

中・東欧情勢

新車需要に見る景気動向

1. 好調な新車販売と強い潜在需要

販売動向

中・東欧の経済成長力はいま一つ勢いに欠けるが、国内消費市場は着実に拡大・深化している。その典型的な事例が新車市場である。図表1は1997、1998年の新車販売実績である。経済停滞が続くチェコとエストニアを除けば、軒並み大幅な販売増を記録しており、新車需要は極めて強いことが分かる。

図表1. 旧社会主義国の新車需要動向

新車需要動向

	1998年販売台数	1997年販売台数	98/97増加率(%)	1998年シェア(%)	1997年シェア(%)
ポーランド	565,098	532,281	6.2	45.7	46.1
チェコ	156,813	171,788	-18.2	12.7	16.6
ルーマニア	138,974	111,575	24.6	11.2	9.7
ハンガリー	126,588	96,972	30.5	10.2	8.4
スロバキア	76,394	69,055	10.6	6.2	6.0
スロヴェニア	72,607	65,275	11.2	5.9	5.7
クロアチア	61,399	55,979	9.7	5.0	4.9
エストニア	12,573	12,836	-2.0	1.0	1.1
ブルガリア	12,196	7,792	56.5	1.0	0.7
ラトヴィア	8,674	5,559	56	0.7	0.5
リトアニア	6,524	4,803	35.8	0.5	0.4
合計	1,237,840	1,153,915	7.3	100.0	100.0

(注) 総重量5トン以下の新車需要。  
(出所) RJT Information Services

新車構成は変化

新車需要の絶対数から見れば、1998年の販売実績は依然として旧社会主義時代の販売数に劣る。しかし、以前の社会主義新車市場はほぼコメコン製の車両で独占されていたのに対し、現在では外資によって民営化された合弁会社の新製品や輸入品がほぼ市場を独占する状態になっており、この10年で新車市場の製品構成は様変わりした。

所得水準が市場を制約

図表1より、ロシアとユーゴスラビアを除くヨーロッパの旧社会主義国の新車市場は、1998年で120万台強である。図表1の諸国の人口総計はおよそ1億1千万人で、人口1人当たりの新車販売は0.01台である。西ヨーロッパのそれが0.039だから、旧社会主義国の新車需要は西ヨーロッパの4分1の水準である。

別の視点でも、同じ様な結果が得られる。例えば、ハンガリーの乗用車ストックは300万台強と見積もられている。ストックの平均車齢は10年をはるかに超える(13年前後と推定される)。この平均車齢は他の中・東欧国でも大差はない。西ヨーロッパの基準で見れば、ハンガリーの場合、年間30万台を超える新車需要があってもおかしくない。しかし、現在の所得水準が制約条件となり、まだそこまで市場は広がっていない。

潜在需要は大きい

逆に見れば、中・東欧の新車市場は今後さらに開拓可能で、所得水準の上昇に伴い、買い換え期間が短縮され、西ヨーロッパ並になってくれば、現在の3倍の販売が可能であろう。少なくともEU加盟の候補になっている中欧3国の場合は、少なくとも現在の2倍の販売台数に到達するのに、それほど時間がかからないと思われる。

図表1より、1998年の販売増加率は7.3%だが、個別に見てみると、他の消費財市場に比べて、ハンガリーにしてもルーマニアにしても、販売増加率は極めて大きい。

明らかに、車両ストック車齢の異常な高齢化が、買い替えを促進していると考えなければならない。従って、将来的に見れば、今後10年間に全体として年率10%程度の増加率を記録しても不思議ではない。ヨーロッパの自動車メーカーが中・東欧市場をめぐって激しく競争しているのも、こうした将来市場を睨んでのことである。



## 2. 自動車産業の変貌：メーカーと国別事情

### 旧体制時代

旧社会主義国時代に国産乗用車を生産していた国は、ポーランド、チェコ、ルーマニアである。ハンガリーはコメコン分業によってバスを担当し、乗用車生産から排除されていた。ポーランドはフィアットと、ルーマニアはルノーと各々技術的な提携関係を持っていた。

