

## ポーランド

<過去 1 週間の動き> (9 月 8 日～9 月 14 日)

EUR/PLN: 4.5100 ~ 4.5561

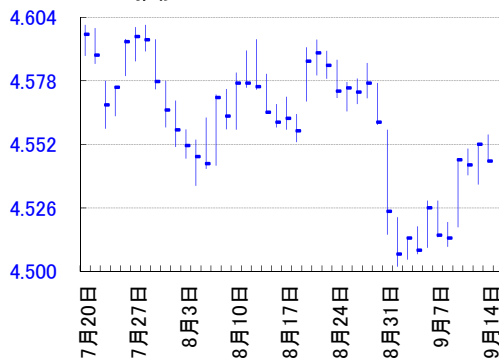
過去 1 週間のポーランド・ズロチ相場は、下落。ポーランド国立銀グラピンスキ総裁が、同銀金融政策委員会直前(7 日前～)の緘口令(ブラックアウト)期間にもかかわらず、(9 月の)利上げは「危険」と明言した時点で、8 日の政策金利(1 週間物レポ金利)0.10%据え置きは、ほぼ確定事項だった。実際に金利据え置きが発表された時点で、ズロチはほぼ無反応だった。ズロチが水準を切り下げたのは、翌 9 日、予定された記者会見で、グラピンスキ総裁が、(現時点での)利上げを「教科書的な間違い」と評し、足下物価上昇は、燃料、食品、電力、廃棄物処理などの外的要因がもたらしたもので、金融政策(利上げ)で抑制できるものではないと、従来からの主張を繰り返した。物価は来年急減速し、来年末には誘導目標(+2.5±1%)に収束するとの主張も従来通り。ただ、この日、EU のグリーン政策(石炭から天然ガスへの移行促進)を物価押し上げ要因として批判、ポーランド経済を衰退させ、ロシアに利をもたらすなどと述べたのは、今までになかった(少なくとも公の場で聞いた記憶はない)新しい主張と言えた。結局、同総裁は、「足下ポーランドの物価上昇は中銀のせいではないし、(物価抑制のために)中銀にできることはなにもない」との従来からの主張を繰り返したに過ぎないものの、一連の発言を受けて、ズロチは明確に水準を切り下げたことになる。同総裁は、ズロチの現行水準は、ポーランドの輸出競争力に寄与しており、満足しているという趣旨の発言も繰り返していた。この点も、この間のズロチ軟調に少なからず貢献したことだろう。

<向こう 1 週間の見通し> (9 月 15 日～9 月 21 日)

