

中・東欧情勢

貿易赤字は高い水準に

赤字の原因は異なる

経常収支の動向
ポーランド

スロバキア、チェコ

ハンガリー

通関統計と
国際収支統計

ハンガリーの経常収支赤字拡大の要因

1. 貿易赤字の拡大は中欧の一般的動向

1998年のポーランドの貿易赤字は120億ドルを超え、一層の緊縮経済政策の実行が不可避になっている。スロバキアの貿易赤字は26億ドルに拡大し、新規の資本調達に厳しさを増している。ハンガリーは27億ドル(通関統計ベース)の貿易赤字を記録し、不況のチェコ経済も依然として26億ドルの貿易赤字を記録している。

貿易赤字は一般的な傾向とはいえ、それぞれの国の事情は異なる。ポーランドは好調な直接投資の流入が資本財の輸入を促進し、かつ国内の消費拡大が消費財の輸入を増やした結果、貿易赤字を大きくした。スロバキアの場合は、前メチアル政権が嫌われ、直接投資が進まず、輸出産業の振興ができない一方で、政府投資主導の経済成長政策によって輸入財が急増するという構造的な悪循環が、赤字を拡大している。

ハンガリーは、外資系企業の輸出の大幅増加による出超に比して、地場の在来産業・企業の入超が足を引っ張るという状況になっている。チェコは経済不況から輸入の増加が押さえられ、他方で輸出振興策が赤字幅を減少させたが、1998年央から年末にかけての対ドル為替平価の上昇が、見かけ上の貿易収支赤字を小さくしている。

貿易収支の赤字が経常収支に反映する度合いは、国によって異なる。ポーランドは伝統的に外国からの送金や国境貿易などの所得移転が大きく、この黒字が貿易収支赤字の半分程度を相殺している。それでも、経常収支は70億ドル弱の赤字(対GDP比で4.5%)と体制転換以後では最大の赤字を記録した。

スロバキアは、貿易赤字がそのまま経常収支の赤字に反映される。1998年の経常収支の赤字は対GDP比で11%を記録し、マクロ経済運営は正念場を迎えている。チェコは貿易外収支や所得移転の黒字が貿易収支の赤字のかなりの部分を埋めており、1998年の経常収支赤字は10億ドル前後(対GDP比で2%)に収まった模様である。

ハンガリーの経常収支赤字は23億ドルと、前年に比して10億ドル以上の増加となった。赤字拡大には新しい構造的な要因が働いていると考えられ、以下に分析する。

2. ハンガリーの貿易収支

1998年のハンガリーの貿易収支は、通関統計で27億ドルの赤字、国際収支統計で21億ドルの赤字となった。ハンガリーの通関統計では、保税措置を受けて輸入され、保税地域で加工されて再輸出された製品が、輸出入に算入されている(表1、表2参照)。

表1. ハンガリーの貿易収支(1998年)

	輸出		輸入		収支
	100万ドル	98/97	100万ドル	98/97	
食品・飲料	2,424.2	98.2	959.9	107.1	1,464.3
原材料	676.6	92.9	762.4	109.6	-85.8
エネルギー	435.1	85.8	1,691.0	82.5	-1,255.9
加工製品	7,522.1	110.8	10,330.2	118.6	-2,808.1
機械・設備	11,947.3	138.8	11,962.9	134.7	-15.6
合計	23,005.3	120.4	25,706.4	121.1	-2,701.1
参考: 1997年	19,099.9	-	21,234.0	-	-2,134.1

(出所) ハンガリー経済省発表データより、NRI-E作成。

表2. ハンガリーの輸出入の構造

(単位: 100万ドル)

	輸出		輸入	
	1997年	1998年	1997年	1998年
関税統計	14,065.8	14,733.1	17,032.2	19,235.8
保税地域	5,034.1	8,272.2	4,201.8	6,470.6
合計	19,099.9	23,005.3	21,234.0	25,706.4

(出所) ハンガリー経済省発表データより、NRI-E作成。



保税地域の輸出入は大幅に増加

ハンガリーに直接投資した企業の多くは、EU市場向けの輸出基地としての性格をっており、保税措置を受けている。保税地域全体で見ると、1998年の全輸出の52%を占めており、前年比で40億ドルの輸出増(対前年比20.4%増)のうち、保税地域の寄与分は88%にもなる。つまり、保税地域の輸出が前年比で40%伸びたのに対し、非保税地域からの輸出はわずか4.6%しか増加していない。

これに対して、輸入面では保税地域のそれが31%増、非保税地域のそれは15.9%増を記録し、全体でおよそ45億ドルの増加となった(対前年比21%増)。

表3. ハンガリーの経常収支

(単位: 100万ドル)