### 民営化による資本提携

体制転換後、国際競争力のない乗用車産業は、西側企業との本格的な資本提携、あるいは売却によって、大きく変わった。まず、フォルクスワーゲン・グループがチェコのシュコダを、大宇がポーランドとルーマニアの国営自動車を手中に収めることになった。これらに加え、GMとスズキがハンガリーで乗用車生産を開始した。昨年、GMはハンガリー工場をポーランドに移した。

こうした歴史的事情によって、フォルクスワーゲン、大宇、フィアットが中・東欧市場で大きなマーケットシェアを獲得している。日本のメーカーで唯一中・東欧に製造拠点をもつスズキの場合、生産の4割がハンガリーの国内販売、6割が西ヨーロッパ向けに輸出されており、旧社会主義国市場に占めるウエイトは現在のところまだ大きくない。

図表2. メーカー別新車販売シェア (%)

### 新車販売シェア

	1998年	1997年
フォルクスワーゲン・グループ*	20.8	23.0
大宇グループ	17.7	16.1
フィアット	15.8	18.0
SCダチア	8.4	8.5
GM	7.2	7.1
ルノー	5.6	4.9
プジョー・シトロエン	5.3	4.7
フォード	4.8	4.9
スズキ	2.5	1.8
トヨタ	2.3	1.8
現代	2.2	1.8
ホンダ	1.6	1.5
日産	1.5	1.5
タイムラー・クライスラー	1.1	1.1
マツダ	1.0	1.0
BMW	0.6	0.6
その他	1.5	1.5

(注) 図表1のメーカー別シェア。  
(出所) RTJ Information Services

### ポーランドへのラッシュ

中・東欧の自動車産業の再編成のなかで特筆すべきは、ポーランド市場が欧米メーカーのターゲットになり、大宇の進出によって、フィアットのシェアが年々低下するなど、厳しい競争が続けられている。これに加え、GMがジーゼル車両の生産を決め、このGMへの供給を目的にいすゞ自動車が進出することになり、ポーランドは中・東欧の自動車産業のメッカの様相を呈している。

### 部品産業の勃興

韓国勢力に押されてフィアットが苦戦している中、フォルクスワーゲン、大宇、GMは中・東欧各国に部品工場の建設を進めている。ポーランドを軸に、周辺諸国に一大部品産業地帯が形成されつつある。たとえば、アウディはハンガリーでエンジンの製造、スロバキアでギアボックスを製造している。大宇はハンガリーのみならず、スロバキア、ルーマニアで部品工場を買収し、自前の調達ルートを開拓している。

(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(%)**	+43.5	+20.5	+21.6
PER(倍)**	31.3	24.3	19.8
実質GDP(%)	-2.7	-1.0	2.0
鉱工業生産(%)	1.6	1.0	2.5
固定資本形成(%)	-3.7	0.0	2.0
個人消費(%)	-2.4	1.0	3.0
消費者物価(%)	6.8	3.0	4.0
失業率(%)	7.5	9.0	8.5
経常収支(%*)	-1.9	-3.3	-2.6
貿易収支(%*)	-4.5	-5.2	-4.9
財政収支(%*)	-1.6	-2.7	-3.6

### 【ハンガリー経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+54.1	+29.3	+22.0
PER(倍)**	18.2	13.8	11.1
実質GDP(%)	5.1	3.8	4.5
鉱工業生産(%)	12.9	8.0	8.5
固定資本形成(%)	11.4	8.0	9.0
個人消費(%)	8.3	5.5	6.0
消費者物価(%)	10.3	9.7	8.1
失業率(%)	9.1	9.2	9.0
経常収支(%*)	-4.8	-5.3	-4.7
貿易収支(%*)	-4.9	-5.1	-4.5
財政収支(%*)	-5.4	-4.5	-3.6

