

中/東欧通貨週報

2021 年 9 月 8 日 | みずほ銀行欧州資金部

MIZUHO

ポーランド

<過去 1 週間の動き> (9 月 1 日～9 月 7 日)

EUR/PLN: 4.5020 ~ 4.5290

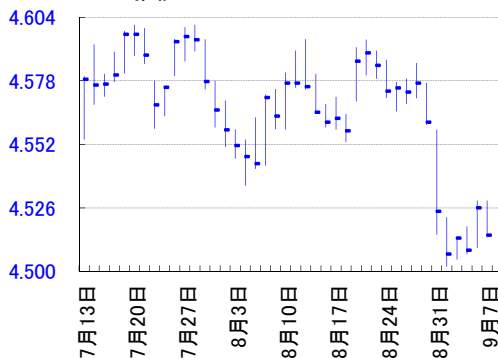
過去 1 週間のポーランド・ズロチ相場は、予想に反し、頭打ちから、むしろ軟調気味の横ばい。先月末(31 日)に発表されたポーランド 8 月 CPI 暫定値の大幅上振れを受け、一気に高まった早期利上げ期待が、6 日以降、一気にしぼみ、ズロチ軟調へと続いたのは、ポーランド国立銀グラピンスキ総裁による「早期利上げ観測全否定」にあった。同総裁は、6 日、「現時点での、...金融引き締めは非常に危険」と述べ、「9 月 8 日の金融政策委員会における+15b.p.程度の利上げ」期待に冷や水を浴びせた。実際に、金利先渡取引(FRA)の 1×4 カ月物は 31 日以降、+15b.p.の利上げを完全に織り込んだ形になったが、6 日以降、その気配値激しい乱高下を見せ、市場が総意として何を見込んでいるのか(取引実勢がどの水準にあるのか)、さっぱりわからなくなった。不思議だったのは、しかし、上述総裁発言が聞かれたのは 6 日になってからだったにもかかわらず、ズロチも、FRA(の利上げ織り込み)も、(8 月 CPI が発表された翌日の)1 日以降、あっさり頭打ちになってしまったこと。グラピンスキ総裁はじめ、国立銀主流派(=鳩派)の利上げ回避への執着ぶりを見てきた目には、実のところ、そこまで不思議な反応とも言えなかったが、金融市場、とりわけ通貨市場は、CPI の上振れに、もう少し直情的な反応を示すとの予想は完全に裏切られた(自分だけが「わかっていない」との思い込みがそもそも間違っていたということか)。もうひとつ、それこそ不思議に感じたのは、7 日、ズロチが反発したこと。同日、欧州委員会(EC)は、欧州司法裁判所(ECJ)に対し、ポーランドに対し、懲罰金を課金する手続きを取るよう申請した。7 月に同裁判所が下した、(同国司法制度改革の一環として導入された)「(最高裁)判事懲戒部(disciplinary chamber)即時廃止命令を、無視したことに対する罰金だ。仮に罰金を果たすことになっても、ポーランドが支払いを拒絶すれば、EC 側に打てる手はほとんどないし、実際、過去 5 年以上に亘り、ポーランド法と正義(PiS)政権は、EC からの攻撃をのりくろりとかわしてきた。しかし、従来までの経緯との大きな違いは EC 側が、EU 次世代基金(コロナ復興基金)という「人質」と握っていること。同基金に基づく補助金は、加盟各国が申請したプログラムごとに、EC の審査を経て付与される仕組みだが、8 月初旬までに終了するはずだった同審査は、9 月初旬まで延期され、現時点でも「継続中」で、完結する気配がない。EC 側は、「法の支配」を巡る懲罰金と次世代基金の補助金とを、おおびらに結び付けてはいないものの、この先、審査が長引けば長引くほど、その支給も遅れ、ポーランド政府が目論む投資プロジェクトなどの着手も先延ばしになる。同国経済にとっては明確な悪材料だし、インフラ投資を起爆剤に景気浮揚=支持率回復を目論む PiS 政権にとっても懸念材料に違いない。にもかかわらず、何故か、7 日、ズロチは反発。なるほど、PiS 政権は、5 年以上に亘って EC の攻撃をかわしてきたし、今後かわし続ける可能性はなくもない。しかし、利上げ期待がしぼんでいく局面で、なにもズロチを買い上げる必要はなかりうと思ったのだが、他に、ズロチ買いを促すような材料も見出すことはできなかった。

