

中東欧通貨週報

2024年10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

筆者休暇につき来週は休刊します。

Private and confidential

MIZUHO

中東欧 経済・金融市場 直近の動向

1) IMFは世界経済見通しを発表（10月22日）

- ハンガリーの成長見通しの下方修正（2024年の実質GDP成長見通しが4月時点の前年比+2.2%から同+1.5%へ引き下げ）が目立った。一方、チェコは2023年から2025年にかけて全体的に上方修正されている。ポーランドは引き続き年間3%を上回る成長が見込まれている。
- ハンガリーは外需の落ち込みから7月30日発表の2024年4-6月期の実質GDP成長率が前期比▲0.2%と予想外にマイナスに落ち込んでいた。

2) ポーランドの9月小売売上高は前年比▲2.2%とまさかの落ち込みに（10月22日）

- 8月の前年比+3.2%から大幅に低下し、市場予想の同+2.8%も下回った。洪水の影響に伴う一時的な落ち込みの可能性もあるが、消費の弱さが仮に今後も続くようであれば、ポーランド国立銀行が利下げを前倒しする要因となる可能性がある。

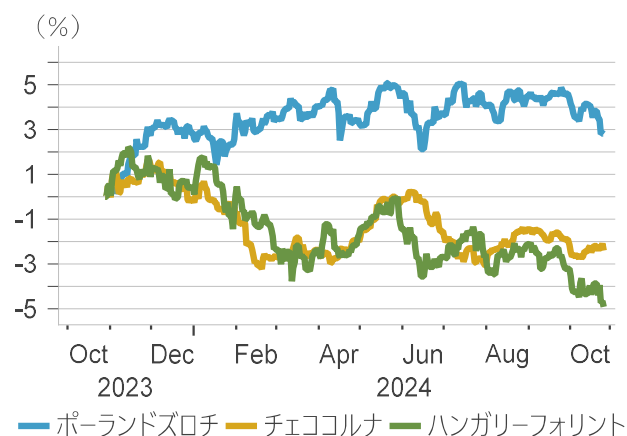
3) ハンガリー国立銀行は市場予想通り政策金利を6.50%で据え置き（10月22日）

- 声明文では、利下げ局面の停止を示唆。金融市場の不安定性を挙げているが、ハンガリーフォリントへの下落圧力がこのところ強まっていることが背景にあると見られる。

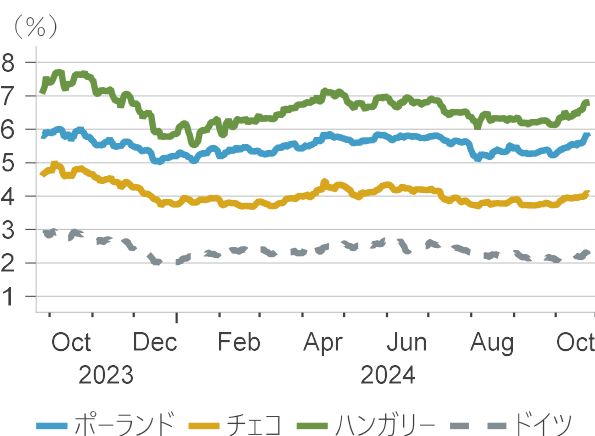
4) 中東欧通貨はハンガリーフォリントとポーランドズロチが下落。

- 11月5日に控える米大統領選でトランプ氏が返り咲く可能性が意識される形で、世界的に金利が上昇。債券市場からの資金流出につながった可能性。
- ポーランドズロチは9月小売売上高の予想外の悪化に伴う早期利下げ観測の高まりや、財政の悪化観測も重石に。

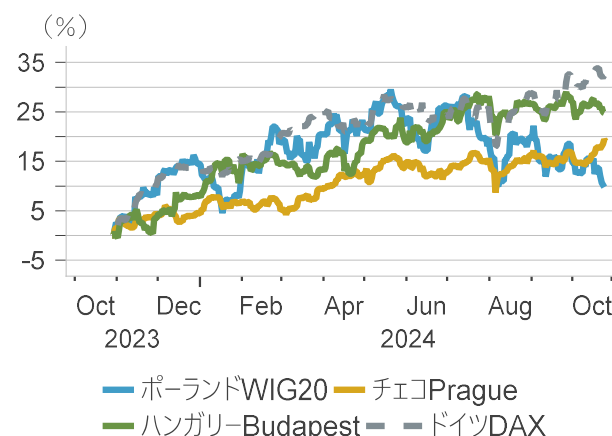
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り



株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



IMFは世界経済見通しを発表（10月22日）

ポーランド

		(単位：前年比%)		
		24年	25年	26年
IMF	24年10月	+3	+3.5	+3.4
IMF	24年7月	+3.1	+3.5	+3.3
ポーランド中銀	24年7月	+3	+3.8	+3.1
欧州委員会	24年5月	+2.8	+3.4	
IMF	24年4月	+3.1	+3.5	+3.3
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	
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、ブルームバーグ、みずほ)

チェコ

		(単位：前年比%)		
		23年	24年	25年
IMF	24年10月	▲0.1	+1.1	+2.3
チェコ国立銀行	24年8月	0	+0.9	+2.7
欧州委員会	24年5月	▲0.3	+1.2	+2.8
チェコ国立銀行	24年5月	▲0.2	+1.4	+2.7
IMF	24年4月	▲0.4	+0.7	+2
欧州委員会	24年2月	▲0.4	+1.1	+2.8
チェコ国立銀行	24年2月	▲0.5	+0.6	+2.4
IMF	24年1月	▲0.4	+1.2	+2.5
チェコ国立銀行	23年11月	▲0.4	+1.2	+2.8
欧州委員会	23年11月	▲0.4	+1.4	+3

(出所：各予測機関、ブルームバーグ、みずほ)

ハンガリー

		(単位：前年比%)		
		23年	24年	25年
IMF	24年10月	▲0.9	+1.5	+2.9
ハンガリー中銀	24年9月	▲0.9	+1.0-1.8	+2.7-3.7
ハンガリー中銀	24年6月	▲0.9	+2.0-3.0	+3.5-4.5
欧州委員会	24年5月	▲0.9	+2.4	+3.5
IMF	24年4月	▲0.9	+2.2	+3.3
ハンガリー中銀	24年3月	▲0.6-▲0.4	+2.0-3.0	+3.0-4.0
欧州委員会	24年2月	▲0.8	+2.4	+3.6
ハンガリー中銀	23年12月	▲0.6-▲0.4	+2.5-3.5	+3.0-4.0
ハンガリー政府	23年12月	▲0.4	+3.6	+4.5
欧州委員会	23年11月	▲0.7	+2.4	+3.6
ハンガリー中銀	23年9月	▲1	+3.0-4.0	+3.0-4.0

