

2023年8月18日

通貨ニュース

中東欧: 利下げの動きが拡大へ

<サマリー>

中東欧の主要国(ポーランド、チェコ、ハンガリー)で市場の利下げ織り込みが拡大しつつある。ハンガリー中央銀行は既に5月会合から実質的な金融緩和を開始しているほか、ポーランド国立銀行が次回9月6日の会合で利下げ開始に踏み切る公算が強まっている。チェコ国立銀行は他の中銀に比べて利下げ開始のタイミングは遅れる見込みだが、年末から来年初めにかけて利下げ開始という見方が市場でコンセンサスとなりつつある(図表1)。

為替市場では、6月下旬以降、ハンガリー・フォリントの下落が鮮明となっている(図表2)。EUとの政治的対立など、他の要因も挙げられるものの、金融緩和も一因となっていよう。ポーランド・ズロチやチェコ・コルナは現時点で総じて底堅いものの、今後、両国の中銀が金融緩和に動くと思われるなかで、米国やユーロ圏など主要国・地域での金利上昇や、エネルギー価格の急騰など外部環境の悪化を機に中東欧通貨に対する下落圧力が強まるシナリオには注意が必要となるだろう。

まずは、それぞれの国で現在、なぜ利下げが織り込まれる状況となっているのかを説明する。

ポーランドでは2023年9月会合での利下げ開始の可能性が高まる

ポーランド国立銀行(NBP)は2021年10月から2022年9月の毎会合で利上げを実施し、政策金利を0.10%から6.75%まで引き上げた後、その後の会合では金利を据え置いている。NBPのグラピンツキ総裁が記者会見の中で2023年10-12月期にも利下げを実施する可能性があるとして初めて発言したのは2023年3月9日だが、その後、市場はより早い段階での利下げ開始を織り込みつつある(図表3)。同総裁は7月会合後の記者会見でこうした市場の見方を裏付けるように、「2023年9月会合での利下げ開始は可能」と明言し、利下げの条件は、消費者物価指数(CPI)の上昇率が1桁台となり、インフレ率が目標に向かって急速に鈍化することであると発言した。

グラピンツキ総裁が早期利下げは妥当となりつつあると主張する背景に、インフレ率の低下が挙げられる。同国のCPIは2023年2月につけた前年同月比+18.4%をピークに低下傾向にある。NBPは7月10日に公表した最新の経済予測において、インフレ率は2023年末に前年比+7.8%、2024年末に同+4.6%へと低下する見通しを示している(図表4)。

実際に、7月会合後の7月31日に発表された7月CPI速報値は前年同月比+10.8%と6月分の同+11.5%から低下し、市場予想の同+11.0%をも下回った。インフレ率の低下は、食料やエネルギーをはじめ前年比較時点の物価の伸び

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
masayuki.nakaijima@mhcb.co.uk

率の高さから、前年比で見たインフレ率が計算上、低くでる「ベース効果」が影響しているが、景気減速に伴う需要の低迷によってインフレ圧力が後退している面もあるだろう。グラピンツキ総裁は上述の通り、インフレ率が一桁に低下した場合の利下げの可能性を示唆してきたため、8月31日に発表される8月CPI速報値の伸びが一桁台に低下すれば（食料、エネルギー価格の動向や景気の落ち込みを考慮すればその可能性は高い）、9月会合での利下げはより確度が高まるだろう。なお、7月CPI速報値は前月比では▲0.2%となった。前年比で見たマイナスの伸びは2020年8月以来となる。

もともと、インフレ率がNBPのターゲットである前年比+2.5±1.0%へと低下に向かうかは予断を許さない。ポーランドでは欧州主要国と同様に、人手不足を背景に高い賃金上昇率が続いており、サービス価格の伸びは高止まりが続いているためだ。NBPの中でも、タカ派の複数の委員（野党選出であり、依然として追加利上げを主張している）は総裁が9月利下げの可能性に言及したことを痛烈に批判している。MPCの中で意見対立が鮮明となるなかで、NBPが多数派のハト派委員が押し切る形で実際に9月会合での早期利下げに踏み切るとすれば、10月15日に控える総選挙前の利下げを実現するための政治的配慮ではないかという見方が市場で広まりかねず、中銀の信認という観点からはやや懸念される状況となりかねない。（景気への配慮ではなく）インフレ抑制が最優先事項であることの丁寧な説明が必要となろう。

