

中・東欧情勢

中欧経済の成長予測

1. ハンガリーとポーランドが牽引

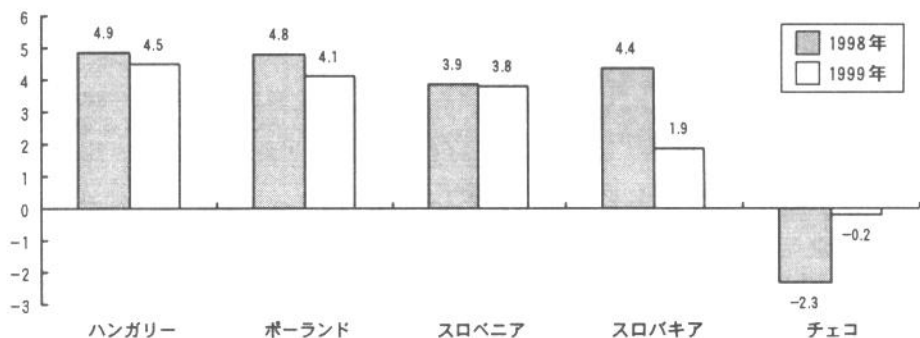
1999年成長実績

中欧諸国の1999年の経済成長率は、1998年のロシア経済危機の影響を測る上でも興味深い。総じて、1998年に比べて成長率は若干低下しているが、ポーランドにやや影響が見られる程度で、ロシア経済と中欧経済はもはや同一の経済圏を形成していないことが実証されている。

図表 経済成長率比較

スロバキアとチェコは依然として経済停滞の状態にあるが、これはロシア危機の影響ではなく、クーポン民営化の後遺症によるものである。両国の成長は企業のリストラの進行にかかっている。

図表1. 中欧諸国のGDP成長率(%)

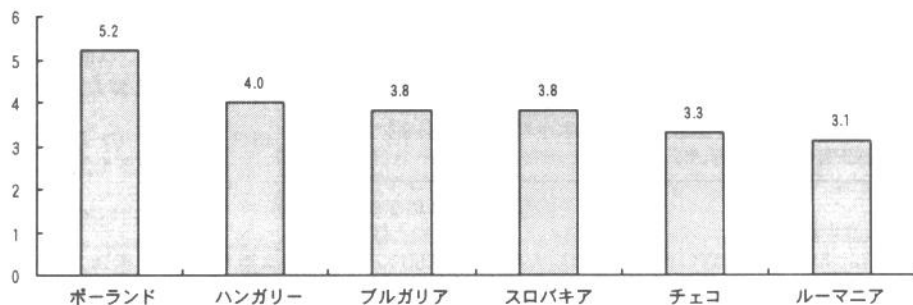


(注) 1999年数値は予測値。
(出所) NRI-E作成。

ハンガリーとポーランドが中欧の牽引力

中欧経済を牽引するのは、ハンガリーとポーランドである。ハンガリーはこれまで流入した直接投資が輸出に転化する時期を迎えており、経済の成長持続力は強い。他方、ポーランドは直接投資ブームを迎え、ポートフォリオ投資も急速に増えており、全体として経済が上昇軌道に乗っている。この両国がしばらく中欧経済を牽引することは間違いのないだろう。

図表2. 中・東欧のGDP成長率予測(2000-2004年の平均成長率、%)



(出所) OECDデータより、NRI-E作成。

図表 OECD 予想

中期的に成長は確実

図表2の予測にあるように、ハンガリーとポーランドの経済成長は中期的に持続可能である。ほぼ4-5%の水準で推移するものと予想される。この2国以外の諸国の成長率は3%前後で推移すると予想されているが、これらの諸国がここ数年、マイナス成長を記録していることを考えると、この中期予想成長率は決して高くない。

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。



2. 成長のハンガリー型とポーランド型

異なる成長要因

中欧経済を牽引するハンガリーとポーランドは国の経済規模や立地条件が異なることから、流入する直接投資の目的は異なり、それが対外経済収支に与える影響に違いがある。今後の両国の経済パフォーマンスを考える上で、きわめて重要な要因である。

ハンガリー型

ハンガリーへ流入する直接投資は国内市場をターゲットにしたものではなく、西欧への輸出市場を前提としていることから、直接投資は輸出ドライブとなってハンガリー経済を牽引する。これが現在のハンガリー経済の成長を支えており、この構造は中期的にも変わらず、ハンガリーの中期的な成長は持続可能である。

