

# 中/東欧通貨週報

2022年2月16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＞ (2月9日～2月15日)

EUR/PLN: 4.4825 ~ 4.5870

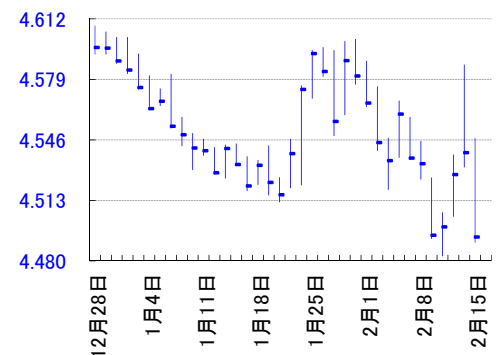
過去1週間のポーランド・ズロチ相場は、続騰の先行から急反落/急反発と乱高下。ズロチ続騰先行はポーランド国立銀追加利上げ観測の高まりを追い風とし、10日までに対ユーロで4.4825と8ヵ月ぶりの高値を更新するに至った。11日以降の乱高下はウクライナ情勢の緊張逼迫/緊張緩和を反映した値動きだった。8日の50b.p.利上げ決定翌日(9日)の記者会見で、ポーランド国立銀グラピンスキ総裁は、「ズロチを強くするために何でもする(will do everything)」 「必要があれば(政策金利を)4%を超える水準に引き上げる」などと述べた。同日のズロチ上昇は、こうした姿勢を反映した値動きと考えられた。また、14日には、先般、金融政策委員会メンバーに選ばれ、8日の金融政策委員会から参加したコテツキ委員も「利上げを止めることは許されない」と追加利上げに積極的な姿勢を示し、同日のズロチ反発に少なからず寄与したものと考えられた。ただし、その後の乱高下に比べれば、一連のズロチ上昇は限られた値幅と言えた。11日のズロチ急落は、米サリバン大統領補佐官が「オリンピック開催期間中にもロシア軍のウクライナ侵攻はあり得る」「ウクライナ国内の全ての米国民に退去を勧告した」などと述べ、ロシアの軍事侵攻が間近いと予告したことを嫌気した動き。逆に、週明け以降のズロチ反発は、14日、ラブロフ外相が(西側との)対話継続をプーチン大統領に提言、大統領が諒承する映像が流され、15日にはインタファックス通信が、ロシア国防相の発表として、ロシアの(演習を終えた)一部部隊が基地に帰還させると報じたことなどを好感した値動きと考えられた。

＜向こう1週間の見通し＞ (2月16日～2月22日)

