

中東欧通貨週報

2024年8月21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グラピンツキ総裁は2025年中に利下げに動く可能性を示唆 >

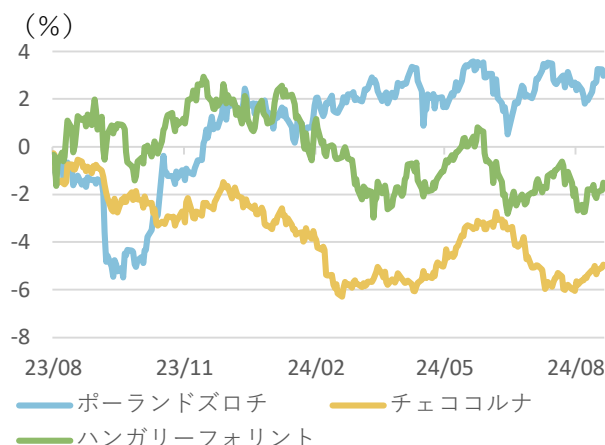
過去2週間の中東欧通貨は揃って対ドル・対ユーロで反発。その前の週には、日銀のタカ派化、米国の景気後退懸念を背景に下落圧力が強まったが、市場が落ち着きを取り戻すにつれ持ち直した。

ポーランド国立銀行（NBP）のグラピンツキ総裁が8月20日に、「2026年より早い時期の利下げを検討する可能性は排除できない」と発言したことを受けてズロチがやや弱含む場面があった。2025年中の利下げの可能性を排除する発言をこれまでグラピンツキ総裁がしていたことを踏まえれば、ややハト派的と言える。とはいえ、年内の利下げを示唆したわけではないこと、全ては経済指標次第、という姿勢を示していることを踏まえれば、大幅なサプライズというわけではない。既に今年6月から利下げを開始している欧州中央銀行（ECB）との金利差は維持・拡大する公算が大きく、引き続きズロチのサポート要因になると見られる。

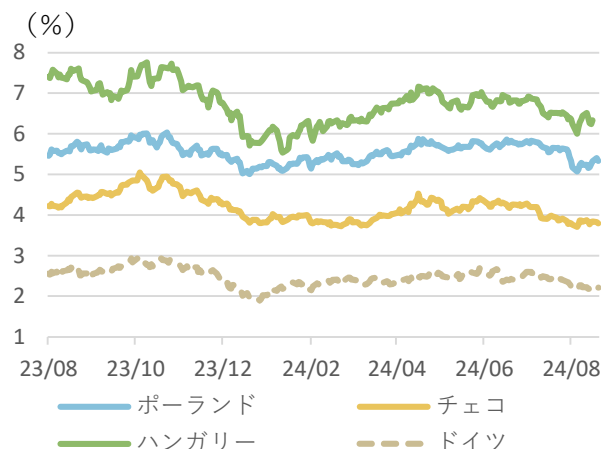
この他、経済指標では**ポーランドの2024年4-6月期実質GDP成長率**が発表され、前年比+3.2%と堅調な経済成長が続いている。**ハンガリーとチェコの7月CPIは加速**したが、非コアに分類される食料インフレの上昇が主因であり、中央銀行の金融政策に影響を及ぼすものではないだろう。

地政学的な話題では、8月6日以降のウクライナ軍によるロシア・クルスク州越境攻撃が注目を集めている。ウクライナ軍が制圧しロシア国境近くの都市スジャは**欧州向け天然ガスパイプライン**の主要な設備があり、欧州天然ガス価格はウクライナ軍の越境攻撃を受けて年初来高値に上昇した。現在が夏場で需要が少ないこと、EU各国がロシア産天然ガスの代替手段を確保していることを考慮すれば、価格上昇が一段と加速するリスクは当面は影響は限定的と見られるが、ウクライナ軍のロシア領支配が長期化するようであれば、天然ガス価格の上昇、中東欧の経常収支の悪化を通じて通貨の下押し圧力となる可能性はある。

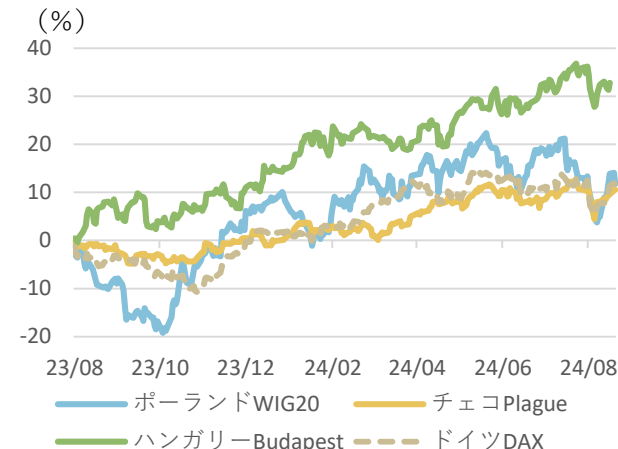
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

