

1999 年上半期の中欧経済

1. GDP 成長率は減速

GDP 四半期動向

中欧諸国の99年第1四半期GDP統計が公表された。それによれば、チェコは、依然として深刻な不況を脱しきれておらず、前年同期比マイナス4.5%と大きな落ち込みを記録している。

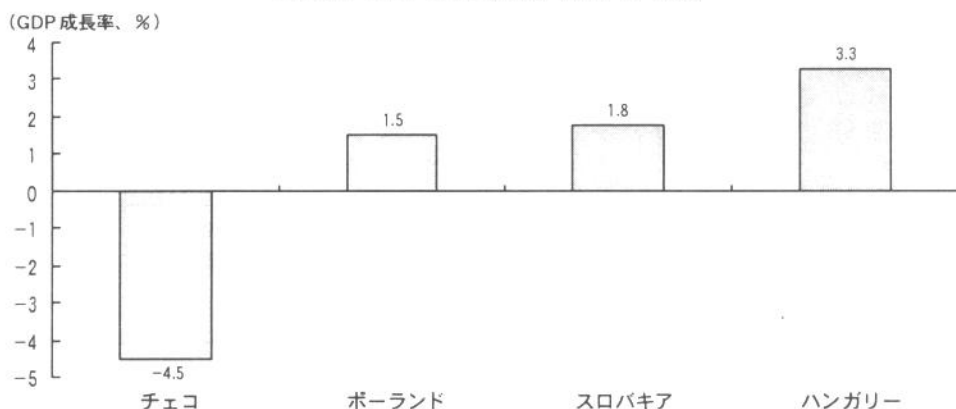
構造的に同じ問題を抱えるスロバキアは、成長の減速傾向が明瞭になっており、早晩、チェコと同様に、マイナス成長に向かうことが予想される。

高い成長率を記録してきたポーランド経済は、経済緊縮政策の影響で、低い成長率に留まっており、貿易・経常収支赤字が落ち着くまで、高い成長率は期待できない。ハンガリーは、この地域でもっとも高い成長率を記録しているが、予想された4%を下回っており、今年は財政赤字の拡大が予測されることから、4%を超える成長率は期待できない。

総じて、今年の中欧のGDPは減速気味に推移しよう。

GDP 第1四半期データ

図表 1. GDP 動向 (1999 年第1四半期)



(注) 成長率は対前年同期比。

(出所) NRI-E作成

減速の原因

チェコ経済停滞の原因は、クーポン民営化にあることは間違いなく、国営銀行の不良債権処理やクーポン民営化企業のリストラが完了するまで、持続的な経済成長は見込めない。スロバキア経済は、チェコ経済と同様の問題を抱えているが、これまでメチアル政権下で問題が隠されてきた。今後、問題への取り組みが本格化するに従い、中期的な停滞を迎えることは確実である。

これに対して、ポーランドは、現在もなお直接投資の主要な流入国となっており、成長へのポテンシャルはこの地域で一番高い。しかし、ポーランドへの投資が国内市場をターゲットとしていることから、長期にわたり貿易収支の改善が期待できず、貿易赤字抑制のために、定期的に緊縮・抑制策の発動が必要となる。また、ハンガリーは、依然として内外均衡の制約条件に規定され、積極的な成長政策がとれない状態が続いており、高い成長率の維持は期待できない。

本格的な成長は未だ

中欧諸国の成長ポテンシャルは高いが、未だその可能性を十分に引き出すまでには至っていない。チェコとハンガリーへの直接投資は、今後数年、20-30億ドル水準で推移するものと予想されるが、EU加盟が秒読みの段階に入る時期まで、現在のような成長レベルを維持するものと予想される。高い経済成長には、もう一段レベルアップされた直接投資の流入が必要であるが、それはEU加盟を待たなければならないだろう。



成長持続性のランキング

世界経済フォーラムが毎年発表している国際競争力ランキングでは、GDPの成長率とその持続性に基づいて、国別順位が付けられている。今年度のランキングは、ハンガリー38位(1998年43位)、チェコ39位(同35位)、ポーランド43位(同49位)、スロバキア45位(48位)となっている。この順位は、比較時点での中・長期の成長力を評価するもので、短期のGDP予測と性格は異なるが、この1年間の変動は、図表1のデータともほぼ整合している。

2. 直接投資

投資関心は高い

昨年来のアジア経済危機やロシア危機の影響で、中欧への投資は鈍っているように思われるが、実際は投資水準そのものにほとんど変化はない。チェコはクーボン民営化企業の外国企業への売却が始まっており、今年の予想は通年換算で30億ドル、ハンガリーは同じく20億ドル、ポーランドは40-50億ドル程度の水準で推移するものと予想される。

中欧3国は上位20位に

民間のコンサルティング会社の調査によれば、世界的に直接投資の意欲は回復の方向にある。主要な多国籍企業の当面3年の投資対象国ランキングで、上位20位の中に中欧3国が名を連ねている。今年6月のランキングでは、ポーランドが8位(98年6月7位、同年12月6位)、ハンガリーが18位(同14位、20位)、チェコが16位(同16位、18位)となっている。なお、昨年6月のランキングで13位にあったロシアは上位25位から外れた。