チェコ国立銀行は現在、タカ派姿勢を維持しているが、景気減速懸念から今年末から来年初めには利下げ開始に踏み切る可能性が強まる

チェコ国立銀行はタカ派姿勢を依然として強く打ち出しており、総裁の記者会見や声明文からは早期利下げを検討している様子は見られない。8月3日の会合では市場予想通り政策金利を7.00%で据え置いた。7名の理事全員が据え置きで一致し、6月会合で利上げ票を投じた2名も政策金利維持が妥当という見方に転じた格好だが、利下げを主張する委員は一人もいなかった。また、労働市場の需給ひっ迫に伴う賃金上昇のリスクについて全ての委員が懸念を共有していることが示されている。チェコはもともと経済規模が2,904億ドル（2022年）と小さく、人口も1,052万人（2022年）と少ないなかで、2004年のEU加盟後に良質でかつ比較的安い賃金の労働者を求める企業の進出が拡大したこともあり、人手不足が他の中東欧諸国と比較しても極めて深刻な状況となっている（図表5）。ちなみに、2022年のポーランドの名目GDPは6,883億ドル、人口は3,765万人）。労働需給の逼迫に伴う賃金とサービス価格の上方スパイラルのリスクを考慮すれば、CNBとして現時点でタカ派姿勢を後退させる選択肢は無いだろう。

そうした中でも市場で利下げ織り込みが根強いのは、景気の減速リスクが背景にあると見られる。チェコはGDPに占める輸出の割合が70%を超える外需主導型の経済構造だが、主要輸出相手国であるユーロ圏、とりわけドイツの景気減速リスクは鮮明となりつつある点は景気を落ち込ませるだけでなく、国際収支の悪化にもつながるリスクがある。また、チェコではここ数年、不動産市場が活況を呈し、同セクターが賃金上昇をけん引してきたが、CNBによる金融引き締めを背景に住宅着工件数が落ち込むなど、同セクターの減速リスクは強まっている（図表6）。

ハンガリー国立銀行は2023年5月会合から既に実質的な金融緩和を開始。 主要政策金利であるベースレートは10月会合から引き下げへ

ハンガリー国立銀行(MNB)は早くも2023年5月に実質的な金融緩和を開始しているが、10月会合からは主要政策金利であるベース金利の引き下げに着手する公算が大きい。

MNBはコロナ後の世界的な供給制約やロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー価格急騰に伴うインフレの急加速を抑制するため、2021年6月から2022年9月会合にかけて政策金利(ベースレート)を0.60%から13.00%へと引き上げた。しかし、2022年9月会合でMNBは利上げ打ち止めを宣言したものの、その後、フォリントが急落したことを受けて2022年10月14日に緊急措置として1日物預金ファシリティーを導入。銀行からの全ての入札を受け入れるとし、その適用金利(導入当時はベースレートより5%高い18.00%)は通貨安を抑制するために重要な役割を担うようになった。さらに、MNBは上限金利も9.5%ポイント引き上げ25.0%とし、市中金利の操作余地を上方に大幅に引き上げている(図表7)。

2023年4月会合では、MNBは金融政策コリドーの上限である翌日物貸出金利を25.0%から20.5%に引き下げた一方、事実上の主要政策金利となっている1日物預金ファシリティーの入札適用金利を当面は18.0%で据え置く方針を示していた。

しかし、その後、5月23日の金融政策決定会合では金融政策コリドーの上限である貸出金利を2回連続で引き下げたほか、1日物預金ファシリティーの入札適用金利を18.0%から17.0%へと引き下げた。同金利は6月と7月の会合でも1%ポイントずつ引き下げられている。4月会合から5月会合にかけてのMNBの判断の変化の背景として、MNBはインフレ率の低下や、経常収支・財政収支の改善の見通しが強まったことを理由に挙げている。もっとも、オルバン首相やその側近からMNBの高金利政策への批判と受け止められる発言もあり、政治的圧力が懸念される状況にもなっていた。