<向こう 1 週間の見通し> (9 月 8 日～9 月 14 日)

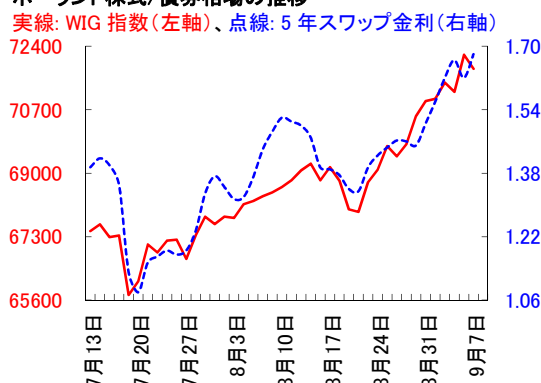
EUR/PLN: 4.500 ~ 4.550

向こう 1 週間のポーランド・ズロチ相場は、頭打ちからの下押しを予想。まずは 9 日のポーランド国立銀金融政策委員会に注目だが、グラピンスキ総裁が、「危険」とまで断言している以上、1 週間物レポ金利の 0.10%据え置きは揺るがないところだろうし、翌 10 日の記者会見で、同総裁が 4 日前の発言を翻すとも考え難い。ズロチは頭打ちになったものの、FRA 市場は引き続き+15b.p.程度の利上げを織り込んでいるように見えるし、市場に利上げ期待がくすぶっていると考えるのは妥当と思われる。期待が存在する以上、失望を買う可能性もある。グラピンスキ総裁は、利上げを「危険」と評した 6 日のインタビューで、同国経済に与えるコロナ禍の影響を真っ先に不安要因に挙げたが、同時に、「賃

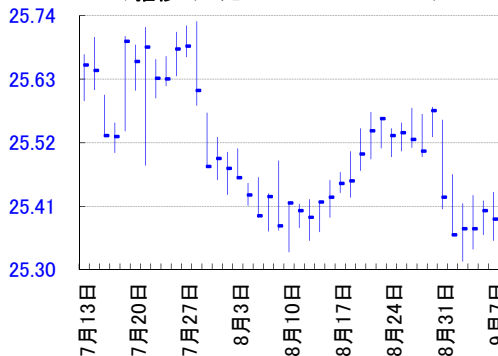
EUR/PLN の推移 (日足/ロンドン 7:00～17:00)



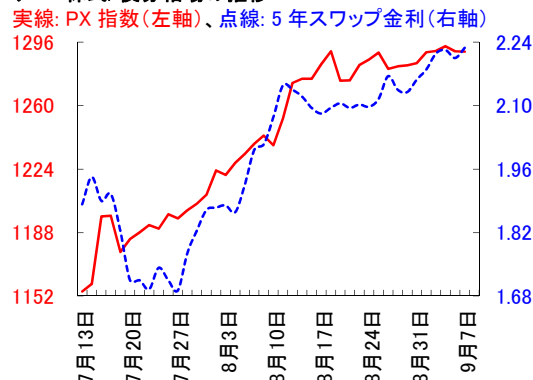
ポーランド株式/債券相場の推移



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



(資料: ロイター/ブルームバーグ)

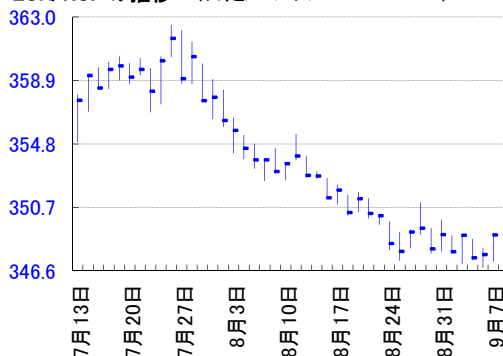
当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

