

2023 年 9 月 8 日

通貨ニュース

ポーランド:市場予想を上回る▲75bp の大幅利下げで金融緩和を開始

サマリー

- ポーランド中銀は市場予想を大きく上回る▲75bp の利下げを実施。
- 市場予想を上回る大幅利下げ、金融政策が政治への配慮で歪められているのではないかという懸念、グラピンツキ総裁の記者会見で示された PLN 安リスクを容認する姿勢、これらの要因は PLN 相場にとって重大なダウンサイドリスクとなる。
- これまで PLN の 2023 年 12 月のユーロ相場の予想を 4.50 としてきたが、4.74 に PLN 安ユーロ高方向に改定した。その後もユーロ圏との金利差縮小のリスクを反映する形で PLN 安方向に修正している。

欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

中島 将行

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

ポーランド国立銀行(NBP)は 9 月 6 日、▲75bp の利下げを行い、政策金利を 6.00%に引き下げた。NBP の金融緩和は新型コロナの感染拡大で世界経済が混乱に見舞われていた 2020 年 5 月以来となる。今回の利下げは 2 重の意味でネガティブサプライズとなった。(1)グラピンツキ総裁は 7 月会合後の記者会見で「2023 年 9 月会合での利下げ開始は可能」と明言し、利下げの条件の 1 つとして、消費者物価指数(CPI)の上昇率が 1 桁台となることを挙げていた。しかし、8 月 31 日に公表された 8 月分の CPI 速報値は前年同月比+10.1%となり、一桁には低下しなかった(図表 1)。そのため、今会合では利下げが見送られるという見方も根強く、実際にブルームバーグ集計の民間エコノミスト予測では 36 名中 16 名が据え置きを予想していた。(2)さらに、利下げが行われると見ていたエコノミストも全員が利下げ幅は▲25bpになると予想していた。▲75bp の大幅利下げという想定外の結果を受け、利下げ発表直後に PLN は対ユーロで 4.50 から 4.57 まで▲2%近く下落した。

「景気減速に伴うインフレ圧力低下」というロジックには違和感

このように、2 重のネガティブサプライズとなった今回の大幅利下げだが、NBP は金融政策発表の当日に公表した声明文の中で、景気の減速が想定以上に鮮明となっていることを主な理由として挙げている。8 月 31 日に CPI と同時に発表された 2023 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比▲0.6%と 8 月 16 日に公表された速報値の同▲0.5%から下方修正となった。速報値の時点では市場予想は同▲0.3%の落ち込みとなっていたことと比較してマイナス幅が大きく拡大した格好だ。需要項目別内訳を見ると家計消費が同▲2.7%、総資本形成が同▲14.3%と、消費と投資の両輪が共に大幅な落ち込みとなっている(図表 2)。

たしかに、景気の減速は需要面からのインフレ圧力を低下させうるものの、釈然としない点が残る。(1)ポーランド政府は 8 月下旬にポーランド版の子供手当である「ファミリー+500」の拡充などを盛り込んだ財政拡張的な 2024 年予算案

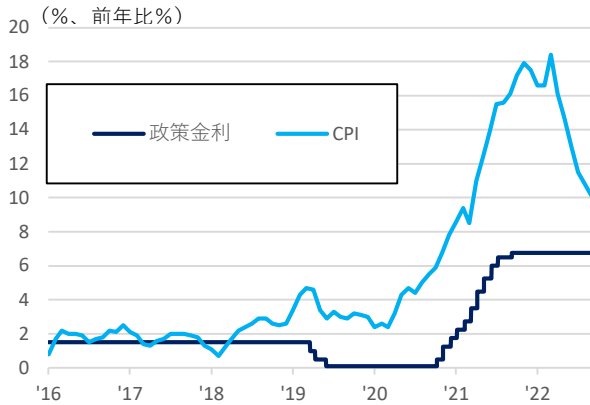
を承認したばかりである(図表 3)。財政政策が拡張的となるなか、金融政策も緩和に舵を切るようであれば、国内景気回復を強力に後押しする形となり、「景気減速に伴うインフレ圧力低下」というロジックに矛盾が生じる。(2)ポーランドは、他の欧州主要国と同様に、景気が減速するなかでも依然として労働需給の逼迫は根強く、賃金上昇率は 2023 年 7 月時点で前年同月比+10.4%と高水準である(図表 4)。賃金とサービス価格のインフレスパイラルのリスクは高く、現時点での金融緩和はそれを助長しかねない。これらの点を考慮すれば、今回の大幅利下げが、10 月 15 日の総選挙の前に景気を支援するための政権への配慮なのではないかという野党指導者で元首相のトゥスク氏らの批判を否定することは難しいだろう。

