

中・東欧情勢

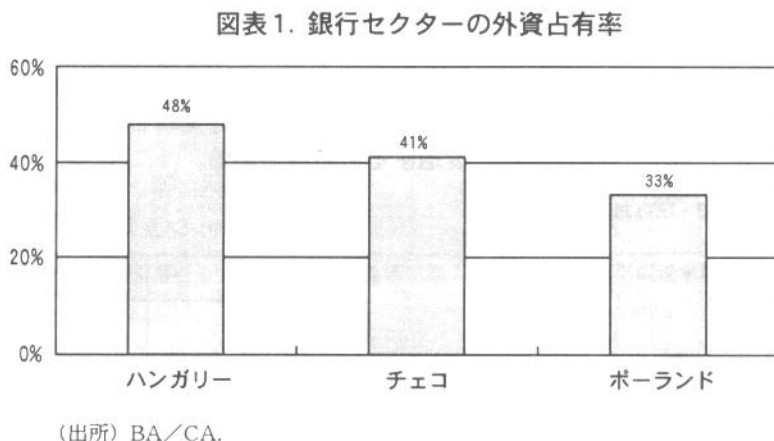
資本市場と銀行セクターの外資の浸透状況

1. 銀行セクターへの投資が活性化

概況

旧東欧諸国の銀行セクターの民営化が本格化しており、急速な勢いで外銀の市場占有率が高まっている。中欧およびウクライナ、ルーマニア、スロベニア、クロアチアを含めた銀行セクター市場に占める外銀のウエイトは、1997年の20%から1998年末の32%へ上昇した（総資産ベース、BA/CA：バンク・オーストリア・クレディタンシュタルト・インターナショナル調べ）。近い将来には、チェコの二大商業銀行の民営化が予定されており、さらに遅れているバルカン諸国の民営化がいずれ本格化することを考慮すれば、中期的に欧米系金融機関の中・東欧銀行セクターへの投資はさらに活性化すると予想される。

国別外資占有率



国別状況

総資産ベースで見たウエイトは図表1の通りであるが、ハンガリーの場合、資本参加の比率で見ると、1998年末で63%（銀行・証券委員会調べ）となっており、銀行セクター3分の2が外資の支配下にある。この面でも、旧東欧諸国の中で外資の浸透が一番進んでいる。

他方、ポーランドの銀行セクターの民営化率は低く、外資占有率も低いが、国内資本の商業銀行の経営健全度は高いと国際的に評価されている。これに対して、チェコの大手商業銀行は巨額の不良債権を抱え、民営化が遅れたが、四大商業銀行のうち、野村インターナショナルが資本参加したIPB（旧投資銀行）に続き、ベルギーのKBCがCSOB（旧外国貿易銀行）の66%を支配下に収めたことで外資占有率が一挙に高まった。現在、最大の商業銀行であるコメルチニ銀行と旧貯蓄銀行であるCS銀行の民営化が日程に上っているが、不良債権処理で手間取り、外資の資本参加にはまだ時間を要する状況にある。

外銀の投資順位

投資額で外銀のプレゼンスを見ると（1998年末）、KBCが940億シリングで1位、BA/CAが740億シリングで2位となっており、この後に中・東欧のほとんどの国に現地法人をもつING銀行、HYPO銀行、Uni Creditoが続いている。

銀行セクターの将来性

中欧以外の旧東欧諸国の銀行民営化はこれから本格化する。さらに、現時点での旧東欧諸国全体の銀行資産総額は、GDP比で66%を占めるに過ぎず、先進諸国のそれが150-250%であることを考えると、経済の発展が銀行セクターにさらなる事業拡大の余地を与えており、それが欧米系の銀行が旧東欧諸国へ投資する要因となっている。



2. ハンガリーの資本市場

高い外人投資比率

中欧諸国のなかで株式市場に占める外人投資の比率はハンガリーが一番高い。99年6月30日現在のデータによれば、株式のほぼ75%が外人投資家の所有になる。昨年のロシア危機は外人投資の引き揚げを誘発し、ロカル指数は50%もの急落を見たが、年末には外人投資の水準はロシア危機以前の水準に戻ったことが分かる。

外人投資の動向

図表2. ブダペスト株式市場に占める外人投資の動向

	市場時価総額	外人保有率	外人保有高	BUX指数
1997.12.31	147億ドル	68.3%	101億ドル	7999
1998.6.30	146	67.3	98	7805
1998.12.31	138	71.1	98	6307
1999.6.30	136	74.9	102	6486

