

中東欧通貨週報

2024年8月28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・・・ハンガリー国立銀行が利下げを停止>

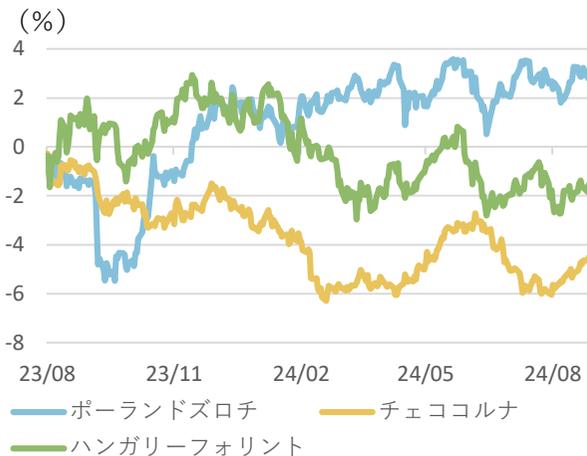
過去1週間の中東欧通貨は8月23日の対ドルで上昇する一方、対ユーロではポーランドズロチとハンガリーフォリントは横ばい、チェココルナは持ち直しの動きが継続した。対ドルでの動きは、8月23日にパウエル議長が9月会合での利下げを「予告」したことに伴うグローバルなドル売りの流れに沿ったものであろう。

先週1週間は、中東欧の各中銀の動きが注目された。

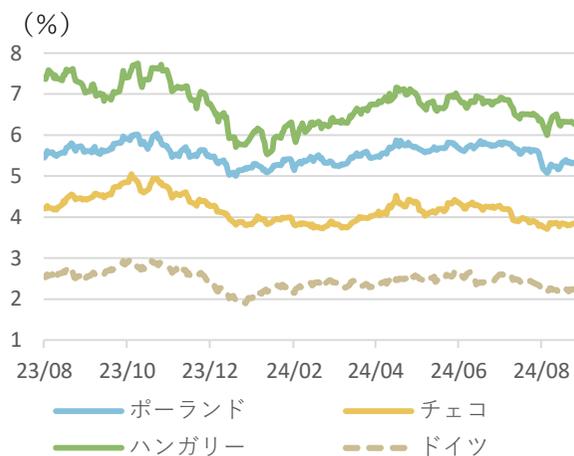
チェコ国立銀行は8月27日に、ミシル総裁が高水準の政策金利が今後も維持されるとの見方を改めて示し、タカ派姿勢を印象づけた一方、**ポーランド国立銀行**は、金融政策委員会（MPC）の中心的メンバーのコテツキ委員が、MPCのほとんどのメンバーは2025年1-3月期に利下げについて議論する余地があると考えていると発言し、市場ではややハト派的に受け止められた。

先週、最も注目を集めたのは**ハンガリー国立銀行**の金融政策である。同中銀は8月27日の会合で政策金利を6.75%で据え置いた。これまで同中銀は15会合連続で利下げを行っていた。ハンガリー中銀は声明文の中で、今回の利下げ停止を一時的なものであり、金融政策をさらに緩和する機会を伺っていると説明している。もっとも、同国のインフレ率はサービス価格の高い伸び率を背景に下げ止まりが鮮明となっており、1年以上続いた金融緩和局面の転換点に到達した可能性がある。

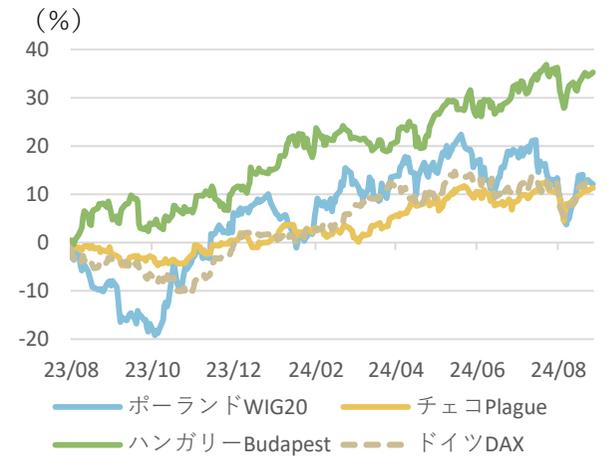
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

