

中東欧通貨週報

2024年7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2週間の動向と展望

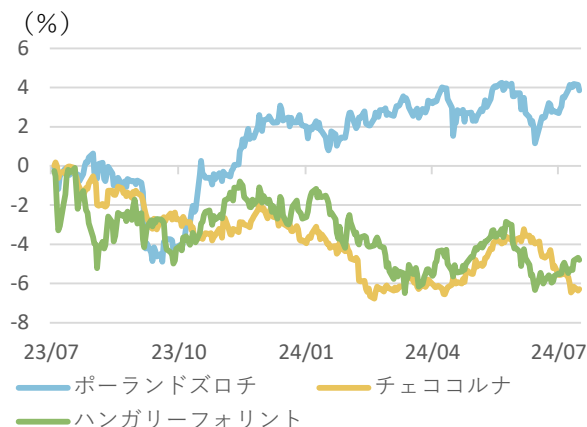
< 過去2週間の動向と展望・・・ポーランド国立銀行の高官発言では、2025年初頭には利下げに向けた議論が開始される可能性を排除せず >

過去2週間の中東欧通貨は7月10日発表の**6月チェコCPI**が市場予想を大幅に下回ったことを受けてチェココルナの弱さが継続した一方、ポーランドズロチとハンガリーフォリントは対ドル・対ユーロ共に総じて底堅い展開となった。

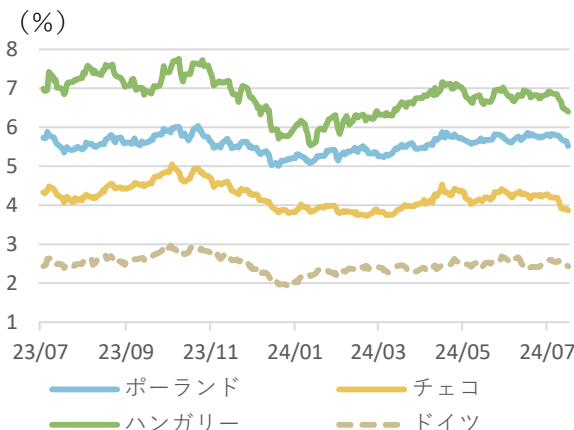
ポーランド国立銀行（NBP）は7月3日の金融政策決定会合で政策金利を5.75%で据え置き、グラピンツキ総裁は翌日の記者会見で年内の利下げの可能性を改めて否定している。もっとも、コテツキ氏をはじめとするNBPの高官発言では、2025年初頭には利下げに向けた議論が開始される可能性を示唆するものも目立った。7月5日に発表されたNBPの**経済予測**では、GDP成長率が引き下げられる一方で、インフレ見通しに関しても2025年後半からは高金利政策に伴う需要の減退を受けて低下に向かい、2026年にはNBPのインフレ目標レンジまで低下する見通しが示されている。いずれにせよECBと比較してNBPが金利引き下げに慎重な構図は変わらず、高水準の金利差が引き続きズロチのサポート要因となる見込みだ。

ハンガリーが7月にEU理事会議長に就任したことに伴い、オルバン首相の動きが引き続き活発化している。7月にはウクライナのゼレンスキー大統領、ロシアのプーチン大統領、中国の習近平国家主席と立て続けに会談後、7月12日には米国のトランプ前大統領とフロリダの私邸で今年2度目の会談を行っている。「平和の使者」と称したオルバン首相の各国訪問は、なんら成果をもたらさなかったという見方が多い。もっとも、NATOや欧州連合（EU）の多くがトランプ氏再選に備え、トランプ前政権の高官やトランプ氏に近いと見なされる共和党の著名議員との面会を求めていると報じられる中で、トランプ氏本人との親密な関係を築いていることがオルバン氏の強みとなっている。ハンガリーの与党フィデスが創設メンバーの一つとなった**「欧州の愛国者」**にはフランスの国民連合（RN）も7月8日に合流し、欧州議会で3番目の勢力となった。ハンガリーの金融市場を見るうえでは、EUとの対立の先鋭化はリスク要因となるが、強かに「仲間」を増やすことでEU主流派への対抗軸としてのハンガリーの存在感は強まりそうだ。

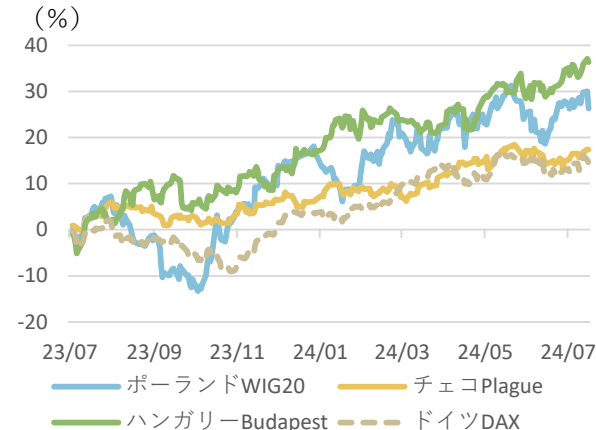
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

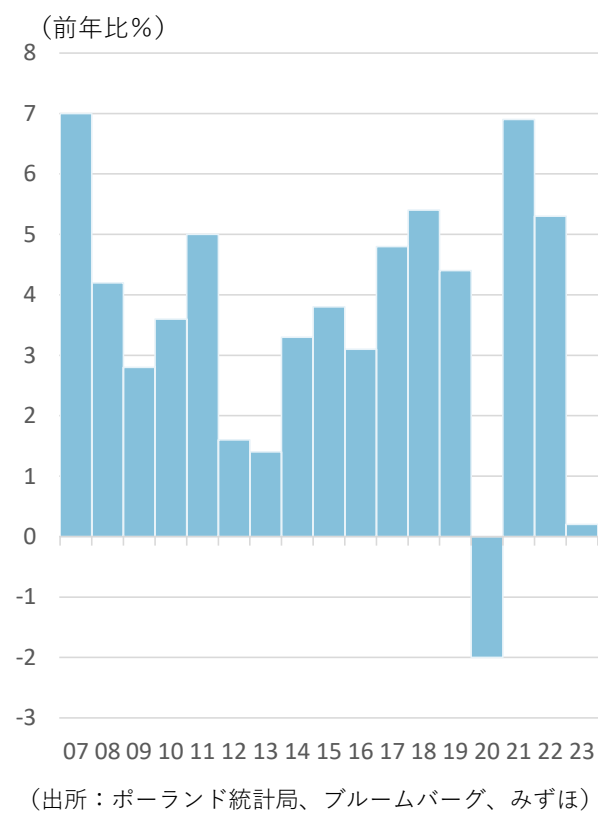


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ポーランド国立銀行は実質GDP成長率の予測を3月時点から引き下げ

