

# 中東欧通貨週報

**2024年6月19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](mailto:masayuki.nakajima@mizuhoemea.com)

Private and confidential

**MIZUHO**

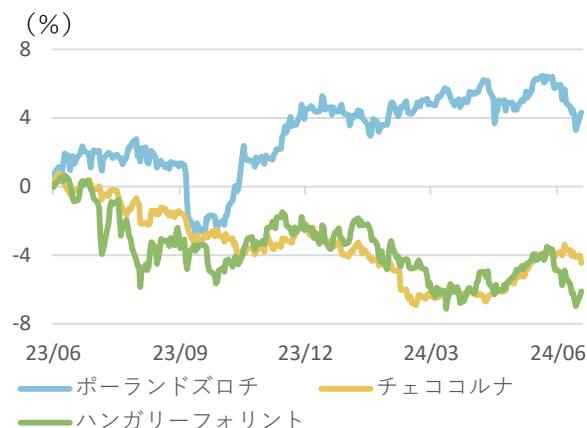
# 中東欧通貨 過去1週間の動向と展望

< 過去1週間の動向と展望・・・欧州委員会によるEU加盟各国の財政状況の評価に注意 >

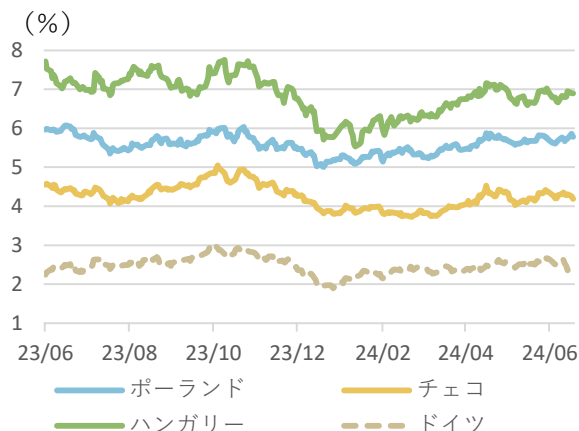
過去1週間の中東欧通貨は対ドル、対ユーロで反発した。6月10日にフランスのマクロン大統領が同国下院の解散総選挙を発表して以降、市場の混乱が続いたが、週明け6月17日には落ち着きを取り戻している。**ハンガリー国立銀行**は6月18日に市場予想通り25bpの利下げを実施、5月（50bp）から利下げ幅を縮小した。

今週は欧州委員会がEU加盟各国の財政状況についてのレポートを発表すると見られている。EUでは、大枠として、マーストリヒト条約で定められた一般政府財政収支対GDP比▲3%、債務残高対GDP比60%の財政目標に対し、加盟国の財政状況の逸脱が認められた場合、制裁措置を含みうる**過剰赤字是正手続（EDP）**を発動する。EUの財政ルールは、コロナ禍を受けて2020年から停止していたが、24年に復活する。中東欧では、ポーランドをはじめとしてロシアによるウクライナ侵略を受けて軍事費支出を大幅に拡大したことや、エネルギー価格高騰への対処として補助金支給に踏み切ったこともあり、財政赤字が拡大している国も多い。2010～11年の欧州債務危機において、EDP発動に伴う緊縮財政の強制が重債務国の景気後退を深刻化させたとの批判を受けて、2024年から適用される新財政ルールでは、求められる財政再建ペースが緩やかになるなどの変化もあり、仮にEDP発動の勧告を受けたとしても財政・経済への影響は当面、限定的になると見られるが、一定の注意は必要となろう。

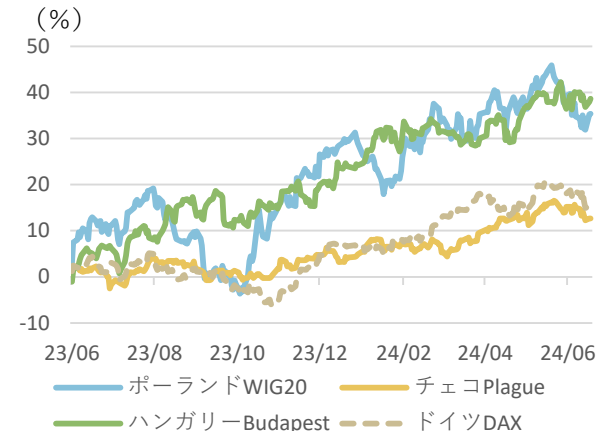
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