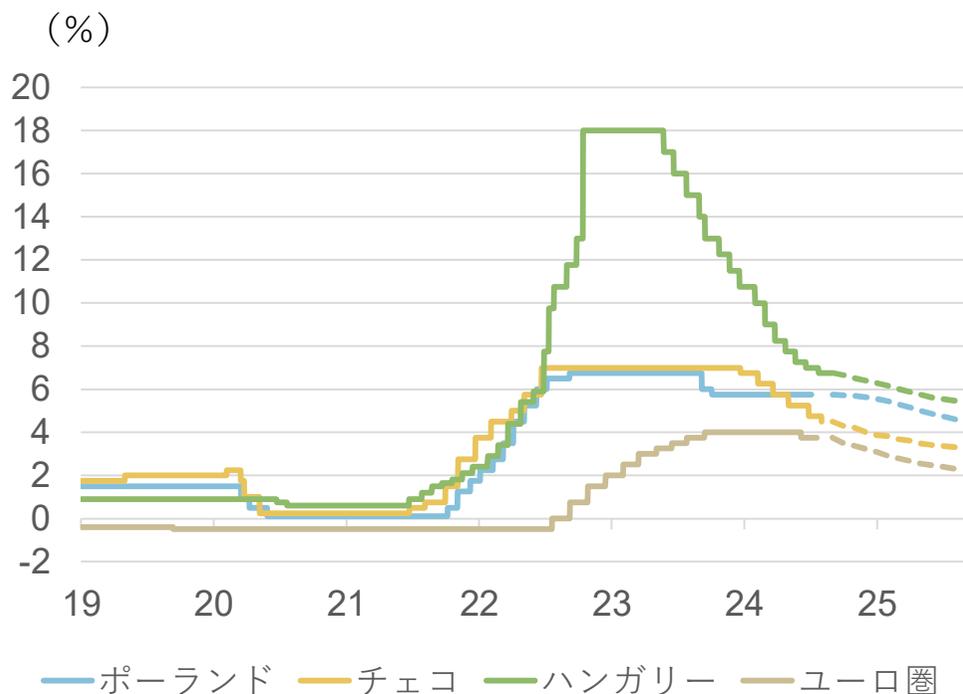


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ハンガリー国立銀行は1年以上続いた金融緩和局面を停止

中東欧・ユーロ圏の政策金利の推移



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)

各中銀の動き

<ポーランド国立銀行>

- 金融政策委員会 (MPC)の中心的メンバーのコテツキ委員が、MPCのほとんどのメンバーは2025年1-3月期に利下げについて議論する余地があると考えていると発言。(8月22日)

<チェコ国立銀行>

- ミヒル総裁が高水準の政策金利が今後も維持されるとの見方を改めて示す。(8月27日)

