

## 中/東欧通貨週報

2021年8月4日 | みずほ銀行欧州資金部

## ポーランド

&lt;過去1週間の動き&gt; (7月28日~8月3日)

EUR/PLN: 4.5462 ~ 4.6010

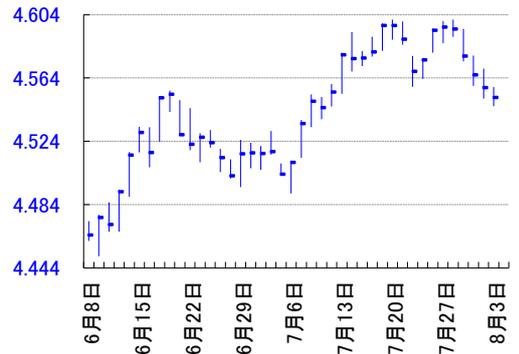
過去1週間のポーランド・ズロチ相場は、対ユーロ、対ドルでは上昇。ただし、対チェコ・コルナでは概ね横ばい、対ハンガリー・フォリントではむしろ軟調気味に推移した。こうした値動きは、主要通貨に対するズロチ高が、フォリントやコルナの上昇に連れた可能性を示唆した。その背景に、ハンガリーやチェコにおける(実績としての)利上げ、追加利上げ観測があったのは想像に難くない。また、その意味で、30日に発表されたポーランド7月CPI速報値が市場予想を明確に上振れ、前年比+5.0%と、2011年5月来10年超ぶりの高水準に上昇したのは、ズロチ押し上げ要因のひとつに数えられたらう。参考までに2011年当時のCPIも、+3%を割り込む水準から一気に+5.0%まで急伸したが、当時の金融政策は3.50%から4.50%(その後4.75%)への利上げ局面にあった。ポーランド国立銀金融政策委員会でも鷹派のハルト委員の「金融政策対応(=利上げ)が必要」との発言(2日)には何の新味も見出せなかったが、モラヴィエツキ首相が「物価上昇は、政府、中銀にとって懸念材料」と述べた(30日)のは若干の興味をそそった。もっとも、同首相は、同時に、「中銀の分析によると物価は下落する」「中銀は必要な対応をしている」などとポーランド国立銀の様子見を擁護するかの発言もしていた。そもそも、カチンスキ法と正義(PiS)党首/副首相のような重量級や、見方によっては、PiSと与党連立を組む連帯ポーランドのジョブロ党首/司法相、同じく合意のゴヴィン党首/経済相などのそれよりも、ポーランド国内政局において、モラヴィエツキ首相の発言は軽いと考えることもできた。いずれにせよ、遠からず、ポーランド国立銀自身の金融政策動向が、ズロチの値動きに直接影響を与える局面が訪れる可能性は高い。その意味では、今般、ズロチの反応は緩慢に見えたものの、金融政策委員会の主流派(鳩派)のひとりアンシパロヴィチ委員が、2日、「最も早ければ、10月か11月にも利上げは可能」と述べたのは大きな変化と言えた。鳩派陣営からは、従来、利上げの可能性は、最も早くても、11月の国立銀経済予測(インフレ報告書)を確認してから、との見方を示されていたからだ。

&lt;向こう1週間の見通し&gt; (8月4日~8月10日)

