

中・東欧情勢

安定成長へ進むハンガリー経済

1. 投資ファンドの動向

高いウエイト

旧ソ連・東欧を対象とした投資ファンドのうち、ロシアを主要ターゲットにしたファンドを除くと、ほとんどがハンガリーへの投資ウエイトをもっとも高く維持している。連続2年続いた株価上昇と、他に比較して高い流動性がその理由である。

表1. 主要ファンドのアセット・アロケーション(1997年12月31日現在)

ファンド名	投資総額	ハンガリー	ポーランド	チェコ	ロシア	その他
ABN Amro 東欧株式ファンド	267mドル	26.0	25.5	16.5	18.5	13.5
Deutsche Bank 東欧ファンド	129	33.0	24.5	6.0	8.0	28.5
Schroder 東欧ファンド	170	30.5	29.5	7.0	21.0	12.0
Credit Suisse 中東欧ファンド	281	34.5	31.0	23.0	0.0	11.5
Vontobel 東欧株式ファンド	350	34.0	26.0	3.0	21.5	15.5
Regent Pacific 東欧ファンド	25.9	38.5	12.0	0.0	20.5	18.0
Ivesco 東欧ファンド	440	3.0	6.0	2.5	51.5	37.0

(注) 上記のファンドは旧ソ連・東欧を対象にしたもので、バルト3国やルーマニア、ブルガリア、旧ユーゴスラビアをもカバーするものである。
(出所) Central European, Feb. 1998より、NRI-E作成。

割高だが、成長期待

1996年、1997年と大幅な株価上昇を持続したハンガリー株は割高感が強い。当面、チェコ経済とチェコ市場の低迷が続くことが確実なこと、他の市場の魅力が乏しいことなど投資の選択肢が限られていることが、ハンガリーとポーランドへの投資集中状況を生み出している。

なかでも対外債務危機を乗り越え、直接外資が輸出力に転化し、経済成長への経路に入ったと見られるハンガリーの経済と輸出企業に対する安定成長期待は強い。

2. 1997年マクロ経済

予想を上回るマクロ数字

1997年のハンガリー経済はGDP成長率と経常収支の2つの点で、当初予測を大幅に上回るパフォーマンスを記録した。特に経常収支の赤字幅を大幅に削減し、10億ドル以下の水準に赤字幅が収まったことが特筆される。

GDP成長率を押し上げた要因は輸出であり、外資系企業を中心とした製造業の輸出が大幅に増加したことが寄与している。輸出増により、貿易赤字幅が削減され経常収支の他の要因(観光・所得移転)が好調だったことが、経常収支の赤字を大幅に削減する結果を生んだ。

表2. ハンガリーマクロ経済動向

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997(予測)
名目GDP(億ドル)	327	334	373	386	415	438	444	448*
1人当たりGDP(ドル)	3150	3228	3608	3745	4046	4326	4351	4400*
実質GDP成長率(%)	-3.5	-11.9	-3.1	-0.6	2.9	1.5	1.0	4*
財政収支/GDP(%)	-0.1	-4.6	-6.5	-5.8	-6.1	-5.7	-1.9	-4.9*
失業率(%)	1.9	7.8	13.2	13.3	11.4	11.1	10.7	10.3
物価上昇率(%)	28.9	35	23	22.5	18.8	28.2	23.6	18.3
輸出(億ドル)	95	102	107	89	107	129	131	196
輸入(億ドル)	86	93	111	126	146	154	162	214
貿易収支(億ドル)	5	4	-4	-37	-38	-25	-31	-17
経常収支(億ドル)	4	4	3	-35	-39	-25	-17	-9.8
直接投資(億ドル)	5.7	16.1	16.4	25.8	13.2	45.7	20.4	21.0
外貨準備(年末、億ドル)	11	39	44	67	68	120	97	84
対外累積債務(年末、億ドル)	213	226	216	246	285	317	262	221
年平均ドル平価(HUF/USD)	63.2	74.8	79.0	92.0	105.1	125.7	152.6	185.0*

(注) 1997年のデータのうち、対外経済関係データは確定値、その他は予測値(*)。
(出所) ハンガリー国立銀行年報(各年版)、同速報より、NRI-E作成。

ポーランドと対照的

中欧のなかではハンガリーと並んで、ポーランドが高いGDP成長率を達成しているが、国内の消費ブームによる消費拡大が寄与しており、それが輸入と経常収支赤字の急激な拡大をもたらしている。これに対し、ハンガリーは依然として国内消費は低迷しており、投資と輸出がGDPの成長を支えている。



