

中東欧通貨週報

2024年6月26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・・・過剰財政赤字是正手続き（EDP）の対象に、ポーランド、ハンガリーが指定 >

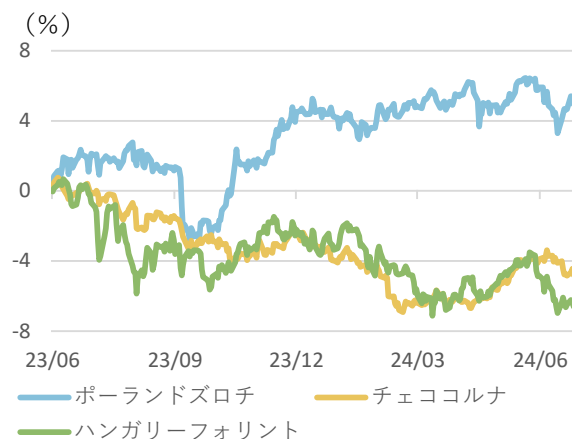
過去1週間の中東欧通貨はポーランドズロチが対ユーロで堅調に推移する一方、チェココルナは軟調、ハンガリーフォリントは横ばい圏での推移となった。

先週、コルナが軟調な展開となった背景には、**6月27日にチェコ国立銀行（CNB）の金融政策発表**を控えた警戒感も影響していよう。市場では過去3会合と同じく50bpの利下げが実施されるか、25bpに利下げ幅が縮小するかで見方が割れている。6月下旬以降のコルナの軟調な展開や、インフレ・賃金の上方スパイラルのリスクを考慮すれば、25bpへの利下げ幅縮小が妥当だと見られる。仮に従来通りの50bpの追加利下げとなれば、コルナへの下落圧力が強まる公算が大きく、一定の注意が必要となる。

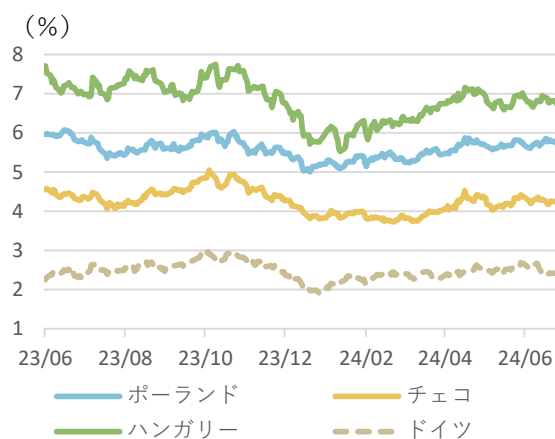
6月19日には欧州委員会がEU加盟各国の財政状況についてのレポートを発表し、**過剰財政赤字是正手続き（EDP）**の対象に、ポーランド、ハンガリーが指定されている。なお、ルーマニアは以前からEDPの対象となっていた。EDP発動に向けた手続きの対象となった国々は、2024年9月20日までに今後4年間の歳出純増の上限を約束する中期計画を欧州委員会に提出する必要がある。欧州委員会は11月までこれを精査した上で、財政収支を均衡させるためにとるべき財政の道筋を規定する。2024年から適用される新財政ルールでは、求められる財政再建ペースが緩やかになるなど制度が柔軟になった面もあり、当面の経済・財政への影響は限定的と見られる。ただし、EDPには欧州理事会による警告に従わず事態が改善されない場合、最大対GDP比0.05%の罰金が科される（効果的な措置が取られるまで6か月毎に累積される）などの制裁措置が設けられている。

その他経済指標では、ポーランド(24年5月)、ハンガリー(24年4月)の**賃金統計**が発表された。それぞれ労働需給ひっ迫緩和、賃金の伸び率減速の兆候は見られるものの、依然として賃金の伸び率が前年比で2桁を上回る状況は変わっていない。

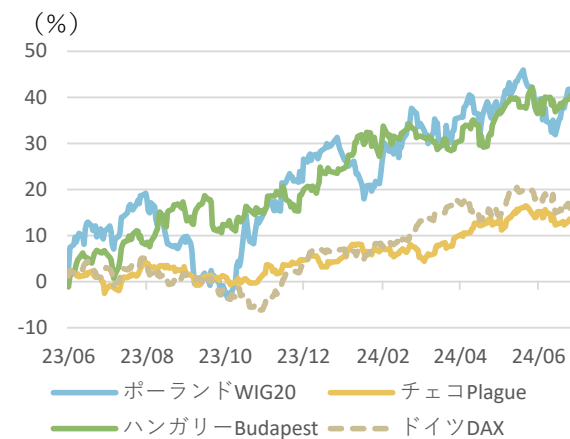
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

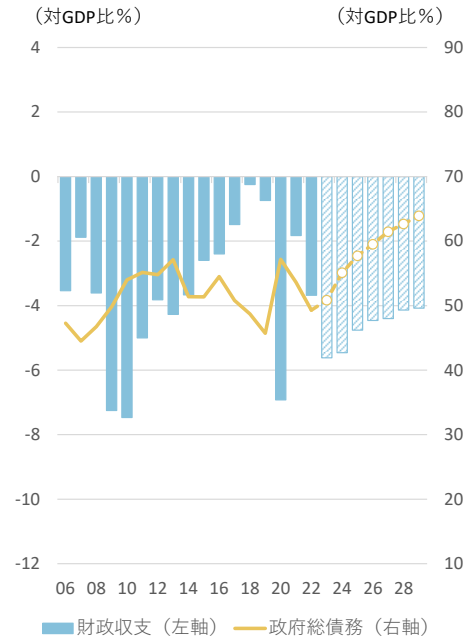


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



過剰財政赤字是正手続き（EDP）の対象に、ポーランド、ハンガリーを含む7か国が指定

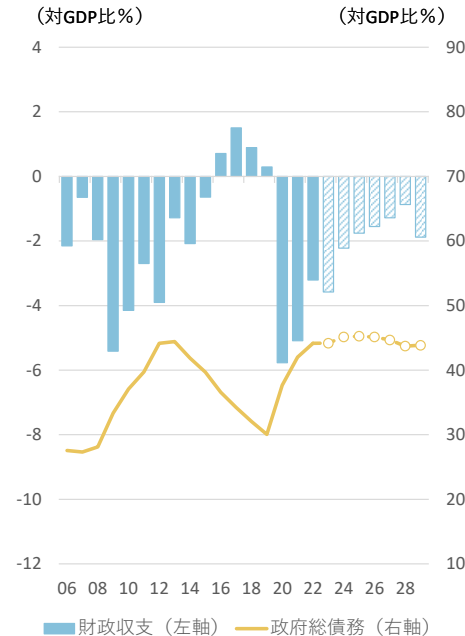
ポーランド



注：2023年以降はIMF予測値。

(出所：IMF、ブルームバーグ、みずほ)

