

中・東欧情勢

国際社会へ復帰するも厳しい経済運営が続くスロバキア

1. 政治的な民主化へ道開く

メチアル政権の終わり

98年9月の総選挙でメチアル首相率いる民族主義政党「民主スロバキア」が敗れ、ハンガリー少数民族政党を含む4党連合が政府を樹立したのに続き、今年5月の大統領選挙でも、連立政府候補がメチアル前首相を大差で破り、ようやくスロバキアに西歐的な民主主義政権が定着することとなった。

スロバキアがEUの東方拡大の第一陣候補からもNATO拡大候補からも外れたのは、メチアル前首相による専制主義的な政治体制が原因であった。その障害がなくなったことで、中欧で孤立してきたスロバキアの国際社会への復帰が日程に上りつつある。

反メチアル連合が勝利

スロバキアではメチアル首相と対立してきたコヴァツ前大統領の任期が切れた後、1年以上にわたって大統領不在という異常事態が続いてきた。この間、メチアル政権下で経済大臣の重責にあった人物が暗殺されるなど、メチアル政権時代の不正やマフィア絡みの暗部が明るみになり、反メチアルの旧野党勢力（現連立政権政党）が支持を拡大し、最終的に大統領選挙で旧メチアル政権への国民の審判が下った形になった。

大統領選挙の結果

有権者400万人強、75.45%の高い投票率で実施された大統領選挙は、反メチアル連合で現連立政権が推すカサ市のシュスター市長が57.18%（1,729,481票）を獲得し、42.82%（1,293,642票）を獲得したメチアル前首相を破り、大統領に選出された。これによって、内閣と大統領が対立し続けるという不安定な国内政治が終わり、国際的にも認知される民主政権が確立されることになった。

隣国関係の正常化

メチアル政権による民族主義的政策によって、対チェコおよび対ハンガリーの外交関係は最悪の状態に落ち込んでいた。対チェコ関係では旧共同資産の分割問題の決着が遅れ、対ハンガリーではスロバキア内部のハンガリー人少数民族の取扱いが国家間の対立点となり、EU拡大の国別評価においてもスロバキアにおける少数民族の処遇がEU基準に抵触する問題として指摘されてきた。

昨年9月の総選挙後、ハンガリー人少数民族政党が連立政権に加わったことで、スロバキアの少数民族問題は正常化に向かって進んでおり、対チェコとも話し合いによる解決の道が探られている。

2. スロバキアが抱える経済問題

クーポン民営化の負の遺産

チェコと同様に、スロバキアは国民へのクーポン配布による大衆民営化を採用してきた。クーポン民営化では所有の形式的な転換が行われるだけで、企業のコーポレート・ガバナンスや資本注入の問題が解決されず、旧国営企業の経営形態が持続するケースが多い。ここ数年のチェコ経済の停滞は、まさにクーポン民営化の後遺症が原因であり、同じ民営化手法を採用したスロバキアも同様の問題に直面している。特に、旧国営企業に融資を続け、不良債権の処理を怠ってきた銀行セクターでは、膨大な不良債権の国家処理が緊急課題になっている。

不良債権処理のコスト

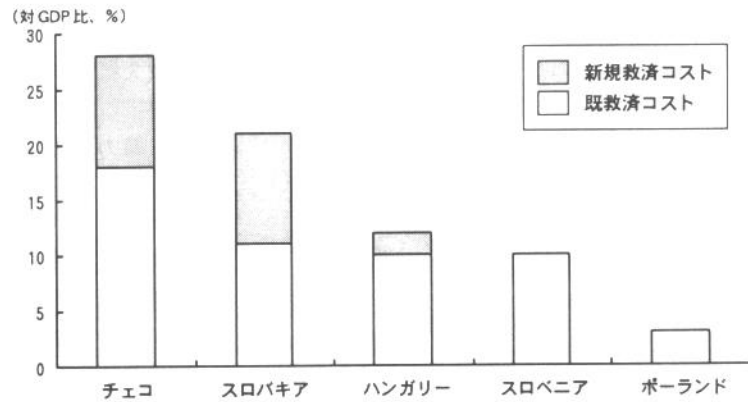
銀行セクターの不良債権処理に要するコストは、処理が遅れるほど増大する。図表1が示すように、チェコとスロバキアは現在の不良債権を処理するために、これまで支出した分に加え、さらに新規にGDPの10%のコストが必要であると見込まれている。