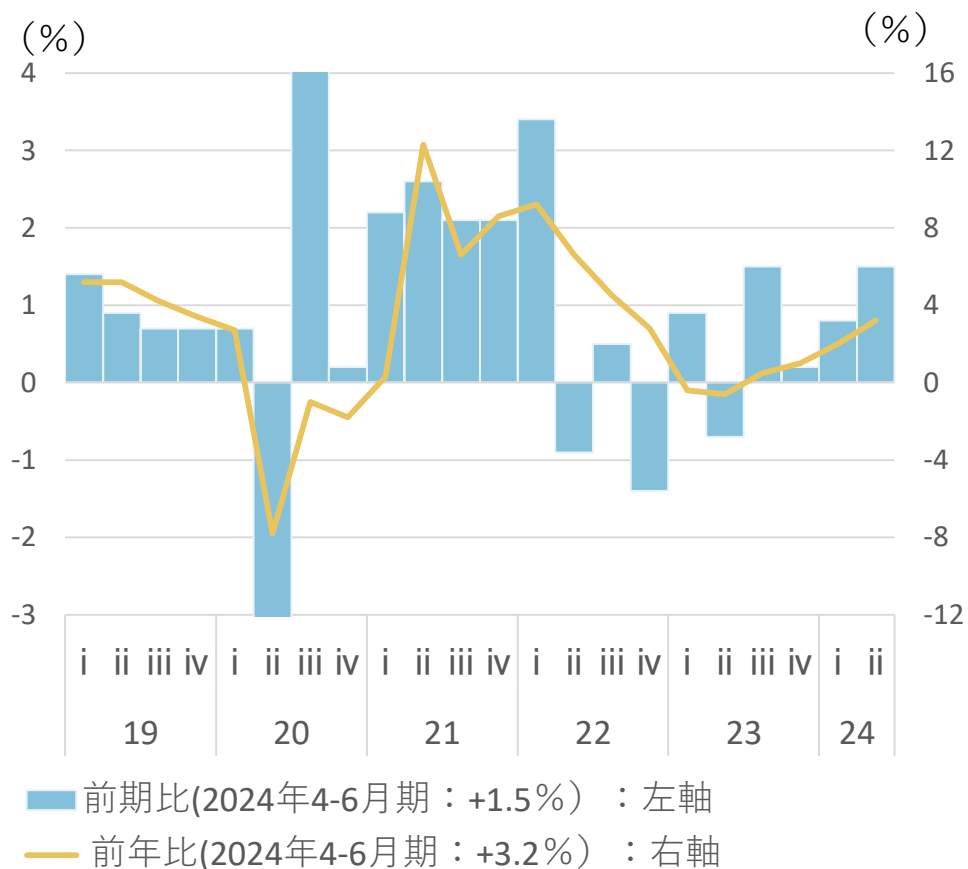


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



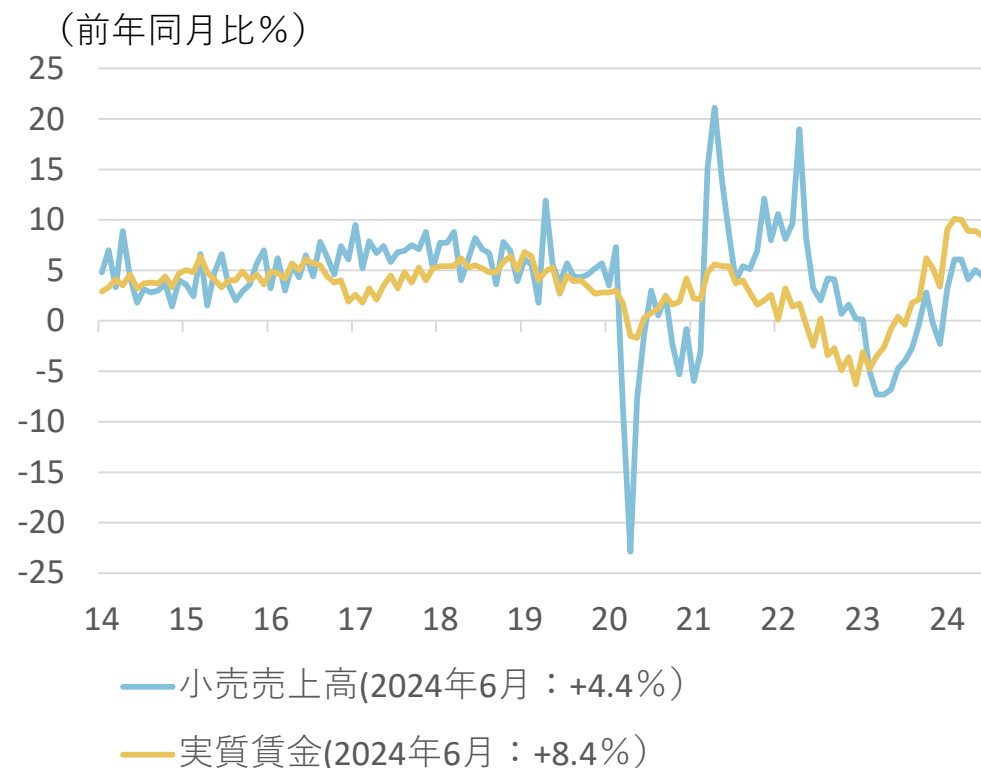
ポーランド 2024年4-6月期の実質GDP成長率は前年比+3.2%と伸びが加速

ポーランド 実質GDP成長率



（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 小売売上高と実質賃金

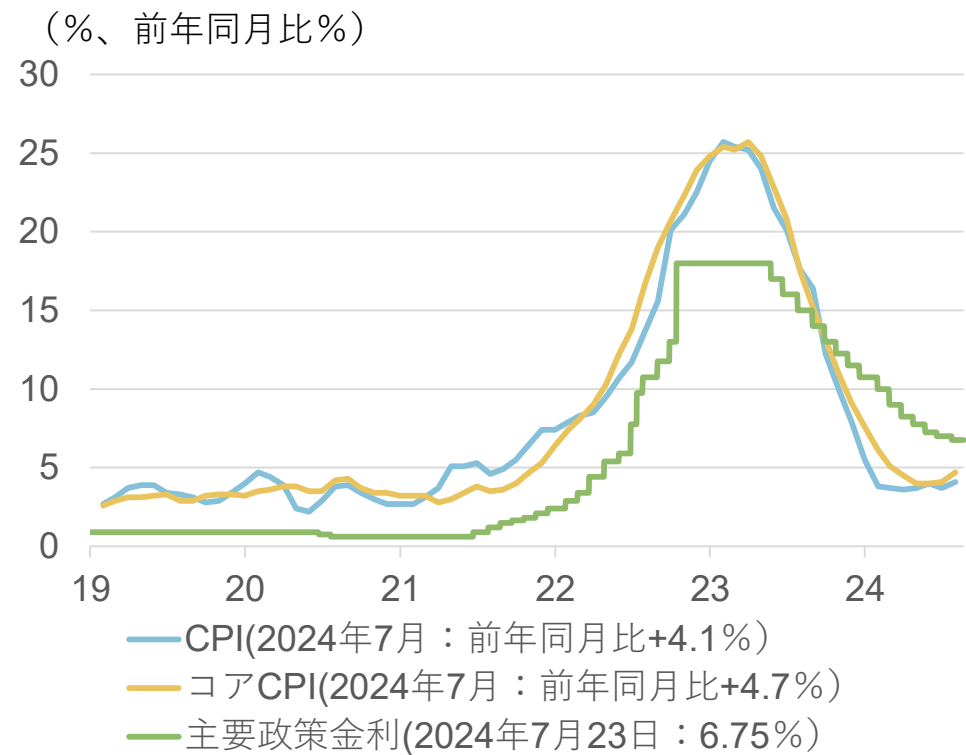


（出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ）

前期比では+1.5%と4四半期連続のGDP拡大となった。速報値の段階では内訳は公表されないものの、実質賃金伸び率の大幅なプラスの伸びに伴う、個人消費の活性化が最大の要因である可能性が高い。

ハンガリー 7月CPIは前年比+4.1%と6月の同+3.7%から伸びが加速

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)

ハンガリー CPI 内訳

(単位：前年比%)