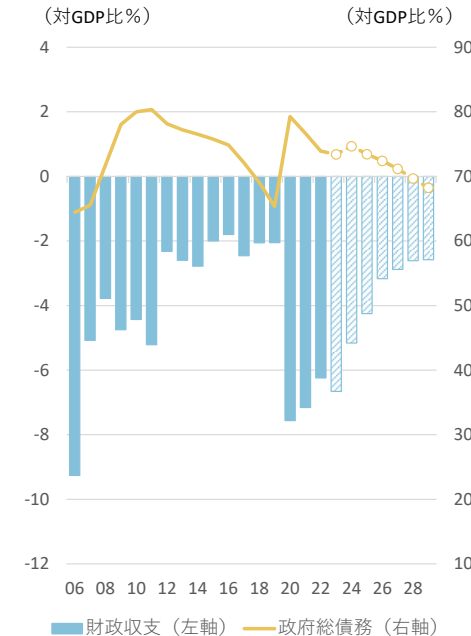
チェコ



注：2023年以降はIMF予測値。

(出所：IMF、ブルームバーグ、みずほ)

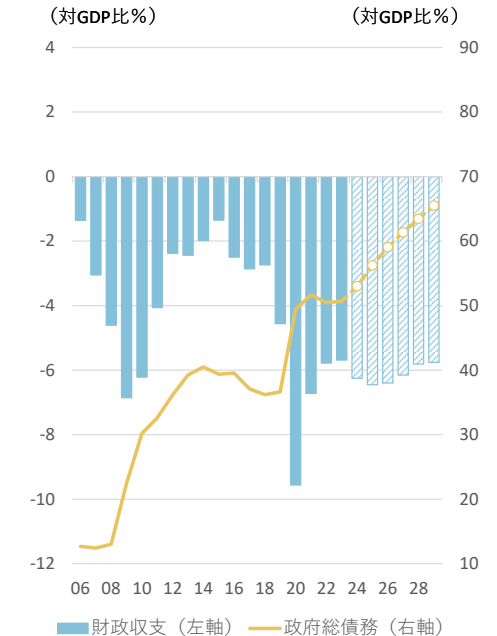
ハンガリー



注：2023年以降はIMF予測値。

(出所：IMF、ブルームバーグ、みずほ)

ルーマニア



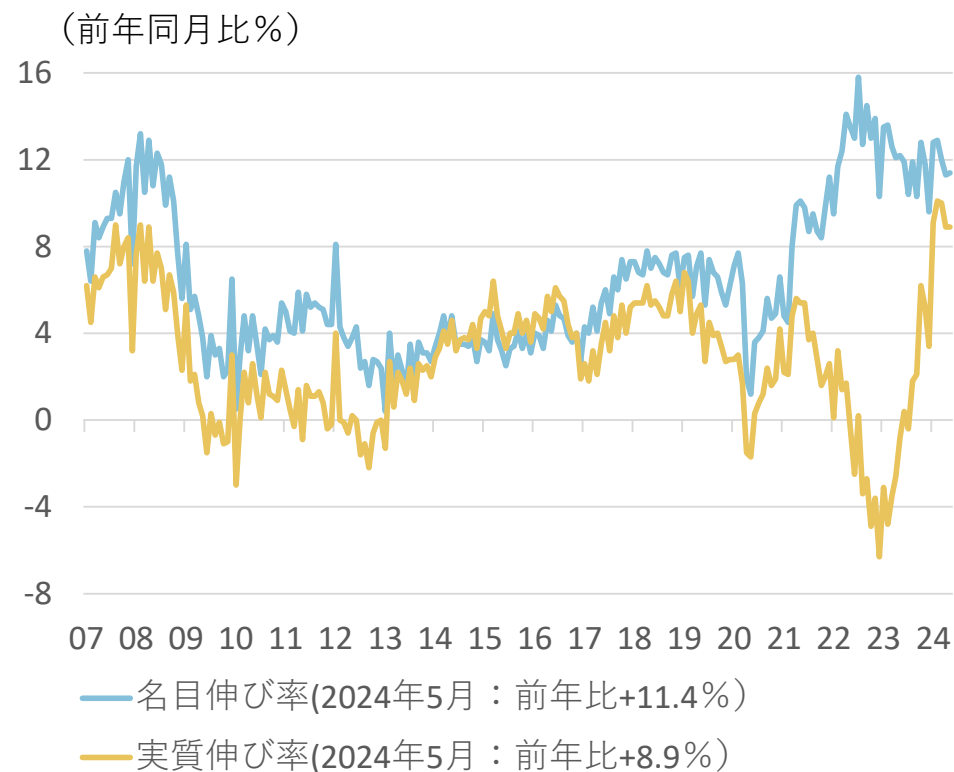
注：2023年以降はIMF予測値。

(出所：IMF、ブルームバーグ、みずほ)

- 欧州委員会は、6月19日、過剰財政赤字是正手続き(EDP)の対象となる国々を発表した。ユーロ圏では、フランス、イタリア、ベルギー、スロバキア、マルタが、非ユーロ圏では、ポーランド、ハンガリーが新たに対象となった。なお、非ユーロ圏のルーマニアは既にEDPの対象となっている。
- 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支出対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、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年に再開された。今後、欧州委員会は2024年6月21日に各国毎のリスクに基づき債務の持続可能性も踏まえた参照軌道、財政、経済の予測値等を送付する。EDP発動に向けた手続きの対象となった国々は、2024年9月20日までに今後4年間の歳出純増の上限を約束する中期計画を欧州委員会に提出する必要がある。欧州委員会は11月までこれを精査した上で、財政収支を均衡させるためにとるべき財政の道筋を規定する。
- 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制度が柔軟になった面もあり、当面の経済・財政への影響は限定的と見られる。ただし、EDPには欧州理事会による警告に従わず事態が改善されない場合、最大対GDP比0.05%の罰金が科される(効果的な措置が取られるまで6か月毎に累積される)などの制裁措置が設けられている。

