

## ポーランド

＜過去 2 週間の動き＞ (10 月 27 日～11 月 9 日)

EUR/PLN: 4.5690 ~ 4.6330

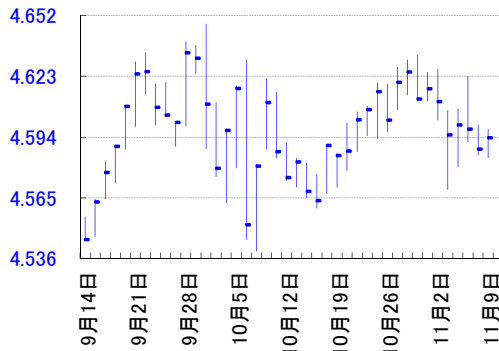
過去 1 週間のポーランド・ズロチ相場は、10 月末までじわじわとした続落を続けたものの、11 月に入ってあっさり反発。荒っぽい上下動を見せながらも、その後、堅調気味の推移を続けている。金融政策は、豹変したように大幅利上げに踏み切り、その背景に、モラヴィエツキ首相やミューラー内閣報道官ら政治サイドからの「物価をなんとかしろ」発言が作用したことは想像に難くない。これまでの頑ななインフレ看過姿勢が、おそらく、政治当局の思惑を忖度した結果（政治家というのは、原則、成長を抑制する利上げを嫌がるもの）であった可能性を考えると、所詮は政治の言いなりで、そこに何の信念もなかったのかと思う。グラピンスキ総裁が「何を持ってしても(Whatever it takes)」物価を抑制する(3 日)などと口走るのを聞くと、これが「(自身の)任期が満了する 2022 年 6 月まで利上げは必要ない」「(9 月の時点で)利上げをするのは教科書的な間違い」と言い切っていた、同じ人とは思えない。その同じ口が、「全てが追加利上げは不要であることを示している」などと言ったとの報(5 日)を、読み違えでなければ、何かの冗談とも思ふ他なかった。3 日のポーランド国立銀大幅利上げ(0.50→1.25%)を受けて急騰、その後反落していたズロチは、5 日の上述総裁発言を受けて続落した。法の支配を巡る EU との確執は、金融政策以上に收拾のつかない泥沼になっているが、こちらの方は、ズロチに与えた影響は限定的に見えた。27 日、欧州司法裁判所(ECJ)は、7 月に同裁判所が下したポーランド最高裁判所の懲罰廃止命令を無視し続ける同国政府に対し、日額 100 万ユーロの罰金を課すと発表。チェコ国境トウルフ炭鉱閉鎖命令を無視し続けた結果果たされた罰金と合わせ、これで、同国は、日額 150 万ユーロの罰金を日々積み上げていくことになる。こうした措置を受け、同国のカレタ司法副大臣は、9 日、「EU の会費の支払いを止める可能性も検討する」と述べた。会費(英訳は membership fee)というのは、EU 予算への拠出金を意味すると思われるが、EU がコロナ復興基金(EU 次世代基金)の払い込みを保留し、日額 150 万ユーロもの罰金を果すというなら、ポーランドも拠出金の支払いを差し止めるという意味であろう。ポーランド憲法裁判所が、ECJ 判断よりもポーランド憲法の優位を判決した(10 月 7 日)時点で、もはや、何が起きても驚くに足りないのはわかっていたつもりだが、「とうとうここまで来たか」とため息をつかずにいられなかった。言うまでもなく、ポーランドは拠出金 45.2 億ユーロに対し、年間 148.8 億ユーロの予算配分を受けている EU 最大(実額で)の補助金純受給国(2014～2020 年平均)で、その規模は同国経済(GDP)の実に 2.2%にも上る(つまり、同国成長率を毎年平均 2.2%ずつ押し上げてきたと考えられる)。同国が 45 億の支払いを拒否するとしたら、どうして、EU が 148 億の補助金を支給するだろうか？同司法副大臣の頭の中をのぞいてみたい。勿論、司法副大臣(政府の代表としては小物)の発言が、ポーランド政府の方針を代弁するわけでもなく、同発言も、よく言えば駆け引き、悪く言えば恫喝の範囲を出ないであろう。それにしても、ズロチが、一連のやり取りをほぼ無視するかのように、堅調気味の推移を続けている現状をどう理解したものか、途方に暮れる他ない。

＜向こう 1 週間の見通し＞ (11 月 10 日～11 月 16 日)