ポーランド 年間実質GDP成長率



GDP 予測値

(単位：前年比%)

		24年	25年	26年
ポーランド中銀	24年3月	+3	+3.8	+3.1
世界銀行	24年4月	+3	+3.4	+3.2
欧州委員会	24年5月	+2.8	+3.4	
IMF	24年4月	+3.1	+3.5	+3.3
世界銀行	24年4月	+3	+3.4	
ポーランド中銀	24年3月	+3.5	+4.2	+3.3
欧州委員会	24年2月	+2.7	+3.2	
IMF	24年1月	+2.8	+3.2	
世界銀行	24年1月	+2.6	+3.4	
ポーランド政府	23年12月	+3	+3.4	
欧州委員会	23年11月	+2.7	+3.2	
ポーランド中銀	23年11月	+2.9	+3.5	

(出所：各予測機関、みずほ)

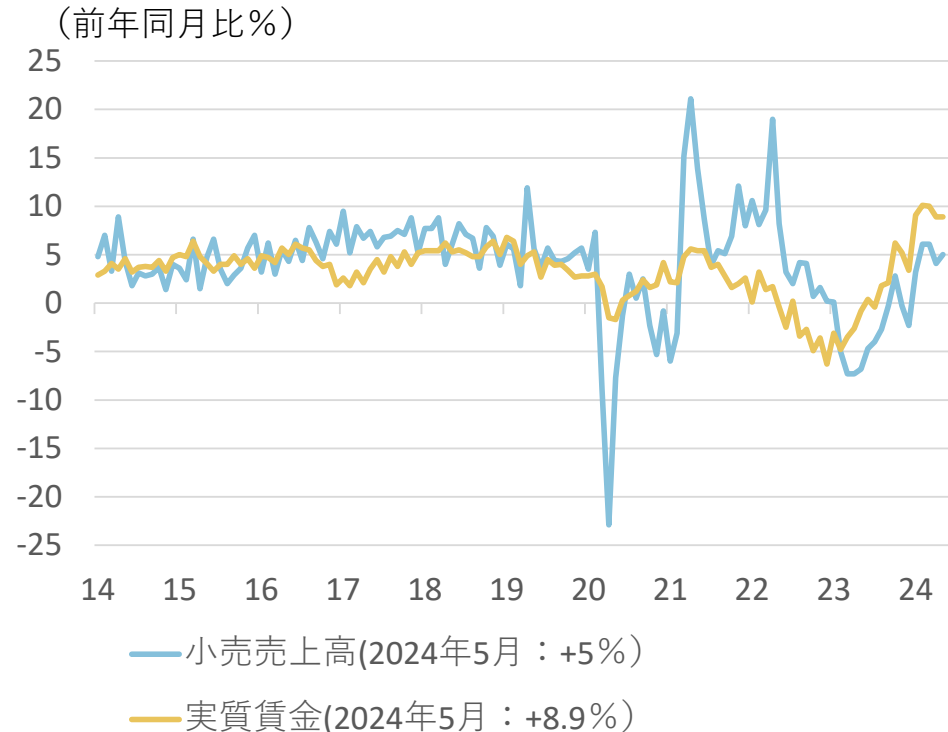
ポーランド国立銀行7月予測のポイント

- 賃金の急速な上昇、政府からの追加的な社会支援（家族手当の増額など）に伴う実質可処分所得の増加に支えられ、**家計消費**が主要な成長ドライバーになると見込まれる。
- EU基金からの資金流入**が加速すると見込まれる2025年には投資が拡大する見込み。
- 外需はユーロ圏の景気回復の鈍さを考慮すれば小幅な寄与に留まる公算。
- 政府のインフレ防止策の終了（食料品に対する軽減税率の撤廃、エネルギー価格の上限設定の段階的な撤廃）を背景に、2024年後半から2025年前半にかけて**CPIインフレ率は前年比+6%前後まで上昇**する見込み。その後は高金利政策に伴う需要の減退を受けて、インフレ率は低下に向かい、2026年には中銀のインフレ目標レンジまで低下。

ポーランド国立銀行は7月のインフレーションレポートにおいて、2024年の実質GDP成長率予想を3月時点の前年比+3.5%から同+3.0%に、2025年を前年比+4.2%から同+3.8%に、2026年を前年比+3.3%から同+3.1%にそれぞれ引き下げた。家計消費と（EU資金流入拡大に伴う）投資の両輪が成長のドライバーになるという基本的な見方に変わりはないものの、高金利政策の継続と、政府のインフレ防止策の段階的な撤廃が経済成長を抑制する要因になっているとしている。