EUR/PLN: 4.540 ~ 4.585

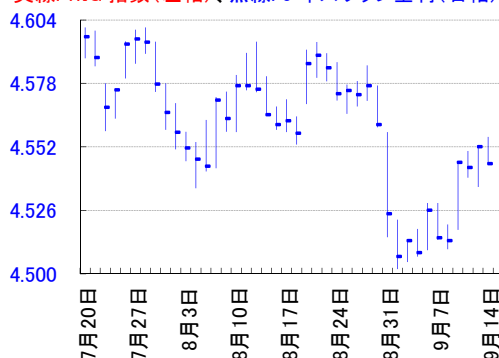
向こう 1 週間のポーランド・ズロチ相場は、続落を予想。上述、9 日の記者会見で、グラピンスキ総裁は、「11 月の国立銀経済予想が(金融政策動向に)大きな示唆を与える」と述べるのと同時に、「その次は 3 月の経済予想(が重要な示唆を与えること)になる」と、随分気の早い発言をしていた。先週ここで解説したことの繰り返しになるが、今年 3 月の同予想は、昨年 11 月の 21 年 CPI 予想、GDP 予想を、それぞれ+2.50%、+2.65%から+3.15%、+3.95%に上方修正した。更にその予想は、7 月に+4.10%、+4.95%に上方修正され、11 月の予想でも(小幅ながら)少なからず上方修正される可能性が高い(特に CPI 予想)。その上で、グラピンスキ総裁は、おそらく、「3 月の国立銀予想を見極める必要がある」とでも言うのではないか。金融政策に「中期的な目線」という名の恣意はつきものだし、足下物価の上げ下げに翻弄されて中銀が右往左往することが良いことだとも思わない。しかし、ポーランド国立銀とグラピンスキのそれは、現実「無視」の領域に達しているように思われる。来年 6 月の同総裁任期満了までは、こうした現実逃避は続く可能性が高いし、それまでに解散総選挙がなければ、もう 6 年、その「豊かな想像力」を駆使した金融政策が継続される可能性も現実的に考えられる。また、ズロチは引き続き関心を示さなかったものの、この間、ポーランド経済の背後には、さまざまな問題が大きな影を落としていた。ひとつは、勿論、法の支配を巡る欧州委員会との確執が、欧州司法裁判所に対する「懲罰金」課金申請という段階まで来ている事実。並行して、コロナ復興基金(EU 次世代基金)に基づく補助金配分のプログラム審査は止まったままだ(懲罰金を支払わないなら補助金から差し引くという含みあり)。加えて、同国金融システムに重大な混乱を招きかねない外貨(主にスイス・フラン)建住宅ローン問題に関する国内裁判所の司法判断は、(上述、法の支配を巡る野党寄り判事たちの抵抗も観測されており)結論を得ないままずっと先延ばしになっている。更に今般、ポーランド燃料規制当局(URE)が、来年度、家庭向け燃料価格の引き上げ幅が二桁に上る可能性を仄めかした(13 日)ことも、グラピンスキ総裁は無視する可能性が高いものの、ポーランド物価の先行きを占う上で、頭の痛い材料には違いないだろう。

EUR/PLN の推移 (日足/ロンドン 7:00～17:00)

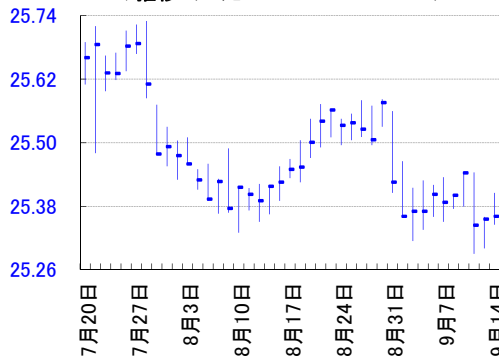


ポーランド株式/債券相場の推移

実線: WIG 指数(左軸)、点線: 5 年スワップ金利(右軸)

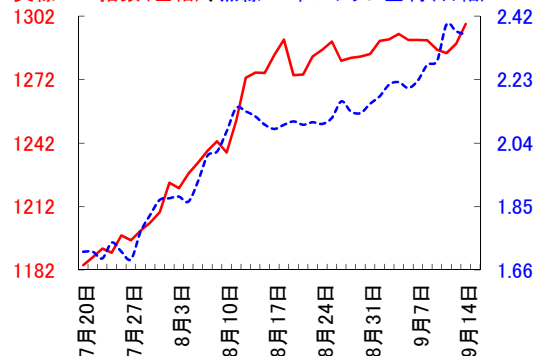


EUR/CZK の推移 (日足/ロンドン 7:00～17:00)