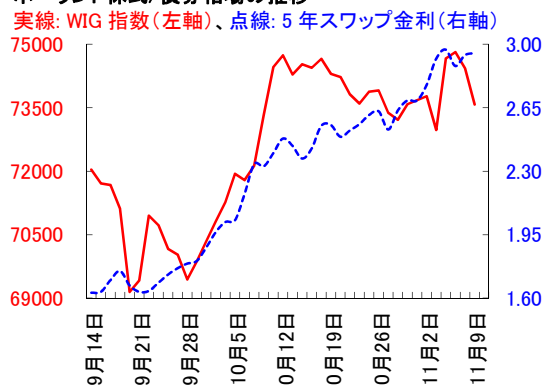
EUR/PLN: 4.585 ~ 4.635

向こう 1 週間のポーランド・ズロチ相場は、下落を予想。今のポーランドで起きていることと、足元ズロチの値動きとを整合的に理解するのは難しいように感じられる。であるなら、それがポーランド経済にとって良いことなのか、悪いことなのか、自分の頭で判断するしかない。ポーランド国立銀の豹変も、「身の程をわきまえない」EU との駆け引きも、最終的に同国に利をもたらすとは考え難い。唯一のチャンネルとして、現法と正義(PiS)政権の暴走が、政権交代を促し、誕生した親 EU 政権が EU との関係を立て直す可能性には、前向きな期待が抱けるものの、早くとも数四半期先、予定通りなら 2023 年秋に予定される総選挙以降の可能性ということになる。もっとも、東欧諸国との融和的な姿勢を

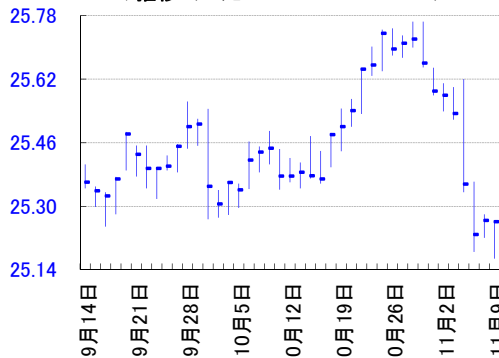
EUR/PLN の推移 (日足/ロンドン 7:00～17:00)



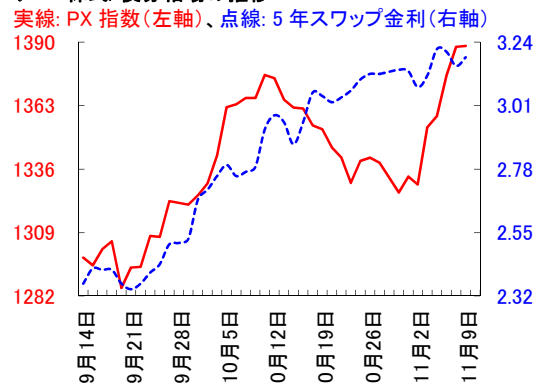
ポーランド株式/債券相場の推移



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。

支え続けてきたメルケル独首相の引退、ポーランドとは一蓮托生の関係にあるオルバン首相率いるハンガリー市民民主連盟(フィデス)の下野(次期総選挙は来春)など、23 年秋を待つ間にも、状況の変化(進展)を示すサインポストはいくつか観察できる可能性もある。

## チェコ

チェコ国立銀金融政策委員会は、4 日、政策金利(2 週間物レポ金利)を一気に 125b.p.引き上げ、2.75%とした。市場予想の中央値は、+75b.p.で、逆に+50b.p.の小幅利上げを予想する見方と割れていたため、これは予想を明確に上回る大幅利上げと言えた。この決定を受けてコルナは急騰、5 日までに対ユーロで昨年 2 月来(コロナ禍以前)の高値を更新する 25.185 まで上昇した(9 日には 25.168 まで)。チェコ国立銀による利上げ予想は、今年 6 月に利上げ開始に踏み切る以前から、常に、大きく膨らみ、実際に利上げが行われるたびに、更に大きく膨らむという過程を繰り返したにもかかわらず、その期待感は、あたかも尽きることがないかのごとく膨らみ続け、今般もまた、予想を大幅に上回る利上げが実施されたそばから、追加利上げが観測されている。ただ、一方で、年初来、利上げ期待が着実に押し上げてきたコルナの上昇は、尽きることのない追加利上げ観測とは裏腹に、(利上げが始まった)6 月以降、見るからに勢いを失ってしまった。5 日以降のコルナ上昇も、予想外的大幅利上げの結果と言うよりも、利上げに先駆けること 2 週間余り、10 月 21 日に同国立銀が発表した外貨準備売却方針の真意が、市場に浸透した結果ではないかと思われた。この点に関し同銀ラスノク総裁は、5 日、興味深い発言をしていた。いわく、外貨準備(売却)は金融政策手法の一部であり得るものの、現時点で総裁自身は、そのような見方をしていない=金融政策としての外貨売り=コルナ高誘導を意図してはいないという内容。市場が、2013 年 11 月から 2017 年 4 月まで実施されたコルナ上限策による物価押し上げの鏡の反面を今般の外準放出に見るのは自然な流れと言えるし、同総裁の逆説的な説明が、はからずしも、そうした認識を市場に広げたと読むのは、深読みが過ぎるであろうか。