ポーランド 2024年5月の賃金は前年比+11.4%の伸び

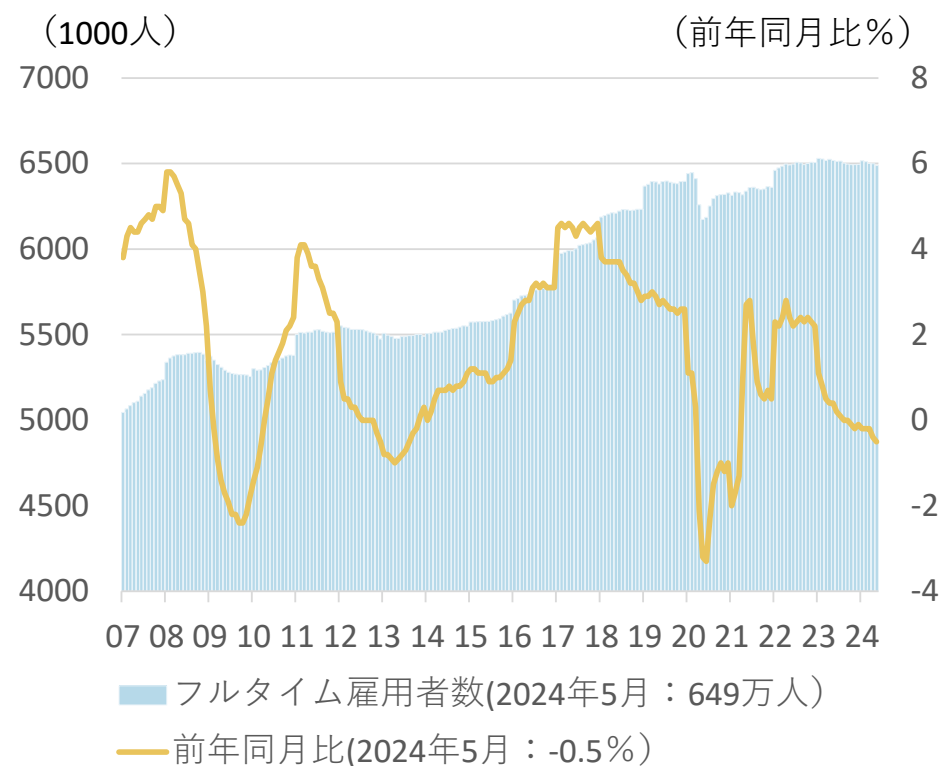
ポーランド 企業部門 平均月間総賃金



注：実質化は消費者物価指数（CPI）の伸び率を使用した。

（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 フルタイム雇用者数

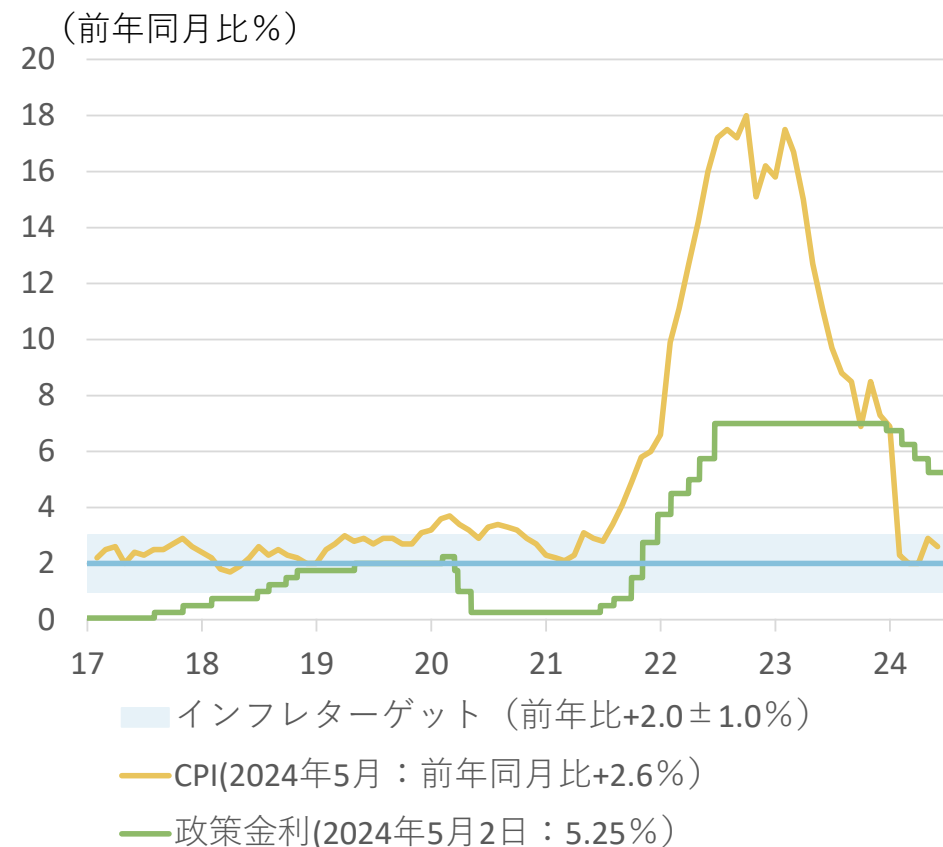


（出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ）

フルタイムの雇用者数は前年同月比で僅かに減少しており、労働需給ひっ迫緩和の兆候は見られるものの、依然として賃金上昇圧力は高い。インフレ調整後の実質ベースでも前年比+8.9%の伸びとなっており、実質賃金の伸びが家計消費を刺激し、景気の拡大がさらなる賃金上昇にも繋がっている格好に。

