

中東欧通貨週報

2024年4月17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

MIZUHO

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…米国を中心とした先進国中銀の利下げ期待後退と、地政学リスクの高まりが中東欧通貨の逆風に>

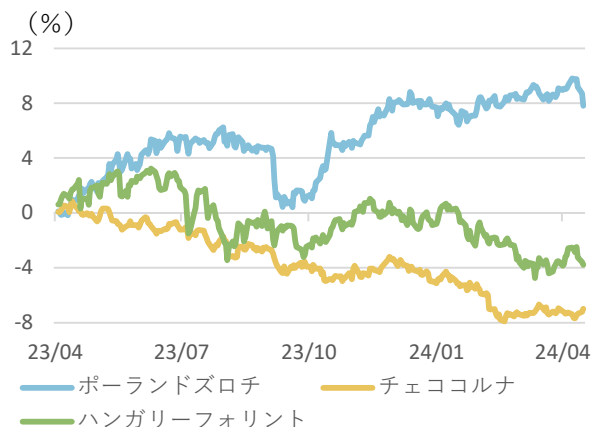
過去1週間の中東欧通貨はポーランドズロチを中心に大幅反落。CPI、小売売上高といった3月分の米経済指標が市場予想を上回る結果となり、米国を中心とした先進国中銀の利下げ期待が大幅に後退したことや、イランとイスラエルの緊張の高まりが、グローバルなリスクセンチメントの悪化につながった。

中東欧の主要3通貨のうち、ポーランドズロチの下落率が最も大きくなったのは、昨年10月のポーランド総選挙以降のズロチの大幅な上昇の裏返しという側面が大きいだろう。（１）EUとの関係改善と多額のEU予算流入再開への期待、（２）ポーランド国立銀行が他の中東欧中銀と異なり、政策金利を年内は据え置く姿勢を示していること、がズロチを押し上げてきた。足元では外部環境の強い逆風にさらされているものの、こうしたズロチ高の要素は変わっておらず、市場が落ち着きを取り戻すにつれて再びズロチの対ユーロでの上昇が再開する公算が大きい。

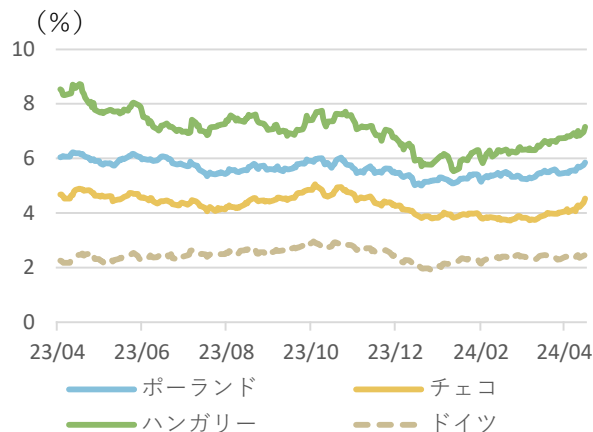
各国の経済指標では、**ポーランドの3月コアCPI**、**ポーランドとチェコの2月分国際収支**などが発表されている。

当面は米金融政策や中東情勢に注視が必要な状況であり、中東欧通貨も不安定な動きが想定される。

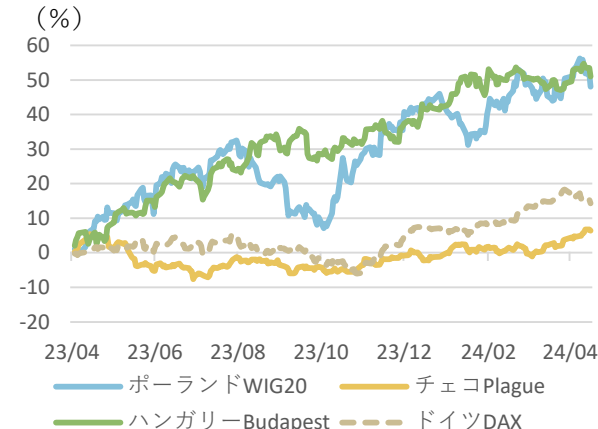
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

