

中・東欧情勢

ハンガリーの経済成長は持続可能か

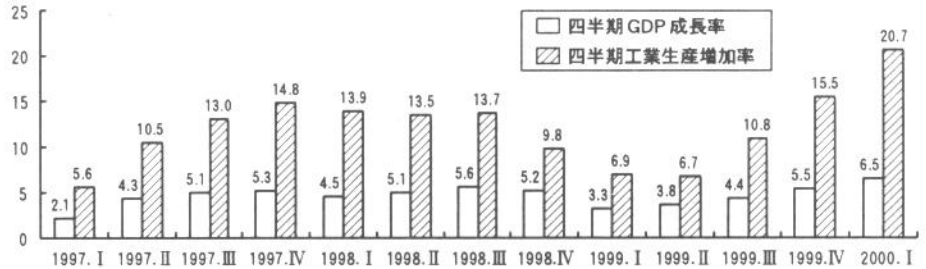
1. 四半期成長動向

成長が加速化

ハンガリーの2000年度第一四半期のGDP成長率は6.5%と、きわめて高い伸びを達成している。四半期動向をみる限り、経済成長は加速する傾向にあり、今年度の成長率が7%近くになることも予想される。

図表1. GDPおよび工業生産の四半期成長率

四半期成長率



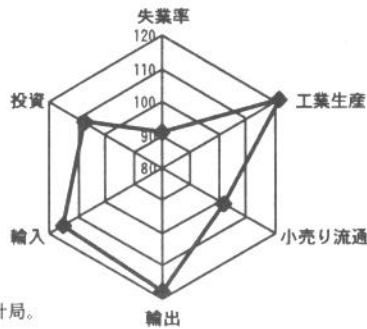
(出所) ハンガリー中央統計局。

工業生産が牽引

図表1より、ここ数年来のハンガリーの経済成長率は4%台から5%台へと高まり、さらに6%台へと高まっていることが分かる。これを牽引しているのが、工業生産の増加である。ハンガリーは以前より、旧社会主義国の中で、最大の外国直接投資(1人当たり)の受け入れ国であるが、これまでその投資が経済成長に目に見えるほどに貢献してこなかった。しかし、1997年より外資系企業を中心に工業生産を主導し、輸出生産を牽引するようになり、これがGDPの高い成長率として現れている。

図表2. 2000年第一四半期の主要経済指標

四半期経済指標



(注) 対前年同期比。
(出所) ハンガリー中央統計局。

四半期動向の分析

図表2に見られるように、2000年第一四半期の成長を牽引するのは、輸出向けの工業生産の増加である。季節調整済みの実質数値で、工業生産の増加率は対前年同期比21%増で、同じく輸出は17.5%増となっている。

これに対して、国内の小売り流通はわずかに2%の増加に留まっており、国内消費は依然として低迷を続け、ハンガリーの経済成長が外資系企業を中心とする輸出の急増にあることは明瞭である。工業生産の持続的な拡大によって、失業率は低減傾向を辿っており、ILO基準でほぼ6%台にまで下がっている。

輸入の伸びは15.2%で、輸出の伸びを下回っている。この結果、四半期の貿易収支は3億7,200万ユーロの赤字で、これは昨年同期のほぼ3分の1の減少、つまり1億6,000ユーロの改善が見られる。

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。



2. 成長の持続性

成長の余力

ハンガリーのみならず、チェコおよびポーランドの成長の余力は依然として大きい
が、その実現は外国直接投資に依存するところが大きい。外資の流入が遅れているチ
ェコの経済停滞は持続しているが、潜在的な成長力は大きい。ここ数年大きな投資を
受け入れているポーランドも、将来の成長余力は大きいと見なければならぬ。

ハンガリー型と ポーランド型

同様に持続的な経済成長経路を辿っているポーランドの現在の経済成長は、ハンガ
リーとは正反対に、国内消費の拡大、耐久消費財の輸入、直接投資の受け入れから生
じる資本財輸入に支えられたブームに依存するところが大きい。ポーランドの場合、
直接投資はいまだ輸出に転化しておらず、国内消費が経済成長を牽引している。
明らかに、ポーランドとハンガリーの経済成長は、国内消費牽引型と輸出牽引型の二
つの典型モデルを示しており、両国の経済成長を支える要因は異なる。