3. 好調な経常収支

輸出は38%増

表3より、1997年のハンガリーの輸出は前年に比べ、ドルベースで38.4%の増加を記録した。これに対して、輸入は27%の増加にとどまり、貿易収支の赤字が17億ドルに収まったことが、経常収支好転の最大の要因である。

ハンガリーは旧ソ連・東欧地域のなかで最大の直接投資受入れ国になっており、早晩、直接投資が輸出力へ転化することが期待されていた。比較的為替が割安に設定されており、賃金コストも低いことが、輸出の急増に寄与している。

表3. 経常収支の動向 (単位:百万ドル)

	1996	1997
貿易収支	-2,645	-1,734
輸出	14,183	19,637
輸入	16,828	21,371
サービス・所得	45	-243
観光	1,288	1,428
投資収益	-1,433	-1,419
その他	191	-252
所得の移転	922	996
経常収支	-1,678	-981
直接投資	1,788	2,496

(出所) ハンガリー国立銀行速報より作成。

表4. 各国の賃金比較 (1998年初め、ドル)

	平均月額	1人当たりGDP
スロベニア	888	9471
ポーランド	355	3482
クロアチア	335	4243
チェコ	334	5445
エストニア	280	3000
ラトビア	260	2010
スロバキア	250	3529
ハンガリー	242	4402
ロシア	215	2985

(注) 平均月収はABN AMRO調べで、グロスの月収。
1人当たりGDPは1996年の数値。

企業活動は上昇基調

ハンガリーの国内製造業110社を対象にした短期景気指標(BMI)は、新規発注、生産額、就業人員、納期、資材在庫の5つを加重平均した指標だが、今年1月は52.7%、2月は55.3%で、前年同期(それぞれ46.0%、50.4%)を大幅に上回り、上昇傾向(50%を超えると上昇傾向)が持続している。今後は国内消費市場の拡大も期待されることから、GDPの成長も昨年以上に期待される。

4. 対外債務は解決

対外債務の減少

民営化収入を対外債務の返済に当ててきた結果、累積債務は大幅に減少し、純債務額は100億ドルの水準を切るまでになった。債務内容においても公的債務が減少し、42億ドルにまで下がり、民間債務と逆転する正常な状態になってきた。

経常収支の赤字分10億ドルの外貨不足分は、直接投資25億ドルによってゆうにカバーでき、収支赤字を外国からの資本調達で埋め合わせる必要がなく、対外資本市場での新規起債の需要はなくなっている。このように、ハンガリーの対外累積債務問題は基本的に解決されたといえる。

表5. 対外債務の状況 (単位:億ドル)

	1996	1997
累積債務総額	262.29	220.65
累積債務純額	125.46	92.63
うち 政府	75.46	42.64
民間	50.00	48.90
外貨準備	97.18	84.29
企業間融資残高	13.88	16.81

(注) 年末のデータ。企業間融資は合弁企業の親会社からの融資。
(出所) ハンガリー国立銀行の速報より作成。

民間債務の内容

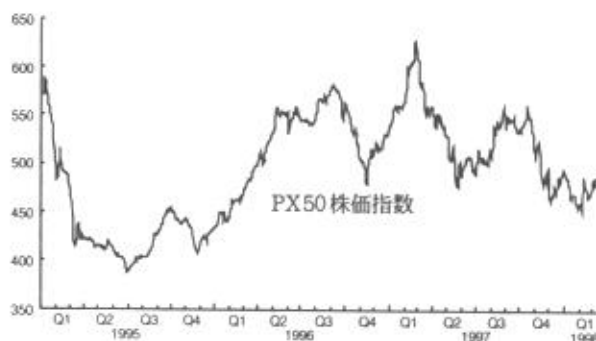
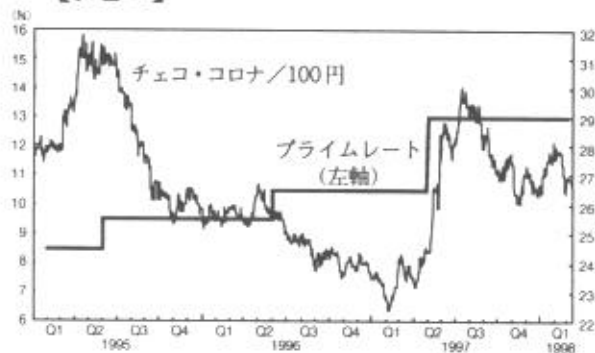
民間債務は主として、商業銀行の借入れであるが、ハンガリーの主要行は外銀との合弁銀行になっており、親銀行ないし提携行からの融資である。