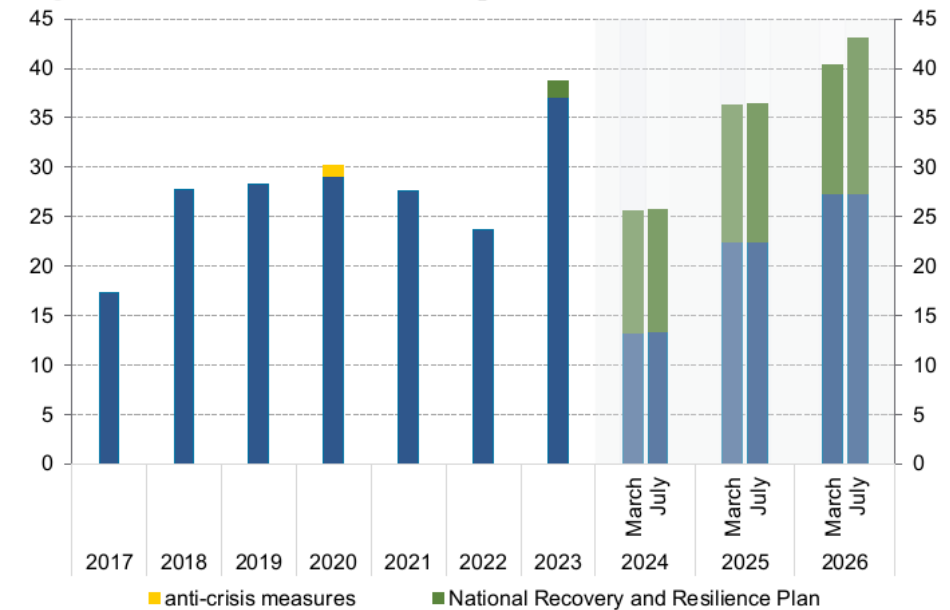
ポーランド 堅調な景気回復が見込まれる背景

ポーランド 実質賃金と小売売上高（数量ベース）



EUからの資金を活用した公共投資

Figure 4.12 Use of EU funds for public investment (PLN billion)



Source: MFiPR, Statistics Poland (GUS) data, NBP calculations.

(出所: ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

(出所: ポーランド国立銀行2024年7月インフレーションレポート)

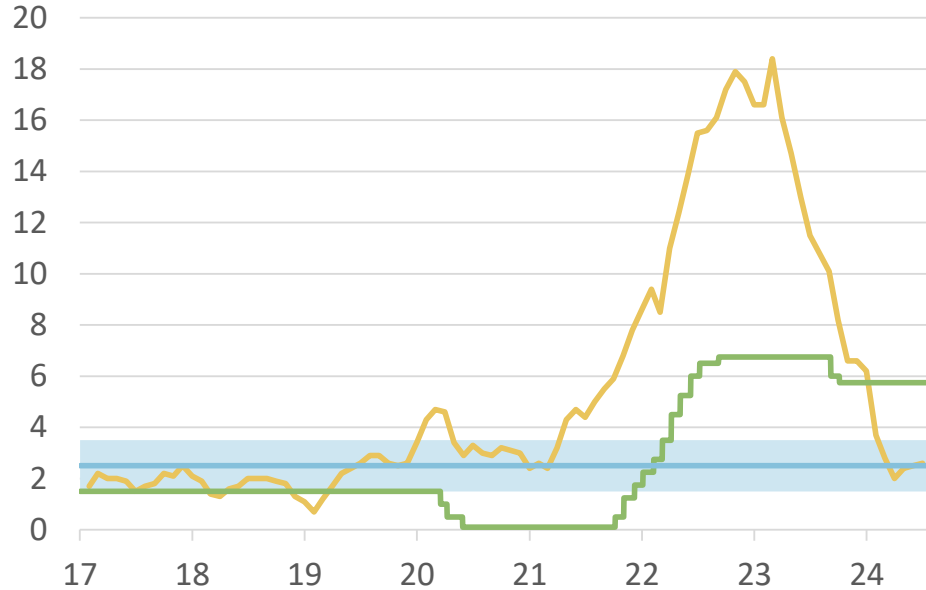
賃金の急速な上昇、政府からの追加的な社会支援（家族手当の増額など）に伴う実質可処分所得の増加に支えられ、家計消費が主要な成長ドライバーになると見込まれる。。また、EUからの資金流入拡大はポーランドの投資及びGDPを押し上げる公算。EUはポーランドの司法改革着手を受け2月末に1,370億ユーロの資金凍結を解除する方針を固めている。

ポーランド CPIインフレ率の再加速が見込まれる背景

ポーランド 消費者物価指数（CPI）と政策金利

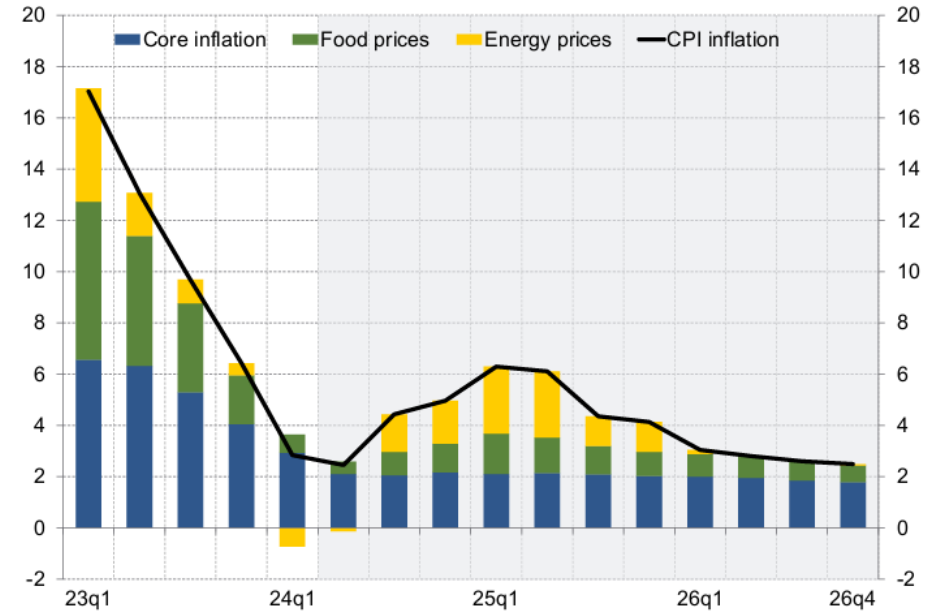
ポーランド国立銀行のインフレ予測

(%、前年比%)



