

# 中東欧通貨週報

2024年6月5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2週間の動向と展望

< 過去2週間の動向と展望・・・欧州中央銀行（ECB）は6月6日の会合で利下げ開始が確実視される一方、先行きの利下げペースは緩やかなものとなる可能性 >

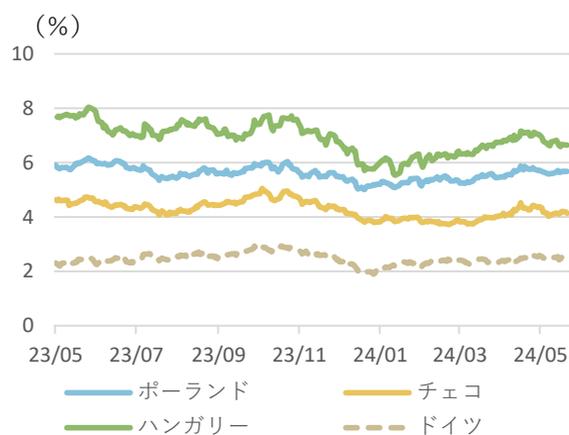
過去2週間の中東欧通貨は対ドル、対ユーロで反落。新興国通貨の中では比較的流動性・取引量の存在感が大きいメキシコペソが大統領・議会選挙での左派政党の予想を上回る大勝を受けて急落しており、中東欧通貨もそれに巻き込まれた可能性がある。また、**6月6日に欧州中央銀行（ECB）の金融政策発表**を控えた持ち高調整という面もあったと見られる。ECBは6月会合での利下げ開始がマーケットで完全に織り込まれた状況にあるが、先行きの利下げペースは市場が織り込むものよりも緩やかなものとなる可能性がある。「ECBは6月に利下げを開始するものの、7月会合では追加の金融緩和を見送り、インフレ、賃金などのデータを見極めたうえで9月会合で追加利下げに踏み切る」という見方がこれまでのところコンセンサスとなっているが、ECBがサービス価格を中心に高止まりするインフレ率の警戒を鳴らす格好で、中期ゾーンを中心にユーロ圏の金利が上昇し、中東欧通貨にも下押し圧力となるシナリオに留意したい。

今後1週間では、ECBのほかは、**6月5日のポーランド国立銀行（NBP）の金融政策発表、翌6日のグラピンツキ総裁の記者会見**が焦点となる。NBPは堅調な国内需要、賃金上昇圧力の強さ、を背景とするインフレ高止まりリスクをこれまで通り強調する形で、政策金利を5.75%で据え置く公算が大きい。上述の通り、6日にかけてECBの金融政策発表には一定の注意が必要なものの、中長期的にはユーロ圏との高水準の金利格差の維持・拡大にサポートされる形で、ズロチの堅調な展開が続くと見込んでいる。

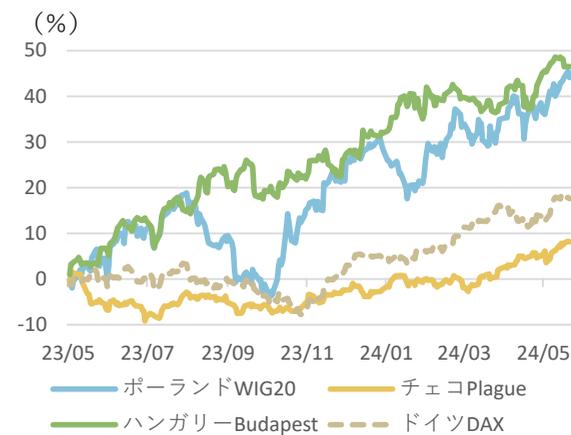
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