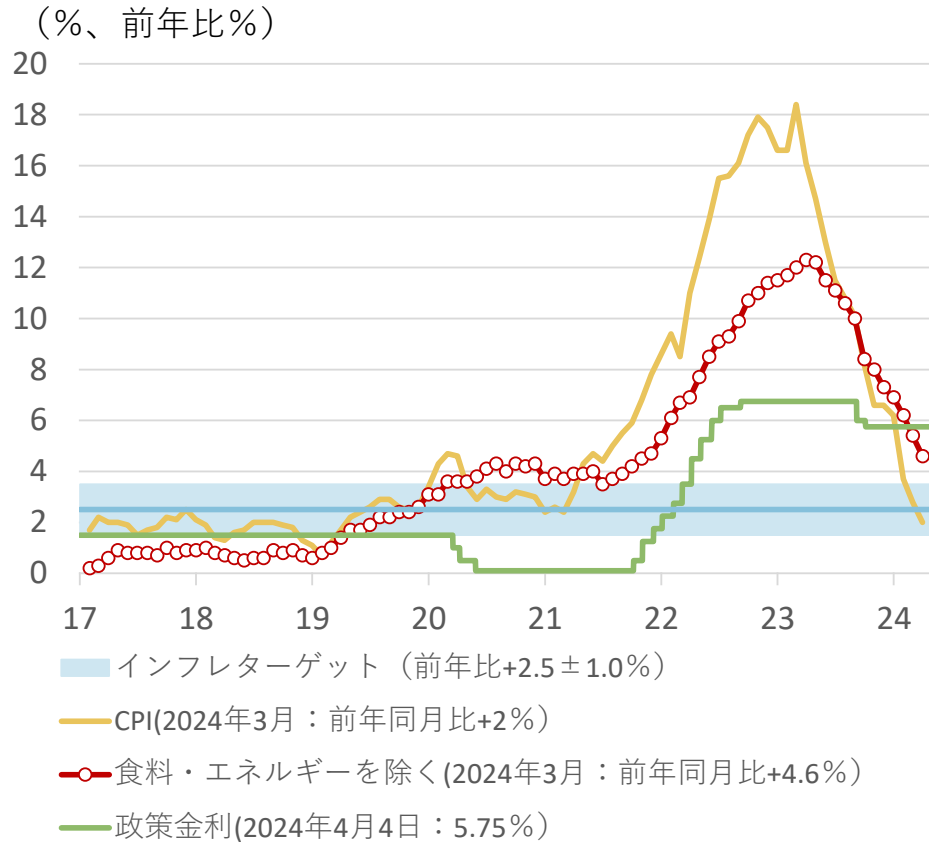


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



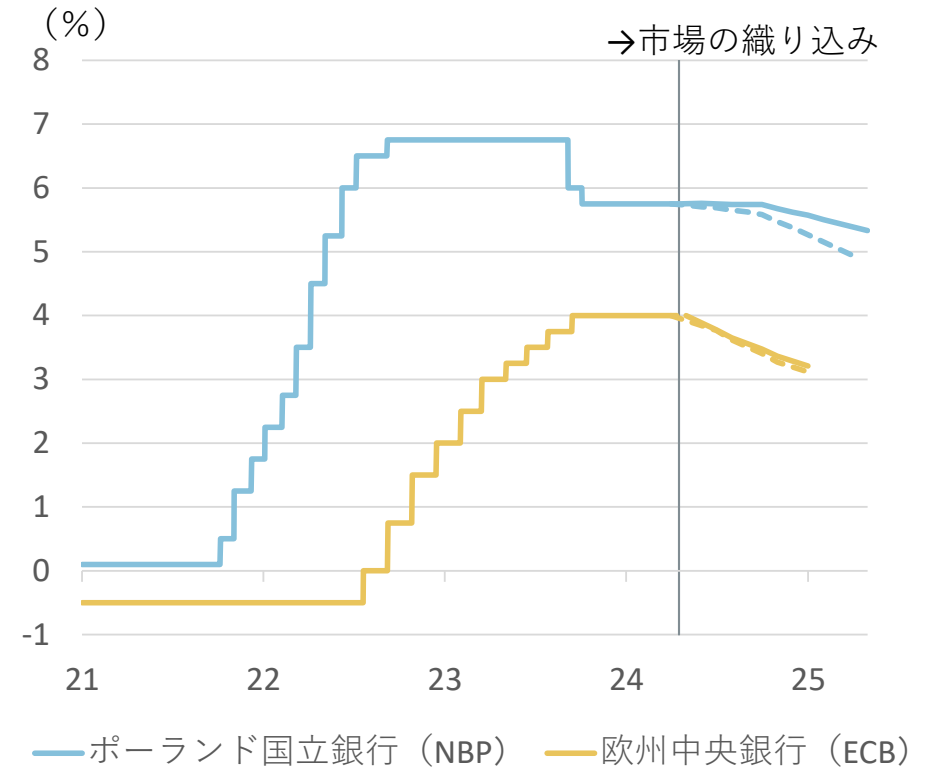
ポーランド 3月コアCPIの伸び率は前年同月比+4.6%と2月の同+5.4%から低下

