

# 中/東欧通貨週報

2023年11月29日 | みずほ銀行欧洲資金部

## 中/東欧4通貨: サマリー

過去1週間の中東欧通貨は、グローバルなドル安を反映する形で、対ドルで大幅反発。対ユーロでも、(中銀が通貨をユーロに連動させる政策をとっている)ルーマニア・レイを除き、上昇している。11月25日に大手格付け会社が国債格付けの見通しを引き上げたチェコを除けば、通貨上昇の起爆剤となった材料は見当たらなかった、という認識だが、ユーロ圏と比較した中東欧の高金利に注目した資金が流入している可能性はあるだろう。

### ポーランド

＜過去1週間の動き＞ (11月22日～11月28日)

EUR/PLN: 4.3174 ~ 4.3822

ポーランド・ズロチは対ドル・対ユーロで続伸。対ユーロでの年初来の上昇率は先々週の7%から8%に拡大している。ズロチが10月中旬以降、堅調に推移しているのは、総選挙結果を受けて親EUの野党連合による政権交代への期待が高まっていること、ポーランド国立銀行の金融政策の運営がよりタカ派的になり、ユーロ圏との金利差が2024年末まで維持される公算が強まっていること、が背景にある。

先週は特段、新たなズロチ買いの材料になるようなものは無かったものの、チェコで国債格付け見通しが引き上げられる動きがあったことを受けて、ポーランドでも同様に格付けにポジティブなアクションがあるかを考察したい。

結論は以下の2つである。(1)「親EUの新政権の誕生は、法の支配に関するEUとポーランドの対立を終わらせ、EU基金からの資金流入の再開につながる可能性が高く、信用力にとってポジティブ」と評価される可能性はあるものの、(2)「ロシア-ウクライナ戦争を受けたエネルギー補助金や軍事費の増大、さらには選挙前に与野党双方が公約に掲げた家族手当の増額、を考慮すれば、今後、ポーランドの財政赤字は対GDP比で高止まりし、政府総債務対GDP比率も上昇する公算が大きいため、何らかの財政健全化策が打ち出されない限りは格付けの引き上げなどポジティブなアクションは見込みにくい」と見ている。

ポーランドでは、1997年制定の憲法第216条5項において、「国家の公的債務が年間国内総生産額(GDP)の60%を超えるような借入または担保および財政的保証の供与は許されない」と具体的な数値が規定されている。さらに、財政法では、公的債務が対GDP比55%を超えた場合は、政府は支出を大幅に削減しなければならない、とする財政安定化措置がある。55%の基準に関しては、時の政権が財政法の修正により一部の支出項目を除外することなどによって、財政支出抑制措置の発動を回避してきた経緯があるため、形骸化している感は否めない。ただし、現政権与党の「法と正義」が行った2022～23年の財政支出拡大を新政権が反転させることは政治的に困難と考えられることを考慮すれば、中期的には憲法に定められた対GDP比60%の水準が意識される展開になる可能性は否定できない。

＜向こう1週間の見通し＞ (11月29日～12月5日)

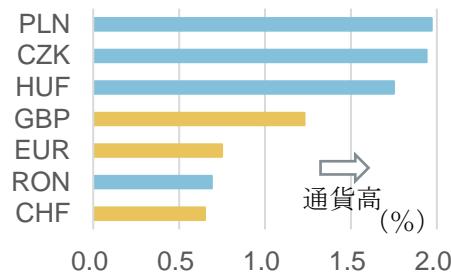
EUR/PLN: 4.30 ~ 4.50

ズロチ相場は続伸が予想される。10月の総選挙後の政権交代に向けた期待や、ポーランド国立銀行に対する利下げ期待の後退に加え、11月14日公表の米10月CPIの市場予想下振れ後の世界的な金利低下の流れが続いている、ポーランドの債券市場への資金流入が促される可能性が高いためだ。一方、ズロチの堅調な展開は、インフレ抑制にとっては追い風となる一方で、通貨が「強すぎる」状況となった場合は、輸出への下押し圧力となるリスクがあり、そうした警戒感が政府・中銀から示されるシナリオには注意が必要となるだろう。

### 欧州通貨 対ドル騰落率

(11月22日～11月28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)

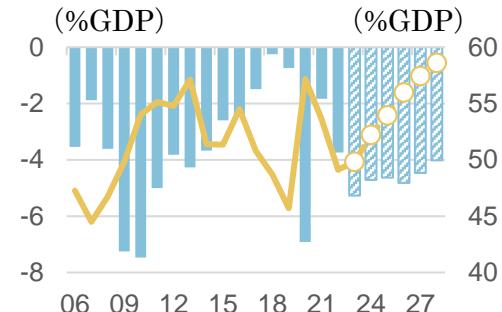
点線: 2年スワップ金利差(ポーランドユーロ圏、右軸)



### ポーランド 財政

棒グラフ: 財政収支(左軸)

折れ線: 一般政府総債務(右軸)



注: 2023年以降はIMF予測値(2023年10月時点)

