

中/東欧通貨週報

2023年7月5日 | みずほ銀行欧州資金部

中/東欧4通貨:サマリー

先週1週間の中東欧通貨は、対ドルで揃って下落。対ユーロではまちまちな動きとなった。製造業PMIが大幅な落ち込みとなったハンガリー・フォリントの下落率が大きい。翌週はポーランド国立銀行の金融政策が最大の焦点となる。コンセンサスは据え置きだが、新しい経済予測が公表され、早期利下げの可能性を示唆するものとなる可能性がある。市場では、2023年後半に見込まれる新興国中銀の利下げが金融市場の大きなテーマとなりつつある。基本的に金利の低下は新興国通貨にとってサポート材料が弱まることを意味するが、過去の経験や、5月に既に実質的な利下げを開始しているハンガリーの状況を考慮すれば、利下げが通貨安に直結するとも言えないだろう。本稿では、利下げでも新興国通貨が堅調を維持する条件についてまとめている。

ポーランド

<過去1週間の動き> (6月28日～7月4日)

EUR/PLN: 4.4138 ~ 4.4908

先週1週間のポーランド・ズロチ相場は対ドルで下落する一方、対ユーロでは6月22日につけた対ユーロ4.41を下抜けし、年初来高値を更新した。経済指標では、6月30日に公表された6月分CPI(速報値)が重要である。結果は前年同月比+11.5%と5月分の同+13.0%から低下、市場予想の同+11.8%を下回った。前年比較時点の物価水準の高さ(特に食料・エネルギー)が大幅な低下の主たる要因だが、食料・エネルギーだけではCPIの低下を説明しきれないことから、インフレの低下はサービスを含むコアの項目にも広がっている公算が大きい(コアCPIは7月17日に公表される)。ポーランド国立銀行(NBP)内のハト派を勢いづかせる結果と見られる。

短期金利市場では、既にNBPの年内利下げがコンセンサスとなっており、焦点は、10月に実施されると見られる総選挙の前か後かのタイミングの問題となっている。NBPの7月会合では、経済見通しがアップデートされる。仮に景気・物価見通しが大幅な引き下げとなり、グラピンツキ総裁が利下げに前向きなトーンを一段と強めるようであれば、総選挙前、おそらく9月会合での利下げが濃厚となろう。仮に、選挙前の財政支出拡大に伴うインフレ圧力を考慮する姿勢を示すようであれば、利下げは景気・物価見通しがアップデートされる11月会合以降となるだろう。

地政学的话题として、モラヴィエツキ首相は6月30日、自国内に米国の核兵器を配備して協働で運用する「核共有」への参加を求めていることを明らかにした。ベラルーシにロシアの核兵器が配備されたことを受けた対応。6月23日のワグネルの乱以降、中東欧通貨は概ね堅調を維持しているが、ロシア情勢にも一定の配慮は必要であろう。

<向こう1週間の見通し> (7月5日～7月10日)

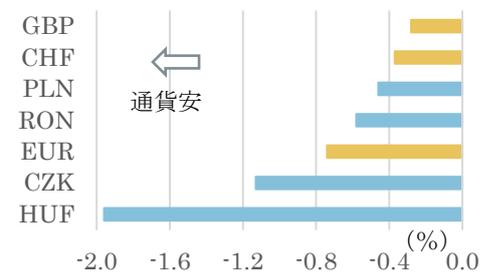
EUR/PLN: 4.3 ~ 4.7

向こう1週間のズロチ相場はNBPの7月会合でハト派のメッセージが示されれば、金利低下、ズロチ安で反応する可能性があるが、それほど大きな動きとはならないだろう。NBPが利下げに踏み切った場合、ズロチの安定性を脅かすものになるかを簡単に考察したい。基本的には、金利の低下(特に経済的な結びつきの強いユーロ圏との金利差の縮小)はズロチにとって追い風が弱まることを意味する。もっとも、先行して5月会合から実質的な金融緩和を開始しているハンガリーの状況を見る限り、必ずしもNBPの利下げがズロチの下落に直結するとも言えなそうだ。一般的に、利下げにも関わらず新興国通貨が堅調を維持する条件には以下のものがある。(1)インフレの低下に伴い、名目の政策金利を引き下げても実質政策金利が下がらない。(2)グローバルなボラティリティー(通貨の変動率)の低下に伴い、高金利通貨を買って低金利通貨を売るキャリートレードの魅力度がより高まる。(3)金融緩和に伴い、成長期待が回復し、それが積極的な海外からの資金流入につながる。これらの要素のうち、中長期的に見て重要なのは、(1)の実質金利の議論だと見ている。NBPが利下げに踏み切る際には、インフレ抑制の達成に向けた経路をしっかりと示す必要があるだろう。