(出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

Figure 4.21 CPI inflation (y/y, %) – breakdown



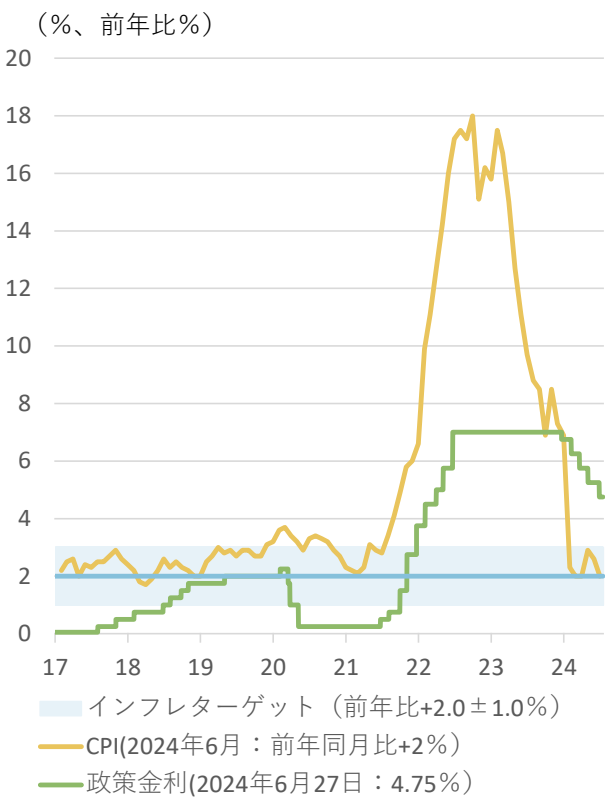
Source: Statistics Poland (GUS) data, NBP calculations.

(出所：ポーランド国立銀行2024年7月インフレーションレポート)

CPIインフレ率は2022年から23年に二桁に達したが、足元では2%台に低下。しかし、賃金・サービス価格の上方スパイラルや、政府のインフレ抑制策の解除に伴い再びCPIの伸び加速が予想される。その後は高金利政策に伴う需要の減退を受けて、インフレ率は低下に向かい、2026年には中銀のインフレ目標レンジまで低下する見込み。

チェコの6月CPIは前年比+2.0%と5月の同+2.6%から大幅に低下

チェコ 消費者物価指数（CPI）と政策金利



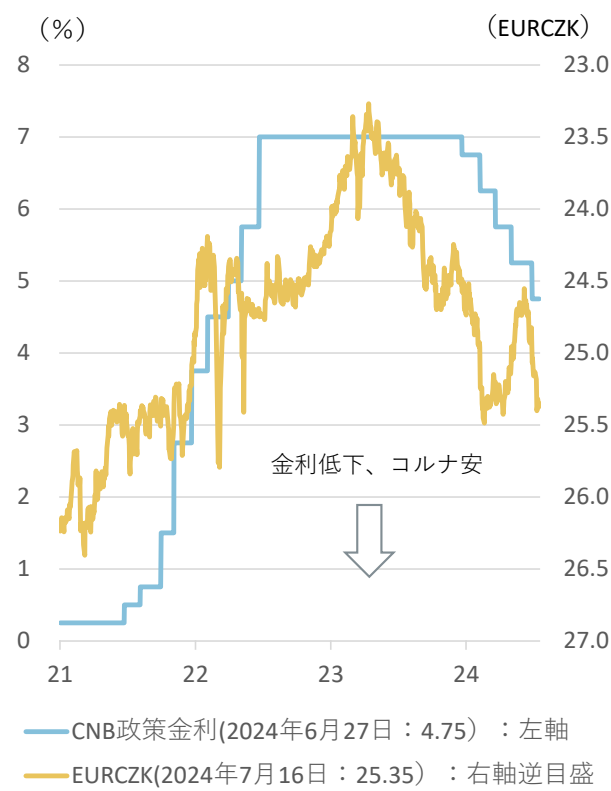
（出所：CSO、ブルームバーグ、みずほ）

CPI 内訳

	(単位：前年比%)		
	24年 4月	24年 5月	24年 6月
ヘッドライン	+2.9	+2.6	+2
食料・非アルコール飲料	▲2.7	▲3.7	▲4.2
アルコール飲料・たばこ	+7.4	+6.2	+4.9
衣類・履物	+3.8	+3.3	+2.9
住宅、電気、ガス	+3.3	+3.1	+3
家具その他	+0.2	▲0.5	▲0.1
医療	+4.2	+4	+3.8
輸送	+4.7	+5.3	+3.7
通信機器	+1.9	+2	+2.1
娯楽・文化	+4.5	+4.4	+2.6
教育	+6.6	+6.6	+6.5
レストラン・ホテル	+8.1	+7.8	+7.5
その他財・サービス	+2.8	+3.2	+2.9