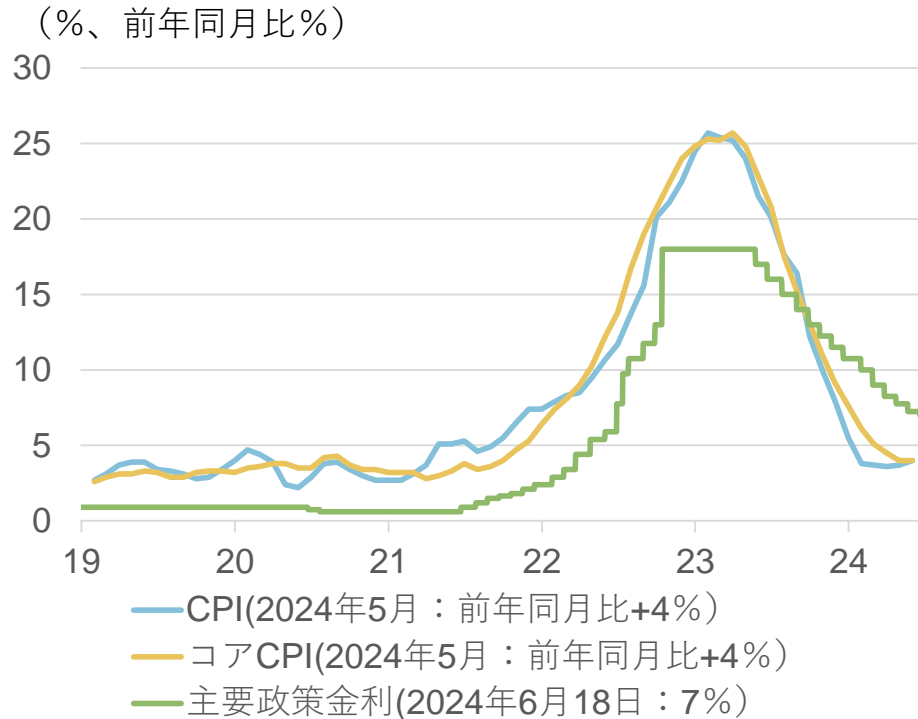


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



# ハンガリー国立銀行は6月18日に市場予想通り25bpの利下げを実施

## 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。

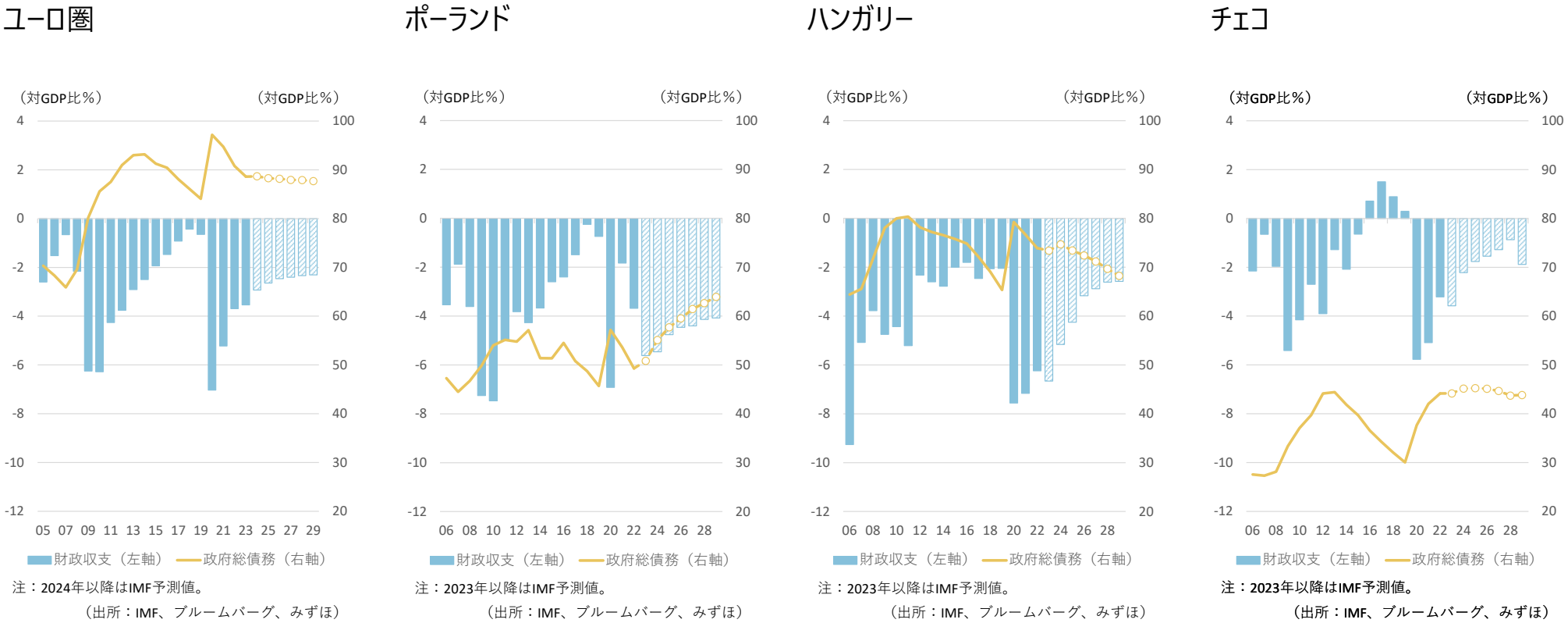
(出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ)