### 【ポーランド経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+15.8	+33.9	+32.1
PER(倍)**	28.8	29.5	20.8
実質GDP(%)	4.8	3.4	5.3
鉱工業生産(%)	5.6	3.0	7.0
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(%)	8.6	7.2	6.0
失業率(%)	10.4	11.0	9.5
経常収支(%*)	-4.6	-6.1	-5.0
貿易収支(%*)	-9.2	-9.3	-9.0
財政収支(%*)	-2.5	-2.5	-2.1

(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。中間決算では、建設のメトロスタブやタバコのタバクなどが好決算を発表する一方で、通信のセスケ・ラディオコムや電力のCEZなどが失望的な決算を発表。銀行の決算も、CSOBとジブノは黒字となったものの、セスカ・スポリテルナとコメルチは赤字決算となるなど、まちまちとなった。金融緩和基調が続いており、7月にレポ金利は25bp引き下げられて6.25%となった。景気底打ちの兆候が出て来ているが、インフレ見通しが良好であるほか、コロナ高が継続しているため、もう一段の小幅な利下げの余地が残されている。推奨銘柄は、成長分野の携帯電話に支えられて業績見通しの良好な通信のSPT、キャッシュフローの潤沢な電力のCEZなど。

### 【ハンガリー株式市場】

中立。前年同期比のGDP伸び率は、第1四半期の3.3%から第2四半期には3%弱へ鈍化したと推測されるが、輸出受注が大幅に回復していることから、下半期に景気は回復基調に転じる見込み。フォリント高が続いているが、ユーロの回復に加えてインフレ見通しもやや悪化しているため、利下げの可能性は少なくなっている。7月の株式市場では、TOBの憶測から化学のTVKやエンジニアリングのラバが大幅上昇。8月の中間決算は、数社を除いては低調な決算となる見込み。個別には、割安感の強い電力のELMU、プラスチック価格の上昇で収益改善が見込まれる化学のTVK、後発薬品及び新規上市の薬品からの寄与で業績見通しが良好なゲデオン・リヒターを推奨する。

### 【ポーランド株式市場】

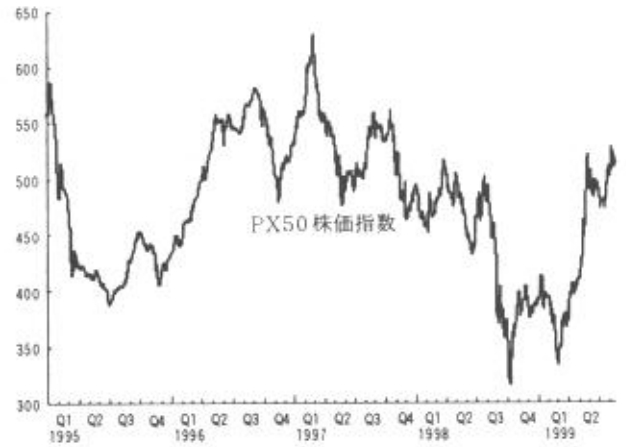
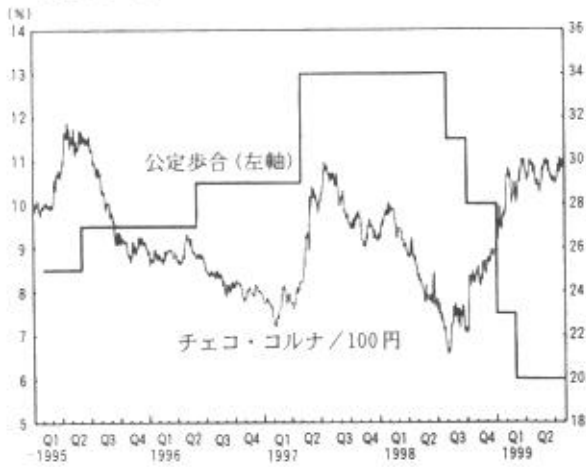
強気。7月末に、ハンドロウィ銀行とBRE銀行の2大投資銀行が合併計画を発表。合併が成立すれば、時価総額、総資産で中欧最大の投資銀行が誕生する。同合併は、資産強化、預金シェアの拡大に加えて、約15%のコスト削減が見込まれるなど、シナジー効果の高い合併計画と見られている。合併条件は、ハンドロウィ2.6株に対してBRE1株でBRE株主に有利。一方、GDPの伸び率は第1四半期の1.5%から2.5%に加速した模様。99年通年では3.5%、2000年は5%強への大幅な回復が見込まれる。個別銘柄では、代表的な建設銘柄で外国企業の買収対象となり得るエクスパット、ハンドロウィ銀行との合併計画を発表したBRE銀行を推奨する。