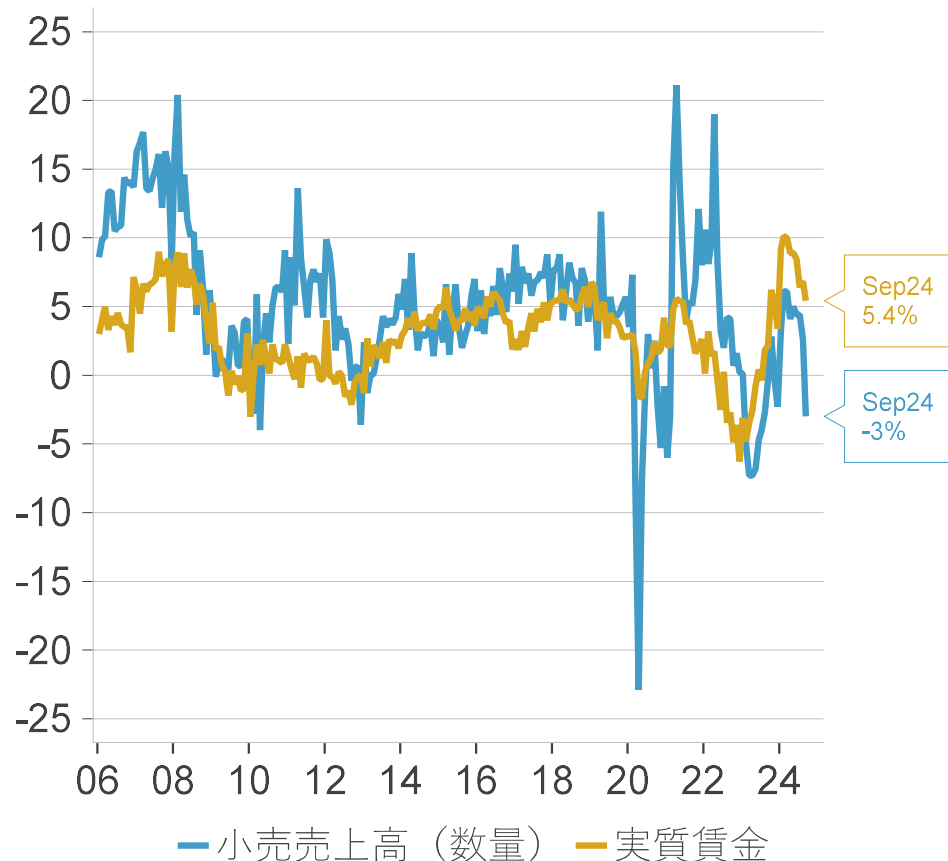
(出所：各予測機関、ブルームバーグ、みずほ)

ハンガリーの成長見通しの下方修正（2024年の実質GDP成長見通しが4月時点の前年比+2.2%から同+1.5%へ引き下げ）が目立った。一方、チェコは2023年から2025年にかけて全体的に上方修正されている。ポーランドは引き続き年間3%を上回る成長が見込まれている。

ポーランド 9月小売売上高は前年比▲2.2%とまさかの落ち込みに（10月22日）

ポーランド 小売売上高（数量）・実質賃金

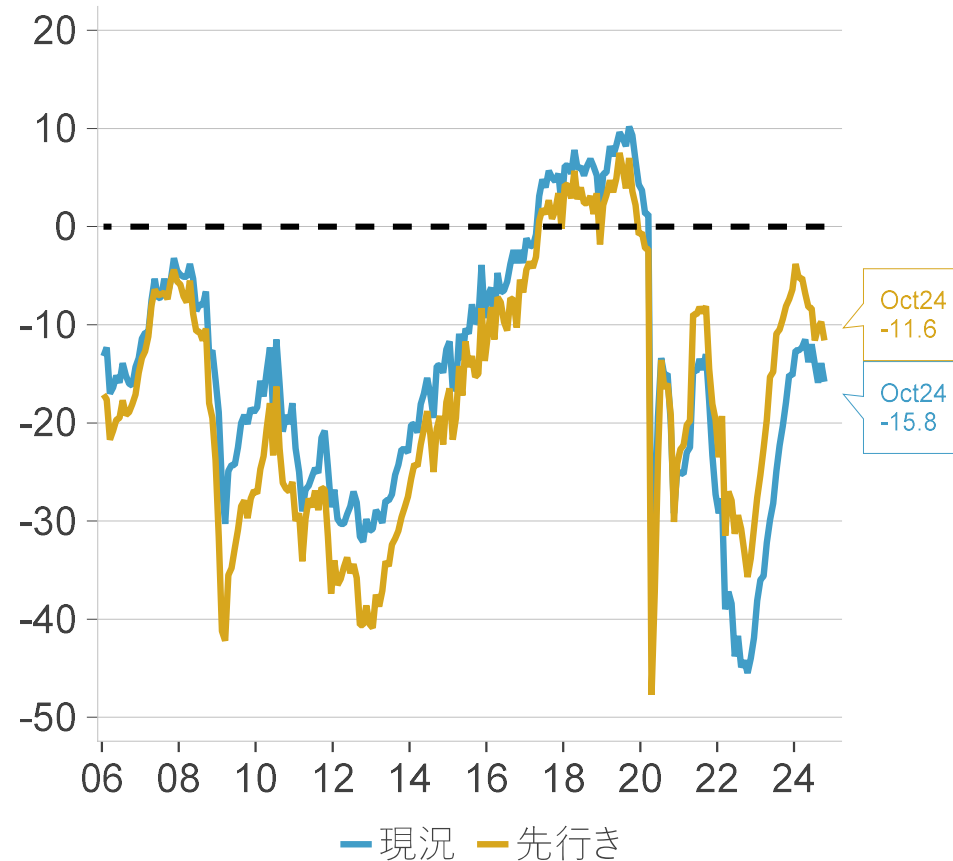
（前年比％）



（出所：ポーランド統計局、マクロボンド、みずほ）

ポーランド 消費者信頼感指数

（中立＝0）

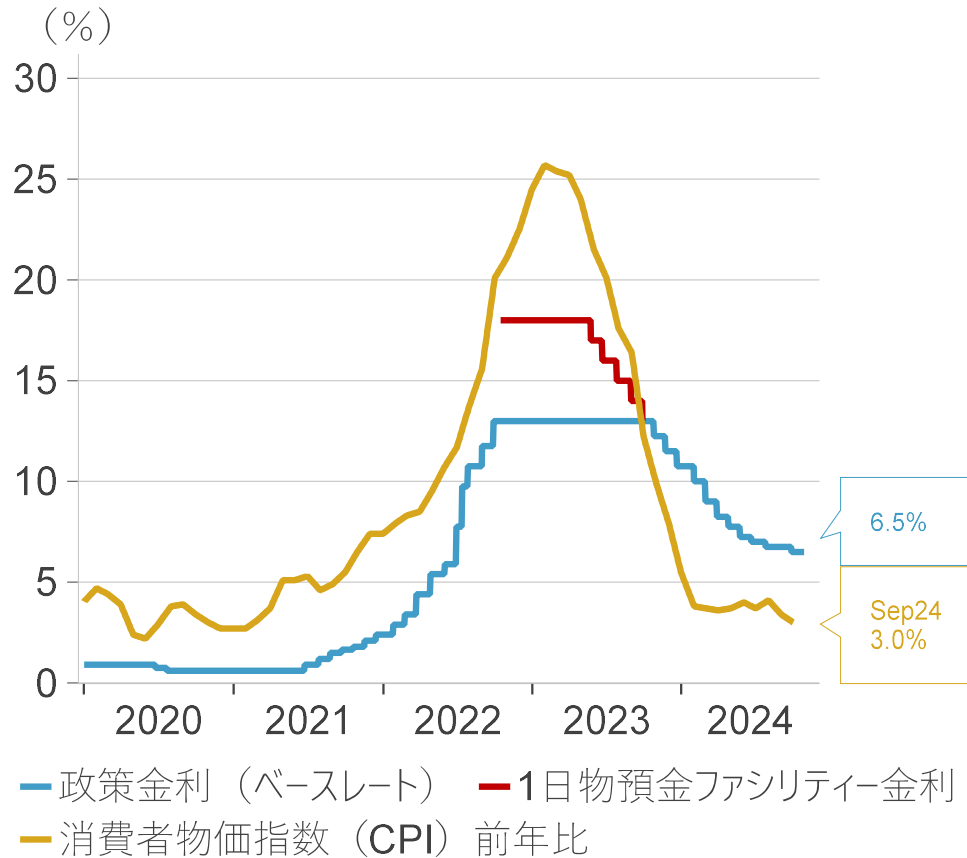


（出所：ポーランド統計局、マクロボンド、みずほ）

8月の前年比+3.2%から大幅に低下し、市場予想の同+2.8%も下回った。洪水の影響に伴う一時的な落ち込みの可能性もあるが、消費の弱さが仮に今後も続くようであれば、ポーランド国立銀行が利下げを前倒しする要因となる可能性がある。

