中東欧通貨週報

2024年4月10日

みずほ銀行欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

中東欧通貨　過去1週間の動向と展望

＜過去1週間の動向と展望･･･ポーランドの地方選挙は、与野党「痛み分け」の結果に。ワルシャワ市長が2025年の大統領選挙での与党側の有力候補との見方が強まる＞

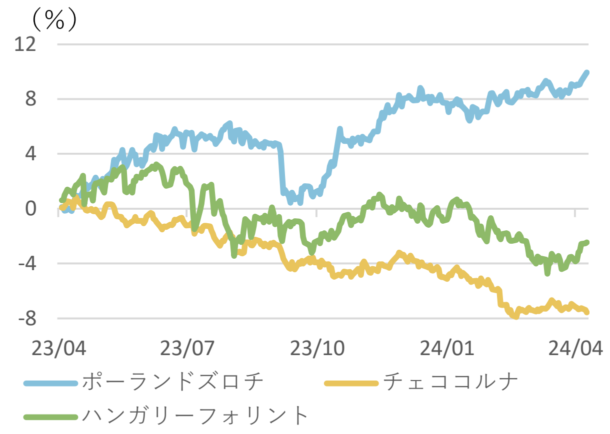
過去1週間の中東欧通貨は、ハンガリーフォリントやポーランドズロチの上昇が目立った。10日に発表を控える米3月CPIで相場の展開が変わる可能性があるものの、世界的な株高を伴うリスクオンの相場環境が高金利通貨にとって追い風になっているものと見られる。

政治情勢では、4月6日に**スロバキア大統領選挙の決選投票**、4月7日に**ポーランドの地方選挙**が実施された。

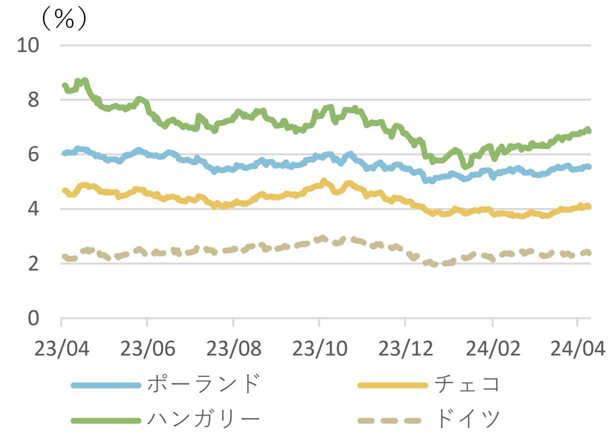
スロバキア大統領選では親露派のフィツォ首相と近いペレグリニ氏が勝利した。スロバキアの政権自体は中道左派に位置づけられるものの、今回の選挙結果をEUでの極右の勢力拡大リスクと結びつける見方が目立つ。今年は6月の欧州議会選挙、9月のドイツ州議会選挙に加え、中東欧ではウクライナや（ロシアの次のターゲットと懸念される）モルドバと幅広く国境を接する「地政学的要衝」ルーマニアで12月に総選挙を控える。

ポーランドでの地方選挙は、与野党「痛み分け」の結果となった。各政党の得票率は2023年10月の総選挙から大きくは変わらず。これをトゥスク首相が率いる連立政権への信認と見ることもできようが、EU懐疑政党である「法と正義」（PiS）が依然として単独政党では最も支持を集めていることを重視する見方もあろう。もっとも、州別では、与党KOが16の州のうち9の州を制し、PiS（7つの州）を上回った。また、首都ワルシャワでは現職のトシャスコフスキ市長が圧勝しており、2025年5月までに実施予定の大統領選挙での有力候補との見方が強まっている模様だ。

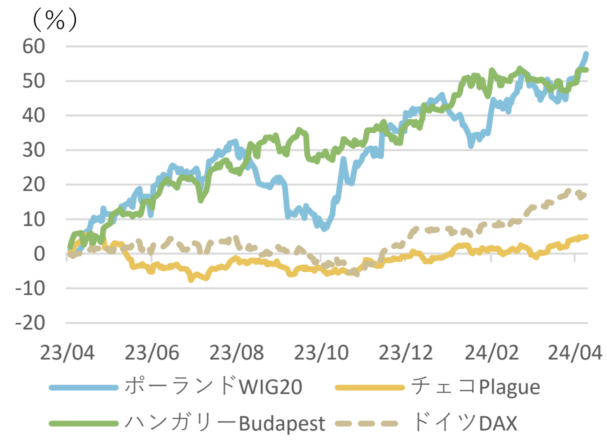
対ユーロ　年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り



