

2023年11月27日

## MURC Focus

# 中東欧で進みつつある利下げの動き

## ～本格的な金融緩和は ECB の利下げ後か

調査部 副主任研究員 土田 陽介

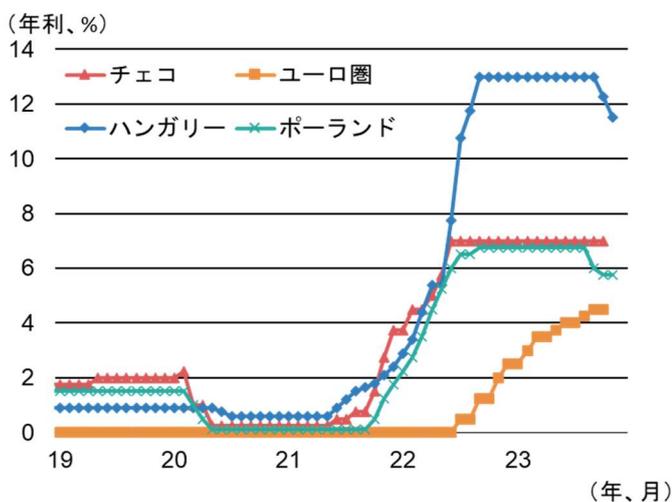
- ECB が利下げに着手するのは米国が利下げに転じる2024年後半となる見込みであるが、統一通貨ユーロに加盟していない中東欧の国々には、すでに利下げに着手している国がある。
- とはいえ、各国のインフレはコロナショック前の2019年の水準に比べれば強いままである。そのためタカ派姿勢が強いチェコのみならず、ハンガリーとポーランドも追加利下げには慎重を期するだろう。
- 金融緩和が本格化せず、高水準の金利が続く間は、中東欧諸国の景気もまた、ユーロ圏と同様に浮揚感を欠く展開となるだろう。

### (1) ポーランドとハンガリーで利下げの動き

欧州中央銀行 (ECB) は10月26日に政策理事会を開催し、政策金利 (主要リファイナンス・オペ金利) を年4.5%で据え置いた (図表1)。ECB の政策金利は事実上のターミナルレート (利上げ局面での最終的な金利水準) に達したと考えられるが、一方で ECB が利下げに着手するのは、米連銀 (FRB) が利下げに転じると考えられる2024年後半となる見込みである。

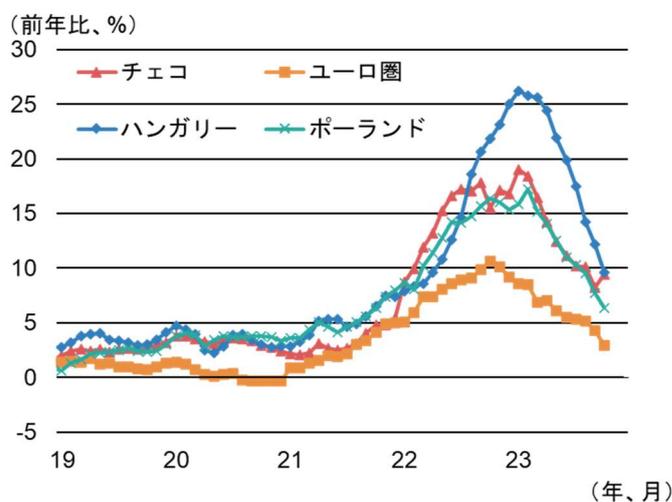
他方で、統一通貨ユーロに加盟していない中東欧の国々には、すでに利下げに着手している国がある。最初に利下げに転じたのはハンガリー中銀 (MNP) であり、4月の会合で政策金利の一種であるオーバーナイト預金金利を25%から20.5%に引き下げた。その後、10月の会合では主要政策金利を13%から12.25%に引き下げ、また11月の会合でもさらに11.5%に引き下げた。

図表1. 各国中銀の政策金利



(出所) 各国中銀

図表2. 各国の消費者物価



(出所) ユーロスタット

またポーランド中銀(NBP)も9月と10月の会合で100bp(1%ポイント)の利下げを行った。NBPによる利下げは10月15日に行われた下院選で、選挙前に与党であった「法と正義(PiS)」を支援するために実施された性格も強く、11月の会合では利下げが見送られた。一方で、チェコ中銀(CNB)は利下げに慎重なスタンスを維持しており、政策金利を据え置き続けている。

