



## 政策と政治：Covid後の世界が中央銀行の信頼性に挑む

マリン・ローゼングレン  
ポートフォリオ・マネジャー



**Covid-19からの脱却に伴い、中東欧地域において2つのハト派の拠点であるハンガリーとポーランドは、危機から脱却したとみられますが、中央銀行の政策対応に大きな乖離がありました。この違いは、金融政策に対するアプローチに明確に現れており、結果的に中央銀行の信頼性に大きな影響を与えました。**

欧州連合（EU）との緊張関係がピークに達し、EU基金からの資金について重大なリスクが生じているなか、中央銀行の信頼性は両国の通貨の動きを左右するゲームチェンジャーとなる可能性があります。

伝統的に成長を重視する中央銀行は、足元でインフレと対峙しています。ハンガリー国立銀行（NBH）は、かなり早い段階でインフレの恒常性についての見解を示し、前倒しで利上げサイクルに入り、欧州地域を先行しています。その一方で、ポーランド国立銀行（NBP）は、インフレを「一時的」なものと述べ、金利の据え置きを約束しました。しかし、10月に40bpsの利上げを実施し、市場にサプライズをもたらしました。

両国の経済が記録的なインフレ上昇に見舞われ、構造的にも類似していることを考えると、中央銀行の方向性に乖離が見られることは、投資家に疑問を投げかけ、アルファの潜在的な投資機会をもたらすと見ています。

### ハンガリーの有言実行

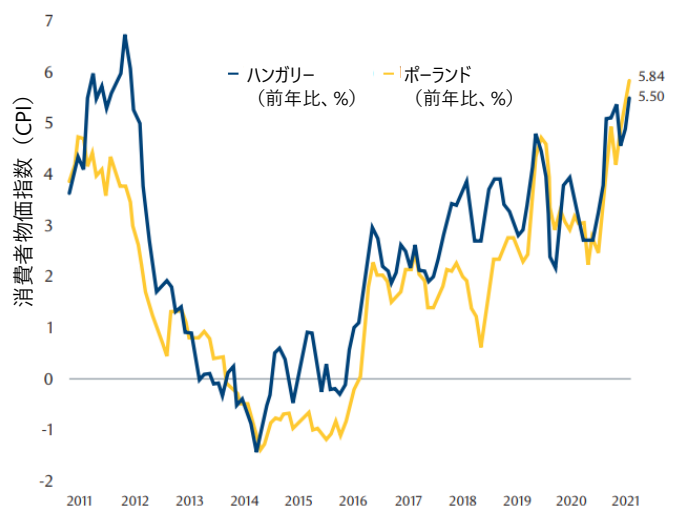
5月にNBHは既に金融引き締めサイクルに早期に入る可能性を示唆していました。細かく作成されたパワーポイント

を使用して、NBHのヴァイラク副総裁は、「我々はインフレの問題に直面しており、インフレが一時的ではなく恒常的と考える理由もあります」と率直に述べました。

これは市場参加者にとってあっと驚くような出来事でした。なぜなら、参加者の多くは、NBHの金融政策に対する戦略的なアプローチに、長年に亘り翻弄され、教訓を得てきたからです。

しかし、その言葉通り、2021年6月に最初の利上げが実施され、その後は毎月行われています。この政策決定への積極的なアプローチは、市場における認識を覆し始めています。地域的及び世界的にも先行した利上げを実施するハンガリー中央銀行は、より信頼性の高い中央銀行として新しい名を刻んでいます。

**エネルギー価格の高騰や供給不足、不確実性を特徴とするCovid後の世界に移行する中、中央銀行の信頼性はこれまで以上に重要になっています。**



出所：Macrobond, 2021年10月26日

## ポーランド中央銀行によるサプライズ

ポーランド中央銀行のグラピンスキー総裁は、高いインフレ率は一時的であり、金融政策の範囲外にある要因によるものであると断言しました。グラピンスキー総裁は、「金融政策委員会（MPC）の任期中（2022年まで）は利上げを行わない」というCovid前のガイダンスを変更しませんでした。3月には、市場が利上げを期待するのは「間違っ」ており、「MPC任期中の政策金利はゼロに近い水準」ときっぱりと述べ、強硬姿勢を明らかにしました。

このようなコミュニケーションは、夏の間は堅持されましたが、9月に中央銀行は政策金利の40bps引き上げを発表し、市場を驚かせました。グラピンスキー総裁は報道陣に対し、「市場を驚かせることがMPCの意図だった」と、これまでの中央銀行のガイダンスと全く矛盾することを臆面もなく述べました。

NBPへの信頼性は、グラピンスキーがリーダーシップを執る過程で、すでに失われていました。しかし、ガバナンス面の弱さは、利上げを行わないという予測から、市場では容認されました。9月の政策決定では、市場はNBPの信頼性に深刻な疑問を投げかけました。

### 状況から事態を理解する

ハンガリーとポーランドは、パンデミック期間中に同程度の大規模な財政支援を行い、同規模の量的緩和（QE）プログラムを実施しました。2つの中央銀行の対応には大きな違いがあるなか、どのように危機を脱したのでしょうか。