ハンガリー国立銀行は市場予想通り政策金利を6.50%で据え置き（10月22日）

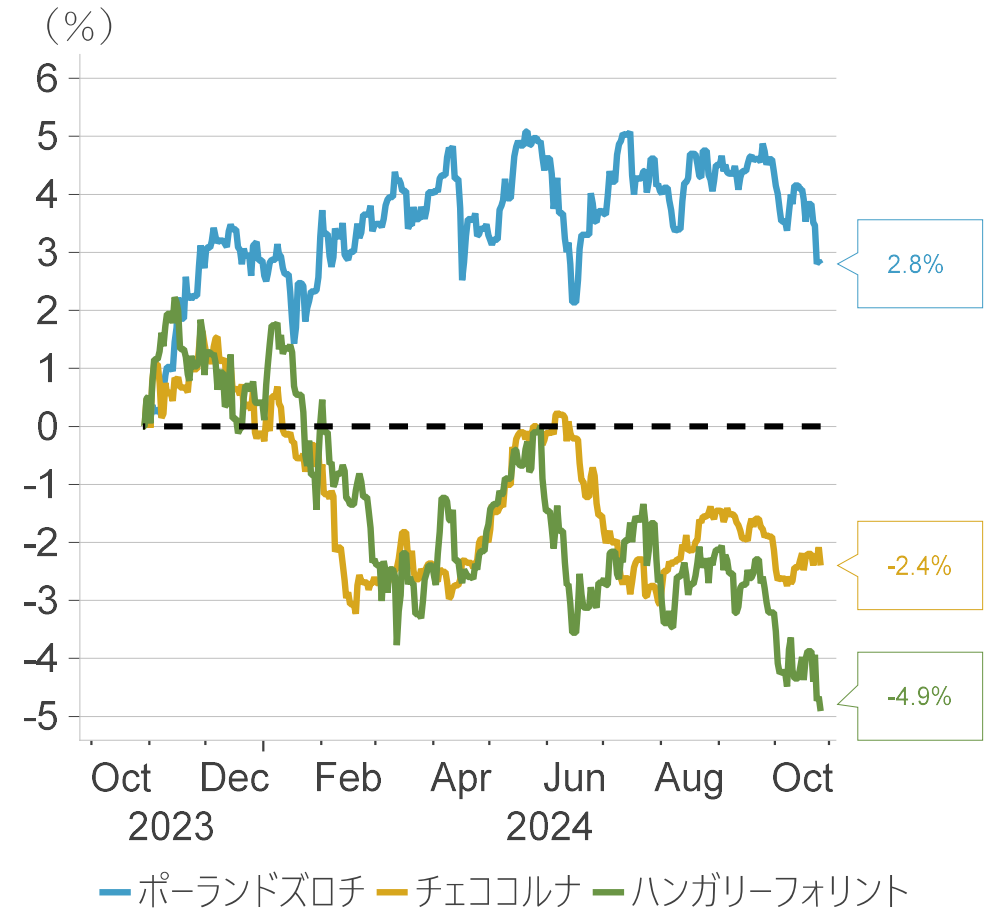
ハンガリー 政策金利・CPI



注：ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

（出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、マクロボンド、みずほ）

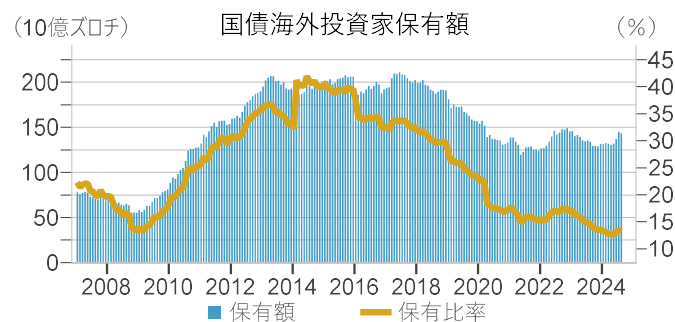
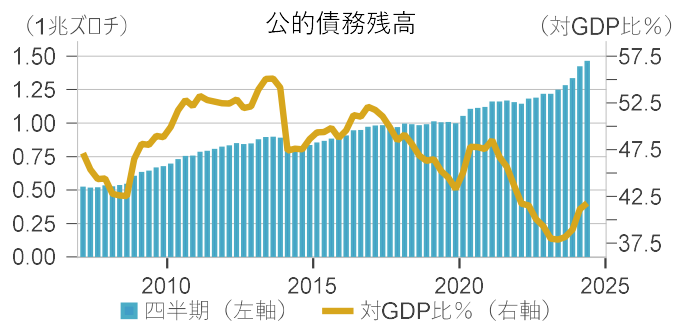
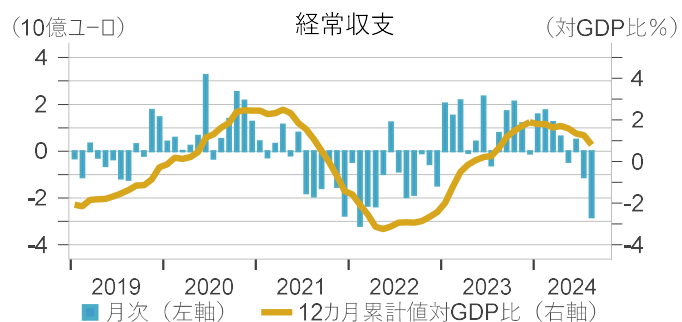
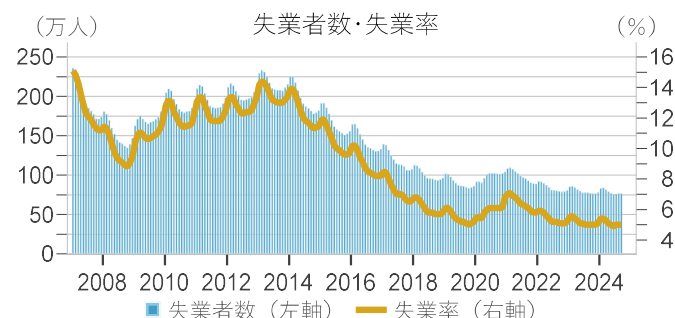
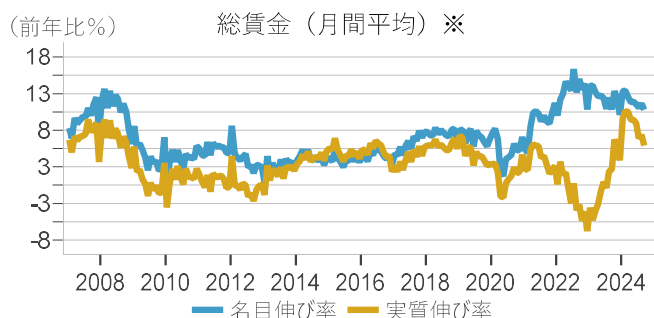
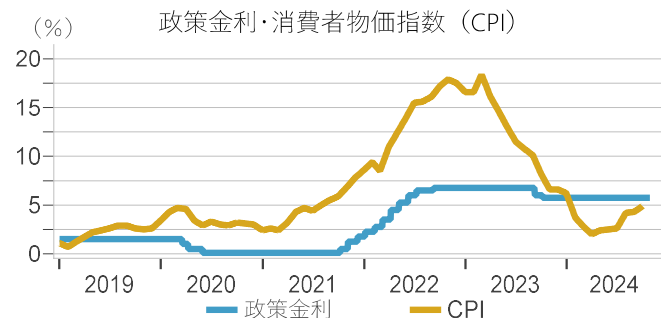
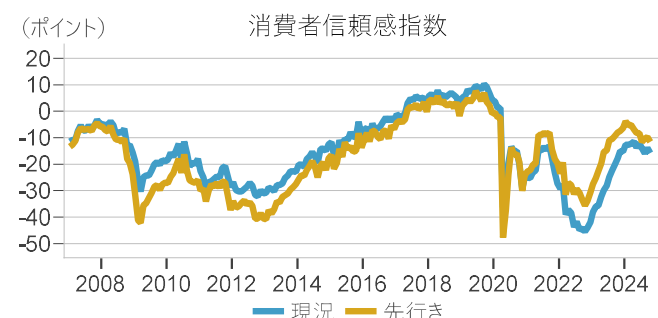
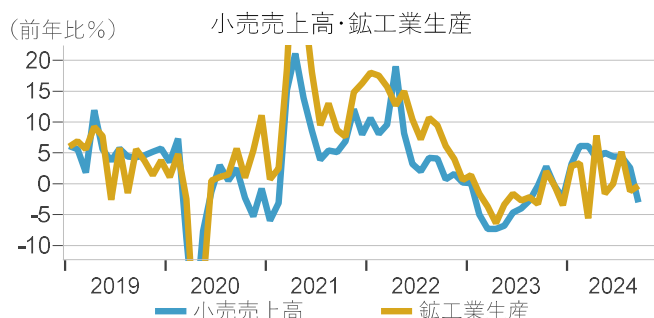
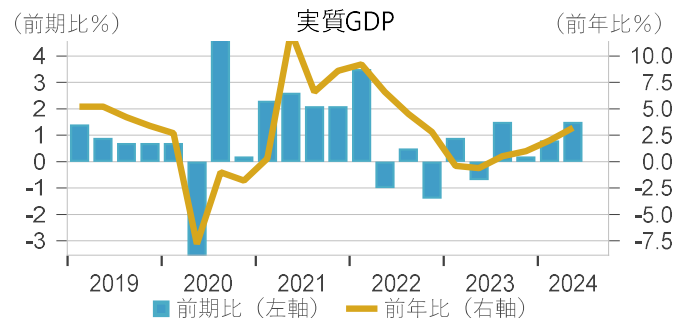
中東欧通貨 対ユーロ 年間騰落率