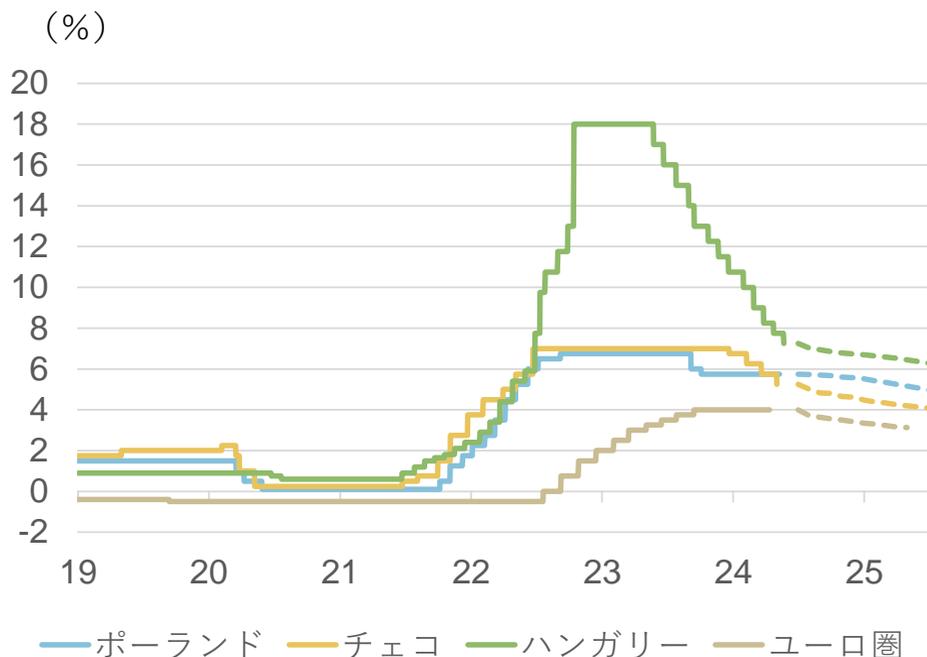


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



# 欧州中央銀行（ECB）は6月6日に利下げを開始する見込み。中東欧通貨への影響

中東欧、ユーロ圏の政策金利の推移（2024年6月4日時点）



注：点線は市場の織り込み。ハンガリーの政策金利は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：ブルームバーグ、みずほ）

ユーロ圏 OISスワップの織り込み 累計変化率（単位：bp）

「ECBは6月に利下げを開始するものの、7月会合では追加の金融緩和を見送り、インフレ、賃金などのデータを見極めたうえで9月会合で追加利下げに踏み切る」という見方

（単位：bp）

		4月30日 （4月末）	5月22日 （賃金統計公表前）	5月31日 （5月末）	6月4日 （直近）
2024年	6月	▲ 20	▲ 23	▲ 23	▲ 25
	7月	▲ 26	▲ 31	▲ 29	▲ 28
	9月	▲ 43	▲ 49	▲ 50	▲ 44
	10月	▲ 46	▲ 57	▲ 57	▲ 51
	12月	▲ 64	▲ 71	▲ 72	▲ 65