欧州通貨 対ドル騰落率

(6月28日～7月4日)

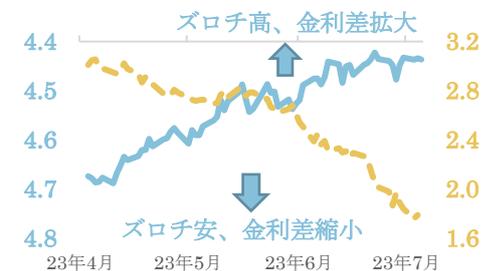
中/東欧通貨、G10通貨



EUR/PLNの推移と2年金利差

実線:ズロチ対ユーロレート(左軸、逆目盛)

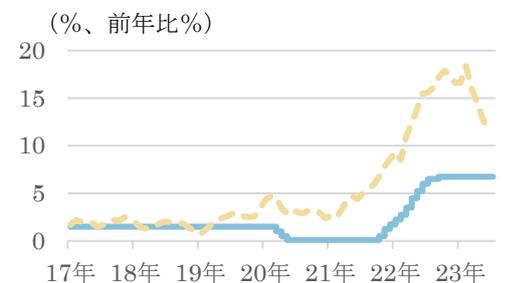
点線:2年スワップ金利差(ポーランドーユーロ圏、右軸)



ポーランド 政策金利とCPI

実線:政策金利

点線:消費者物価指数(CPI)



(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

来週は筆者出張のため、発行日を1日前倒しし、7月11日発行の予定です。

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7月5日 | みずほ銀行欧州資金部

チェコ

先週1週間のチェコ・コルナ相場は対ドル・対ユーロで反落した。6月30日にはチェコ国立銀行(CNB)の金融政策決定会合議事録が公表されたほか、7月3日にはミヒル総裁が現地紙のインタビューに応じている。CNBは6月会合において、市場予想通り政策金利を7.00%で据え置いた。ただし、前回5月3日の会合では7名中3名の委員は25bpの追加利上げに投票していたが、今回の決定では利上げ票が2名に減っていた。もっとも、議事録の内容を読む限りは、CNBのインフレの高止まりのリスクへの警戒はやはり強いという印象を受ける。とりわけ、据え置きに投票したメンバーも労働市場のタイト化に対する懸念を表明している点は重要であろう。ミヒル総裁のインタビューでは、現在の政策金利(7.00%)が需要の抑制に効果を発揮するのに十分な水準にあるという見方を示す一方で、財政の健全化が実施されなければ、インフレ率をターゲットに戻すことは難しいという見解を示している。政府は財政赤字の縮小に取り組む姿勢を維持しているものの、現地紙の報道では2023年に200億チェココルナの歳出削減を行うという政府案に対し、与党内でも調整が難航している模様である。短期金利市場ではなお、CNBの年内利下げ開始が織り込まれているものの、財政政策を巡る不透明感やCNBのタカ派姿勢を考慮すれば、年内利下げの可能性は低いように思われる。

ハンガリー

先週1週間、ハンガリー・フォリントは対ドル・対ユーロで大きく下落。その前の週には中東欧4通貨の中で最も高パフォーマンスとなっていたため、まだ4月後半から6月にかけてのレンジの範囲内に留まっているという見方もできるが、それでも対ドルで見ると約2%の下落率はやや大きい。

経済指標では、7月3日に発表された6月分の製造業PMIの急激な落ち込みが目を引く。5月の57.1から6月には44.2へと急低下し、パンデミック時の2020年5月以来の低水準となった。7月6日に公表される5月分の小売売上高も前年比で2桁のマイナス成長になると見られ、景気後退が続くことは避けられない情勢だ。

景気の減速やインフレ率の低下、貿易収支(及び経常収支)の改善を考慮すれば、ハンガリー国立銀行(MNB)が金融緩和(昨年10月に導入後、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の引き下げ)を継続する公算が一段と強まっている。これまで2会合連続の1%ポイントずつの利下げを行っているものの、フォリントが堅調を維持していることもMNBに追加利下げを促す要因となるだろう。

利下げにも関わらずフォリントが堅調を維持している背景に、世界的な通貨のボラティリティ低下が挙げられる。右図では、ハンガリーとユーロ圏の金利差及びインプライドボラティリティを用いて作成したキャリー魅力度指数の推移を示している。ハンガリーとユーロ圏の金利差は縮小しているものの、ボラティリティの低下によって、フォリントをロングしユーロをショートするキャリートレードの魅力は高止まりが続いている格好だ。