（出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ）

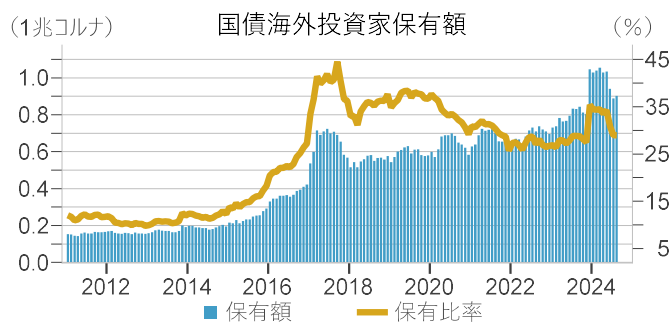
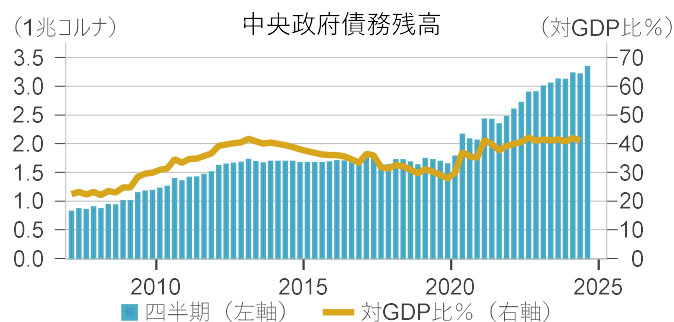
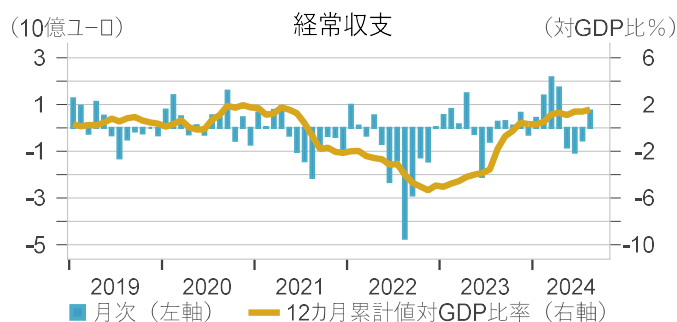
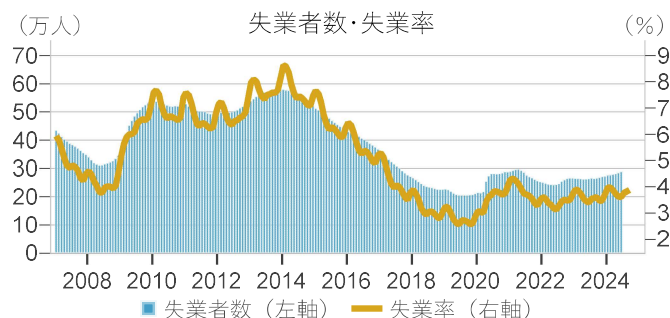
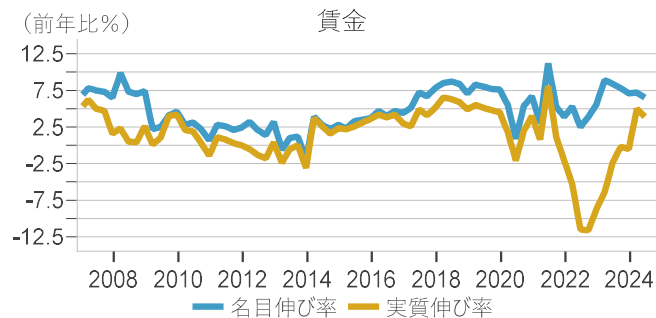
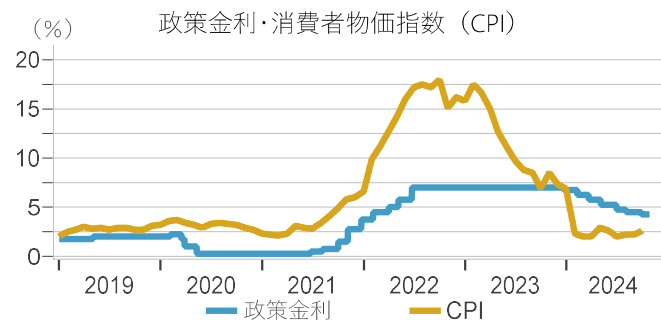
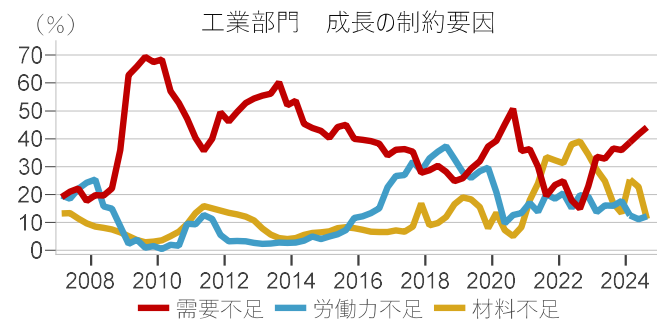
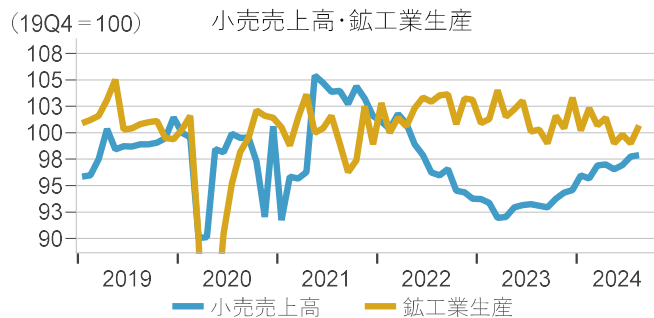
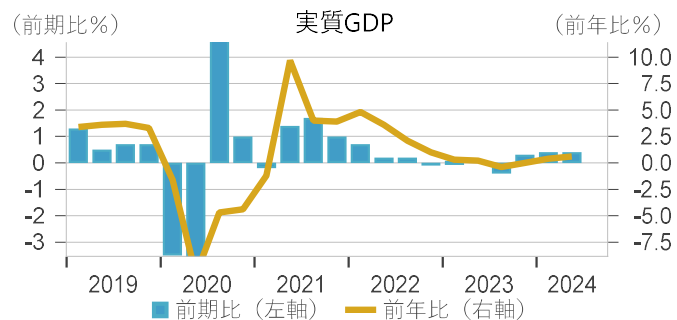
声明文では、利下げ局面の停止を示唆。金融市場の不安定性を挙げているが、ハンガリーフォリントへの下落圧力がこのところ強まっていることが背景にあると見られる。