ポーランド 消費者物価指数（CPI）と政策金利



（出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ）

ポーランド、ユーロ圏 政策金利の推移（2024年4月16日時点）



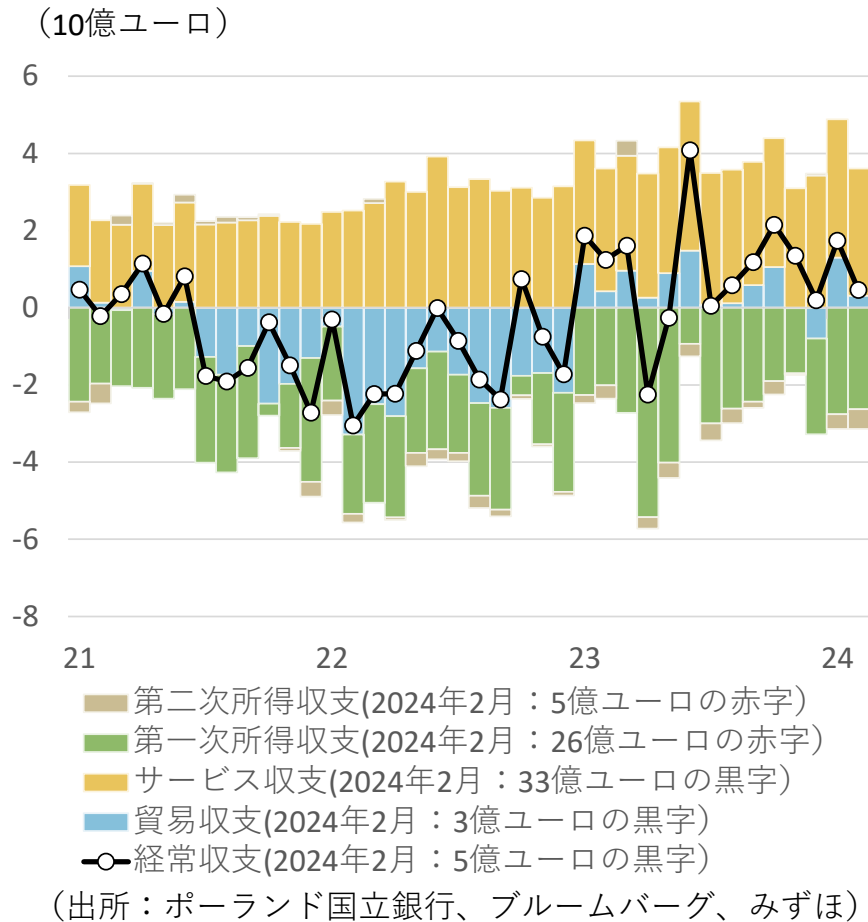
注：点線は先月末の市場の織り込み。

（出所：ブルームバーグ、みずほ）

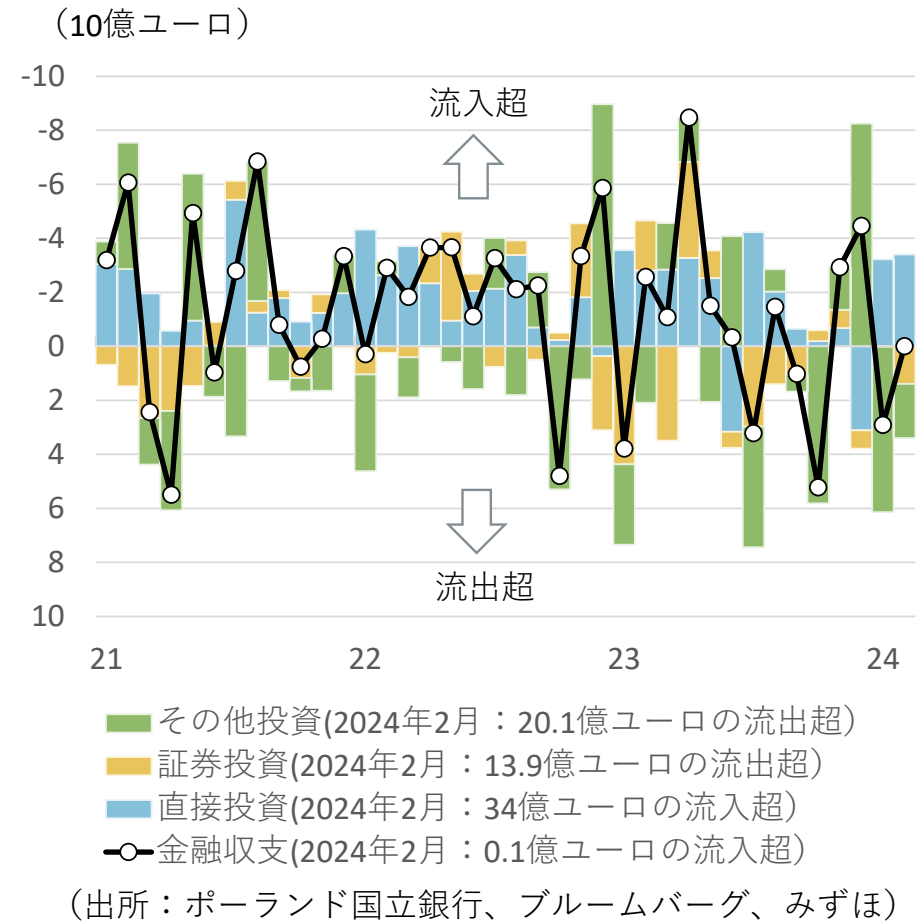
もっとも、ポーランド国立銀行（NBP）のインフレターゲット上限（前年比+3.5%）は上回っており、年内は政策金利を据え置く公算が大きいとするNBPのタカ派姿勢を変えるものとはならない見込み。

