

## 中・東欧情勢

## ロシア危機と中欧経済

## 1. ロシア危機の波及

## 証券市場への影響

ロシア危機発生以後、中欧の株式市場は大幅な急落に見舞われた。特に外人投資が多く流動性の高いハンガリーとポーランド市場からの投資の引き揚げが目立ち、両市場とも8月は2年半振りの最安値を付けた。チェコとスロバキア市場は元々市場の不透明さと流動性の低さのために外人投資の割合が低く、急落を免れたが、それでもチェコ市場はさらに値を下げた(表1参照)。

## 実体経済とは背離した市場の動き

ハンガリーとポーランドの株式市場は、1996年以降、エマージング市場への投資ブームの追い風を受けて、高い成長を維持してきた。中欧の中でも特にマクロ経済が安定し、企業の成長が見られるこの両国に、外人投資が集中した。しかし、昨年10月のアジア危機の場合と同様に、今回も株式市場は急落に見舞われた。これはマクロ経済や企業業績の見通しとは無関係に、新興市場からの資本引き揚げの波に洗われた結果である。

## 成長見通しは不変

実体経済に陰りが出たアジアや中南米と異なり、ハンガリーやポーランドの国民経済は成長経路をたどっている。証券投資の流出はあるが、直接投資は順調に流入している。外貨準備にも問題はなく、ロシア危機以後も為替平価は安定的に推移している。各国政府とも、今回の事態に際して、特別な経済措置をとっておらず、今年の経済見通しを変更していない。貿易面でのロシア経済との繋がりが薄く、実体経済への影響はないと予想される。

## 2. 実体経済への影響と銀行の対ロシア債権

## ロシア経済関係

それでは全く実体的な打撃はないのだろうか。表2から見られるように、ロシアと旧東欧諸国の経済関係は、1989年の体制転換によって、ほとんどマージナルな水準にまで落ち込んでしまった。僅かに残る輸出も前払いによる決済を中心とした現金ビジネスに限られている。他方、ロシアからの輸入は、どの国も天然ガスと石油が大半を占めており、資源輸出はロシアの主要な外貨収入源であるから、経済危機に影響されることはない。

## 一部の業種に影響

国民経済全体への影響はマージナルとはいえ、ロシアビジネスを展開してきた業種には打撃がある。ハンガリーの場合には、上場企業の中でも医薬品製造や食品加工を中心に、ロシアビジネスに深く入り込んでいる企業が4社ほどあり、これらの株価が最も低下している。

## GKO投資の損失

これまでところ、中欧の金融機関でロシア危機に関連して大きな損失を被ったのはチェコ第2位の商業銀行チェスカ・スポリテルナ(旧国家貯蓄銀行)である。8月末現在、ロシアへのエクポージャーは2億ドル弱の水準にあり、すでに7,000万ドル弱の損失を被ったことが明らかになっており、今後さらに損失額が増えると予想されている。このほとんどがGKO(ロシア短期国債)への投資だとされる。

銀行の  
エクスポージャー

今のところ、チェスカ・スポリテルナ以外にはGKO投資の損失を被った銀行は報告されていない。ただし、チェコの銀行ウォッチャーによれば、ほとんどの商業銀行がGKOに投資していたといわれるが、現在のところ詳細は不明である。チェコの第1位行であるコメルチニ銀行の発表によれば、数百万ドルの安定的なローン・エクスポージャーがあるのみとされている。

## ハンガリーの商業銀行

ハンガリーの第1位行のOTP銀行は7,300万ドルの貸付債権がある。うち、4分の3はガस्पロムなどのエネルギー大手企業向け、4分の1は商業銀行向けで、前者は



エネルギー供給プロジェクトの一環のローンで不良債権化することはないが、後者の一部は既に不良化している(1,000万ドル規模)。  
 国立銀行の発表によればハンガリーの対ロシア金融債権は総額で5億ドル弱で、うち半分はエネルギープロジェクト関連ではほぼ問題はなく、残りの半分のかんりの部分にはハンガリー輸出信用保険がかかっている。しかし、このうち1億ドル強がすでに不良化しており、当該銀行では引当金を積んでいると報告されている。

