

中/東欧通貨週報

2023年9月13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、中東欧ではポーランド・ズロチの下落率が突出している。9月6日のポーランド国立銀行による市場予想を上回る75bpの利下げ決定とその翌日のグラピンツキ総裁の記者会見を受けてズロチが急落した。チェコ・コルナの下落率も大きくなったが、これはポーランド中銀の大幅利下げを受けて、チェコ国立銀行も早期利下げに動くのではないかという見方が強まったことが背景にあるだろう。

ポーランド

＜過去1週間の動き＞ (9月6日～9月12日)

EUR/PLN: 4.4892 ~ 4.6971

ポーランド・ズロチは急落。ポーランド国立銀行(NBP)は9月6日、75bpの利下げを行い、政策金利を6.00%に引き下げた。NBPの金融緩和は新型コロナの感染拡大で世界経済が混乱に見舞われていた2020年5月以来となる。今回の利下げは2重の意味でネガティブサプライズとなった。(1)グラピンツキ総裁は7月会合後の記者会見で「2023年9月会合での利下げ開始は可能」と明言し、利下げの条件の1つとして、CPIの上昇率が1桁台となることを挙げていた。しかし、8月31日に公表された8月分のCPI速報値は前年同月比+10.1%となり、1桁には低下しなかった。そのため、今会合では利下げが見送られるという見方も根強く、実際にブルームバーク集計の民間エコノミスト予測では36名中16名が据え置きを予想していた。(2)さらに、利下げが行われると見ていたエコノミストも全員が利下げ幅は25bpになると予想していた。75bpの大幅利下げという想定外の結果を受け、利下げ発表直後にポーランド・ズロチは対ユーロで4.50から4.57まで2%近く下落した。

NBPは声明文の中で、景気の減速が想定以上に鮮明となっていることを利下げの主な理由として挙げているが、違和感はある。ポーランド政府は8月末に財政拡張的な予算案を公表したばかりであり、金融政策も緩和に舵を切るようであれば、国内景気回復を強力に後押しする形となり、「景気減速に伴うインフレ圧力低下」というロジックに矛盾が生じるためだ。今回の大幅利下げの最大の動機が、10月15日の総選挙の前に景気を支援するための政権への配慮ではないかという疑念を払しょくすることは容易ではないだろう。

グラピンツキ総裁は金融政策発表の1日後の9月7日に記者会見を行い、今回の大幅利下げの妥当性を強く主張している。「ポーランドは景気後退を招かずにCPIの引き下げを目指す」という発言は、現在、世界の中央銀行が直面している「景気後退を受け入れるかインフレ抑制を優先するか」のジレンマに照らして考えれば、現実離れした主張のように感じられる。為替市場の観点からは、総裁が大幅利下げ後のズロチの下落に対し、「2%の通貨安によるCPIの押し上げ圧力は限定的」とし「為替介入を行うことはない」と意に介さない姿勢を示したことが注目される。結局、総裁の記者会見中にズロチは続落し、ズロチは9月7日時点で金融政策発表前の水準からは対ユーロで3%下落した水準で推移している。総裁の記者会見のハト派的なトーンを考慮すれば、ズロチに対する下落圧力が一段と強まらない限り、次回10月4日の金融政策決定会合で追加利下げが実施される可能性は高い。

＜向こう1週間の見通し＞ (9月13日～9月19日)

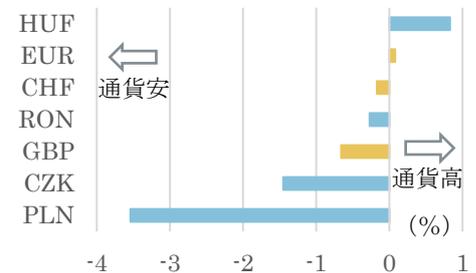
EUR/PLN: 4.50 ~ 4.75

今後1週間のズロチ相場は続落を見込む。市場予想を上回る大幅利下げ、金融政策が政治への配慮で歪められているのではないかという懸念、グラピンツキ総裁の記者会見で示されたズロチ安リスクを容認する姿勢、これらの要因は全てズロチ相場にとって重大なダウンサイドリスクとなる。75bp利下げ決定後、ズロチはほぼ一方方向に下落を続けており、短期的には反発する可能性はあるものの、そうした動きは短命に終わる可能性が高いだろう(より詳細な見通しは、2023年9月8日発行の通貨ニュース「ポーランド:市場予想を上回る▲75bpの大幅利下げで金融緩和を実施」をご覧ください)。

欧州通貨 対ドル騰落率

(9月6日～9月12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)