ポーランド 主要経済指標



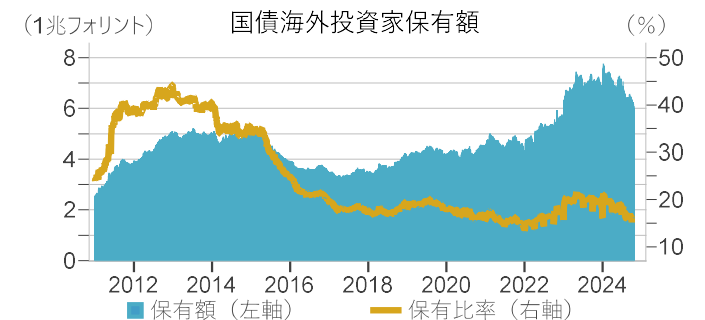
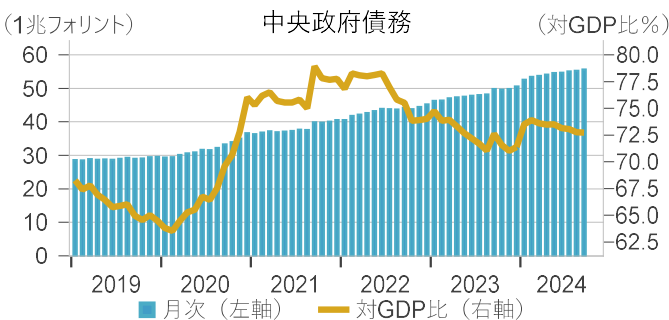
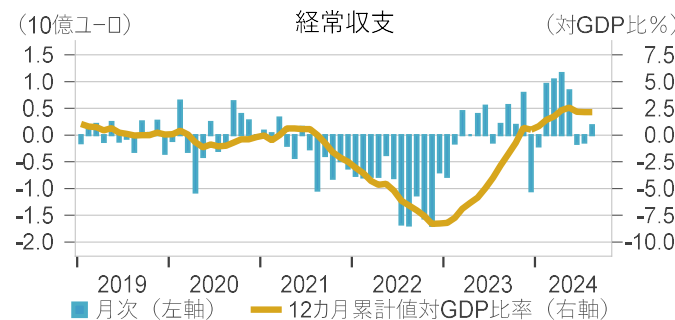
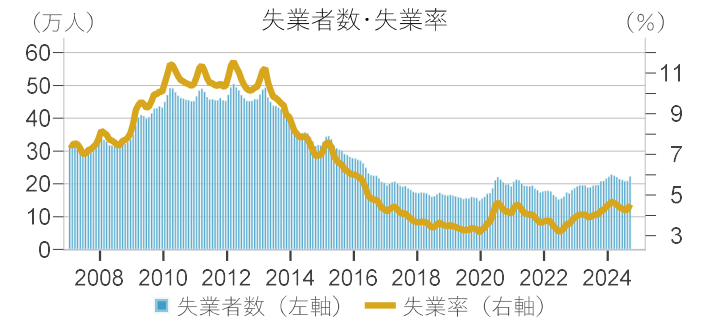
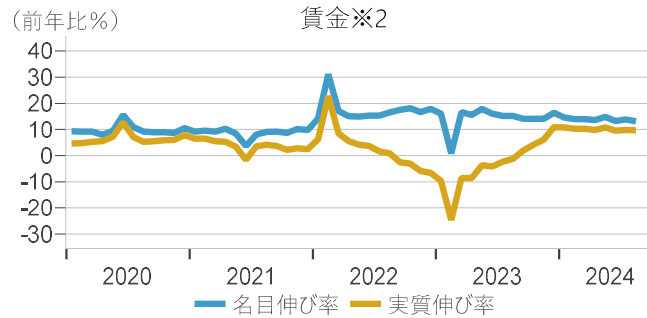
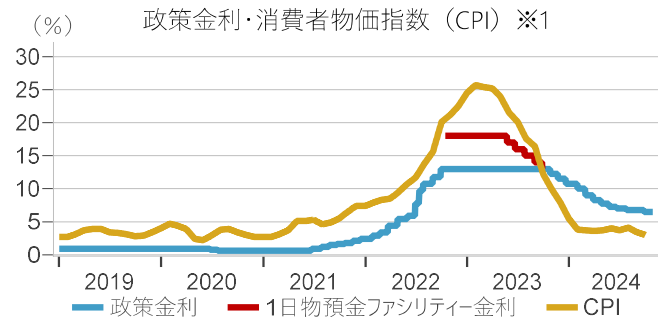
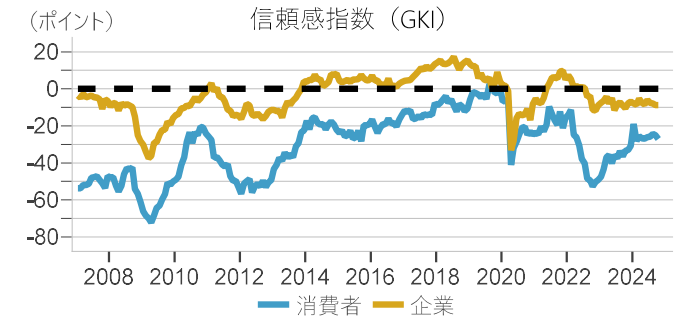
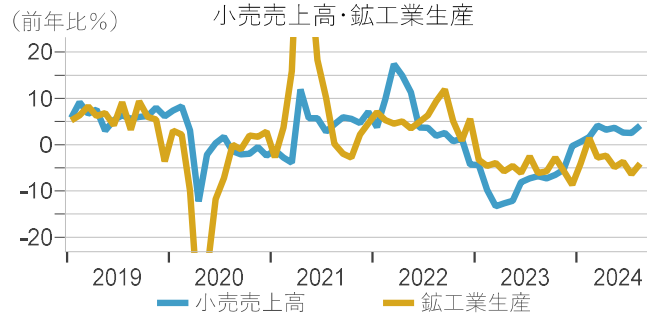
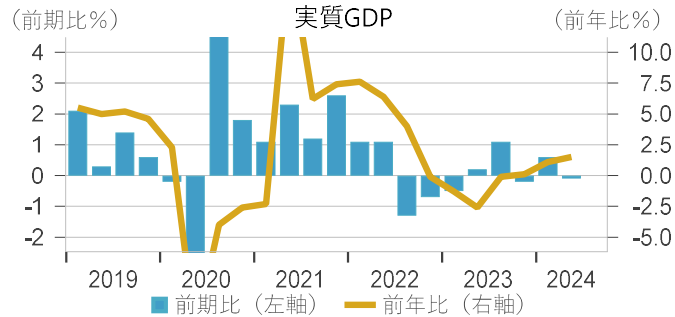
※実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