金インフレの兆候は見えない」「物価は 22 年第 2 四半期以降減速する」などとも述べていた。前者の発言は、ほぼ、「嘘」と言って構わない。同国の平均賃金は、18 年～19 年と(12 カ月移動平均で見て)凡そ前月比+0.5%前後の水準を推移してきたが、コロナ禍本格化直後(20 年第 2 四半期)に同+0.2%前後まで落ち込み、足下は同+0.9%前後まで急上昇して、直近も+0.8%前後にある。前月比での比較だから、ベース効果云々の話では勿論ない。発言の后者は、なるほど、その可能性は考えられなくもないものの、半年以上先の物価低下を予言する人の言葉は、半年前に、今の物価高騰を塵ほども見込んでいなかった人の口から発せられた時、ほとんど何の重みも持たないだろう。同国立銀は、21 年通年の CPI 予想を、今年の 3 月、従来(20 年 11 月予想)の+2.6%から+3.1%に引き上げた。今年、現在まで(1～8 月暫定値)の CPI の平均は+4.0%で、残り 4 カ月の同指数が、余程下振れたとしても、通年平均で+4.0%を下回る可能性はほぼ考えられない(妥当な線として+4.4～4.8%あたりに落ち着く公算が高いだろう)。何が言いたいのかと言えば、ひとつは、ポーランド経済にとっては、ちかい将来利下げを強いられるリスクを取っても、今、利上げに踏み切った方が、中長期的な物価の安定は得られるはずであろうこと。もうひとつは、仮にそうだとした場合、ポーランド国立銀が機動的な利上げに踏み切る可能性は極めて低いということだ。もう一点、市場は完全に無視したが、EC が本気で PiS 政権を追い詰めようとしている事実は重い。与党連立の一角であった合意を既に失い、少数与党に陥った PiS 連立にとっては、EU 次世代基金を得て各種プロジェクトを立ち上げ、景気を浮揚して解散総選挙に備えるというのは、政権維持のための死活問題。一方で、司法制度改革は、PiS カチンスキ党首の悲願であると同時に、連帯ポーランドのジョブ党首/司法相の旗艦プロジェクトでもある。仮に PiS が、補助金欲しさに EC に譲歩し、司法制度改革の撤回を認めるなら、今度は、与党連立のもうひとつのパートナーである連立ポーランドまで離反、政局運営は困難から、不可能へと転落するリスクを伴う。PiS にとっては、前門の狼、後門の虎とでも言うべき苦境と言えるのではないのか。