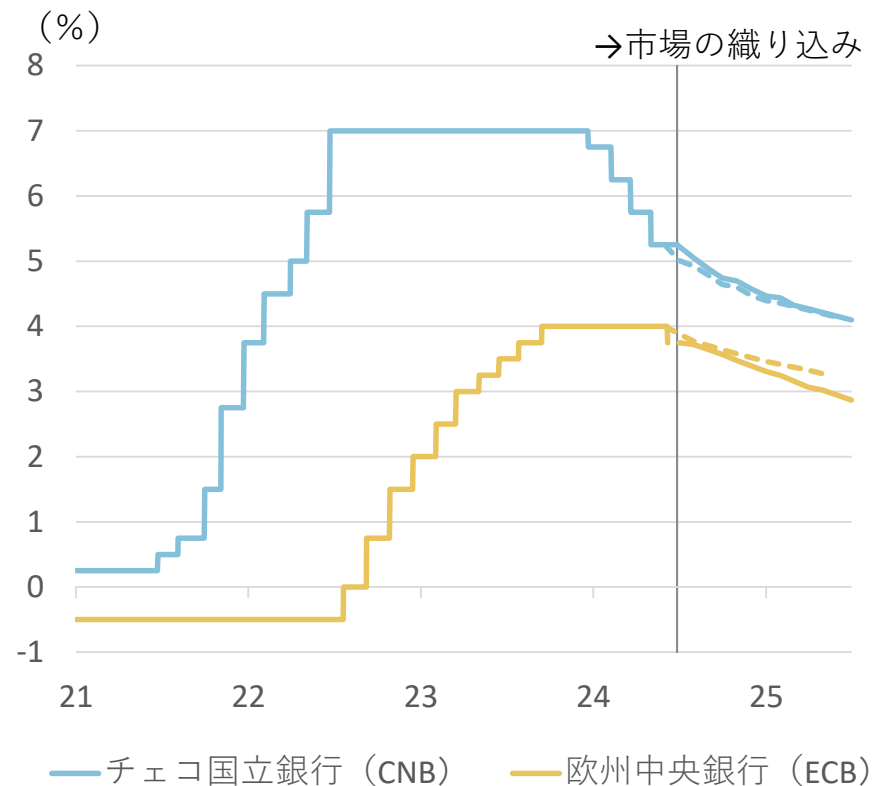
チェコ国立銀行の6月27日の会合は、市場で見方が分かれる

チェコ 消費者物価指数（CPI）と政策金利



（出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ）

チェコ、ユーロ圏 政策金利の推移



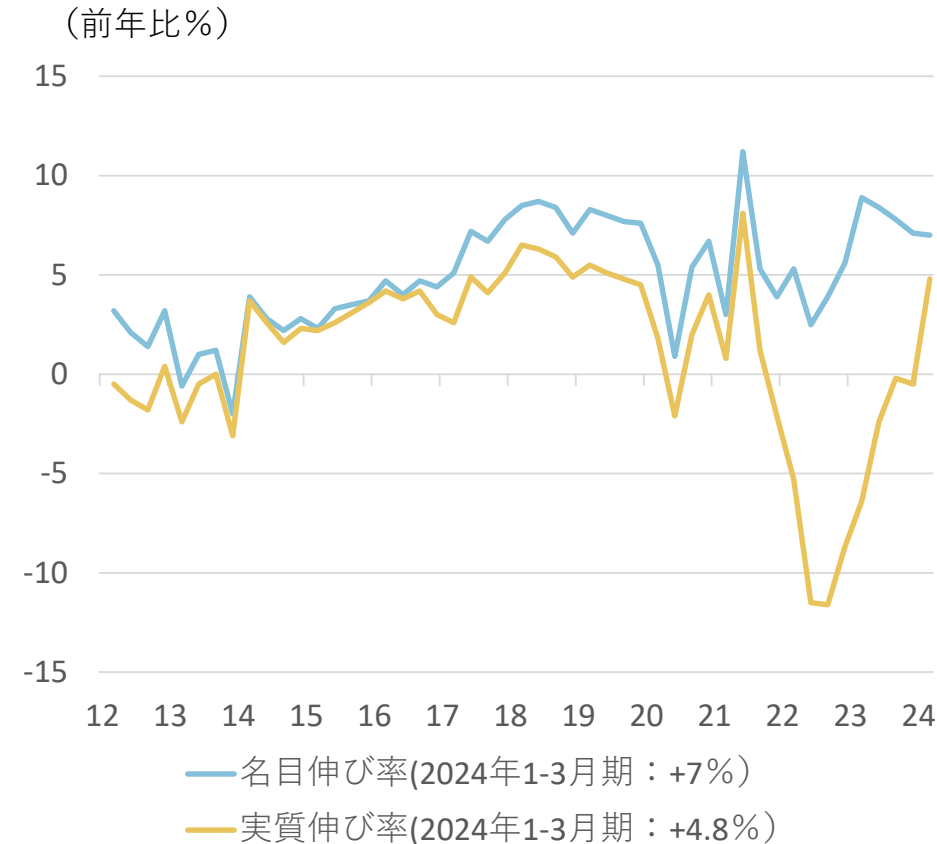
注：点線は先月末の市場の織り込み。

（出所：ブルームバーグ、みずほ）

市場では過去3会合と同じく50bpの利下げが実施されるか、25bpに利下げ幅が縮小するかで見方が割れている。6月下旬以降のコロナの軟調な展開や、後述するように、インフレ・賃金の上方スパイラルのリスクを考慮すれば、25bpへの利下げ幅縮小が妥当であろう。