ハンガリーの課題

すべてがうまく回転しているように見えるハンガリー経済であるが、成長の持続性を
考えた場合、近年に見られる直接投資の流入額の減少は無視できないだろう。今年第
一四半期の流入額は2億8,000万ユーロで、昨年同期のほぼ半分となっている。外資企
業の投資と資本蓄積に依存するハンガリーにとって、直接投資の減少は将来の成長力
を制限する最大の要因になり、その動向が注目される。

3. 景気過熱か

OECDによる経済予測

OECDはハンガリーやポーランドに対し、経済過熱への懸念を表明している。

図表3. OECD諸国のGDP成長率予測 (%)

	1999	2000	2001
G-7平均	2.7	3.7	2.8
OECD平均	3.0	4.0	3.1
EU平均	2.3	3.4	3.1
ハンガリー	4.5	5.2	5.0
ポーランド	4.0	5.0	4.8
チェコ	-0.2	1.4	2.3

(注) 1999年は実績。

(出所) OECD予測よりNRI-E作成。

図表 OECD諸国の成長率

ポーランド型は要注意

ポーランドのように国内消費が経済成長を主導する経済は、常に貿易収支と経常収支
の大幅赤字が伴う。ここ数年、100億ドルをはるかに超える貿易収支の赤字を記録し
ているポーランド経済は、明らかに景気過熱型で、国内消費の抑制が不可避な状態が
続いている。これがポーランドの政治的な不安定性を醸成している。

過熱でないハンガリー型

これに対して、ハンガリーの国内消費は極端なほどに抑制されており、経済を主導す
るのは輸出生産である。依然として労働賃金水準は低く、加えて高い水準の個人所得
税と付加価値税が、国内消費を制限している。工業生産がこれほど伸びているにもか
かわらず、賃金水準は高騰していない。他方、国家財政赤字も3.5-4%の枠内にあり、
財政主導の成長でないことも明瞭である。

再び直接投資のブームが始まり、賃金水準が高騰し始め、国内消費が増加傾向に転じ
るまで、ハンガリー経済が過熱と判断することはできないだろう。

(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

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。

中欧株式市場

【チェコ経済・企業収益】

	99	2000 (予)	2001 (予)
EPS (%) **	+83.2	+25.2	+176.2
PER (倍) **	30.3	30.8	18.3
実質GDP (%)	-0.2	1.7	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	-3.4	-3.5

【ハンガリー経済・企業収益】

	99	2000 (予)	2001 (予)
EPS (%) **	+16.1	+27.2	-4.2
PER (倍) **	20.4	16.9	19.4
実質GDP (%)	4.5	5.7	5.5
鉱工業生産 (%)	12.7	15.0	11.5
固定資本形成 (%)	6.6	11.0	9.5
個人消費 (%)	4.6	5.5	6.0
消費者物価 (%)	11.2	7.4	6.5
失業率 (%)	9.6	9.0	8.8
経常収支 (%*)	-4.2	-3.7	-3.9
貿易収支 (%*)	-4.4	-4.2	-4.6
財政収支 (%*)	-3.0	-2.9	-2.7

【ポーランド経済・企業収益】

	99	2000 (予)	2001 (予)
EPS (%) **	+27.2	+81.1	+12.3
PER (倍) **	43.0	24.2	20.7
実質GDP (%)	4.1	5.5	5.8
鉱工業生産 (%)	4.4	7.5	7.3
固定資本形成 (%)	8.0	15.0	17.0
個人消費 (%)	5.0	5.8	6.4
消費者物価 (%)	9.8	7.1	6.2
失業率 (%)	13.0	12.5	12.0
経常収支 (%*)	-7.5	-8.2	-7.4
貿易収支 (%*)	-9.3	-9.5	-9.0
財政収支 (%*)	-2.0	-2.3	-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】