不良債権処理はこれからが正念場であり、これが中期的に経済成長を抑える要因になろう。

高い不良債権処理コスト

図表 1. 不良債権処理コスト



(出所) Business Central Europe, June 1999

恣意的民営化の後遺症

メチアル政権では、政権に友好的な個人や企業に優先的に民営化案件を落札させることが公然と行われてきた。外国企業が民営化から事実上排除されてきたため、民営化にからむ外資の流入はわずかで、これがスロバキアへの直接投資を妨げてきた。連立政権は積極的な外資優遇策を講じて、直接投資を呼び込む政策を掲げているが、スロバキアの立地条件やインフラ整備の現状から、短期間に大きな投資が流入することは期待できず、資本の蓄積面からもスロバキアの成長能力には限界がある。

図表 2. 中欧諸国の直接投資残高 (1998 年末)

	ハンガリー	ポーランド	チェコ	スロバキア
総額 (億ドル)	179	145	93	14
1人当たり (ドル)	1,755	384	898	254

(注) 国際収支表データに基づく。
(出所) 公表データよりNRI-E作成

政府主導の経済成長の代価

スロバキアはここ数年、高いGDP成長率を達成してきた。しかし、高成長は政府投資主導によるものであり、それが経常収支と財政収支の悪化をもたらした(図表3参照)、対外累積債務は急増している。

図表 3. スロバキアの成長率と財政・経常収支の動向

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
GDP 成長率 (%)	-3.9	5.0	6.8	6.9	6.5	4.4
財政収支 (対GDP比、%)	-6.2	-5.2	-1.6	-4.4	-5.7	-5.6
経常収支 (対GDP比、%)	-5.0	5.2	2.3	-11.1	-9.7	-10.1
対外累積債務 (年末、億ドル)	37	48	58	78	99	118

(出所) 公表データよりNRI-E作成

中期的停滞の可能性

スロバキア経済が抱える問題は短期的に解決が難しく、チェコ経済と同様に、スロバキアの経済成長は減速し、早晩、中期的な停滞の時期を迎えると予測される。新政府の課題は、政治的な転換を梃子にして経済改革を進め、直接投資の流入を促進し、停滞期間をできる限り短縮することになる。

(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)
EPS(%)**	+44.2	+24.2	+22.1
PER(倍)**	33.5	25.4	20.6
実質GDP(%)	-2.7	-1.0	2.0
鉱工業生産(%)	1.6	2.5	4.5
固定資本形成(%)	-3.7	2.0	4.0
個人消費(%)	-2.4	1.5	3.0
消費者物価(%)	6.8	4.0	6.0
失業率(%)	7.5	9.0	8.5
経常収支(%*)	-1.9	-3.3	-2.6
貿易収支(%*)	-4.4	-5.2	-4.9
財政収支(%*)	-1.6	-2.7	-4.1

【ハンガリー経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+56.0	+31.2	+23.2
PER(倍)**	17.4	13.0	10.4
実質GDP(%)	5.1	4.0	5.0
鉱工業生産(%)	13.0	10.0	9.0
固定資本形成(%)	11.4	8.0	9.4
個人消費(%)	8.3	19.4	10.5
消費者物価(%)	10.3	9.8	8.5
失業率(%)	9.1	9.3	9.2
経常収支(%*)	-4.9	-5.2	-4.2
貿易収支(%*)	-4.5	-5.4	-4.3
財政収支(%*)	-4.7	-4.8	-3.9

【ポーランド経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+7.6	+44.7	+24.8
PER(倍)**	14.0	11.8	9.8
実質GDP(%)	4.8	3.6	5.3
鉱工業生産(%)	5.6	2.0	6.8
固定資本形成(%)	31.8	24.0	30.0
小売売上高(%)	13.1	9.0	11.6
消費者物価(%)	8.6	7.2	6.6
失業率(%)	10.4	11.0	9.5
経常収支(%*)	-4.3	-5.5	-4.4
貿易収支(%*)	-8.6	-9.6	-8.2
財政収支(%*)	-2.4	-2.5	-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】

弱気。5月は、銀行のCSOBの政府持分66%に対する買入札でベルギーのKBCが予想を上回る買取価格を提示したことで銀行株が軒並み上昇、市場を牽引した。電力株も政府の持株放出計画が発表されたことで大幅に上昇した。実体経済面でも、99年第1四半期の経常赤字が前年同期比で縮小、また、3月の小売売上高が前年同月比+10%となるなど、景気の改善を示す指標が発表されたことも市場を下支えする要因となった。しかし、鉱工業生産は減少が続き、企業リストラのペースも遅いことから、個別に、景気低迷の影響を受け難い通信のSPT、キャッシュフローの潤沢なCEZ(電力)を推奨する以外は、弱気を維持する。

