

中・東欧情勢

中欧のEU加盟とEU最低所得国への収斂時間

1. EU加盟の見通し

エストニアがリード

現時点でEU加盟の要件や加盟が引き起す問題を考慮すると、最も改革が進み、既加盟国との利害の摩擦が少ないエストニアが、EU加盟の最短距離にあると見られる。中欧3国はこれに続くが、現在のところ、その中でハンガリーが一步進んでいる。スロベニアは旧ソ連・東欧の中では最も高い1人当たりGDP水準を達成しており、この面ではEUの最低所得国との格差は最も小さいが、旧社会主義制度からの経済改革が進んでおらず、制度面での遅れがマイナス点として評価されている。

表1は民間の金融機関によるEU加盟およびユーロ導入の予測であるが、現時点での一般的な評価を反映していると考えられる。

加盟年月予測表

表1. EU加盟・ユーロ導入の見通し

	EU加盟		ユーロ導入	
	最短	最長	最短	最長
エストニア	2003年	2007年	2005年	2009年
ハンガリー	2003	2007	2005	2010
キプロス	2003	2020	2005	2024
チェコ	2004	2008	2006	2012
ポーランド	2004	2008	2007	2013
スロベニア	2004	2010	2007	2014
ラトビア	2006	2010	2008	2013
リトアニア	2006	2012	2008	2016
スロバキア	2006	2012	2009	2016
ブルガリア	2010	2030	2012	2035
ルーマニア	2012	2030	2015	2035

(出所) ING Baring

バルカン諸国はかなり遅れる

ブルガリアやルーマニアのバルカン諸国は依然として体制転換の初期段階の混乱を脱し切れておらず、また市場経済の定着すら達成できていないため、経済発展の見通しを語る状態にはない。この両国の加盟はかなり遅れることが予想される。

二つのシナリオ

現在、EU拡大の候補となっている中欧3国にスロベニアとキプロスを加えた5カ国が同時に加盟を認められる、あるいは2つのグループに分けられて2段階で加盟が認められる、という二つのシナリオが考えられる。前者の場合には2005-2006年に加盟がずれ込み、後者の場合にはエストニアとハンガリーが第一陣として2003-2004年に、続いて1-2年の遅れでチェコ、ポーランド、スロベニアが続くと予想される。EU内部の拡大の機運が弱まれば、それぞれのシナリオは更に数年の遅れが予想される。

第二陣決定は何時か

バルト3国のうち第一陣候補から漏れたラトビア、リトアニア、また中欧の中から漏れたスロバキアの第二陣候補への招聘は2000-2001年にも予想されるが、拡大機運が弱まれば、第一陣候補と同様に遅れることになろう。

加盟への障害

加盟に際してデロゲーション(共通規則適用の猶予)の要求が多い国は、加盟が遅れよう。特に資本の移動に関するデロゲーションの要求は通らず、従って外資を差別する慣行を維持しているスロベニアなどは、評価が厳しくなっている。物の移動に関しては農産物のように中欧とEUの双方に問題を引き起こす商品があり、更に国内産業を保護しようとする度合いによって、デロゲーションの要求が異なってくる。他方で、EU側は労働力移動に関して、逆にデロゲーションを要求することが予想され、双方の要求の折り合いが加盟時期に大きく影響しよう。



2. GDP水準の収斂予想

大きい1人当たりGDPの格差

EU拡大の第一陣候補である中欧3国の1人当たりGDPは、EUの最低所得国であるスペイン、ギリシア、ポルトガルと比べても、依然として大きな格差がある。大ざっぱに見れば、スペインはチェコやハンガリーの3倍、ポーランドの4倍の水準にあり、ポルトガルでもそれぞれ2倍と3倍程度の格差がある。

収斂の計算

表2は1996年の1人当たりGDP(市場平価によるドル換算)を出発点として、中欧3国がEUの最低所得国3国のGDP水準に到達する時間を計算したものである。収斂が起こるためには、長期に亘って前者の成長率が後者の成長率を凌駕することが絶対条件である。収斂が起こると仮定すれば、収斂時間は中欧の成長率がEUの最低所得国3国の成長率をアウトパフォームする度合いに依存している。

収斂時間表

表2. 中欧3国のEU3国へのGDP収斂時間計算表

中欧の対スペイン成長率の差(スペインの96年1人当たりGDP = 14,894ドル)

	GDP 1996	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
ハンガリー	4,347	43	32	26	22	19	16	15	13
チェコ	5,321	36	27	22	18	16	14	12	11
ポーランド	3,479	51	38	31	26	22	19	17	16

中欧の対ギリシア成長率の差(ギリシアの96年1人当たりGDP = 11,684ドル)