(資料: ポーランド国立銀行/IMF/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@mizuhoemea.com](mailto:masayuki.nakajima@mizuhoemea.com)

# 中/東欧通貨週報

2023年11月29日 | みずほ銀行欧洲資金部

## チェコ

チェコ・コルナは対ドル・対ユーロで反発。大手格付会社 Moody's は25日、チェコ国債の格付けを「Aa3」(注:日本では無登録格付け)の見通しをネガティブから安定的に引き上げた。ロシアのウクライナ侵攻が欧州全土でエネルギー危機を引き起こしたさなかの2022年8月に同社はチェコ国債の格付け見通しを安定的からネガティブに引き下げるが、今回の動きはそれを反転させたものとなる。

Moody's 社は今回の格付けの見直しについて、主に、ロシアのガス供給に関するリスクが大幅に減少したことによるものだとしており、チェコがロシア産ガスへの依存から脱却するために、ノルウェーなど他の国からの輸入を拡大していることを評価したものと位置付けられる。

また、チェコ議会は10月に今後2年間で総額1,500億コルナの歳出削減・増税策を可決しており、財政赤字を2023年予想の対GDP比3.6%から2024年には同2.2%まで引き下げる予定だ。Moody's はチェコ政府・議会の財政健全化に向けた取り組みも、格付け見通しの引き上げという同社の決定をサポートするものになったと指摘している。

## ハンガリー

ハンガリー・フォリントは対ドル・対ユーロで反発。グローバルな金利低下に伴い、中東欧域内でも最も高水準の金利を提供するハンガリーの短期金利市場に資金が流れているものと見られる。また、11月23日にはEUがハンガリーに対して凍結していた復興基金の一部(約10億ユーロ)の解除を承認する予定、と報じられたこともサポート要因となっただろう。もっとも、ハンガリーとEUを巡っては、ウクライナのEU加盟を巡り、ハンガリーが強硬に反対姿勢を取っていることで亀裂が深まっているという報道も目立つ。両者は別問題として扱うべきなのかもしれないが、少なくともEUとの関係性がハンガリー経済・金融市場にとってリスク要因である状況には変わりがないだろう。

## ルーマニア

ルーマニアで11月28日に発表された1月から10月までの財政赤字の累計値は628億レイ(対GDP比3.97%)となった。2022年の同時期(同3.34%の赤字)と比べても大きい。ルーマニアは新型コロナの世界的な感染爆発の直前の2020年3月にEUの過剰財政赤字是正手続(EDP)が開始されている。ルーマニアの国債格付けは他の中東欧主要国に比べてやや低く、Moody's がBaa3、S&PとFitchがBBB-と投資適格の最低ラインとなっている。

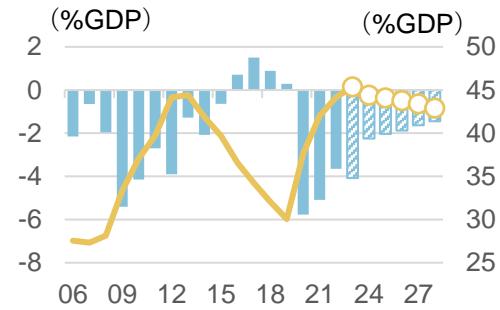
## EUR/CZKの推移と2年金利差

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 財政

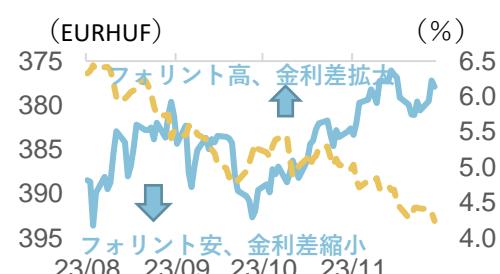
棒グラフ: 財政収支(左軸)  
折れ線: 一般政府総債務(右軸)



注: 2023年以降はIMF予測値(2023年10月時点)

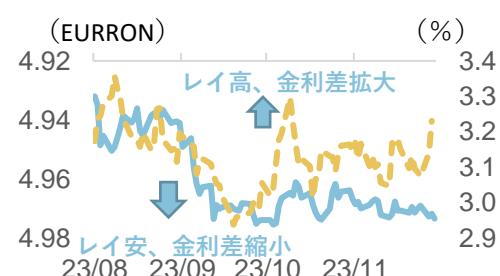
## EUR/HUFの推移と2年金利差

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)

