

中/東欧通貨週報

2023年5月24日 | みずほ銀行欧州資金部

中/東欧4通貨:サマリー

先週1週間は、グローバルなドル高を反映する形で中/東欧4通貨が揃って対ドルで下落したが、中でもハンガリー・フォリントとルーマニア・レイの下落が目立った。両国ではそれぞれ金融政策と為替政策で重要な動きがあった。

ハンガリー国立銀行は5月23日の会合で金融政策コリドーの上限である貸出金利を2会合連続で引き下げたほか、昨年に導入されて以降、事実上の主要政策金利となっている1日物預金ファシリティーの入札適用金利を18.0%から17.0%へと引き下げた。先月4月の上限金利の引き下げが観測気球の打ち上げだったとすれば、今会合で実質的な金融緩和に動いた格好だ。中/東欧のみならず、EUに加盟している国々の中央銀行で、今局面での金融緩和はハンガリー中銀が初となる。

先週はルーマニアでも重要な動きがあった。ルーマニア・レイは先週1週間、ほぼ一本調子で下落しており、2022年9月につけた対ユーロでの史上最安値を更新した。ルーマニア国立銀行はレイをユーロに連動させるべく為替介入を行っていると思われる。IMFの区分上、レイは管理変動相場制の通貨として位置づけられている。そのため、レイの変動幅はポーランド・ズロチやハンガリー・フォリントなど名実共に変動相場制を採用している国の通貨に比べて基本的に小さい状況が続いてきた。史上最安値更新と言っても、ユーロに対する下落幅は年初来で0.6%と今のところ小幅なものにすぎないのだが、先週1週間にほぼ一貫してユーロに対し下落する動きが続いたことはレイの変動幅の拡大を容認する方向へのルーマニア中銀の政策転換を示唆している可能性がある。

ポーランド

<過去1週間の動き> (5月17日～5月23日)

EUR/PLN: 4.4823 ~ 4.5554

ポーランド・ズロチは過去1週間で対ドルで下落したものの、対ユーロではほぼ横ばいの展開となった。ズロチの対ユーロ相場は5月中旬には2022年2月下旬にロシアによるウクライナ侵攻を受けて急落する前の水準を回復している。

ズロチの底堅さの背景には、ユーロ圏との高水準の金利差が要因として挙げられる。短期金利市場では、ポーランド国立銀行(NBP)による年内利下げが織り込まれた状況が続いているが、5月以降は利下げ織り込みがやや後退している。(1)ティロヴィッチ委員らタカ派のメンバーが強硬に追加利上げを主張し続けていること、(2)政府が5月14日に今年10月の選挙に向けて大規模な財政支出計画を発表しており、これまで年内利下げに前向きな発言を繰り返してきたグラプニツキ総裁もインフレリスクに配慮する発言を行っていることが要因であろう。財政政策が積極化する分、金融政策を緩和的にすることを遅らせることは中央銀行のスタンスとしては妥当であろう。

なお、先週はポーランド財務省がズロチの価値を支えるために外貨建て債券の発行で得た外貨を積極的に市場に売却しているのではないかという米系金融機関のレポートが注目を集める場面があった。ジェチコフスカ財務相はこうした見方を否定する一方、ズロチの堅調さを歓迎する見解を示している。

経済指標では、4月分の小売売上高と鉱工業生産が公表され、それぞれ前年同月比▲7.3%、同▲6.4%と大幅な落ち込みとなった。2023年1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比▲0.2%と落ち込んだが、4-6月期も低空飛行を余儀なくされている形だ。

<向こう1週間の見通し> (5月10日～5月16日)

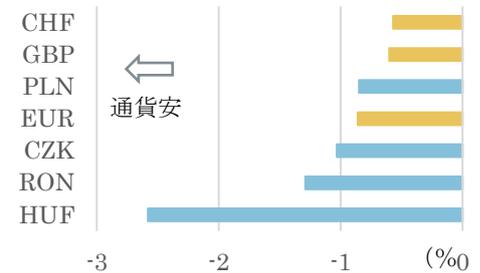
EUR/PLN: 4.3 ~ 4.6

向こう1週間のポーランド・ズロチ相場は対ドル・対ユーロでの堅調な展開が続くことを見込む。NBPの年内利下げの可能性が低下したこともあり、ユーロ圏との高水準の金利差の維持がより見込みやすくなった。リスク要因があるとすれば、外部環境であり、米国の債務上限対応は今週が上下院議会と大統領の交渉の方向性を見極めるうえで区切りとなる。もちろん、ポーランド経済と米国の債務上限問題に直接的なつながりがあるわけではないが、グローバルなリスクセンチメントの悪化は、ズロチをはじめ高金利通貨への資金フローにも悪影響を及ぼし得る。