## 声明文、ビラグ副総裁の記者会見のポイント

- 政策金利を25bp引き下げて7.00%とした。
- 様々なリスクを考慮すると緩和余地は限られており、「慎重な」対応が必要。
- ビラグ副総裁は、7月からは緩和サイクルの一時的、もしくは小規模な利下げが検討される可能性があるとした。

5月（50bp）から利下げ幅を縮小したほか、7月会合では据え置きとなる可能性を示唆している。金融政策発表前の1か月でフォリントは対ユーロで2%下落していたことが、NBHの慎重姿勢につながったと見られる。金融政策発表後はフォリントは反発した。

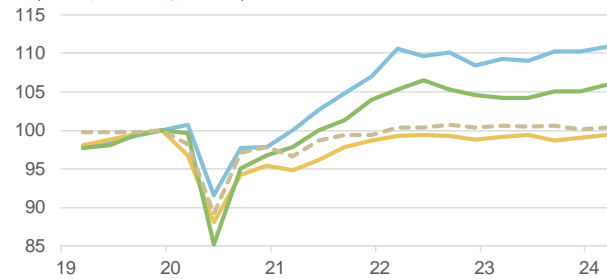
# ポーランドやハンガリーは過剰赤字是正手続き（EDP）の対象となりうる



ポーランドは2023年に対GDP比5.1％の財政赤字を計上している。ただし、そのうち同4.1％は軍事費支出であり、ウクライナと幅広い国境を接し、ロシアとも地理的に近いポーランドにとって不可欠な支出と言える。そうした事情をEU側がどう汲み取るかが焦点。ハンガリーは財政規律を回復させる姿勢を示しているものの、欧州議会選挙での与党フィデスの予想外の得票率低下もあり、成長支出拡大に傾く可能性が市場では意識されている。

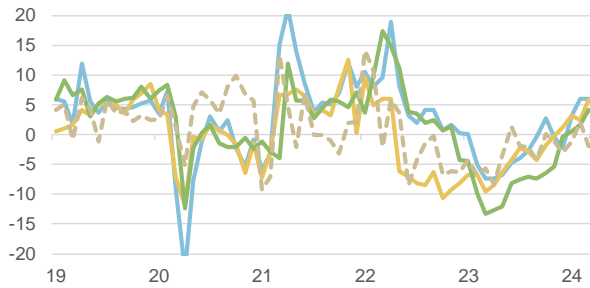
# 中東欧・ドイツ 主要経済指標

(2019年10-12月期=100) 実質GDP



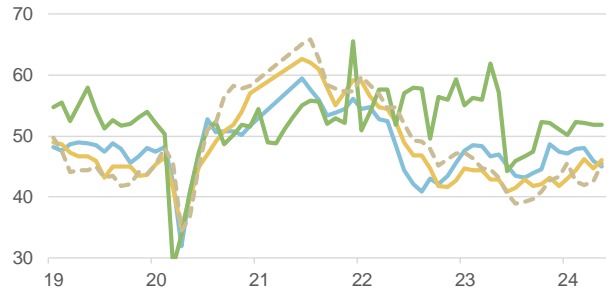
(前年同月比%)