ポーランド型

これに対し、ポーランドへ流入する直接投資のかなりの部分は、4千万近い人口の国内市場をターゲットにするものである。現在の経済成長は国内消費の堅調な拡大に支えられており、外資が国内の消費財産業を支える構造になっている。国内消費の拡大は消費財の輸入をも促進することになり、貿易収支の大幅赤字が恒常化する構造をもたらしている。ポーランド型の経済成長の場合、直接投資の流入が資材の輸入増大を招くのはハンガリー型と同じだが、輸出力への転化が長期にわたって実現しないことから、対外収支の不均衡が慢性化し、これが成長を不安定にする。

3. ポーランドの対外収支に注目

対外不均衡の恒常化

ポーランドのような国内消費拡大型の直接投資の流入は、対外経済収支の大幅赤字を恒常化する。従って、ポーランドの経済成長は経済引き締め政策の実行による不均衡是正を折にふれ必要としよう。

図表3. ポーランド経済指標の動向 (対前年比、%)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
GDP 成長率	6.0	6.8	4.8	4.0	5.2	5.8
輸出	12.0	12.2	10.3	-2.0	6.5	10.0
輸入	28.0	21.4	13.7	4.0	7.0	8.0
経常収支赤字対GDP比	2.3	4.0	4.4	7.1	6.7	6.3

(注) 1999-2001年は予測値。

(出所) OECD データより、NRI-E 作成。

図表 ポーランドの 対外収支状況

楽観視は禁物

直接投資のみならず、ポートフォリオ投資がポーランドへ流入し、経済成長率が5%前後を持続していることから、ポーランド経済の「大成功」(great success)を讃える論調が見られる。1993-94年当時、国際機関や投資筋は「チェコの奇跡」を唱えた前科がある。しかし、図表3から見られるように、ポーランドへの直接投資は輸出力の増進に貢献しておらず、経常収支の恒常的な悪化が顕著である。安易な楽観論はポーランド経済が抱える脆弱な構造を見逃している点で、危うい議論であると考えられよう。

為替は弱含み

ポーランド通貨を含め、中欧通貨は過小評価されており、長期的に切り上げ傾向にあることは間違いない。しかし、短期的・中期的には名目為替レートだけでなく、実質為替レートも切り下がる事態を排除することはできない。特にポーランドの場合、対外収支の不安定性に伴う為替の変動が大きくなり、中期的に為替は弱含みで推移することが予想される。
(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】

	99(推)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+82.3	+25.7	+171.4
PER(倍)**	35.2	34.4	21.2
実質GDP(%)	-0.2	1.8	2.5
鉱工業生産(%)	-3.1	2.0	2.5
固定資本形成(%)	-5.5	2.0	2.5
個人消費(%)	1.4	3.0	3.0
消費者物価(%)	2.5	5.0	3.5
失業率(%)	9.4	8.5	8.0
経常収支(%*)	-2.0	-2.5	-2.6
貿易収支(%*)	-3.8	-5.0	-4.6
財政収支(%*)	-1.6	-2.3	-3.5

【ハンガリー経済・企業収益】

	99(推)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+17.2	+33.8	+19.3
PER(倍)**	23.2	17.4	14.8
実質GDP(%)	4.5	5.3	5.5
鉱工業生産(%)	12.7	13.5	11.5
固定資本形成(%)	6.6	10.0	9.5
個人消費(%)	4.3	5.5	6.0
消費者物価(%)	11.2	7.5	6.5
失業率(%)	9.6	9.0	8.8
経常収支(%*)	-4.2	-3.9	-4.0
貿易収支(%*)	-4.4	-4.3	-4.6
財政収支(%*)	-3.0	-3.3	-2.7

【ポーランド経済・企業収益】

	99(推)	2000(予)	2001(予)
EPS(%)**	+43.1	+66.1	+15.1
PER(倍)**	47.4	27.8	25.4
実質GDP(%)	4.1	5.5	6.0
鉱工業生産(%)	4.4	7.5	7.5
固定資本形成(%)	8.0	15.0	18.0
個人消費(%)	5.0	5.8	6.5
消費者物価(%)	9.8	6.8	6.0
失業率(%)	13.0	12.5	11.8
経常収支(%*)	-7.5	-7.3	-6.7
貿易収支(%*)	-9.4	-8.4	-7.7
財政収支(%*)	-2.1	-2.2	-2.5

(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。98~99年 にかけて18回に亘る利下げの効果を受けた個人消費と輸出の拡大を背景に穏やかな景気回復基調が続いている。99年第4四半期のGDP成長率は前年同期比1%増、99年全体では0.2%減にとどまった。低インフレ及びコロナ安定により当面金利は据え置かれようが、下半期には100b.p.前後の利上げが見込まれる。株式市場は、政府の産業復興計画による景気浮揚効果への期待や海外資金流入を受けて1~2月は急騰したが、3月は横ばいで推移、短期的にやや上値の重い展開となる可能性が高い。推奨銘柄は、99年決算で大幅増益増配を発表したタバコ製造販売のタバク、好決算や民営化などの好材料に支えられた電力のCEZなど。