中立。鉱工業生産の改善基調が継続しているほか、失業率も低下し始めた。また、企業のリストラ効果の顕在化による生産性の大幅な改善に加えて、食品価格の安定によりインフレ率も低位安定している。経常赤字は拡大しているが、高水準の海外直接投資が続いているため、大きな問題とはならないだろう。ユーロの回復を背景にコルナ高も抑制される見込み。当株式市場も他の中欧株式市場同様落ち込んだが、大型民営化に関するニュースが下値リスクの軽減に寄与。推奨銘柄は、民営化を控えて投資妙味の高まる通信のセスケ・ラジ・オコムニカス、良好な中間決算が見込まれ、引き続き、高い利回りが魅力的なタバコ製造販売のタバコなど。

【ハンガリー株式市場】

強気。第1四半期GDP成長率は前年同期比6.8%増と大幅な伸びを記録。原油価格上昇、公共部門賃上げ圧力、薬品及びガス価格上昇などの悪材料にもかかわらず、インフレ率は低下基調を継続。2000年の経常赤字及び財政赤字の対GDP比は、各々、3.7%、2.9%と良好な水準となる見込み。株式市場は、経済・政治双方での安定的な状況を好感し、他の中欧株式市場に比べて良好なパフォーマンスとなった。最近の対トルでのユーロの回復は企業業績に有利に働くと考えられる。推奨銘柄は、インターネット強化戦略を好材料に持つ中欧通信セクターの最優良銘柄のマタブ、フタ・ベスト上場で株主への利益が拡大したITのグラフィソフト、利益成長見通しが良好であるにもかかわらず、株価が1株当たり純資産価値を大幅に下回るOTP銀行など。

【ポーランド株式市場】

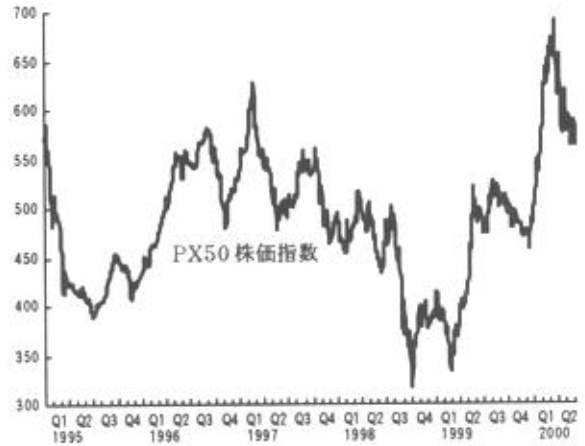
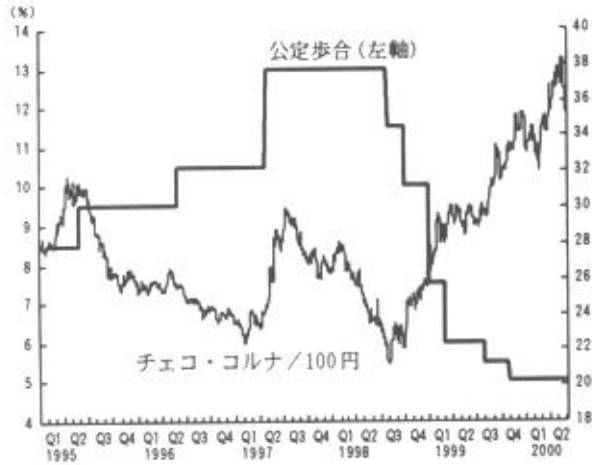
中立。最近の高い経済成長はやや和らいでおり、2000年のGDP成長率は5.5%増となると予想される。マネーサプライの低下を背景に消費者物価指数は3月の10.3%から4月には9.8%へ低下。年末には政府目標の6.8%近くまで低下する可能性があり、100~200bpの利下げの可能性も出てきている。TMT銘柄のセンチメントが悪化していることに加えて、政局に不透明感が出ていることが、当株式市場に下落圧力をかけており、当面、他の中欧市場をアンダーパフォームする可能性が高くなっている。個別銘柄では、流動性にやや欠けるが、割安に放置されている業績見通し良好なWBK銀行、同様に割安なスラスキ銀行、戦略パートナーへの高価な株式売却及び市場自由化の延期が業績を下支えする通信のTPSAなど。

