

中・東欧情勢

直接投資の動向

1. 中欧と東・南欧の格差は拡大

10年間に700億ドル

体制転換が始まってからこの10年間に、中欧に流入した直接投資はおよそ590億ドル、東・南欧に流入した金額はほぼ90億ドルである。全体で700億ドル近い投資が行われたことになる。ここ数年の年平均流入額は、中欧で100億ドル強、東・南欧で30億ドル強である。中長期的に直接投資額はさらに増えていこう。

堅調な中欧投資
ポーランドが牽引

中欧地域に流入する直接投資の半分は、ポーランドに向かっている。チェコやハンガリーのおよそ4倍近い人口を抱えるポーランドに、国内市場をターゲットとする投資が流れ込んでいるからである。しばらくこの傾向が続こう。90年代前半にはハンガリーが中欧の直接投資の過半を引き受けていたが、既にハンガリーの民営化は基本的に終了しており、EU加盟が実現するまでは年間20億ドル程度の水準で推移するものと思われる。明らかに直接投資のウエイトはハンガリーからポーランドへ移ったと言えよう。

チェコではパウチャー民営化された企業の再民営化が始まっており、今後数年にわたり、ハンガリーを上回る直接投資の流入が予想される。一方、スロバキアとスロベニアへの投資にはそれほど大きな変化は期待できない。

図表1. 中欧および東・南欧の直接投資動向

	年間投資額 (100万ドル)					投資残高 (1998末)	
	1995	1996	1997	1998	1999	(100万ドル)	対GDP比 (%)
チェコ	2,562	1,428	1,300	2,540	2,700	13,457	23.9
ハンガリー	4,453	1,983	2,085	1,935	2,000	18,255	38.5
ポーランド	3,659	4,498	4,908	6,365	6,300	22,479	14.3
スロバキア	202	330	177	566	300	1,888	9.3
スロベニア	176	186	321	165	300	2,863	14.7
中欧計	11,052	8,425	8,791	11,571	11,600	58,943	19.5
アルバニア	70	90	48	45	20	384	13.0
ブルガリア	90	109	505	401	900	1,352	11.0
クロアチア	101	533	487	873	1,200	2,217	10.4
マケドニア	9	11	16	118	200	177	5.0
ルーマニア	419	263	1,215	2,031	1,500	4,480	11.7
東・南欧計	690	1,006	2,271	3,468	3,820	8,610	11.0

(注) 1999年の数値は予測。各国数値は国際収支表データもとづく。
(出所) ウィーン国際比較経済研究所データベースよりNRI-E作成。

東・南欧は停滞

東・南欧への直接投資は、テレコムや石油精製などの個別的な民営化案件で一時的な増加は見られるが、継続的な投資流入は観察されていない。外資がターゲットにする投資対象も極めて限られており、欧州戦略から見た立地面からも国内購買力面からも投資の魅力に欠け、中期的に投資動向の大きな変化は予想されない。

中欧への投資要因

今後の直接投資の動向を決定する要因は二つある。第一の要因は、民営化が予定されている国家資産規模である。概算ではポーランドの民営化対象資産は100億ドル、チェコのそれは200億ドルと推定されている。ハンガリーでは50億ドルに満たないと推定される。もっとも、これらの資産すべてが直接投資を呼び込む対象になるわけではない。

第二の要因は、数年後に予想されるEU加盟である。スペインやポルトガルがそうであったように、EU加盟後に新たな直接投資ブームが予想される。ハンガリーは、最初のEU加盟国となることで、第二の要因による投資の増加を期待できよう。



2. 外資が浸透するハンガリー

直接投資のモデル国

累積投資額でこそポーランドに追い抜かれたが、ハンガリーの国民1人当たりの直接投資受入れ額は1999年末で2000ドルに達し、体制転換諸国のなかで最も高い水準を記録している。ちなみに、チェコのそれはおよそ1,400ドル、ポーランドのそれはおよそ800ドルである。ハンガリーへの直接投資残高の対GDP比率はおよそ40%と突出しており、世界的な平均値14%をはるかに上回っている。