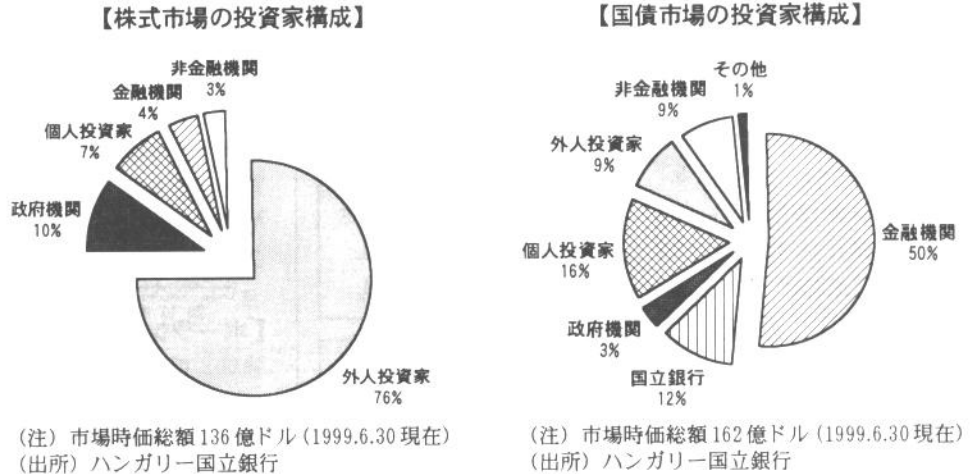
(注) 時価総額と外人保有高は概算。
(出所) ハンガリー国立銀行

国債市場での外人投資家のウェイトは低い

株式市場に占める外人投資のウェイトに比べ、国債市場に占める外人投資はわずかで、ハンガリーの国債市場は依然として外人投資家には開放されていない。現在でも外人投資家は満期1年以上の国債のみ購入できる。これは対外累積債務が大きく、通貨投機による経済危機を避けるために、ハンガリーが維持している抑制政策である。

資本市場構成

図表3. 資本市場の投資家構成



外人保有の国債は14億ドル

99年6月30日現在、外人保有の国債残高は14億ドルで、国債時価総額(162億ドル)の8.6%を占めている。1998年上半期には外人投資家の国債投資が急増し、上半期だけで14億ドルの資金流入があり、昨年の6月30日現在で18億ドルの国債保有が記録されている。

やはりロシア危機でこの資金の大半はハンガリーから流出したが、現在の外人の国債保有はホットマネーが流入した昨年の上半期とほぼ同水準にあり、ホットマネーが定着化したと見ることもできる。

ハンガリーは対外債務をきわめて慎重に処理しており、債務管理上から国債市場の外人への完全開放は日程に上っていない。(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)	2001(予)
EPS(%)**	+43.5	+17.5	+15.5	14.9
PER(倍)**	—	24.5	20.9	17.1
実質GDP(%)	-2.7	-1.5	1.8	2.5
鉱工業生産(%)	1.6	0.5	2.0	2.5
固定資本形成(%)	-3.7	0.0	2.0	2.5
個人消費(%)	-2.4	1.0	3.0	3.0
消費者物価(%)	10.7	3.4	3.5	3.7
失業率(%)	7.5	9.0	8.5	8.0
経常収支(%)*	-1.9	-2.9	-2.4	-3.0
貿易収支(%)*	-4.5	-5.2	-5.0	-4.9
財政収支(%)*	-1.6	-2.7	-3.6	-3.6

【ハンガリー経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+54.1	+23.6	+24.4	+10.0
PER(倍)**	—	14.6	11.6	10.6
実質GDP(%)	5.1	3.8	4.5	5.0
鉱工業生産(%)	12.9	8.0	8.5	10.0
固定資本形成(%)	11.4	8.0	9.0	9.5
個人消費(%)	8.3	5.5	6.0	8.0
消費者物価(%)	10.3	10.8	8.1	7.0
失業率(%)	9.1	9.2	9.0	8.8
経常収支(%)*	-4.8	-5.3	-4.7	-4.5
貿易収支(%)*	-4.9	-5.1	-4.5	-4.3
財政収支(%)*	-5.4	-3.6	-3.0	-2.8

【ポーランド経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+15.8	+34.5	+22.3	+11.8
PER(倍)**	—	23.0	18.2	16.5
実質GDP(%)	4.8	3.4	5.3	5.0
鉱工業生産(%)	5.6	3.0	7.0	6.5
固定資本形成(%)	15.0	12.0	20.0	22.0
小売売上高(%)	13.1	15.0	11.5	10.0
消費者物価(%)	8.6	7.2	6.1	5.5
失業率(%)	10.4	11.5	9.5	9.0
経常収支(%)*	-4.6	-6.4	-5.3	-4.8
貿易収支(%)*	-9.2	-9.3	-9.0	-9.0
財政収支(%)*	-2.5	-2.5	-2.1	-1.8