ポーランド 国際収支

ポーランド 経常収支



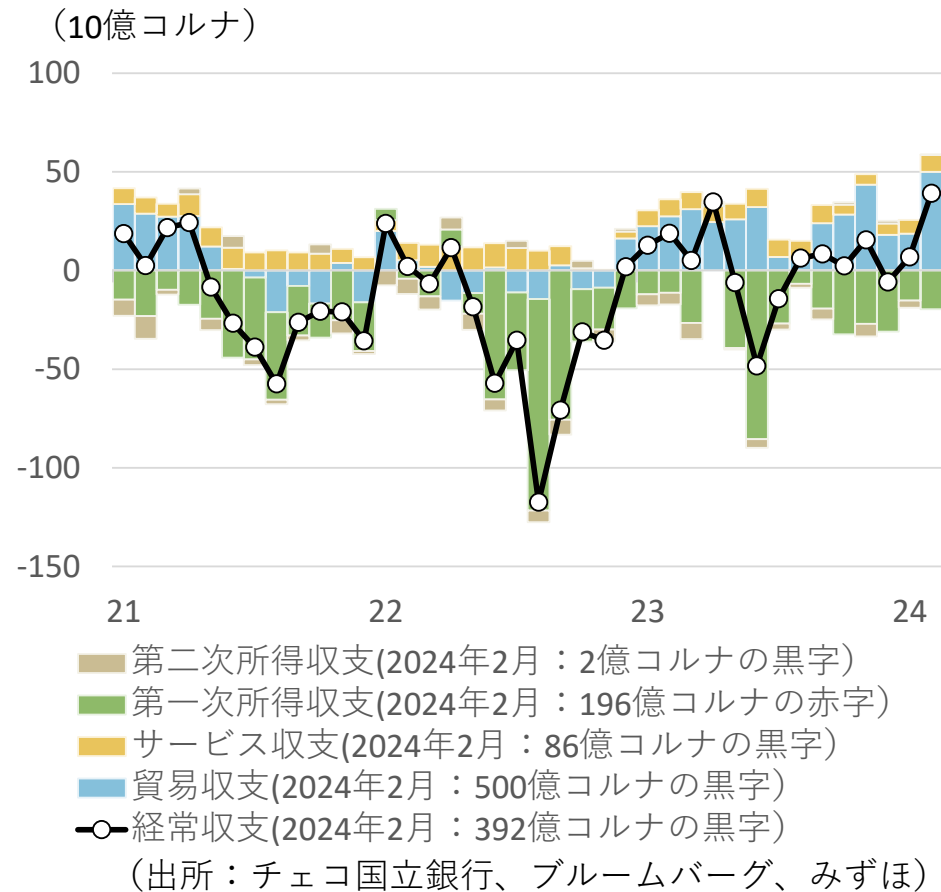
ポーランド 金融収支（外貨準備増減除く）



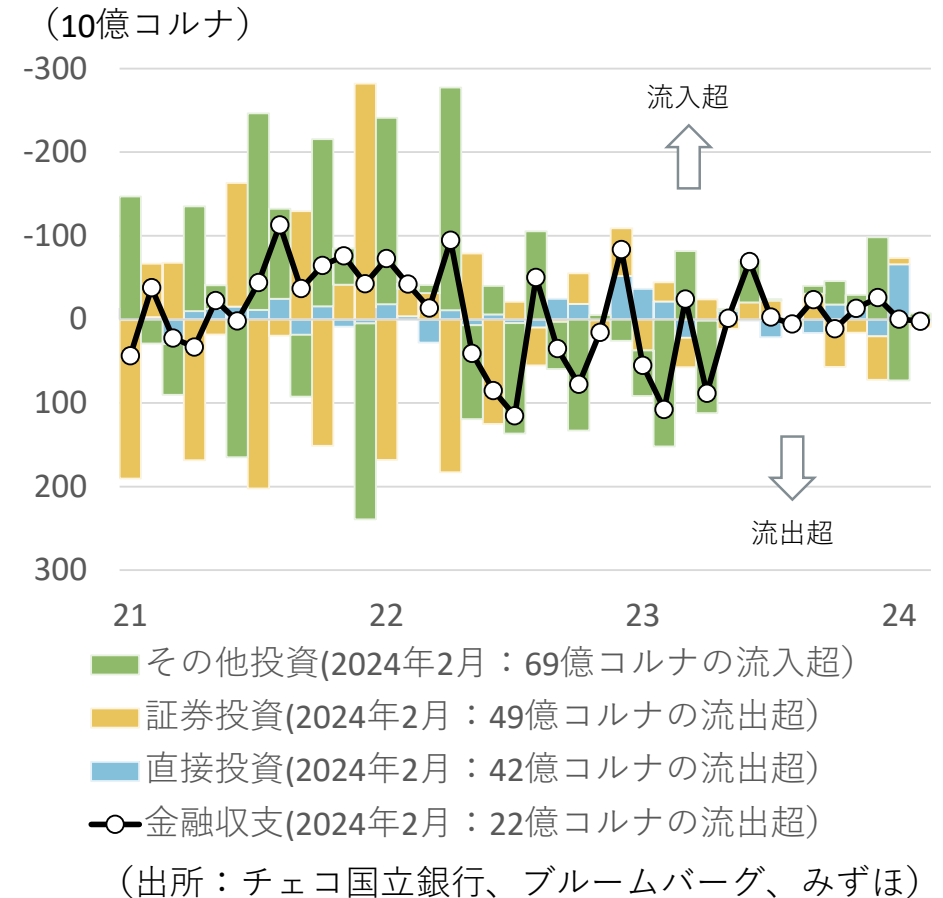
2月の経常黒字は4.7億ユーロと1月の17.4億ユーロから縮小。前年同月は18.7億ユーロの黒字だった。貿易黒字の縮小が響いた形であり、ユーロに対するズロチの上昇が影響している可能性がある。

チェコ 国際収支

チェコ 経常収支



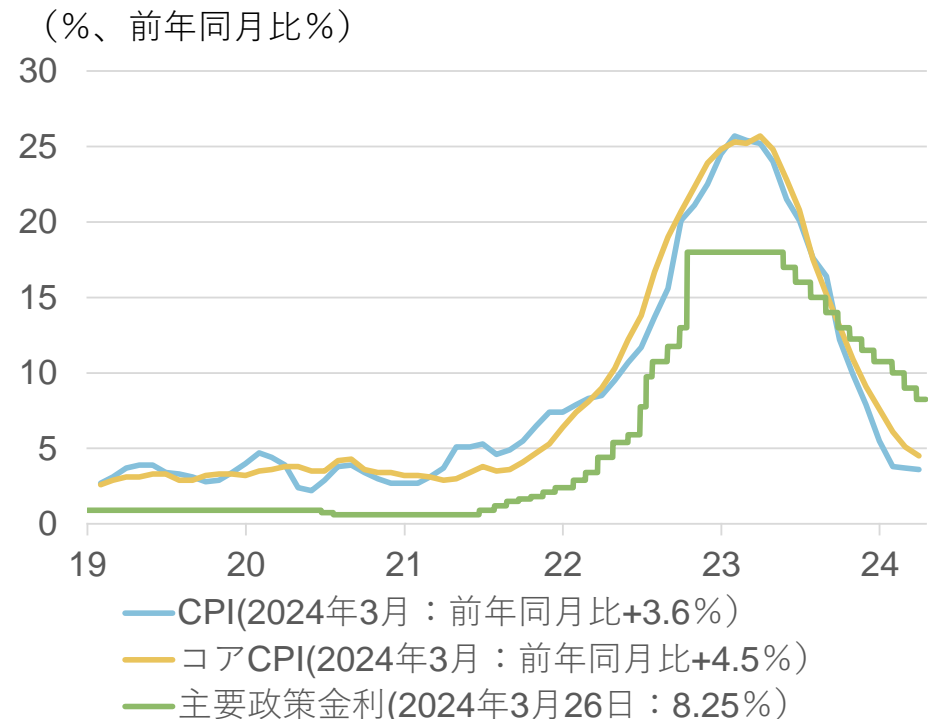
チェコ 金融収支（外貨準備増減を除く）



チェコの2月の経常黒字は392億コルナと1月の69億コルナから拡大。前年同月の128億コルナから約3倍となった。輸出の大幅な伸びが寄与している。

ハンガリーの3月CPIは前年同月比+3.6%と2月の同+3.7%から小幅に伸びが減速

ハンガリー 消費者物価指数（CPI）と政策金利



注：主要政策金利は2022年10月14日～2023年9月24日までは1日物預金ファシリティーの入札適用金利を使用。それ以外の期間はベース金利。

(出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ)