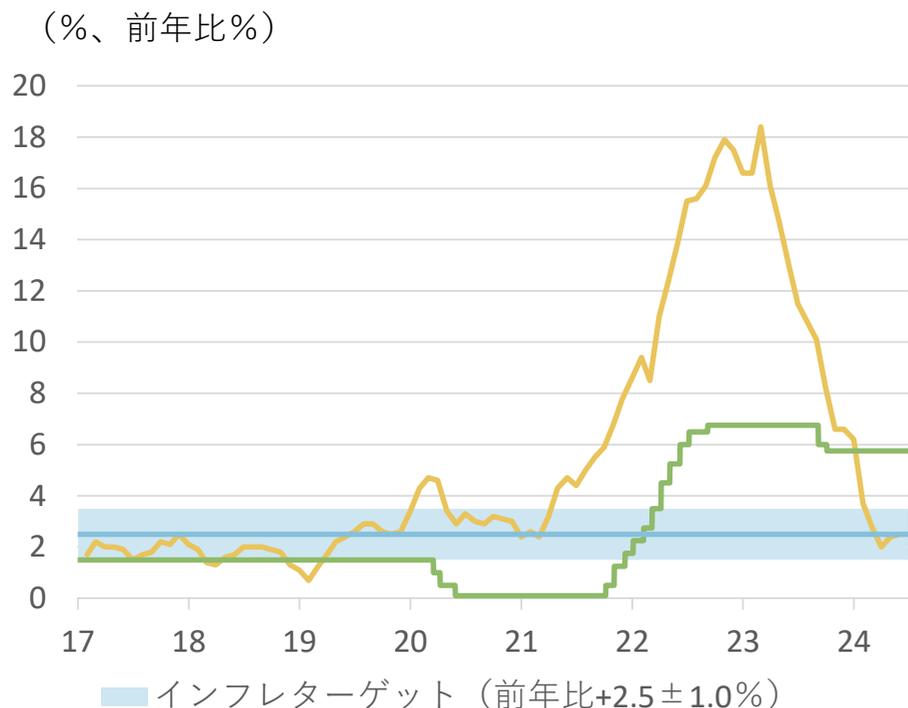
（出所：ブルームバーグ、みずほ）

ECBは6月会合での利下げ開始がマーケットで完全に織り込まれた状況にあるが、先行きの利下げペースは市場が織り込むものよりも緩やかなものとなる可能性がある。ECBがサービス価格を中心に高止まりするインフレ率の警鐘を鳴らす格好で、中期ゾーンを中心にユーロ圏の金利が上昇し、中東欧通貨にも下押し圧力となるシナリオに留意したい。

# ポーランド国立銀行（NBP）は6月5日の会合で政策金利を5.75%で据え置く公算

ポーランド 消費者物価指数（CPI）と政策金利

CPI 内訳



(単位：前年比%)

	24年 3月	24年 4月	24年 5月
ヘッドライン	+2	+2.4	+2.5
食料・非アルコール飲料	+0.3	+1.9	+1.6
アルコール飲料・たばこ	+5.2	+4.6	
住宅	+1.5	+1.5	
電気、ガス、その他燃料	▲2.5	▲2.2	▲1.8
輸送	▲2.9	▲1.6	
個人用輸送機器向け燃料	▲4.5	▲1.2	+3.6

(出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

(出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

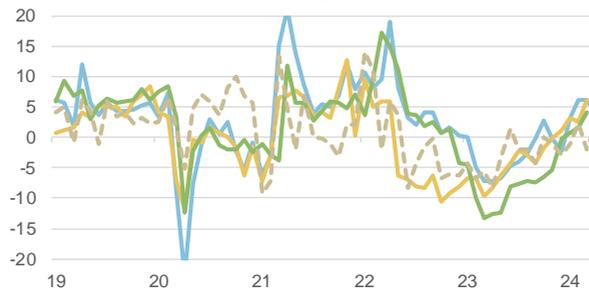
5月29日公表の5月CPIは前年比+2.5%と市場予想の同+2.8%を大きく下回った。食品に対する付加価値税（VAT）をゼロ税率にする特別措置は3月いっぱい終了したものの、広範な価格上昇には今のところ結びついていない。もっとも、NBPは堅調な国内需要、賃金上昇圧力の強さ、を背景とするインフレ高止まりリスクをこれまで通り強調する形で、政策金利を5.75%で据え置く公算が大きい。

# 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



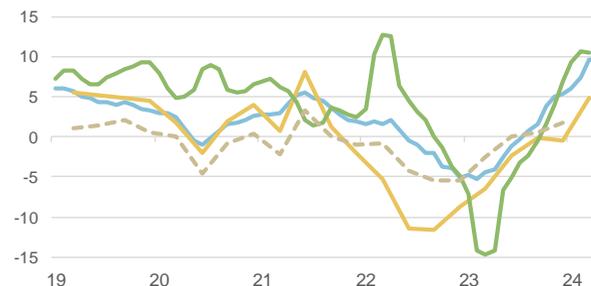
(前年同月比%) 消費者物価指数 (CPI)



(%) 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)