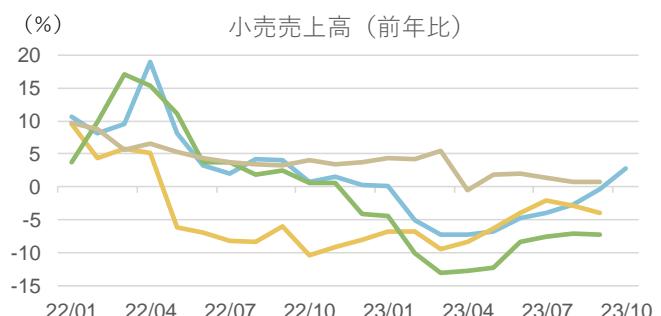
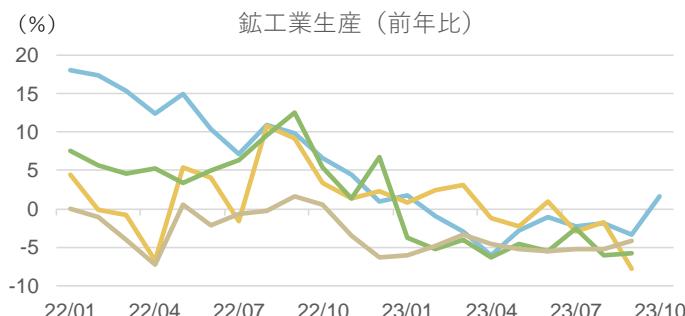
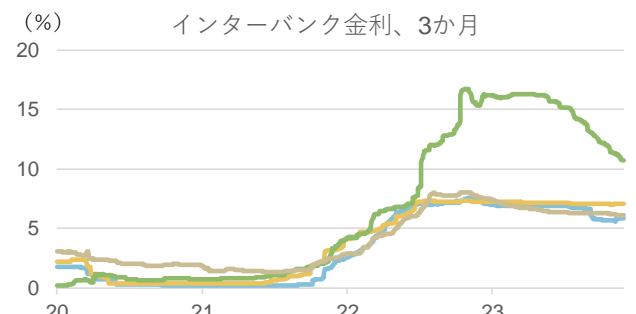
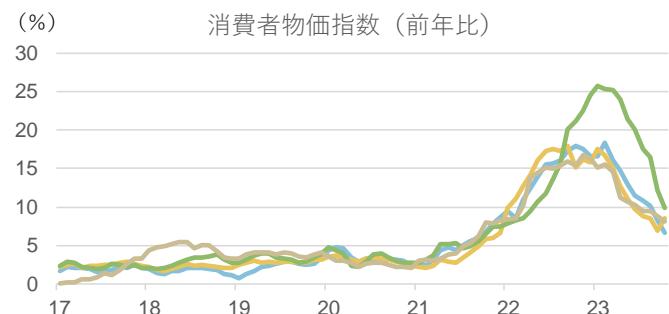
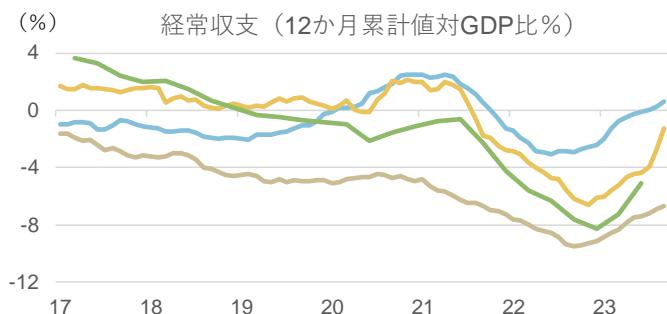
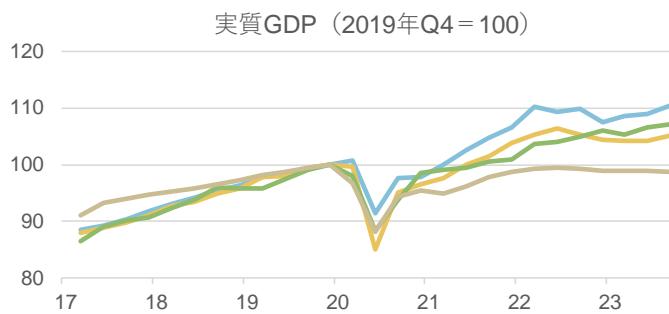
当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることがあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

## &lt;主要経済指標&gt;

月日	GMT		指標	期間	予想*	実績	前回
11/22	09:00	PD	小売売上高 (前年比)	10月	4.7%	4.8%	3.6%
11/24	07:30	HU	失業率 (%)	10月	3.9%	4.1%	3.9%
	09:00	PD	失業率 (%)	10月	5%	5%	5%
11/30	09:00	PD	CPI (前年比)	11月	6.6%		
	09:00	PD	GDP (前年比)	Q3			0.4%
12/1	07:30	HU	貿易収支 (EUR)	9月			1263m
	08:00	CZ	GDP (前年比)	Q3	-0.6%		-0.6%
	08:00	HU	製造業 PMI	11月	50.7		50.5
	08:00	PD	製造業 PMI	11月	45.5		44.5
	08:30	CZ	製造業 PMI	11月	42.9		42
12/6	07:00	RO	小売売上高 (%)	10月			0.7%
	07:30	HU	鉱工業生産 (%)	10月			-5.8%
	13:00	HU	議事録				
	PD		政策金利発表		5.75%		5.75%

(\* 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)

## ＜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があります。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。