EUR/PLN: 4.535 ~ 4.575

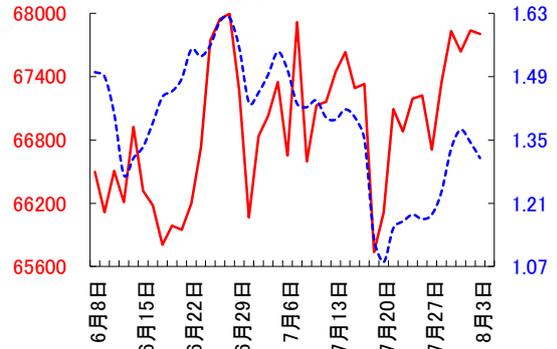
向こう1週間のポーランド・ズロチ相場は、頭打ちから、値幅が出るなら反落を予想。ポーランド利上げのタイミングは、着実に近づいているように見える。ただし、金利先渡契約(FRA)市場の値動きを見ると、5月半ばの時点で、年内利上げの可能性は一旦完全に(+25b.p.以上)織り込まれていた。その後、7月中に大きく後退した利上げ期待だが、今般の物価大幅上振れを見て、再び復活している。つまり、ポーランド国立銀が何を言おうと、市場は、ハンガリーやチェコの情勢を見て、これまでも勝手に利上げ期待を盛り上げていたということだ。今や問題は、利上げ開始時期の多少の前後よりも、最終的な利上げ幅に移った感が強い。ポーランド国立銀ほど堅牢な中銀が、ハンガリー国立銀のように、俄かに豹変するとは考え難く、結果、物価抑制が後手に回るリスクが払拭できないと考える。もうひとつ、こちらは中期的な要因だが、ポーランド政局が動き出す可能性がいよいよ高まってきたように感じる。上述の通り、国内政局におけるモラヴィエツキ首相の発言力は、決して高いようには見えない。そんな同首相が存在感を発揮するのは、国内保守(右派)勢力の代弁者であるカチンスキ党首とのバランスを保つべく、テクノクラートの立ち位置からEUとの軋轢の緩衝材として機能する時であろう。同首相の仲裁力も、しかし、ここに来て大きな試練を迎えているように思われる。7月15日、欧州憲法裁判所は、ポーランド最高裁判所に設置された懲罰室を、司法の独立を阻害しているとして、直ちに廃止するよう判決を下した。ポーランド政府が、8月16日までに同判決に従わなければ、同政府に制裁金を果たす手続きを始めるという。2016年来、何度も何度も繰り返し見てきた光景である。しかし、今般、決定的に違うのは、7月27日に前後して(正確な日付は見つけれなかった)、欧州委員会が、(8月3日までに決断を下すはずだった)コロナ復興基金(EU次世代基金)に基

EUR/PLNの推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)

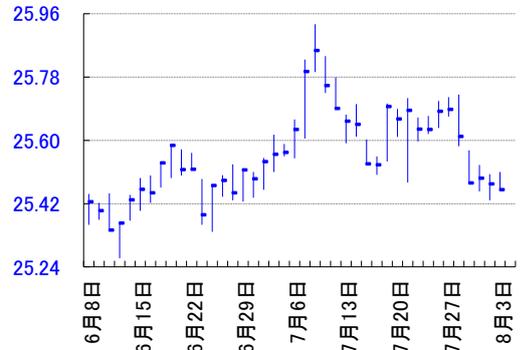


ポーランド株式/債券相場の推移

実線: WIG 指数(左軸)、点線: 5年スワップ金利(右軸)

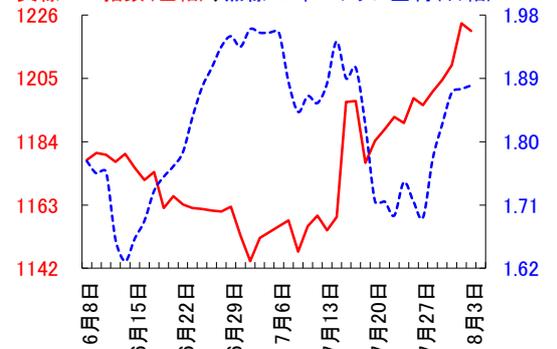


EUR/CZKの推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)



チェコ株式/債券相場の推移

実線: PX 指数(左軸)、点線: 5年スワップ金利(右軸)



(資料: ロイター/ブルームバーグ)

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。

## 中/東欧通貨週報

2021年8月4日 | みずほ銀行欧州資金部

づくポーランドの復興計画の認可を、9月まで延期したこと。欧州裁判所の制裁金は、最大日額20万ユーロにも及ぶと見られているが、過去の経緯を振り返れば、ポーランド政府が素直に支払う可能性は全く考えられない。欧州委員会がポーランドから強制的に徴収する手立てもほとんど考えられないものの、ポーランドに支給されるはずの支援金を差し止めることなら可能であろう。従来から、EU予算(補助金)配分などに「手心」を加える方策は何度も観測されてきたが、EU側に、それを実行する仕組みがなかった。今般配分される復興基金は、新規枠の危機対応であり、(基金配分まつわる汚職(着服など?)が懸念されるハンガリーの場合と異なり)いずれ計画が認可され、基金の配分が始まる可能性が高いものの、数カ月の遅れであっても、230億ユーロという巨額の補助金の分配遅延は、ポーランド経済にとって大きな打撃に違いない。しかも、年内には、法の支配コンディショナリティを巡る欧州司法裁判所の判断が下る見通しで、場合によっては、復興基金だけでなく、中期予算も、それも遅延にとどまらず、差し止めという可能性が除外できない。更に、来春までに予定されるハンガリー議会選挙で、仮に政権交代→親EUの政権誕生という事態になれば、リスボン条約7条による懲罰手続き(EU理事会における投票権差し止めなど)が始まってしまいう可能性すらも考えられる。勿論、現時点で、そこまで一気に欧州委員会がポーランドを追い詰める想定するのは、流石に先走り過ぎるだろう。ただ、長年、リスボン条約7条手続きの行き詰まりを見守ってきた目には、欧州委員会にとって千載一遇の機会が巡ってきたように見える。もうひとつ、今般、これまでとの大きな違いは、ポーランド政府の大きな「後ろ盾」だった米政権が、現地メディアの経営権を巡って対立する関係になったこと。トランプ大統領の「ポーランド最良」には、対独(対EU)けん制の意味合いも大いにあったものと思われたが、バイデン大統領のEUとの融和路線も、また、ポーランドを巡る環境の変化(悪化)を意味するに違いない。