EUR/PLN: 4.460 ~ 4.540

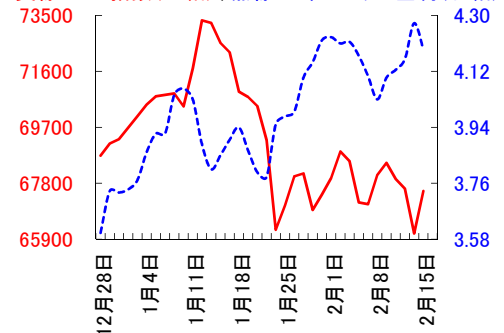
向こう1週間のポーランド・ズロチ相場は、ウクライナ情勢の膠着を前提に、方向感の交錯した横ばいを予想。ズロチの先行きを占う上で、ウクライナ情勢が引き続き最も大きな材料である点は変わらない。従前からロシアがウクライナに侵攻した場合、ロシア産ガスへの依存の高さやウクライナ向け投資の大きさ、ウクライナ難民流入の可能性などから、ポーランド経済/ズロチの受ける打撃が(周辺国との比較で)大きくなることは予見されていた。11～15日の値動き(対チェコ・コルナ、対ハンガリー・フォリントの下押し/反発など)は、実際、その影響の大きさを反映していたと言えるだろう。ロシア側は、ウクライナ侵攻の意図はないと繰り返し説明しているが、2014年にクリミアに侵攻、併合した「実績」があり、かつ10万人を超える部隊をウクライナ国境周辺に配備している以上、残念ながらその可能性を排除することはできない。一方で、万が一、軍事侵攻に踏み切った場合、得られるものがほとんどない(NATO/ロシア本土間の緩衝地帯確保ぐらいか)一方、失うもの(欧米による経済政策、ノルドストリーム2の実質的頓挫、ウクライナ占領維持の為に膨大な軍事費負担、少なからぬ人的(ロシア兵)被害、フィンランドなど現中立国のNATO加盟の促進など)はあまりに大きく、常識的に判断してプーチン大統領が全面侵攻を選択する可能性は考え難い。米英を中心とした西側が殊更侵攻の可能性を警戒し、その対処の準備があることを強調するのは、そうすることで実際の侵攻を抑止しようとの狙いがあるであろう。更に、米にとってはノルドストリーム2稼働の目を潰して自国産LNGを欧州に売り込みたいという、英に至ってはジョンソン首相の抱える不祥事(ロックダウン中のパーティー疑惑)から世間の目を逸らせたいという、それぞれの下心がある点にも留意は必要と思われる。現時点で、おそらく最も現実味が高いとして想定すべきは、2月20日の北京オリンピック閉幕、ロシア/ベラルーシ合同演習終了後、如何に速やかにロシア部隊が原隊基地に復帰するかを見守る展開になるのではないかと。その場合、ベラルーシ国内に配置されたロシア軍が原隊復帰する可能性は高くても、ウクライナ東部に一部部隊が残留する可能性も高く、部分的(クリミアへの陸路確保など)な軍事侵攻の警戒感が払拭される可能性は低いのではないかと。この間、上述の通りグラピンスキ総裁、コテツキ委員らポーランド国立銀首脳が発言が、ズロチ押し上げに寄与した値動きが観察されたものの、材料としては取るに足らないもののようと思われる。同総裁には、「何がなんでも(whatever it takes)物価上

EUR/PLN の推移 (日足/ロンドン 7:00～17:00)

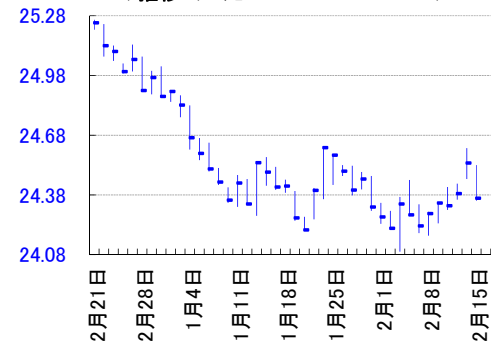


ポーランド株式/債券相場の推移

実線: WIG 指数(左軸)、点線: 5年スワップ金利(右軸)

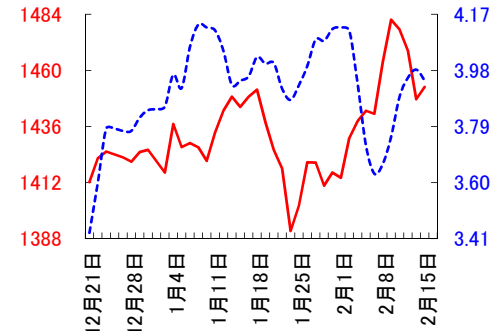


EUR/CZK の推移 (日足/ロンドン 7:00～17:00)



