

ポーランド

<過去3週間の動き>

(3月30日～4月19日)

EUR/PLN: 4.6040 ~ 4.6700

過去3週間のポーランド・ズロチ相場は、対ユーロで、細かい上下動は見たものの、振り返って概ね横ばい。ズロチ横ばいは、長期金利上昇が国債価格下落を意味する事実と鑑みれば、「予想外の堅調」と見做すこともできたかもしれないが、物価、政策金利、長期金利が三拍子揃って上昇した経緯に鑑みれば、「物足りない」値動きと言うこともできた。インフレの加速は、1日発表されたポーランド3月CPI速報値が、前月の前年比+8.5%、市場予想同+9.8%のところ、同+10.9%となったことで確認された。更に、15日に発表された同確報値は、同+11.0%に上方修正されている。インフレの大幅上振れを受け、6日開催されたポーランド国立銀金融政策委員会は、3.50%の政策金利(1週間物レポ金利)を、やはり市場予想(+50b.p.)を大幅に上回る+100b.p.引き上げ、4.50%とした。CPI上振れは、大幅利上げ期待を高めることで、ズロチ上昇に寄与し、実際、大幅利上げが実施されると、直後からズロチは急騰したものの、利上げ後のズロチ高は1時間余りしか持たず、程なくズロチは急反落してしまった。一連の出来事を通じてポーランド長期金利は明確に上昇。31日の時点で5.20%前後の水準にあった10年物国債利回りは、11日までに6.20%を超える水準まで、ほぼ一方的に上昇した。ズロチのような新興市場通貨の場合、中銀による利上げや、長期金利の上昇は、通貨高につながる傾向が強いが、この間の値動きは国債急落を嫌気したズロチ売りの反応の方が色濃く出た。しかも、6日の同金融政策委員会声明が、輸入物価抑制を念頭に、(ズロチ買い)を替介入実施の可能性にまで言及したにもかかわらず、ズロチ上昇が小幅、かつ一時的に止まり、ほどなく急反落してしまった経緯には、意外感すらあった。13日にはポーランド国立銀グラビンスキ総裁が、19日には同銀金融政策委員会のズノロスキ委員が、相次いで追加利上げに積極的と読める発言をしたものの、ズロチが好感した様子は読み取れなかった。それどころか、ズノロスキ委員の発言は「利上げが6.50%で終わると見るのは楽観に過ぎる」「7.50%まで上昇する可能性もある」と、現行水準(4.50%)に鑑みてかなり踏み込んだ追加利上げ示唆と言えたにもかかわらず、ズロチは、ポーランド国債の下押し(利回りは上昇)と並行してほぼ一直線に急落してしまった。

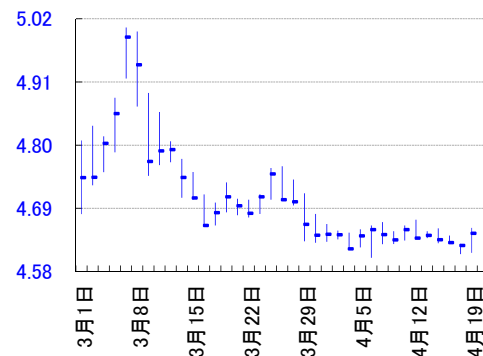
<向こう1週間の見通し>

(4月20日～4月26日)