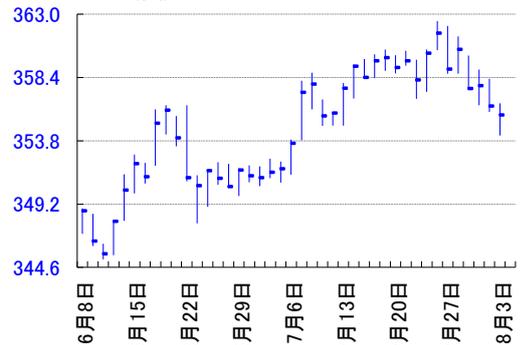
## チェコ

30日発表されたチェコ第2四半期GDP速報値は、前期比+0.6%、前年比+7.8%と大幅に改善したものの、市場予想(それぞれ+2.0%、+9.2%)を明確に下振れた。同国におけるコロナ禍下の行動制限は、全ての商店と一部サービス業が5月に解除され、6月には全面的に解除されており、経済活動の力強い回復が予想されていた。詳細については、今後発表される改定値、確報値を見る必要があるが、予想外の伸び悩みの主因は、純輸出の低迷に求められる可能性が高いようだ。経済活動の再開が強い需要(消費)を生み出し、輸入拡大に貢献した一方、自動車製造業における部品不足のように、供給面の滞りが輸出低迷に影響したものと考えられる。もっとも、チェコ国立銀の金融政策見通しに、このGDP下振れが影響した様子は全く見受けられず、5日のチェコ国立銀金融政策委員会における+25b.p.追加利上げ観測は揺るがないし、金利先渡契約(FRA)市場が、向こう9カ月で+25b.p.×5回分(8月の+25b.p.を含め)の利上げを織り込んでいく状況も引き続き変わらない。

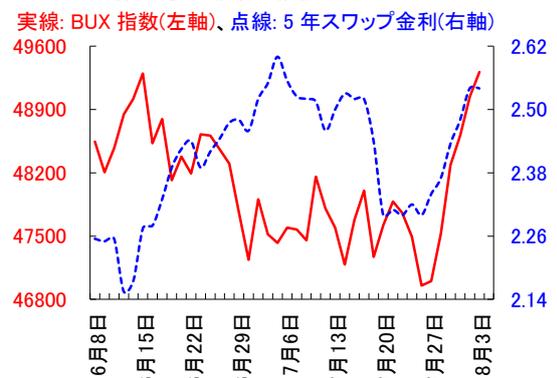
## ハンガリー

6月以降の下落分(対ユーロで6月3日の高値(345.00)→7月26日の安値(362.50)まで-4.8%)の一部を取り返したに過ぎないものの、フォリントはこの間、ほぼ一方的な堅調推移を続けた。フォリント反発のきっかけが、ハンガリー国立銀による、27日の、予想を上回る利上げ(市場予想中央値+20b.p.のところ+30b.p.)にあったことを疑う余地は少ないだろう。この間も、同銀ヴァイラグ副総裁が、「火急速やかに」物価安定をもたらすため、「断固とした対応を取る」と述べたこと(2日)は、フォリント押し上げ要因と読まれたはず。一方で、ヴァルガ財務相による同日の発言は、逆に、フォリント売りを誘っても不思議でないと思われたが、通貨市場は気にも留めなかったようだ。同財務相は、(ハンガリー政府の試算によると)この10年間(~2030年)の終わりにハンガリーはEU予算への純受給国から純貢献国に転じる見込みで、その時点で、EU加盟国であることの是非を再検討すると述べた。勿論、コロナ復興基金分配遅延や、性的マイノリティに関する情報統制を巡るいざこざなど、ハンガリーの目線からは「EUの過干渉」に見える事象を踏まえての発言だろうが、ここまであからさまに