欧州通貨 対ドル騰落率

(5月17日～5月23日)

中/東欧通貨、G10通貨



EUR/PLNの推移と2年金利差

実線: スロチ対ユーロレート(左軸、逆目盛)

点線: 2年スワップ金利差(ポーランドーユーロ圏、右軸)



ポーランド 金利フォワード市場の政策金利織り込み(*)



* 6か月スタート期間3か月のフォワードレートから3か月Wiborを差し引いている。

(資料: ポーランド国立銀行/GUS/ブルームバーグ)

<文責>

欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

中島 将行

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

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

2023年5月24日 | みずほ銀行欧州資金部

チェコ

チェコ・コルナは対ドル・対ユーロで下落。もっとも、変動幅はハンガリー・フォリントやルーマニア・レイなど相場を動かす材料のあった通貨と比べて小幅となった。先週1週間を通じてチェコには材料が乏しかったが、ハンガリー国立銀行が実質的な金融緩和に舵を切ったことを受けて、明確にタカ派姿勢を示し続けているチェコ国立銀行(CNB)とのスタンスの違いが年後半の通貨のパフォーマンスに影響を及ぼす可能性(つまり、コルナのフォリントに対する上昇)は高まったように思われる。CNBは5月3日の金融政策決定会合で政策金利を7.00%で据え置いたが、7名中3名の委員は25bpの追加利上げに投票した。前回3月会合では利上げ票は1名のみだった。声明文では財政支出の拡大やインフレ期待の高止まりに対する警戒姿勢が強まっており、少なくともCNBの年内利下げの可能性はほぼ消滅したと見られる。

ハンガリー

ハンガリー・フォリントは過去1週間で対ドル・対ユーロ共に大幅に下落した。EUとの対立の激化への懸念や、ハンガリー国立銀行(MNB)による金融緩和観測が5月23日の会合前に強まっていたことが背景にある。

EUとの対立について、ハンガリーのシーヤールト外務大臣は5月17日、ウクライナに対するEUへのさらなる援助を阻止すると発言した。EUとハンガリーは、同国での司法の独立性の侵害など「法の支配」を巡る問題で対立している。欧州委員会は、ハンガリーに対するEUの補助金について、十分な改革を実施するまでは交付しないことを提案している。ハンガリーの行動にはEUのウクライナへの追加支援に際し加盟国の全会一致が必要なことを利用し、補助金受け取りに向けた交渉を有利に進めるため、揺さぶりをかける狙いがあると見られる。もっとも、市場の反応を見る限りは、EUとの対立激化によって、構造基金の受け取りがさらに遅れるのではないかと懸念が強まっている形であろう。MNBの金融政策については、MNBは5月23日の会合で金融政策コリドーの上限である貸出金利を2会合連続で引き下げたほか、昨年導入されて以降、事実上の主要政策金利となっている1日物預金ファシリティーの入札適用金利を18.0%から17.0%へと引き下げた(MNBの金融政策コリドーのグラフは次ページに掲載)。先月4月の上限金利の引き下げが観測気球の打ち上げだったとすれば、今会合で実質的な金融緩和に動いた格好だ。中/東欧のみならず、EUに加盟している国々の中央銀行で、今局面での金融緩和はMNBが初となる。

ブルームバーグ集計のエコノミスト予測では、9名中6名が1日物預金ファシリティーの1%ポイントの利下げを予想していたものの、今会合での利下げは見送られるという見方も根強かった。上述の通り、EUとの対立の先鋭化を受けて、会合前に通貨フォリントには下落圧力がかかっていたためだ。

そうした中でもMNBが金融緩和に踏み切ったのは、例えば、先行きのインフレ率の低下や、経常収支・財政収支の改善をMNBが見込んでいるという理由付けはあるにせよ、フォリントを下落リスクにさらすことに他ならないように筆者には感じられる。ハンガリー中銀は声明文の中で、慎重なスタンスを継続すると表明し、基準金利(13%)は当面は引き下げないとしている。もっとも、1日物預金ファシリティー(今回、18%から17%に引き下げ)を基準金利(13%)に徐々に近づけるとしており、MNBはフォリントが深刻な下落圧力に直面しない限りは、金融緩和を継続するものと見られる。