EUR/PLN: 4.630 ~ 4.680

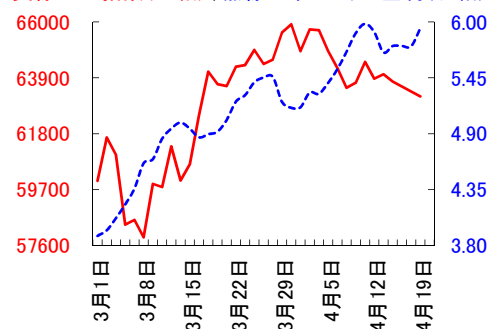
向こう1週間のポーランド・ズロチ相場は、軟調を予想。上述の通り、この間のズロチ横ばいは、軟調と受け止めることも、堅調と読むことも可能なように思われたが、ズロチに弱気になる決定的な理由は、ハンガリーフォリントとの値動きの差。3日のハンガリー総選挙、4日の欧州員会フォン・デア・ライエン委員長発言を受けて急落したフォリント(後述)は、12日以降、ハンガリー国債の反発(利回りは低下)を好感して反発。しかし、ポーランド国債が、並行して反発したにもかかわらず、ズロチは僅かに堅調気味の値動きを見せただけで、13日には上述の通り急反落してしまった。勿論、急落が一巡したフォリントに調整的な反発余地が大きかった可能性は考えられたものの、ズロチの地合いの悪さを物語る値動きと言えたのではないかと。また、ポーランド国立銀による追加利上げは、現在までかなり織り込みが進んだものと考えられるが、利上げが通貨押し上げ要因として機能しないのであれば、インフレと高金利は消費と投資を停滞させる景気抑制要因でしかない。7日にはサシン副首相/国有財産相(「政府は追加借り手支援策の導入を検討していない」と述べていたが、政府に景気刺激のための財政出動余地が乏しい事実を浮き彫りにしたのもズロチには好材料とは言えない。ウクライナ難民の受け入れを巡るポーランド政府の対応は称賛に値すると考えるものの、2014年のクリミア併合以降、ウクライナからポーランドに大量に流入した経済移民と、今般、戦火を逃れて流入した戦争難民とは、同じ移民ではあっても性質が明確に異なる。ポーランド経済の押し上げに対する期待が限定的な一方、社会保障費などの負担は、時間の経過と共に重みを増してくるはず。ポーランド側には、難民受け入れを機に、EUが審判に対する期待が限定的な一方、社会保障費などの負担は、時間の経過と

EUR/PLNの推移 (日足/ロンドン7:00~17:00)

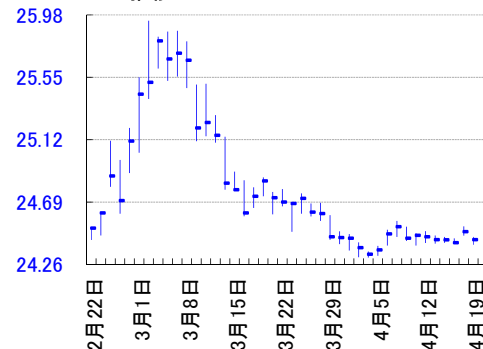


ポーランド株式/債券相場の推移

実線: WIG指数(左軸)、点線: 5年スワップ金利(右軸)

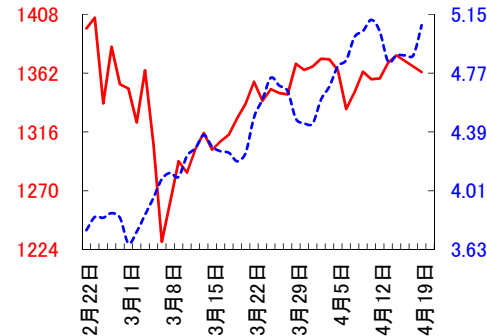


EUR/CZKの推移 (日足/ロンドン7:00~17:00)



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。

上げに対する期待が限定的な一方、社会保障費などの負担は、時間の経過と共に重みを増してくるはず。ポーランド側には、難民受け入れを機に、EUが審査を見送っているコロナ復興基金（EU次世代基金の復興と強靱化基金など）の配分が加速するとの観測も一部で広がっているようだが、EU側が、移民救済とコロナ救済を混同する可能性は極めて低いと考える。仮に、足元ズロチ水準に、そうした「期待（甘え）」が少しでも反映しているのであれば、いずれ失望に変わる可能性は高いだろう。