（出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ）

チェココロナの対ユーロレートと政策金利

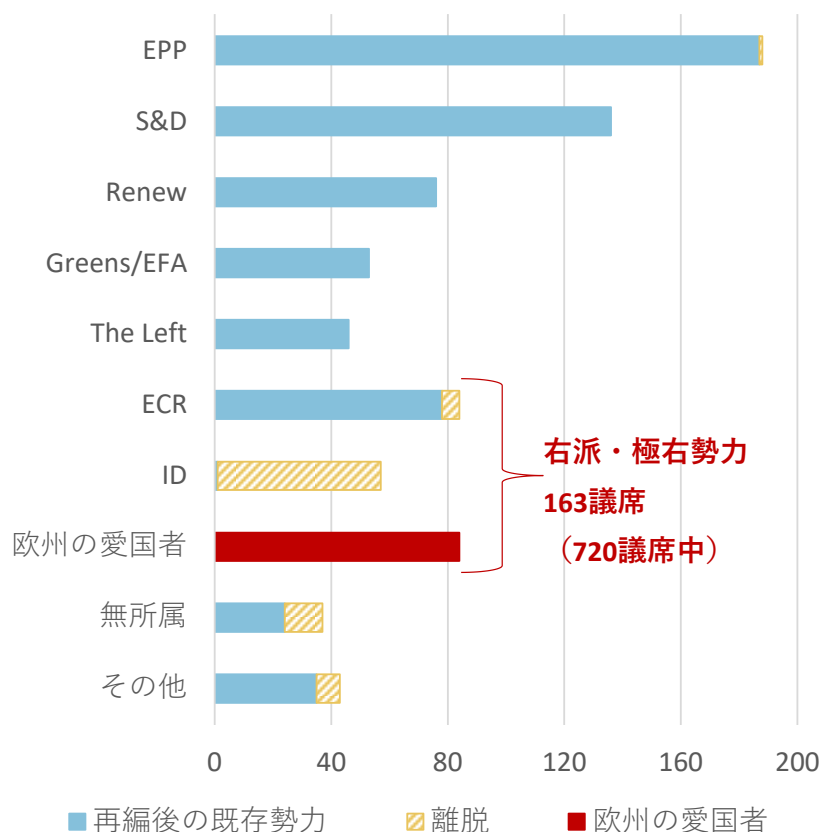


（出所：ブルームバーグ、みずほ）

市場予想の同+2.4%をも下回り、チェコ国立銀行（CNB）のインフレターゲットの水準まで低下。コア財・サービスの価格の伸びも鈍化しており、2021年から2022年にかけてのCNBの金融引き締め政策の影響から需要が減退していることによる影響と見られる。CNBの先行きの追加利下げを支持する内容であり、コロナには下落圧力が強まっている。

「欧州の愛国者」にフランスの国民連合も合流し、欧州議会で3番目の勢力に

欧州議会同派 議員数



(出所：欧州議会、みずほ)

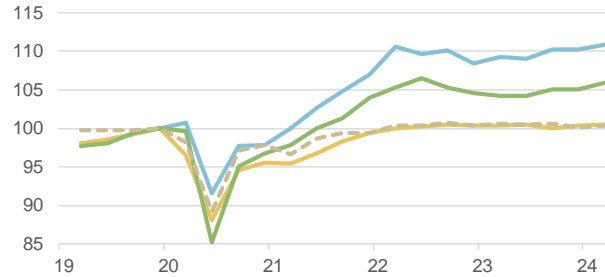
「欧州の愛国者」に加盟した各国の政党

国名	党名	議席数	前会派
フランス	国民連合 (RN)	30	ID
ハンガリー	フィデス	10	無所属
イタリア	同盟	8	ID
チェコ	ANO	7	その他
オーストリア	自由党 (FPO)	6	ID
オランダ	自由党 (PVV)	6	ID
スペイン	VOX	6	ECR
ベルギー	フランダースの利益 (VB)	3	ID
チェコ	Oath	2	無所属
ポルトガル	シェーガ	2	ID
デンマーク	デンマーク国民党 (DF)	1	ID
ギリシャ	Voice of reason	1	無所属
ラトビア	ラトビア・ファースト	1	その他
ハンガリー	キリスト教民主国民党 (KDNP)	1	EPP
	合計	84	

「欧州の愛国者」はハンガリーのフィデス、チェコのANO、オーストリアのFPOの3党が6月30日に結成後、参加表明が相次ぎ新会派の結成要件を満たすに至った。フランスの国民連合 (RN) も7月8日に加盟し、欧州議会の議席数で欧州保守改革 (ECR、右派) を上回り第3の会派となった。新会派の会長にはRNのバルデラ党首が選出されている。グリーンディールや移民受け入れを巡り、フォンデアライエン欧州委員長の続投を支持した中道右派「欧州人民党 (EPP)」との対立軸となる見込み。

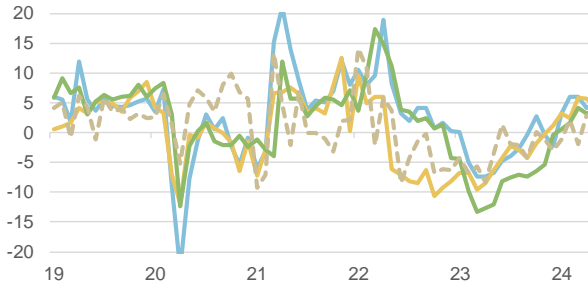
中東欧・ドイツ 主要経済指標

(2019年10-12月期=100) 実質GDP



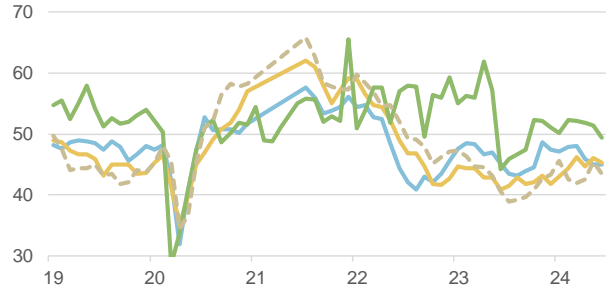
(前年同月比%)

小売売上高



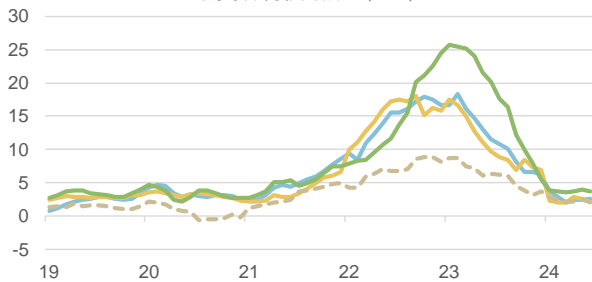
(中立=50)

製造業PMI



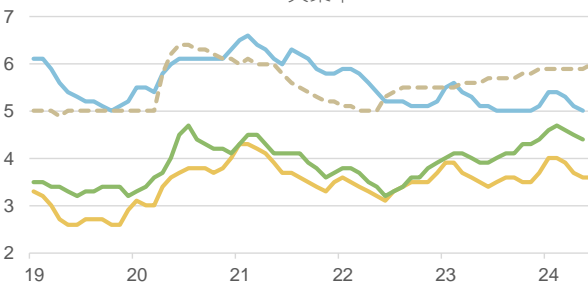
(前年同月比%)

消費者物価指数 (CPI)