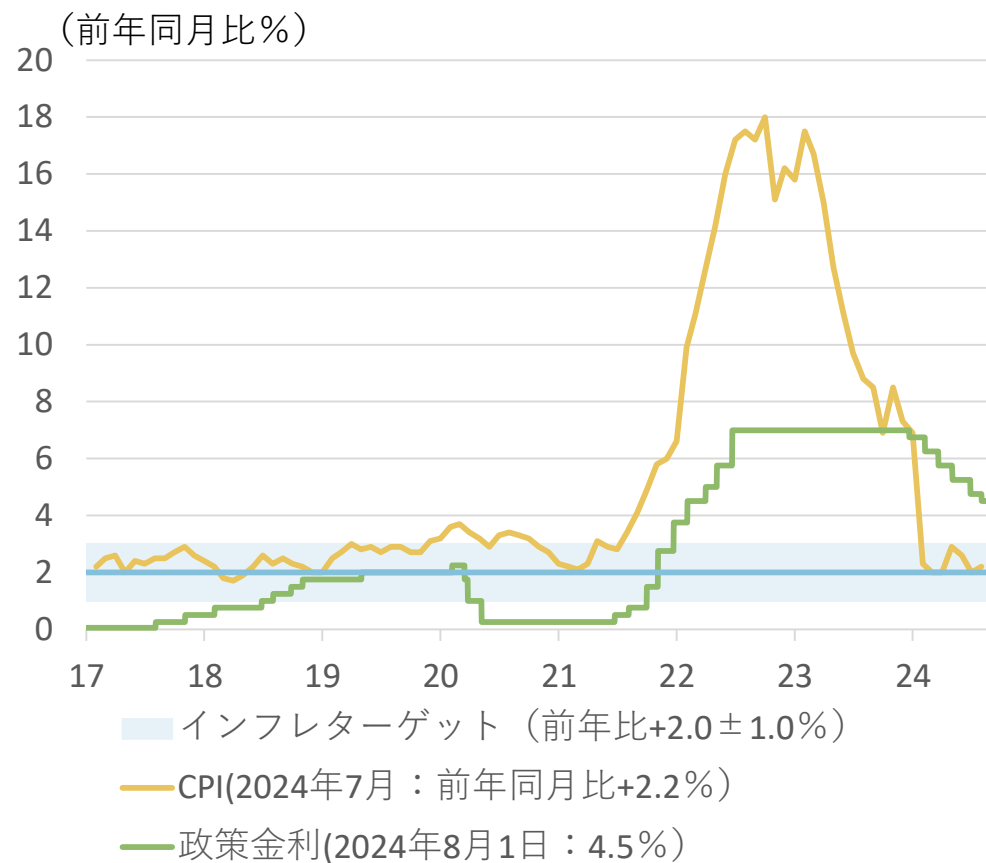
	24年 5月	24年 6月	24年 7月
ヘッドライン	+4	+3.7	+4.1
食料	+1	+1.1	+2.7
アルコール飲料・タバコ	+3.5	+4.2	+4.2
被服・履物	+4.7	+4.1	+4.2
耐久消費財	▲1.7	▲1.3	▲0.5
電気、ガス、その他燃料	▲2.4	▲2.7	▲4.5
その他の財（自動車燃料を含む）	+5.1	+2.7	+3.7
サービス	+9.5	+9.7	+9.1
コアCPI	+4	+4.1	+4.7

(出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ)

非コアの食料品価格の上昇が主因だが、コア部分のCPIも前年比+4.7%と6月の同+4.1%から加速している。サービス価格の伸びは減速したものの、依然として前年比+9%台の高い伸び率となっている。今回のCPIの結果が直ちにハンガリー国立銀行の金融政策に影響を与えるものではないと見られるものの、根強いインフレ圧力が意識される内容。

チェコ 7月CPIは前年比+2.2%と6月の同+2.0%からやや加速

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 CPI 内訳

(単位：前年比%)

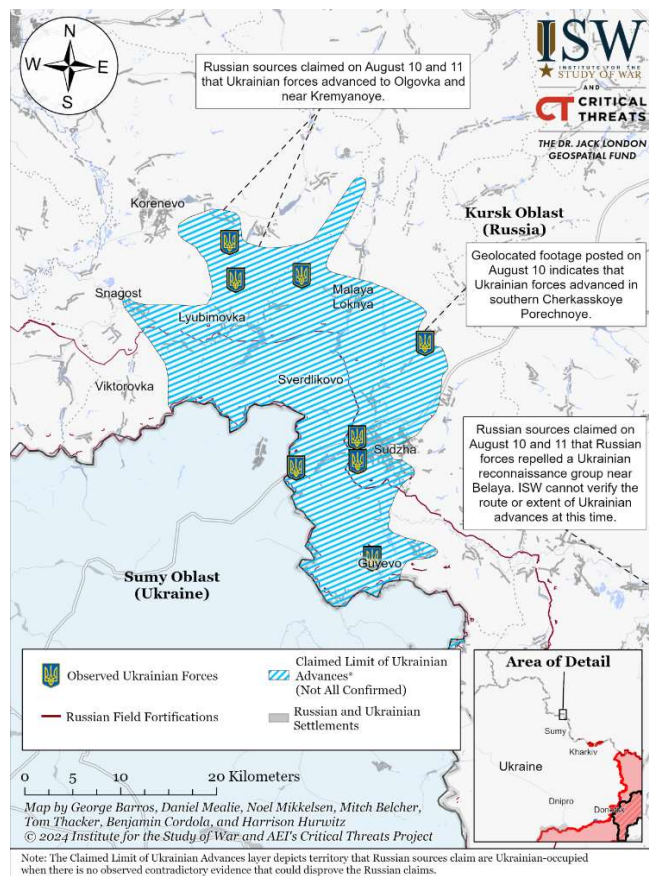
	2024年 5月	2024年 6月	2024年 7月
ヘッドライン	+2.6	+2	+2.2
食料・非アルコール飲料	▲3.7	▲4.2	▲3.1
アルコール飲料・たばこ	+6.2	+4.9	+4.5
衣類・履物	+3.3	+2.9	+2.2
住宅、電気、ガス	+3.1	+3	+3
家具その他	▲0.5	▲0.1	+0.3
医療	+4	+3.8	+3.9
輸送	+5.3	+3.7	+3.7
通信機器	+2	+2.1	+0.6
娯楽・文化	+4.4	+2.6	+3.3
教育	+6.6	+6.5	+6.5
レストラン・ホテル	+7.8	+7.5	+7.4
その他財・サービス	+3.2	+2.9	+3.9