株価指数　ユーロ換算後年間騰落率



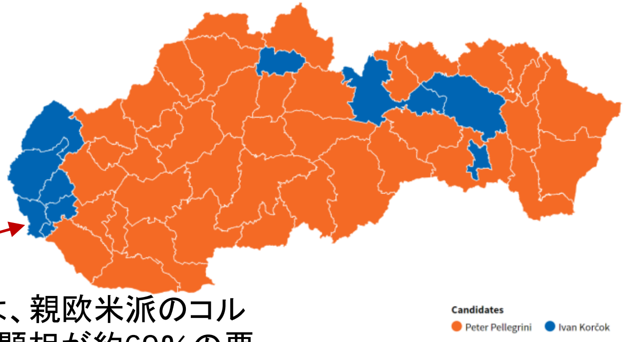
スロバキア大統領選では親露派のフィツォ首相と近いペレグリニ氏が勝利

スロバキア大統領選挙　第一回投票（3月23日）

スロバキア大統領選挙　決選投票結果（4月6日）

Source: Statistical Office SR

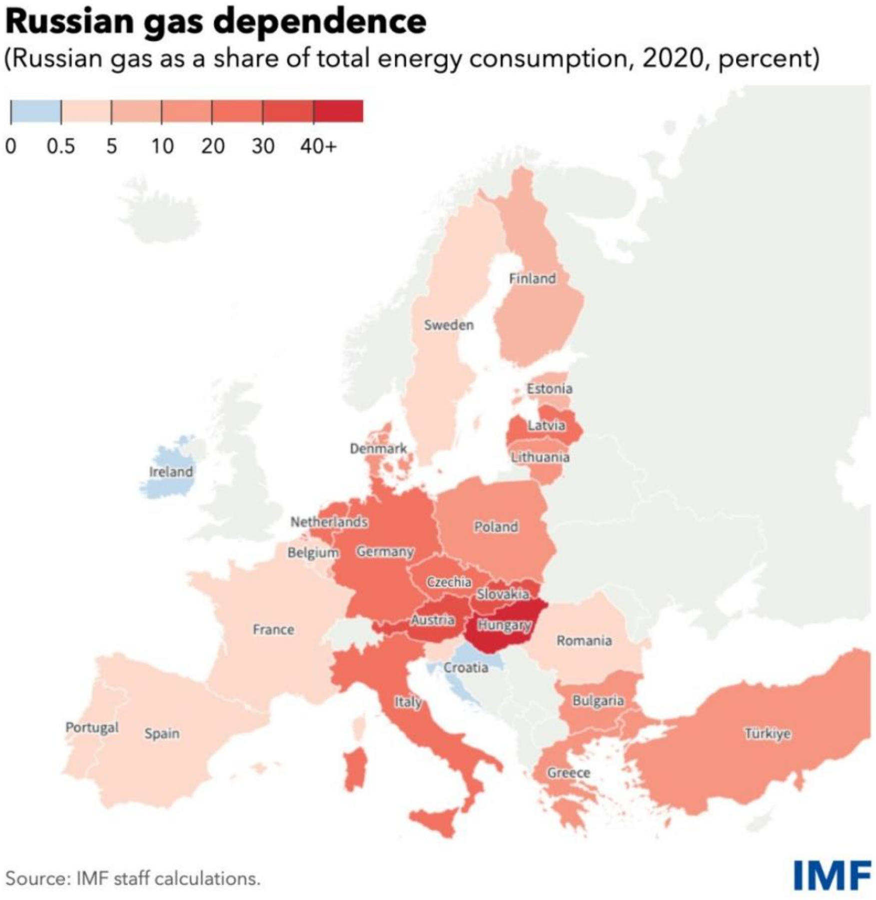
決選投票　選挙区ごとの最多得票者



首都ブラチスラバでは、親欧米派のコルチョク元外務・欧州問題相が約69%の票を獲得し、ペレグリニ氏を圧倒。

Source: Statistical Office SR

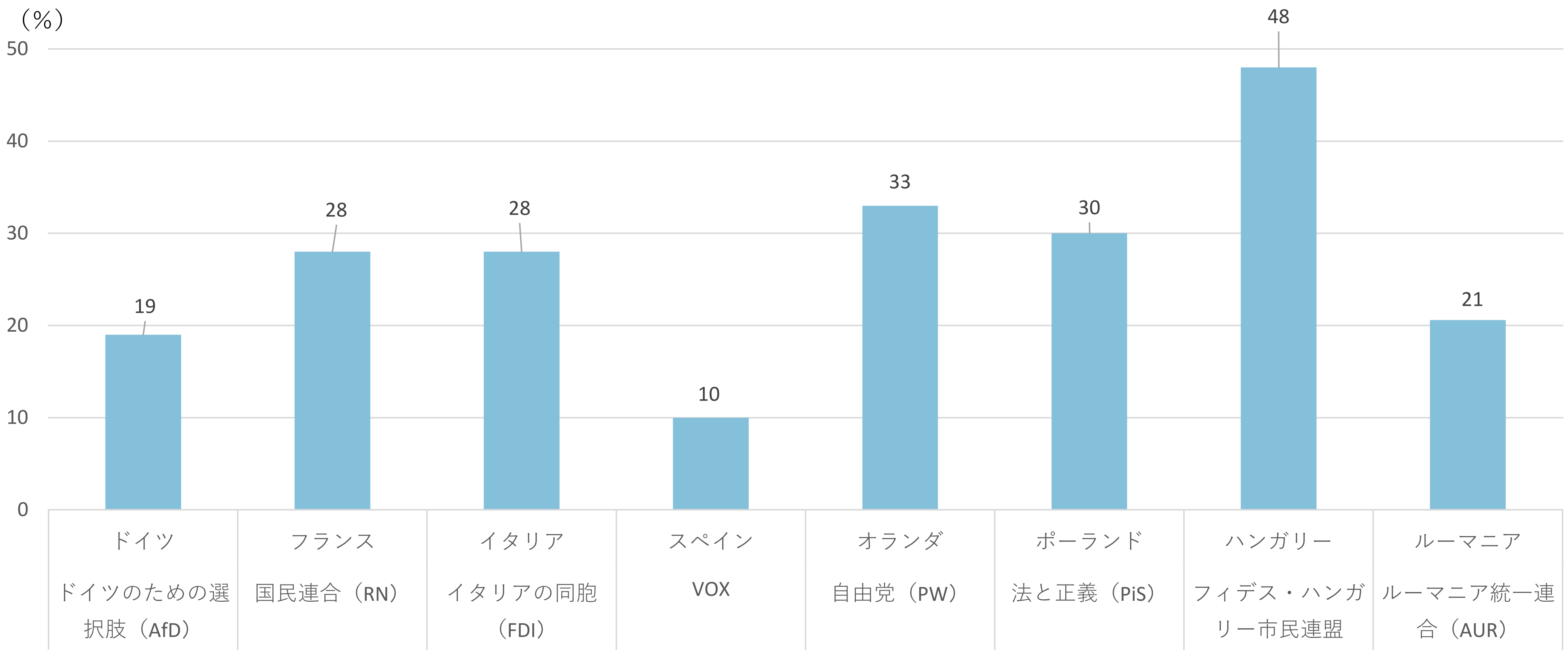
各国のガス消費量に占めるロシア産ガスのシェア（2020年）



第一回投票では新欧米派のコルチョク氏がリードしていたが、ペレグリニ氏が「コルチョク氏のような親欧米の立場でウクライナ支援を続ければロシアとの戦争に巻き込まれる」と訴えたことも奏功し、決選投票では逆転。また、スロバキアは、ロシア寄りで知られるハンガリーとの共通点として、ロシア産天然ガスへの依存度の高さなど、もともとのロシアとの経済的な結びつきの強さが挙げられる。ロシア・ウクライナ戦争と、ロシアへの経済制裁に伴うエネルギー価格の急騰の国民生活への影響の大きさが、「新露派」の政権・国家元首の誕生につながったものと見られる。ペレグリニ氏の大統領就任で今後、スロバキアでは「法の支配」を巡り、ハンガリーや政権交代前のポーランドのように、EUとの亀裂が深まる恐れ。