チェコ

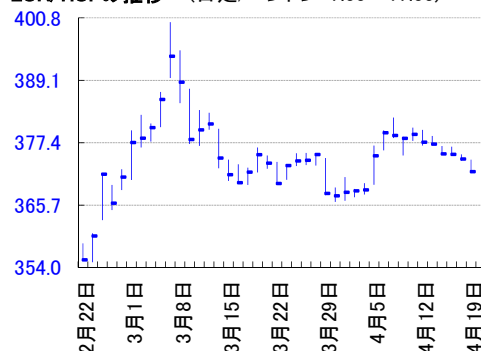
チェコ国立銀は、3月31日の金融政策委員会で、政策金利（2週間物レポ金利）を4.50%から5.00%に引き上げた。同利上げは、市場の大半が予想した通りで、5対2の多数決（2票は据え置き）による決定だったが、ラスノク総裁によると+75b.p.の利上げも検討されたとのこと、同委員会の姿勢は、総じて、市場の想定よりも鷹派寄りだったと受け止められたのではないかと見られる。同委員会の鷹派姿勢を裏書きするかのように、11日に発表されたチェコ3月CPIは、前月の前年比+11.1%、市場予想同+12.4%のところ、同+12.7%に急伸。前後して、モラ副総裁（1日）、ベンダ委員（9日）、ニデツキ副総裁（11日）らから、追加利上げを示唆する発言が相次いだ。並行してチェコ国債はほぼ一方的な下落（利回りは上昇）を続けたが、この間、コロナの値動きはチェコ国債とはほとんど連動を見せなかった。周辺国（ポーランド、ハンガリー）との比較で、チェコは、最も機動的、かつ最も明解な姿勢で利上げを続けてきたが、ここにきて物価の上振れは群を抜き、実質金利も相対的に低下して（マイナス幅が深くなって）しまっている。それでも、物価頭打ちの確認や利下げ開始のタイミングは、引き続き、常に、明確な市場との対話を維持してきたチェコが先陣を切るものと予想している。ひとつ興味深いと感じたのは、31日の金融政策委員会における議論で、「為替介入＝コロナ高誘導をしてまで物価を抑制すべき」と主張したのが、7委員中、ラスノク総裁とベンダ委員の二人だけだったとのこと。為替（コロナ高）を使ったインフレ抑制には、同委員会の主流派が前向きなものと考えていた。

ハンガリー

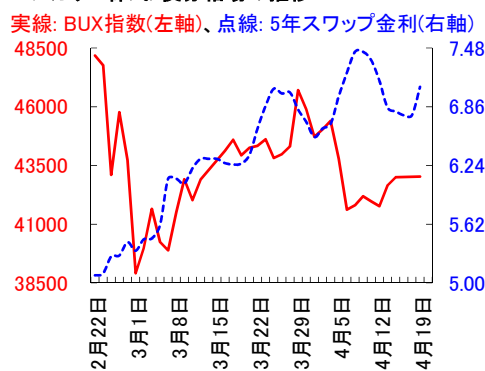
3日投票されたハンガリー議会選挙（一院制）の結果は、下馬評（事前の世論調査結果）通り、オルバン首相率いるハンガリー市民同盟が4選を収めた。しかし、どちらが勝つとしても接戦が予想されたところ、憲法改正に必要な1/3以上の議席を納める圧勝（199議席中135議席）となったのには驚きも感じられた。空前の財政バラマキやメディア統制、選挙区割りの変更など、与党の座を占めた12年間の蓄積が奏功した部分は大きかったとしても、今回、オルバン首相がハンガリー国民の圧倒的な支持を得たのは事実。それでも、「国民の圧倒的な支持を受けた政権だから、EUも譲歩すべき」とのロジックは必ずしも成立しないように思われる。案の定、早速、EUとの対決姿勢はより鮮明となったものの、口火を切ったのは、意外にもEU側だった。投票日の僅か2日後（4月5日）に、欧州委員会のフォン・デア・ライエン委員長が、ハンガリーに対する「法の支配コンディショナリティ」適用手続きを進めると宣言したのだ。現在まで、EU次世代基金（復興と強靱化基金）配分のための審査を「開始しない」という方法で、なし崩しに差し止めていた補助金支給を、「EUが共通の理念とする法の支配に違反する」と認定することで、EU次世代基金だけでなく、中期財政枠組みに基づく予算配分も、正式に差し止めようとの動きだ。同委員長の発言を受け、フォリントは対ユーロで370前後の水準から、7日までに、382.10まで急落した。資金を供給する側と受け取る側の間には、圧倒的な力の差が存在するはずだが、オルバン首相も、全会一致を必要とするEUの基本政策（気候変動対策や対ロ制裁など）に実質的な拒否権を発動するという切り札を持っている。それでも、ハンガリーがあまりにもEUの足並みを乱すのであれば、EU側にも、政府間条約として各種政策を推し進めるという裏技がある。いずれにしても、今般の選挙結果が、共同体としてのEUをより機動的で、執行力の強い組織にしたよりは、まとまりを欠いた迷走しがちな組織にしたのは間違いなからう。