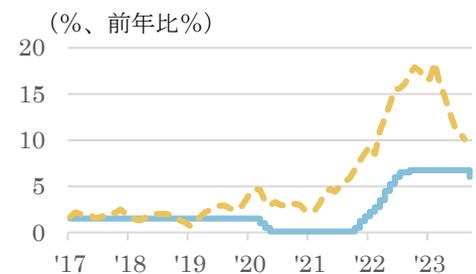
点線:2年スワップ金利差(ポーランドーユーロ圏、右軸)



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/ブルームバーク)

＜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9月13日 | みずほ銀行欧州資金部

チェコ

チェコ・コルナは先週1週間でポーランド・ズロチに次ぐ大幅下落となった。ポーランド中銀による大幅利下げを受けて、中東欧主要3か国(ポーランド、チェコ、ハンガリー)の中でまだ金融緩和に動いていない唯一の中銀となったチェコ国立銀行(CNB)に対する早期利下げ期待が再び高まったものと見られる。こうした見方を裏付けるように、ザムラツィロワ氏やプロチャツカ氏ら先週1週間のCNBの委員からの発言は、市場の早期利下げ観測を打ち消そうとするものが目立った。

もっとも、先週発表された物価や雇用などの経済指標は、インフレ圧力の後退を示唆するものであった。9月11日に公表された8月分の消費者物価指数(CPI)は前年同月比+8.5%と7月分の同+8.8%から低下した。また、労働市場関連統計では、9月4日に公表された2023年4-6月期の賃金上昇率は前年同期比+7.7%と1-3月期の同+8.7%から低下し、インフレ調整後の実質ベースでは前年同期比▲3.1%と依然として大幅なマイナス圏にある。また、9月8日に公表された8月分の失業率は3.6%と7月の3.5%から上昇した。

CNBのインフレ警戒姿勢は揺らいでいないものの、一連の経済指標が示唆する労働需給ひっ迫緩和、インフレ圧力低下の兆候を考慮すれば、市場の早期利下げ観測が大幅に後退する可能性も低いように思われる。

ハンガリー

ハンガリー・フォリントは対ドル、対ユーロでやや持ち直した。前述のポーランド中銀の利下げに伴い、ハンガリーの高水準の金利が改めて投資家の資金を集めているという見方もある。もっとも、フォリントはその前の週は下落しており、相場の振れの範囲内に留まっていると解釈するのが妥当なように思われる。フォリント相場の当面の焦点は9月26日に控えるハンガリー国立銀行(MNB)の次回金融政策決定会合である。MNBは昨年10月にフォリント安に対抗するための緊急引き締め策として1日物預金ファシリティーを創設し、銀行からの全ての入札を受け入れるとしたほか、その適用金利は導入当時はベースレートより5%高い18.00%に設定された。

このように昨年10月以降、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適用金利は、フォリントの安定や経常収支の改善を受けて、今年5月以降は18%から14%まで段階的に引き下げられてきた。今後、9月26日に控える次回会合でも追加の引き下げが行われれば、本来の主要政策金利であるベース金利13%と一致することとなる。そうなれば、MNBが1日物預金ファシリティーの撤廃及び、10月会合以降、本来の主要政策金利であるベース金利の引き下げに移行するかが焦点となる。

筆者は、インフレ率の鈍化と景気の減速が続いていることを考慮すれば、MNBの金融緩和を10月会合以降も継続すると見ている。9月8日に公表された8月分の消費者物価指数(CPI)は前年同月比+16.4%と7月分の同+17.6%から引き続き減速している。その前の週に発表された2023年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比▲2.4%、前期比▲0.3%と落ち込みが続いている。特に、前期比では4四半期連続のマイナスとなっている。

もっとも、MNBのビラグ副総裁が8月会合後の記者会見において、ベース金利の引き下げを当然のことと考えるべきではない、と発言したことは意識する必要がある。この発言は、10月以降、ベース金利を当面、維持する可能性を示唆するものであるためだ。9月13日には8月会合後の議事録が公表される。他の委員もビラグ副総裁と同様に慎重なスタンスをとっているかを見極める必要があるだろう。

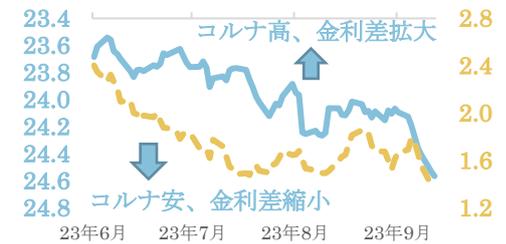
ルーマニア

ルーマニアレイは引き続き小動き。同国はユーロに対する管理変動相場制をとっており、ルーマニア国立銀行の金融政策の動向は基本的には欧州中央銀行(ECB)の動きをなぞる傾向が強く、他の中東欧の中銀の動きに影響を受けるということはずがない。経済指標では9月12日に7月分の賃金が公表され、結果は前年同月比+14.8%と6月分の同+15.7%から減速した。