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。

## チェコ

10 日発表されたチェコ 8 月 CPI は前年比+4.1%と、前月の同+3.4%、市場予想の同+3.6%を大幅に上振れた。直後からコロナは急騰、同日中に 3 カ月ぶりの高値となる 25.290(対ユーロ)まで上伸した。コロナ上昇の背景には、チェコ国立銀による利上げ観測が勿論あった。期近物金利先渡取引(1×4 カ月物 FRA)の上げ幅は+8b.p.弱にとどまったが、同年末越えの(4×7 カ月物 FRA)のそれは、翌日までに+20b.p.弱に及んだ。現在までに、市場は、今年末の政策金利(1 週間物レポ金利)を 1.75%前後(現状からは+100b.p.)と見込んでいることになる。つまり、年内あと 3 回ある金融政策委員会の、少なくとも 1 回で、+50b.p.の利上げに踏み切ることを織り込んだ格好。こうした市場の読みを裏付けるかのように、チェコ国立銀ニデツキ副総裁は、10 日、「現時点での(金融政策委員会における)争点は、(利上げの是非ではなく)利上げ幅(+25b.p.か+50b.p.かの判断)にある」と述べた。ただし、コロナ上昇は 10 日だけで一服。向こう 1 年を見れば、市場の利上げ織り込みは少なく見積もっても+175b.p.にも及ぶが、いくら 1 年先のこととはいえ、僅か 1 週間あまりで+50b.p.もの追加利上げ期待を織り込む動きは極端な印象が強く、利上げ期待を追い風としたコロナ押し上げ余地に、いよいよ限界が見えてきたようにも感じられる値動きだった。

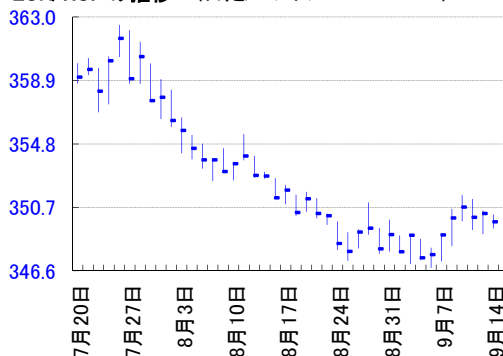
## ハンガリー

フォロントの為替フォワード市場が、8 日、突然大荒れとなった。フォワード水準は、主に、2 国間の金利差によって変動するが、一連の値動きは、ユーロとの金利差が一気に縮小したことを意味した。1 カ月物ユーロ/フォロントの直前までのフォワードポイントは、例えば当該期間のユーロ金利を-0.5%とすれば、同フォロントの金利は+0.5%前後で推移していた。そのフォロント金利が一気に-0.4%近傍にまで低下してしまったのだ。これは、外貨(ユーロ)需給の逼迫を反映した動きで、フォロントの金利が下がったと考えるよりは、ユーロ金利が上がったと考えた方が分かり易いかもしれない。雑駁な試算で、フォロント金利が+0.5%のままだったと仮定すると、ユーロ金利は+0.4%前後まで上昇した計算になる。実際の 1 カ月物フォロント市場金利は、ハンガリー国立銀による相次ぐ利上げを受けて+1.5%前後まで上がっているの、それを前提に試算するのなら、フォロントを実際の市場金利(+1.5%)で 1 カ月間預け入れる代償として、1.4%前後の金利を当該期間のユーロ借入に支払う必要に迫られたということになる。(ドルやユーロなどの)ハードカレンシーの資金繰りの逼迫を反映したこうした値動きは、通常、年末に現れ易いが、ただの四半期末に、しかも、その四半期末までまた 3 週間以上もある時点で、このような値動きが見られるのは珍しいことと言えるだろう。それだけ、(フォロントを保有する)ハンガリー国内勢の、ユーロ資金手当てに対する不安の強さを示したと言え、前後してフォロントは対ユーロでじわじわと下落。一連の混乱に対して、ハンガリー国立銀は、8 日、無制限のユーロ流動性供給を実施すると発表。13 日には、ハンガリー債務管理局が今年度の外貨建国債発行額の上限を 18 億ユーロから 45 億ユーロに引き上げるとした。一連のユーロ資金逼迫の背景に、コロナ復興基金(EU 次世代基金)の配分を当て込んでいたユーロ建負債の存在も考えられた。それが事実と仮定して、確かに同基金の配分は、同プログラムの審査の遅延により大幅に遅れているものの、正直、このタイミングで、誰がユーロ資金の入金を当てにしていたのが、詳しいことはわからなかった。