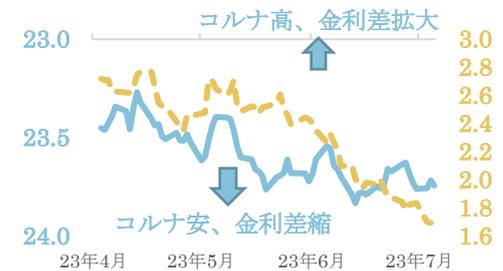
ルーマニア

先週1週間のルーマニア・レイは対ユーロ・対ドルで底堅い展開。当面の焦点となる7月5日のルーマニア国立銀行の次回金融政策決定会合では現在7.00%の政策金利の据え置きが見込まれるが、6月13日に発表された5月CPIの低下や、景気の低迷を受けて景気への配慮姿勢が強まるかが焦点となる。5月CPIは前年同月比+10.6%と4月分の同+11.2%から減速した。市場予想の同+10.3%は上回ったほか、前月比では0.6%上昇している。食料品の価格上昇(前年同月比+18.7%、CPIへの寄与度では6.0%)が依然として前年比で見たCPIを押し上げる形となっているが、既に減速の兆候が見られている。また、エネルギー価格の上昇も早い段階で止まっていることから、今後、インフレ率は減速に向かう公算が大きい。

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)

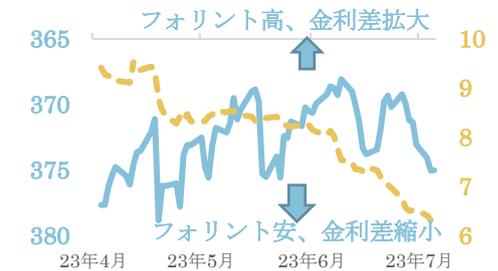
点線: 2年スワップ金利差(チェコユーロ圏、右軸)



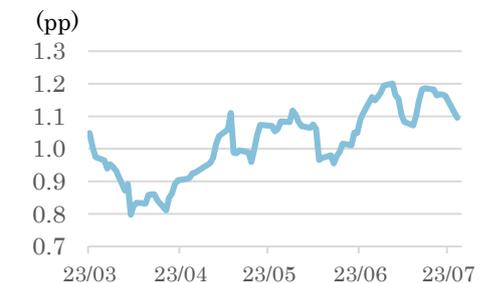
EUR/HUFの推移と2年金利差

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)



ハンガリーフォリント キャリー魅力度指数



注: ハンガリーフォリントのロング、ユーロのショート想定。期間は3か月。ハンガリーとユーロ圏の金利差を差し引いたうえで3か月の両通貨ペアのインプライドボラティリティ(予想変動率)で割っている。

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)



(資料: 各国統計/ブルームバーグ)