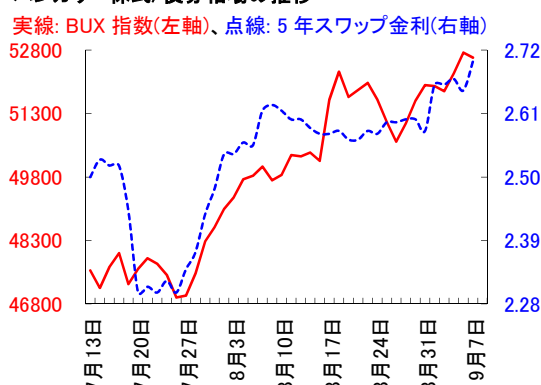
ルーマニア

ルーマニア政局が、突然、音を立てて動き出した。直前まで、焦点は 9 月 25 日の与党国民自由党(PNL)党首選に集まっており、守旧派と見られるオルバン現党首から、改革派と見られるクツ首相への党首交代が実現すれば、二重権力構造の解消という意味でも、与党連立維持という目線でも、好感されるものと見られていた。与党連立の内紛は、財政健全化/汚職撲滅に急進的と位置付けられるルーマニア救出同盟-自由統一連携等(USR-PLUS)のイオン司法相解任(2 日)を発端とした。同相が、地方投資プログラム(Anghel Saligny)に基づく 500 億レイ規模の出費の承認を拒絶したことが原因。USR-PLUS は、支出そのものに反対したわけではなく、財政出動にあたって客観的な要件に基づく透明な支出ルールを策定を求めたという。クツ首相が、USR-PLUS との調整を経ずに、いきなり同党からの閣僚を更迭するのは、4 月のヴォイクレスク保健相更迭に続いて 2 度目。事ここに至って、USR-PLUS は「連立与党にはとどまりたいが、クツ首相への信任は失った」として、(PNL に対して)首相交代を求めた。しかし、USR-PLUS の要求をはねつける形で PNL 側はクツ首相への支持をあらためて表明。3 日、USR-PLUS の協力なしに、上述投資プログラムを閣議決定してしまった。「与党連立にはとどまりたい」としながら「内閣不信任案提出」をちらつかせる USR-PLUS の戦略にも無理が感じられるが、上述の通り、例えばオルバン党首/前首相との比較で、クツ首相は改革派寄りと見られていたはずで、「代わりの首相を立てろ」と要求されても、PNL にそんなに都合のいい人材がわんさかいるとも考え難い。そもそも、足下支持率を見る限り、仮に今解散総選挙となれば、USR-PLUS が議席を減らすのは確実と見られており、USR-PLUS の要求は、空疎な「恫喝」に過ぎないようにも見えた。ところが、3 日、同党は、同党選出の 5 閣僚を未だ閣内に残留させたまま、(極右?)ルーマニア人統一連盟(AUR)と組んで、内閣不信任案を提出してしまった。「自党選出の閣僚を置きながら内閣不信任案を提出」した USR-PLUS に対す

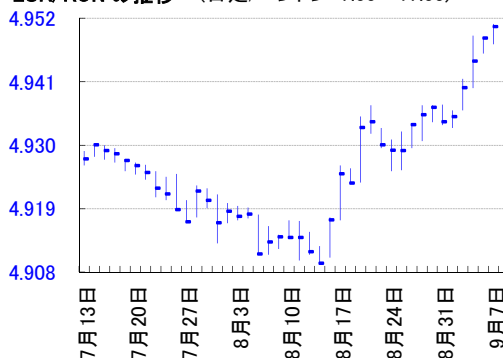
EUR/HUF の推移 (日足/ロンドン 7:00～17:00)