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)



チェコ フォワード市場の金利織り込み(*)

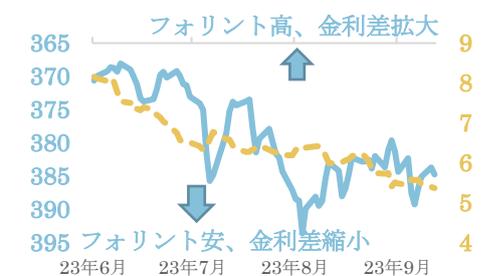


* 6か月後スタート期間3か月のフォワードレートから3か月Piborを差し引いている。

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)

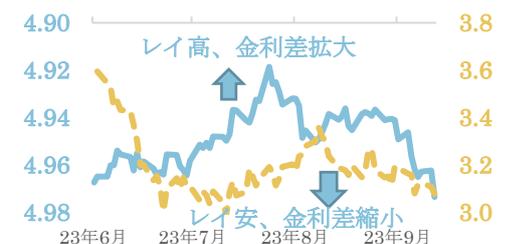
点線: 2年スワップ金利差(ハンガリーユーロ圏、右軸)



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)



(資料: 各国統計/ブルームバーグ)

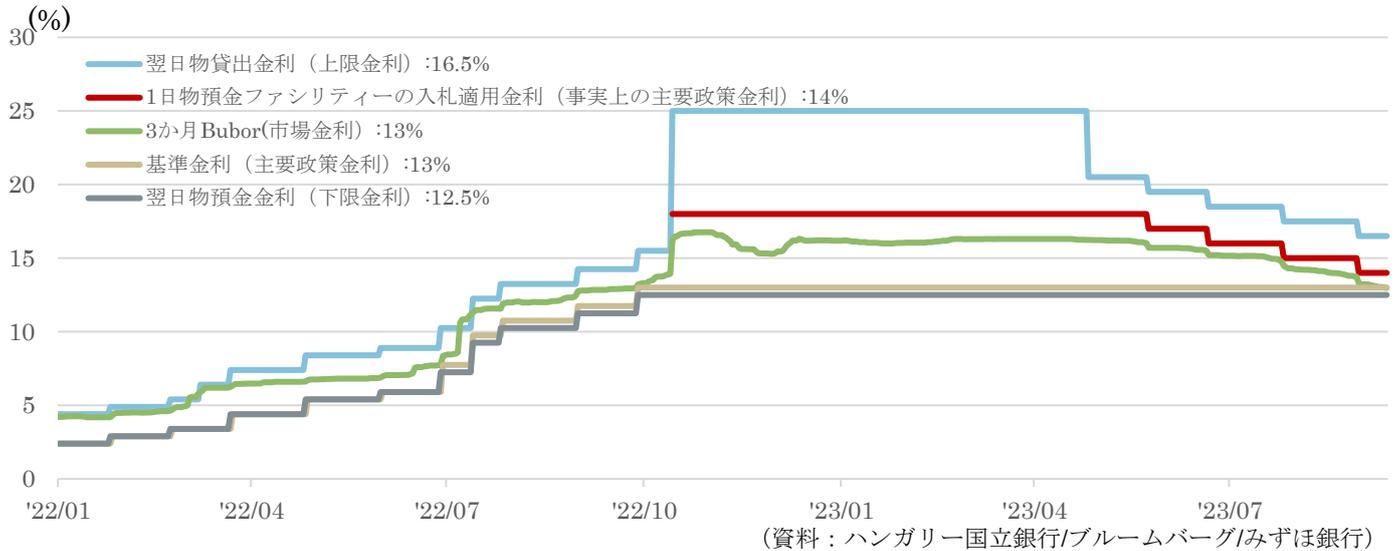
当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