(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。8月には、CSOB民営化の成功に続き、問題を抱えるセスカ・スポリテルナやコメルチの2大銀行の民営化も若干進行。民営化公社から、セスカ・ラディオコム、ユニベトロール、バラモを含む12社の株式売却リストが発表された。金融緩和基調を背景に小売売上を始め個人消費の回復が顕著に現れている。但し、競争力強化のために企業は人員削減を余儀なくされており、失業率は上昇。7月にレポ金利は25bp引き下げられて6.25%となったが、その後、金利は据え置かれており、これが当面、短期金利の底となる見込み。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、キャッシュフローが潤沢で長期の業績見通しも良好な電力のCEZなど。

【ハンガリー株式市場】

中立。第2四半期のGDP伸び率は、第1四半期に比べて鈍化したと推測されるが、鉱工業生産は回復基調を辿っており、99年通年のGDP伸び率は3.8%前後となる見込み。フォリント高が続いているが、インフレ率が政府ターゲットを上回る可能性があり、利下げの可能性は少なくなっている。株式市場では、ケーブルTVの市場シェア拡大を目指して増資を行ったマタブや、クロアチアINAとの合併を検討しているMOLが注目された。今後、年末に向けて市場の流動性が低くなる可能性がある。個別には、ロシア及び欧州後発品市場での地位強化が期待されるゲデオン・リヒター、ファンダメンタルズの良好な化学のTVKを推奨する。

【ポーランド株式市場】

強気。保険セクターで民営化及び業界再編の動きが活発化している。PZUの民営化が進行しているほか、ワルタでも株主構成の大幅な変更が見込まれる。その他、建設セクターでも合併につながるような資本提携の動きが加速している。今後、通信セクターの民営化の行方が市場で注目されようが、M&A関連のニュースがやや乏しくなっていることや、2000年を前にした神経質な動きから、短期的には動きの少ない市場展開となる可能性がある。一方、第2四半期のGDPの伸び率は小幅にとどまった模様であるが、99年通年では3~3.5%、2000年は5%強への大幅な回復が見込まれる。個別銘柄では、代表的な建設銘柄のエクスパット、合併により中欧最大の投資銀行となったBH-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)

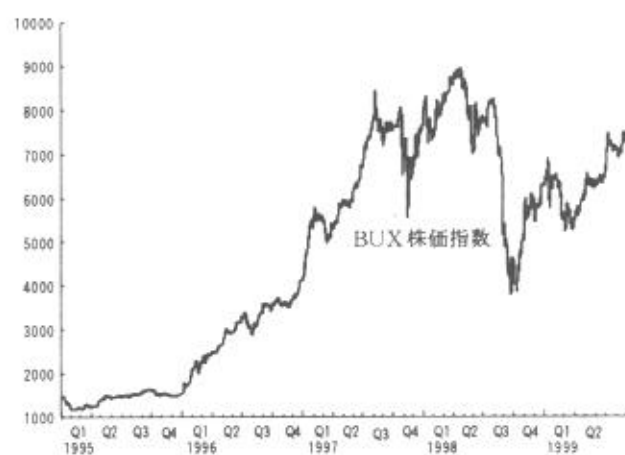
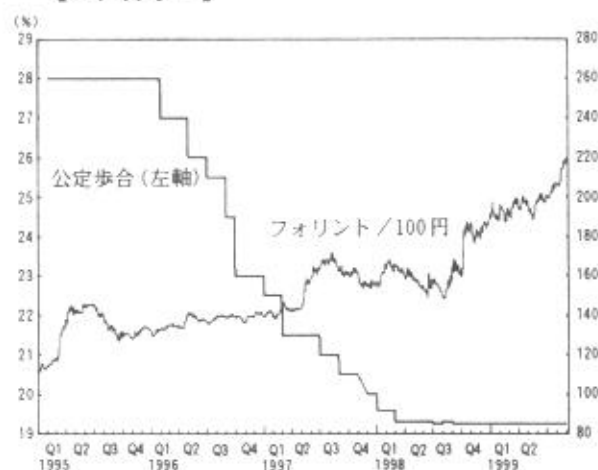


中欧3カ国の投資環境

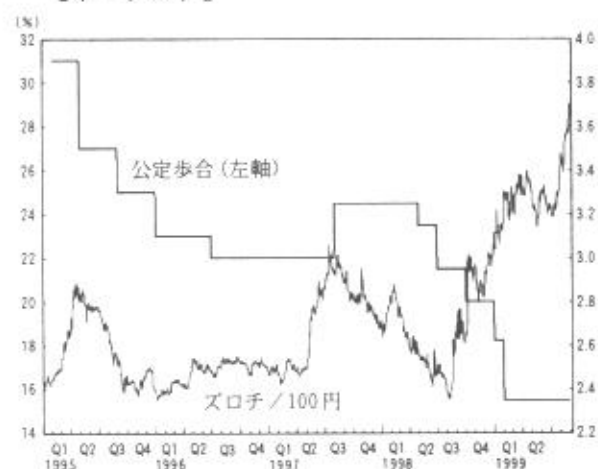
【チェコ】



【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。