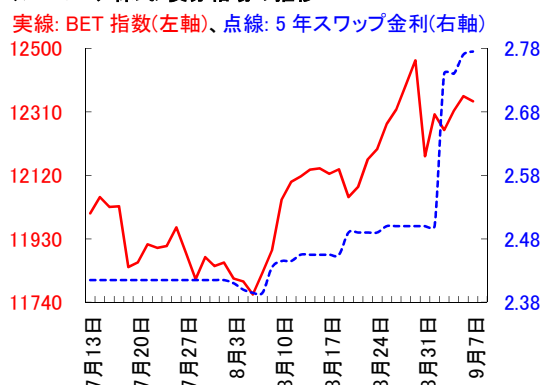
ハンガリー株式/債券相場の推移



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。

る風当たりは強く、結局、同党は、7 日、与党連立離脱(=閣僚の引き揚げ)を発表。これをもって与党連立は正式に崩壊することになった。クツ首相は、今後、45 日以内に、改造新内閣に対する信任(下院の絶対過半数=166 票)を得る必要があるが、USR-PLUS の支持を欠いて、必要な票を集められる可能性は低い。もしくは、新内閣の信任に失敗する前に、USR-PLUS と AUR が共同で提出した内閣不信任案が成立する可能性も十分に考えられる。最大野党(最大政党でもある)社会民主党(PSD)が、同不信任案に賛成する姿勢を示しているからだ。ただし、内閣信任不成立/不信任成立から、解散総選挙への道程は、実は遠い。同国では、内閣信任に 2 回連続で失敗しないと議会解散ができないからだ。昨年春にも、ヨハニス大統領は、PNL の支持率上昇の勢いを買って、解散総選挙実施を試みたが、時間を浪費している間にコロナ禍が深刻さを増し、「政局よりも、挙国一致でコロナ対策を優先すべき」という論調に押されて、解散を断念した経緯があった。今後の見通しについては、正直、よくわからないとしか言いようがない。25 日の PNL 党首選がひとつの焦点になるのは間違いないさそうだが、クツ首相の当選は、PNL の USR-PLUS の要求に対する最終的な「拒絶」となろうし、かと言って、オルバン党首の続投(首相就任?)が、同国政治改革、汚職排斥への前進と受け止められるものか(従って USR-PLUS にとって好ましいものか)、定かでない。オルバン党首(或いはクツ党首)の下で、USR-PLUS が容認できる人物が首相を務めるという可能性も、考えられなくはないものの、残念ながら、今の時点で、そのような首相候補を思いつかない。なお、万が一、解散総選挙ということになるのであれば、まだ、当分(少なくとも向こう数ヵ月以上は)先のことではあろうが、足下世論調査の結果からは、PSD が再び第 1 党の座を占める可能性が高い。その場合、再び、年金/公務員賃金引き上げなどのばらまきによる財政悪化懸念が浮上しよう。ただ、仮に第 1 党の座を確保しても、SPD の単独過半数確保も、与党連立パートナーを見つけることも容易ではないはず。一方で、中道右派連立が再び成立する保証もどこにもない。AUR が比較的高い支持率を維持している現状に鑑みると、左派、中道右派、(極)右が三つ巴で入り乱れ、連立交渉が成立しないまま、政治空白が長引く可能性すら考えられるだろう。現時点で、ルーマニア政局に関しては、「不透明」という言葉しか思いつかないが、当然、通貨市場がそれを好感するはずもなく、足下レイは明確な下落基調を確立してしまったし、レイ安が一服するきっかけも、目処も、少なくとも現時点で、全く想定できない。