CPI 内訳

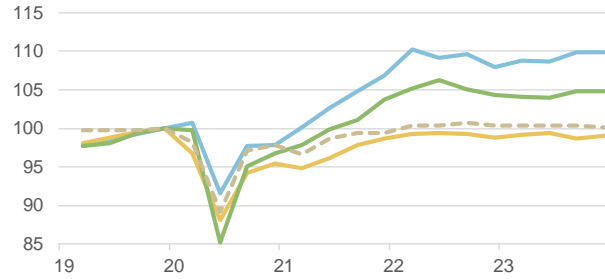
	(単位：前年比%)		
	24年 1月	24年 2月	24年 3月
ヘッドライン	+3.8	+3.7	+3.6
食料	+3.6	+2.2	+0.7
アルコール飲料・タバコ	+8.1	+5.3	+4.4
被服・履物	+6.2	+5.1	+4.4
耐久消費財	▲1.4	▲2	▲1.8
電気、ガス、その他燃料	▲11.3	▲9	▲3.1
その他の財（自動車燃料を含む）	▲0.7	+2.1	+3
サービス	+10.4	+10	+9.9
コアCPI	+6.1	+5.1	+4.5

(出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ)

食料価格の寄与度が低下する一方、エネルギー価格は押し上げ要因に。もっとも、賃金の高い伸びを反映する形でサービス品目のインフレ率は高止まりしている。

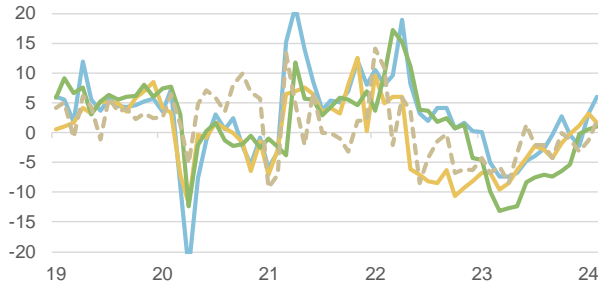
中東欧・ドイツ 主要経済指標

(2019年10-12月期=100) 実質GDP



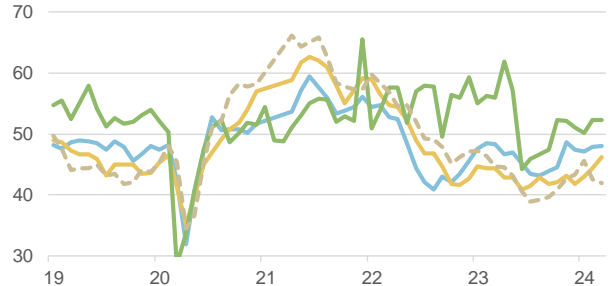
(前年同月比%)

小売売上高



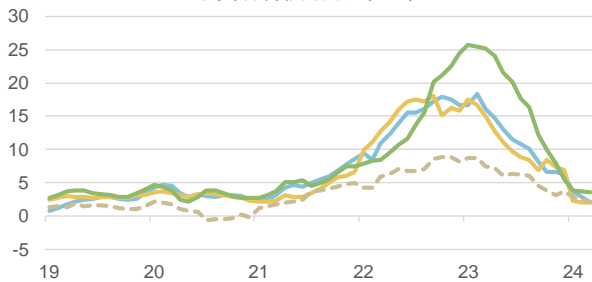
(中立=50)

製造業PMI



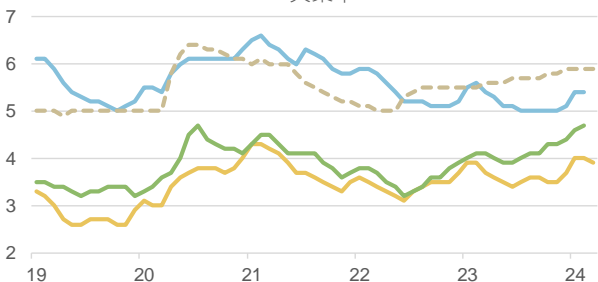
(前年同月比%)

消費者物価指数 (CPI)



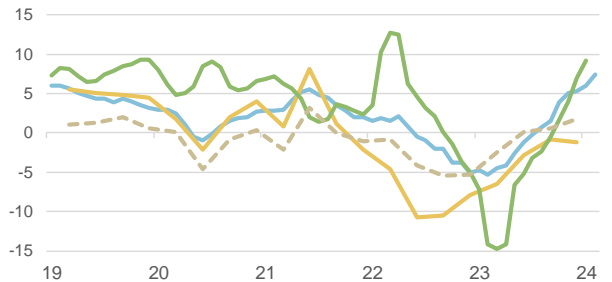
(%)

失業率



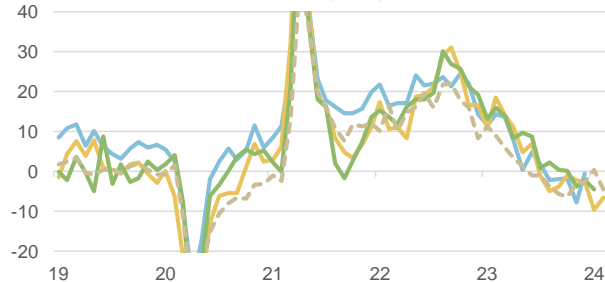
(前年比%)