チェコ 主要経済指標



出所：チェコ統計局、チェコ国立銀行、チェコ財務省、マクロボンド、みずほ

ハンガリー 主要経済指標

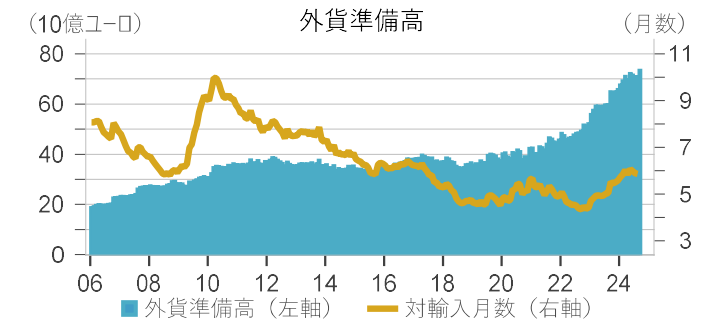
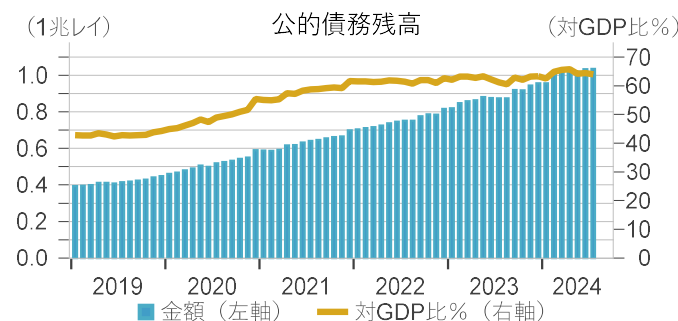
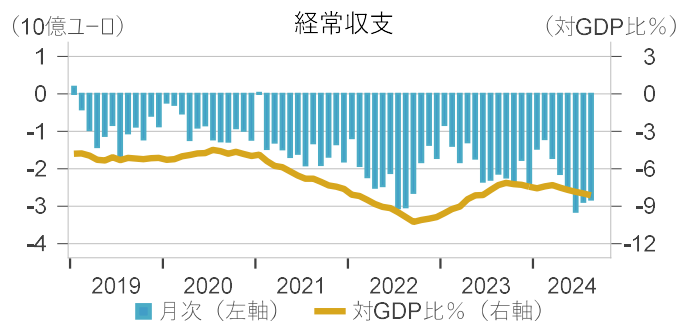
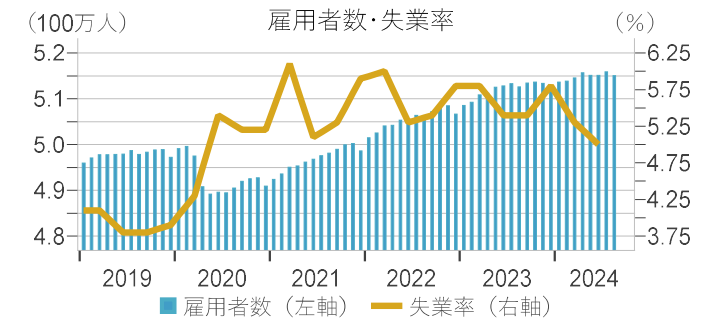
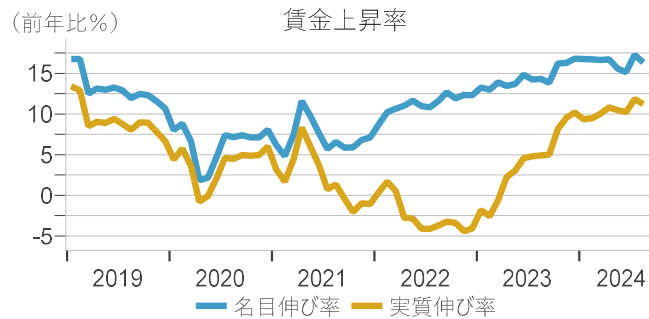
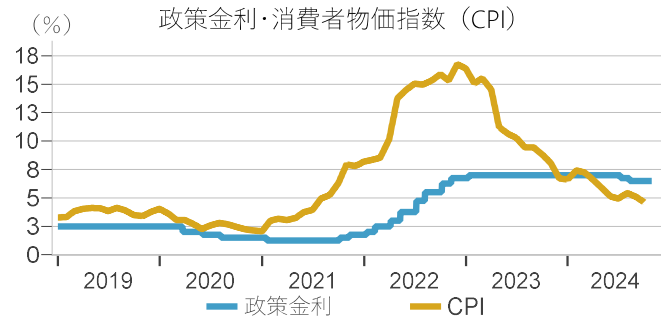
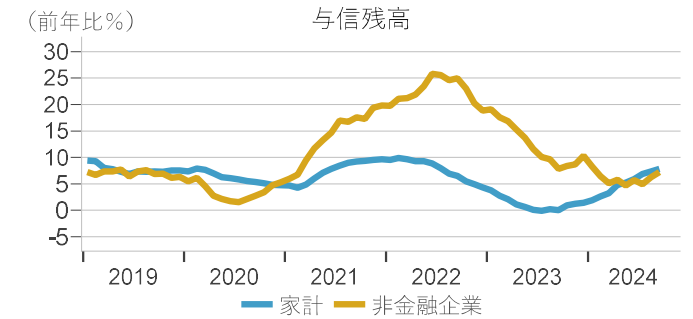
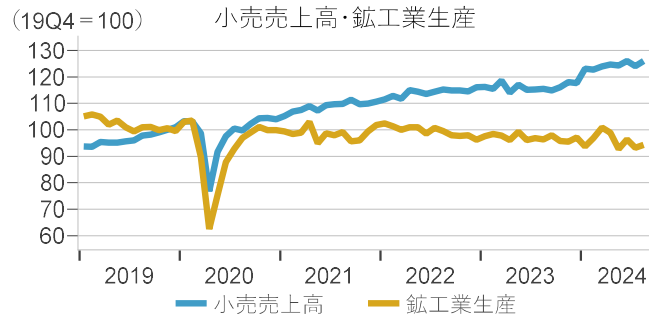
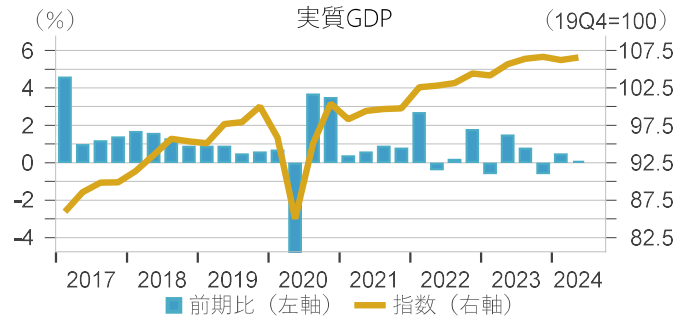


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※2 実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。