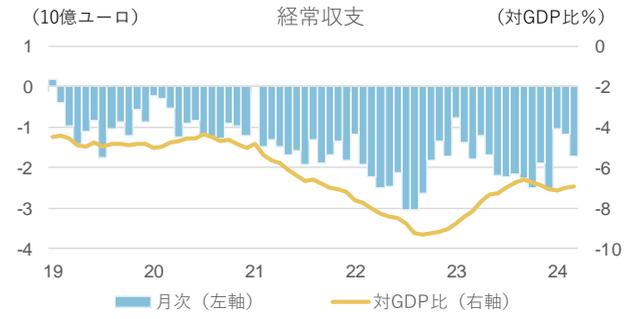
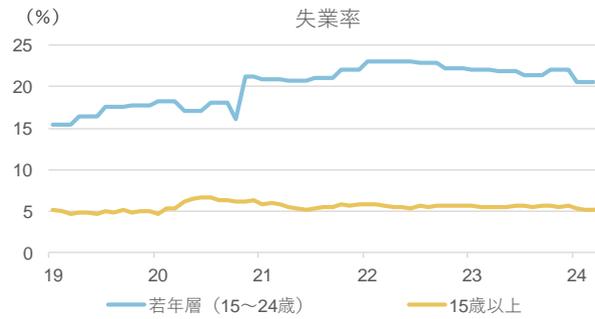
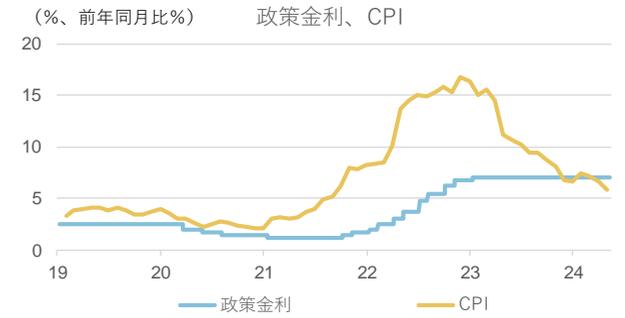
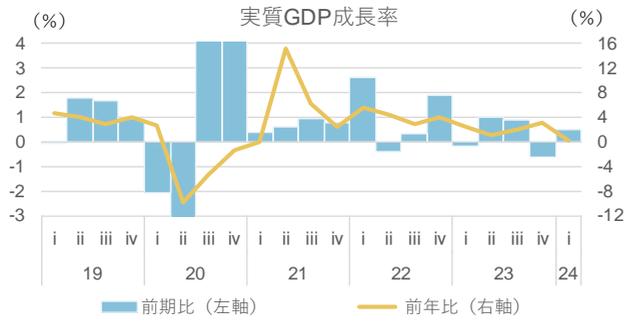
— ポーランド  
— チェコ  
— ハンガリー  
- - - ドイツ

\* 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。

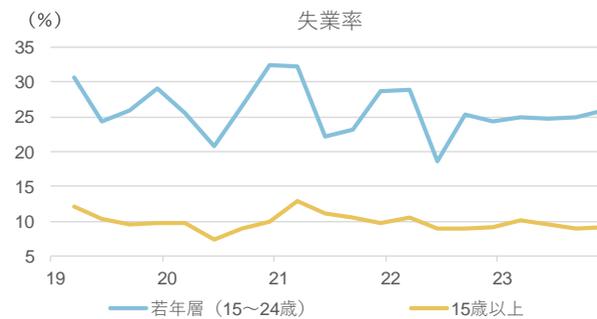
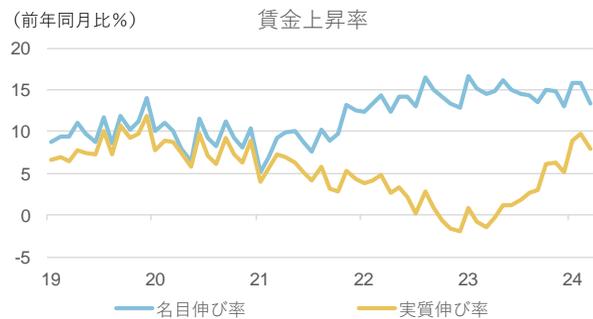
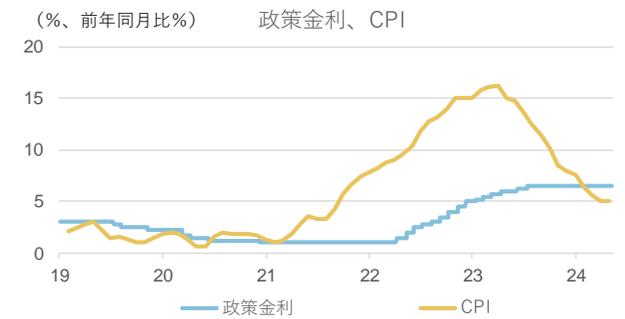
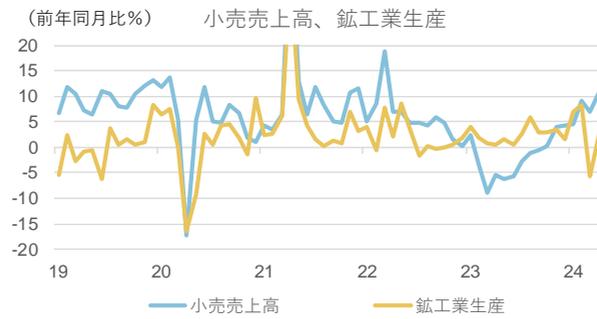
(出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