実質賃金 (* 1)



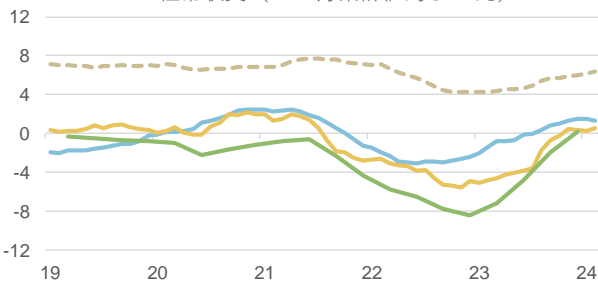
(前年比%)

輸出 (* 2)



(%)

経常収支 (12か月累計値対GDP比)



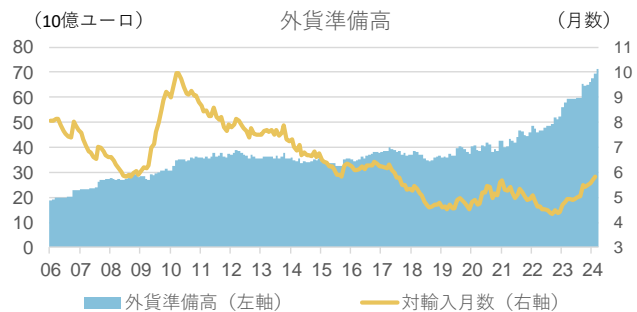
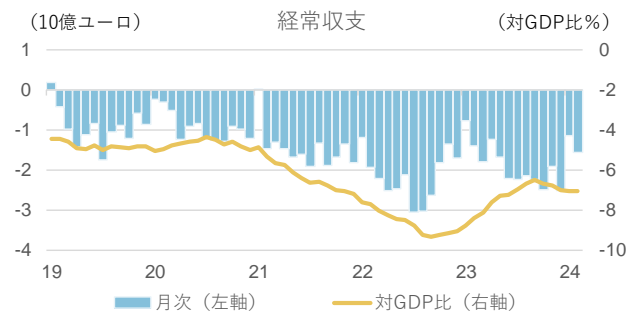
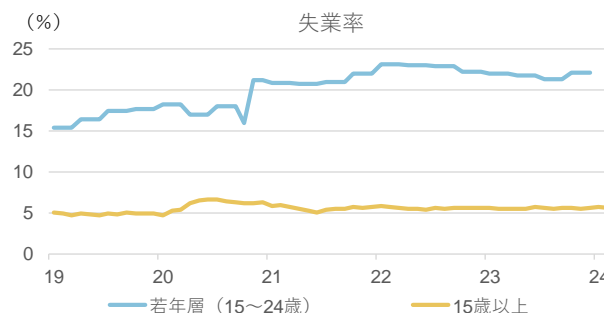
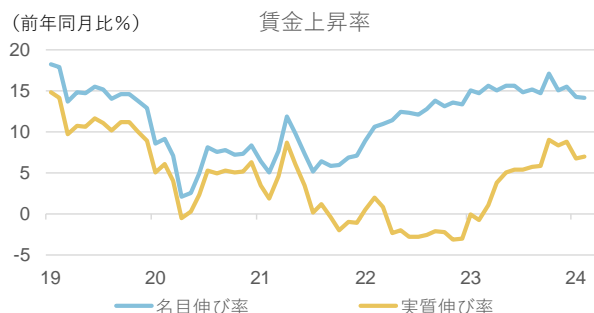
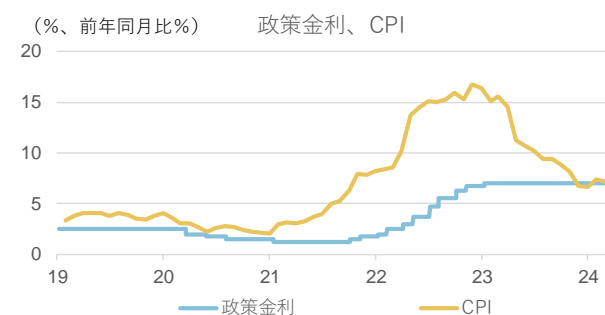
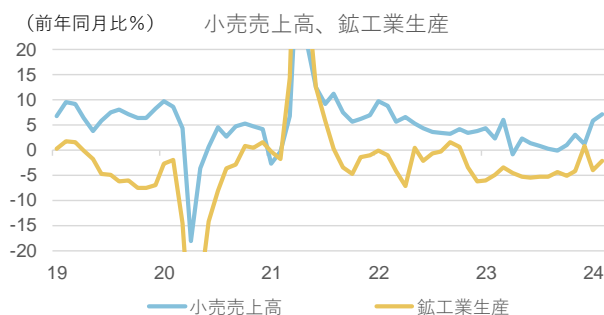
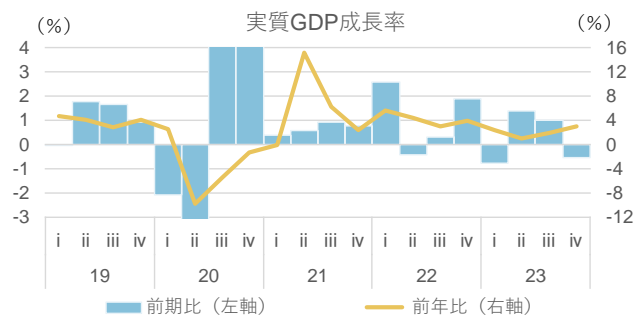
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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)