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。

昇を阻止する」と言い切った(11月3日)2日後に、「全てがインフレの減速を示しており、追加利上げは必要ない」と述べ、その後3会合連続で追加利上げ(合計+150b.p.)に踏み切った「実績」を持ち、その発言を真に受ける必要は全くないと考えられる。それ以上に重要なのは、14日発表されたポーランド12月経常/貿易収支の大幅悪化。2020年末のズロチ売り為替介入実施後、グラピンスキ総裁は、「輸出競争力の改善に対するズロチ安の寄与」を盛んに強調していたが、同総裁が現状をどう捉えているかは気に掛けておく必要があるのではないかと。たった1カ月の数字で、勿論、拙速な決断を下すべきではないものの、当の総裁自身が拙速な発言を繰り返してきた事実に鑑みて、今般も拙速な方針転換が聞かれる可能性は警戒しておきたい。コテツキ委員の上述発言は、確かに極めて鷹派的と受け止めることができるが、同委員は、1月に退任したガトナー前委員の後継という位置づけで、その意味で、同委員会の(鷹派/鳩派の)構成自体は従前通り変化ないと言える。その意味で、同委員の鷹派発言を殊更材料視する必要はないように思われる。ただし、同委員の発言で、政府による(燃料付加価値税軽減などの)物価抑制策は一時凌ぎに過ぎず、仮に短期的に延長されたとしても、いずれより大きな物価上昇圧力をもたらすとの主張には一定の説得力があり、今後の物価動向、金融政策動向を見据える上で気に掛けておきたい視点と思われた。

## チェコ

14日発表されたチェコ1月CPIは12月の前年比+6.6%から同+9.9%まで急上昇した。この数字は、1998年来の大幅な上伸であるだけでなく、市場予想(同+9.3%)もチェコ国立銀予想(同+9.4%)も明確に上振れた。当然、同国立銀による追加利上げ期待を劇的に高めると思いきや、金利先渡(FRA)市場に読み取れる利上げ期待は、じわっと高まった程度。15日には、そうした反応を裏書きするように、同銀ラスノク総裁が、「1月物価(の上振れ)は大きな驚きではない」「今後の利上げは微調整(fine-tuning)に過ぎない」「(2週間物レボ金利の)5%は天井ではないが、同水準を超える必要があるかは今後明らかになろう」などと、従来の鷹派的姿勢からは、意外なほど鷹揚な姿勢を示した。ベース効果に鑑みれば、同国物価が7月以降、明確な減速基調をたどる蓋然性は相応に高く、ラスノク総裁にしてみれば、「CPIが前年比+10%前後まで上昇するのは予想通り」「そのシナリオに従って、やるべきこと(利上げ)はやってきた」との自負があるのではなかろうか。コロナはロシア・ルーブル、ポーランド・ズロチなど、11日の急落に連れ安したものの、週明け14日以降はルーブル、ズロチの反発に連れて反発している。ただし、昨年末/年明け以降の水準感で、ズロチやハンガリー・フォリントなどと比較して、コロナの値動きが重く見える背景には、利上げが先行した分、利上げ打ち止め、利下げ開始も先行する可能性が高いことを、少なからず市場が織り込んでいるからではなかろうか。

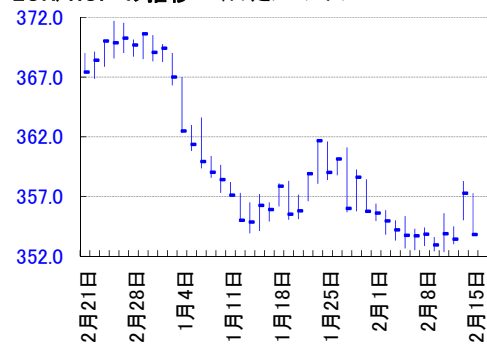
## ハンガリー

11日発表されたハンガリー1月CPIは、前年比+7.9%と12月の同+7.4%、市場予想の同+7.4%を上振れた。ただし、チェコの当該指数と比較すれば、その上振れは「大したものではない」と言えたかもしれない。それ以上に衝撃を受けたのは、これだけの物価上振れにもかかわらず、4月3日に予定される総選挙を前に、オルバン首相率いる与党ハンガリー市民同盟(Fidesz)の優勢を示す世論調査結果が相次いでいること。15日に発表されたハンガリー代四半期GDP暫定値の上振れは、政権与党の支持を裏付けるひとつの要因にはなるだろうが、それにしてもと思う。オルバン政権下で、同国とEUの関係は極めて屈折した状況にあり、コロナ復興基金の受給もままならない状況が続いているが、同国有権者は、総体として、そうした構図を敬遠するよりも、「ハンガリーの国益を守る守護者」として、オルバン首相を見ているということなのであろう。投票日までには、何がどうなるか、未だわからないものの、現在までの(EUとの)軋轢が、今後もう4年続くことを、国際金融資産市場が好感するとは考え難いではなかろうか。