また、直接投資のなかを含めて処理される親会社からの融資(進出企業が親会社から受けたローン)は、表5の最終行のような現状になっている。

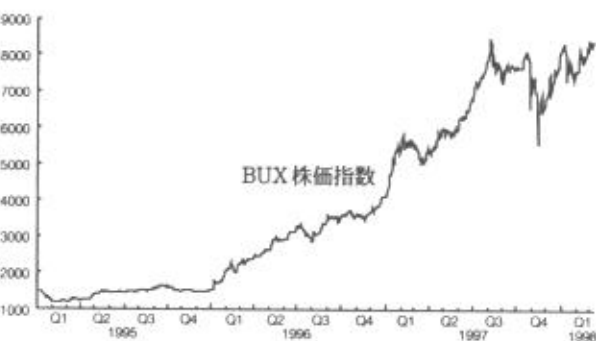
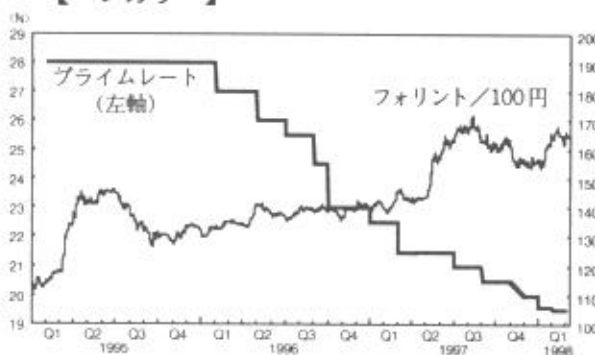
(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

中欧4カ国の投資環境

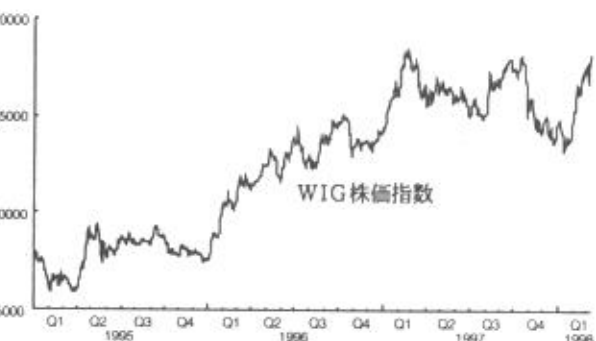
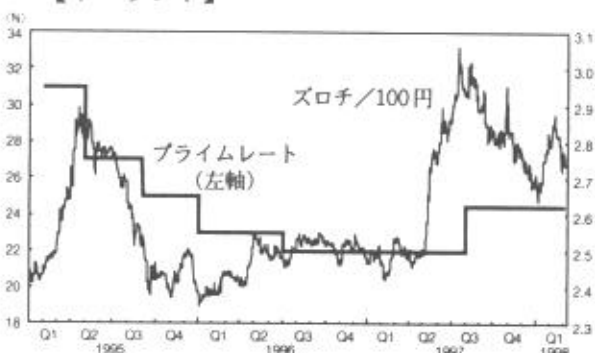
【チェコ】



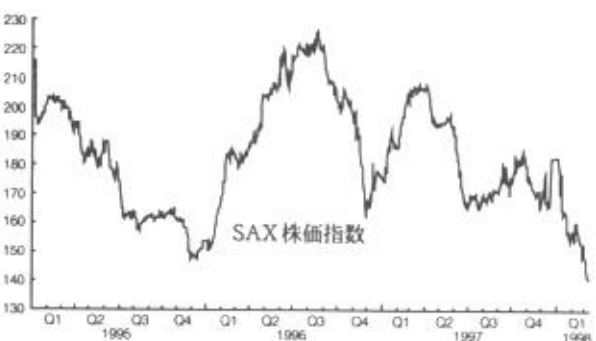
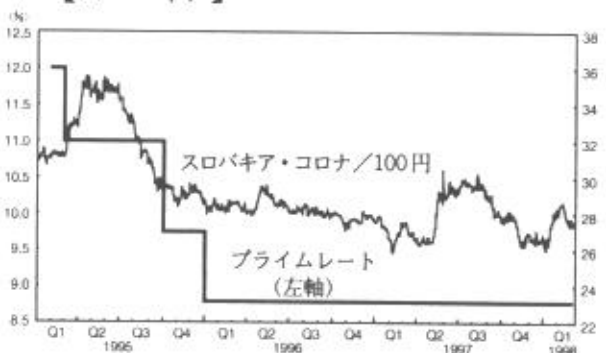
【ハンガリー】