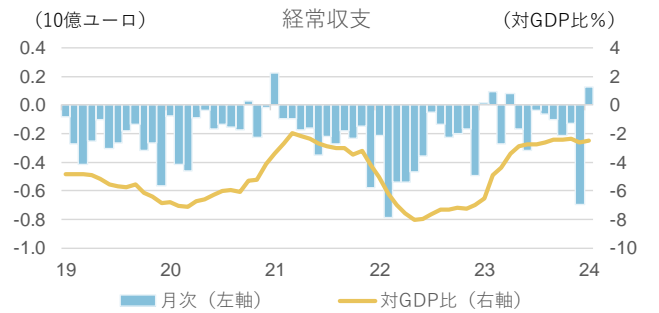
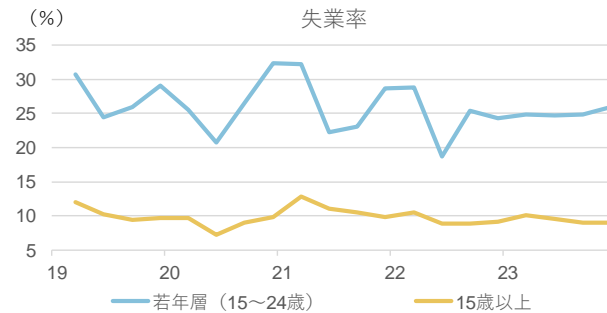
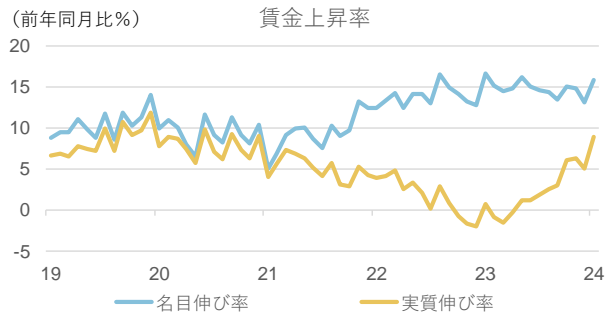
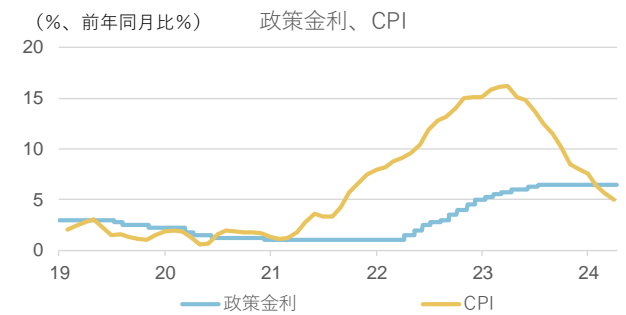
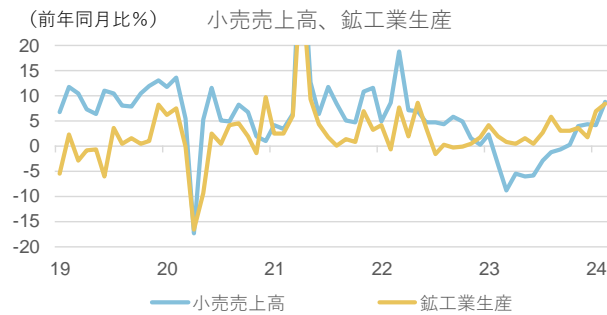
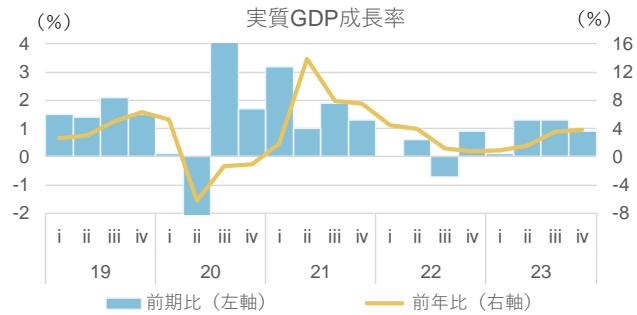
ルーマニア



ルーマニアの2月小売売上高は前年同月比+7.1%と1月の同+5.9%から伸びが加速。インフレ率の高止まりも合わせて考慮すれば、ルーマニア国立銀行の利下げ開始はまだ先になると考えられる。

(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%で据え置いた。声明文では、国際エネルギー価格の上昇に対する警戒が述べられている。

（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

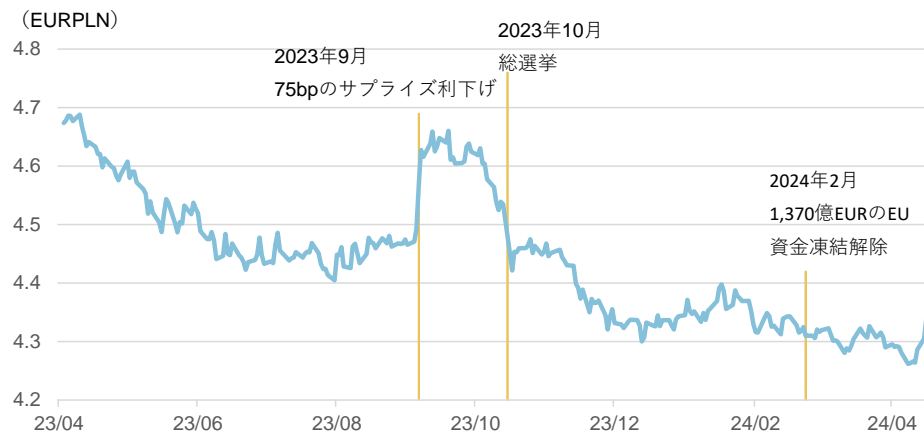
	Spot	2024 Jun	Sep	Dec	2025 Mar	Jun
EUR/PLN	4.31	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.31	25.4	25.6	25.8	25.9	26.0
EUR/HUF	395	400	404	406	408	410
EUR/RON	4.97	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10

