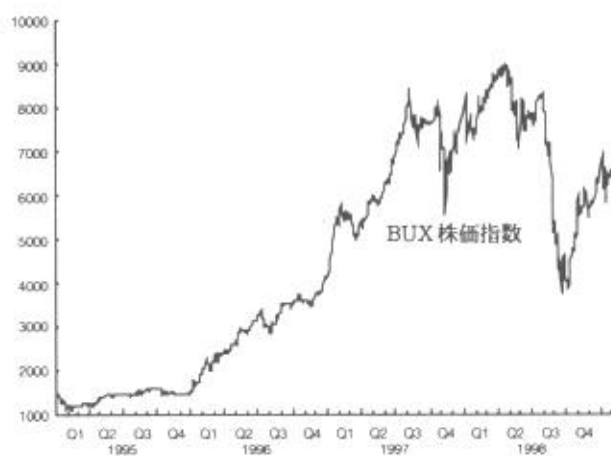
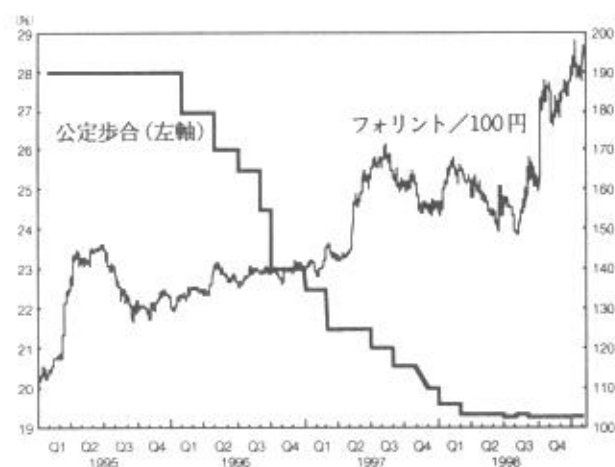


中欧3カ国の投資環境

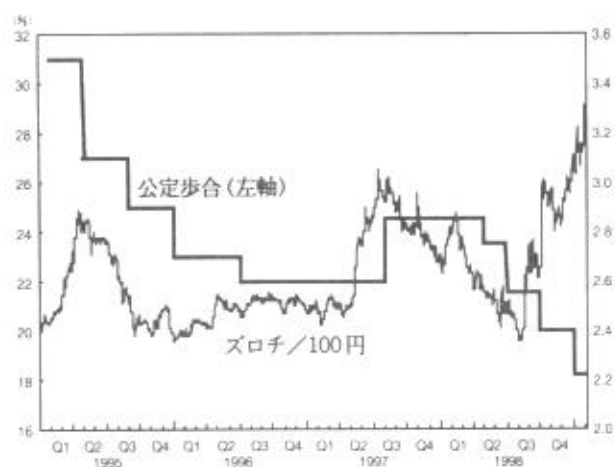
【チェコ】



【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。