小売売上高



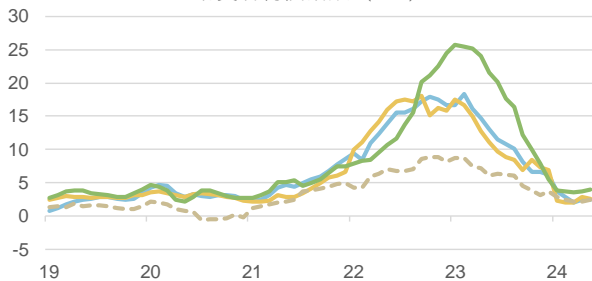
(中立=50)

製造業PMI



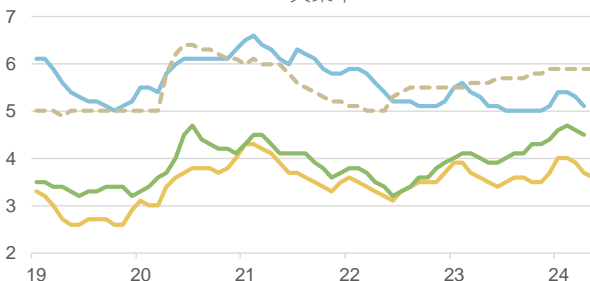
(前年同月比%)

消費者物価指数 (CPI)



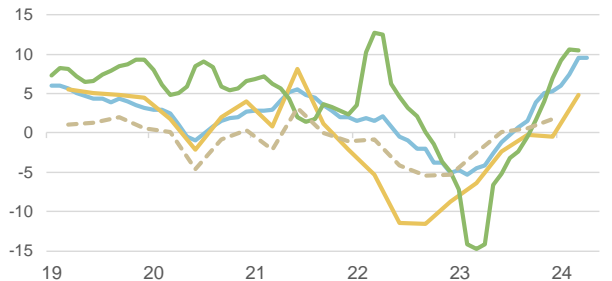
(%)

失業率



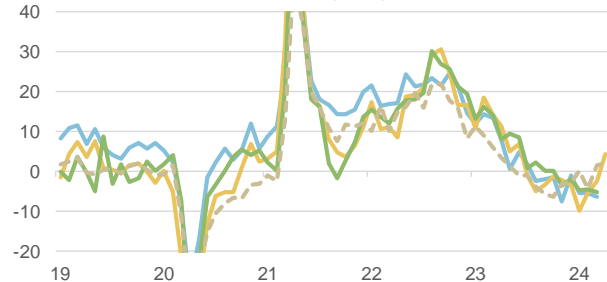
(前年比%)

実質賃金 (\* 1)



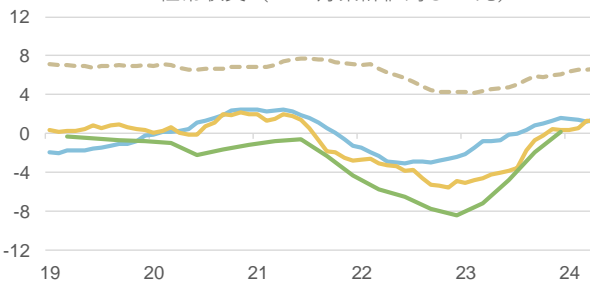
(前年比%)

輸出 (\* 2)



(%)

経常収支 (12か月累計値対GDP比)