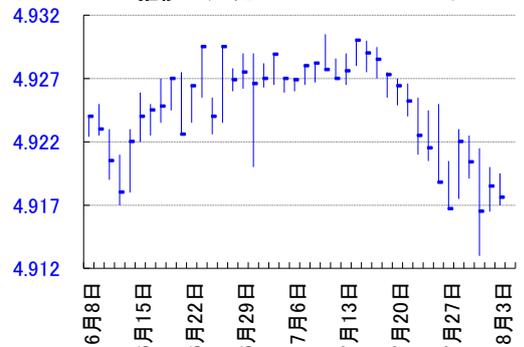
EUR/HUFの推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)



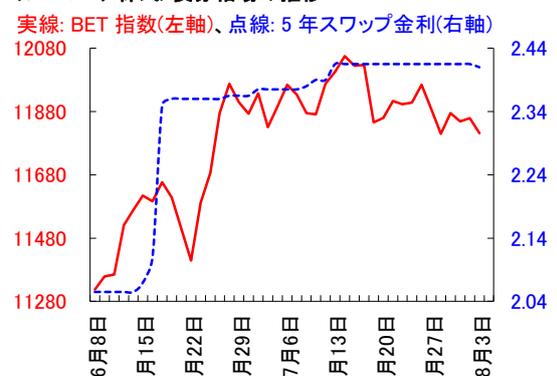
ハンガリー株式/債券相場の推移



EUR/RONの推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)



ルーマニア株式/債券相場の推移



(資料: ロイター/ブルームバーグ)

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。

## 中/東欧通貨週報

2021年8月4日 | みずほ銀行欧州資金部

「金の切れ目が縁の切れ目」と言わんばかりの姿勢には、正直、驚かされた。同国とEUの確執を巡っては、穏健派と目される同相の発言だけに、この発言を殊更懸念する見方もあるようだ。市場として今後注目すべきは、まず、同国が純受給国から純抛出国に転じるというハンガリー側の試算の信憑性がひとつ。更には、同国政府内部(或いはヴァルガ財務相自身)から、同発言を否定/撤回する発言が聞かれる可能性も十分考えられることだろう。ちなみに、つい先日(6月28日)、「(現時点におけるハンガリーの)ユーロ加盟は大厄災だ」と述べたハンガリー国立銀マトルチ総裁は、2日、「(ハンガリーがユーロに加盟することで)経済的競争力を損なわなくなった時点でユーロに加盟しなければならない」と述べている。一連の発言に矛盾はないが、今後、ユーロ加盟、或いはEUのメンバーシップを巡るこの手の発言は増えてくるのだろう。来春までに予定される総選挙でも、ユーロ加盟、EU加盟の是非は大きな争点になることが予想されている。