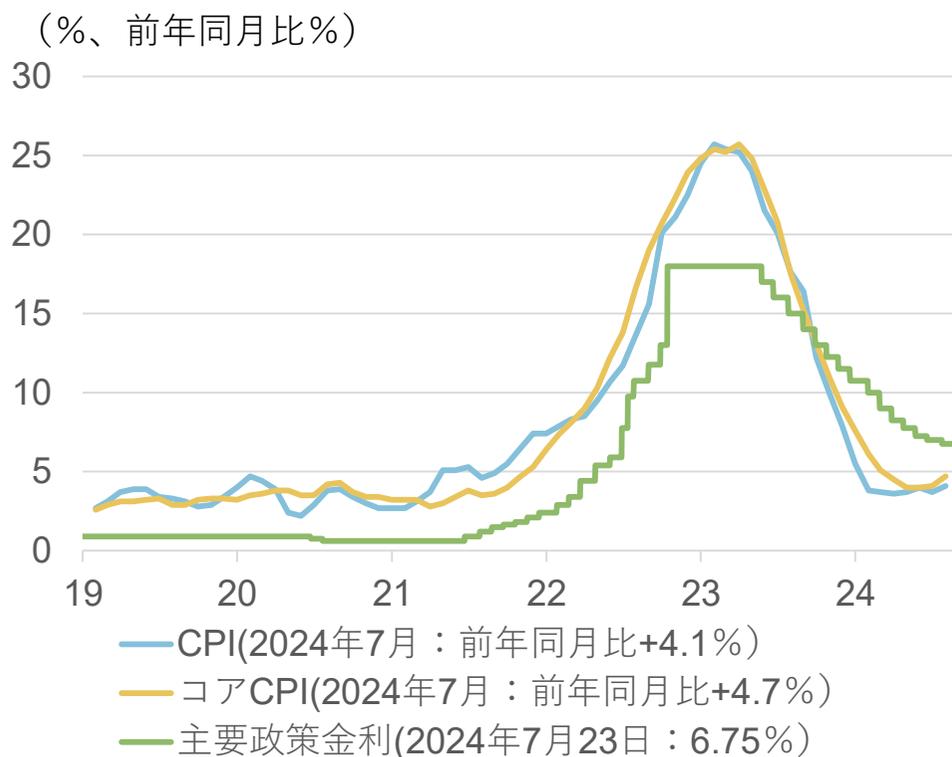
<ハンガリー国立銀行>

- ハンガリー国立銀行は政策金利を6.75%で据え置き。これまで15回連続で利下げを行っていた。(8月27日)

ハンガリー中銀は声明文の中で、今回の利下げ停止を一時的なものであり、金融政策をさらに緩和する機会を伺っていると説明している。もっとも、同国のインフレ率はサービス価格の高い伸び率を背景に下げ止まりが鮮明となっており、1年以上続いた金融緩和局面の転換点に到達した可能性がある。

【再掲】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%)

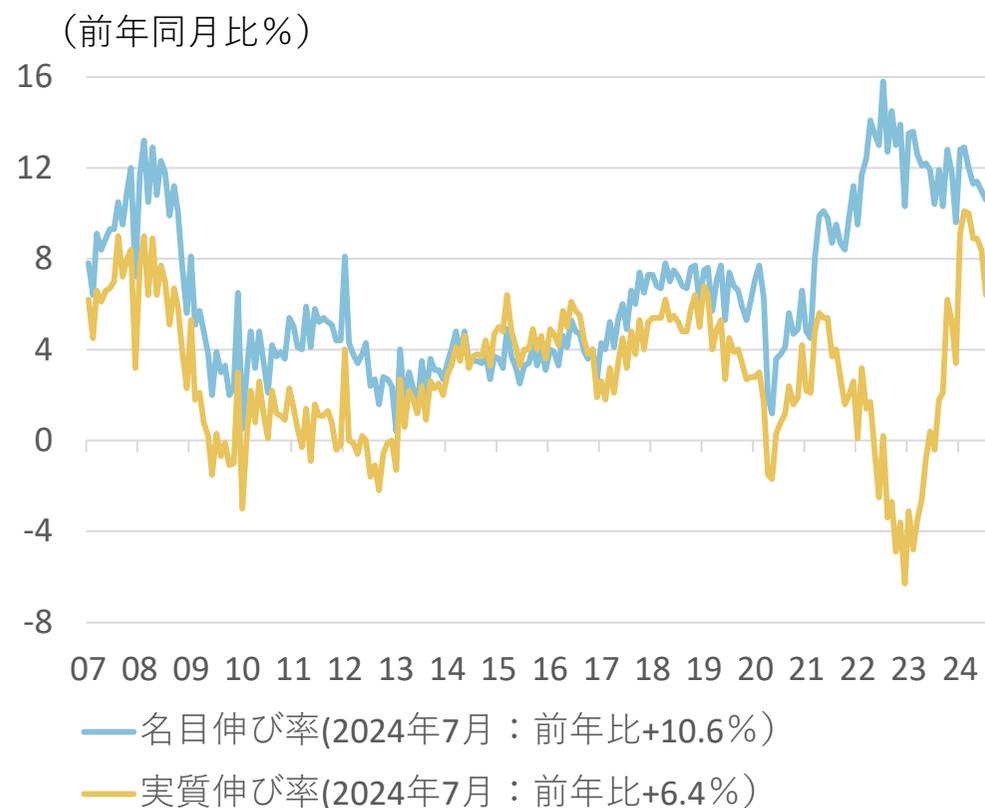
	24年 5月	24年 6月	24年 7月
ヘッドライン	+4	+3.7	+4.1
食料	+1	+1.1	+2.7
アルコール飲料・タバコ	+3.5	+4.2	+4.2
被服・履物	+4.7	+4.1	+4.2
耐久消費財	▲1.7	▲1.3	▲0.5
電気、ガス、その他燃料	▲2.4	▲2.7	▲4.5
その他の財（自動車燃料を含む）	+5.1	+2.7	+3.7
サービス	+9.5	+9.7	+9.1
コアCPI	+4	+4.1	+4.7