## ルーマニア

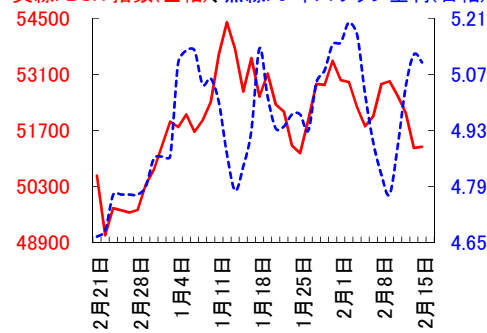
9日、ルーマニア国立銀は政策金利を50b.p.引き上げ、2.50%とした。市場予想は+25b.p.と+50b.p.で割れていたものの、過半は+25b.p.を見込んでおり、その意

EUR/HUF の推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)

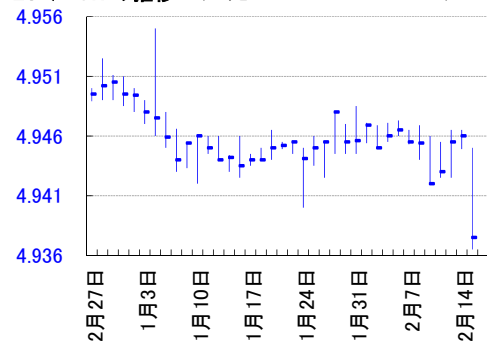


ハンガリー株式/債券相場の推移

実線: BUX 指数(左軸)、点線: 5年スワップ金利(右軸)

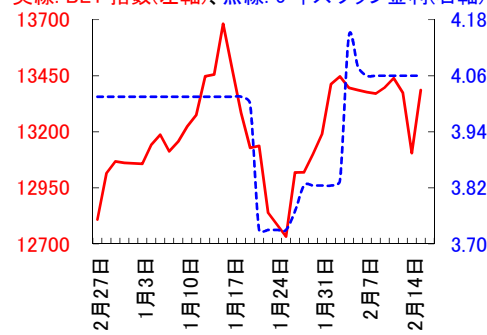


EUR/RON の推移 (日足/ロンドン 7:00~17:00)



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。

味でこの決定は予想外と言うこともできた。同決定発表を受け、レイは水準を切り上げたようにも見えたが、その値動きは小幅、かつ一時的で、結局、通貨市場が気に掛けた様子はほとんど読み取れなかった。大幅利上げ以上に意外感が強かったのは、14 日発表されたルーマニア 1 月 CPI の上振れと、15 日発表された同第 4 四半期 GDP 速報値の大幅下振れという組み合わせ。1 月物価の上振れは、近隣のチェコ、ハンガリーなどでも前後して確認されており、そこまでの驚きではなかったものの、とりわけ前期比の GDP が季調済-0.50%と落ち込んだことは、ただ事ではない下振れのように思われた。速報値の段階で、未だその要因は詳らかでないものの、燃料価格急騰による消費の沈滞、自動車部品の供給障害などが予想外の経済縮小の主因と目されている。この GDP の数字だけを見れば、これまで周辺国との比較でルーマニア国立銀が利上げに尻込みしていた経緯を正当化する理由になり得たかもしれないが、1 月物価の上振れと合わせて見ると、ある意味最悪の組み合わせが実現しつつあるようにも思われる。それ以前の問題として、同国立銀自体が、突如として予想外の「大幅」利上げに踏み切っただけに、今後の金融政策運営についても、物価抑制に重点を置くのか、成長促進を優先するのか、判断をつけ難い。