（出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ）

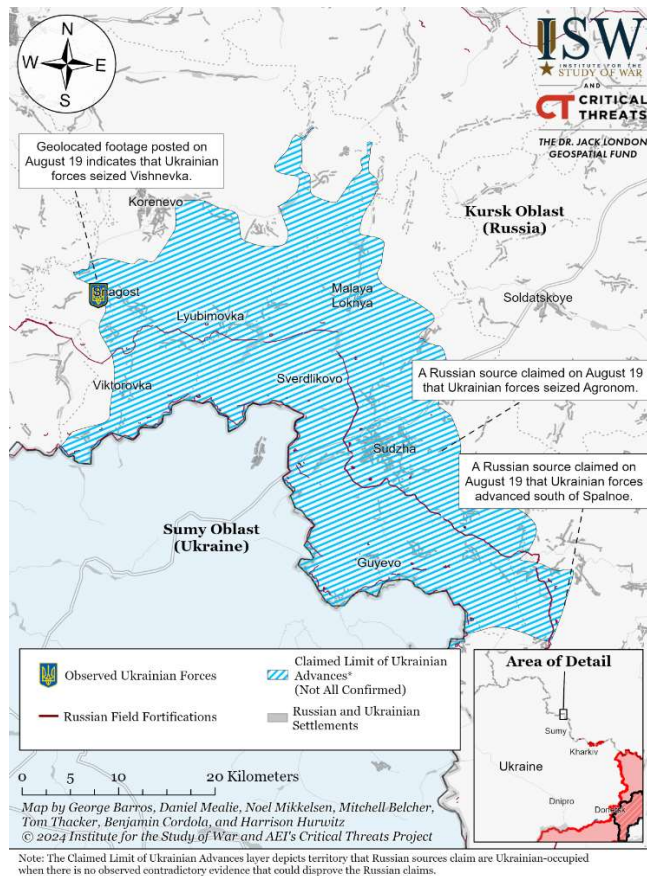
食料価格の前年比で見たマイナス幅の縮小が主因であり、チェコ国立銀行の金融緩和局面の終了を迫るものではないと見られる。

ウクライナ軍によるロシア・クルスク州越境攻撃

8月11日時点



8月19日時点



越境攻撃開始後のヘッドライン

ウクライナ軍がロシア・クルスク州への越境攻撃を開始（8月6日）

ウクライナ軍が欧州向け天然ガスパイプラインの主要な設備がある国境近くの都市スジャをほぼ制圧と発表。（8月9日）

クルスク州のスミルノフ知事代行は、州内の18万人が避難する見通しだと発言。（8月12日）

プーチン大統領、安全保障を担当する政権幹部やウクライナと国境を接する3つの州の知事に、ウクライナ軍をロシア領から撃退するように指示。（8月12日）

プーチン大統領がアゼルバイジャン訪問＝首脳会談、関係強化で一致（8月19日）

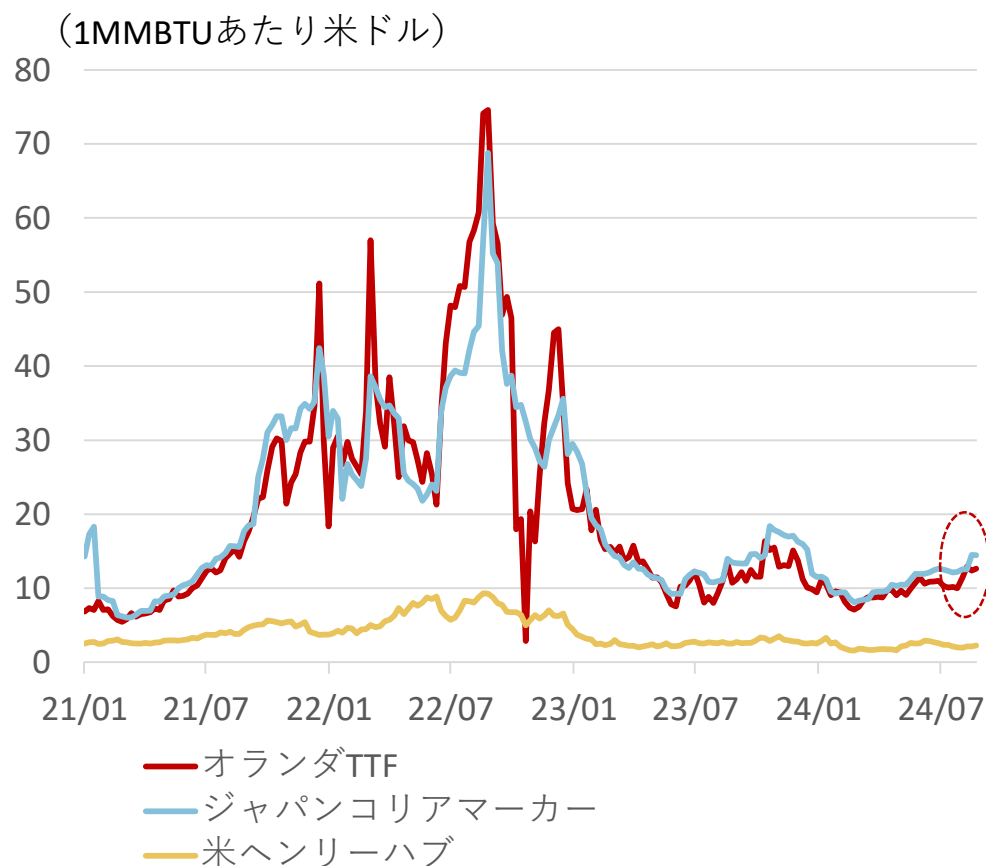
ウクライナ軍はクルスク州の3本目の橋を破壊。ロシア軍の補給線を分断。（8月19日）

インドのモディ首相が8月23日にウクライナ訪問へ＝対話による紛争解決を促すとの見方（8月19日）

ウクライナ側は8月19日時点で92集落に及ぶ1,250平方キロ（東京23区の2倍に相当する面積）を制圧と主張。ウクライナ軍が奇襲に踏み切った背景として、ゼレンスキー大統領は「緩衝地帯」を設けることが目的と語ったほか、各種シンクタンクはウクライナに有利な戦況を作り出すことでロシアを和平協議に応じさせる思惑がある可能性を指摘しているが、ロシア大統領府のウシャコフ報道官は8月19日に和平交渉入りの可能性を否定。