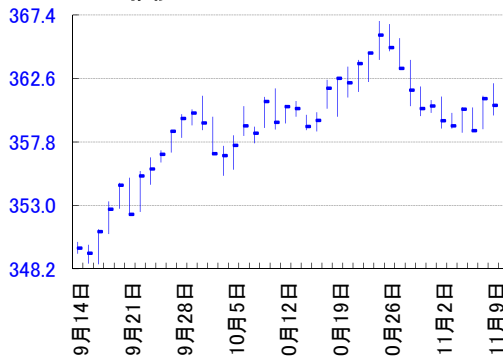
## ハンガリー

9 日発表されたハンガリー10 月 CPI は、前年比+6.5%と市場予想(同+6.2%)を上振れた。同域では、ポーランド(同+6.8%)、ルーマニア(同+6.29%)と、+6%台の CPI も見慣れた感があり、特段驚きもなかったが、利上げ幅を+30b.p.(7/8 月から+15b.p.(9/10 月))に引き下げたハンガリー国立銀に対しては、同指数の発表を受け、再び利上げ幅を切り上げる可能性が観測され始めている。政策金利が 1.80%から、1.95%に上がろうと、2.10%に上がろうと、物価が+6.2%の時に大して違いもしないだろうと思う一方、中銀が物価抑制に向けた意欲を明確に示すことは大事であろう。それに、ポーランド国立銀やチェコ国立銀が今月したように、大幅利上げの予想を更に上回る大幅利上げに踏み切る可能性も考えられないわけではない。ただし、同国の場合、来春に総選挙を控えているのは、ひとつ、利上げを難しくする要因だし、2018 年に実施した金利スワップ入札の残高が、市場金利が上がれば上がるほど同国立銀に実損をもたらす事実(例えば 6 ヵ月 Bubor=2.25%の現状で、年間 95 億フォリント)も、同銀が思う存分利上げに踏み切れない足枷と読めよう。仮に市場が、同銀の「腰が引けている」と読めば、それがフォリント安を招く結果になり、それがますます同国(輸入)物価を押し上げる悪循環を招く恐れも考えられないわけではない。

## ルーマニア

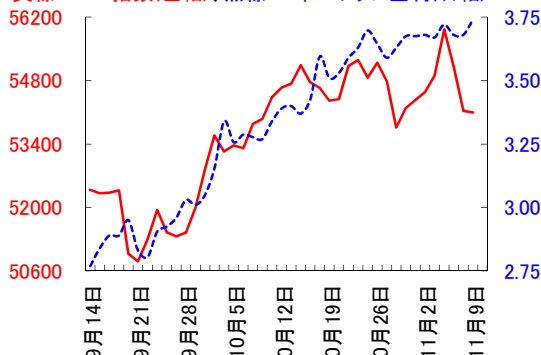
ルーマニア救出同盟(USR)チョロシュ党首の内閣信任獲得失敗(10 月 20 日)を受けて組閣に乗り出した国民自由党(PNL)のチウカ防衛相は、11 月3日に予定された内閣信任投票に諮る前に、組閣を断念した(1 日)。仮に続けて 2 度目の内閣信任に失敗すれば、解散総選挙に踏み切ることになったはずだが、チウカ防衛相はそうなる可能性を見越して、回避したかった模様。こうした経緯を経て、最大野党である(実のところ現時点で最大政党でもある)社会民主党(PSD)と現与党である PNL が大連立を組む可能性が、現在までに現実的に検

EUR/HUF の推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)