EU諸国での極右台頭リスク

欧州　極右政党の支持率（2024年2月～3月）

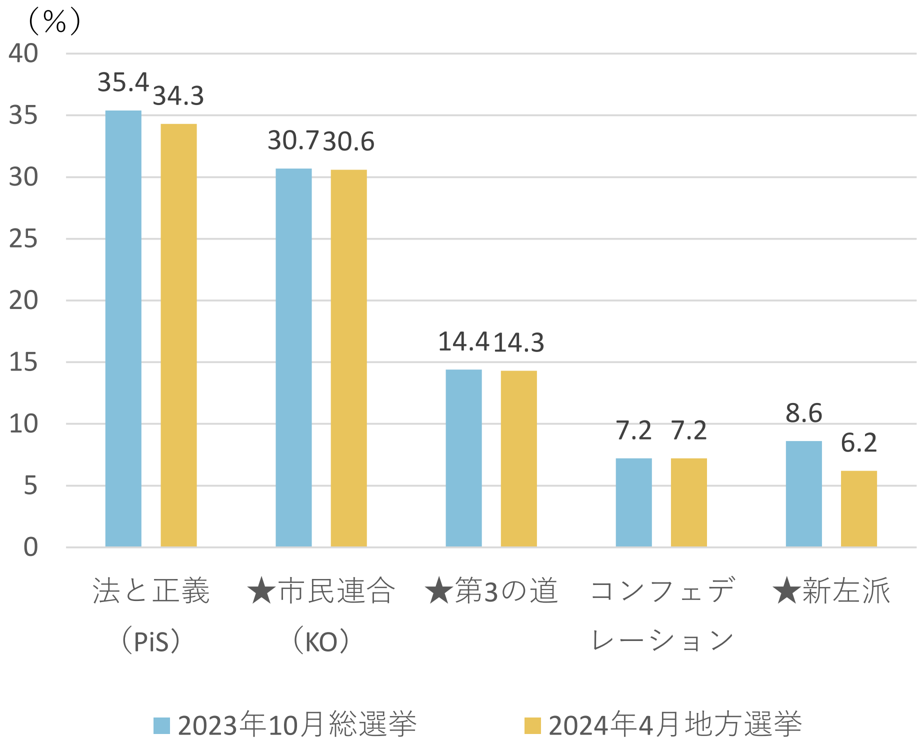


（出所：ポリティコ、INSCOP、みずほ）

スロバキアの政権自体は中道左派に位置づけられるものの、今回の選挙結果をEUでの極右の勢力拡大リスクと結びつける見方が目立つ。今年は6月の欧州議会選挙、9月のドイツ州議会選挙に加え、中東欧ではウクライナと幅広く国境を接する「地政学の要衝」ルーマニアで12月に総選挙を控える。

ポーランド　4月7日に投開票が行われた地方選挙は、与野党「痛み分け」の結果に

各政党の得票率（全国）



注：国政での連立与党に★を付している。

（出所：各種報道、みずほ）

ワルシャワ市長選　結果

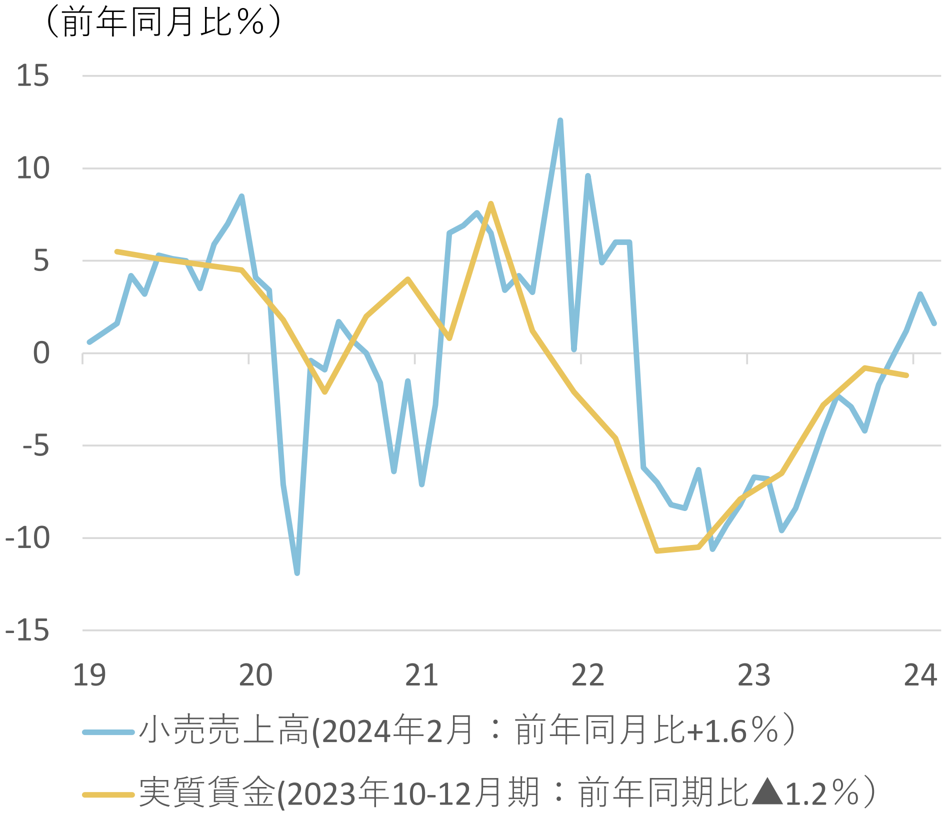
候補者	政党名	得票率（%）
Rafał Trzaskowski	市民連合（KO）	57.41
Tobiasz Bocheński	法と正義（PiS）	23.10
Magdalena Biejat	新左派	12.86
Przemysław Wipler	コンフェデレーション	4.45

（出所：PKW、みずほ）

各政党の得票率は2023年10月の総選挙から大きくは変わらず。これをトゥスク首相が率いる連立政権への信認と見ることもできようが、EU懐疑政党である「法と正義」（PiS）が依然として単独政党では最も支持を集めていることを重視する見方もあろう。もっとも、州別では、与党KOが16の州のうち9の州を制し、PiS（7つの州）を上回った。また、首都ワルシャワでは現職のトシャスコフスキ市長が圧勝しており、2025年5月までに実施予定の大統領選挙での有力候補との見方が強まっている模様だ。