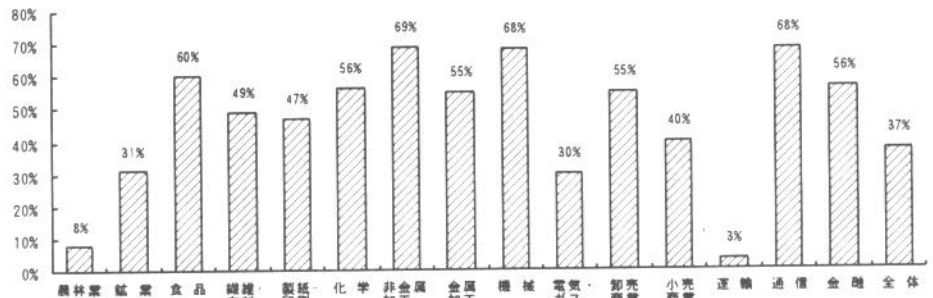
経済自由化の先端を切り、金融や公益セクターの民営化を解禁したハンガリーは、体制転換国への直接投資のモデルとしての役割を果たしている。

付加価値の半分を産出

1997年のデータによれば、ハンガリーには26,000社の外資系企業が存続しており、これらの企業は1998年にハンガリーの全企業が産出した付加価値のおよそ5割を生産している。また、外資系企業が実に全企業の利益の73%を生みだしている。

正確な輸出データはないが、1999年の11ヵ月間の実績では、保税地域からの輸出は全輸出の4割を超しており、保税対象になっていない外資系企業の輸出を含めると、外資系の企業は全体として、ハンガリーの輸出の少なくとも7割を担っていると推定される。

図表2. 各産業部門に占める外資の割合



(注) 各産業部門の総資本に占める外資の占有率。
(出所) Ecostat データより、NRI-E 作成。

外資が強い産業セクター

ハンガリーに限らず、他の体制転換諸国でも、直接投資の初期の段階では、食品加工や小売商業などへの外資の進出が一般的に観察される。これが一巡した段階で、家電や乗用車生産などの耐久消費財への投資が始まり、並行的にテレコムや銀行など個別の優良企業(セクター)への投資が行われている。特に、中欧3国(ハンガリー、チェコ、ポーランド)では、3国をまたがって、自動車製造に関連した部品生産への投資が始まっている。また、最近では卸売り業や大規模小売り業の投資が各国で活発化している。

ハンガリーの特徴は、他の諸国に先駆けて、戦略的な大銀行や保険などの金融セクターへの投資の全面解禁と、電気・ガスの配給会社への投資の解禁が行われ、実験的なケースとして注目されていることである。

日系企業の進出

日系企業の中欧進出はまだそれほど目立っていないが、家電と自動車・部品を中心に、その投資は中欧諸国全体に広がっている。中でも、いすゞ自動車によるポーランドのディーゼルエンジン生産は最大の投資プロジェクトである。また、これまでの投資実績では依然としてハンガリーが日系企業による直接投資の最大の受け入れ国になっている。しかし、そのハンガリーでもまだ日系企業の累積投資額は7億ドル弱(1999年9月)に留まっており、EU加盟効果による投資の飛躍的な増加が待たれる。

(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(実)	99(予)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+43.5	+1.5	+38.2	100.5
PER(倍)**	—	26.2	25.5	13.9
実質GDP(%)	-2.3	-0.5	1.5	2.5
鉱工業生産(%)	1.6	-2.5	2.0	2.5
固定資本形成(%)	-3.7	-2.5	2.0	2.5
個人消費(%)	-2.4	1.5	3.0	3.0
消費者物価(%)	6.8	2.5	4.0	3.5
失業率(%)	7.5	9.4	8.5	8.0
経常収支(%*)	-1.9	-1.5	-2.3	-2.4
貿易収支(%*)	-4.6	-3.4	-4.7	-4.0
財政収支(%*)	-1.4	-1.7	-3.4	-3.6