ポーランドの商業銀行

上場銀行でポーランド第3位行のバンク・ハンドローヴィは5,300万ドルの通常ローンとガスプロム向けのローン5,000万ドルのエクポージャーがあり、すでに2,800万ドルの引当金を積んでいる。この他、対ウクライナに1,170万ドルの貸付債権があり、これはポーランド大蔵省の輸出信用保険でカバーされているといわれている。銀行セクター全体の対ロシア債権の詳細は発表されていない。

3. ロシア危機再考

体制崩壊恐慌

現在のロシア経済危機は、社会主義体制からの崩壊に伴う経済大恐慌と捉えるべきである。「欧州株式投資戦略5月号」で分析したように、ソ連の崩壊から既に6年経過するが、実体経済は一向に改善、反転の兆しを見せていない。部分的な民営化と資本市場の自由化開放で、外資の流入は始まったが、国営企業の壊滅で国家財政は先細り、安易に短期の流入資金に依存する「財政の自転車操業」が破綻した。それが、今回の金融危機を引き起こした。

恐慌長期化の原因

経済恐慌の長期化にはそれなりの理由がある。第一に、旧ソ連時代の衛星諸国との経済的な関係が断絶し、国際的な経済分業関係が崩壊したこと。第二に、旧ソ連に属していた民族国家の独立により旧ソ連内部の分業関係も崩壊し、旧来の産業組織を維持しなくなったこと。第三に、民営化は銀行と資源分野に限定され、加工工業への投資がないがしろにされていること。第四に、旧特権層が利用した民営化は一部の支配層に巨大な経済的利益を享受させ、寡占的な利益グループを構築させることになり、産業への自由参入などの市場経済のルールが浸透しないこと。第五に、こうしたロシアの現状を嫌って、加工工業への外国からの直接投資が極めて低い水準にとどまっていること、等があげられる。

ロシア経済復興の鍵

産業復興なしにはロシア経済の復活はありえないが、ロシア政府が本腰を入れて産業振興政策を展開し、加工工業への直接投資を積極的に受け入れる姿勢と制度を整備するまで、ロシア経済の復活は期待できない。

(NRIヨーロッパ 盛田 常夫)

表1. 中欧株価指数動向(1998年8月)

	BUX	WIG	PX50	SAX
8月3日	8,075	15,960	481	112
8月31日	5,252	11,636	377	114
増減率	-35%	-27%	-22%	2%

(注) BUXはブダペスト、WIGはワルシャワ、PX50はブラハ、SAXはプラチスラバの各市場指数。

表2. 旧東欧諸国の対ロシア貿易のウエイト(1997年)

	輸出	輸入
ハンガリー	4.0%	9.2%
ポーランド	4.1	6.2
チェコ	2.4	6.4
スロバキア	2.7	18.8
スロベニア	3.9	2.7
ルーマニア	3.0	12.2
ブルガリア	7.9	26.6

(注) 各国の輸出、輸入に占める割合。  
 (出所) IMFデータより、NRIヨーロッパ作成。

## 中欧株式市場

### 【チェコ経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS(% $\downarrow$ )	+27.6	+2.6	+19.8	+5.9
PER(倍 $\downarrow$ )	4.8	6.8	4.9	5.2
実質GDP(%)	3.9	1.0	1.0	3.0
工業生産(%)	5.2	4.5	5.0	5.0
消費者物価(%)	8.8	8.5	11.0	11.0
失業率(%)	3.5	5.2	5.5	5.5
経常収支(% $\ast$ )	-7.6	-6.1	-2.7	-5.0
財政収支(% $\ast$ )	-0.1	-1.0	-1.6	-2.8

### 【ハンガリー経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS(%)	+32.8	+43.9	+39.8	+10.3
PER(倍)	15.5	11.0	7.2	7.0
実質GDP(%)	1.0	4.2	5.0	5.0
工業生産(%)	2.3	10.8	7.5	5.0
消費者物価(%)	23.6	18.3	15.5	14.5
失業率(%)	10.7	10.4	10.0	9.0
経常収支(% $\ast$ )	-3.7	-2.2	-2.1	-4.8
財政収支(% $\ast$ )	+1.2	-4.1	-4.0	-4.2