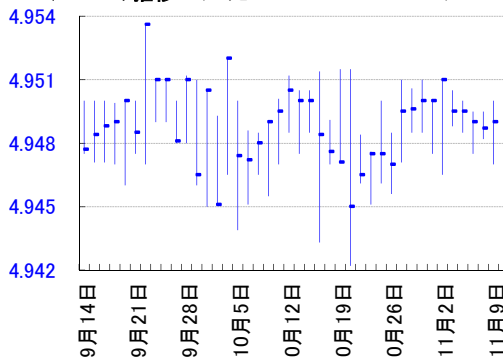


ハンガリー株式/債券相場の推移

実線: BUX 指数(左軸)、点線: 5 年スワップ金利(右軸)

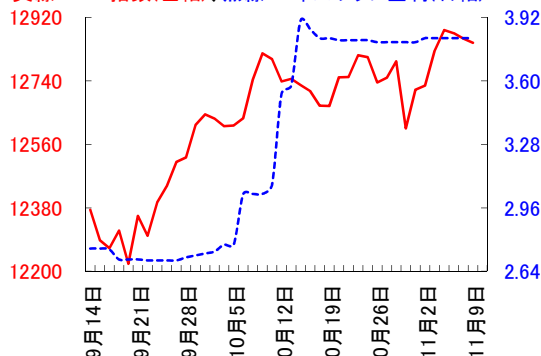


EUR/RON の推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)



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。

討されつつある。同国におけるコロナ禍が、周辺国との比較でも、突出して悪化している現状に鑑み、挙国一致で難局にあたるべきとの機運が高まっているようだ。まずは連立交渉の行方を見守るしかあるまい。大連立と言えば、議席数という目線では(少数内閣よりは)安定的な政局運営も期待できそうだが、コロナ対策という共通の目標がある間はともかく、コロナ禍が落ち着きを見せた途端に、政策の食い違いが露見しそうでもある。

ルーマニア国立銀は、9 日、追加利上げに踏み切った。ただし、利上げ幅は市場予想の中央値(+50b.p.)を下回る 25b.p.にとどまった(利上げ後 1.75%)。レイの反応はというと、小動きで明確な方向感はず。ここもと、ポーランド国立銀(3 日)、チェコ国立銀(4 日)が、立て続けに、市場予想を明確に上回る大幅利上げに踏み切っていたことから、市場の側に「ルーマニアも？」という期待感が勝手に盛り上がっていただけだったのかもしれない。9 月以降、レイは 4.95 水準(対ユーロ)に張り付くような膠着を続けており、そもそもルーマニア国立銀金融政策に対する通貨市場の関心が高かったようにも思われなかった。