(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おり、根強いインフレ圧力が意識される内容となっている。

ポーランドの7月賃金は前年比+10.6%と6月の同+11.0%から減速

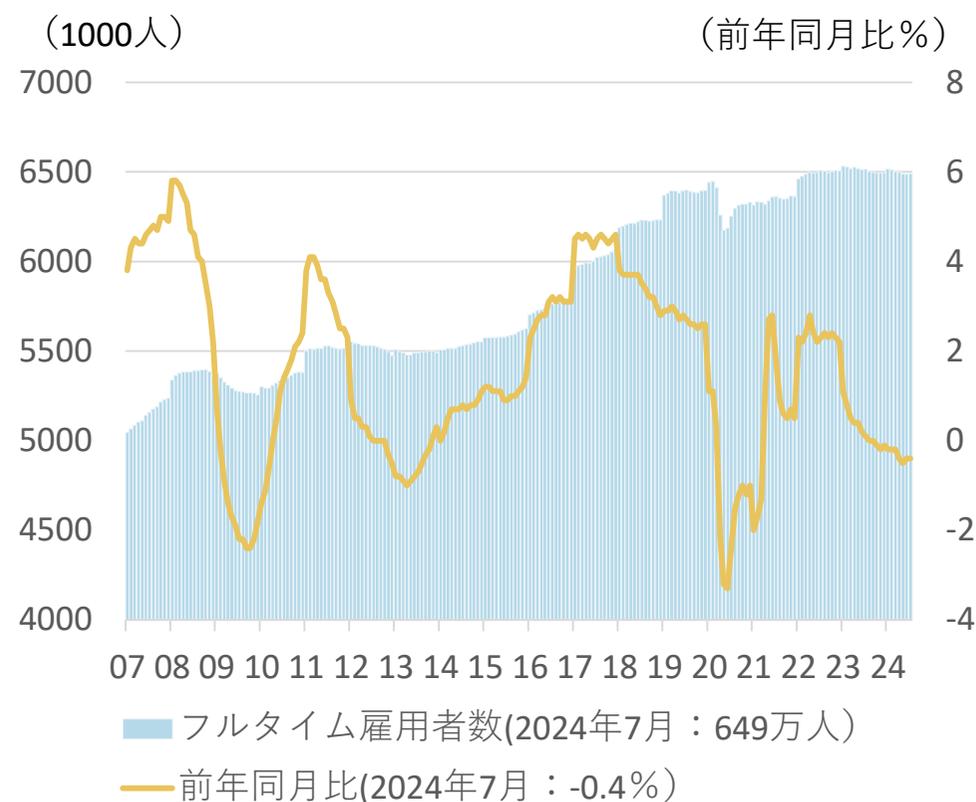
ポーランド 企業部門 平均月間総賃金



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)