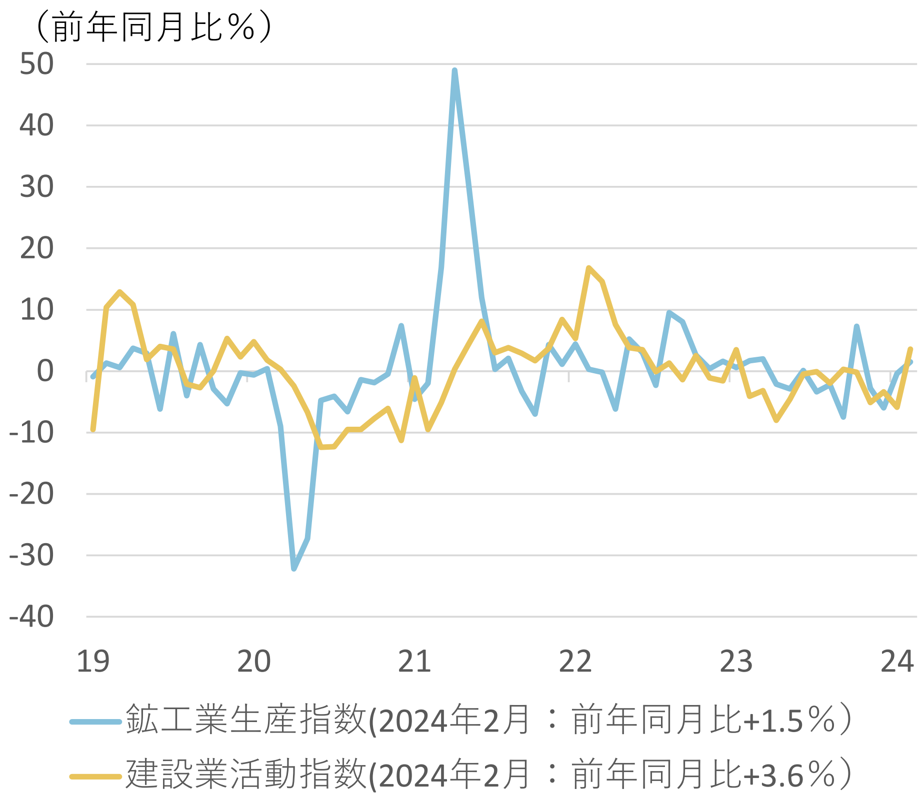
チェコ　2月実体経済指標は消費伸び悩み、鉱工業生産・建設は堅調な結果

チェコ　実質賃金と小売売上高（数量ベース）



（出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ）

チェコ　鉱工業生産指数、建設業活動指数

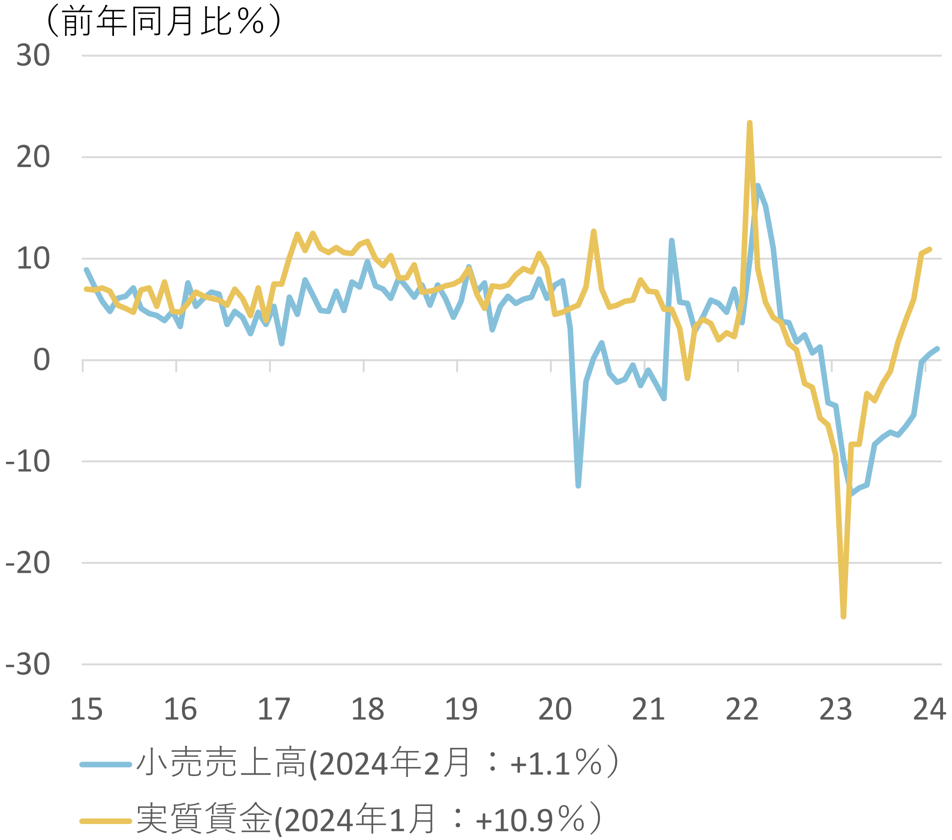


（出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ）

小売売上高の伸び率は1月の前年同月比+3.2％から同+1.6％へと減速。一方、鉱工業生産と建設業活動の伸びはやや加速している。

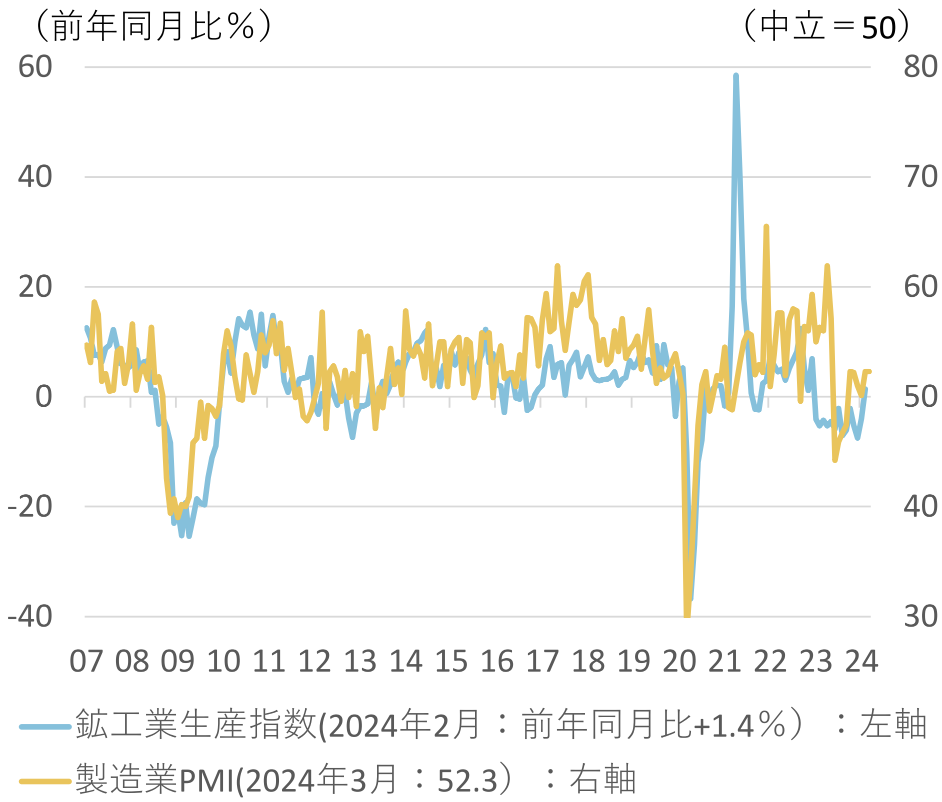
ハンガリー　2月の実体経済指標は消費は伸び悩み、生産は堅調という結果

ハンガリー　実質賃金と小売売上高（数量ベース）



（出所：HCSO、ブルームバーグ、みずほ）

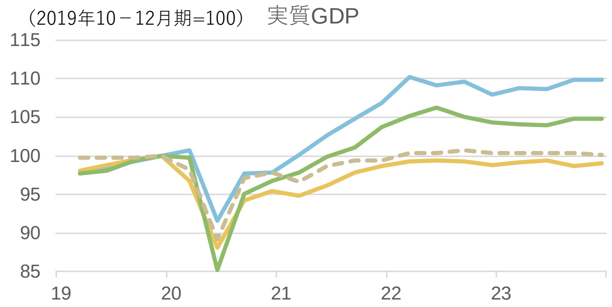
ハンガリー　鉱工業生産指数と製造業PMI

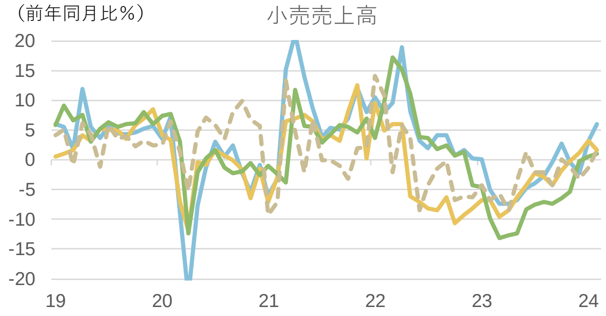


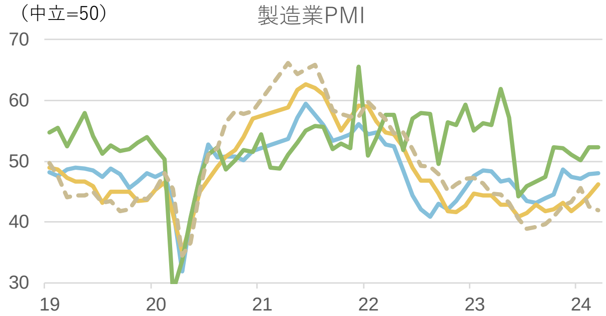
（出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ）