	1997年	1998年
貿易収支	-1,734	-2,121
輸出	19,637	20,749
輸入	21,371	22,870
サービス所得	-243	-1,194
観光	1,428	1,298
債務利払	-952	-962
利益送金	-458	-962
他のサービス	-252	-597
所得の一方的移転	996	1,018
経常収支	-981	-2,298

(出所) ハンガリー国立銀行データよりNRI-E作成。

3. ハンガリーの経常収支

貿易増は賃加工の増加

表3の国際収支表と表1の通関統計の輸出入データ比較すると、1998年の貿易額の増加は、保税地域の賃加工の増加で説明できる。再輸出される財の輸入が30億ドルほど増えたと考えれば、二つの統計データの数値は整合的である。

赤字拡大の構造

貿易収支で4億ドル、観光収支で1.3億ドル、その他のサービス収支で2.5億ドル、利益送金の所得収支で5億ドルほどそれぞれ悪化したことで、全体で13億ドルの収支悪化となった。特に、利益送金に関する所得収支の悪化が注目される。

10億ドルの利益送金

ハンガリー統計局の調査は、1997年の外資系企業の利益総額を30億ドルと推定し、このうち12億ドルが株主への利益配当として支払われ、18億ドルがハンガリー国内で再投資されたと見ている。ただし、利益配当のうち、国際収支統計で利益送金として記録されたものは5億ドルに満たず、残りの7億ドルの追跡が不可能になっている。1997年の数値を前提すれば、1998年の利益送金総額の10億ドルはそれほど驚くに値しないという見方もある。しかし、これほどの利益送金が記録されたのは、ハンガリーの歴史の中でこれが最初である。

利益送金は増えるか

早い時期からハンガリーへ直接投資していた外国企業の多くは、累積損失を埋め合わせ、次第に利益を計上するようになってきている。利益をさらに再投資する企業は多いが、世界的な経済停滞から株主の親会社へ利益送金する企業も増えている。それが1998年のハンガリーの経常収支に表れたと見るのが妥当であろう。

再投資が主流

政府の調べによれば、巨額の利益送金を実行した企業は5社程度で、依然として多くの外資系企業は利益を再投資に向けていると報告されている。もっとも、親会社からの資材の購入価格にすでに親会社の利益が上乘せされており、それが貿易収支の改善を遅らせているという見方もある。今年の経常収支が注目される。

(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】

	98(推)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+75.4	+21.1	+40.2
PER(倍)**	23.3	18.8	13.2
実質GDP(%)	-2.6	-1.0	1.5
鉱工業生産(%)	1.6	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	2.6	7.1
失業率(%)	7.5	8.2	7.5
経常収支(%*)	-2.0	-3.8	-3.3
貿易収支(%*)	-4.8	-7.2	-4.7
財政収支(%*)	-1.6	-2.8	-2.3

【ハンガリー経済・企業収益】

	98(推)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+51.2	+28.4	+22.4
PER(倍)**	16.6	12.5	10.2
実質GDP(%)	5.0	4.0	4.5
鉱工業生産(%)	12.7	7.8	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	8.7	8.0
失業率(%)	9.1	10.0	9.5
経常収支(%*)	-4.9	-5.1	-4.0
貿易収支(%*)	-4.5	-5.6	-5.1
財政収支(%*)	-4.7	-4.3	-3.9

【ポーランド経済・企業収益】

	98(推)	99(予)	2000(予)
EPS(%)***	+15.7	+13.0	+10.7
PER(倍)***	10.8	9.7	8.9
実質GDP(%)	4.8	3.8	4.5
鉱工業生産(%)	5.6	4.2	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	6.0	5.7
失業率(%)	10.4	10.5	9.2
経常収支(%*)	-4.5	-5.7	-5.3
貿易収支(%*)	-9.0	-10.8	-8.9
財政収支(%*)	-2.5	-0.8	-0.7

【チェコ株式市場】

弱気。2月はエンジニアリングのスコダが98年業績が最終赤字となる見通しを発表、会長兼社長を更迭するなど波乱含みとなった。また、エンジニアリングのCKDホールディングは98年の連結最終赤字見通しを発表、独シーメンス等と提携した鉄道プロジェクトに提携先から物言いが出たことで問題が単に財務面に限らないことが明らかになった。チェコ市場はこれらの悪材料が今後も圧迫要因となると見られ、国内景気後退の見通し、政局不安に加え、市場の流動性が乏しいことなど、株価回復の材料に欠ける。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(電力)を推奨する以外は、「弱気」を維持する。