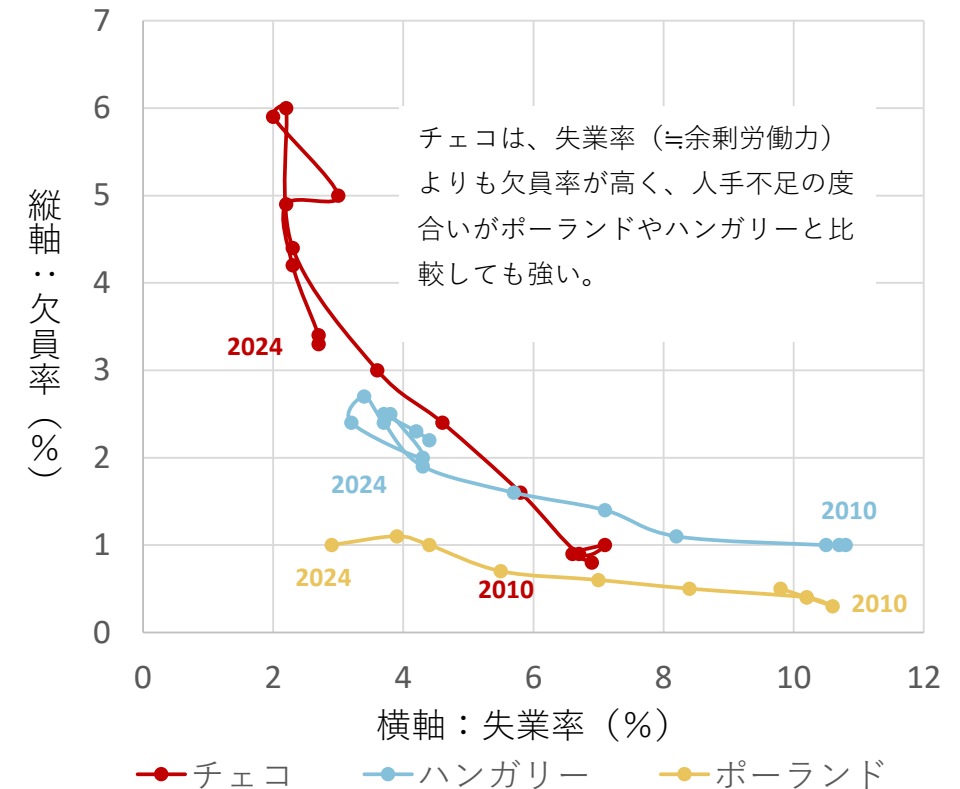
チェコ 根強い賃金の上昇圧力

チェコ 賃金伸び率



(出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

中東欧主要3か国 ベバリッジ曲線

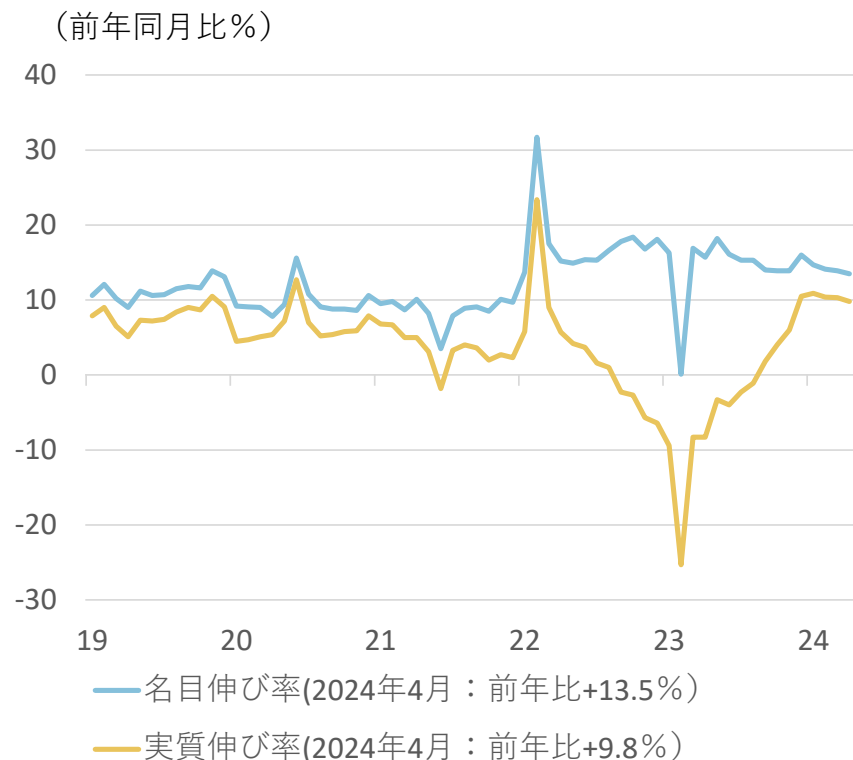


(出所：ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

CNBが今会合で追加利下げにより慎重になると見られる理由として、3月から4月にかけてのCPIインフレ率の急加速（3月の前年比+2.0%から同+2.9%に加速）や、根強い賃金の上昇圧力が挙げられる。2024年1-3月期の賃金上昇率（前年比+7.0%）はCNBの予想を少なくとも0.5pp上回った。

ハンガリー 2024年4月の賃金は前年比+13.5%の伸び

ハンガリー 賃金

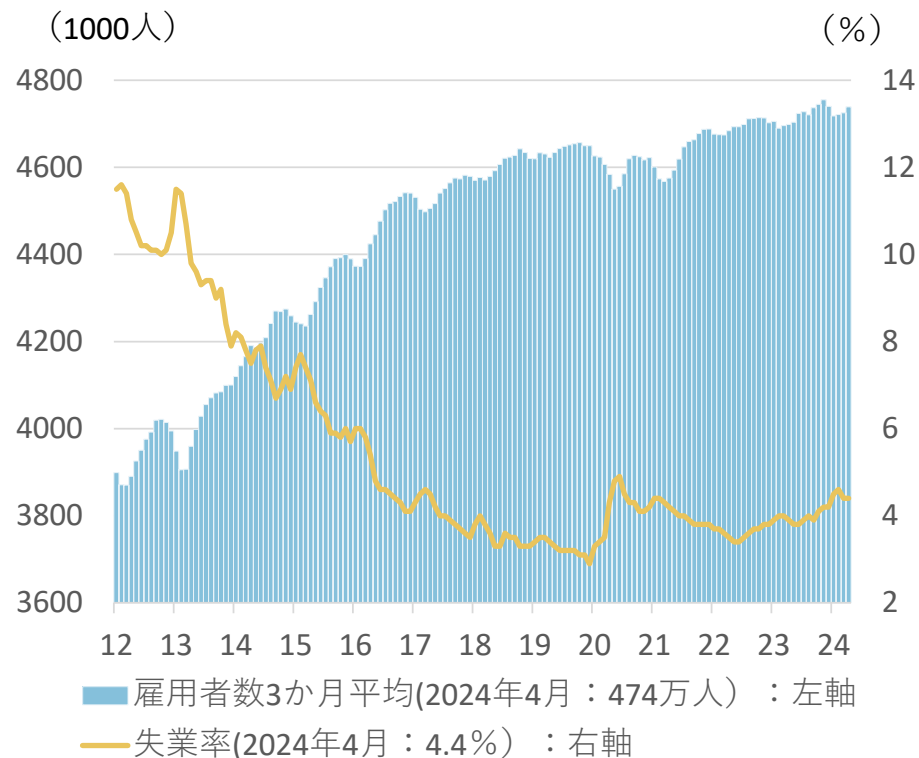


注：実質化は消費者物価指数（CPI）の伸び率を使用した。

従業員5名以上の企業が対象。

（出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ）

ハンガリー 雇用者数（労働力調査）、失業率

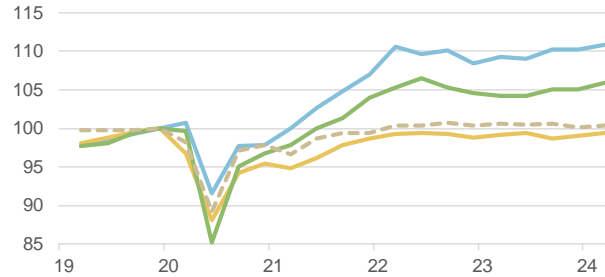


（出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ）

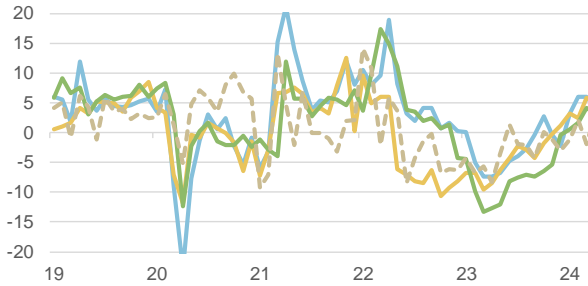
4か月連続で伸び率は低下しつつあるものの、依然として高水準であることに変わりがない。賃金伸び率の高止まりが継続すれば、インフレ抑制がより困難なものとなるリスク。