全ては政治なのです。

世界のその他の国と同様に、ハンガリーとポーランドの与党は、Covid危機の管理に対する世論の高まりから支持率が低下しています。



有権者の反対意見に対する政府の対応は両国で異なり、政治サイクルの違いが反映された形となりました。

ハンガリーでは、春の選挙は大接戦となることが予想される中、ピクター・オルバン首相は再選キャンペーンに奔走しています。オルバン首相は、権力の座にあることを最大限に利用し、財政支援を用いてターゲットの有権者にアピールしています。財政赤字はGDPの7.5%に抑えながら、国庫からの現金支給が実施されており、約7%の成長が見込まれる回復軌道にある経済にとって大きな財政刺激になると見えています。

**「インフレは社会の敵であり、中央銀行はそれと対峙すべきです。」**

**ジェルジ・マトルチ、**

**ハンガリー国立銀行総裁**

反対に、中央銀行は驚くほどオーソドックスな対応をしており、財政政策を批判し、財政赤字を削減をする必要性を繰り返し述べています。通常、見られない状況であることから、市場ではオルバン首相とマトルチ中央銀行総裁との間に確執が生じているとの見方もありました。しかし、引き換えに、NBHの政策スタンスにおける懸念点が「財政」であることがわかりました。

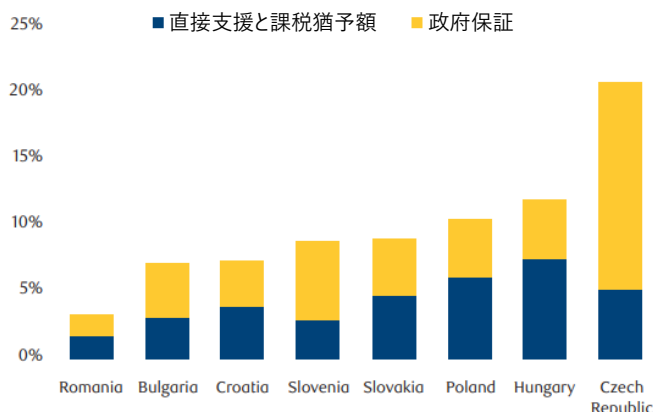
**ハンガリー中央銀行の信頼性 = 改善**

ポーランドでは、パンデミック期間中に連立政権が崩壊し、与党の法と正義（PiS）が議会で少数派政権となり、早期に選挙が実施されるリスクにさらされています。

過半数を割り込んだ状態で、再選の可能性を高めるために財政刺激策を実施するには制約があります。しかし、政治的影響力を受ける金融政策委員会（メンバー10人全員がPiSに関連する）により、経済を刺激するために政策を自由に決定すること出来ます。

## 2020年に政府は大規模な財政支援を実施しました

政府による大規模な政策支援、2019年GDP比率（%）



これはNBPが政策金利の据え置きを約束した理由を説明しています。しかし、なぜ40bpsの利上げを実施して市場を驚かせたのでしょうか。

これはとても興味深い点です。

足元のヨーロッパで生じている商品危機は、消費者物価上昇の問題をもたらし、注目を集めました。インフレ懸念は、ポーランドのメディアで最も注目される見出しの一つとなり、政治の争点となりました。

10月の金融政策委員会の朝、モラヴィエツキ首相は委員会は高いインフレ率に対して「適切な」政策対応を行うべきだと述べ、自らの手で問題を解決しました。その後、MPCは2012年以來の利上げに踏み切り、市場に驚きをもたらしました。

**ポーランド中央銀行の信頼性 = 悪化**

### **信頼性をもたらす影響**

中央銀行の信頼性は、Covid後の不確実な世界への移行が進むにつれて、これまで以上に重要になっています。特にポーランドやハンガリーでは、インフレ圧力が歴史的な高水準に達し、長期的にそれぞれの目標レンジを超えています。そして、金融政策が政治的な命令によって決定される時、中央銀行の信頼性は危険にさらされます。

中央銀行が物価安定の政策目標を達成するだろうとの市場の確信度は、金利カーブに大きな影響を与えます。信頼性への疑問が高まるほど、中央銀行はこの目標を達成するために、より多くの行動をとる必要があり、市場はその解決策を試すことになります。グローバルな国債投資家にとっては、アルファを生み出す潜在的な投資機会となると見えています。

### **通貨投資へのインプリケーション**

中央銀行の行動で続けて乖離が見られれば、投資家による中央銀行信頼性を裏付けとして、ハンガリー・フォリント（HUF）には更なる資金流入が見られると考えています。その一方、ポーランド・ズロチは、中央銀行への信頼感の欠如とそれがもたらす高い不確実性から、投資をためらう可能性が高まると予想しています。ブルーベディは、中央銀行が目的達成のために必要なことを行うとの見通しから、HUFをロング・バイアスとしています。



## ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



Global Asset Management  
BlueBay Asset Management