## <主要経済指標>

| 月日          | GMT   | 指標                | 期間    | 発表         | 予想*      | 前回         | 修正         |
|-------------|-------|-------------------|-------|------------|----------|------------|------------|
| 2/1         | 7:00  | RO 失業率            | 12月   | 5.4%       |          | 5.2%       |            |
|             | 8:00  | CZ GDP (前年比)      | Q4 A  | +3.6%      | +2.9%    | +3.3%      |            |
|             | 8:00  | HU 貿易収支 (EUR)     | 11月 F | -76mln     | +81mln   | -302mln    |            |
|             | 13:00 | CZ 財政収支 (CZK/年初来) | 1月    | +3.9bn     |          | -419.7bn   |            |
| 2/3         | 7:00  | RO 小売売上高 (前年比)    | 12月   | +7.0%      |          | +5.5%      | +6.2%      |
|             | 8:00  | HU 小売売上高 (前年比)    | 12月   | +6.2%      | +4.3%    | +3.8%      |            |
|             | 13:30 | CZ 国立銀2週間物レボ金利    |       | 4.50%      | 4.50%    | 3.75%      |            |
| 2/4         | 8:00  | HU 鉱工業生産 (前年比)    | 12月   | +3.6%      | +3.5%    | +2.1%      | +2.2%      |
| 2/7         | 8:00  | CZ 貿易収支 (CZK)     | 12月   | -15.0bn    | -7.8bn   | +5.7bn     | +4.4bn     |
|             | 8:00  | CZ 鉱工業生産 (前年比)    | 12月   | +0.4%      | +3.8%    | +4.5%      |            |
| 2/8         | 8:00  | CZ 小売売上高 (前年比)    | 12月   | +2.1%      | +4.5%    | +9.9%      |            |
|             | 8:00  | CZ 失業率            | 1月    | 3.6%       |          | 3.5%       |            |
|             | 8:00  | HU 貿易収支 (EUR)     | 12月 P | +187mln    | -109mln  | -76mln     |            |
|             | 10:00 | HU 財政収支 (HUF/年初来) | 1月    | +151.3bn   |          | -5101.5bn  |            |
|             | 14:50 | PL 国立銀1週間物レボ金利    |       | 2.75%      | 2.75%    | 2.25%      |            |
| 2/9         | 7:00  | RO 貿易収支 (EUR)     | 12月   | -2339.6mln |          | -2159.0mln | -2153.0mln |
|             | 13:00 | RO 国立銀政策金利        |       | 2.50%      | 2.25%    | 2.00%      |            |
| 2/11        | 8:00  | HU CPI (前年比)      | 1月    | +7.9%      | +7.4%    | +7.4%      |            |
|             | 16:14 | PL 財政収支 (PLN/年初来) | 12月   | -26328mln  |          | +50381mln  |            |
| 2/14        | 7:00  | RO CPI (前年比)      | 1月    | +8.35%     | +8.00%   | +8.19%     |            |
|             | 7:00  | RO 鉱工業生産 (前年比)    | 12月   | -1.1%      | -2.8%    | -1.9%      | -1.4%      |
|             | 8:00  | CZ CPI (前年比)      | 1月    | +9.9%      | +9.3%    | +6.6%      |            |
|             | 9:00  | CZ 経常収支 (CZK)     | 12月   | -18.31bn   | -19.50bn | -6.01mln   |            |
|             | 10:30 | RO 経常収支 (EUR/年初来) | 12月   | -16951mln  |          | -15313mln  |            |
|             | 13:00 | PL 経常収支 (EUR)     | 12月   | -3975mln   | -2254mln | -1112mln   | -628mln    |
|             | 13:00 | PL 貿易収支 (EUR)     | 12月   | -2535mln   | -1570mln | -632mln    | -242mln    |
| 2/15        | 7:00  | RO GDP (前年比)      | Q4 A  | +2.2%      | +5.2%    | +7.4%      |            |
|             | 8:00  | HU GDP (前年比)      | Q4 P  | +7.2%      | +5.7%    | +6.1%      |            |
|             | 8:01  | HU 経常収支 (EUR)     | 12月   | -622.3mln  |          | -485.9mln  |            |
|             | 9:00  | PL GDP (前年比)      | Q4 P  | +7.3%      | +7.1%    | +5.3%      |            |
|             | 9:00  | PL CPI (前年比)      | 1月    | +9.2%      | +9.4%    | +8.6%      |            |
| 2/16 - 2/28 |       | PL 財政収支 (PLN/年初来) | 1月    |            |          | -26328mln  |            |
| 2/18        | 9:00  | PL 鉱工業生産販売 (前年比)  | 1月    |            |          | +16.7%     |            |
| 2/21        | 9:00  | PL 小売売上高 (前年比)    | 1月    |            |          | +8.0%      |            |
| 2/22        | 13:00 | HU 国立銀基準金利        |       |            |          | 2.90%      |            |
| 2/23        | 9:00  | PL 失業率            | 1月    |            |          | 5.4%       |            |
| 2/28        | 9:00  | PL GDP (前年比)      | Q4 F  |            | +7.3%    | +5.3%      |            |
| 3/1         | 8:00  | CZ GDP (前年比)      | Q4 P  |            | +3.6%    | +3.3%      |            |
|             | 13:00 | CZ 財政収支 (CZK/年初来) | 2月    |            |          | +3.9bn     |            |
|             | 13:00 | CZ 財政収支 (CZK/年初来) | 2月    |            |          | +3.9bn     |            |