(野村インターナショナル フランシス・クラウト / 則子ホール)

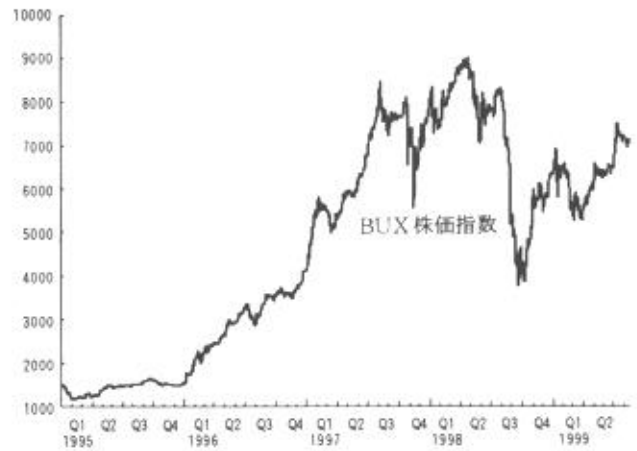
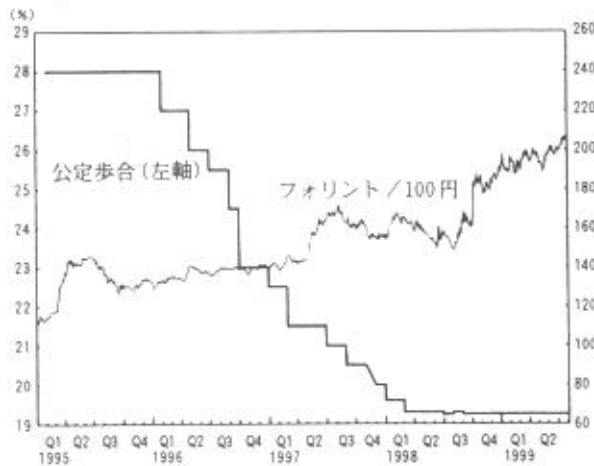


## 中欧3カ国の投資環境

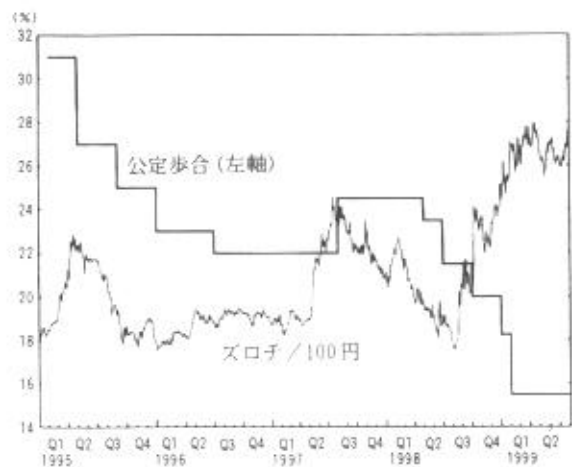
### 【チェコ】



### 【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。