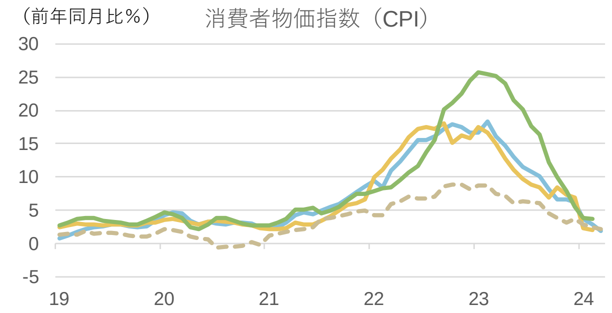
2月小売売上高は市場予想が前年同月比+2.3％のところ、結果は同+1.1％と伸び悩んだ。
実質賃金の高い伸びが現時点では消費の回復加速に結びつかないでいる。

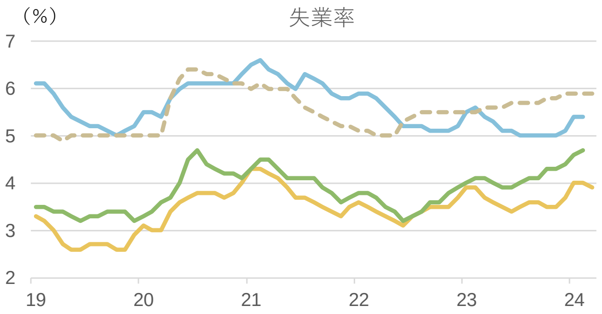
中東欧･ドイツ 主要経済指標

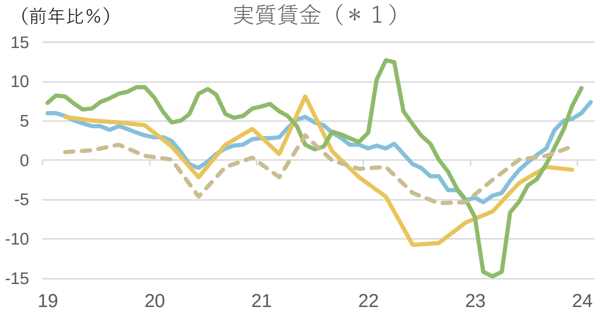


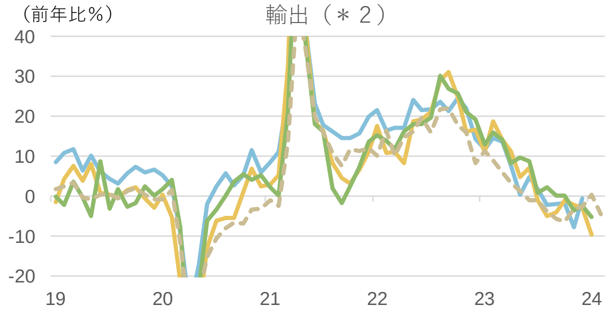


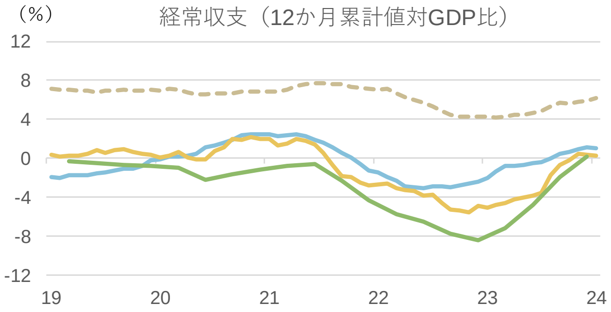










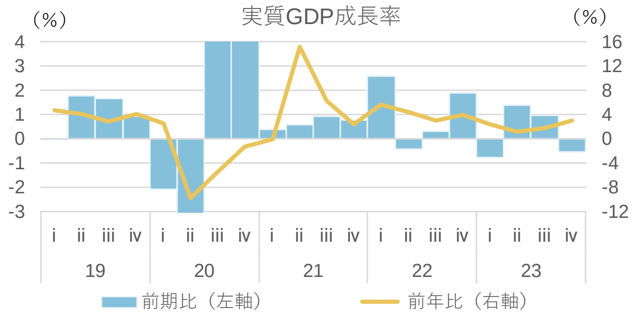


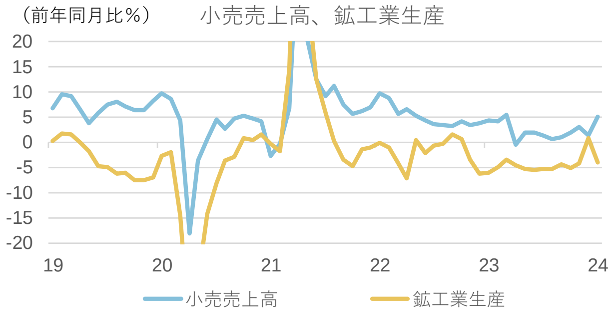
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

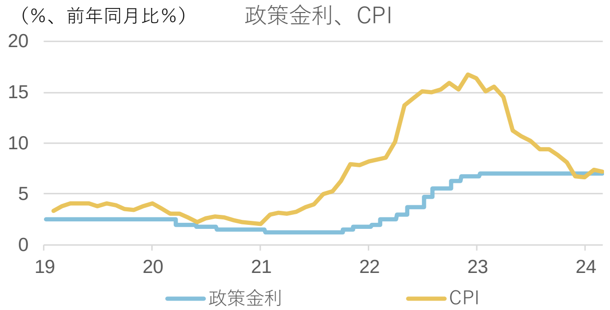
＊１　ポーランド、ハンガリーはCPIで実質化。3か月平均値をとったうえで前年比を計算している。チェコ、ドイツは四半期のデータ。
＊２　金額ベース。各国のデータをユーロ換算したうえで独自に季節調整を実施後、前年比を計算している。

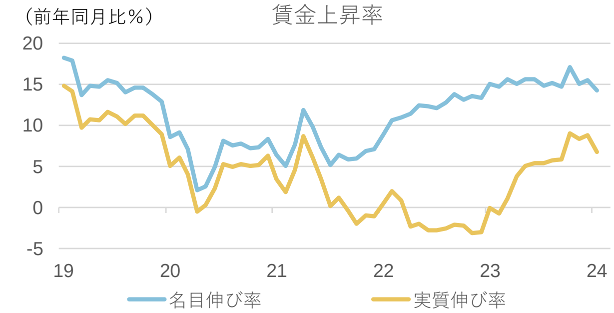
（出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