	GDP 1996	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
ハンガリー	4,347	34	26	21	17	15	13	12	11
チェコ	5,321	27	21	17	14	12	11	9	8
ポーランド	3,479	42	32	26	21	18	16	14	13

中欧の対ポルトガル成長率の差(ポルトガルの96年1人当たりGDP = 10,425ドル)

	GDP 1996	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
ハンガリー	4,347	30	23	18	15	13	12	10	9
チェコ	5,321	23	18	14	12	10	9	8	7
ポーランド	3,479	38	29	23	19	17	15	13	12

(注) 表中の数字の単位は年。計算の前提として、スペイン、ギリシア、ポルトガルの年平均成長率を3%と想定。GDPの欄は中欧各国の1人当たりGDP(USドル)。

(出所) NRI-E作成。

表の見方

表2では、EU最低所得国3国のGDP成長率が3%と仮定し、中欧諸国の成長率がこの水準からアウトパフォームする度合い(+3%~+10%)に基いて、収斂時間を計算している。対スペインの事例で見れば、ハンガリーが毎年スペインの成長率を3%上回る場合には43年で、10%上回る場合には13年でスペインのGDP水準に収斂することになる。

スペイン、ポルトガルの比較事例

スペイン、ポルトガルがEUに加盟した1986年より1996年の10年間のGDP成長率(USドルベース)を計算すると、スペインが年率7%強、ポルトガルが年率9%弱を記録している。この歴史的な事例と、中欧の通貨がかなり過小評価状態にあることを考慮すれば、中欧はEU加盟前後からかなり長期に亘って、年率10%程度のGDP成長率(USドルベース)を達成すると想定することも非現実的ではない。この想定が正しければ、2010-2015年の間に中欧(チェコとハンガリー)はスペイン、ポルトガルの水準に到達すると予想できる。(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(実)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+65.4	+20.5	+40.3
PER(倍)**	27.3	22.3	15.3
実質GDP(%)	-2.7	-1.0	1.5
鉱工業生産(%)	1.6	3.0	4.5
固定資本形成(%)	-3.7	2.0	4.0
個人消費(%)	-2.4	1.5	3.0
消費者物価(%)	10.7	2.8	3.8
失業率(%)	7.5	8.2	7.5
経常収支(%*)	-1.9	-2.5	-2.5
貿易収支(%*)	-5.1	-5.3	-5.4
財政収支(%*)	-1.6	-2.8	-2.4

【ハンガリー経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+50.2	+28.6	+22.6
PER(倍)**	16.2	12.3	9.9
実質GDP(%)	5.1	4.0	4.5
鉱工業生産(%)	12.7	6.1	8.5
固定資本形成(%)	11.4	24.8	8.0
個人消費(%)	3.8	3.5	4.0
消費者物価(%)	14.1	9.5	9.0
失業率(%)	9.1	9.8	9.5
経常収支(%*)	-4.9	-5.1	-3.9
貿易収支(%*)	-4.5	-5.6	-5.0
財政収支(%*)	-4.7	-5.0	-4.0

【ポーランド経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS(%)***	+1.0	+53.1	+22.4
PER(倍)***	25.8	15.4	12.5
実質GDP(%)	4.8	3.5	4.1
鉱工業生産(%)	5.6	2.3	6.0
固定資本形成(%)	10.5	9.5	12.0
小売売上高(%)	13.1	10.5	11.5
消費者物価(%)	11.8	6.3	6.2
失業率(%)	10.4	11.0	9.5
経常収支(%*)	-4.5	-5.5	-5.0
貿易収支(%*)	-9.0	-10.3	-9.0
財政収支(%*)	-2.5	-1.2	-0.9

(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。3月は割安感に加え、諸企業の98年度決算発表が概ね予想通りとなったことで、強いリバウンドを示した。しかし、経営困難に陥っている大企業のリストラ策を、政府が、内部対立が原因で策定できないこと、個別企業レベルでのリストラが進捗していないこと、景気見通しが悪化の一途をたどっていること、などから、3月のリバウンドは時機尚早であったと考えられる。今後は政府の大企業リストラ策の発表、石油のユニベトルの新経営陣の発表などのニュースが待たれる。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。3月は、チェコ、ポーランド市場が上昇した一方で、当市場はコソボへのエクスポージャーが高いことが嫌気され2%の下落となった。実際、コソボへのエクスポージャーがある銘柄はほとんどないが、市場のセンチメントが弱含み、通貨安と高金利が景気に与える影響も懸念される。NATOのユーゴスラビア攻撃前にも海外投資家が懸念を表明していたこともあり、当市場は短期的には弱含み可能性が残る。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、当市場唯一の大型銀行株で金融セクターの成長を担うと見られるOTP銀行を推奨する。