## <主要経済指標>

| 月日            | GMT   | 指標               | 期間   | 発表         | 予想*     | 前回         | 修正      |
|---------------|-------|------------------|------|------------|---------|------------|---------|
| 10/20         | 8:00  | PL 鉱工業生産販売(前年比)  | 9月   | +8.8%      | +8.0%   | +13.2%     |         |
| 10/21         | 8:00  | PL 小売売上高(前年比)    | 9月   | +5.1%      | +5.2%   | +5.4%      |         |
| 10/25         | 8:00  | PL 失業率           | 9月   | 5.6%       | 5.7%    | 5.8%       |         |
| 10/27         | 11:54 | PL 財政収支(PLN/年初来) | 9月   | +47588mln  |         | +43367mln  |         |
| 10/29         | 7:00  | CZ GDP(前年比)      | Q3 A | +2.8%      | +3.2%   | +8.1%      |         |
|               | 8:00  | PL CPI(前年比)      | 10月P | +6.8%      | +6.4%   | +5.9%      |         |
| 11/1          | 13:00 | CZ 財政収支(CZK/年初来) | 10月  | -335.0bn   |         | -326.3bn   |         |
| 11/2          | 8:00  | HU 貿易収支(EUR)     | 8月F  | -751mln    | -467mln | -210mln    |         |
| 11/3          | 7:00  | RO 失業率           | 9月   | 5.0%       |         | 5.2%       |         |
|               | 14:50 | PL 国立銀1週間物レボ金利   |      | 1.25%      | 0.75%   | 0.50%      |         |
| 11/4          | 13:30 | CZ 国立銀2週間物レボ金利   |      | 2.75%      | 2.25%   | 1.50%      |         |
| 11/5          | 7:00  | RO 小売売上高(前年比)    | 9月   | +8.4%      |         | +11.7%     | +11.3%  |
|               | 8:00  | CZ 小売売上高(前年比)    | 9月   | +0.6%      | +2.0%   | +3.7%      | +4.1%   |
|               | 8:00  | HU 小売売上高(前年比)    | 9月   | +5.8%      | +3.3%   | +4.1%      |         |
|               | 8:00  | HU 鉱工業生産(前年比)    | 9月   | -1.7%      | -0.2%   | +0.6%      | +0.5%   |
| 11/8          | 8:00  | CZ 貿易収支(CZK)     | 9月   | -13.3bn    | -3.5bn  | -28.1bn    | -27.7bn |
|               | 8:00  | CZ 鉱工業生産(前年比)    | 9月   | -4.0%      | -1.7%   | +1.4%      |         |
|               | 8:00  | HU 貿易収支(EUR)     | 9月P  | +1mln      |         | -751mln    |         |
|               | 9:00  | CZ 失業率           | 10月  | 3.4%       |         | 3.5%       |         |
| 11/9          | 7:00  | RO 貿易収支(EUR)     | 9月   | -2131.3mln |         | -1729.3mln |         |
|               | 8:00  | HU CPI(前年比)      | 10月  | +6.5%      | +6.2%   | +5.5%      |         |
|               | 10:00 | HU 財政収支(HUF/年初来) | 10月  | -2922.0bn  |         | -2292.0bn  |         |
|               | 13:15 | RO 国立銀基準金利       |      | 1.75%      | 2.00%   | 1.50%      |         |
| 11/10         | 7:00  | RO CPI(前年比)      | 10月  |            | +7.05%  | +6.29%     |         |
|               | 8:00  | CZ CPI(前年比)      | 10月  |            | +5.5%   | +4.9%      |         |
| 11/12         | 7:00  | RO 鉱工業生産(前年比)    | 9月   | +0.5%      |         |            |         |
|               | 9:00  | PL GDP(前年比)      | Q3 P |            | +4.8%   | +11.1%     | +11.2%  |
| 11/15         | 9:00  | PL CPI(前年比)      | 10月F |            | +6.8%   | +5.9%      |         |
|               | 9:00  | CZ 経常収支(CZK)     | 9月   |            |         | -37.80bn   |         |
|               | 13:00 | PL 経常収支(EUR)     | 9月   |            |         | -1686mln   |         |
|               | 13:00 | PL 貿易収支(EUR)     | 9月   |            |         | -1413mln   |         |
|               |       | RO 経常収支(EUR/年初来) | 9月   |            |         | -10149mln  |         |
| 11/16         | 7:00  | RO GDP(前年比)      | Q3 A |            |         | +13.9%     |         |
|               | 8:00  | HU GDP(前年比)      | Q2 P |            |         | +17.9%     |         |
|               | 13:00 | HU 国立銀基準金利       |      |            |         | 1.80%      |         |
|               |       | HU 経常収支(EUR)     | 9月   |            |         | -1034.9mln |         |
| 11/16 - 11/30 |       | PL 財政収支(PLN/年初来) | 10月  |            |         | +47588mln  |         |
| 11/22         | 9:00  | PL 鉱工業生産販売(前年比)  | 10月  |            |         | +8.8%      |         |
| 11/23         | 9:00  | PL 小売売上高(前年比)    | 10月  |            |         | +5.1%      |         |