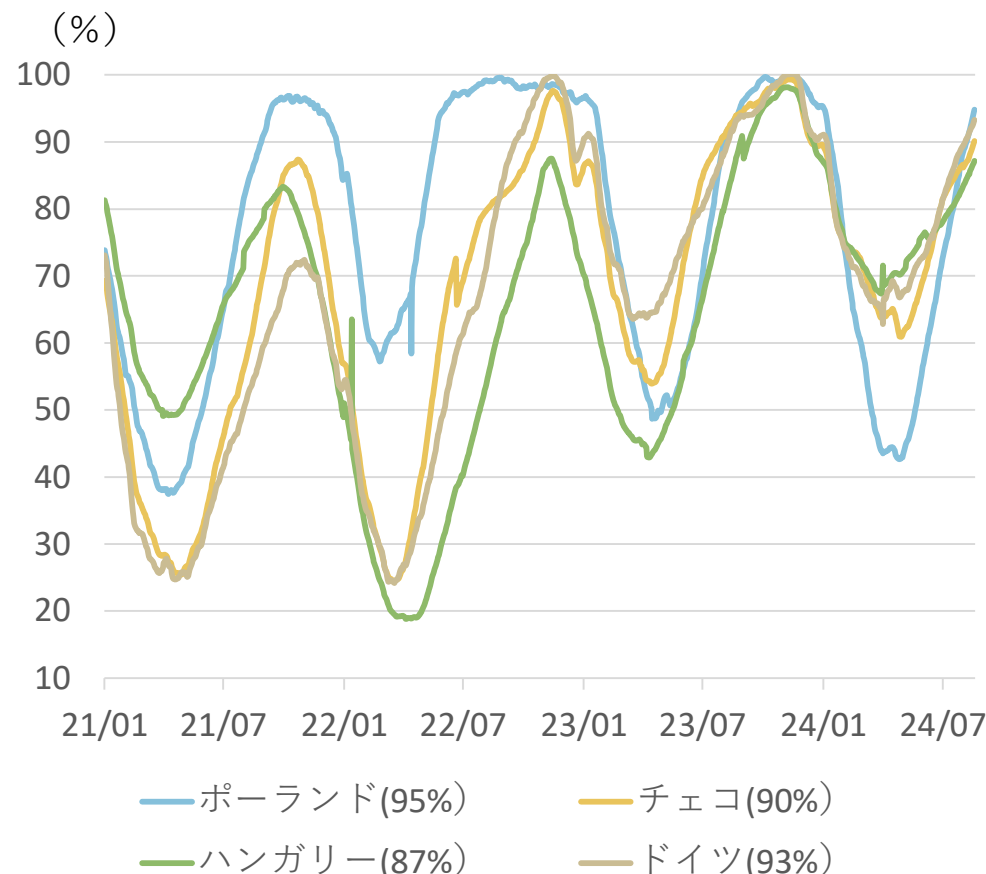
欧州天然ガス価格はウクライナ軍による越境攻撃を受けて年初来高値を更新

天然ガス価格



(出所：ブルームバーグ、みずほ)

中東欧・ドイツ ガス貯蔵率 (2024年8月18日時点)

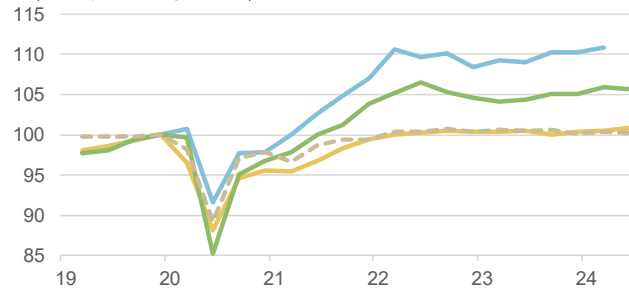


(出所：GIE、ブルームバーグ、みずほ)

ウクライナ軍が制圧しロシア国境近くの都市スジャ（Sudzha）は欧州向け天然ガスパイプラインの主要な設備があり、天然ガス価格への影響が焦点に。現在が夏場で需要が少ないこと、EU各国がロシア産天然ガスの代替手段を確保していることを考慮すれば、価格上昇が一段と加速するリスクは当面は影響は限定的と見られるが、ウクライナ軍のロシア領支配が長期化するようであれば、警戒が必要となる。

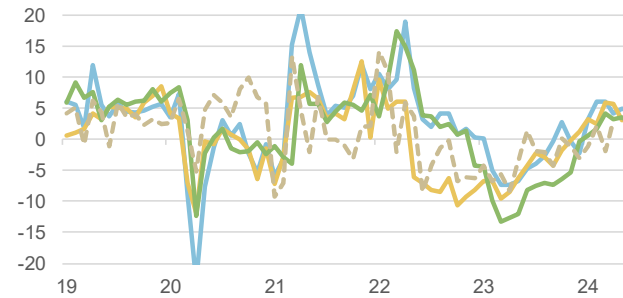
中東欧・ドイツ 主要経済指標

(2019年10-12月期=100) 実質GDP



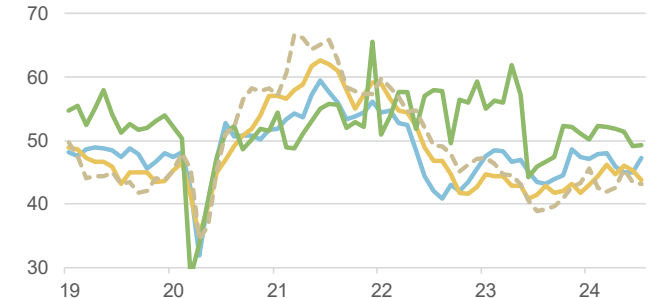
(前年同月比%)

小売売上高



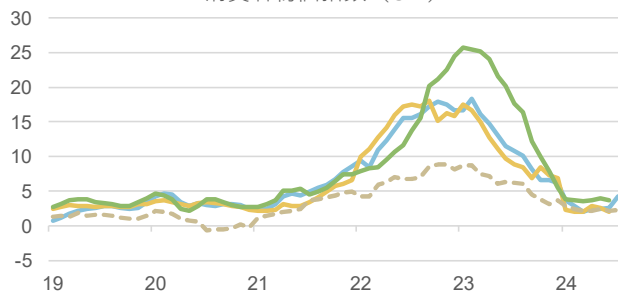
(中立=50)

製造業PMI



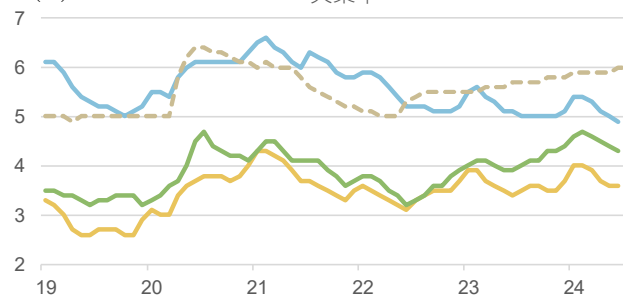
(前年同月比%)