中/東欧通貨週報

2021 年 9 月 8 日 | みずほ銀行欧州資金部

MIZUHO

<主要経済指標>

月日	GMT	指標	期間	発表	予想*	前回	修正
8/20	7:20	PL 財政収支 (PLN/年初来)	7月	+35253mln		+27991mln	
8/19	8:00	PL 鉱工業生産販売(前年比)	7月	+9.8%	+10.3%	+18.4%	
8/20	8:00	PL 小売売上高(前年比)	7月	+3.9%	+4.7%	+8.6%	
8/24	8:00	PL 失業率	7月	5.8%	5.8%	5.9%	
	12:00	HU 国立銀基準金利		1.50%	1.50%	1.20%	
8/31	7:00	CZ GDP(前年比)	Q2 P	+8.2%	+7.8%	-2.4%	
	8:00	PL CPI(前年比)	8月 P	+5.4%	+5.1%	+5.0%	
	8:00	PL GDP(前年比)	Q2 F	+11.1%	+10.9%	-0.9%	
9/1	6:00	RO 失業率	7月	5.1%		5.2%	5.0%
	7:00	HU 貿易収支(EUR)	6月 F	+629mln	+680mln	+68mln	
	7:00	HU GDP(前年比)	Q2 F	+17.9%	+17.9%	-2.1%	
	12:00	CZ 財政収支(CZK/年初来)	8月	-298.1bn		-279.4bn	
9/3	6:00	RO 小売売上高(前年比)	7月	+8.1%		+13.6%	+12.6%
	7:00	HU 小売売上高(前年比)	7月	+3.0%	+3.5%	+5.8%	
9/6	7:00	CZ 貿易収支(CZK)	7月	-7.2bn	-4.8bn	-6.9bn	-6.1bn
	7:00	CZ 鉱工業生産(前年比)	7月	+1.1%	+0.7%	+11.4%	+11.1%
	7:00	CZ 失業率	8月	3.6%		3.7%	
9/7	6:00	RO GDP(前年比)	Q2 P	+13.0%	+13.0%	-0.2%	
	7:00	CZ 小売売上高(前年比)	7月	+1.5%	+3.6%	+9.7%	+9.3%
	7:00	HU 鉱工業生産(前年比)	7月	+10.2%	+11.5%	+18.6%	
9/8	7:00	HU 貿易収支(EUR)	7月 P			+629mln	
	7:00	HU CPI(前年比)	8月		+4.7%	+4.6%	
	9:00	HU 財政収支(HUF/年初来)	8月			-1803.7bn	
		PL 国立銀1週間物レボ金利			0.10%	0.10%	
9/9	6:00	RO 貿易収支(EUR)	7月			-1843.9mln	
9/10	6:00	RO CPI(前年比)	8月		+5.20%	+4.95%	
	7:00	CZ CPI(前年比)	8月		+3.6%	+3.4%	
9/13	8:00	CZ 経常収支(CZK)	7月			-12.84%	
	12:00	PL 経常収支(EUR)	7月			+281mln	
	12:00	PL 貿易収支(EUR)	7月			+761mln	
		RO 経常収支(EUR/年初来)	7月			-7040mln	
9/14	6:00	RO 鉱工業生産(前年比)	7月			+12.5%	
		HU 経常収支(EUR)	7月			+154.6mln	
9/15	8:00	PL CPI(前年比)	8月 F		+5.4%	+5.0%	
9/16 - 9/30		PL 財政収支(PLN/年初来)	8月			+35253mln	
9/20	8:00	PL 鉱工業生産販売(前年比)	8月			+9.8%	
9/21	8:00	PL 小売売上高(前年比)	8月			+3.9%	
	12:00	HU 国立銀基準金利				1.50%	

(* 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)