ユーロ圏のインフレのピークアウトは2022年10-12月期だったが、中東欧3ヶ国のピークアウトは翌2023年1-3月期と遅れた。また何れの国のインフレ率もユーロ圏平均より高く、特にハンガリーの2023年1月の消費者物価は前年比26.2%上昇と、歴史的な伸びとなった(図表2)。とはいえ、各国の高水準ながらもインフレ率の低下は緩やかに進んできたため、中東欧に多少利下げの余地が出てきたことは事実である。

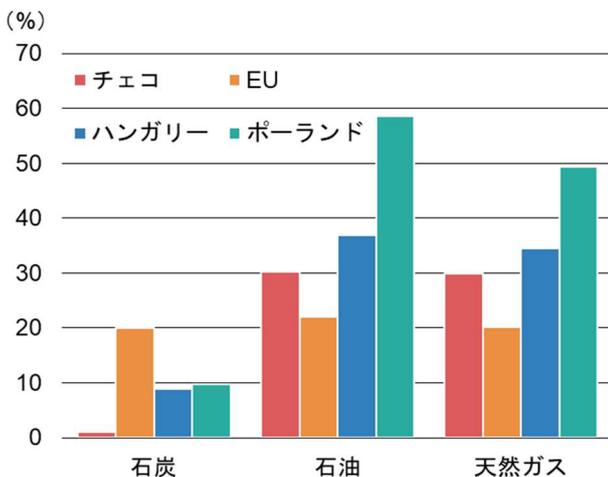
## (2) 化石燃料の対ロシア依存度の高さが高インフレの理由

ユーロ圏のインフレは深刻だったが、それ以上に中東欧3ヶ国のインフレが深刻だった理由として、そもそも中東欧3ヶ国が輸入依存度の高い小国であったことがある。加えて、各国が利用する化石燃料につき、石油と天然ガスの対ロシア依存度がEU平均よりも高く、そのため2022年に生じたロシア発のエネルギーショックの影響を強く受けたことが、各国のインフレを押し上げた(図表3)。

中東欧3ヶ国は地理的かつ歴史的な理由から、主にロシアからパイプライン(例えばドルジバ・パイプライン)を通じて石油や天然ガスの供給を受けてきた。しかし、ロシアのウクライナ侵攻でEUとロシアの関係が極端に悪化したことを受けて、石油や天然ガスの価格が高騰した影響が直撃し、それが各国の高インフレにつながったのである。

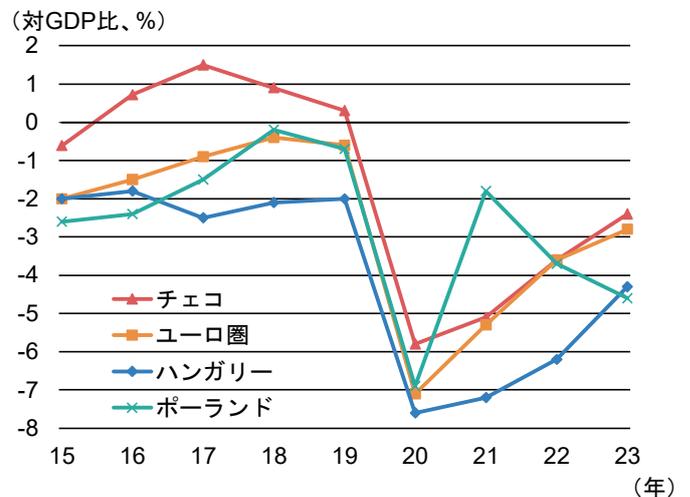
加えて、ハンガリーとポーランドの場合、後述のように通貨安が進んだことも、高インフレに拍車をかけた。その大きな理由の一つは、両国の財政の改善が遅れたことにあると考えられる(図表4)。ハンガリーは

図表3. 化石燃料の対ロシア依存度(2021年)