【ハンガリー経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+54.1	+15.1	+46.8	+14.1
PER(倍)**	—	19.2	13.6	12.1
実質GDP(%)	5.1	4.3	5.3	5.5
鉱工業生産(%)	13.2	12.0	14.0	15.0
固定資本形成(%)	11.4	6.0	9.0	9.5
個人消費(%)	8.3	4.6	5.5	6.0
消費者物価(%)	10.3	10.7	7.3	5.8
失業率(%)	9.1	9.6	9.0	8.8
経常収支(%*)	-4.8	-3.9	-4.3	-4.2
貿易収支(%*)	-4.9	-4.6	-4.8	-4.6
財政収支(%*)	-5.4	-3.0	-2.9	-2.7

【ポーランド経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+15.8	+17.8	+58.9	+8.2
PER(倍)**	—	32.6	19.2	18.0
実質GDP(%)	4.8	3.9	5.1	5.5
鉱工業生産(%)	5.6	4.6	7.0	7.5
固定資本形成(%)	15.0	8.0	15.0	18.0
小売売上高(%)	13.1	16.5	13.0	15.0
消費者物価(%)	8.6	9.8	7.0	6.0
失業率(%)	10.4	12.6	12.0	11.5
経常収支(%*)	-4.6	-7.3	-7.0	-6.5
貿易収支(%*)	-9.2	-9.3	-8.9	-8.5
財政収支(%*)	-2.5	-2.2	-2.3	-1.9

(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。設備投資は低下基調を続けているものの、個人消費の拡大に助けられて、景気回復基調が継続している。GDP成長率は、99年のマイナス0.5%(推定)から2000年にはプラス1.5%へ回復すると予想される。消費者物価指数は昨年12月の2.5%から今年末には4.0%に上昇すると予想され、短期的に、利下げ基調に歯止めがかかる可能性が高い。株式市場では、引き続き銀行セクターやSPTの民営化計画の発表が市場の注目を大きく集めると予想される。投資家による当市場に対する興味が回復し始めると予想され、優良銘柄の株価見通しは良好である。推奨銘柄は、携帯電話需要の拡大から大きな恩恵が期待される通信のSPTなど。

【ハンガリー株式市場】

強気。EUの景気拡大に助けられて、2000年のGDP成長率は、従来のコンセンサス(昨年11月時点で4~4.5%)を上回る5.0%強となる可能性がある。政府は公共料金の抑制に努めているほか、財政/貿易赤字の改善(2000年には、対GDP比は双方とも4%以下に低下する見込み)により、政策金利は、今年、200~250b.p.低下する余地がある。株式市場では、紙ハのコフィネックに対するTOBや、MOLによるTVK持株比率引き上げ観測など、種々のセクターでM&Aが活性化している。推奨銘柄は、ロシア経済回復及びEU景気拡大の恩恵大の薬品のゲデオン・リヒター、大幅利下げの恩恵を大きく享受すると予想され、中欧銀行セクターで株価上昇ポテンシャルの最も大きいOTPなど。