欧州中央銀行(ECB)がタカ派姿勢を継続しているほか、EUとの対立が依然として意識される状況下において、MNBが金融緩和に乗り出したことによって、フォリントの反落リスクは高まっているように。

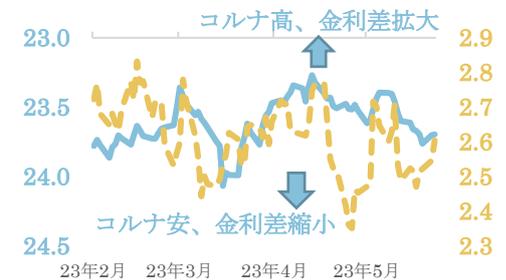
ルーマニア

ルーマニア・レイは先週1週間、ほぼ一本調子で下落しており、2022年9月につけた対ユーロでの史上最安値を更新した。ルーマニア国立銀行はレイをユーロに連動させるべく為替介入を行っていると思われ、IMFの区分上、レイは管理変動相場制の通貨として位置づけられている。そのため、レイの変動幅はポ

EUR/CZKの推移と2年金利差

実線: コルナ対ユーロレート(左軸、逆目盛)

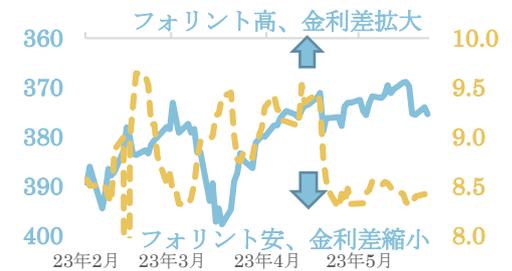
点線: 2年スワップ金利差(チェコユーロ圏、右軸)



EUR/HUFの推移と2年金利差

実線: フォリント対ユーロレート(左軸、逆目盛)

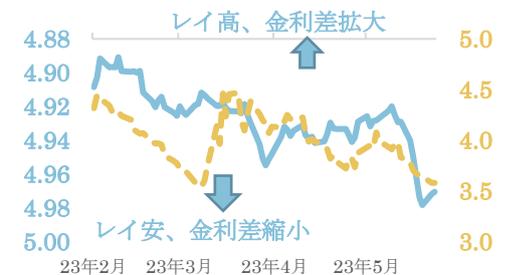
点線: 2年スワップ金利差(ハンガリーユーロ圏、右軸)



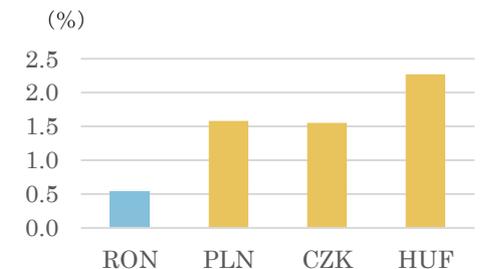
EUR/RONの推移と2年金利差

実線: レイ対ユーロレート(左軸、逆目盛)

点線: 2年国債利回り差(チェコドイツ、右軸)



中/東欧4通貨 月間変動率 標準偏差(*)



* 対ユーロ。標準偏差は過去5年で計測。

(資料: 各国統計/ブルームバーグ)

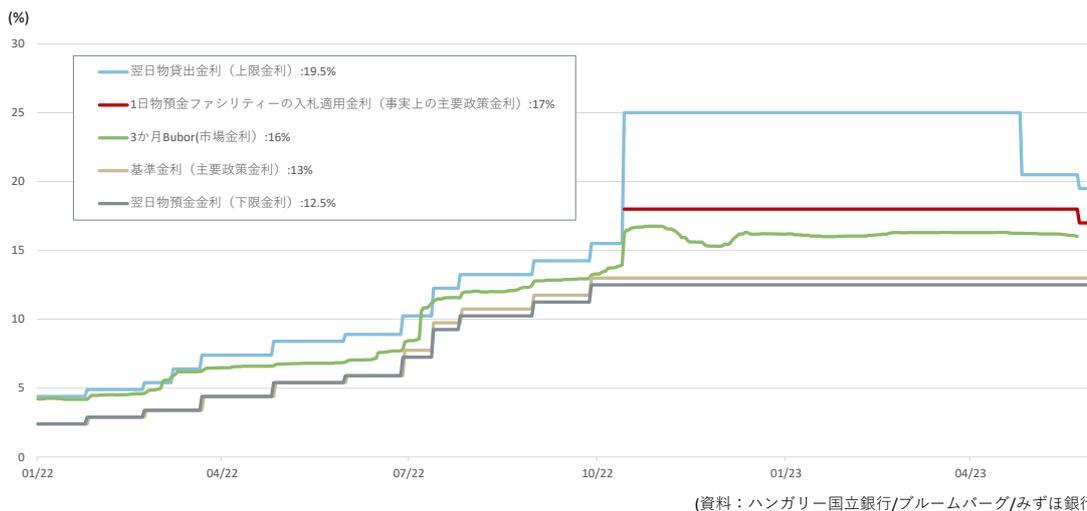
当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