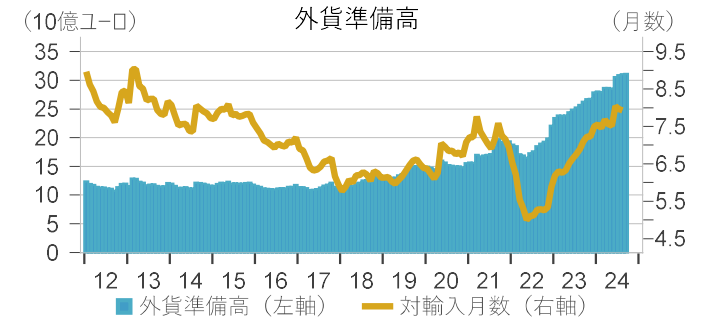
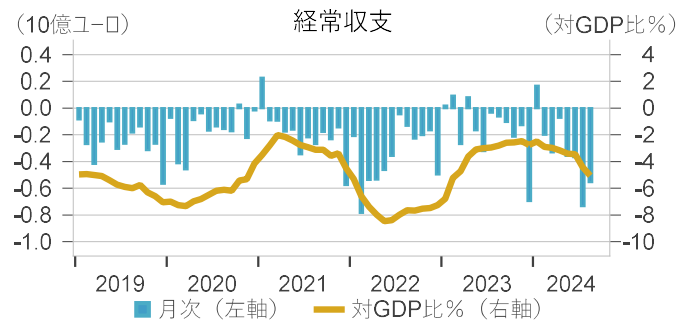
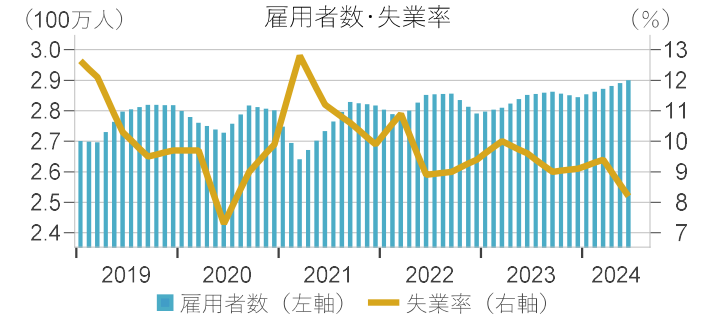
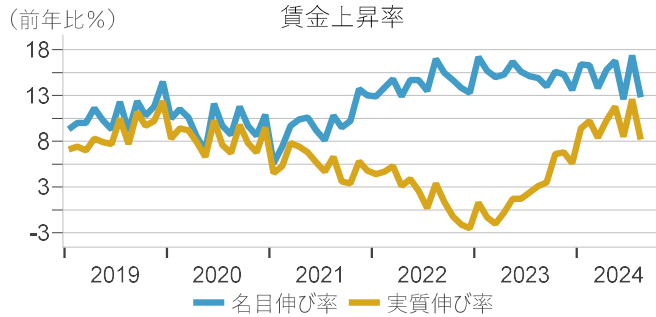
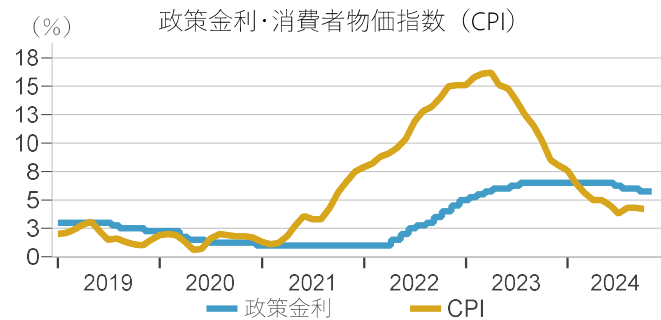
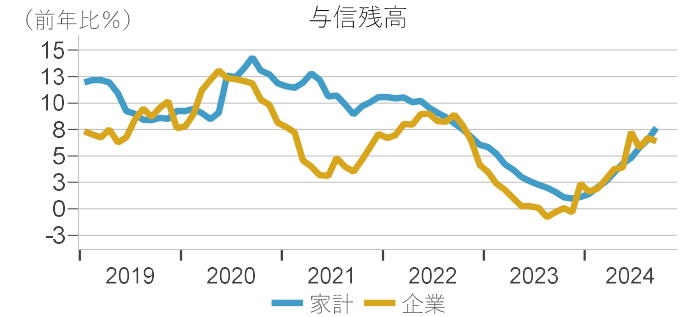
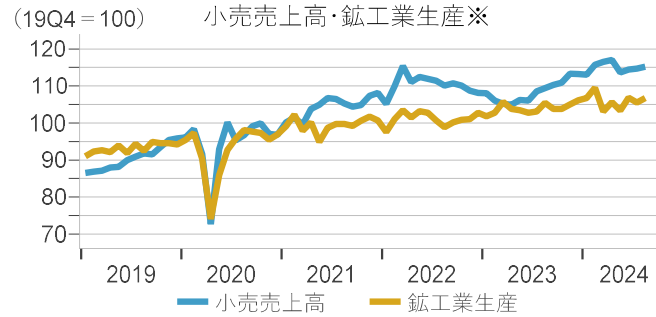
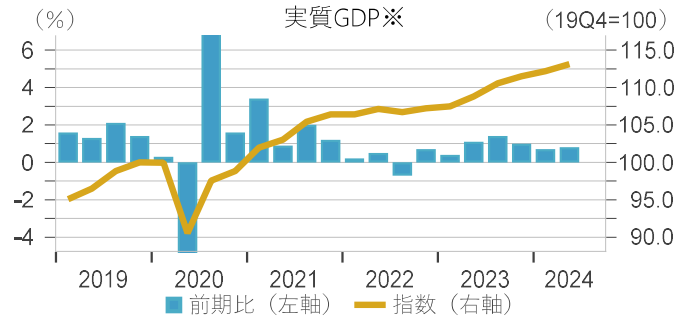
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

ルーマニア 主要経済指標



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、マクロボンド、みずほ

セルビア 主要経済指標



※それぞれの指数は独自に季節調整を行ったうえで使用している。

出所：セルビア統計局、セルビア国立銀行、ユーロスタット、マクロボンド、みずほ

中東欧通貨 中期見通し 世界の中銀の緩和方向の流れが中東欧通貨をサポート

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2024 Dec	2025 Mar	Jun	Sep	Dec
EUR/PLN	4.28	4.26	4.24	4.22	4.21	4.20
EUR/CZK	25.21	25.3	25.4	25.5	25.6	25.7
EUR/HUF	397	398	399	400	402	404
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