8日発表されたハンガリー3月CPIは、前年比+8.5%と約15年ぶりの高水準まで続伸したものの、市場予想の同+8.8%は明確に下振れた。フォリントは、同日の乱高下（急騰→急反落）を経て、週明け11日以降、緩やかながら一方的な上

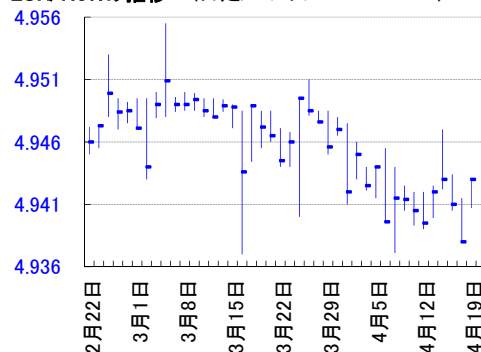
EUR/HUFの推移（日足/ロンドン 7:00～17:00）



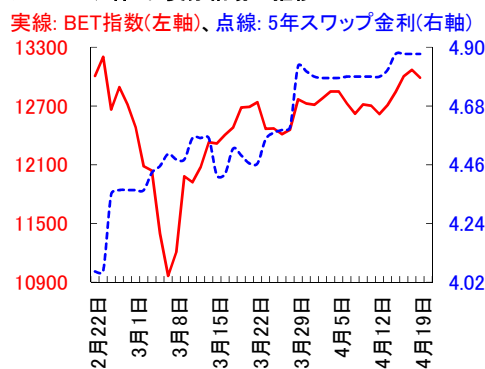
ハンガリー株式/債券相場の推移



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。

昇基調を確立した。高止まりと言える物価動向にもかかわらず、ハンガリー国立銀は、この間、実質的な政策金利である1週間物預金入札金利を、一貫して(3月31日、4月7日、4月14日)6.15%に据え置いた。同国の長期金利(10年国債利回り)は、12日にこの間の天井を打って、復活祭の連休(15~18日)まで下押し(国債価格は上昇)。フォリントの反発にも、同国債の堅調は寄与したはずだが、連休明けの19日、同国債(価格)が頭打ちから反落に転じてフォリントの堅調は変わらなかった。水準的に、選挙前の水準からはまだフォリント安であったことから、フォリント反発余地を残していたということであろうか。

ルーマニア

ルーマニア物価がとうとう二桁に乗ってきた。12日に発表された同国の3月CPIは前年比+10.15%。この発表に先駆け、5日、ルーマニア国立銀は、政策金利を2.50%から3.00%に引き上げたが、チェコやハンガリーはもとより、ポーランドと比較しても、利上げペースの鈍さは際立つ。それでも、過去6か月のレイの値幅は4.9370~4.9590(対ユーロ)と僅か0.44%超で、ズロチの11.5%(同)、コルナの7.4%(同)、フォリントの12.7%(同)を圧倒的に下回る。同国金融資産に対する投資社会の関心の低さがなせる技と言えよう。通貨(レイ)ほど極端ではないものの、この間、長期金利の変動も、周辺国との比較で明確に限定的に止まる。