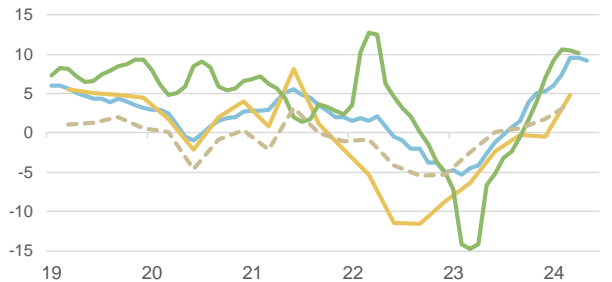
(%)

失業率



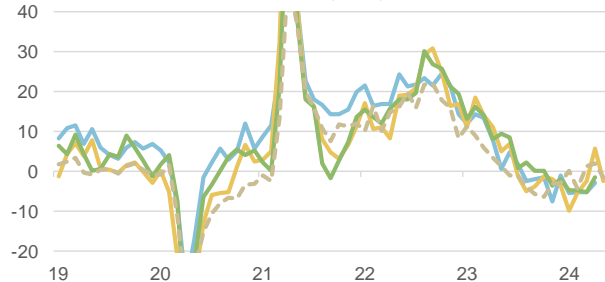
(前年比%)

実質賃金 (* 1)



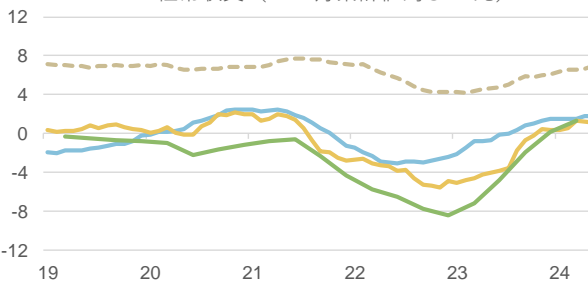
(前年比%)

輸出 (* 2)



(%)

経常収支 (12か月累計値対GDP比)



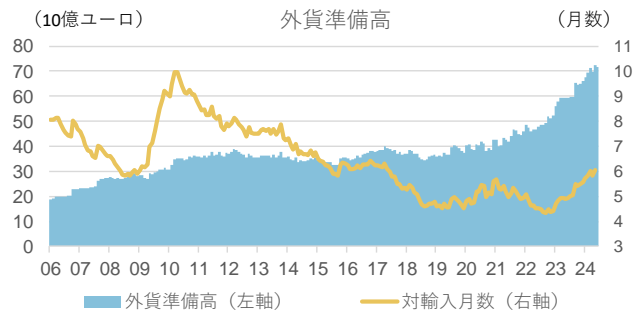
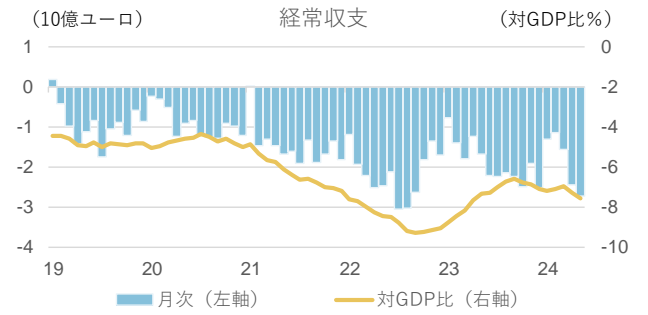
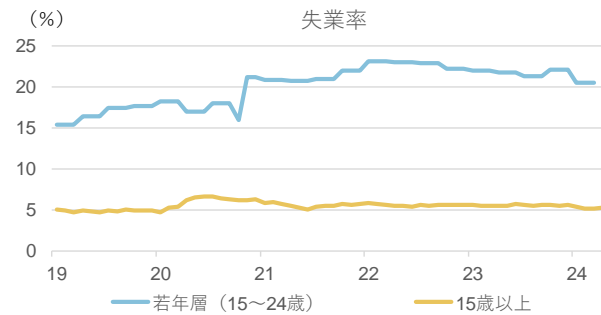
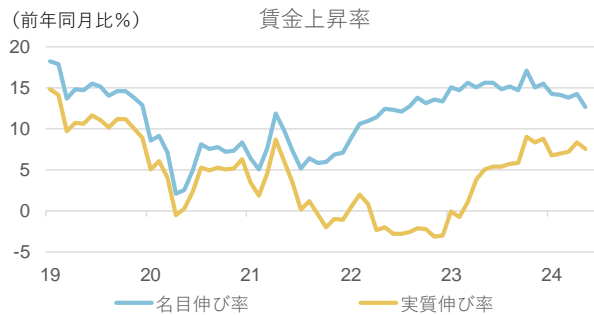
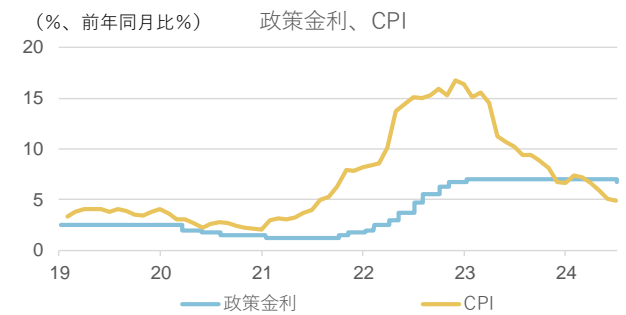
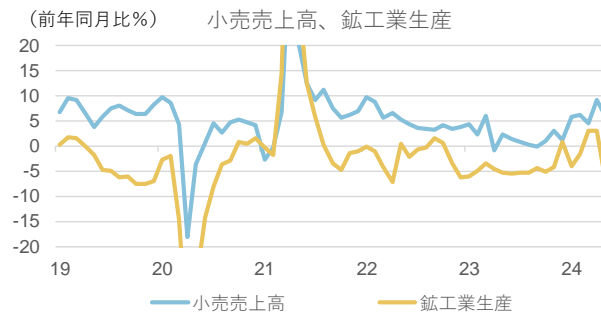
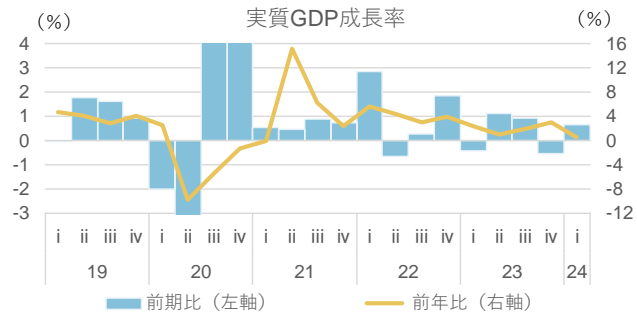
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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。

