

中・東欧情勢

中欧のEU加盟と長期成長予測

1. 中欧のEU加盟は遅れるか

所得収斂と政策収斂

EU諸国で社会民主主義政権が樹立された結果、域内課題への取り組みを優先する姿勢が顕著で、EUの東方拡大の機運は弱まっているように見受けられる。しかし、EU拡大を目指した「アジェンダ2000」採択以後、第一陣候補国に対する加盟条件の達成状況の精査は予定通りに進行している。加盟の準備過程と加盟以後の支援によって、加盟候補国は速やかにEUの共通規則に沿った制度的な枠組みを構築することが要請されている。共通制度の樹立は「政策収斂」と呼ばれており、加盟国が共通の土台で機能するため前提条件である。

他方、現在のEU加盟諸国と中欧の加盟候補国との間には、所得水準(1人当たりGDP)で、依然として大きな格差が存在している。所得格差の縮小は「所得収斂」と呼ばれている。低所得国の加盟がEUの財政負担を大きくするので、中欧のEU加盟は中欧諸国が目標としている2002年よりかなり遅れるという観測もある。

政策収斂を優先

所得収斂は長期の時間を要する課題であり、EU加盟の条件ではなく、EU加盟以後の支援によって達成される。従って、加盟準備の段階においては、政策収斂のチェックと条件整備のための支援が中心になっており、所得収斂の本格的な支援は加盟以後の課題として残されている。

中欧加盟はEUの重荷か

所得格差が大きい段階での中欧のEU加盟はEUの費用対効果に合わない、とする議論がある。しかし、忘れてならないことは、1989年の体制転換以後、中欧のEUへの市場統合は年々進行しており、既に中欧の貿易の7割以上がEUとの交易で、事実上の物の市場統合が進んでいるという事実である。1993年以後、EU側には対中欧貿易の出超状態が続いており、EUの貿易黒字分の1割が対中欧貿易から発生している。ヨーロッパ市場の拡大・深化に中欧市場の発展は不可欠である。

さらに、多くのEU企業がEU向けの生産基地を中欧へ移し、中欧との生産の統合も着実に進行しており、EU加盟はこの流れを加速するに過ぎない。

起こり得るシナリオ

所得・政策収斂のための基本的な支援がEUにとって特別の重荷になることは考えられず、これが加盟を大きく遅らせる要因になるとは考えにくい。しかし、農業人口が就業人口の2割を超えるポーランドの場合は、農業人口削減のための社会保障基金による支援が不可欠であり、現在の状態で加盟を認めることがEUの財政負担を大きくすることは否定できない。従って、こうした個別事情を抱える候補国の場合には、加盟前に相当程度の改革の実行が要請され、結果として加盟が遅れることが予想される。EU第一陣候補である中欧4国とエストニアの5カ国の加盟は、まとめて加盟が実現するのではなく、準備が整った国から順次加盟を認める個別的な承認になる可能性が高い。

表1. EU最低所得国の1人当たりGDP成長率の動向 (ドル、%)

	市場平価ドル表示			年平均成長率(%)	
	1975	1985	1995	1976-85 平均	1986-1995 平均
スペイン	2,987	4,354	14,365	3.8	12.7
ポルトガル	1,699	2,366	10,060	3.4	15.6
ギリシア	2,318	4,075	10,936	3.2	10.4

(注) スペイン、ポルトガルのEU加盟は1986年、ギリシアは1981年。

(出所) OECDデータより、NRI-E作成。



2. スペイン、ポルトガルの事例

所得収斂の検証

表1は、EUの最低所得国を形成しているスペイン、ポルトガル、ギリシアのEU加盟前後10年のGDP(市場ドルベース)を見たものである。各国とも、EU加盟を契機に、市場ドル表示のGDP(1人当たり)は急激な勢いで増加した。加盟後10年間にスペインは3倍、ポルトガルは4倍にそれぞれ増加した。

為替の実質切り上げ

市場ドル表示のGDP成長率に比べ、実質成長率はそれほど高くはない。1986年からの10年をとると、ギリシアの実質成長率は1.2%、スペインのそれが2.6%、ポルトガルのそれは3.2%で、ドル表示GDPの成長率と大きく乖離している。明らかに、市場ドル表示GDP成長率のかなりの部分は、為替の実質切り上げで説明される。特にスペインとポルトガルの場合、EU加盟による市場統合が為替の切り上げ効果をもたらし、それがドル表示GDPの急激な増加となっている。

市場統合が為替を切り上げる

市場と生産統合は、それ自体が既存の生産要素の再評価を促し、更に直接投資による生産要素の効率的な利用が、生産要素の市場価値を継続的に高めていく。これが市場と生産統合の効果で、その効果が実質為替の継続的な上昇となって表れる。

3. 中欧の成長動向

ドル表示GDPの構成要素

ドル表示GDPの成長(変動)率は次の公式で与えられる。

ドル表示GDP成長率=実質GDP成長率+対ドル為替の実質切り上げ率
対ドル為替の実質切り上げ率は、名目平価の切り上げ率とGDPデフレーター上昇率の和で計算できる。この動向を中欧諸国について見たものが、表2である。