中東欧・ドイツ 主要経済指標

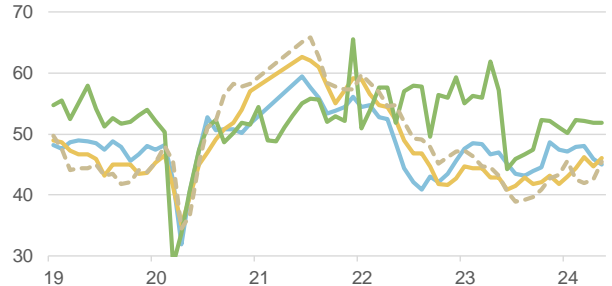
(2019年10-12月期=100) 実質GDP



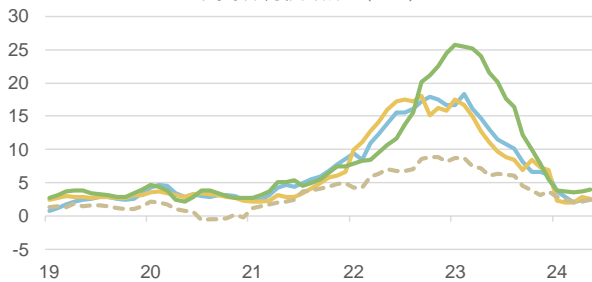
(前年同月比%)



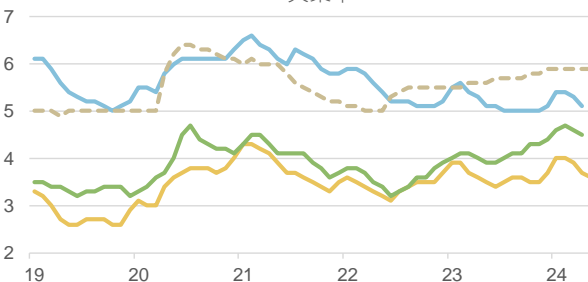
(中立=50)



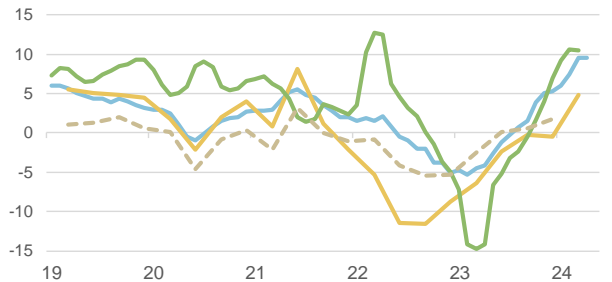
(前年同月比%) 消費者物価指数 (CPI)



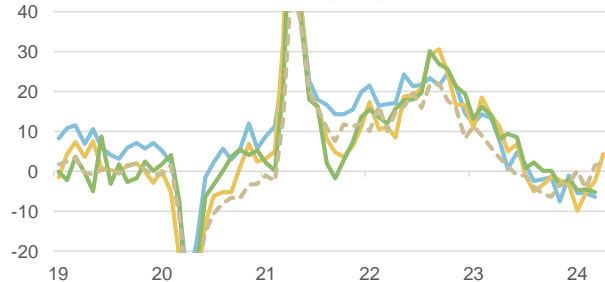
(%)



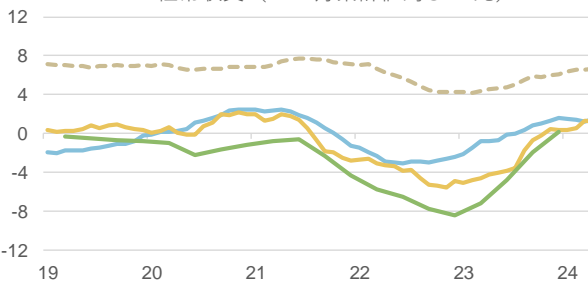
(前年比%)



(前年比%) 輸出 (* 2)



(%) 経常収支 (12か月累計値対GDP比)