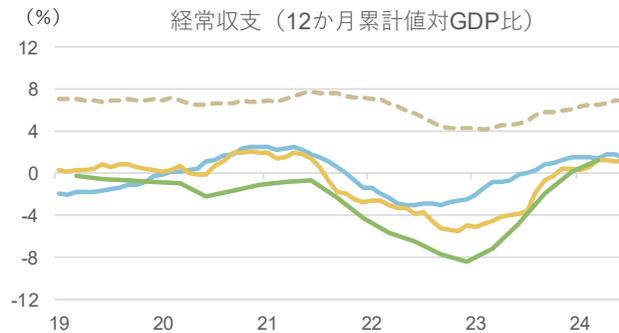
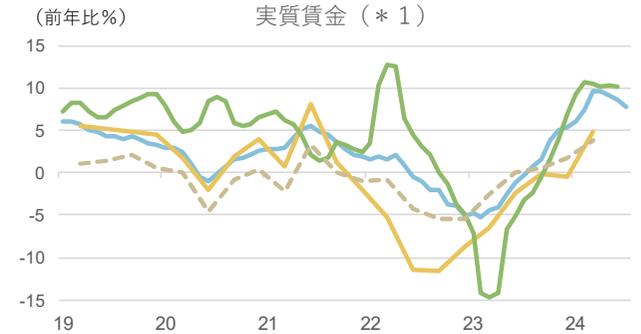
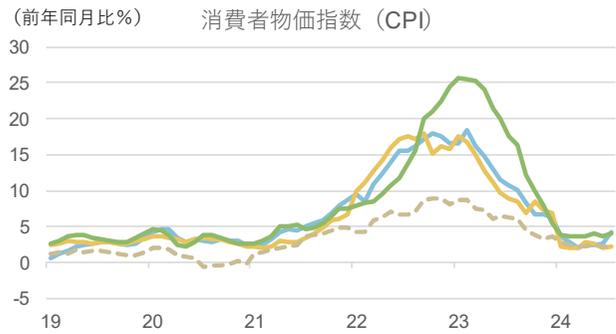
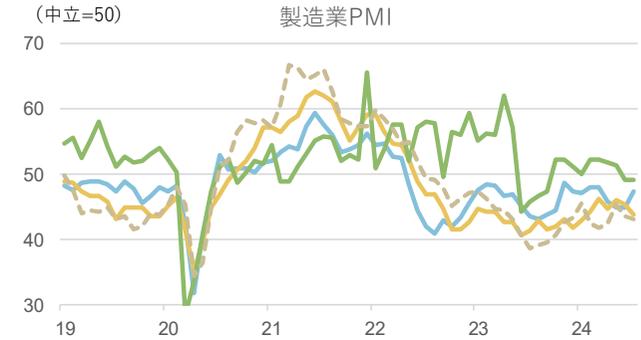
ポーランド フルタイム雇用者数



(出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

もっとも、依然として高い伸び率が継続しており、ポーランド国立銀行の金融緩和に対する慎重姿勢は今後も継続する公算が大きい。

中東欧・ドイツ 主要経済指標



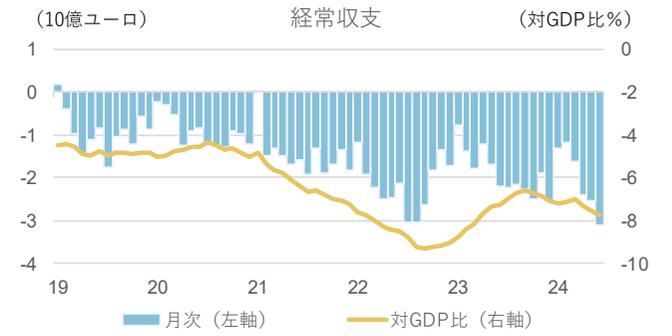
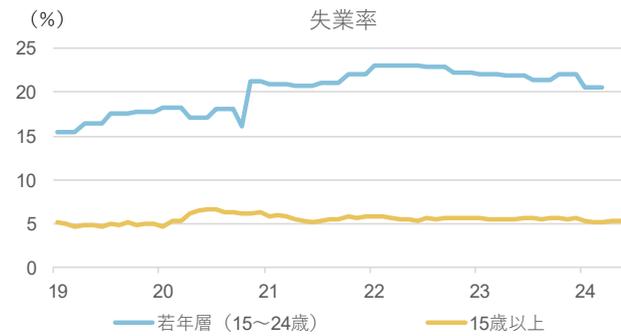
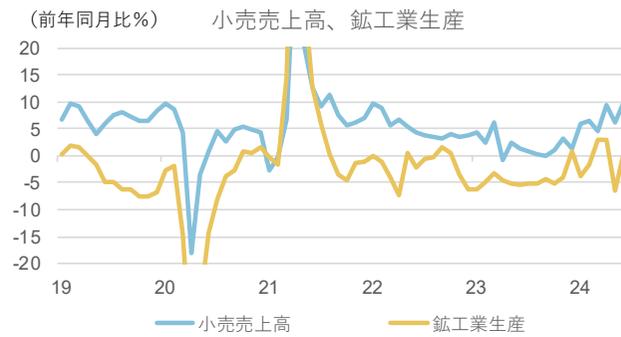
— ポーランド
— チェコ
— ハンガリー
- - - ドイツ