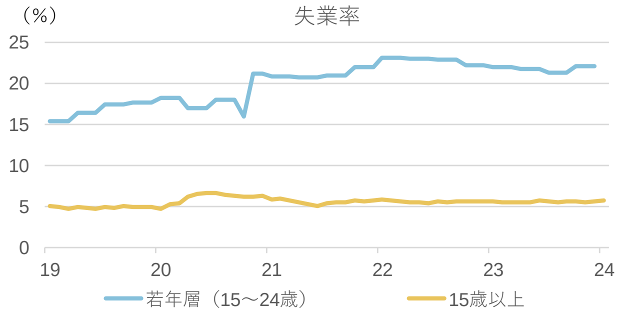
ルーマニア

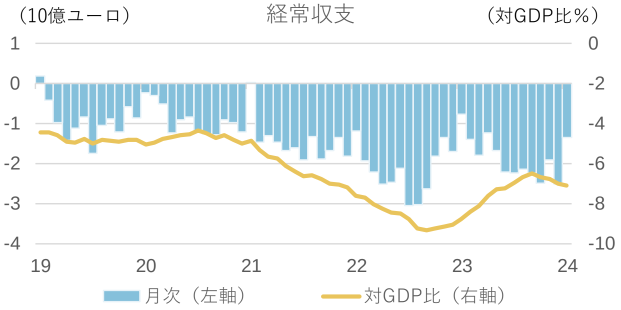


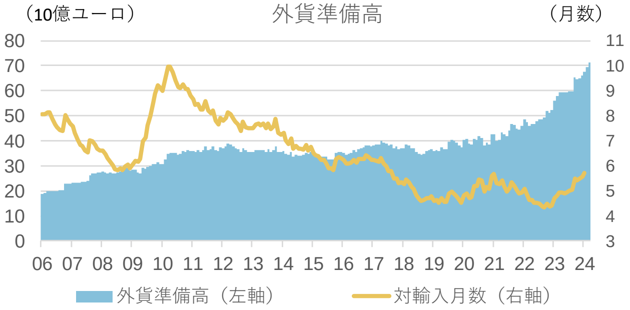








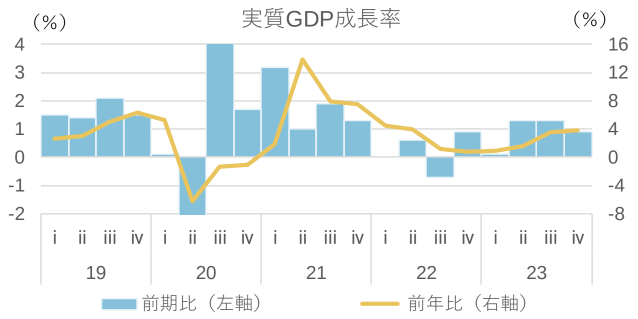


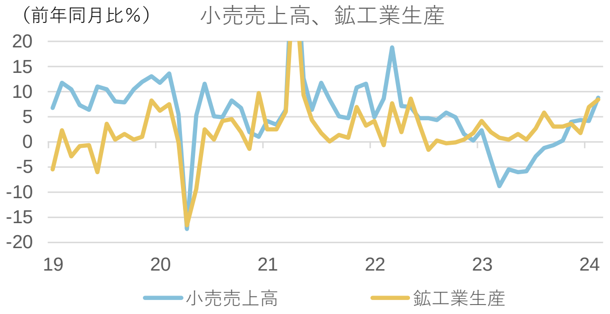


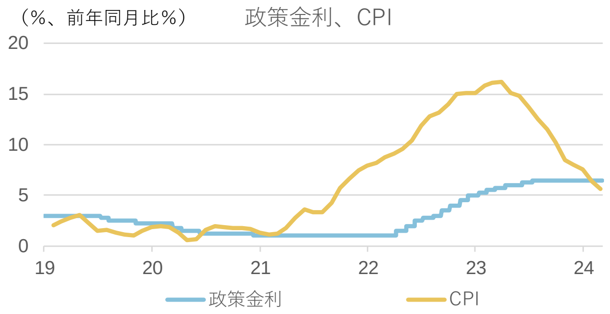
ルーマニア国立銀行（NBR）は4月4日の金融政策決定会合で市場予想通り政策金利を7.00%で据え置いた。NBRの最新予測によると、CPIの伸び率は今年末には前年比+4.7%に鈍化する見通しだが、NBRは国内の政治・財政リスクと地政学的な不確実性がインフレの見通しに影を落としていると警告している。

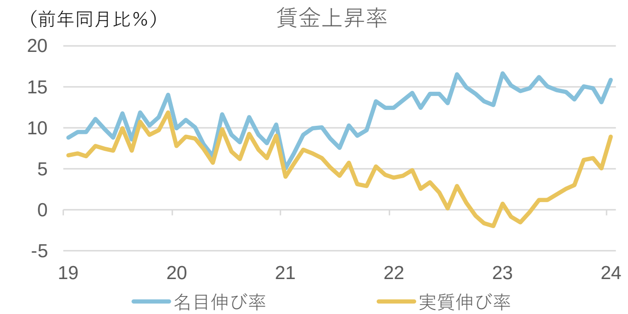
（出所：ルーマニア統計局、ルーマニア国立銀行、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

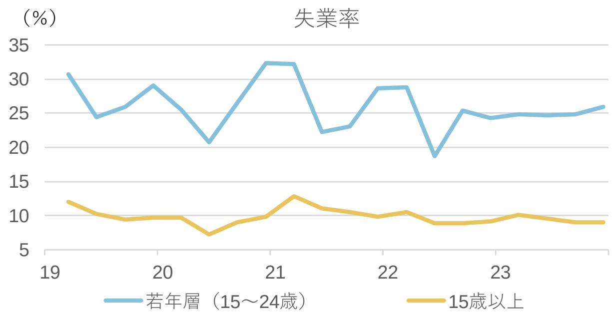
セルビア

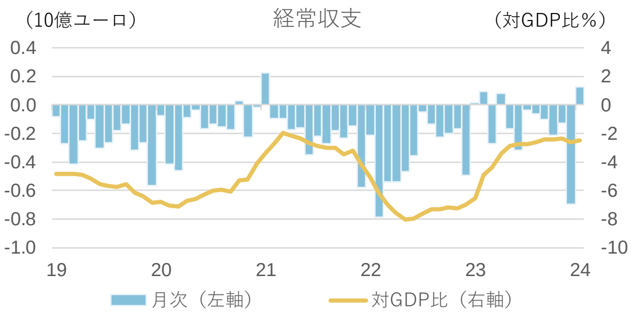


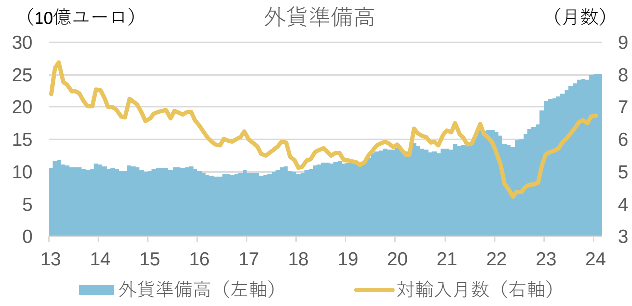












セルビア国立銀行は4月11日の金融政策決定会合で政策金利を6.50%で据え置く公算が大きい。消費者物価指数（CPI）は2024年2月時点で前年比+5.6%まで低下しているものの、賃金の高い伸び率が続いており、賃金・物価のスパイラルのリスクが残るためだ。