(\* 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。

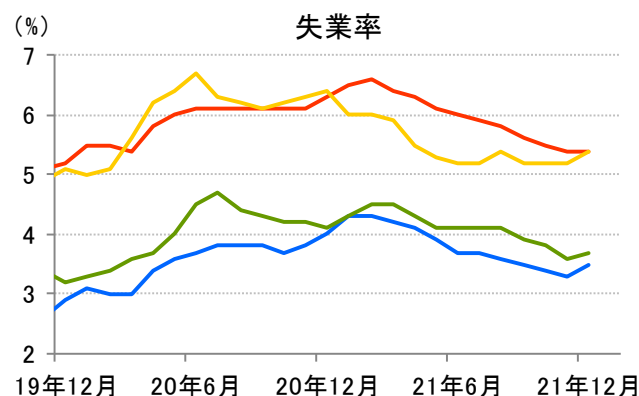
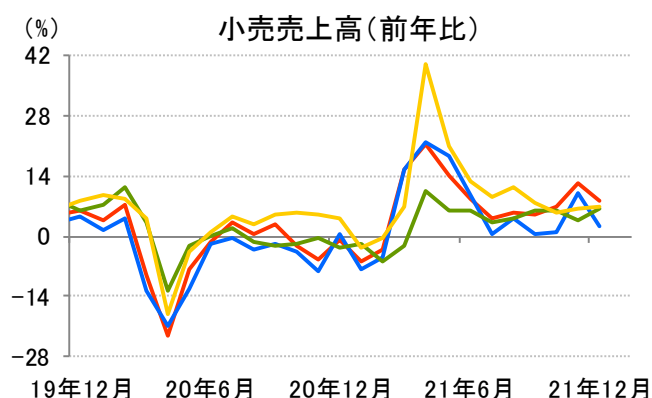
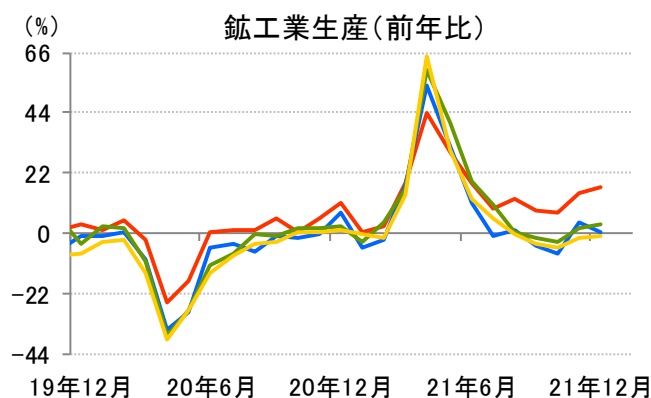
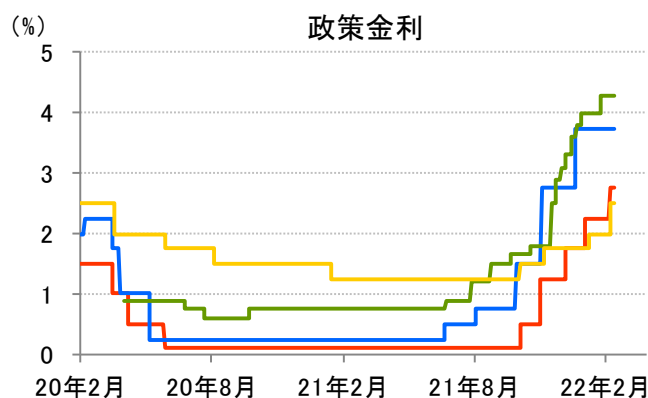