直接投資 選好指数

図表2. 直接投資選好指数(ランキング、1999年6月現在)

1位	アメリカ(1.80)	6位	インド(1.07)	11位	イタリア(0.96)	16位	チェコ(0.81)	21位	日本(0.75)
2位	中国(1.30)	7位	オーストラリア(1.07)	12位	カナダ(0.94)	17位	韓国(0.80)	22位	マレーシア(0.72)
3位	イギリス(1.18)	8位	ポーランド(1.02)	13位	スペイン(0.93)	18位	ハンガリー(0.78)	23位	台湾(0.71)
4位	ブラジル(1.12)	9位	ドイツ(1.00)	14位	アルゼンチン(0.91)	19位	オランダ(0.77)	24位	フィリピン(0.68)
5位	メキシコ(1.10)	10位	フランス(0.96)	15位	タイ(0.82)	20位	シンガポール(0.75)	25位	香港(0.67)

(注) 最高が3点で、最低が0点。
(出所) A.T.Kearney.

低い労働コスト

中欧が直接投資の対象国として選定される要因は、何よりも賃金水準が依然として低いことである。製造業の賃金水準で見ると、ドイツのおよそ10分の1で、この比率は体制転換以後、ほとんど変化がない。また、EUの最低所得国のスペイン、ポルトガルと比べても5分の1から4分の1という低さにある。

体制転換により、比較的早く賃金水準の平準化が達成されると考えられていたが、これまでの動向を見る限り、平準化にはかなりの時間がかかることが明らかになっている。

逆に見れば、賃金格差が埋まらない間は、中欧の労働コスト上の比較優位が保たれることになる。

長期的に投資対象

低い賃金水準にもかかわらず、中欧の教育水準は高く、労働力の質はこれらのEU最低所得国に劣らないばかりか、それ以上の水準にあると見られている。

これに加えて、中欧諸国の産業インフラの整備が進んでおり、ヨーロッパの東の生産基地として条件がさらに整ってくれば、長期にわたってヨーロッパにおけるエマージングとして、直接投資対象地域になっていくものと思われる。

投資の流入は市場統合と所得の平準化を達成する原動力である。EU加盟実現は、このプロセスを加速する契機となろう。

(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(%)**	+43.5	+20.7	+21.6
PER(倍)**	30.0	23.2	18.9
実質GDP(%)	-2.7	-1.0	2.0
鉱工業生産(%)	1.6	2.0	2.5
固定資本形成(%)	-3.7	0.0	2.0
個人消費(%)	-2.4	1.0	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(%)**	+54.9	+29.9	+21.2
PER(倍)**	16.5	12.5	10.1
実質GDP(%)	5.1	3.8	5.0
鉱工業生産(%)	12.9	10.0	9.0
固定資本形成(%)	11.4	8.0	9.4
個人消費(%)	8.3	5.5	7.0
消費者物価(%)	10.3	9.6	8.5
失業率(%)	9.1	9.3	9.2
経常収支(%*)	-4.8	-5.3	-4.2
貿易収支(%*)	-4.4	-5.1	-4.0
財政収支(%*)	-5.4	-4.8	-3.9

【ポーランド経済・企業収益】

	98(実)	99(予)	2000(予)
EPS(%)**	+16.8	+32.8	+33.5
PER(倍)**	25.0	24.1	17.4
実質GDP(%)	4.8	3.6	5.3
鉱工業生産(%)	5.6	3.0	7.0
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	6.7	6.0
失業率(%)	10.4	11.0	9.5
経常収支(%*)	-4.3	-5.6	-4.5
貿易収支(%*)	-8.6	-9.6	-8.3
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。設備投資の落ち込みを受けて、99年第1四半期GDPは前年同期比4.5%減となり、3.9%減となった前期から更に低下。但し、政策金利の連続的な低下(6月に、レポ金利は40b.p.引き下げられて6.5%へ)が奏功して個人消費は0.5%増となったほか、公共投資も3.9%増となっている。個人消費の回復に助けられて、下半期に景気は回復に向かう見込みである。株式市場の見通しは依然芳しくなく、投機的な動きから急騰したユニベトロールなど、割高銘柄が多くなっていることに注意したい。推奨銘柄は、成長分野の携帯電話に支えられて業績見通しの良好な通信のSPT、キャッシュフローの潤沢な電力のCEZなど。

【ハンガリー株式市場】

中立。6月は薬価改訂の恩恵を受取るEGISやゲデオン・リヒターが急騰する一方で、生産能力拡大のための工場閉鎖期間が当初の予定より長くなったTVKが下落した。第1四半期GDPは前年同期比3.3%増となり、前期の5.2%増から鈍化したものの、強い個人消費に支えられて東欧で最も高い伸び率となった。コア・インフレ率は引き続き高水準であるが、食品価格の低下もあり、CPIは年末までに9.5%前後に低下すると予想され、全ての緊縮財政政策が講じられれば、更なる金融緩和の可能性も出てこよう。個別には、割安感の強い電力のELMU、プラスチック価格の上昇で収益改善が見込まれる化学のTVK、薬価改訂及び新規上市の薬品からの寄与で業績見通しが良好なゲデオン・リヒターを推奨する。