消費者物価指数 (CPI)



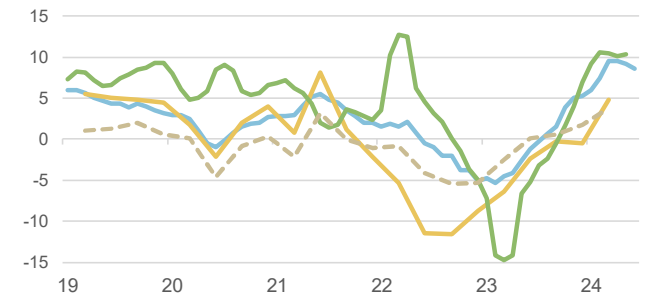
(%)

失業率



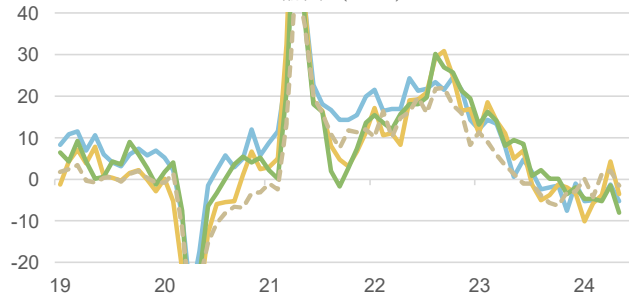
(前年比%)

実質賃金 (* 1)



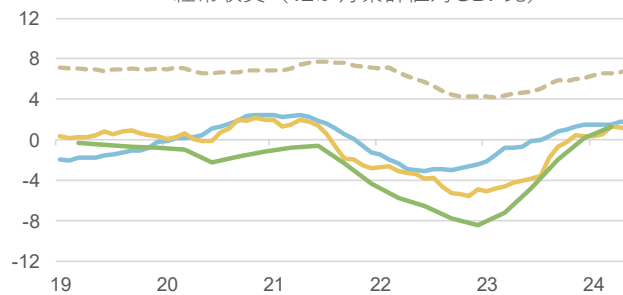
(前年比%)

輸出 (* 2)



(%)

経常収支 (12か月累計値対GDP比)



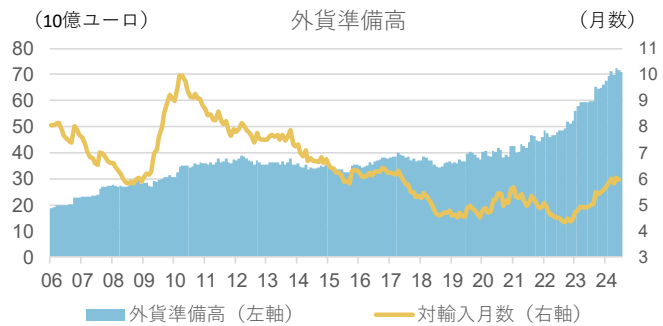
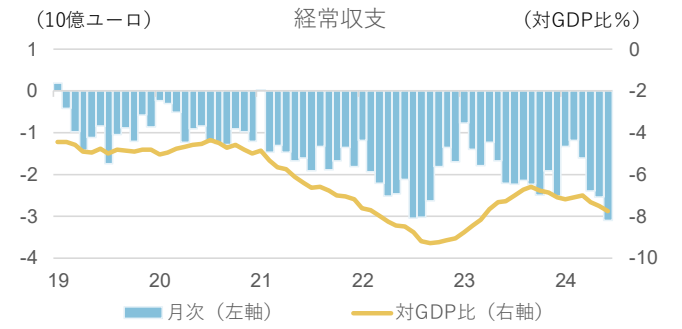
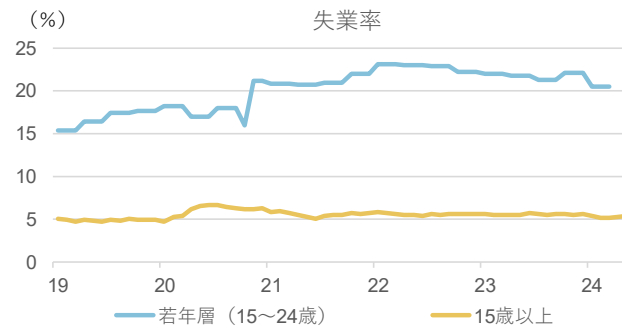
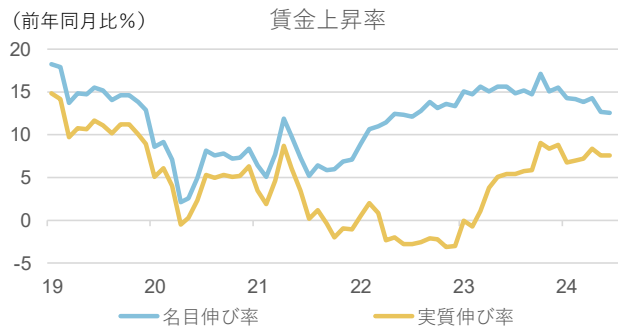
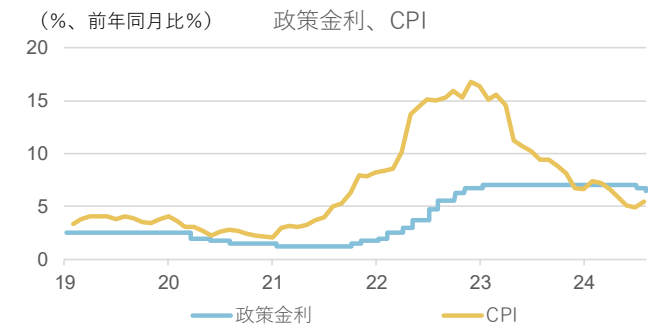
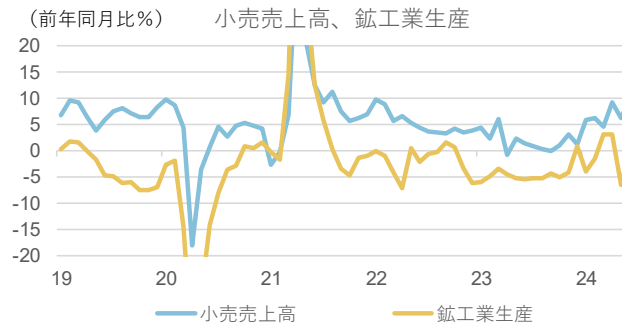
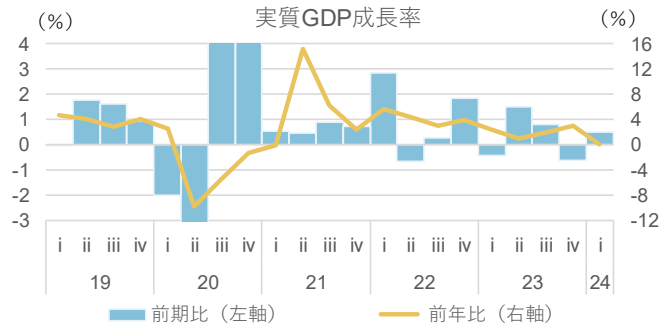
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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。