【ハンガリー株式市場】

中立。5月は月初には強いリバウンドを示したが、99年4月のインフレ率が上昇したこと、財政赤字が拡大したことなどから、景気の行方に対する懸念が台頭、中盤以降は弱含む展開となった。コソボ問題が解決に向かっていながらも拘わらず、第1四半期企業決算が冴えないことと景気見通しの不透明感から当面、大きなリバウンドは期待できそうもない。従って、野村インターナショナルの投資判断は強気から中立に引き下げる。個別には、注目の通信株で株式流動性も高い、当市場の代表的コア銘柄マタブ、唯一の大型銀行株で金融市場の成長を担うOTP、経営陣刷新で収益改善が期待されるTVKを引き続き推奨する。

【ポーランド株式市場】

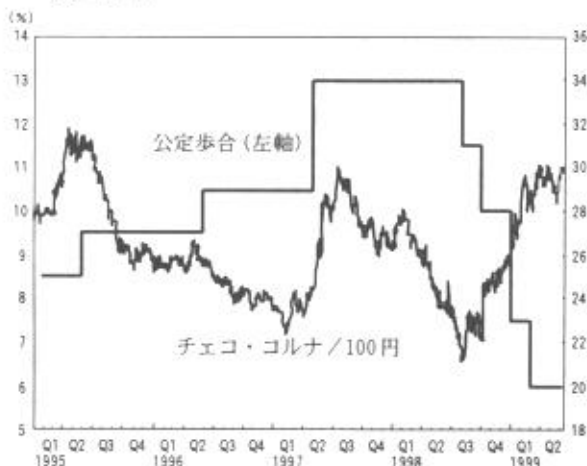
強気。5月は電機・通信のエレクトリムが通信子会社エル・ネットを含め通信関連事業に25億ドルの投資計画を発表、市場を牽引した。経済面でも、経常赤字と国家予算の赤字が予想以上に縮小、更に、ズロチ安で下半期には輸出増が見込まれ、早期の景気回復への期待が高まっている。6月もエル・ネットがワルシャワ地方の通信ライセンスを獲得するか否かなどのニュースに加え、景気の早期回復期待に牽引される展開となる。個別には、代表的な建設銘柄で外国企業の買取対象となりうるエクスパッド、改装中でマージンの改善が見込まれるホテルのオービス、ズロチ安の恩恵と投資計画完了で業績拡大が見込まれるタイヤ・機械のStomil Olsztynなどを推奨したい。

(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)

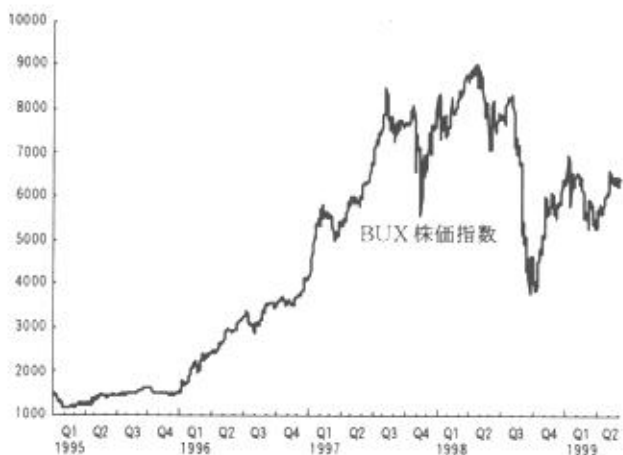
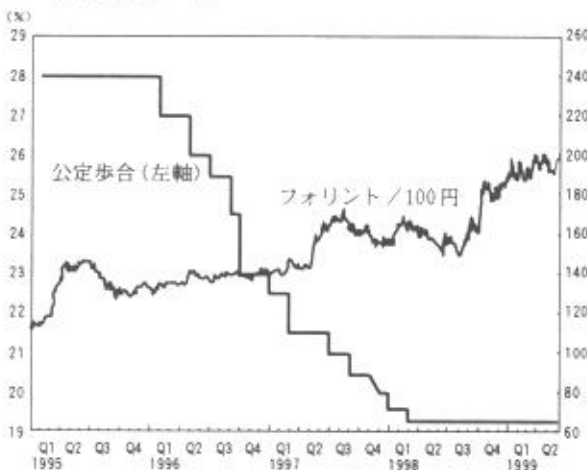


中欧3カ国の投資環境

【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。