来週は筆者出張のため、発行日を1日前倒しし、7月11日発行の予定です。

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。

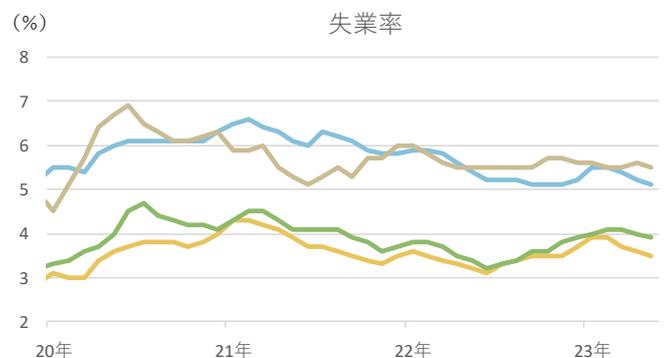
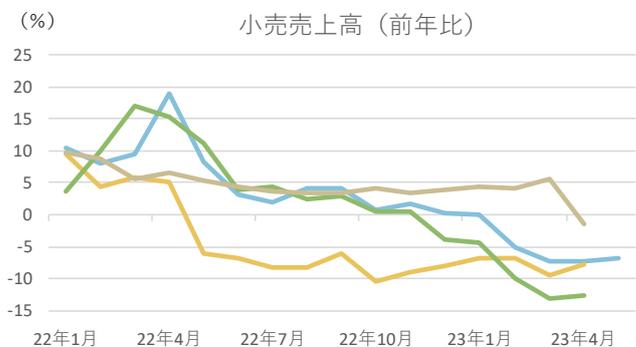
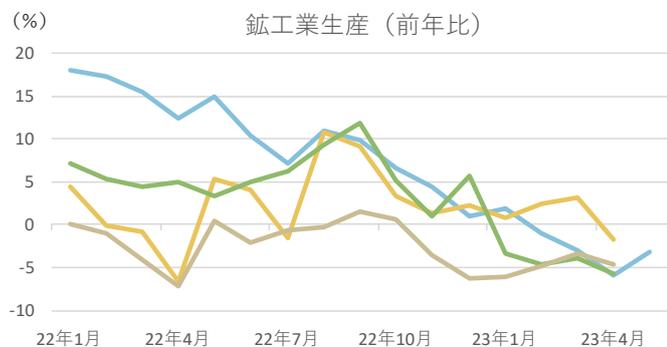
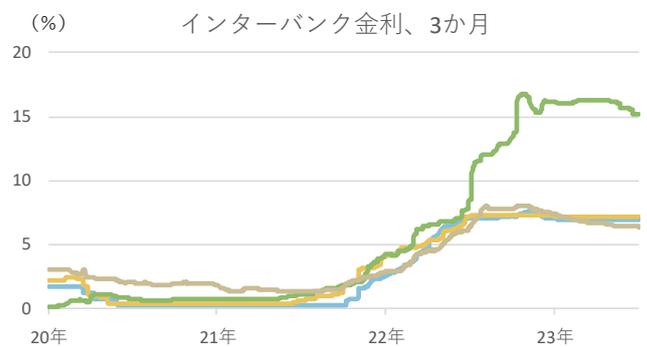
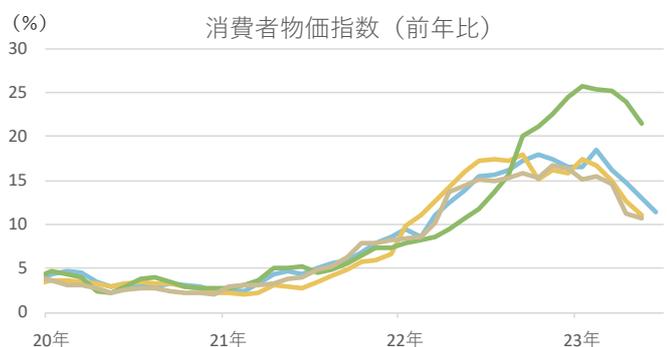
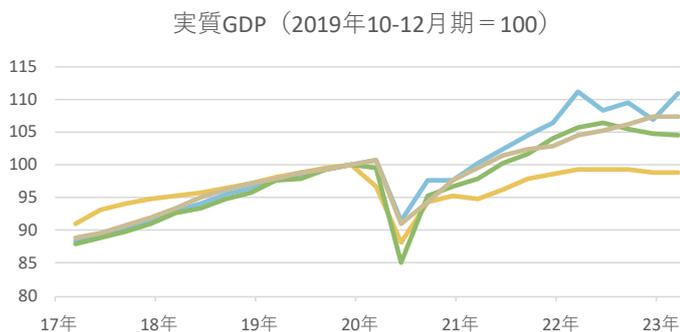
<主要経済指標>

| 月日 | GMT | | 指標 | 期間 | 予想* | 実績 | 前回 |
|------|-------|----|--------------|----|-------|-------|--------|
| 6/30 | 07:00 | RO | 失業率 | 5月 | | 5.5% | 5.6% |
| | 08:00 | CZ | 実質 GDP (前年比) | Q1 | -0.4% | -0.5% | -0.4% |
| | 09:00 | PD | CPI (前年比) | 6月 | 11.8% | 11.5% | 13% |
| 7/3 | 08:00 | HU | 製造業 PMI | 6月 | | 44.2 | 57.1 |
| | 08:00 | PD | 製造業 PMI | 6月 | 46.7 | 45.1 | 47 |
| | 08:30 | CZ | 製造業 PMI | 6月 | 41.7 | 40.8 | 42.8 |
| 7/5 | | RO | 政策金利発表 | | 7% | | 7% |
| 7/6 | 07:00 | RO | 小売売上高 (前年比%) | 5月 | | | -1.5% |
| | 07:30 | HU | 小売売上高 (前年比%) | 5月 | -11% | | -12.6% |
| | | PD | 政策金利発表 | | 6.75% | | 6.75% |
| 7/7 | 07:00 | RO | 実質 GDP (前年比) | Q1 | 2.3% | | 2.3% |
| | 07:30 | HU | CPI (前年比) | 6月 | 20.1% | | 21.5% |
| | 08:00 | CZ | 鉱工業生産 (前年比) | 5月 | -3.3% | | -1.8% |
| | 13:00 | PD | 議事録公表 | | | | |
| | 14:00 | PD | 総裁記者会見 | | | | |

(* 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。