(\* 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。

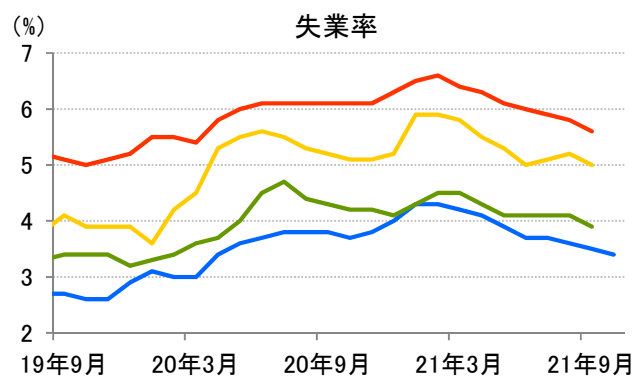
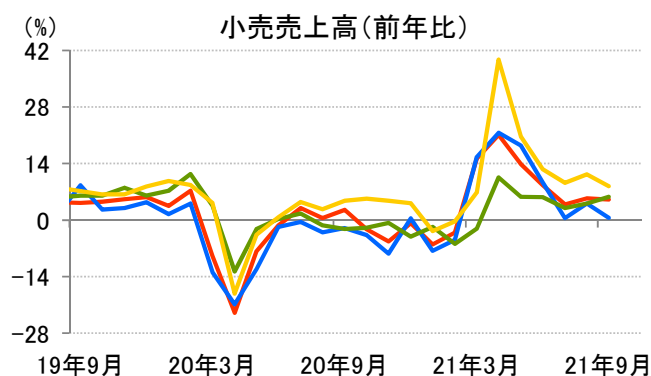
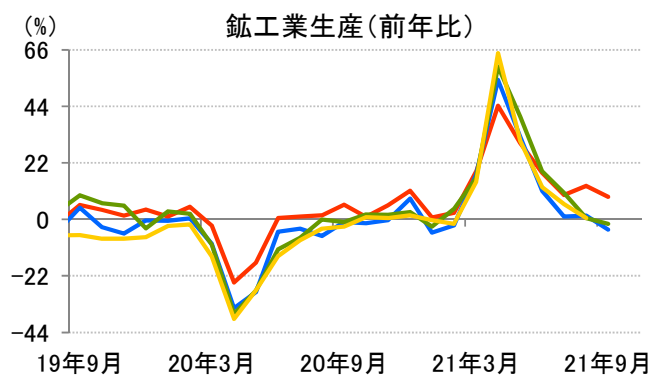
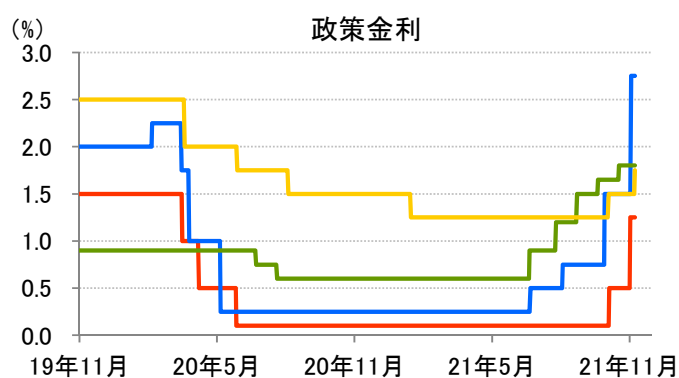
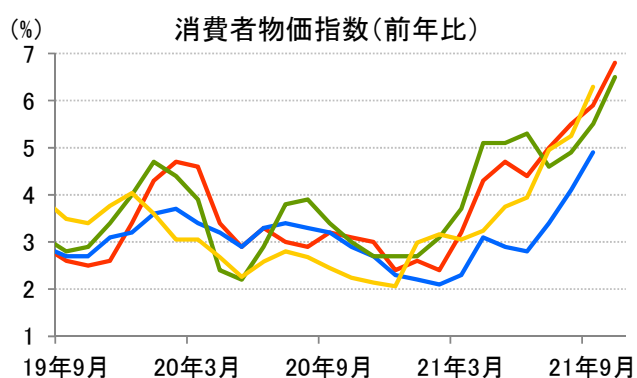
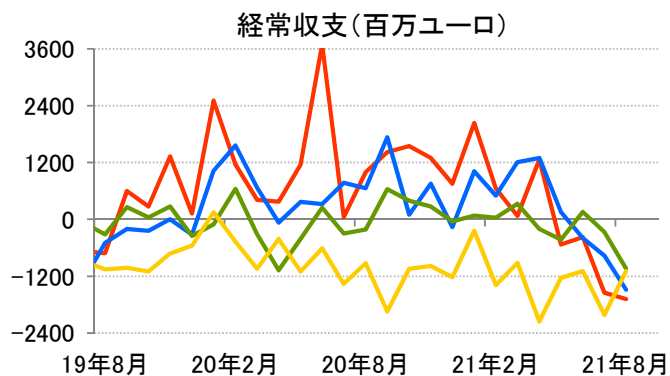
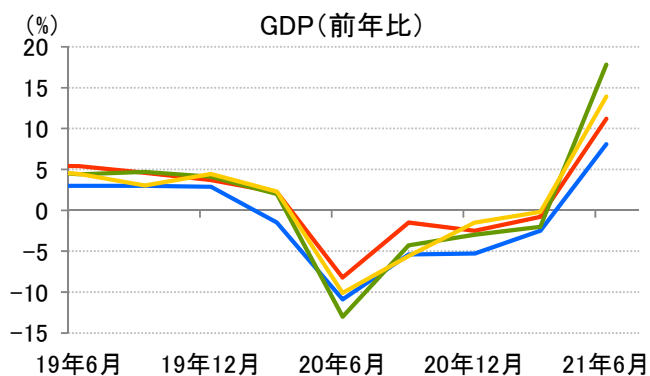


# 中/東欧通貨週報

2021年11月10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。