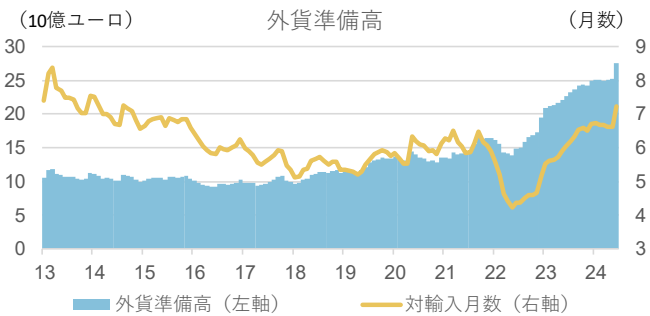
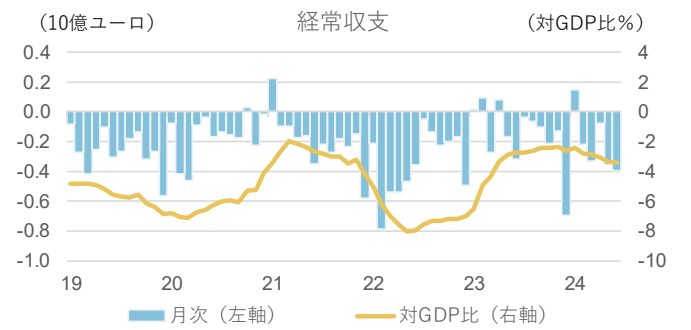
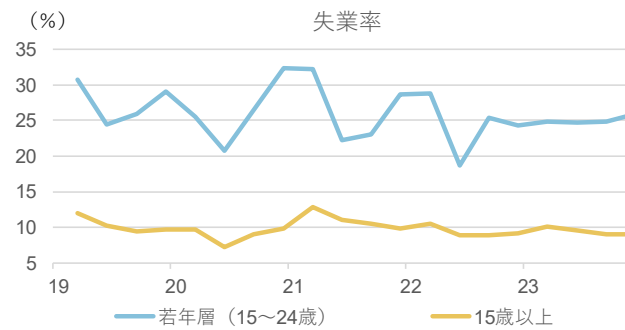
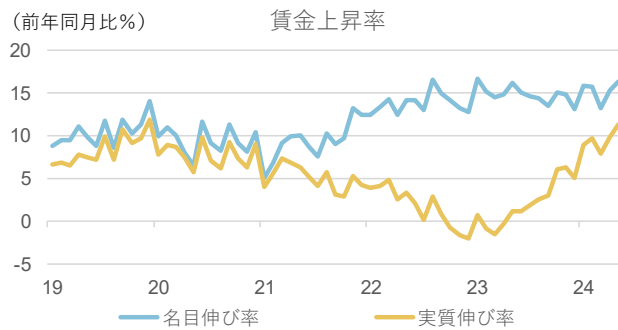
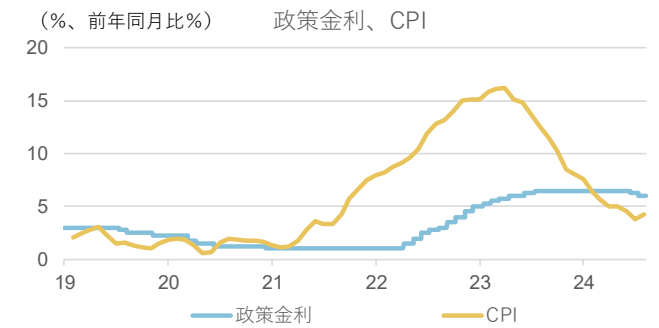
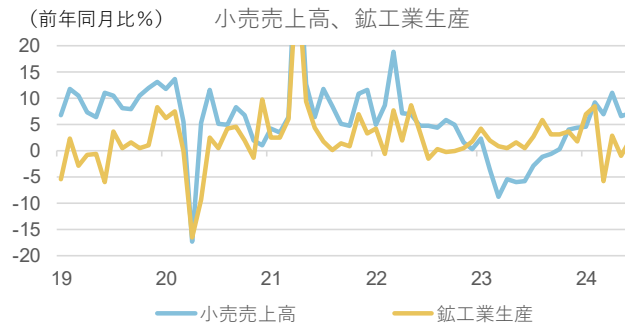
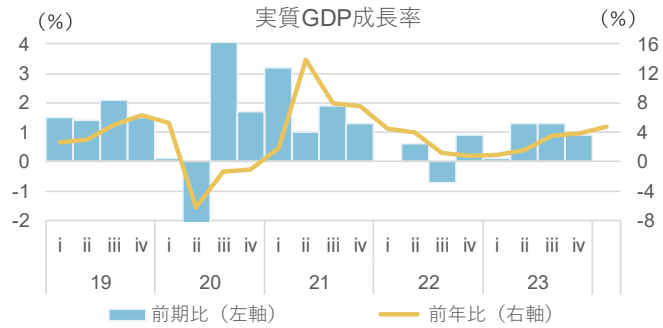
(出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