【ハンガリー株式市場】

強気。2月はMOL(石油・ガス)、ギデオン・リヒター(薬品)などの好決算にもかかわらず、BUX指数は13.6%下落。この理由としては、ロシアへの輸出の減少に伴う経常収支の悪化などが考えられ、好決算の発表がかえって利食い売りを誘う結果となった可能性もある。更に、政府の資本市場監督当局がポスタバンクなどの銀行の問題に責任があったとの疑惑も市場を下押した。従って、当市場は短期的には弱含む可能性が残るが、中長期的には経済見通しも良好で、回復が待たれる。個別には、98年度好決算発表後も西欧の石油銘柄に比べ割安感が残る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。2月は国内の景気減速を示す経済指標や予想を下回る決算の発表などから、他の中欧市場と同様に下落する局面となった。これらのニュースが短期的には市場を下押しする可能性も残るが、長期的な景気見通しが良好であることに加え、建設、薬品、薬品卸売など様々な領域で業界再編が進行、さらに、PPA銀行など金融業界で外国企業による事業買収が続くなど市場を下支えする材料も多い。個別には、割安感がある建設株の代表銘柄で業界再編の中心的な役割を担うエクスパッド、金融業界向け情報サービスのソフトバンク、注目の金融セクターで優良資産を有するものの割安な投資銀行のBREなどを推奨したい。

(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

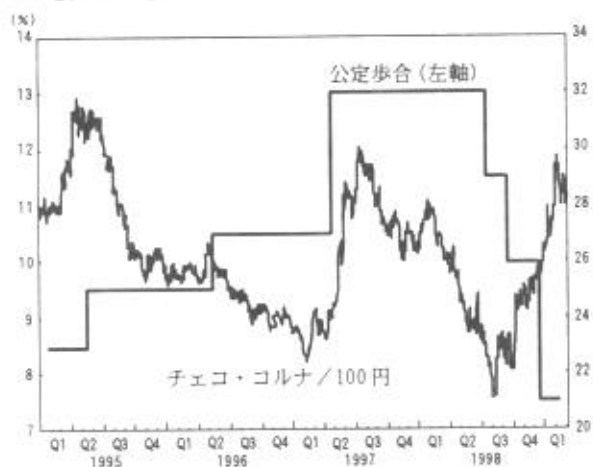
(野村インターナショナル マーティン・ゴルナー/杉野由枝)

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。

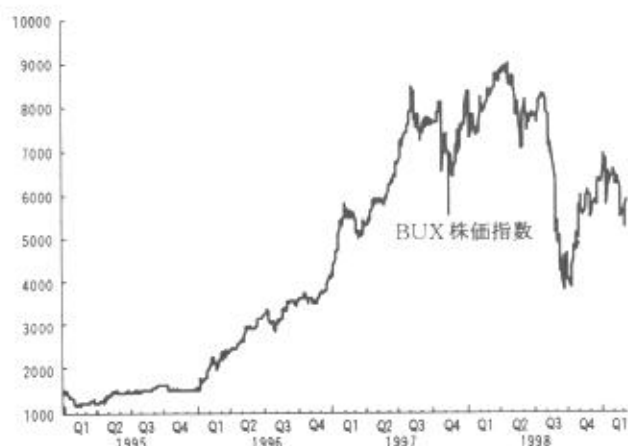
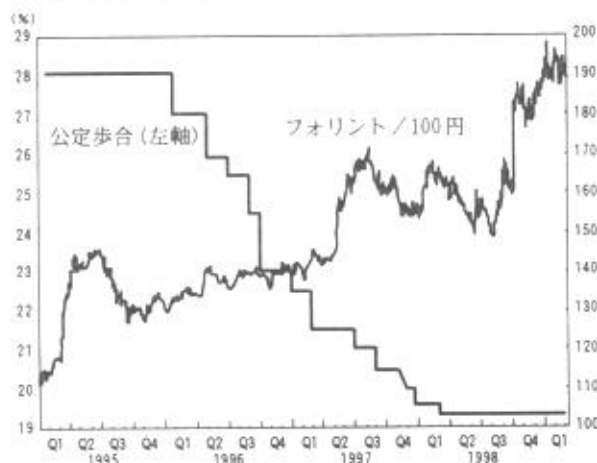


中欧3カ国の投資環境

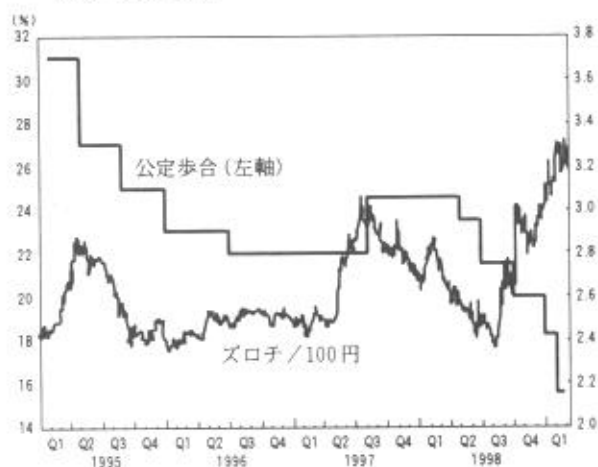
【チェコ】



【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を行わないようお願い致します。