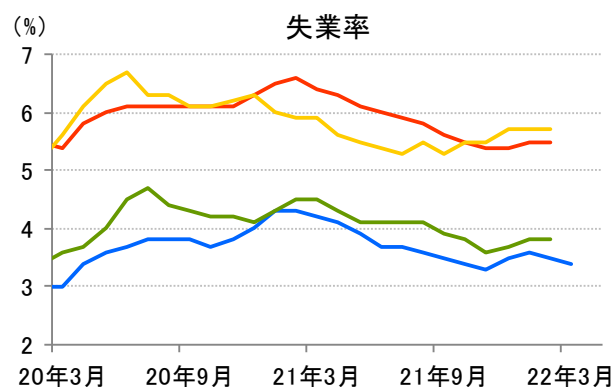
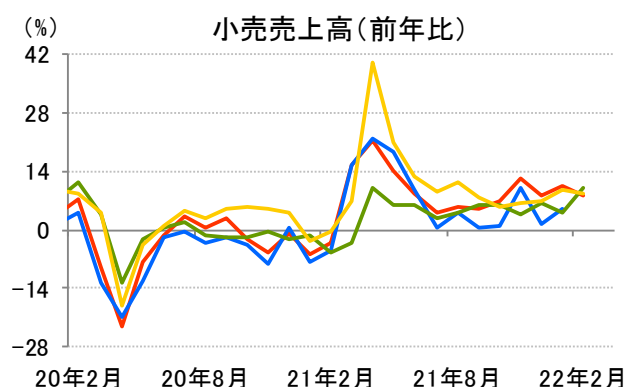
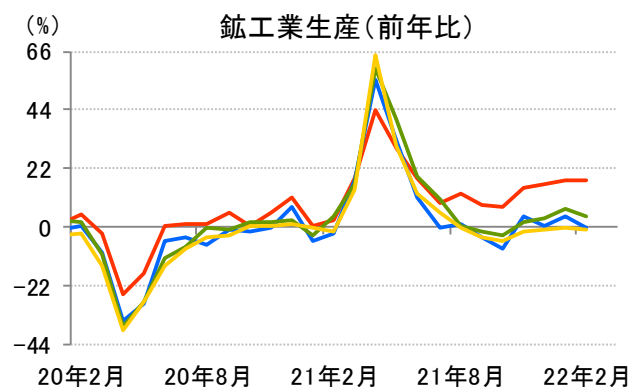
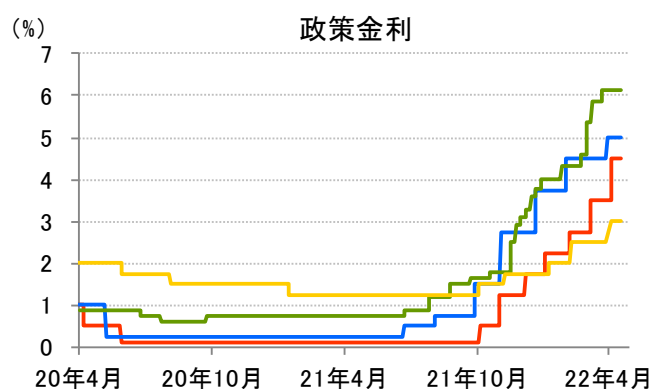
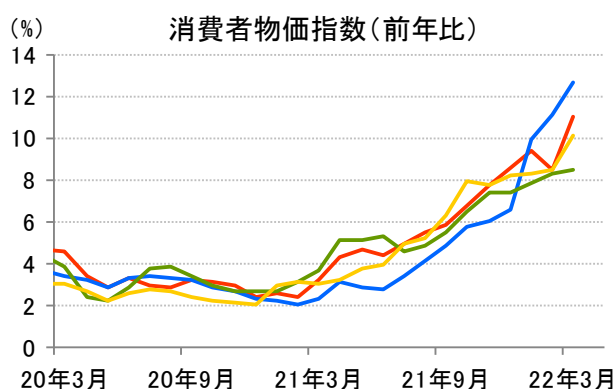
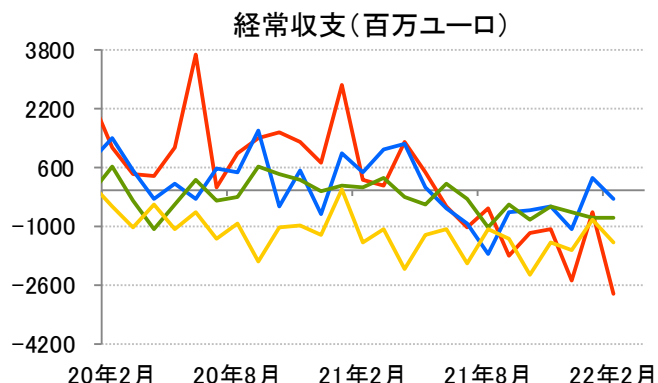
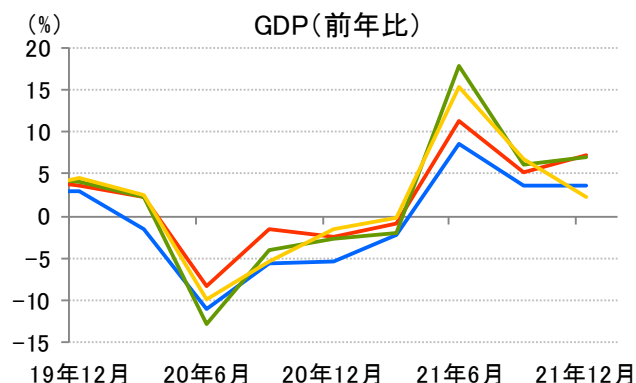
<主要経済指標>