【ポーランド株式市場】

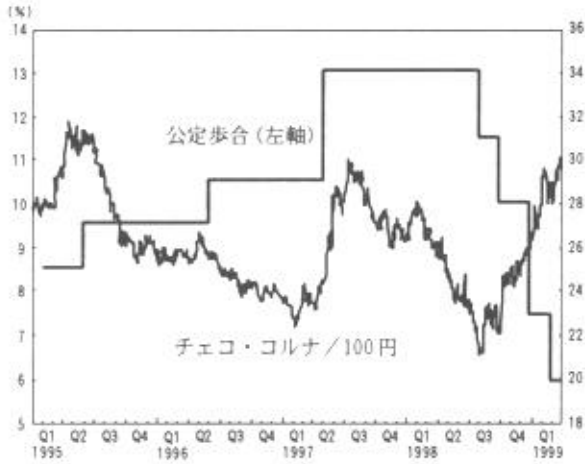
強気。3月は情報テクノロジー・セクターが法人向けソフトウェアのコムアーチなど新規銘柄の上場に支えられ上昇、業界再編思惑で上昇した銀行株と共に市場の牽引役となった。短期的には企業業績改善のニュースが出るにはまだ間があることから、業界再編思惑や、TPSAの第2回政府持株放出など民営化絡みの材料が市場を牽引する展開が続こう。個別には、割安感がある建設株の代表銘柄で業界再編の中心的な役割を担うエクスパッド、長期的な潜在成長力が高い金融業界向け情報サービスのソフトバンク、積極的なストラテジーが高く評価できる一方で割安感がある投資銀行のBREなどを引き続き推奨したい。

(野村インターナショナル マーティン・コルナー/杉野由枝)

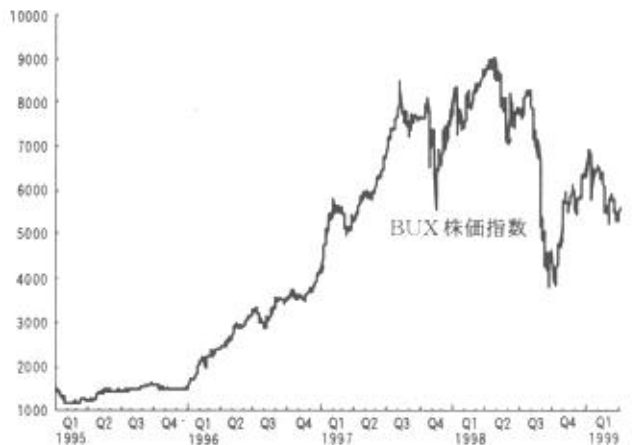
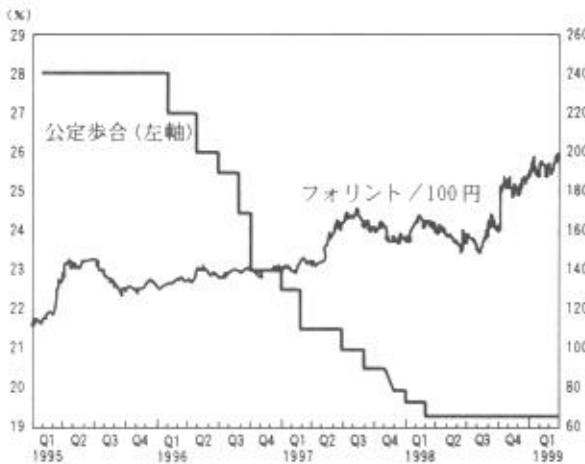


中欧3カ国の投資環境

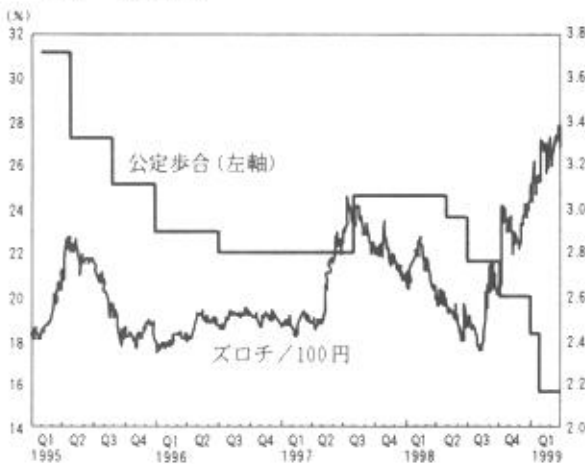
【チェコ】



【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、野村証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、野村証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証券に帰属しており、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。