中/東欧通貨週報

2023年9月13日 | みずほ銀行欧州資金部

MIZUHO

<ハンガリー国立銀行 政策金利コリドー>



<主要経済指標>

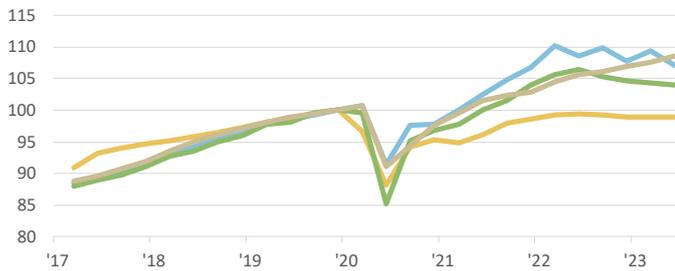
月日	GMT		指標	期間	予想*	実績	前回
9/6	07:00	RO	小売売上高 (前年比)	7月		1.2%	2%
	07:30	HU	小売売上高 (前年比)	7月	-7.4%	-7.6%	-8.3%
		PD	政策金利発表		6.5%	6%	6.75%
9/7	07:00	RO	GDP (前年比)	Q2	1.1%	1.1%	1.1%
	07:30	HU	鉱工業生産 (前年比)	7月	-6.4%	-2.5%	-6.1%
	08:00	CZ	小売売上高 (前年比)	7月	-3.1%	-1.8%	-3.9%
9/8	07:30	HU	CPI (前年比)	8月	16.3%	16.4%	17.6%
	07:30	HU	貿易収支 (ユーロ)	7月		697m	1568m
9/11	08:00	CZ	CPI (前年比)	8月	8.5%	8.5%	8.8%
9/13	07:00	RO	CPI (前年比)	8月	9.15%		9.44%
	09:00	CZ	経常収支 (CZK)	8月	-23.00b		-58.58b
	13:00	PD	経常収支 (EUR)	8月	1300m		2431m
	13:00	HU	金融政策決定会合議事録				
9/11	13:00	PD	コア CPI (前年比)	8月			10.6%

(* 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>

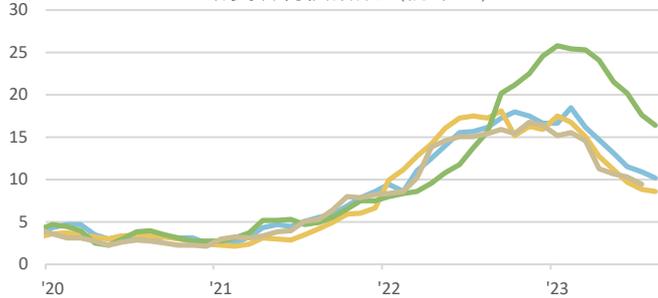
実質GDP (2019年10-12月期 = 100)



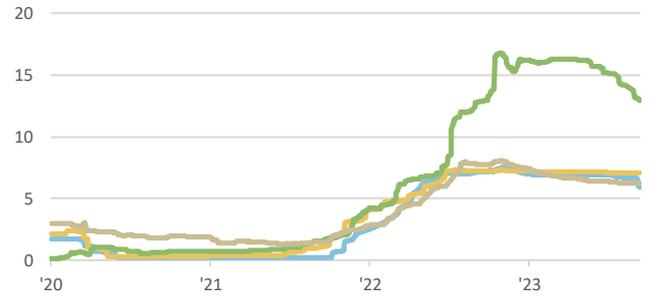
経常収支 (12か月累計値対GDP比%)



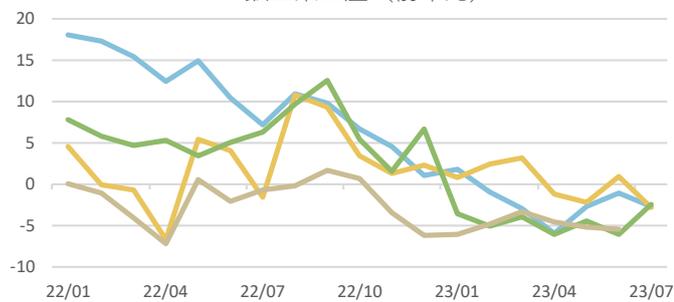
消費者物価指数 (前年比)



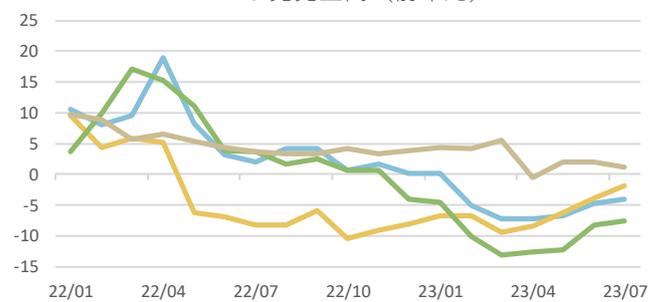
インターバンク金利、3か月



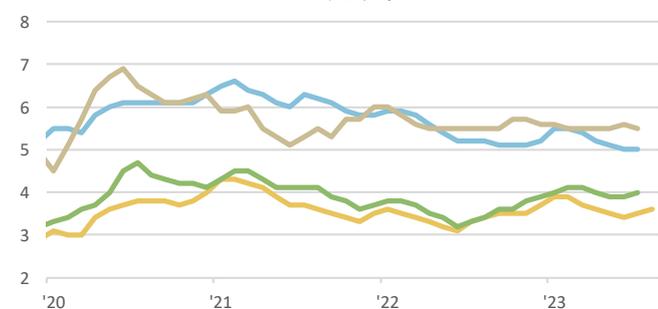
鉱工業生産 (前年比)



小売売上高 (前年比)



失業率



- 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。