(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)

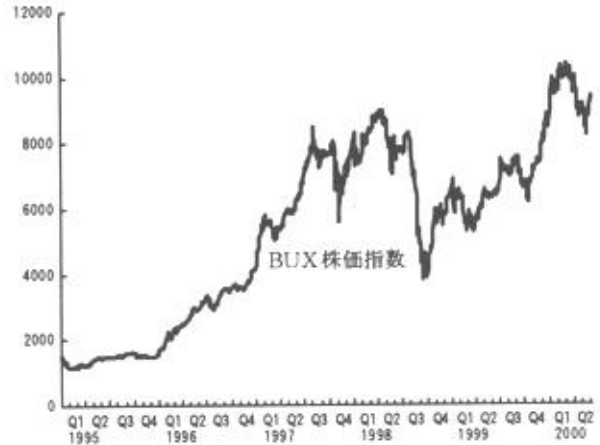
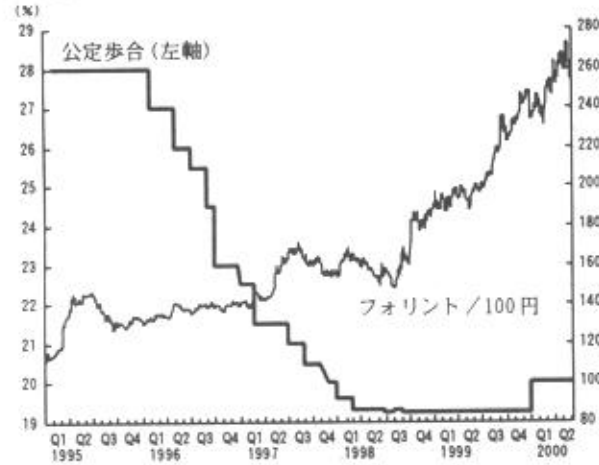


中欧3カ国の投資環境

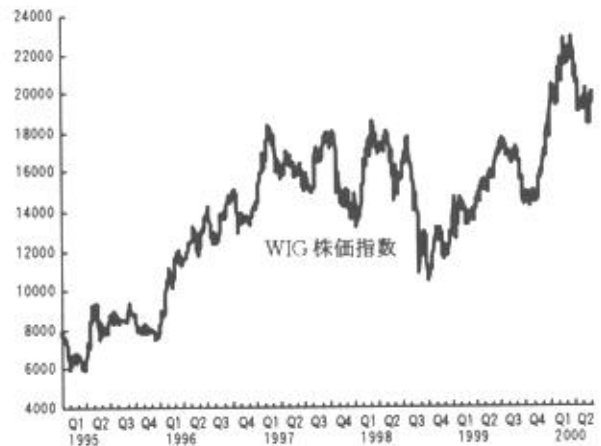
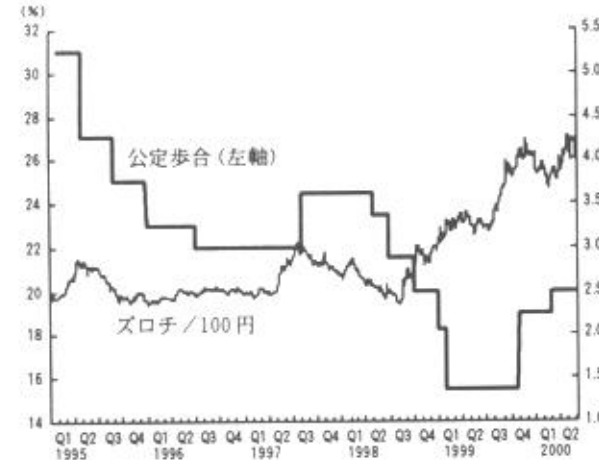
【チェコ】



【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。