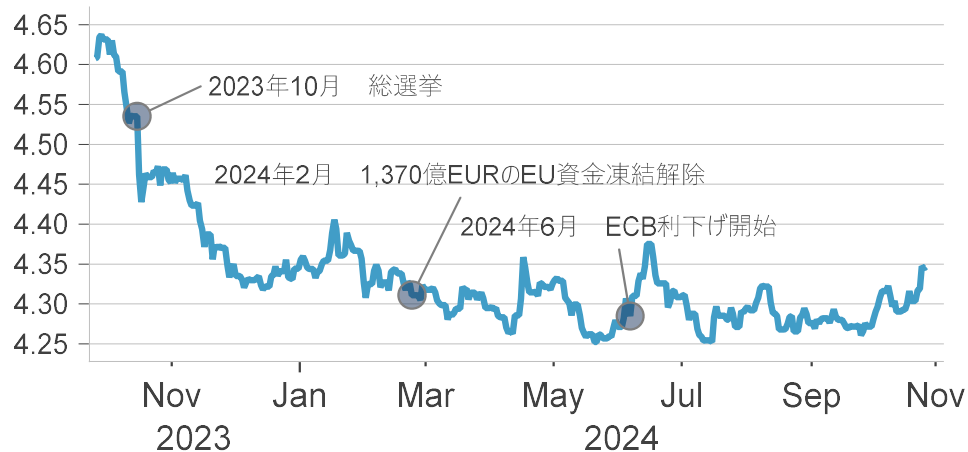
注：見通しは2024年9月30日時点。

- 9月の中東欧通貨は月末終値ベースで対ドル・対ユーロでそれぞれ騰落率が1.0%以内に収まる小幅な展開となった。9月はチェコ、ハンガリーの中央銀行がそれぞれ追加利下げを実施したものの、世界の中央銀行の緩和方向の流れが継続するなかで、相対的に高金利の中東欧通貨はサポートされる格好となった。米国連邦準備制度（FRB）が9月18日に50bpの大幅利下げに踏み切ったほか、欧州中央銀行（ECB）も9月12日の会合で25bpの追加利下げを実施、さらにユーロ圏の景気・物価指標の下振れを背景に10月会合での追加利下げ観測も高まっている。
- ポーランド国立銀行（NBP）は9月4日の会合で市場予想通り政策金利を5.75%で据え置いた。NBPは力強い賃金上昇とエネルギー価格上昇から、価格上昇圧力が生じていると指摘している。NBPの多くのメンバーは利下げの検討は2025年に入ってから、という見方を示している。既に欧州中央銀行（ECB）は6月及び9月の会合で利下げを実施し、10月会合でも追加利下げに動く構えを見せており、ポーランドとユーロ圏の金利差は今後一段と拡大する公算が大きく、ズロチ相場には追い風となる見込みだ。
一方、ポーランド政府は8月28日に発表した財政計画で、2025年の軍事費支出を対GDP比4.7%と、2024年の同4.1%から拡大させる方針を示した。財政計画の発表を受けて、ポーランド国債利回りは急騰（債券価格は下落）、通貨ズロチには下落圧力がかかっている。EU加盟国が「財政規律」と「安全保障の強化」という目標をどう両立させるのかについて重大な問題提起がなされた形であり、欧州委員会の対応が注目される。
- チェコ国立銀行（CNB）は9月25日に25bpの追加利下げを実施し政策金利を4.25%とした。CNBは昨年12月以来、利下げを継続しており、今会合で利下げは7会合連続、累計275bpに達した。ミhil総裁は、サービス業におけるインフレ圧力が根強いことを強調し、今後の利下げを「慎重に」検討しているとしている。もっとも、明確に利下げ停止を示唆したわけではなく、コルナは総裁の会見後、ユーロに対して約0.3%下落している。景気回復の鈍さとインフレ圧力の低下を考慮すれば、CNBが今後も利下げを継続する可能性が高い、という見方が背景にあるものと見られる。
- ハンガリー国立銀行は9月24日の会合で25bpの追加利下げを実施した。8月会合ではインフレ加速を受け、いったん利下げを停止していたが、フォリント相場の持ち直しもあり利下げを再開。もっとも、ビラグ副総裁は10月会合では再び政策金利を据え置く可能性を示唆している。利下げペースを7月以前の毎会合から、隔月ごとにギアを切り替えた可能性があるだろう。

中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

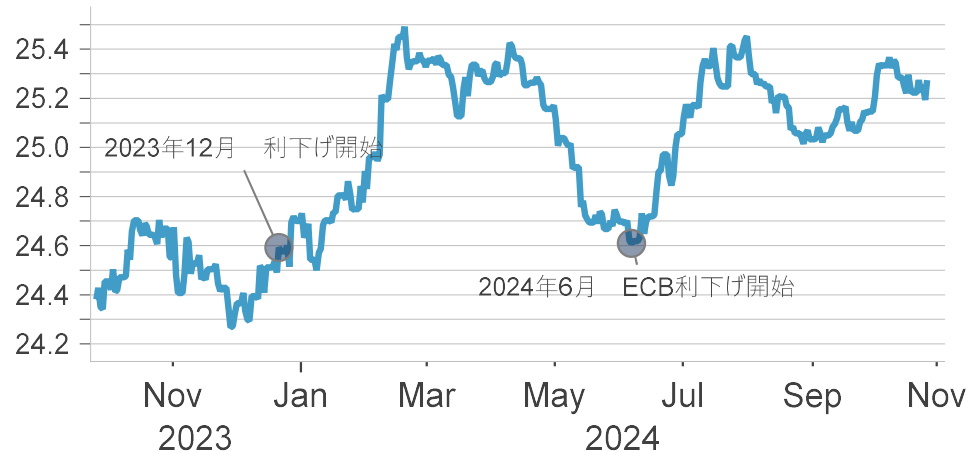
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）

(EURPLN)



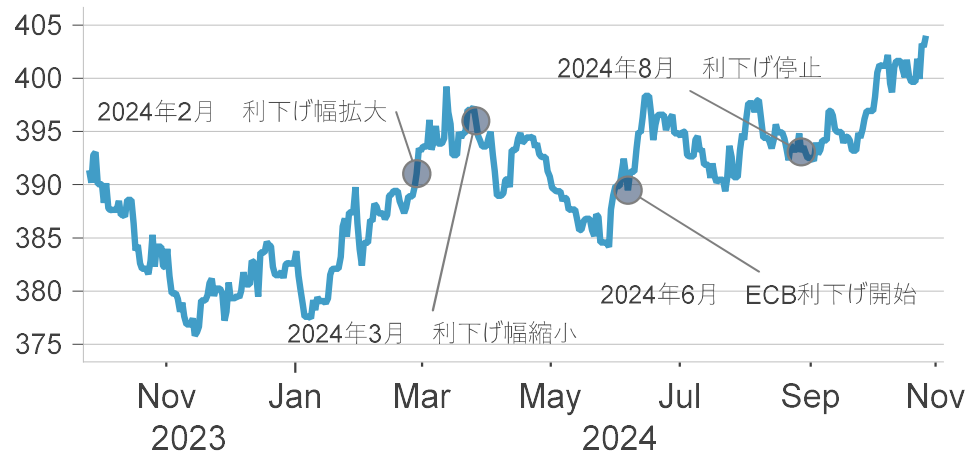
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）

(EURCZK)



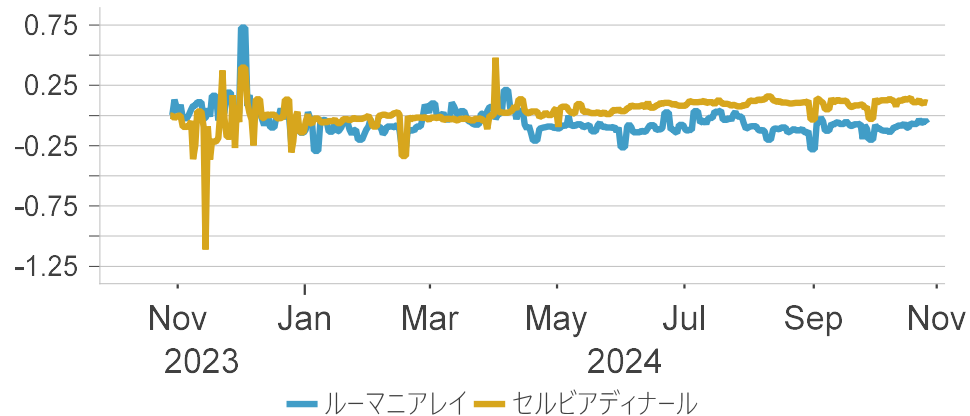
ハンガリーフォリント（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）

(EURHUF)



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

(%)



MACROBOND

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.