注：見通しは2024年3月末時点。

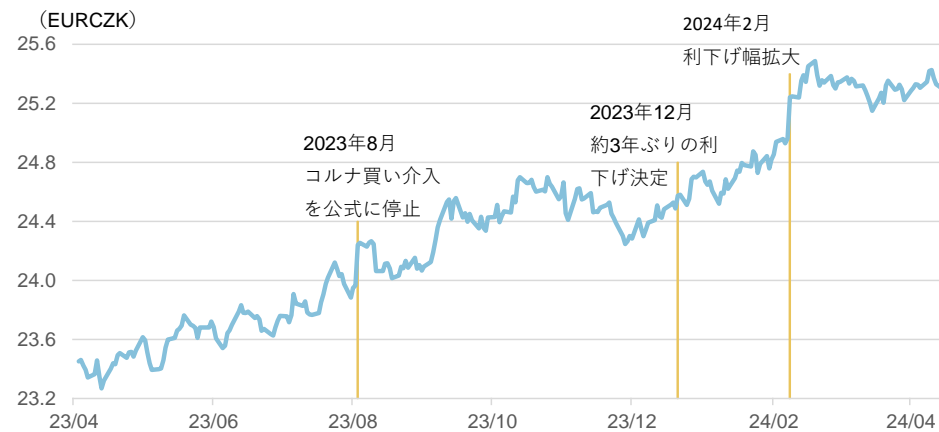
- 3月の中東欧では、ポーランド、チェコ、ハンガリーの3通貨の対ユーロでの月間変動率がいずれも上下0.5%程度に収まっており、小動きな展開となった。
- ポーランドズロチは3月に対ユーロで約0.5%続伸した。1,370億ユーロのEU資金凍結解除によって今後見込まれる巨額資金流入や、ポーランド国立銀行が現在5.75%の政策金利を当面は据え置く姿勢を鮮明にしていることが、引き続きサポート要因となった。ズロチのユーロや他中東欧通貨に対する堅調な展開は今後も継続する公算が大きい。
- チェココルナは3月に対ユーロでほぼ横ばい。チェコ国立銀行（CNB）は市場予想通り政策金利を50bp引き下げ5.75%とした。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hil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との対立リスクも燦る。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。
- ルーマニアレイは対ユーロで狭いレンジでの値動きが継続している。ルーマニア国立銀行（NBR）は現状、インフレ抑制を優先するスタンスからレイの対ユーロでの変動を抑えている状況と見られるが、輸出促進や経常赤字などの対外不均衡是正の観点からは通貨安が望ましい。インフレ率の抑制に目途がたつと見られる2025年以降、NBRはレイ安方向へのバイアスを強める可能性が高いと見ている。

中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

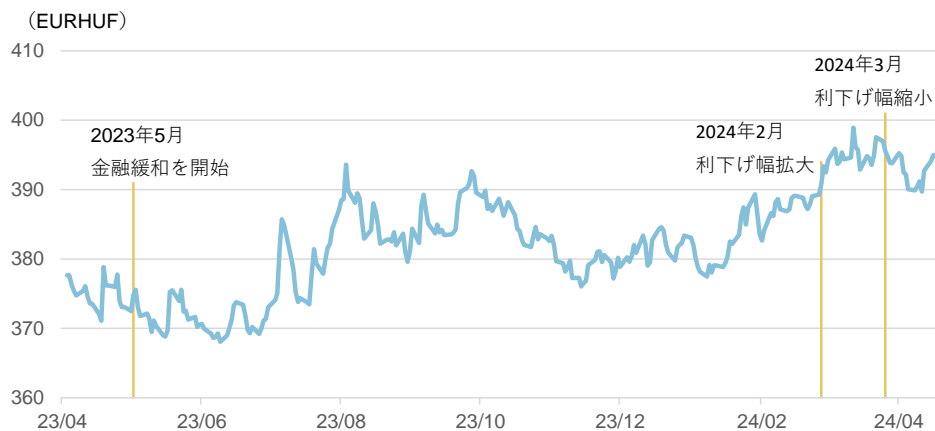
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



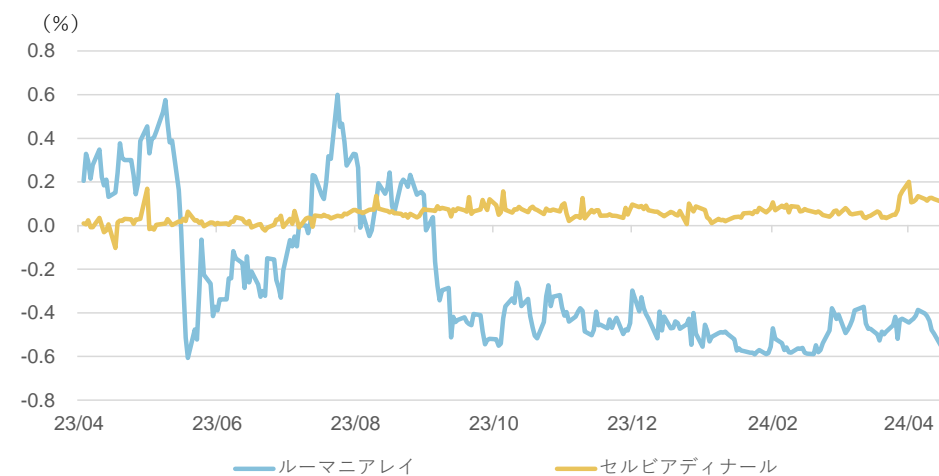
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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



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.