月日	GMT	指標	期間	発表	予想*	前回	修正
3/31	06:00	RO 失業率	2月	5.7%		5.7%	
	07:00	CZ GDP (前年比)	Q4 F	+3.6%	+3.6%	+3.5%	
	12:30	CZ 国立銀2週間物レポ金利		5.00%	5.00%	4.50%	
4/1	07:00	HU 貿易収支 (EUR)	1月F	-244mln	-196mln	-378mln	
	08:00	PL CPI (前年比)	3月P	+10.9%	+9.8%	+8.5%	
	12:00	CZ 財政収支 (CZK/年初来)	3月	-59.1bn		-45.3bn	
4/5	07:00	CZ 小売売上高 (除自動車/前年比)	2月	+4.6%	+5.0%	+8.5%	
	07:00	HU 鉱工業生産 (前年比)	2月	+4.5%	+1.8%	+7.1%	
		RO 国立銀政策金利		3.00%	3.00%	2.50%	
4/6	06:00	RO 小売売上高 (前年比)	2月	0.085		+9.5%	+9.7%
	07:00	CZ 貿易収支 (CZK)	2月	-4.4bn	+6.0bn	+6.2bn	+8.2bn
	07:00	CZ 鉱工業生産 (前年比)	2月	-0.3%	+2.5%	+3.7%	+4.0%
	07:00	HU 小売売上高 (前年比)	2月	+9.8%	+5.8%	+4.1%	+4.2%
		PL 国立銀1週間物レポ金利		4.50%	4.00%	3.50%	
4/7	07:00	HU 貿易収支 (EUR)	2月P	-91mln		-244mln	
4/8	06:00	RO GDP (前年比)	Q4 F	+2.4%	+2.4%	+7.4%	
	07:00	HU CPI (前年比)	3月	+8.5%	+8.8%	+8.3%	
	07:00	CZ 失業率	3月	3.4%		3.5%	
	09:00	HU 財政収支 (HUF/年初来)	3月	-2309.4bn		-1433.7bn	
4/11	07:00	RO 貿易収支 (EUR)	2月	-2459.5mln		-2126.0mln	-2122.3mln
	07:00	CZ CPI (前年比)	3月	+12.7%	+12.4%	+11.1%	
4/12	06:00	RO CPI (前年比)	3月	+10.15%	+9.60%	+8.53%	
4/13	06:00	RO 鉱工業生産 (前年比)	2月	-1.0%	+1.7%	+1.1%	0.0%
	08:00	CZ 経常収支 (CZK)	2月	-5.84bn	-3.50bn	+7.74bn	
	08:30	RO 経常収支 (EUR/年初来)	2月	-2252mln		-815mln	
	12:00	PL 経常収支 (EUR)	2月	-2871mln	-2095mln	-64mln	-638mln
	12:00	PL 貿易収支 (EUR)	2月	-1741mln	-1503mln	-1186mln	-1669mln
4/14	09:12	HU 経常収支 (EUR)	2月	-793.5mln		-763.0mln	
4/15	08:00	PL CPI (前年比)	3月F	+11.0%	+10.9%	+8.5%	
4/20 - 4/29		PL 財政収支 (PLN/年初来)	3月			+11264mln	
4/21	08:00	PL 鉱工業生産販売 (前年比)	2月	+11.6%		+17.6%	
4/22	08:00	PL 小売売上高 (前年比)	3月		+8.8%	+8.1%	
4/26	08:00	PL 失業率	3月			5.5%	
	12:00	HU 国立銀基準金利				4.40%	
4/29	07:00	CZ GDP (前年比)	Q1 A			+3.6%	
	08:00	PL CPI (前年比)	4月P				
5/2	06:00	RO 失業率	2月	5.7%			
	07:00	HU 貿易収支 (EUR)	2月F		-91mln	-244mln	
	12:00	CZ 財政収支 (CZK/年初来)	4月			-59.1bn	

(* 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。

＜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。