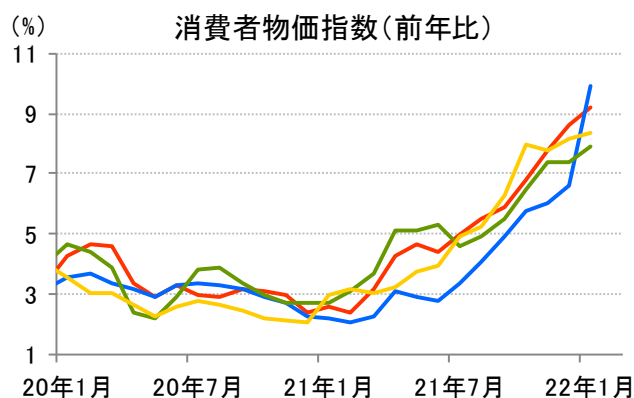
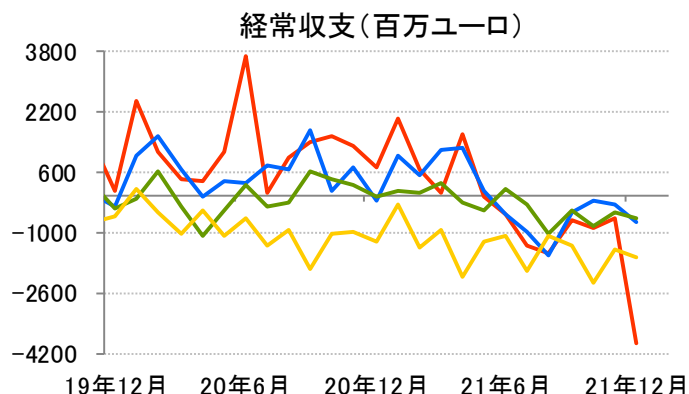
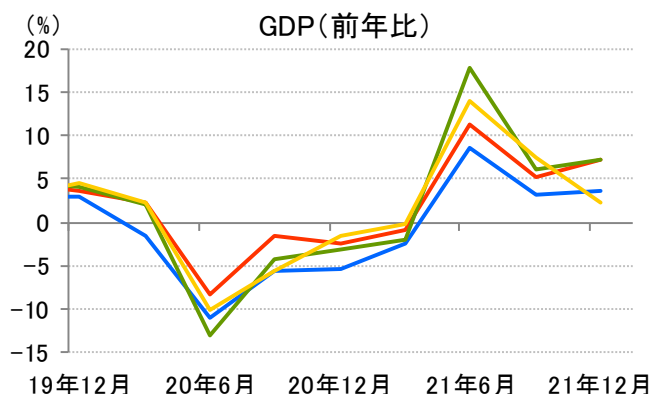


# 中/東欧通貨週報

2022年2月16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。