グラピンツキ総裁の記者会見の間に PLN は続落

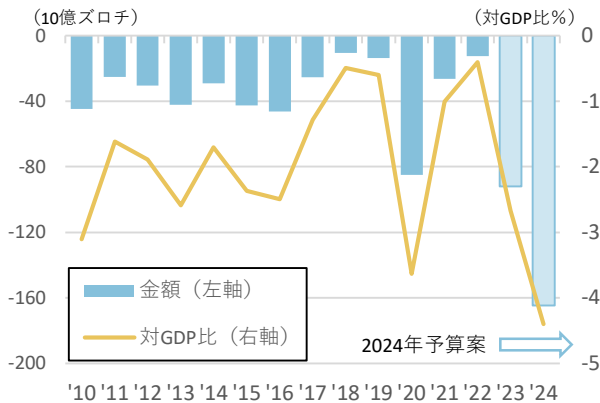
グラピンツキ総裁は金融政策発表の 1 日後の 9 月 7 日に記者会見を行い、今回の大幅利下げの妥当性を強く主張している。「ポーランドは景気後退を招かずに CPI の引き下げを目指す」という発言は、現在、世界の中央銀行が直面している「景気後退を受け入れるかインフレ抑制を優先するか」のジレンマに照らして考えれば、現実離れた主張のように感じられる。為替市場の観点からは、総裁が大幅利下げ後の PLN の下落に対し、「▲2%の通貨安による CPI の押し上げ圧力は限定的」とし「為替介入を行うことはない」と意に介さない姿勢を示したことが注目される。結局、総裁の記者会見中に PLN は続落し、PLN は 9 月 7 日時点で金融政策発表前の水準からは対ユーロで▲3%下落した水準で推移している。総裁の記者会見のハト派的なトーンを考慮すれば、PLN に対する下落が一段と強まらない限り、次回 10 月 4 日の金融政策決定会合で追加利下げが実施される可能性は高い。

PLN への金利面のサポートは今後急激に失われる公算が大きい

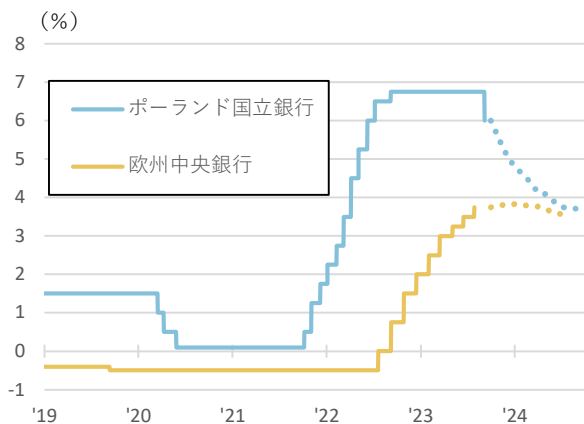
市場予想を上回る大幅利下げ、金融政策が政治への配慮で歪められているのではないかという懸念、総裁の記者会見で示された PLN 安リスクを容認する姿勢、これらの要因は PLN 相場にとって重大なダウンサイドリスクとなる。既に市場では 10 月会合での利下げを▲40bp 織り込んでいるほか、ユーロ圏との金利差は今後急激に縮小していく見通しである(図表 5)。エネルギー価格の下落などに伴う経常収支の黒字化や、対内直接投資の流入、EU からの補助金の流入(資本収支に計上)といったポーランドの国際収支の堅調さ(図表 6)を考慮しても、従来の見通しを PLN 安ユーロ高方向に修正する必要があるだろう。これまで PLN の 2023 年 12 月のユーロ相場の予想を 4.50 としてきたが、それを 4.74 に、その後もユーロ圏との金利差縮小のリスクを反映する形で PLN 安方向に修正している(図表 7)。