## ルーマニア

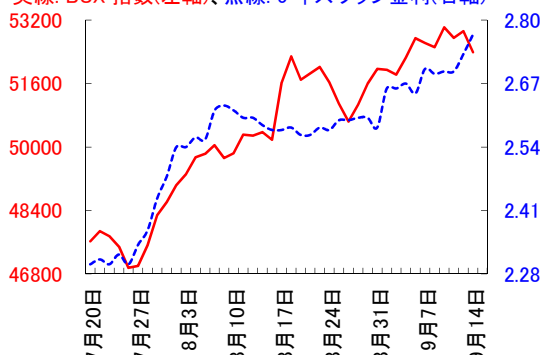
10 日、ルーマニア 8 月 CPI は、7 月の前年比+4.95%、市場予想同+5.20%のところ、同+5.25%と発表された。小幅ではあるものの、強めの予想が、更に上振れた格好。ルーマニア国立銀の物価誘導目標は+2.5±1%で、同国物価が誘導目標の上限を上抜けるのは、これで 4 カ月連続、しかも、月を追う毎に上振れ幅は拡大している。物価の予想外の上振れ、高止まりは、当週報で追っている中/東欧 4 カ国(ポーランド、チェコ、ハンガリー、ルーマニア)に共通して

EUR/HUF の推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)

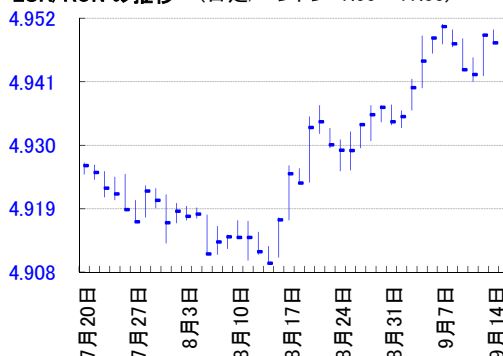


ハンガリー株式/債券相場の推移

実線: BUX 指数(左軸)、点線: 5 年スワップ金利(右軸)

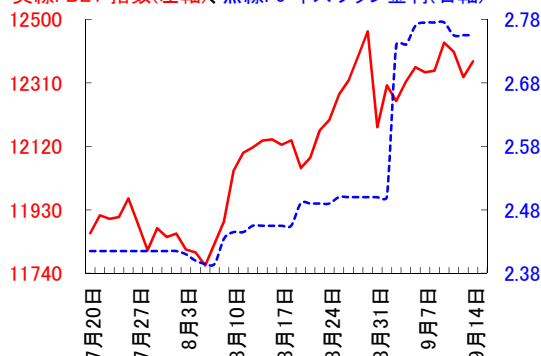


EUR/RON の推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)



ルーマニア株式/債券相場の推移

実線: BET 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。

いるが、チェコ、ハンガリーとポーランド、ルーマニアとでは、金融政策当局の対応がすっぱり分かれる。ルーマニア国立銀も、ポーランド国立銀同様、足下物価急騰を看過して、政策金利を据え置きにしている口だが、そもそも、その政策金利水準は、ポーランドの 0.10% に比して、ルーマニアは 1.25% と明確に異なる。更に、ポーランドと異なるのは、つい今般も、物価上振れにもかかわらず、「利上げは危険」「物価上昇は利上げで抑制できない」と頑なに利上げの可能性を拒否したポーランド国立銀（グラピンスキ総裁など）とは対照的に、ルーマニア国立銀イザレスク総裁は、10 日、「利上げは視野に入っている」と述べていたこと。こうした差は、勿論、各国立銀の個性の差にも根差すものであろうが、ルーマニアの場合、与党連立が分裂、内閣不信任案が提出されるという政局不透明感の中で、レイが（対ユーロで）史上最安値を更新中（これ以上のレイ安進行を看過できない）という事情もあっただろう。従来、ルーマニア国立銀が利上げを躊躇する大きな要因が、金利上昇が同国への「不必要な」投資資金流入を促し、（為替を含む）同国資産市場のボラティリティを高める（乱高下を招く）可能性にあったので、レイが史上最安値圏にある現状は、「利上げに向けたハードルが低くなった」状態には違いあるまい。それでも、10 日に前後してレイは、若干の反発を見せたものの、翌 11 日には再び下落。現在まで史上最安値更新にまでは及ばないものの、史上最安値圏と言える水準に膠着している。