## &lt;主要経済指標&gt;

月日	GMT	指標	期間	発表	予想*	前回	修正	
7/14	8:00	CZ	経常収支(CZK)	5月	+7.21bn	+15.50bn	+37.31bn	
	12:00	PL	経常収支(EUR)	5月	+60mln	+1255mln	+1740mln	+1631mln
	12:00	PL	貿易収支(EUR)	5月	+185mln	+1015mln	+1289mln	+1300mln
	14:30	RO	経常収支(EUR/年初来)	5月	-5947mln		-4710mln	
7/15	8:00	PL	CPI(前年比)	6月F	+4.4%	+4.4%	+4.7%	
	9:48	HU	経常収支(EUR)	5月	-424.4mln		-201.2mln	
7/20	8:00	PL	鉱工業生産販売(前年比)	6月	+18.4%	+18.0%	+29.3%	
7/21	8:00	PL	小売売上高(前年比)	6月	+8.6%	+9.2%	+13.9%	
7/23	8:00	PL	失業率	6月	5.9%	6.0%	6.1%	
7/27	12:00	HU	国立銀基準金利		1.20%	1.10%	0.90%	
7/29	10:19	PL	財政収支(PLN/年初来)	6月	+27991mln		+9350mln	
7/30	6:00	RO	失業率	6月	5.2%		5.5%	
	7:00	CZ	GDP(前年比)	Q2 A	+7.8%	+9.2%	-2.4%	
	7:00	HU	貿易収支(EUR)	5月F	+68mln	+97mln	+347mln	
	8:00	PL	CPI(前年比)	7月P	+5.0%	+4.7%	+4.4%	
8/2	12:00	CZ	財政収支(CZK/年初来)	7月	-279.4bn		-265.1bn	
8/4	6:00	RO	小売売上高(前年比)	6月			+22.0%	
	7:00	HU	小売売上高(前年比)	6月		+4.0%	+5.8%	
8/5	7:00	CZ	小売売上高(前年比)	6月		+7.3%	+16.5%	
	12:30	CZ	国立銀2週間物レポ金利			0.75%	0.50%	
8/6	7:00	CZ	貿易収支(CZK)	6月		+19.8bn	+6.3bn	
	7:00	CZ	鉱工業生産(前年比)	6月		+8.3%	+32.3%	
	7:00	HU	鉱工業生産(前年比)	6月		+17.5%	+40.2%	
	7:00	HU	貿易収支(EUR)	6月P			+68mln	
8/9	6:00	RO	国立銀政策金利			1.25%	1.25%	
	8:00	RO	貿易収支(EUR)	6月			-1772.8mln	
	8:00	CZ	失業率	7月			3.7%	
8/10	9:00	HU	財政収支(HUF/年初来)	7月			-1705.0bn	
	7:00	CZ	CPI(前年比)	7月			+2.8%	
8/11	7:00	HU	CPI(前年比)	7月			+5.3%	
	6:00	RO	CPI(前年比)	7月			+3.94%	
8/12	6:00	RO	鉱工業生産(前年比)	6月			+30.3%	
8/13	8:00	PL	CPI(前年比)	7月F		+5.0%	+4.4%	
	8:00	CZ	経常収支(CZK)	6月			+7.21bn	
	8:00	PL	GDP(前年比)	Q2 P			-0.9%	
	12:00	PL	経常収支(EUR)	6月			+60mln	
8/16	12:00	PL	貿易収支(EUR)	6月			+185mln	
		RO	経常収支(EUR/年初来)	6月			-5947mln	
		HU	経常収支(EUR)	6月			-424.4mln	
8/17	6:00	RO	GDP(前年比)	Q2 A			-0.2%	
8/17	7:00	HU	GDP(前年比)	Q2 P			-2.1%	
	- 8/31	PL	財政収支(PLN/年初来)	7月			+27991mln	