表2. 中欧の市場ドル表示GDP成長率の構成要素

	A. 実質成長率(%)								B. 名目平価切り上げ率(%)					C. GDPデフレーター上昇率(%)					ドル表示GDP成長率(A+B+C)							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	平均	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1993	1994	1995	1996	1997	1998*	1993	1994	1995	1996	1997	1998	平均
ハンガリー	-0.6	2.9	1.5	1.0	4.4	5.1	2.4	-17.8	-14.2	-19.6	-21.4	-18.3	-12.9	21.3	19.5	25.5	21.2	16.3	13.7	2.9	8.2	7.4	0.8	2.4	5.9	4.6
ポーランド	3.8	5.2	7.0	6.1	6.9	4.8	5.6	-33.1	-21.5	-6.6	-11.6	-17.7	-6.0	30.9	28.4	28.3	18.4	14.7	11.0	1.6	12.1	28.7	12.9	3.9	9.8	11.5
チェコ	0.6	2.7	4.8	4.1	1.0	-2.6	1.8	-3.1	1.3	7.8	-2.3	-14.4	-1.8	17.9	10.9	10.4	9.4	6.6	8.0	15.4	14.9	23.0	11.2	-6.8	3.6	10.2
スロバキア	-3.7	4.9	6.8	6.9	6.5	4.4	4.3	-8.8	-4.1	7.2	-3.1	-8.8	-4.6	15.4	13.8	9.7	4.5	6.6	6.0	2.9	14.6	23.7	8.3	4.3	5.8	9.9

(注) 1998年のデータは予測。

(出所) 公式データをもとにNRI-E作成。

切り上げの長期要因

市場統合で為替が持続的に切り上がるのは、世界市場水準から見て生産要素、特に労働力が過小に評価されている場合である。市場統合が進み、資本の流入が加速するにつれ、持続的に労働賃金が上昇し、労働要素の再評価が進行する。これが通貨の実質平価の切り上げとなって現れ、ドル表示のGDPの上昇をもたらす。

中欧の成長源は未消化

表2のように、これまで中欧諸国通貨の対ドル平価の実質切り上げプロセスは中期的に観察できるが、まだ本格的な切り上げプロセスに入っていない。これまでの直接投資の累積に加え、EU加盟がもう一段高い水準の直接投資の流入を促進することになれば、より大きな幅で通貨が切り上がると予想される。

中欧の平均賃金は依然として、ドイツの10分の1程度に留まっており、スペイン、ポルトガルに比べても、3分の1から4分の1の低い水準にある。十分な賃金が流入すれば、長期的に賃金所得の平準化が進行し、それが平価を押し上げ、GDP水準を引き上げていこう。所得収斂は、このようにして長期的に実現していくことになるが、その鍵を握っているのは、EU加盟前後からの新たな直接投資動向である。

(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 (%)**	+45.4	+32.8	+24.6
PER (倍)**	31.2	21.8	17.5
実質GDP (%)	-2.7	-1.0	2.0
鉱工業生産 (%)	1.6	2.5	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	3.4	5.0
失業率 (%)	7.5	9.0	8.5
経常収支 (%*)	-1.9	-3.3	-2.6
貿易収支 (%*)	-4.4	-5.2	-4.9
財政収支 (%*)	-1.6	-2.7	-4.1

【ハンガリー経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS (%)**	+57.4	+30.8	+23.0
PER (倍)**	16.2	12.1	9.7
実質GDP (%)	5.1	4.0	4.9
鉱工業生産 (%)	12.9	10.2	9.0
固定資本形成 (%)	10.2	8.0	9.4
個人消費 (%)	8.3	9.5	10.5
消費者物価 (%)	14.3	9.6	9.1
失業率 (%)	9.1	9.8	9.5
経常収支 (%*)	-4.9	-5.2	-4.2
貿易収支 (%*)	-4.5	-5.5	-4.2
財政収支 (%*)	-4.7	-4.8	-3.9

【ポーランド経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS (%)**	-0.9	+37.2	+26.1
PER (倍)**	14.4	11.3	9.2
実質GDP (%)	4.8	3.7	5.1
鉱工業生産 (%)	5.6	4.0	6.5
固定資本形成 (%)	31.8	24.0	30.0
小売売上高 (%)	13.1	9.0	11.5
消費者物価 (%)	11.8	6.5	6.9
失業率 (%)	10.4	11.0	9.5
経常収支 (%*)	-4.5	-5.4	-4.6
貿易収支 (%*)	-9.0	-10.1	-8.7
財政収支 (%*)	-2.5	-2.5	-2.0