【ポーランド】



【スロバキア】



(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。



中欧株式市場

【チェコ経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (% \uparrow)	+1	+28	-40	+228
PER (倍 \uparrow)	13.4	8.7	23.7	9.4
実質GDP (%)	5.9	4.1	1.3	2.0
工業生産 (%)	8.7	5.9	0.5	2.0
消費者物価 (%)	9.1	8.8	8.5	11.0
失業率 (%)	2.9	3.5	4.5	5.5
経常収支 (% \ast)	-2.7	-8.2	-5.8	-5.3
財政収支 (% \ast)	0.5	-0.1	-0.5	-3.0

【ハンガリー経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%)	+34	+36	+41	+32
PER (倍)	33.6	25.2	23.4	15.5
実質GDP (%)	1.5	1.0	4.0	4.5
工業生産 (%)	4.6	2.3	10.9	7.5
消費者物価 (%)	28.2	23.6	18.3	16.0
失業率 (%)	10.9	10.7	10.8	10.0
経常収支 (% \ast)	-5.7	-3.7	-2.2	-3.1
財政収支 (% \ast)	-2.9	-1.9	-2.1	-3.4

【ポーランド経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (% $\#$)	+43	+16	+57	+22
PER (倍 $\#$)	26.6	32.7	17.9	15.6
実質GDP (%)	7.0	6.0	7.0	5.8
工業生産 (%)	9.7	8.5	11.4	7.5
消費者物価 (%)	27.8	19.9	15.3	12.4
失業率 (%)	14.9	13.2	10.5	9.0
経常収支 (% \ast)	-1.9	-1.0	-3.1	-4.6
財政収支 (% \ast)	-2.8	-2.5	-1.4	-1.2

【スロバキア経済・企業収益】

	95(実)	96(実)	97(予)	98(予)
EPS (%)	+19	+30	-6	+14
PER (倍)	7.9	7.1	7.9	6.8
実質GDP (%)	6.8	7.0	6.0	4.0
工業生産 (%)	8.3	2.5	2.0	3.5
消費者物価 (%)	9.9	5.8	6.1	7.0
失業率 (%)	13.1	12.8	12.5	12.0
経常収支 (% \ast)	2.3	-10.2	-6.7	-4.5
財政収支 (% \ast)	-1.6	-4.4	-5.7	-5.0

(注) \uparrow : 除くSPT社 * : 対GDP比 # : 除く銀行株
(予想) すべて野村インターナショナル

【チェコ株式市場】

弱気。市場センチメントの改善を促す様な材料は見当たらない。2月にドルベースで約9%上昇した理由としては、東欧市場全体が新たにブルマーケット入りしたことや、長野冬季オリンピックにおいてチェコのアイスホッケーチームが金メダルを獲得したことにより、国内投資家のセンチメントが改善したことなどが考えられる。しかし、この「回復」によっても、チェコ市場に対する我々の悲観的な見方が変わることはない。NPF(国有財産基金)は、年末までに大手企業保有株の一部を売却する計画を発表した。保有株売却が行われれば、魅力ある投資機会が提供されるうえ、市場の流動性は高まろうが、6月の総選挙まで議会審議が滞る見込みであることを考えると、この計画は野心的過ぎるであろう。

【ハンガリー株式市場】

強気。2月に続伸したが、上昇幅は10%程度に留まった。他の市場と比較して伸び悩んだ理由は、投資家によるハンガリー株からポーランド株への入れ替えである。短期的にはこの傾向が継続する見込みだが、年間を通じて市場パフォーマンスに影響を及ぼすとは思えない。97年通期決算で示された様に、企業が引き続き高い増益率を発表する限り、ハンガリー市場は他の東欧市場をアウトパフォームする可能性が高い。

【ポーランド株式市場】

強気。2月にドルベースで23%上昇し、一日平均売買高は、たびたび1億ドルを上回った。銀行や建設会社の大幅増益発表を背景に、外人投資家からの投資が急増した。株価変動が激しかったハンガリー市場とは異なり、利食い売りによって若干値を崩した以外は、堅調に推移した。売買高が高水準の日に大型株が上昇するなど、売買高の増加がブルマーケットを確かなものとしている。株価は比較的高い水準まで上昇したが、外人投資家によるハンガリー株からの入れ替え継続やロシアに対する慎重なスタンスにより、ポーランド市場は上昇基調を維持すると予想される。

【スロバキア株式市場】

中立。政情は引き続き悪化してる。コバック大統領は辞任し、大統領の権限は首相に移行した。首相を指名する権限が首相にあるという変則的な状況にあるため、9月の総選挙で与党が敗退しても、現政府は(不法に)政権を維持する可能性がある。複雑さを増す政局問題に対する解決策を想像することさえ困難な状況となっている。株価が既にこの悪材料を織り込んでいることだけが、スロバキア市場に対して中立のスタンスをとる理由である。

(野村インターナショナル マチン・ゴルナー/小越多恵子)

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。