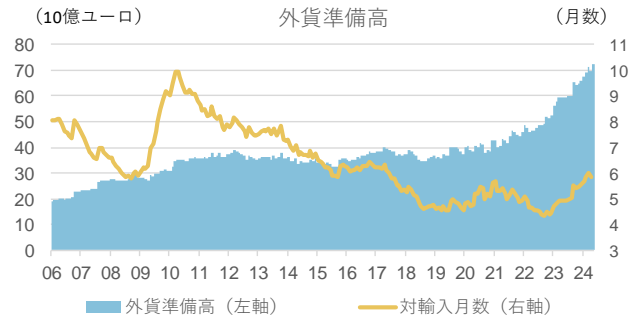
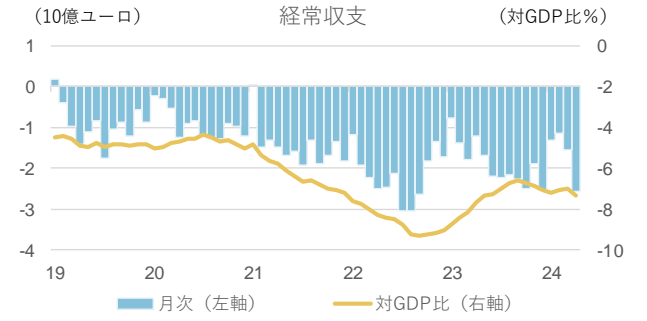
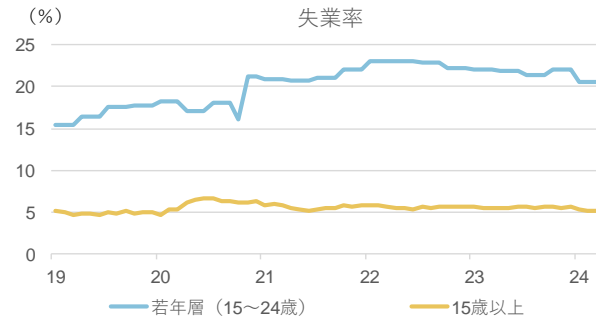
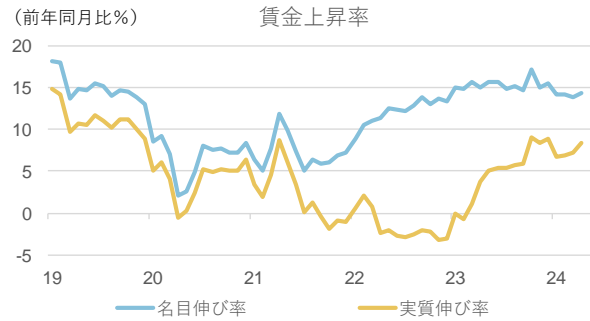
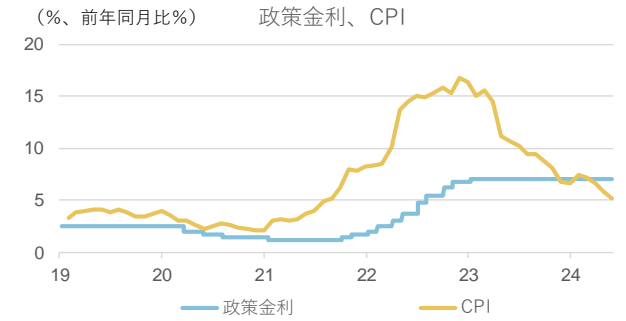
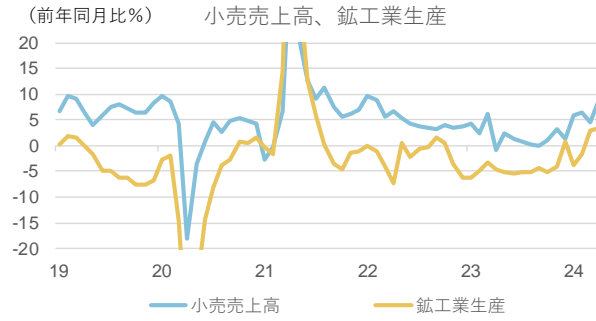
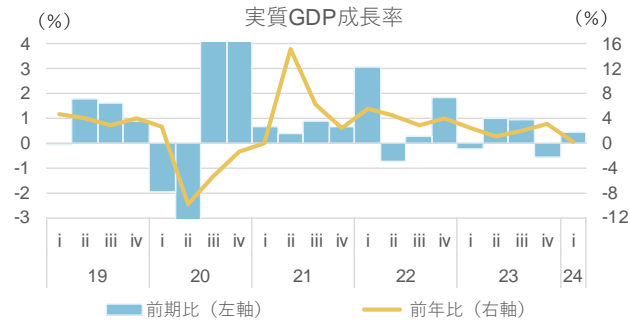
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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。

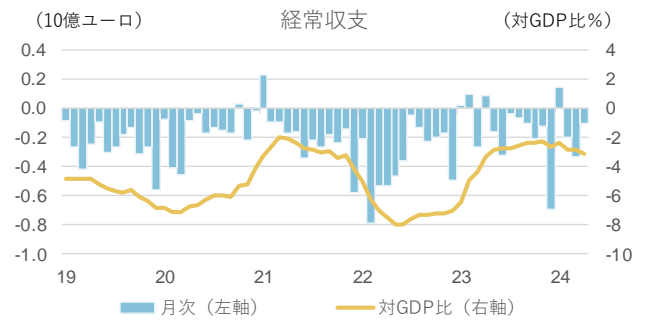
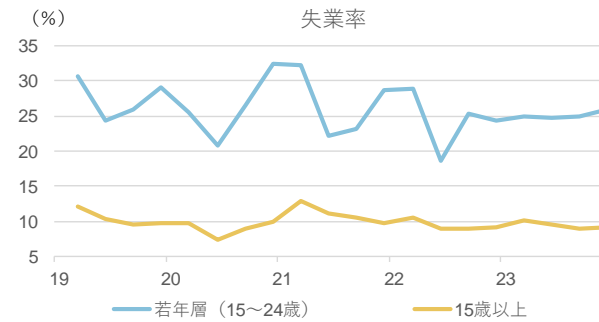
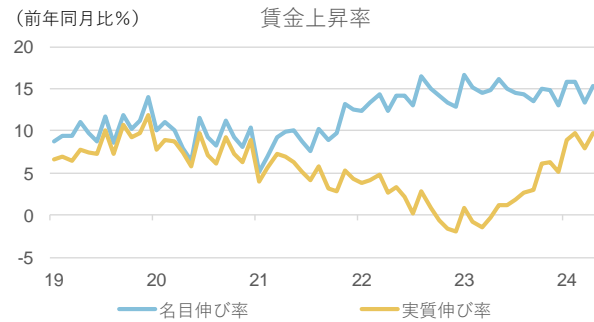
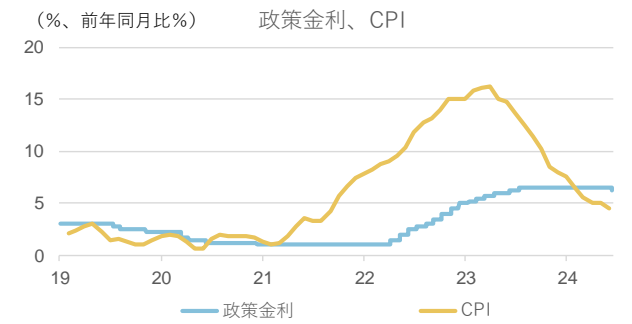
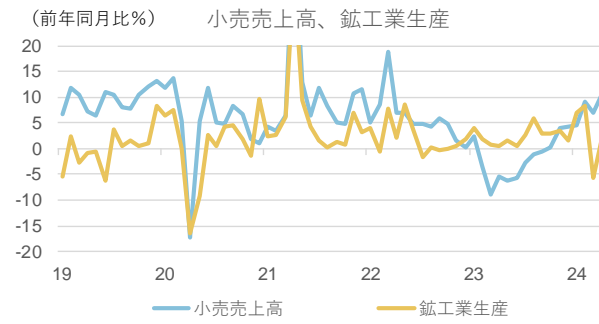
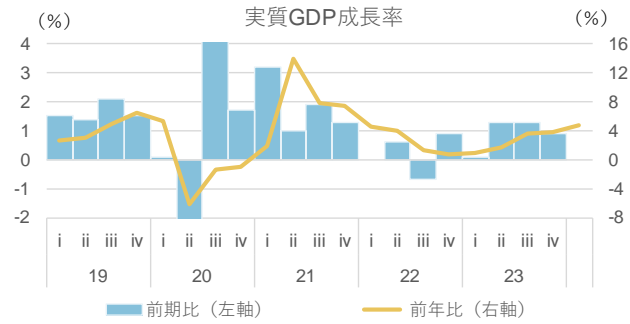
(出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