図表 1: 政策金利と消費者物価指数(CPI)


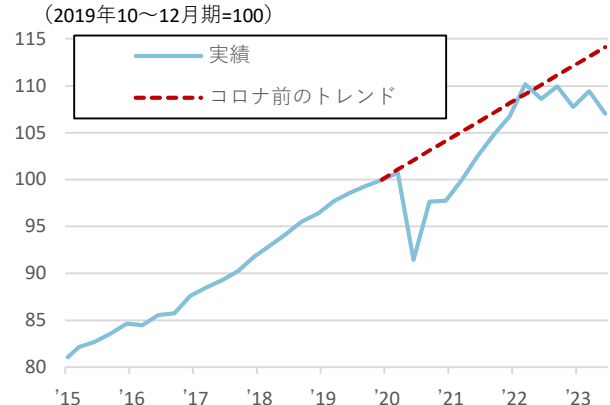
出所: ポーランド国立銀行、ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 財政収支(年間)


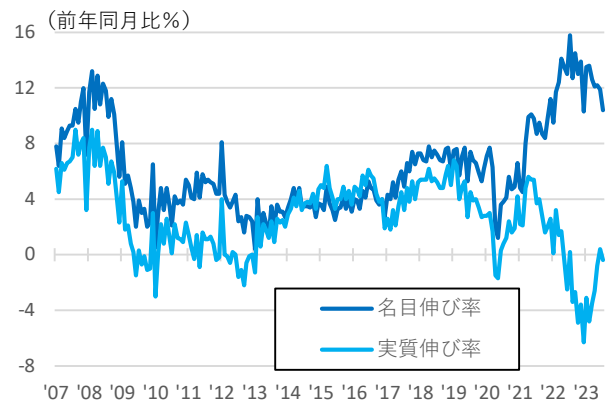
出所: ポーランド財務省、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: ポーランド国立銀行、欧州中央銀行 政策金利の推移


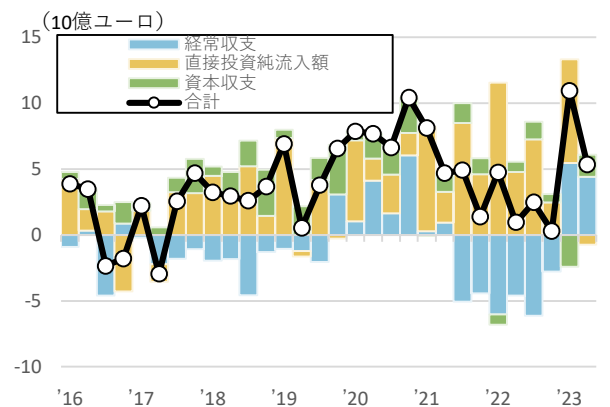
(注) 点線は市場の織り込み。それぞれ、3 か月 WIBAR 金利フォワード、EONIA スワップカーブから取得している。2023 年 9 月 7 日時点。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 実績とコロナ前のトレンド


出所: ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 賃金上昇率


(注) 実質化は消費者物価指数(CPI)の伸び率を使用した。
出所: ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 経常収支・直接投資・資本収支


出所: ポーランド国立銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 7: ポーランド・ズロチの予測値

	9/7	2023		2024		
		9月	12月	3月	6月	9月
改定後	4.63	4.68	4.74	4.76	4.78	4.80
改定前		4.48	4.50	4.52	4.54	4.56

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。