# ルーマニア



(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



(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 景気堅調、ユーロ圏との金利差がサポート要因に

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2024			2025	
		Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
EUR/PLN	4.27	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	24.69	24.8	25.0	25.2	25.4	25.6
EUR/HUF	389	396	400	404	406	408
EUR/RON	4.98	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10

注：見通しは2024年5月末時点。

- 5月の中東欧通貨はポーランドズロチ、チェココルナ、ハンガリーフォリントが揃って上昇。5月15日公表の米4月CPIが前月比で6か月ぶりに減速を示したこともあり、米利下げ期待の回復に伴い改めて主要通貨との金利差に注目した取引が拡大している可能性は高いだろう。
- 中東欧地域の景気回復見通しも、海外からの資金流入を後押ししそうだ。欧州委員会が5月15日に発表した最新の経済見通しでは、中東欧各国の成長再加速が見込まれている。各国ごとに景気回復の勢いやその要因はそれぞれ異なるものの、共通して言えることは、賃金の急速な上昇、インフレ圧力の後退に支えられ、実質可処分所得の増加が家計消費を押し上げる要因になるという見方だ。また、ポーランドやチェコでは、2025年以降に見込まれるEU資金の流入拡大が投資をサポートする要因になると見込まれる。
- ポーランド国立銀行は5月9日の会合で政策金利を5.75%で据え置いた。声明文や記者会見では、2024年中の利下げ再開に否定的な見通しが改めて示されたほか、賃金上昇の影響を懸念する姿勢が示されている。（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、が今後もズロチのサポート要因となる公算が大きい。
- チェコ国立銀行（CNB）は5月2日の会合で市場予想通り政策金利を50bp引き下げた。予想通りの結果だが、声明文や記者会見はタカ派的だった。さらに、2024年4月CPIは前年比+2.9%と市場予想の同+2.4%を大幅に上回り、もともとインフレ警戒的な姿勢の強いチェコ中銀の追加利下げ余地を狭めるものとなる可能性は高い。
- ハンガリー国立銀行は2024年5月21日の会合で市場予想通り50bpの追加利下げを実施した。ビラグ副総裁は、6月に政策金利をさらに25bp～50bp引き下げることを検討しているが、さらなる緩和の余地は「非常に限られている」と述べた。もっとも、6月が最後の利下げになるとは明言しなかった。CPIインフレの高止まりが続く中での継続的な利下げは実質金利の低下につながり、フォリントの上値を抑える要因となるだろう。

# 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）



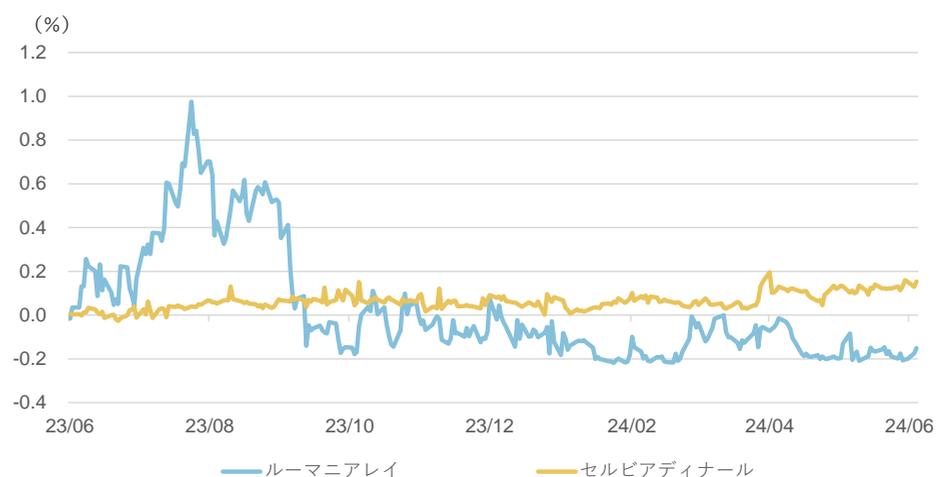
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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.