7月会合後、ビラグ副総裁はインフレ率の低下を理由に金融緩和のペースを速めることは無いと発言しており、今後も1日物預金ファシリティー金利(現在15%)は1%ポイントずつ引き下げられ、9月会合時点で本来の主要政策金利であるベース金利(現在13%)に収れんすることになると見込まれる。その後は1日物預金ファシリティーの撤廃並びにベース金利の引き下げに移行する公算が大きい。

為替市場への影響

これまで見てきたように、ポーランド、チェコ、ハンガリーでそれぞれ事情は異なるものの、市場で利下げ織り込みが進んでいることは共通している。

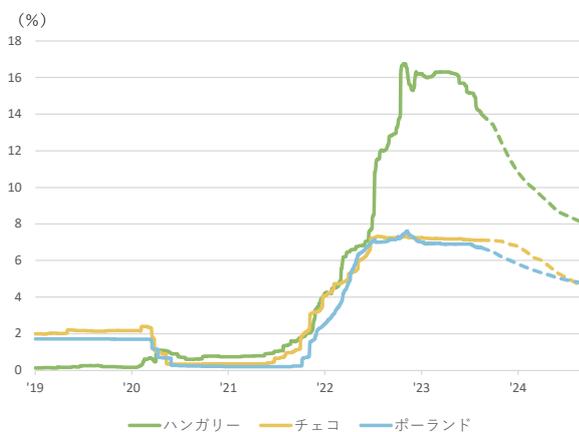
利下げは主要国・地域、特にユーロ圏との金利差を縮小させ、通貨に投資をするうえでの魅力度を低下させることとなるため基本的に通貨安要因となるが、通貨をサポートする要因がある点は意識する必要があるだろう。(1)既に金利市場では利下げ織り込みが進んでいるため、実際に利下げが発表されたとしてもサプライズにはなりにくい。(2)エネルギー価格の低位安定や、景気の落ち込みに伴う需要面の圧力低下を背景に、今後、中東欧のインフレ率が着実に低下すれば、名目の政策金利を引き下げたとしてもインフレ調整後の実質金利は高止

まりする可能性がある。(3)中東欧は、グローバル企業のサプライチェーンの見直しの動きに恩恵を受けており直接投資の流入が拡大している(図表8)。さらに、エネルギー価格の下落に伴う輸入の抑制、ならびに堅調な輸出に支えられる形で経常収支が改善しており、国際収支のバランスは総じて良好である(図表9)。実際に、中東欧の中でも特に直接投資の流入が拡大しているポーランドでは、利下げ織り込みの拡大に関わらず通貨ズロチは堅調を維持している。

とはいえ、利下げに伴うユーロ圏との金利差縮小が今後進むにつれ、中東欧通貨の変動リスクが高まることは避けられないと見ている。(1)ハンガリーを中心に、対主要国で顕著に高い金利の受け取りを目的とした短期資金の流入が昨年後半以降、拡大していたと見られ、世界的に債券利回りが高騰し、債券価格に下落圧力がかかるなか、中東欧の債券市場からも資金が流出するリスクがある。(2)中国景気の減速懸念や、米債利回りの上昇に伴い、為替市場全体でボラティリティー(予想変動率)が高まりつつあることも、高金利通貨の受け取りを目的としたキャリー・トレードの魅力を低下させる。(3)チェコの項目で触れたように、中東欧の主要輸出相手であるユーロ圏、とりわけドイツの景気悪化の兆候が強まっており、外需の減速を通じて国際収支が悪化する恐れがある。

上述のように通貨をサポートする要因の存在を考慮すれば、現時点で中東欧通貨の急激な下落を予想するのは早計であろう。方向性としては、ユーロ圏との金利差縮小の見込みを反映する形で、中東欧通貨は下落方向を見込んでいるものの、メインシナリオとしては緩やかな動きに留まると想定している(図表10)。各通貨の比較感では、国際収支が堅調なポーランド・ズロチとチェコ・コルナは底堅く、最もアグレッシブに金融緩和を行うと考えられるハンガリーの下落率はやや大きくなると見ている。もっとも、今後、中東欧の中銀が金融緩和を開始・拡大すると見られるなかで、米国やユーロ圏など主要国・地域での金利上昇や、エネルギー価格の急騰など外部環境の悪化を機に下落圧力が強まるシナリオには注意が必要となるだろう。