（出所：セルビア統計局、セルビア国立銀行、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ）

中東欧通貨 中期見通し　各国中銀の金融政策と政治・外交情勢が焦点

中東欧通貨　対ユーロ見通し

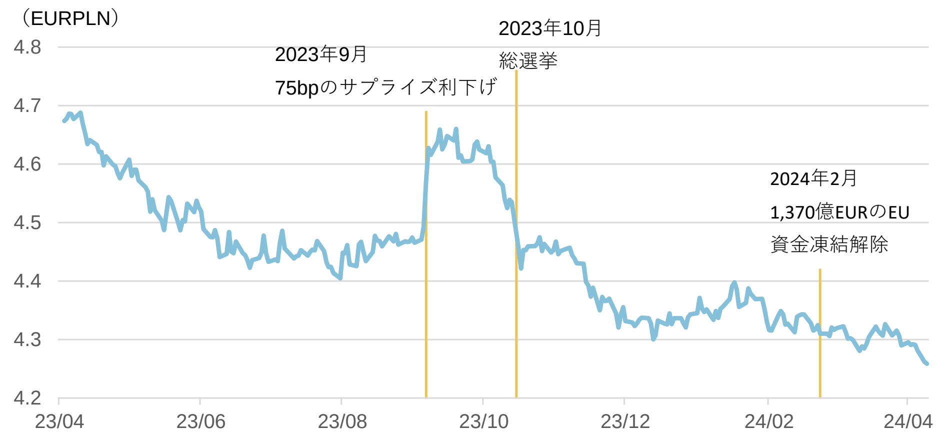
	Spot	2024			2025	
		Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
EUR/PLN	4.31	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.31	25.4	25.6	25.8	25.9	26.0
EUR/HUF	395	400	404	406	408	410
EUR/RON	4.97	4.98	4.99	5.00	5.01	5.02

注：見通しは2024年3月末時点。

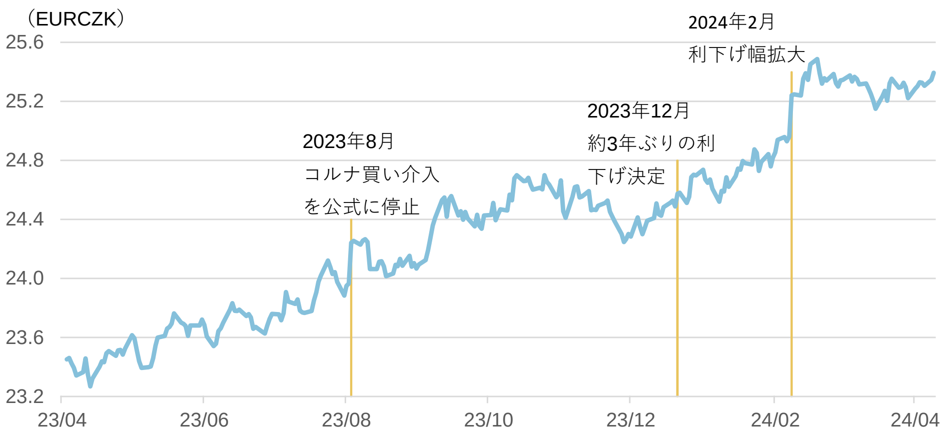
- 3月の中東欧では、ポーランド、チェコ、ハンガリーの3通貨の対ユーロでの月間変動率がいずれも上下0.5％程度に収まっており、小動きな展開となった。
- ポーランドズロチは3月に対ユーロで約0.5％続伸した。1,370億ユーロのEU資金凍結解除によって今後見込まれる巨額資金流入や、ポーランド国立銀行が現在5.75％の政策金利を当面は据え置く姿勢を鮮明にしていることが、引き続きサポート要因となった。ズロチのユーロや他中東欧通貨に対する堅調な展開は今後も継続する公算が大きい。
- チェココルナは3月に対ユーロでほぼ横ばい。チェコ国立銀行（CNB）は市場予想通り政策金利を50bp引き下げ5.75％とした。75bpの利下げを支持する委員が2月の1名から今回は2名に増えるというハト派サプライズがあったものの、声明文は総じてタカ派姿勢が強い内容だった。さらに、ミヒル総裁が記者会見で改めてコルナ安に対する警戒姿勢を示したこともあり、会合後にややコルナは反発した。もっとも、チェコの景気・物価情勢を考慮すれば、50bpの利下げ幅が今後も継続する公算が大きい。ユーロ圏との金利差縮小観測が引き続きコルナの重石となるだろう。
- ハンガリーフォリントは3月に対ユーロで約0.3％下落。2月の2.3％からは縮小したものの下落が継続している。ハンガリー国立銀行は前回2月会合では従来の75bpから100bpに利下げ幅を拡大したが、その後のフォリント安を受け、3月会合では利下げ幅を75bpに戻した。声明文やビラグ副総裁の記者会見は追加利下げを示唆しつつも、フォリントの安定にも配慮した内容となった。しかし、景気の低迷が続くなかで、政府から中銀に対し景気に配慮するよう求める圧力はなおも根強い模様だ。難民問題や性的少数派に対する政策を巡るEUとの対立リスクも燻る。フォリントの不安定化リスクは相対的に高いと見ている。

中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

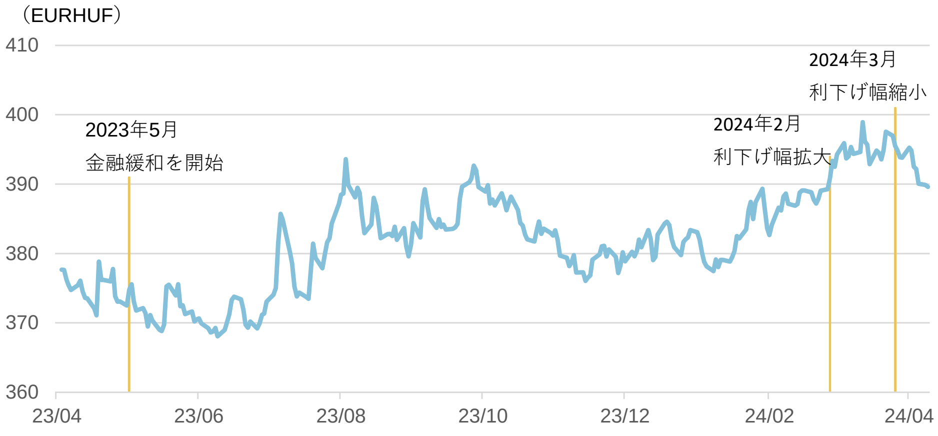
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