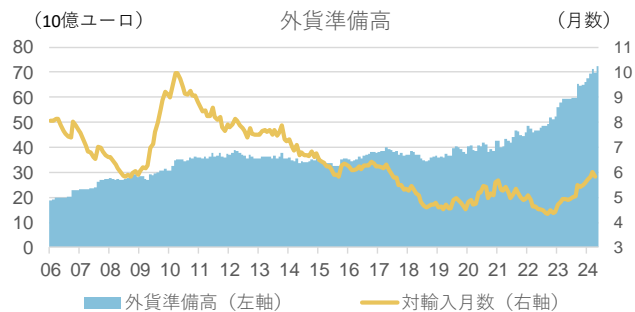
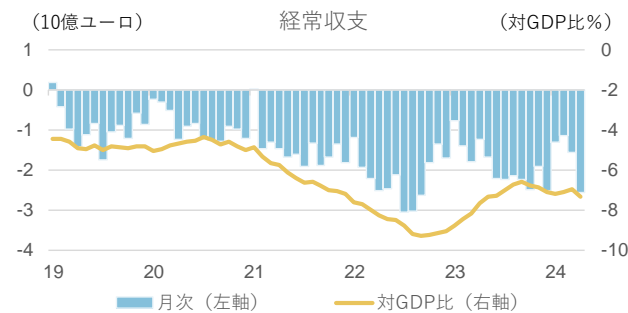
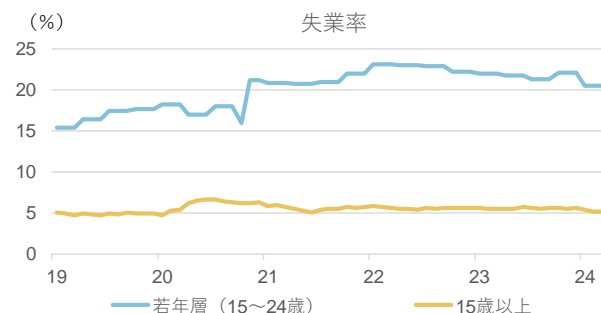
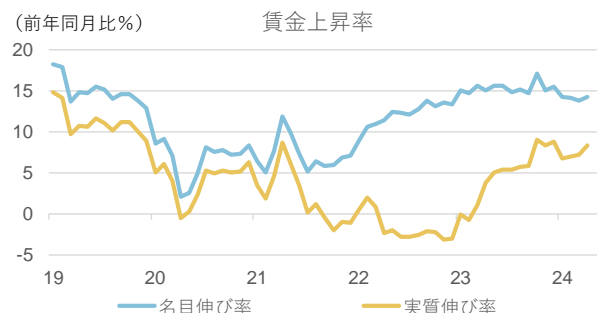
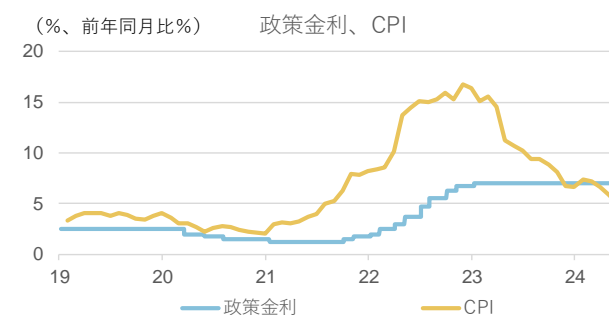
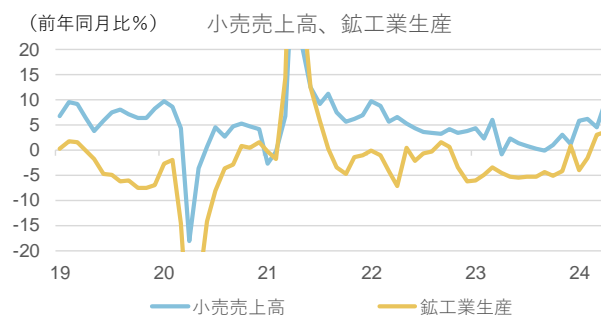
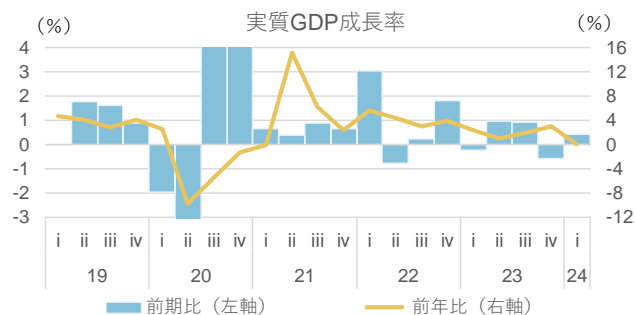
ポーランド  
チェコ  
ハンガリー  
ドイツ

\* 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)