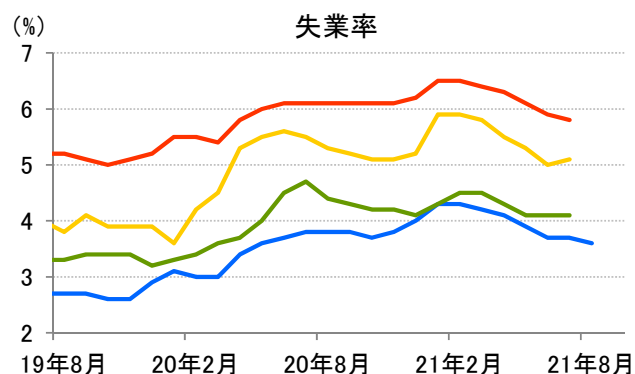
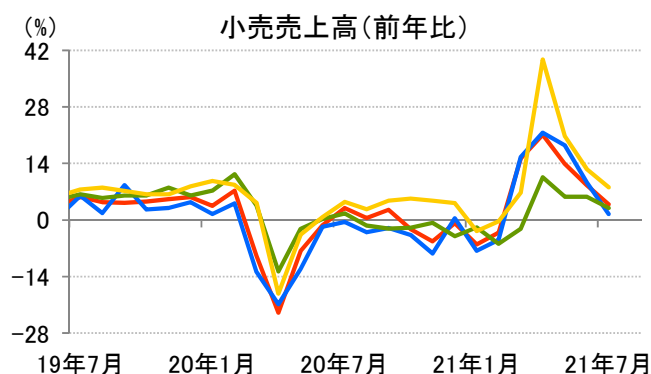
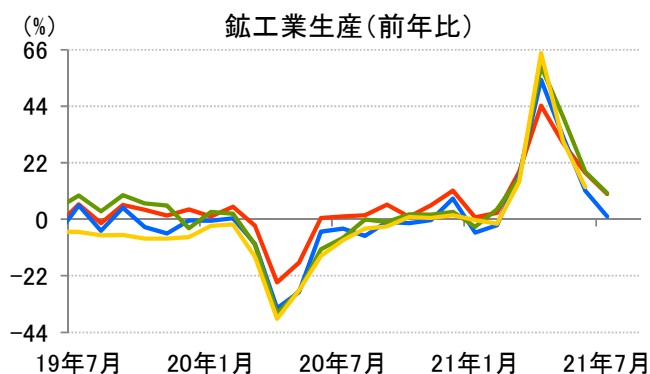
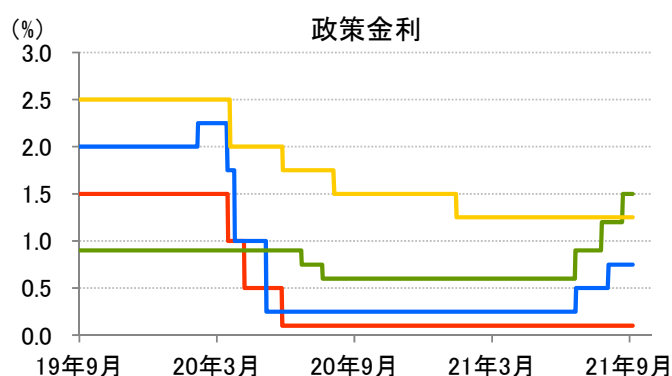
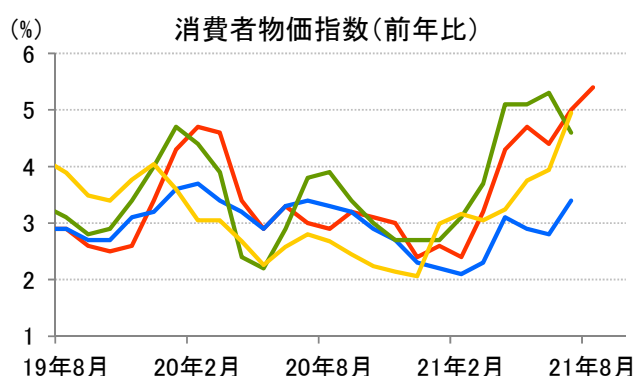
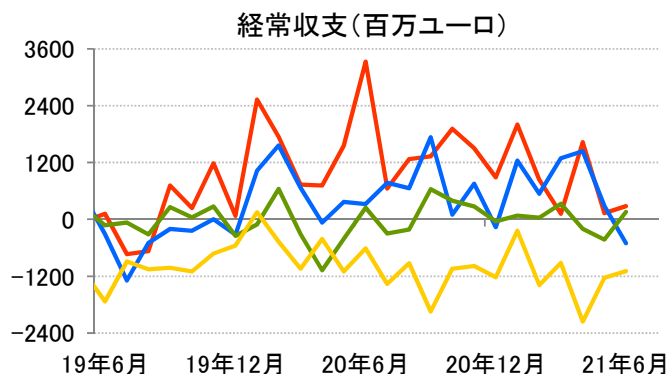
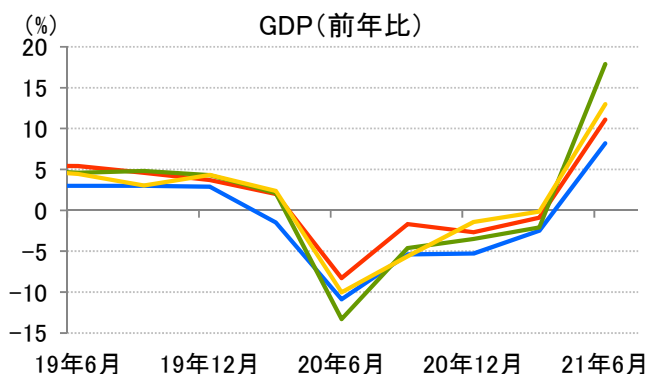
当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

中/東欧通貨週報

2021年9月8日 | みずほ銀行欧州資金部

MIZUHO

<主要経済指標の推移>



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。