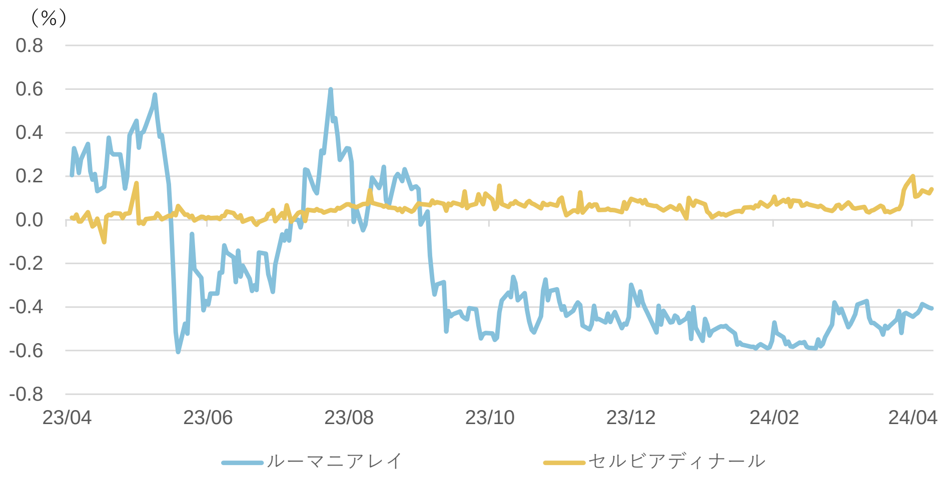
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



ハンガリーフォリント（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



ルーマニアレイ、セルビアディナール 対ユーロ年間騰落率



【参考資料】中東欧・中東・北アフリカ地域 基礎データ

	人口（100万人）2023年	名目GDP（億ドル）2023年	一人あたりGDP（米ドル）2023年	失業率（%）2023年	実質GDP成長率 IMF予測（%）今後5年平均	財輸出額（億ドル）2022年	政府総債務（GDP比）2023年	信用格付け S&P（＊）	日系企業進出数（拠点数）2022年	ユーロ導入有無
ポーランド	37.61	8,422	22,393	2.8	3.1	3,582	50	A-	354	×
チェコ	11	3,352	30,475	2.8	2.6	2,449	45	AA-	272	×
ハンガリー	9.67	2,038	21,076	3.9	3.3	1,515	69	BBB-	182	×
スロバキア	5.44	1,330	24,471	6.1	2.7	1,078	57	A+	58	〇
スロベニア	2.11	684	32,350	3.6	2.7	697	68	AA-	32	〇
ブルガリア	6.41	1,031	16,087	4.6	3.0	482	21	BBB	40	×
クロアチア	3.84	802	20,876	6.3	2.8	254	64	BBB+	31	〇
ルーマニア	19.03	3,504	18,413	5.6	3.8	963	51	BBB-	122	×
アルバニア	2.86	230	8,057	11.0	3.4	43	63	BB-	No data	×
ボスニアヘルツェゴビナ	3.46	269	7,778	15.3	3.0	97	29	B+	10	×
北マケドニア	2.06	158	7,672	14.3	3.4	87	52	BB-	1	×
モンテネグロ	0.62	71	11,339	No data	3.2	7	66	B	4	〇
セルビア	6.64	750	11,301	9.1	3.9	291	51	BB+	32	×
エストニア	1.35	418	30,998	6.7	2.8	217	22	AA-	105	〇
ラトビア	1.87	467	24,929	6.7	3.1	241	41	A+	No data	〇
リトアニア	2.79	794	28,482	6.5	2.4	462	36	A+	No data	〇
モルドバ	2.5	160	6,411	4.9	4.9	43	35	No data	7	×
ウクライナ	33.19	1,734	5,225	19.4	4.5	444	88	CC	No data	×
トルコ	86.27	11,546	13,384	9.9	3.2	2,542	34	B	275	×
モロッコ	37.02	1,473	3,980	12.0	3.4	420	70	BB+	70	×
チュニジア	12.24	513	4,191	No data	2.4	186	78	NR	26	×
エジプト	105.67	3,984	3,770	7.1	5.0	484	93	B-	52	×
（参考）ドイツ	83.86	44,298	52,824	3.3	1.2	16,489	66	AAA	1,918	〇

＊外貨建て長期債務格付け。2024年4月9日時点。日本ではこれらの格付けは無登録格付けとなる。

（出所：IMF、ブルームバーグ、外務省、みずほ）

Disclaimer

This presentation (the "Presentation) is given for general information purposes only and shall be kept strictly confidential by you. and shall only be used by you in connection with [*insert details of the Transaction*]. Until receipt of necessary internal approvals and until a definitive agreement is executed and delivered, there shall be no legal obligations of any kind whatsoever (other than those relating to confidentiality) owed by either party with respect to any of the material contained in the Presentation. All of the information contained in the Presentation is subject to further modification and any and all opinions, forecasts, projections or forward-looking statements contained herein shall not be relied upon as facts nor relied upon as any representation of future results which may materially vary from such opinions, forecasts, projections or forward-looking statements. In particular, no tax advice is given and you should ensure that you each seek your own tax advice.

You should obtain your own independent advice on the financial, legal, accounting, and tax aspects of any proposed solution outlined in this Presentation. You agree that you are not relying and will not rely on any communication (written or oral) of Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA), or Mizuho Securities USA Inc. or any company whose ultimate holding company is Mizuho Financial Group, Inc. (each a "Mizuho Group Company") as investment advice or as a recommendation to enter into any transaction, and that you are capable of assessing the merits of and understanding (on your own behalf or through independent professional advice), and should you enter into a definitive agreement with a Mizuho Group Company, you will do so because you understand and accept the terms and conditions and risks (including but not limited to economic, competitive, operation, financial, legal, accounting and tax risks) of such transaction. No Mizuho Group Company in any way warrants, represents, or guarantees the financial, accounting, legal or tax results of the transaction described in the Presentation nor does it hold itself out as a legal, tax or accounting advisor to any party.

With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or a few of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively "derivative transaction") after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual conditions and terms of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. For derivative transactions where you may have a right or option to make a choice, your ability to exercise your right or option is for a limited time period only. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense/loss.

When entering into a contingent convertible transaction, you should be aware of and have a sufficient understanding of the Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015, published in June 2015 by the FCA, which took effect from 1 October 2015 in relation to contingent convertible instruments (the "PI Instrument").

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor.

A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

The reference throughout this Presentation to "Mizuho" is a generic reference to one or more Mizuho Group Companies. Accordingly, the legal entity which may enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of one or more Mizuho Group companies and subject to any legal/regulatory requirement, be any one or more Mizuho Group Companies, such as Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered US broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States), provided that such Mizuho Group Company is permitted and, if required, appropriately licensed and/or registered to engage in such activities in accordance with applicable laws, rules and regulations.

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation.
The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

The email addresses of Mizuho staff indicate by which entity they are employed: (i) [name]@mhcb.co.uk indicates Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@us.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities USA; and (iii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; and (iv) [name]@mizuhocbus.com indicates Mizuho Bank (USA).
Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan.
Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit http://www.fscs.org.uk.

Mizuho International plc is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.