### 【ポーランド経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS(% $\#$ )	-1.6	+111.0	+27.7	+18.3
PER(倍 $\#$ )	41.3	14.2	11.8	9.9
実質GDP(%)	6.0	6.9	5.8	5.5
工業生産(%)	9.1	12.3	7.4	6.0
消費者物価(%)	20.1	15.9	12.4	9.9
失業率(%)	13.2	10.5	9.2	8.7
経常収支(% $\ast$ )	-1.0	-3.1	-4.2	-3.8
財政収支(% $\ast$ )	-2.5	-1.3	-1.2	-1.2

### 【スロバキア経済・企業収益】

	96(実)	97(実)	98(予)	99(予)
EPS(%)	+12.1	+12.9	+10.7	+14.0
PER(倍)	5.6	5.4	4.7	4.0
実質GDP(%)	6.9	6.5	4.0	3.0
工業生産(%)	2.5	2.0	3.5	3.5
消費者物価(%)	5.8	6.1	7.0	8.0
失業率(%)	12.8	12.5	12.0	11.0
経常収支(% $\ast$ )	-10.3	-6.9	-4.5	-2.9
財政収支(% $\ast$ )	-4.5	-5.7	-3.0	-2.5

(注)  $\downarrow$ : 除くSPT社 \* : 対GDP比 # : 除く銀行株及びKGHM  
(予想) 野村インターナショナル

### 【チェコ株式市場】

弱気。流動性の乏しいチェコ市場はハンガリー、ポーランド市場に比べ通常は値動きが少ないにもかかわらず、8月は大型株の下落に押されて24%下落。ロシア経済のチェコへの影響は極めて小さいが、国内の経済指標に悪化が見られることが市場を下押しする要因になったと考えられる。チェコ株は、特に大型株の中心である銀行株の業績見通しが冴えないため、早期の大幅回復は見込めない。しかし、通信のSPT、セスケ・ラジオコミュニケーションカセ、石油のユニベトロールは買いのチャンスか。

### 【ハンガリー株式市場】

強気。8月はテクニカルな要因と、上場銘柄のロシアへのエクスポージャーが比較的高いことから-35.4%と中欧4ヵ国で最大の下落幅を示した。現在の株価水準では、95年以前のレベルまで下落している銘柄も多く、仮にロシアとの取り引きが中長期的に全て停止されるといふ最悪のシナリオを想定しても下げ過ぎと考えざるを得ない。従って、当市場は、中欧市場の中で最も早期の回復が見込まれ、ブルー・チップを中心として強気の推奨を維持したい。

### 【ポーランド株式市場】

強気。8月は、ハンガリーほど激しい値動きは示さなかったものの、国内、海外投資家共に売りに出たことから、1ヵ月で29.3%下落した。しかし、当市場の上場銘柄にはロシア及び他のCIS諸国での売上比率が高いものはなく、株価の大幅下落には实体经济面での裏付けが乏しい。従って、数年来の安値となっている現在の株価水準は正当化できない。今後、西欧の銘柄に比べ割安なブルー・チップと銀行株が牽引役となり、当市場は回復に向かう可能性が高い。

### 【スロバキア株式市場】

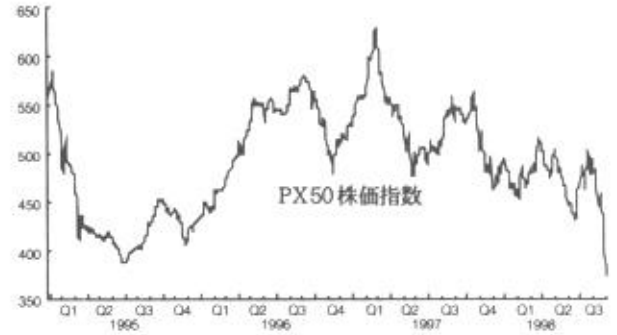
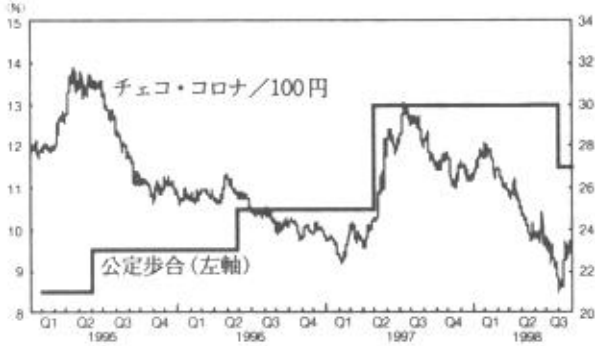
弱気。皮肉なことに、当市場にはほとんど海外投資家が参加していなかったお陰で、8月中は他の中欧市場のような急落を免れたばかりか、2.2%と小幅ながら上昇を示した。しかしながら、中・東欧の小型市場への投資を避ける傾向が強まっていることもあり、海外投資家からの不人気は今後も続くと思われる、少なくとも9月25~26日の総選挙が終了するまでは値動きの乏しい状況が継続しよう。但し、医薬品のスロバコファーマと石油のスロブナフトは「買い」を推奨。