* 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。

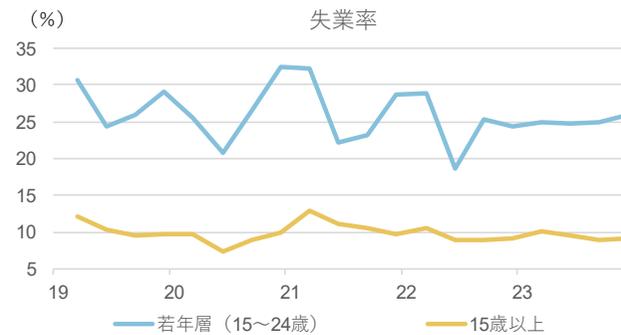
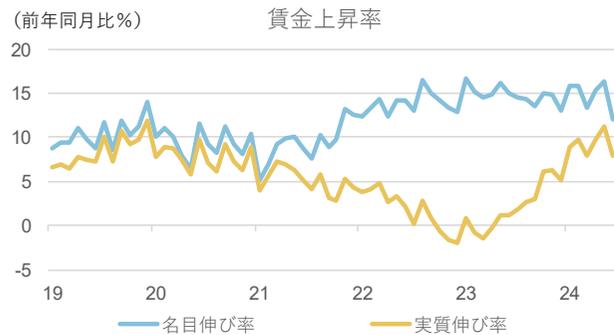
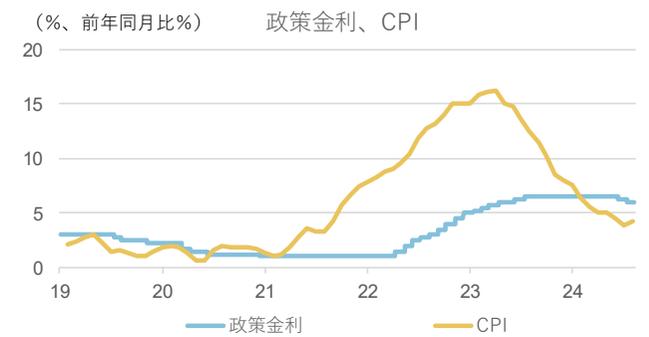
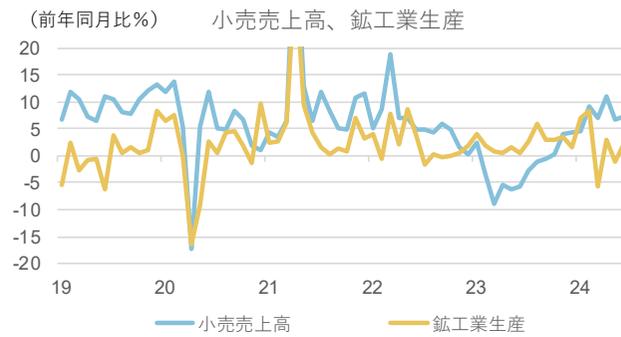
(出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

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		2025		
		Sep	Dec	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発言ただけに、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）



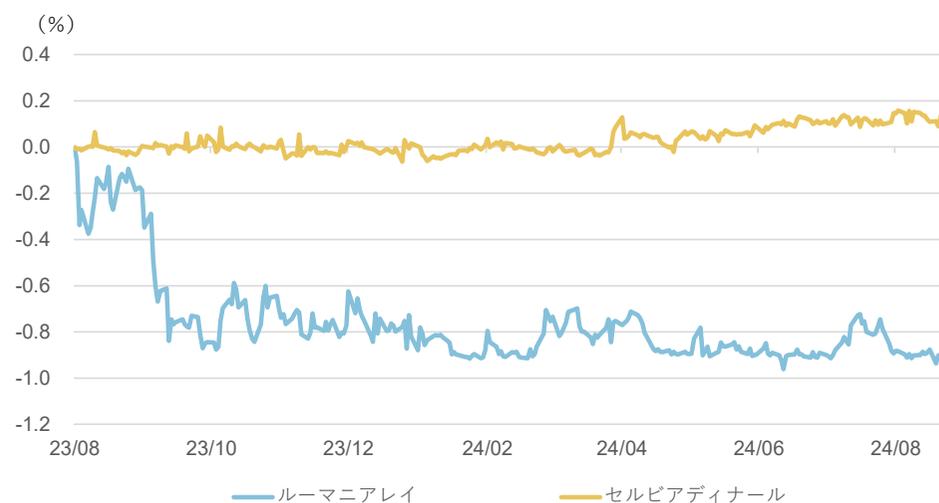
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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]@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.