図表 1:3 か月インターバンク金利



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

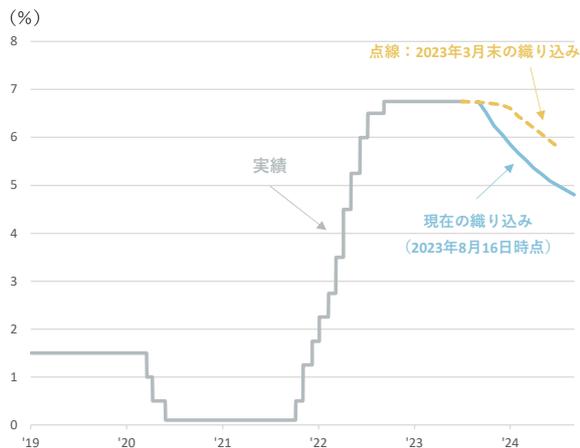
図表 2:中東欧通貨 対ユーロ騰落率



注:2021年12月末以降の対ユーロ騰落率を計算。

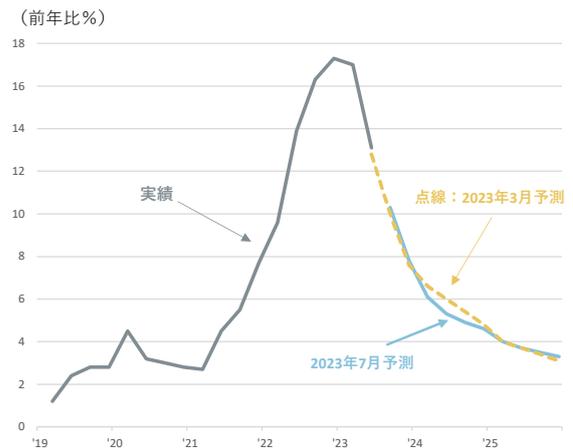
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: ポーランド国立銀行 政策金利の推移



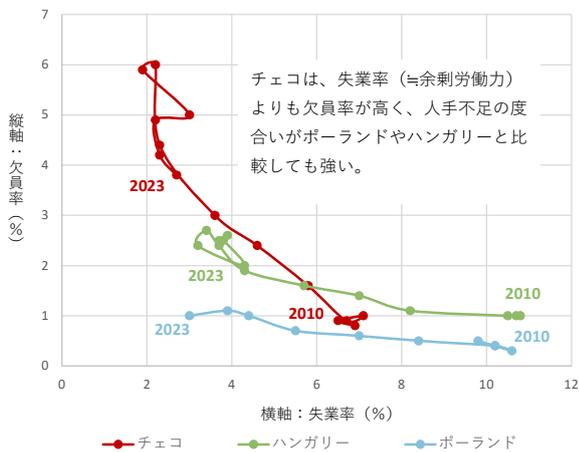
注: 市場の織り込みは金利フォワードから取得。
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: ポーランド国立銀行 CPI 予測