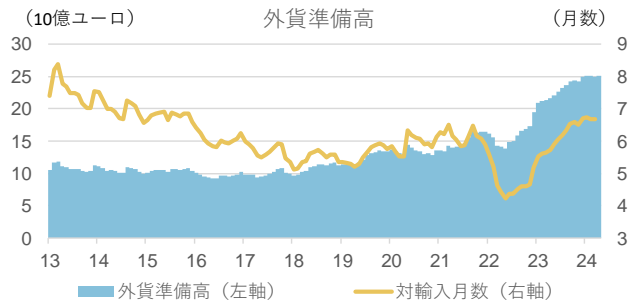
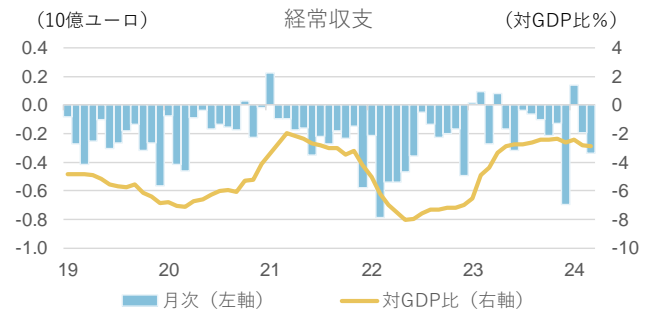
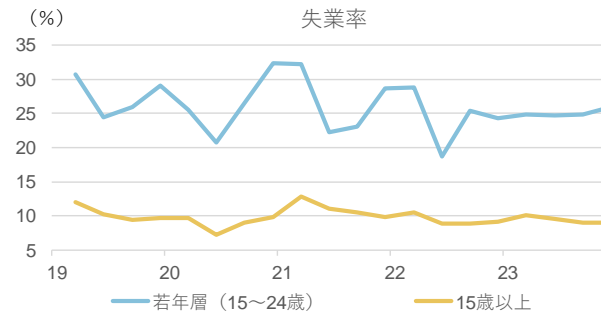
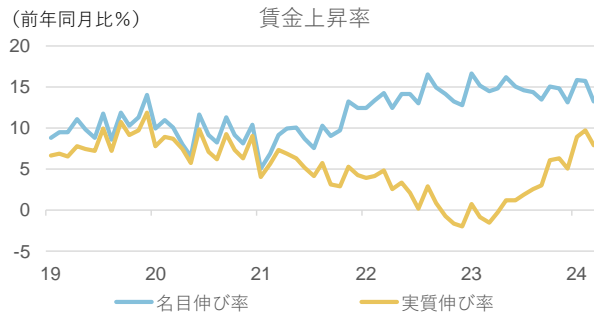
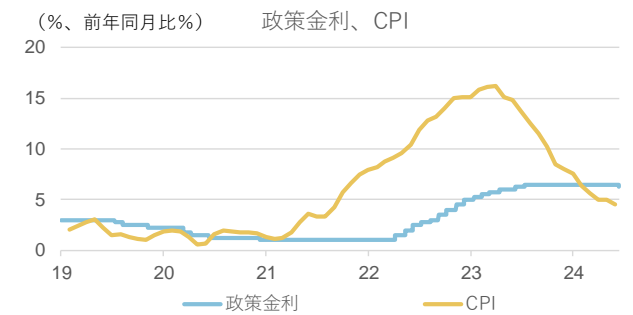
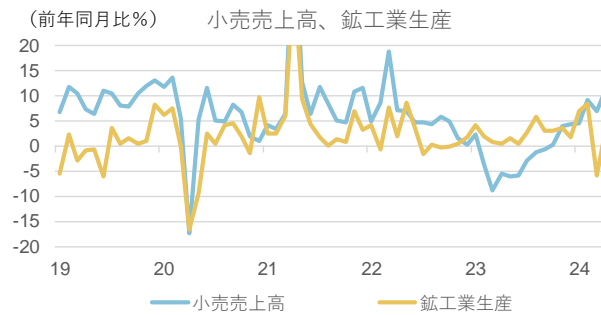
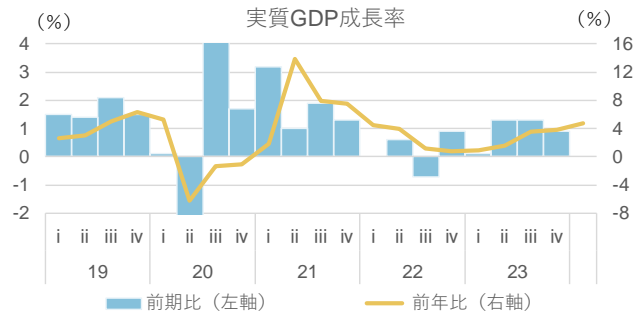
# ルーマニア



ルーマニアの財政赤字は2023年に対GDP比5.7%に達し、今後も拡大する公算が大きく、EDPの対象になると見られる。経常赤字の大きさと合わせて、ルーマニアのマクロ環境の安定にとってのリスク要因に。