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

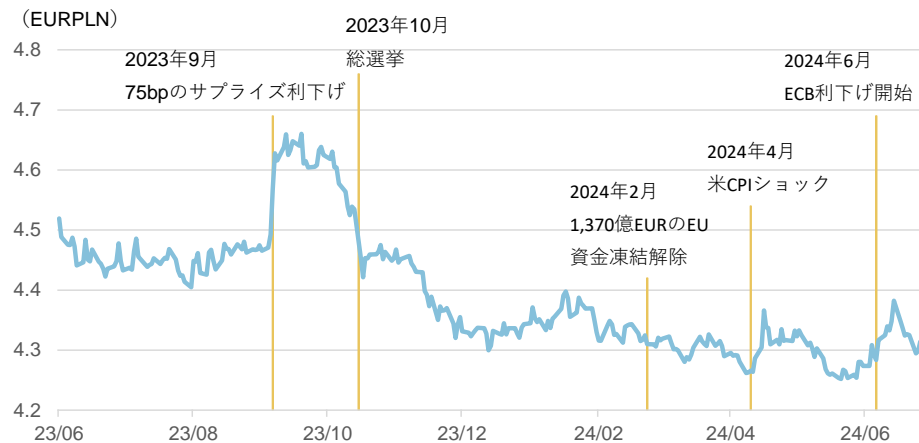
	Spot	2024 Jun	Sep	Dec	2025 Mar	Jun
EUR/PLN	4.27	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	24.69	24.8	25.0	25.2	25.4	25.6
EUR/HUF	389	396	400	404	406	408
EUR/RON	4.98	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10

注：見通しは2024年5月末時点。

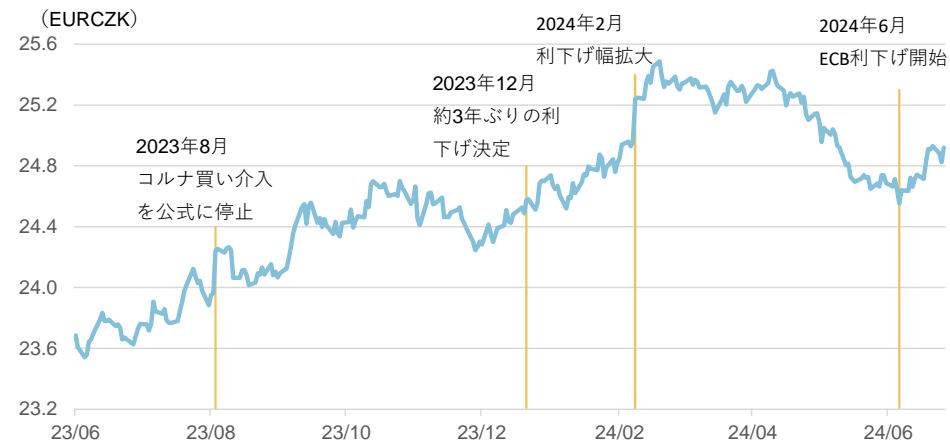
- 5月の中東欧通貨はポーランドズロチ、チェココルナ、ハンガリーフォリントが揃って上昇。5月15日公表の米4月CPIが前月比で6か月ぶりに減速を示したこともあり、米利下げ期待の回復に伴い改めて主要通貨との金利差に注目した取引が拡大している可能性は高いだろう。
- 中東欧地域の景気回復見通しも、海外からの資金流入を後押ししそうだ。欧州委員会が5月15日に発表した最新の経済見通しでは、中東欧各国の成長再加速が見込まれている。各国ごとに景気回復の勢いやその要因はそれぞれ異なるものの、共通して言えることは、賃金の急速な上昇、インフレ圧力の後退に支えられ、実質可処分所得の増加が家計消費を押し上げる要因になるという見方だ。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

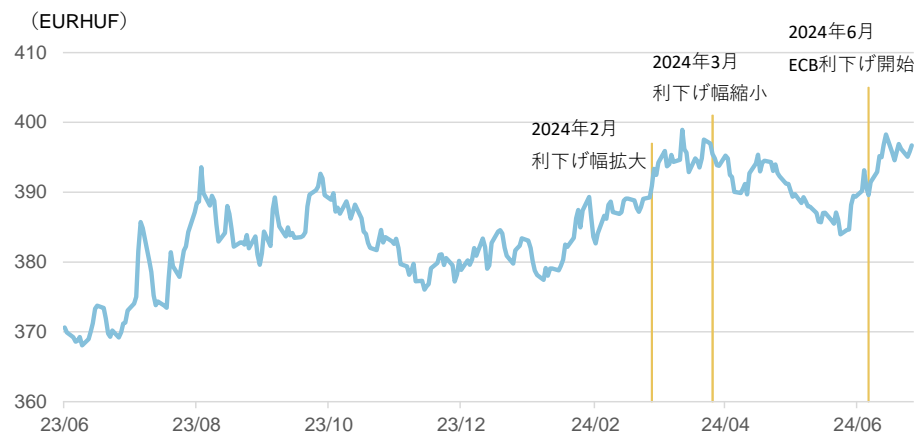
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



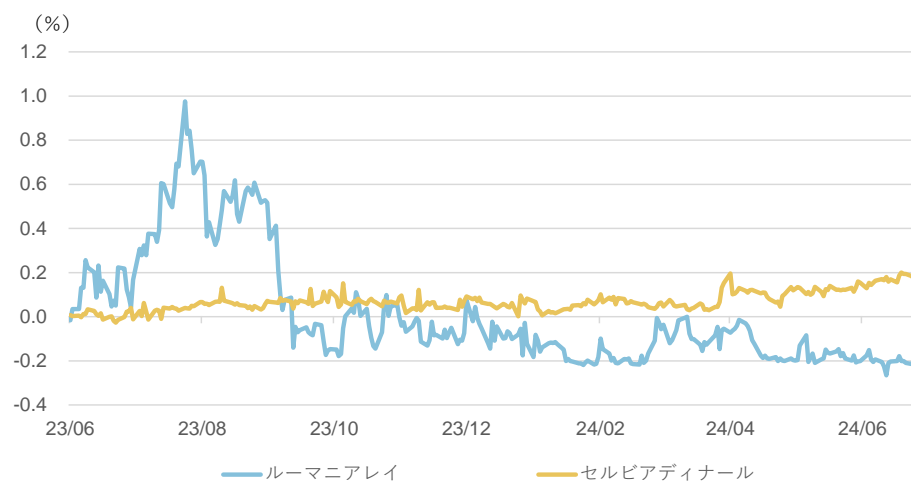
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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.