(野村インターナショナル フランス・クラウド/杉野由枝)

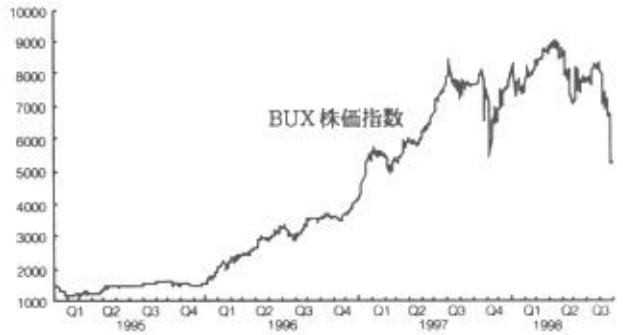
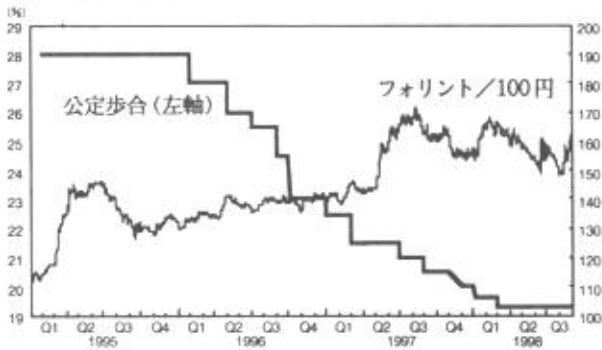


## 中欧4カ国の投資環境

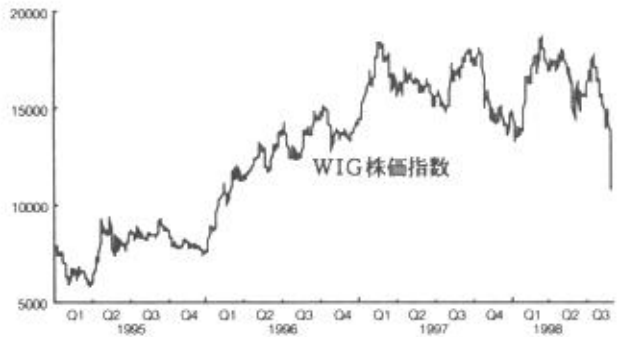
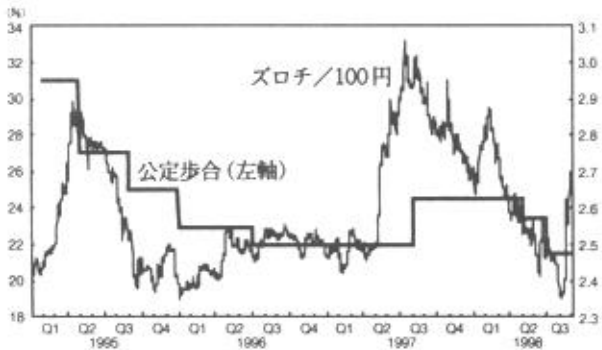
### 【チェコ】



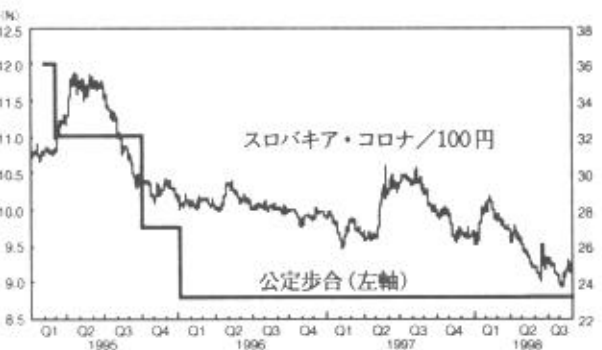
### 【ハンガリー】



### 【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。