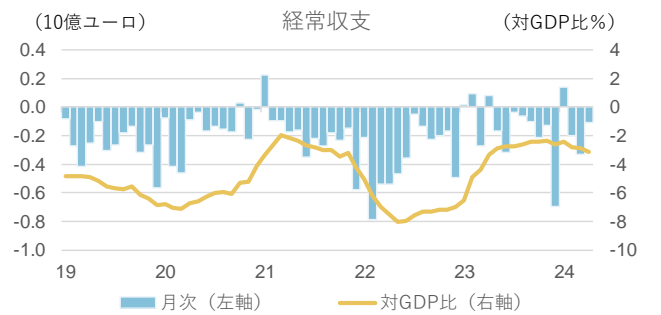
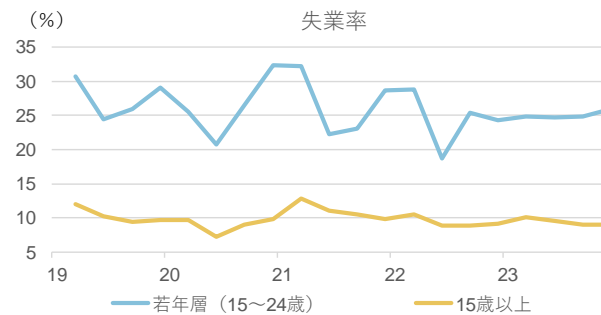
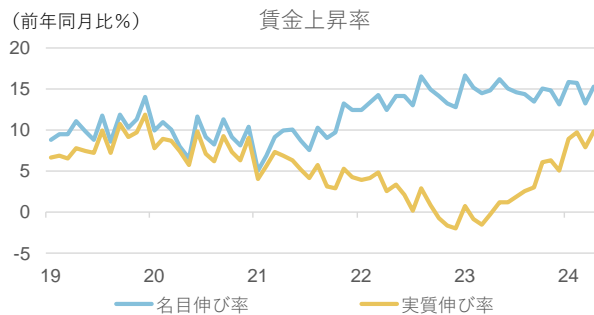
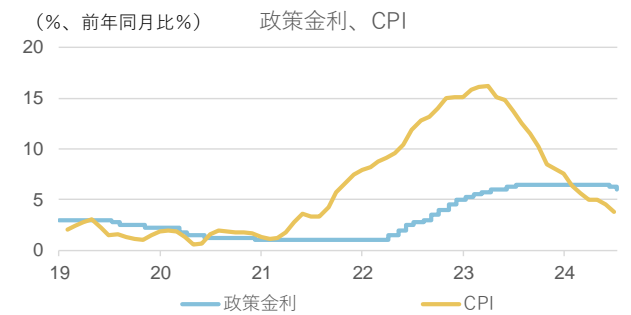
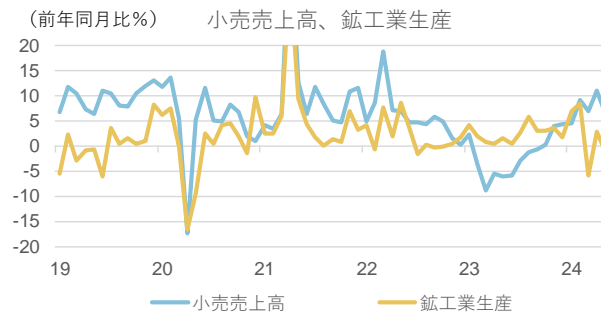
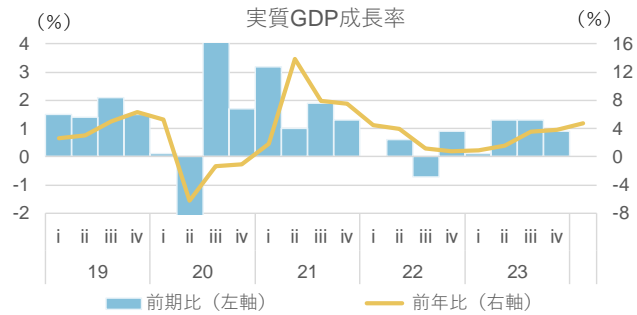
(出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

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 欧州政治リスクが重石に

中東欧通貨 対ユーロ見通し

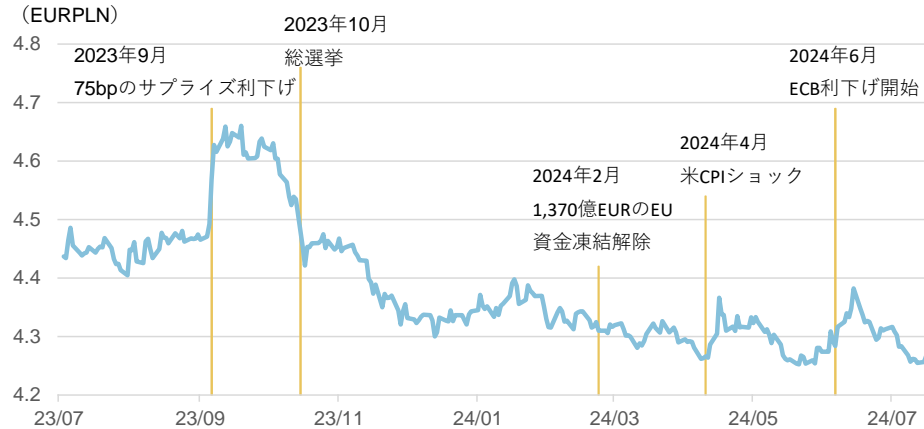
	Spot	2024 Sep	Dec	2025 Mar	Jun	Sep
EUR/PLN	4.31	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.04	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6
EUR/HUF	395	398	400	402	404	406
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