ルーマニア



(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 グローバルなリスクセンチメント悪化の波及リスク

中東欧通貨 対ユーロ見通し

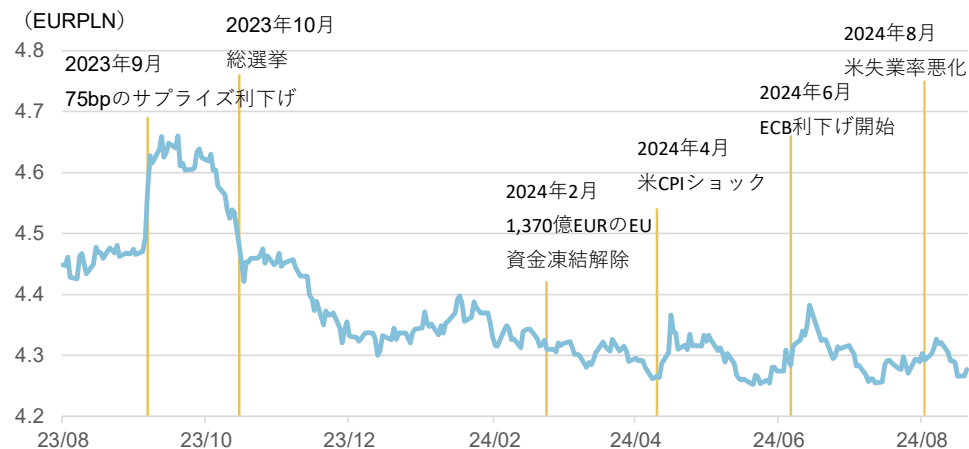
	Spot	2024 Sep	Dec	2025 Mar	Jun	Sep
EUR/PLN	4.30	4.26	4.24	4.22	4.21	4.20
EUR/CZK	25.46	25.4	25.5	25.6	25.7	25.8
EUR/HUF	396	396	398	400	402	404
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

注：見通しは2024年8月1日時点。

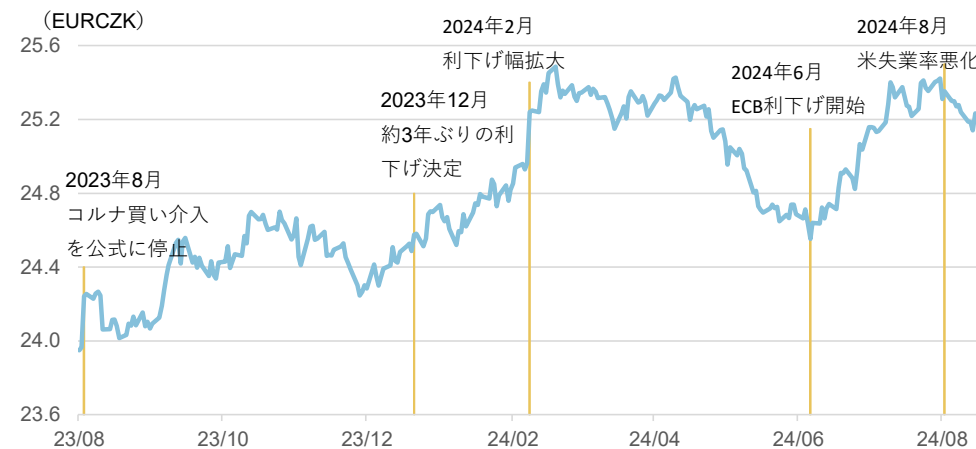
- 7月の中東欧通貨はポーランドズロチが対ユーロで底堅く推移する一方、チェコ国立銀行（CNB）の利下げ幅を巡りチェココルナの下落が目立った。ハンガリーフォリントは対ユーロで先月からほぼ変わらずとなったが、景気の悪化や、EUとの対立はフォリント安要因として意識する必要がある。また、中東欧全体に言えることだが、7月末以降、日本銀行のタカ派化や、米経済指標悪化を受けて、グローバルにリスクセンチメントが悪化していることに注意が必要であろう。当面は波及リスクへの警戒から、中東欧通貨も不安定な展開になる恐れがある。
- ポーランド国立銀行（NBP）は7月3日の金融政策決定会合で政策金利を5.75%で据え置き、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。
- ハンガリー国立銀行（NBH）は7月23日、市場予想通り25bpの追加利下げを実施し、ビラグ副総裁は今年さらに1〜2回の利下げは「現実的」と述べている。7月30日に発表されたハンガリーの2024年4-6月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%と同+0.5%の成長を見込んでいた市場予想に反し、ネガティブサプライズに。NBHによる追加の金融緩和を迫る内容であり、フォリントには下落圧力が強まっている。ハンガリーを巡っては、地政学リスクも注目を集めているロシアに融和的に姿勢をとり、ウクライナへの支援継続に反対しているオルバン首相は7月以降、自身を「平和使節」と称し、ロシアのプーチン大統領、北京の習近平国家主席、さらにトランプ前米大統領とも面会している。さらに、LBGTQや移民政策、グリーンディールを念頭にEUに対する批判を展開している。こうしたハンガリーの姿勢が、EUとの対立を強めるリスクには注意したい。
- チェコでは、チェコ国立銀行（CNB）の8月1日会合での利下げ幅が焦点に。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ほか、CNBのフレイト理事が7月23日に、8月会合での50bpの追加利下げの可能性を排除しない姿勢を示した。25bpへの利下げ幅縮小を見込む向きも増えつつある中での発言だっただけに、コルナには下押し圧力が強まった。8月1日の会合では、フレイト理事も含めて25bpへの利下げ幅縮小を全会一致で決定し、コルナはやや持ち直している。

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）



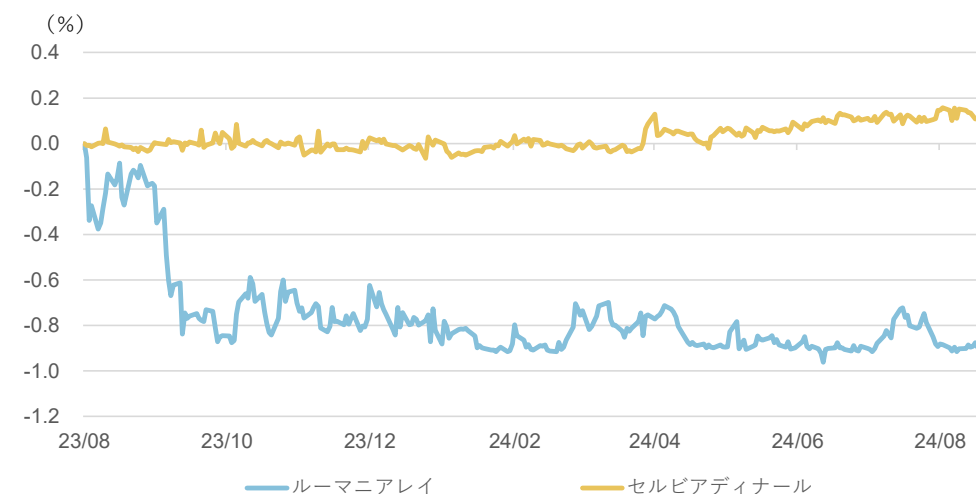
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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]@mizuho-bus.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.