中/東欧通貨週報

2023年5月24日 | みずほ銀行欧州資金部

ーランド・ズロチやハンガリー・フォリントなど名実共に変動相場制を採用している国の通貨に比べて基本的に小さい状況が続いてきた。史上最安値更新と言っても、ユーロに対する下落幅は年初来で0.6%と今のところ小幅なものにすぎないのだが、先週1週間にほぼ一貫してユーロに対し下落する動きが続いたことはレイの変動幅の拡大を容認する方向へのルーマニア中銀の政策転換を示唆している可能性がある。イザレスク総裁が5月12日の記者会見で、レイにより柔軟性を持たせることを検討していると発言していたことを踏まえれば、なおさらであろう。ここにきてNBRが変動幅拡大に前向きになっていると見られる理由として、外貨建て債務の増加が挙げられる。ユーロに対するレイの変動をNBRが抑えていることによって、ルーマニア国内の企業による金利の低い海外の通貨での借入れが拡大しているためだ。NBRは2023年1-3月の時点で外貨建て債務は前年同期比46%増加したと公表している。対外債務の積み上がりは、将来的な資金流出に対する脆弱性につながる。今回のNBRの動きは、レイ安に伴う将来的な外貨建て債務返済負担の増加のリスクを意識させることで、企業が外貨での借入れを自制することを狙ったものである可能性がある。NBRがある日突然、為替管理をやめるといった極端な変化は見込みがたいが(レイの対ユーロ相場での安定を見越してルーマニアに流入していた海外資金が一気に流出に転じかねないほか、通貨安が急激に進めば輸入インフレの加速につながるため)、レイには今後、ユーロに対する下落バイアスがかかるリスクが高まっていよう。