注：見通しは2024年6月末時点。

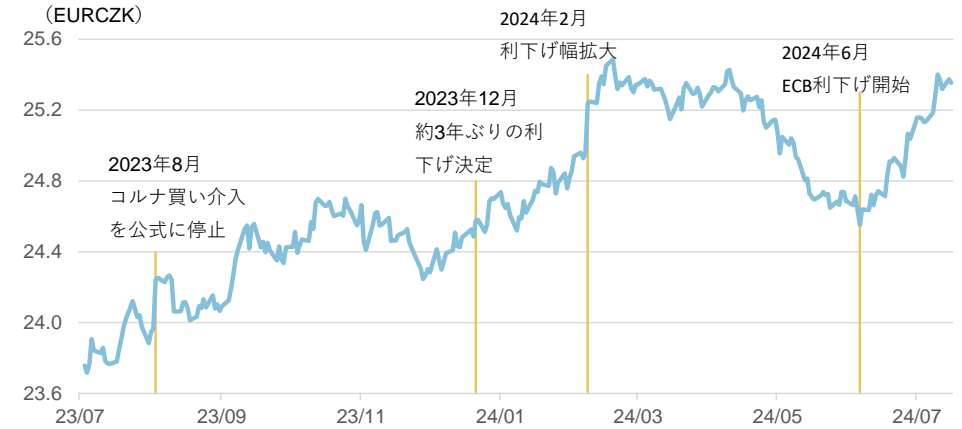
- 6月の中東欧通貨はポーランドズロチ、チェココルナ、ハンガリーフォリントが揃って下落。とりわけ6月6日から9日にかけて行われた欧州議会選挙の結果判明後に下落圧力が強まっている。欧州議会選挙は、概ね世論調査結果通りの内容となったものの、6月10日にはフランスのマクロン大統領が早期解散総選挙を発表するという「サプライズ」があった。EUの中核国の1つのフランスで極右の政権が誕生すれば、ウクライナ支援などEUの政策にも影響がでかねない。ポーランドをはじめロシアと対峙する中東欧の国々により多くの負担がかかるリスクがあるだろう。一方、各国の金融政策には乖離が再び乖離が広がっており、通貨ごとのパフォーマンスの違いにつながる公算が大きい。
- 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%で据え置いている。グラピンツキ総裁は改めて、年内の利下げ転換の可能性を否定している。欧州中央銀行（ECB）が利下げ局面に入ったと見られるなか、ポーランドとユーロ圏の金利差は拡大に向かう公算であり、ズロチのサポート要因となる公算が大きい。
- チェコ国立銀行は6月27日の金融政策決定会合で4会合連続となる50bpの利下げを決定した。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という見方も根強かった。声明文はインフレ警戒姿勢を引き続き示しているが、景気の低迷を意識した利下げだった可能性が高い。
- 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。
- なお、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。ルーマニアは以前からEDPの対象となっていたが引き続き対象となっている。当面の経済・財政への影響は限定的と見られるものの、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。EUとの対立の火種となりかねない点に注意が必要となる。

中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

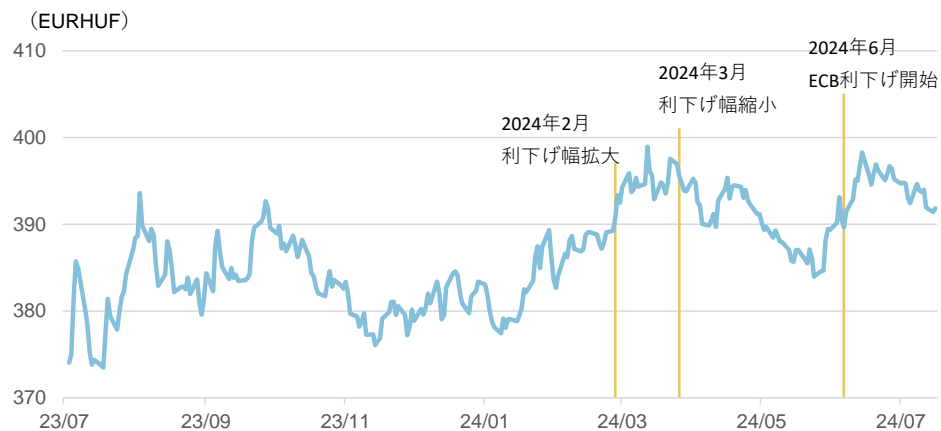
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



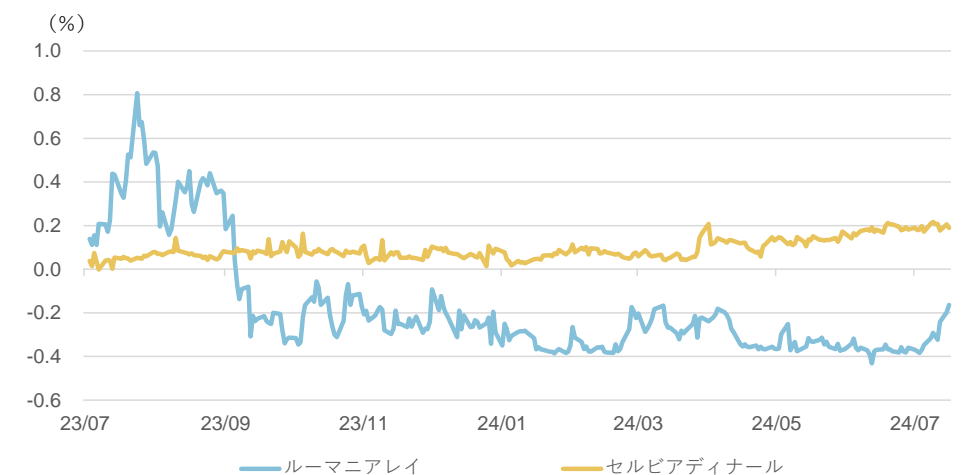
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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.