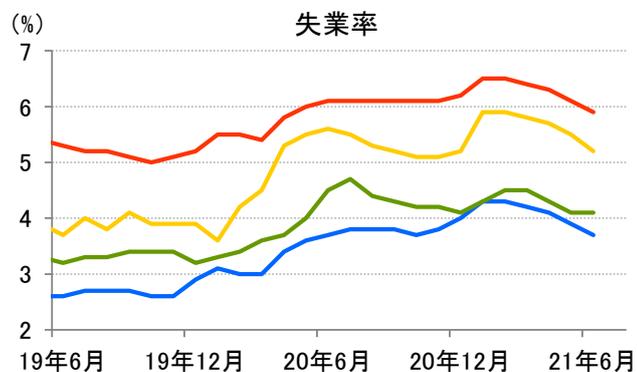
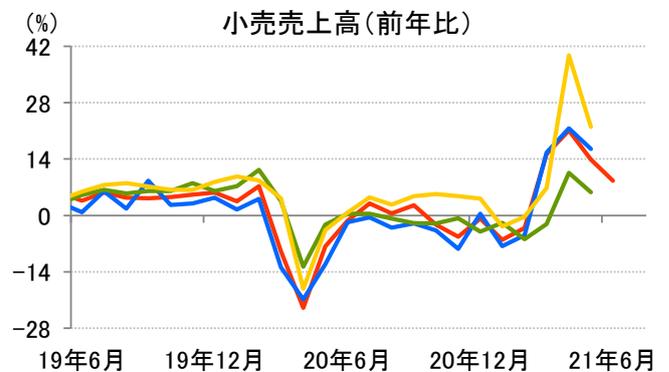
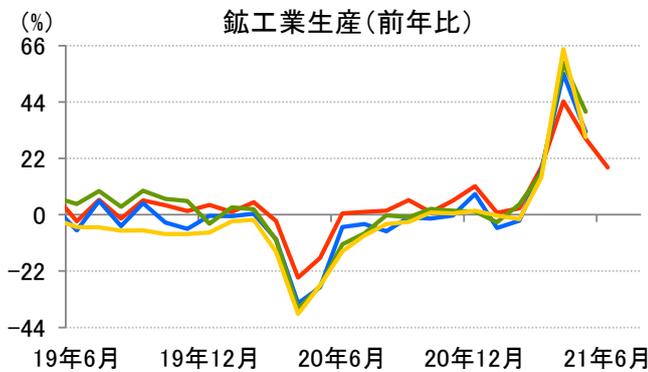
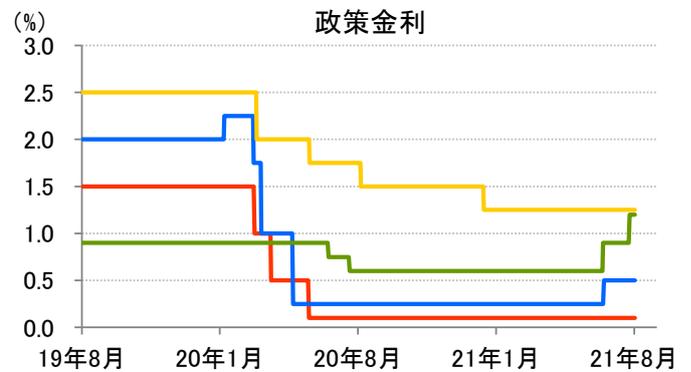
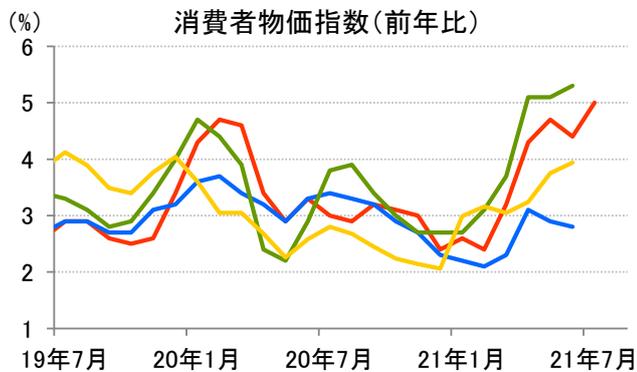
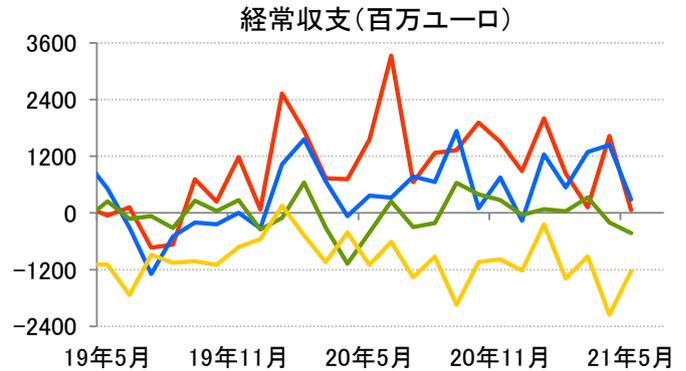
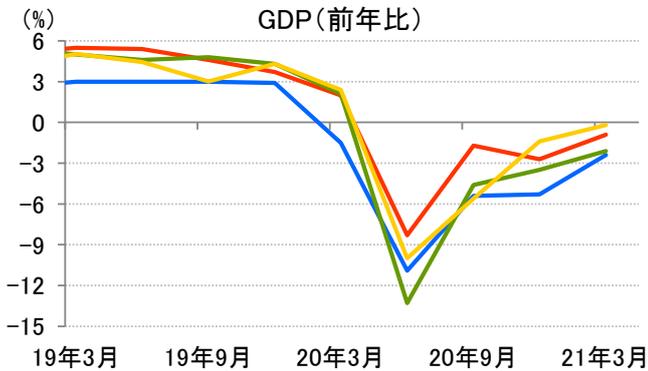
(\* 予想はブルームバーグ社予想中心値、もしくは速報値/改定値)

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。

## 中/東欧通貨週報

2021年8月4日 | みずほ銀行欧州資金部

## &lt;主要経済指標の推移&gt;



— ポーランド  
— チェコ  
— ハンガリー  
— ルーマニア

(資料: 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。