## <主要経済指標>

| 月日          | GMT   | 指標                | 期間   | 発表         | 予想*      | 前回         | 修正         |
|-------------|-------|-------------------|------|------------|----------|------------|------------|
| 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 | -193mln    |          | +629mln    |            |
|             | 7:00  | HU CPI (前年比)      | 8月   | +4.9%      | +4.7%    | +4.6%      |            |
|             | 9:00  | HU 財政収支 (HUF/年初来) | 8月   | -1900.7bn  |          | -1803.7bn  |            |
|             |       | PL 国立銀1週間物レボ金利    |      | 0.10%      | 0.10%    | 0.10%      |            |
| 9/9         | 6:00  | RO 貿易収支 (EUR)     | 7月   | -2185.6mln |          | -1843.9mln | -1838.8mln |
| 9/10        | 6:00  | RO CPI (前年比)      | 8月   | +5.25%     | +5.20%   | +4.95%     |            |
|             | 7:00  | CZ CPI (前年比)      | 8月   | +4.1%      | +3.6%    | +3.4%      |            |
| 9/13        | 8:00  | CZ 経常収支 (CZK)     | 7月   | -19.54bn   | -14.70bn | -12.84%    | -10.07bn   |
|             | 9:30  | RO 経常収支 (EUR/年初来) | 7月   | -9057mln   |          | -7040mln   |            |
|             | 12:00 | PL 経常収支 (EUR)     | 7月   | -1827mln   | -180mln  | +281mln    |            |
|             | 12:00 | PL 貿易収支 (EUR)     | 7月   | -714mln    | +341mln  | +761mln    |            |
| 9/14        | 6:00  | RO 鉱工業生産 (前年比)    | 7月   | +5.9%      | +6.7%    | +12.5%     |            |
|             | 9:04  | HU 経常収支 (EUR)     | 7月   | -267.1mln  |          | +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%      |            |
| 9/23        | 8:00  | PL 失業率            | 8月   |            |          | 5.8%       |            |