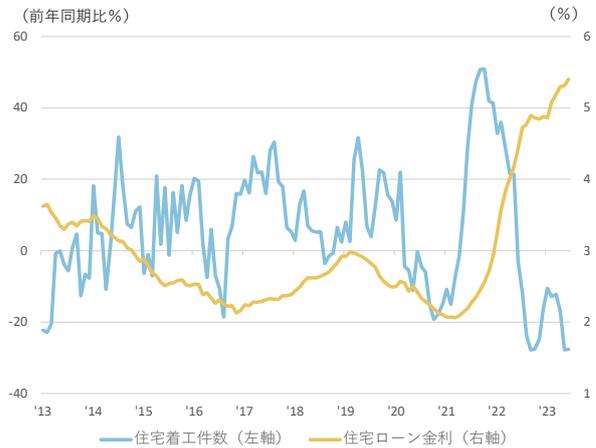
出所: ポーランド国立銀行、みずほ銀行

図表 5: 中東欧 ベバリッジ曲線



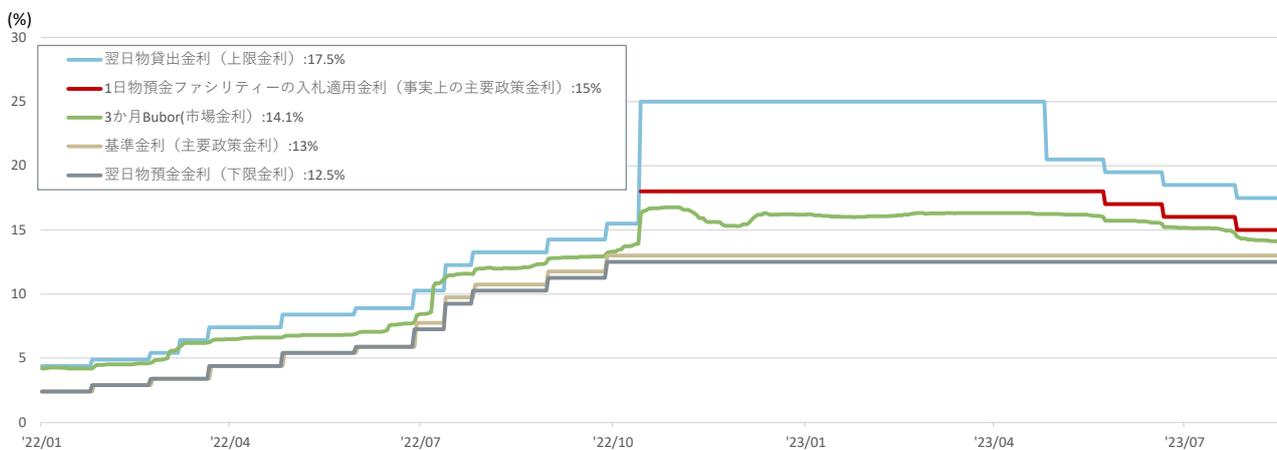
出所: ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: チェコ住宅着工件数と住宅ローン金利



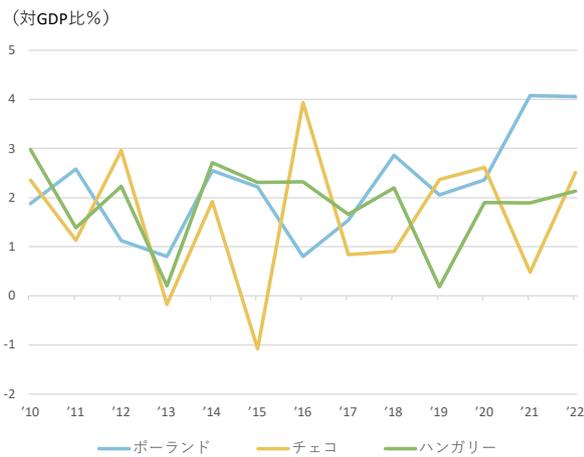
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 7: ハンガリー国立銀行 政策金利コリドー



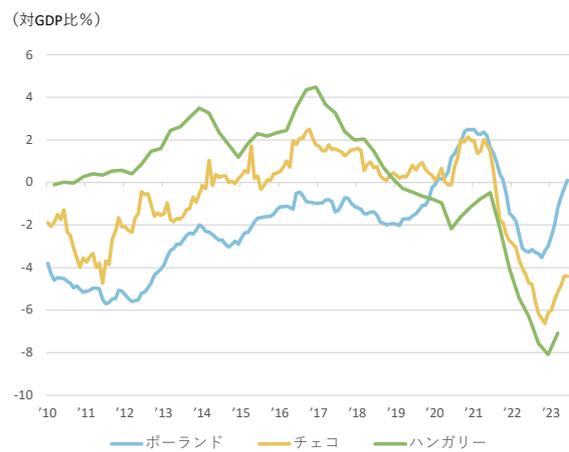
出所: ハンガリー国立銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: 直接投資純流入額(年間)



出所: IMF、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 9: 経常収支(12か月累計値対 GDP 比率)



出所: 各国統計、IMF、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 中東欧通貨 為替予測

	7/31	2023		2024		
		9月	12月	3月	6月	9月
EUR/PLN	4.40	4.48	4.50	4.52	4.54	4.56
EUR/CZK	23.88	24.0	24.1	24.2	24.3	24.4
EUR/HUF	387	400	402	404	406	408

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。