(出所)ユーロスタット

図表4. 中東欧3ヶ国の財政収支



(出所)ユーロスタット

2022年に、またポーランドは2023年に総選挙を実施したが、その際に両国の政権は、選挙を見据えて財政の拡張を維持した。その結果、財政の健全化が遅れ、それが通貨安の一因になったと考えられる。

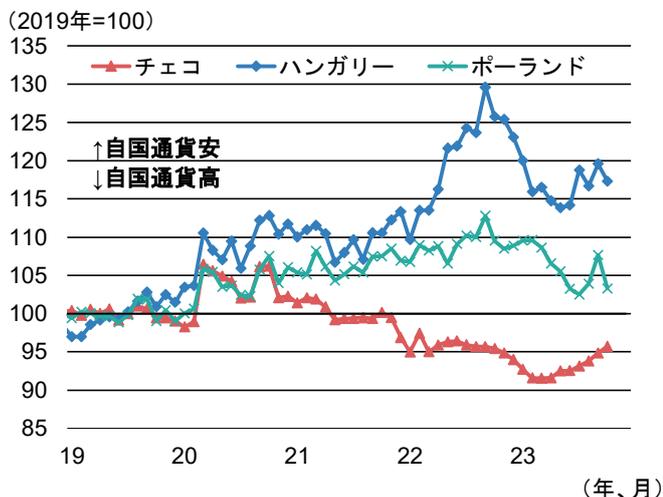
またハンガリーとポーランドの場合は、地理的にロシアからの圧力を受けやすいにもかかわらず、反 EU スタンスが強く EU との間で軋轢を抱えた結果、国の存在の安定感を欠くこととなったことが、通貨安を促す要因になったと考えられる。しかしポーランドでは、2022年のロシアのウクライナ侵攻を受けて親 EU の論調が高まり、実際に2023年の総選挙を経て親 EU 派の政権が成立することになったため、そうした要因は剥げ落ちたとみられる。

### (3) 本格的な金融緩和は ECB の利下げ後

とはいえ、各国のインフレはコロナショック前の2019年の水準に比べれば強いままである。そのためタカ派姿勢が強い CNB のみならず、MNB と NBP も追加利下げには慎重を期するだろう。特に MNB と NBP の場合、両国の為替相場(ハンガリーフォリントとポーランドズロチ)が対ユーロと対ドルの両方で依然として軟調であるため、輸入インフレ圧力が熾り続けている状況にある(図表5と図表6)。

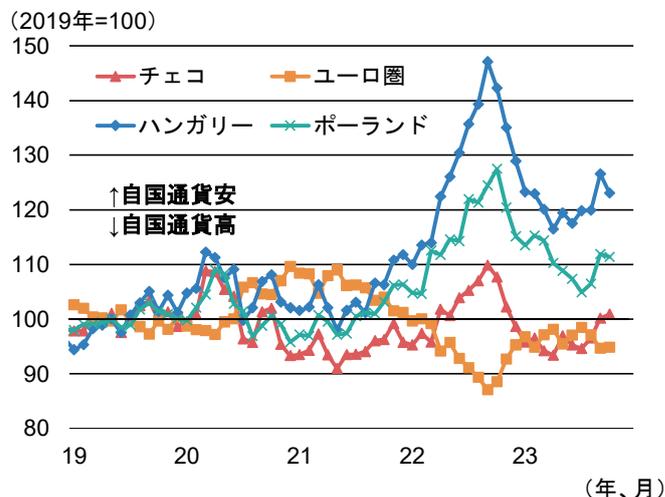
反 EU 路線を貫くハンガリーはさておき、チェコとポーランドの通貨が持ち直すためには、やはり ECB が利下げに転じる必要があるだろう。ECB は来年後半にも利下げに着手する見込みだが、それを受けて中東欧の中銀もまた金融緩和を本格化させると考えられる。しかし、それまでは金利水準が高いままであり、中東欧諸国の景気もまた、ユーロ圏と同様に浮揚感を欠く展開となるだろう。

図表5. 中東欧3ヶ国の通貨の対ユーロ相場



(出所)欧州中銀(ECB)

図表6. 中東欧3ヶ国の通貨の対ドル相場



(出所)各国中銀

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。