(\* 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。

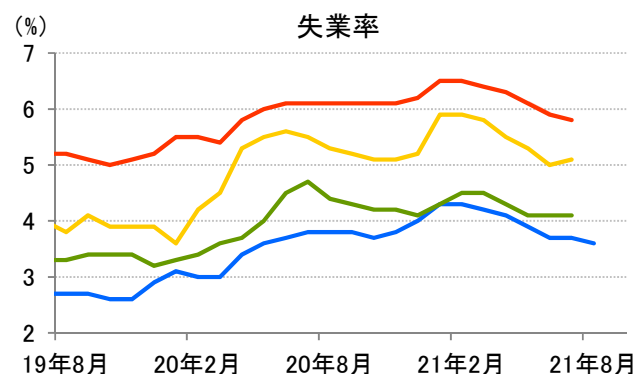
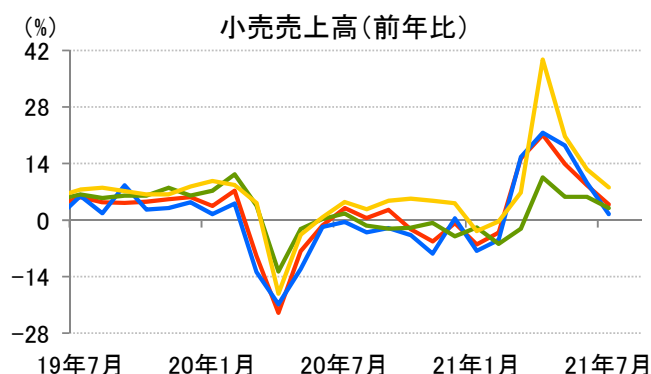
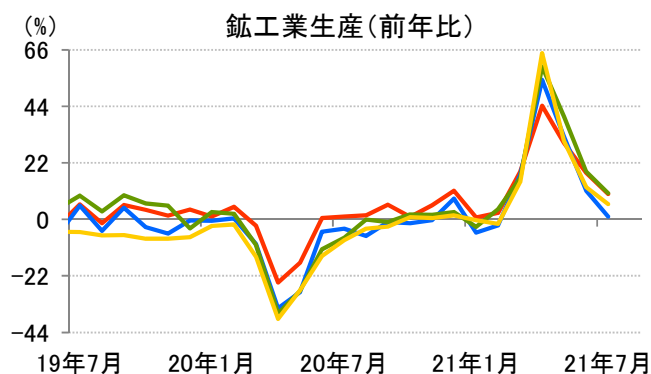
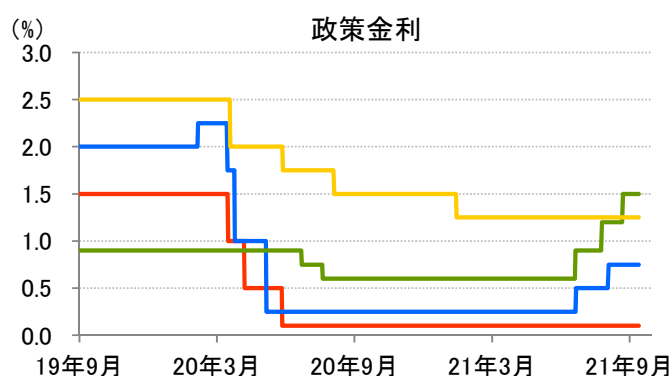
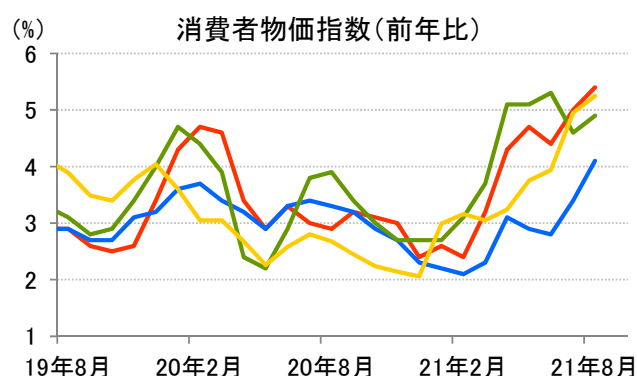
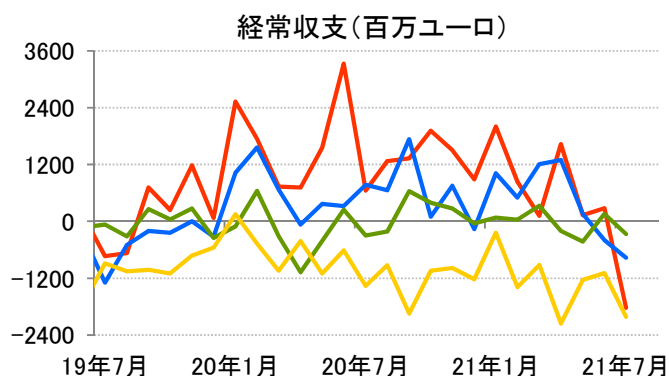
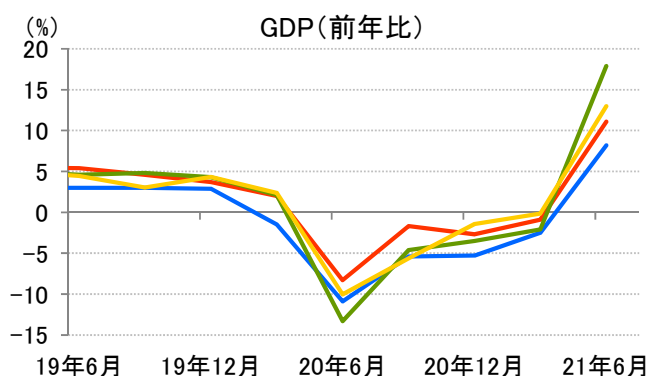


# 中/東欧通貨週報

2021年9月15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。