【ポーランド株式市場】

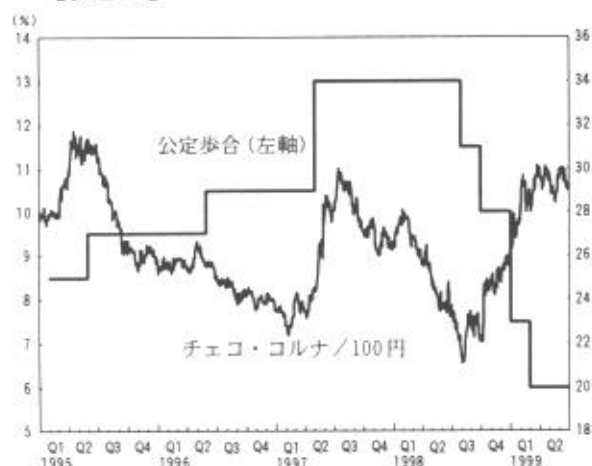
強気。6月は、国営銀行9行の民営化が完了し、銀行セクターに注目が集まった。また、月末には、コンヒュータランドがM&A関連の憶測から大幅上昇し、市場を牽引した。第1四半期GDPは前年同期比1.5%増となり、予想通り伸び率が鈍化した。しかし、昨年的大幅な金融緩和の奏功により、鉱工業生産や消費者コンフィデンスは改善基調にあり、第2四半期以降、景気は大幅に回復し始めると予想される。個別銘柄では、代表的な建設銘柄で外国企業の買収対象となり得るエクスパット、5カ年改装計画の奏功でマージン改善が見込まれるホテルのオービス、先行投資の恩恵が期待されるタイヤ・機械のストミルを推奨する。

(野村インターナショナル フランス・クラウト/則子ホール)

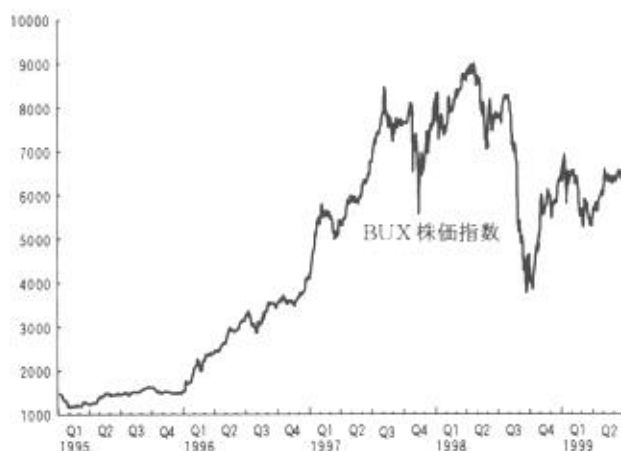
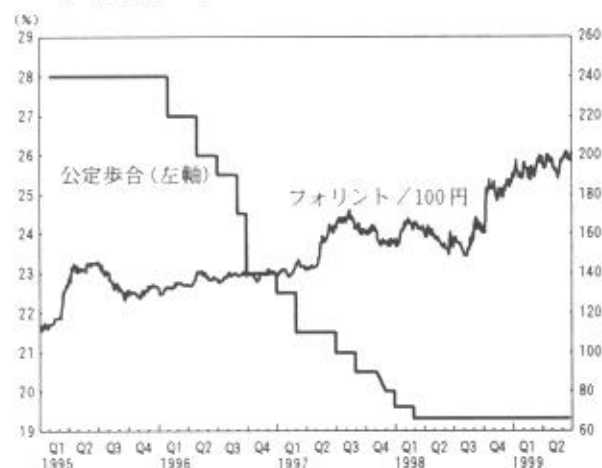


中欧3カ国の投資環境

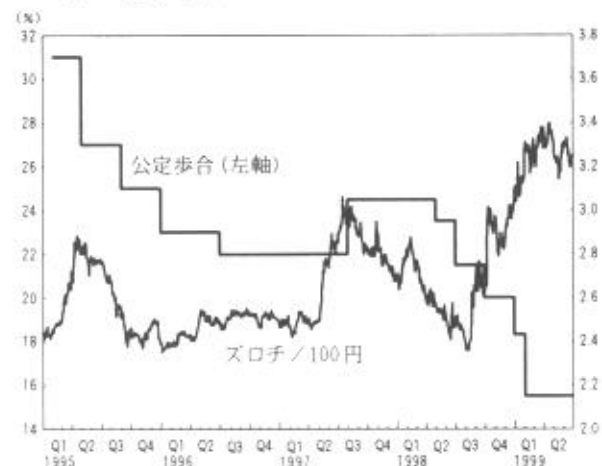
【チェコ】



【ハンガリー】



【ポーランド】



(出所) 野村インターナショナル