【ポーランド株式市場】

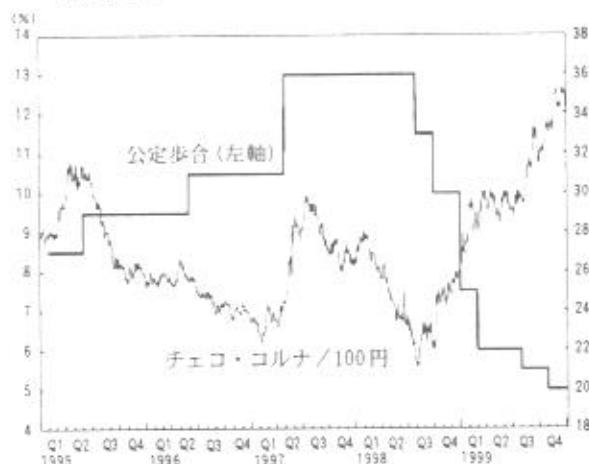
強気。GDP伸び率は、99年の4%から2000年は5%を上回ると予想される。99年下半期のGDP成長率は内需拡大によるものであったが、2000年のGDP成長率は企業設備投資や輸出回復によるものとなろう。利下げは上半期に実現する可能性は少ないが、2000年末までに少なくとも200~250b.p.の利下げが行われると予想される。株式市場では、国内の年金ファンドの株式保有比率引き上げなどを受けて12月から大幅な上昇に転じており、今後の見通しも良好である。企業ニュースでは通信部門のパートナーの仏ビベンディから多額の融資を取り付けたエレクトリムの行方が大きく注目される。個別銘柄では、業績見通しの改善している通信のTPSA、割安に放置されているPBK銀行などを推奨する。

(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)

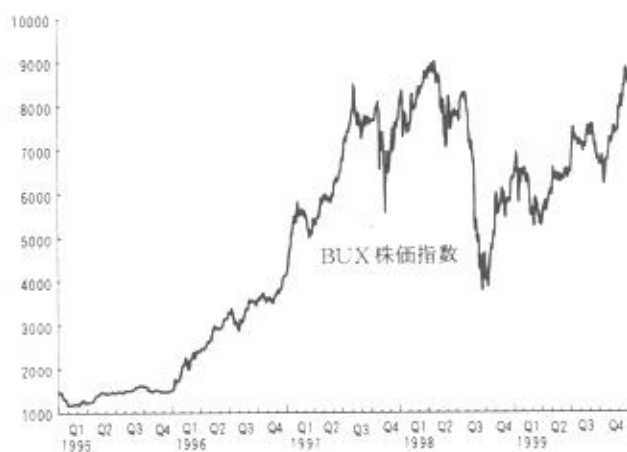
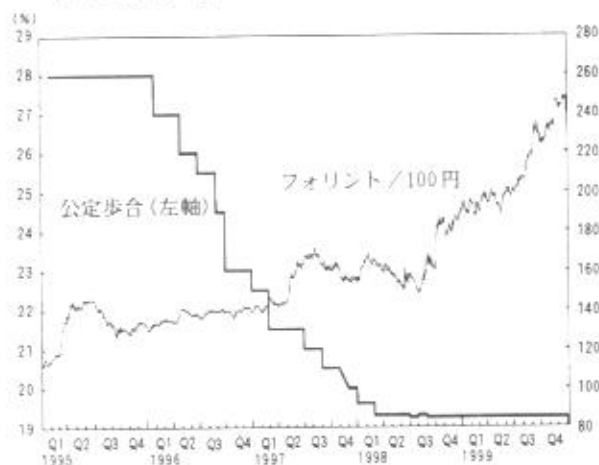


中欧3カ国の投資環境

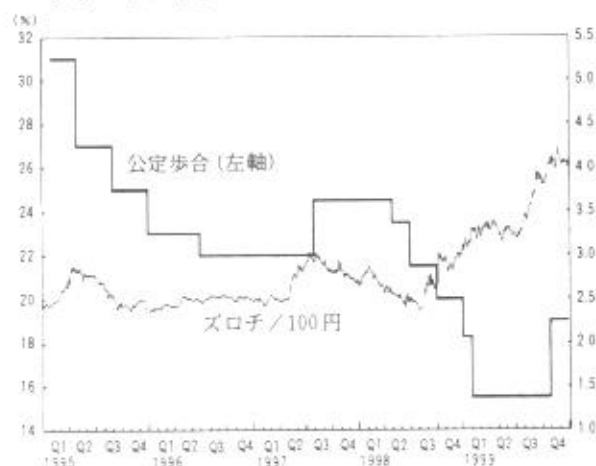
【チェコ】



【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。