(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 Jun	Sep	Dec	2025 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

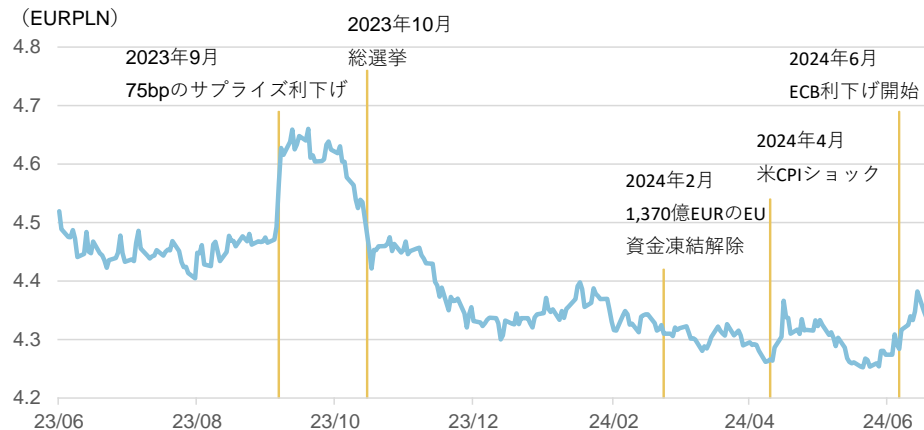
注：見通しは2024年5月末時点。

- 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。

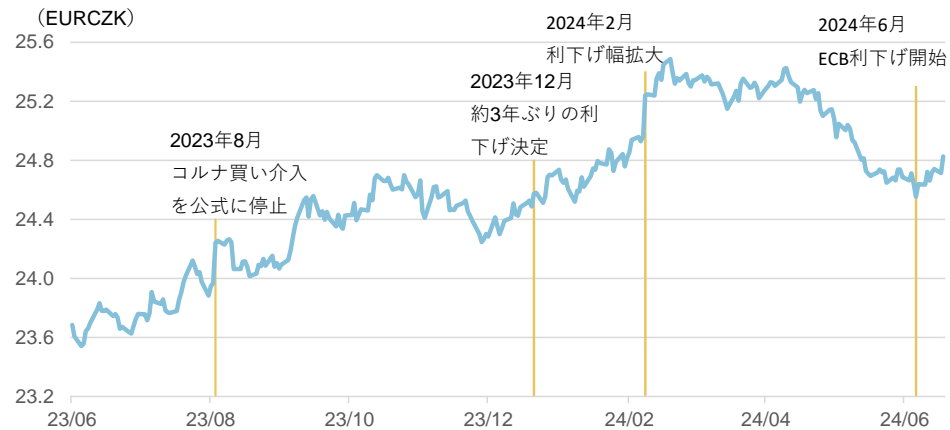


# 中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



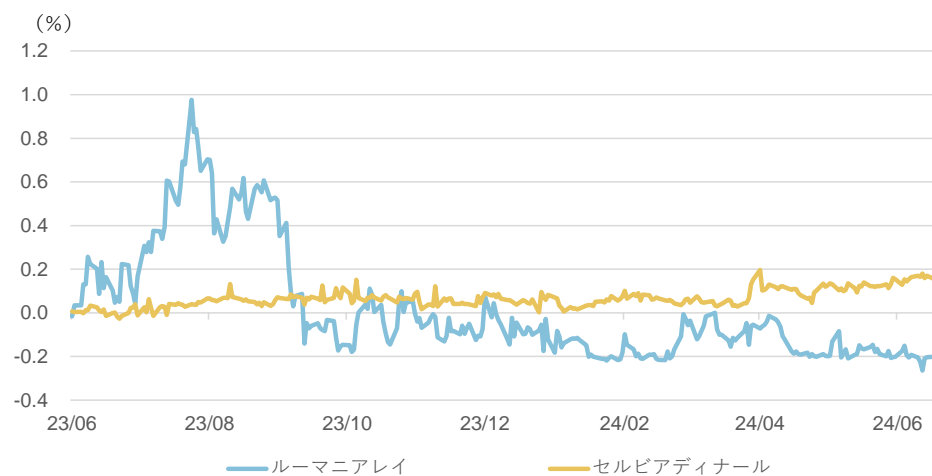
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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.