(注) * : 対GDP比 ** : 赤字となった企業を除く
(出所) 野村インターナショナル

【チェコ株式市場】

弱気。4月は、遂に政府が経営困難に陥っている大企業のリストラ策を承認したことで強くりバウンドした。また、銀行のCSOBの政府66%持株売却入札でドイツ銀行が12億ドルを提示したことで買収に成功する公算が高まったことも好材料となった。リストラ策の実際の運用、銀行の政府持株放出の動向は今後も市場を下支える要因となろうが、コロナ安の外貨建て負債に対する影響で99年第1四半期は冴えない決算発表が続出しており、好パフォーマンスが続くとは考え難い。従って弱気を維持する。ただし、個別株では、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。

【ハンガリー株式市場】

強気。4月は上場企業の年次株主総会開催が義務づけられている月で、石油化学のTVKやタイトルのザラケラミアが株主による経営陣交代で劇的な展開を見せるなど、市場は活況だった。今後は99年第1四半期業績の発表期を迎え、輸出企業を中心に冴えない決算が予想されるが、これは既に織り込み済み。景気底打ち期待から景気敏感株が買われる展開が続こう。コソボへの地理的接近から市場のセンチメントが弱含むが、コソボ危機が解消に向かえばセンチメントも改善しよう。個別には、注目の通信株で株式流動性も高いマタブ、唯一の大型銀行株で金融市場の成長を担うOTP、経営陣刷新で収益改善が期待されるTVKを推奨。

【ポーランド株式市場】

強気。4月は通信各社が自由化に備え新規投資計画を続々発表、市場を賑わせた。食品、建設、金融セクターでは業界再編が進行、証券のBIG-BGに対してドイツ銀行が公式に買収意向を示したことなどが注目された。今後も、BIG-BGの株主総会や電機・通信のエレクトリムのCB発行に関する臨時株主総会、ワルシャワ地方の通信ライセンスをエル・ネット(エレクトリム・グループ)に与えるか否かの最終決定など、材料には事欠かない。個別には、建設株の代表銘柄で外国企業の買収対象となりうるエクスパッド、改装計画進行中でマージン改善が見込まれ、政府持株売却も計画中の、ホテルのオーピスなどを推奨したい。

(野村インターナショナル フランシス・クラウト / 杉野由枝)

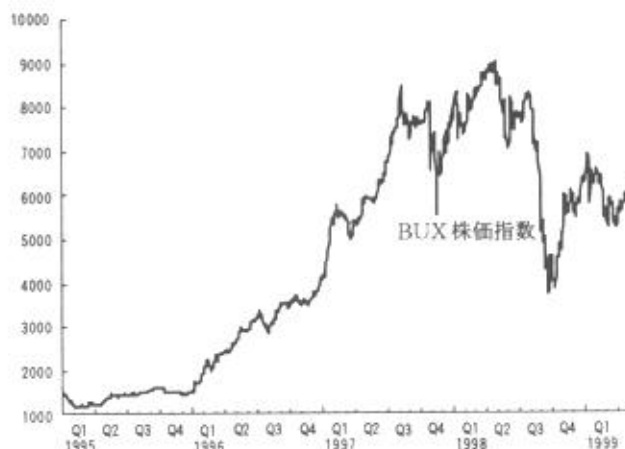
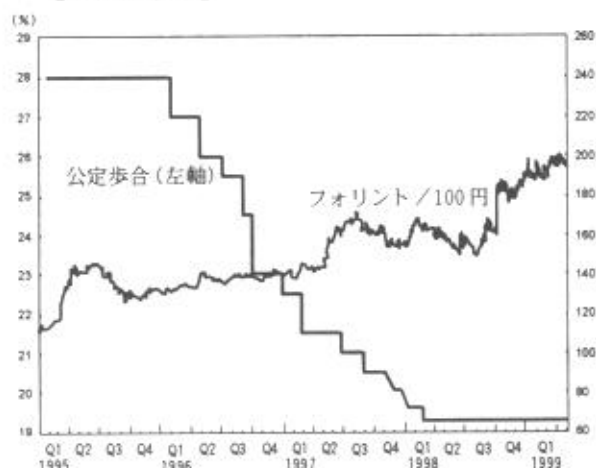


中欧3カ国の投資環境

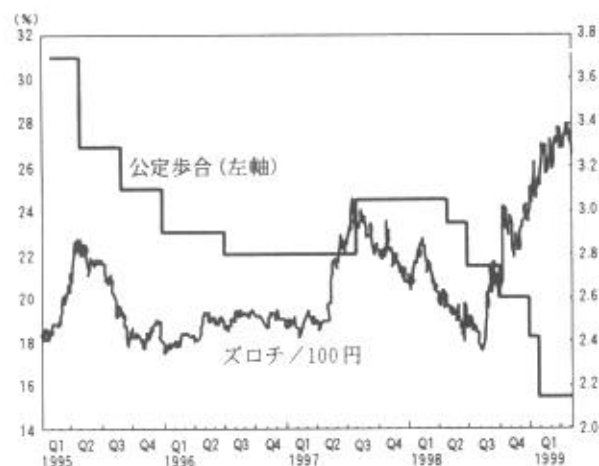
【チェコ】



【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。