＜ハンガリー国立銀行 政策金利コリドー＞



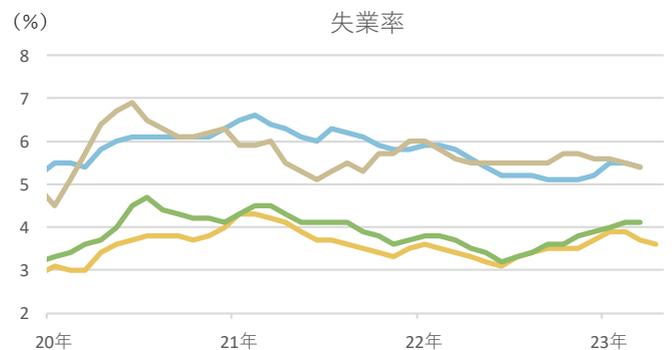
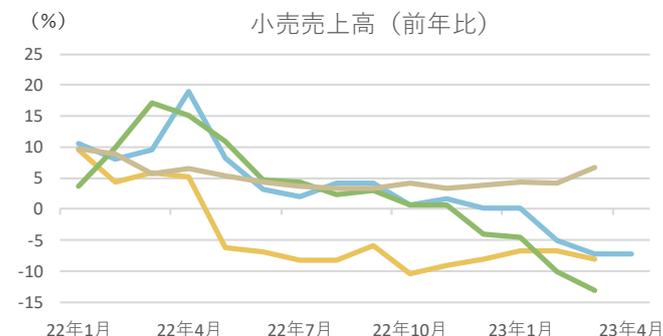
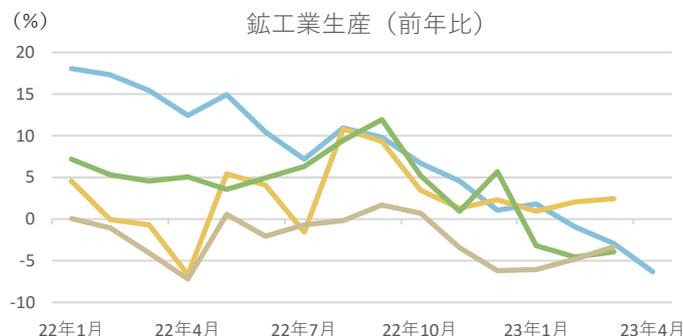
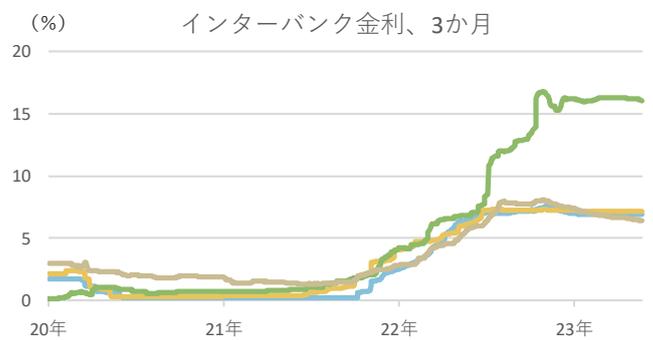
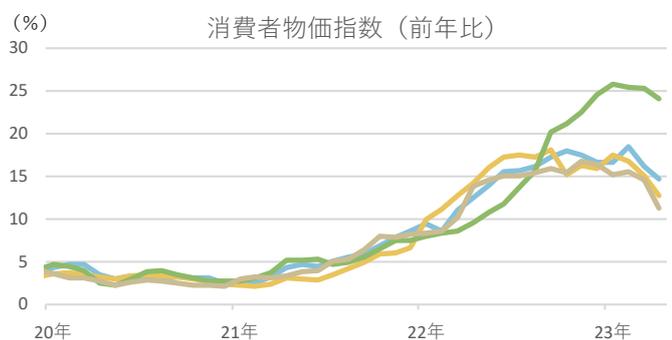
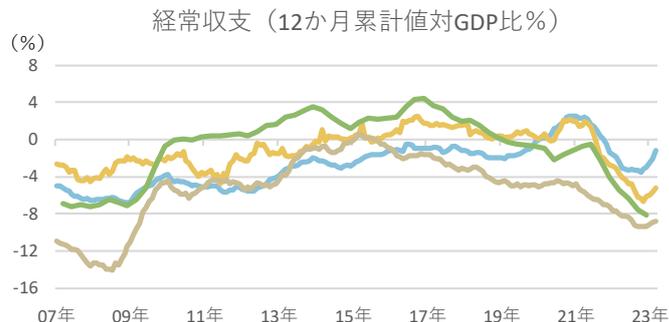
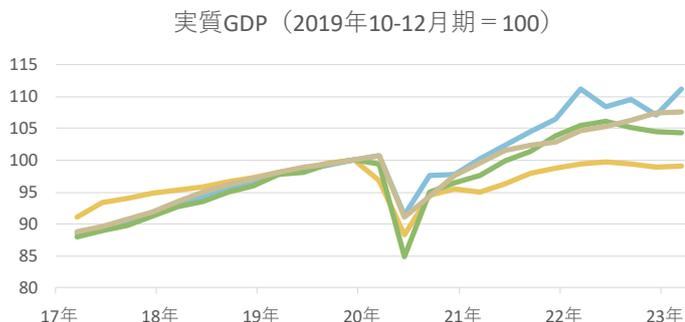
＜主要経済指標＞

月日	GMT		指標	期間	予想*	実績	前回
5/17	07:00	RO	鉱工業生産（前年比%）	3月		3.1%	7%
5/22	09:00	PD	鉱工業生産（前年比%）	4月	-4.3%	-6.4%	-2.9%
	09:00	PD	平均賃金（前年比%）	4月	12.1%	12.1%	12.6%
5/23	09:00	PD	小売売上高（前年比%）	3月	-8.1%	-7.3%	-7.3%
	13:00	HU	政策金利		13%	13%	13%
5/24	07:30	HU	平均賃金（前年比%）	3月			0.2%
5/25	09:00	PD	失業率	4月	5.3%		5.4%
5/26	07:30	HU	失業率	4月	4.1%		4%
5/30	08:00	CZ	実質GDP（前年比%）	Q1			-0.2%

（* 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：各国統計/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。