【ハンガリー株式市場】

強気。海外からの資金流入によるフォリント高を受けて政策金利は今年に入り300b.p.引き下げられた。今後もフォリント高は許容変動幅の拡大ではなく、利下げによって対処される可能性が高い。99年のGDP成長率は市場予想を大幅に上回る4.5%となった。2000年は5.5%が予想される。経済及び企業両面における良好なファンダメンタルズにもかかわらず、海外からの投資の低迷で2~3月の当株式市場のパフォーマンスは他の中欧市場を下回った。推奨銘柄は、優良通信銘柄のマクブ、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、更なる利益成長が見込まれる化学のポーソドケムなど。

【ポーランド株式市場】

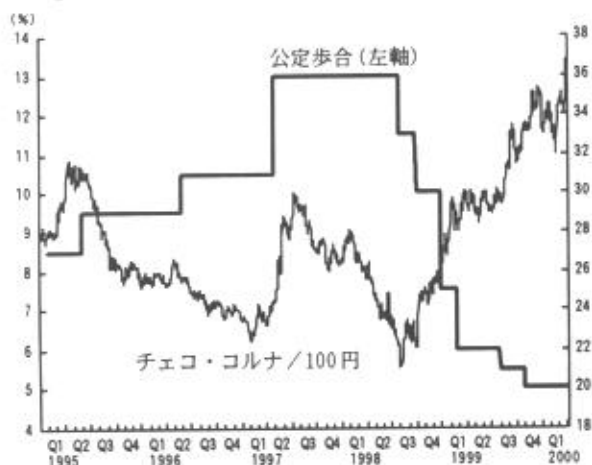
強気。高い実質金利にもかかわらず、景気見通しは良好で、2000年のGDP成長率は5.5%となると予想される。インフレ率はピークアウトしつつあるが、中央銀行が目標に掲げる6.8%への低下のペースは緩やかなものとなり、利下げは今年末まで持ち越される見込みである。株式市場では、1~2月にかけて情報テクノロジー銘柄主導の急騰に歯止めがかかっているが、ポーランドの情報テクノロジー銘柄は利益見通しが良好であるのに加えて、バリュエーションも比較的低い水準にあるため、引き続き、オーバーウェイトを維持したい。個別銘柄では、インターネット戦略などで引き続き投資妙味の高い通信のTPSA、ITソフトウェアの優良銘柄のソフトバンク、ファンダメンタルズの良好な石油・ガスのPKN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)

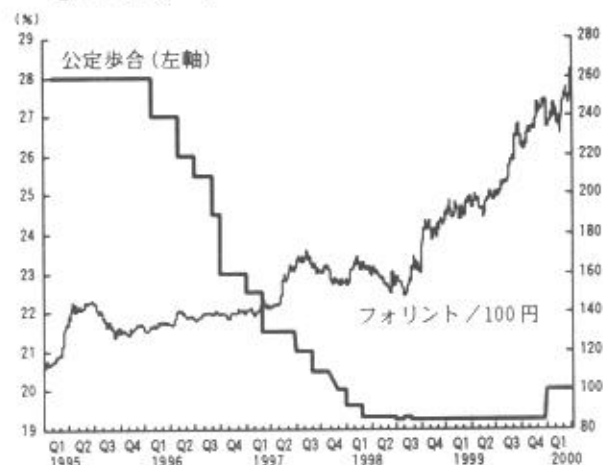


中欧3カ国の投資環境

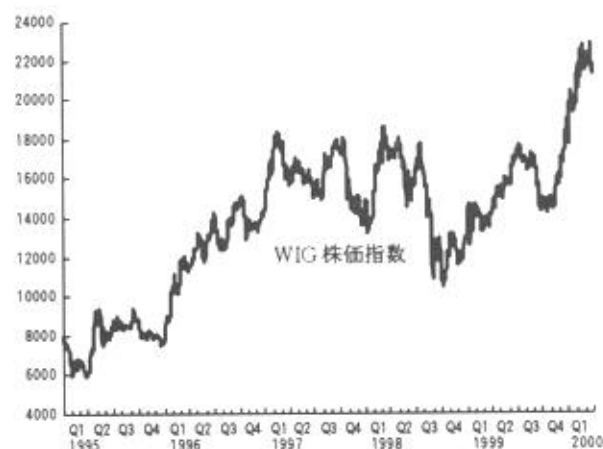
【チェコ】



【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。