

中東欧通貨週報

2024年11月11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

次週は筆者出張につき休刊します。

MIZUHO

中東欧 経済・金融市場 直近の動向

1) 中東欧通貨は米大統領選後に乱高下

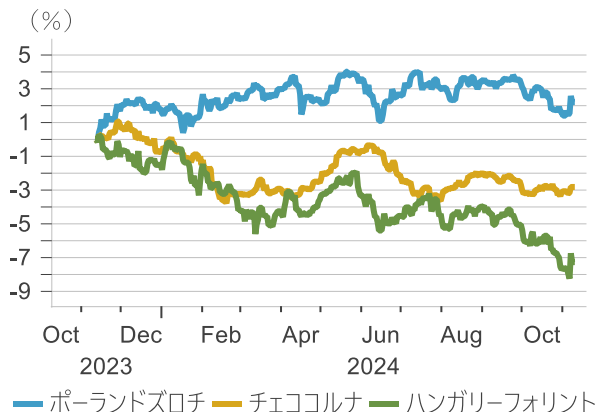
- ・ トランプ氏の勝利が確実となった11月6日の当初の反応では、中東欧通貨は対ドル、対ユーロで下落。巨額の減税、関税、移民制限といった政策がインフレ圧力再燃につながるという見方は多い。インフレ期待の高まりに伴う米金利上昇は、新興国からの資金流出圧力を強め、通貨の下押し圧力となるリスクがある。もっとも、当初の反応が一巡した後は、市場ではそうした「トランプトレード」の巻き戻しが拡大し、中東欧通貨も米大統領選前の水準まで持ち直している。

2) トランプ氏の政策の影響・・・政治的な距離感は各国で大きく異なるも、関税はどの国にとってもリスク。

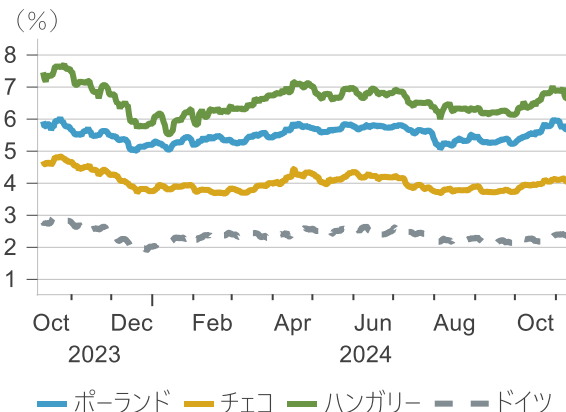
- ・ ポーランドでは、リベラルなトスク首相と、保守的な主張を掲げるトランプ氏の相性の悪さを指摘する向きもあるが、両者はあくまでビジネスライクに付き合っていくと見られる。ウクライナ戦争を受けて、ポーランドが防衛費を2024年時点で対GDP比4.1%と大幅に拡大していること、それに伴い米国製の武器の購入を拡大していることを踏まえれば、米国とポーランドとの歴史的に良好な関係は不変と見られる。
- ・ ハンガリーでは、オルバン首相が、トランプ氏との蜜月関係をEU内で自らの存在感を高めることに利用する可能性。もっとも、トランプ氏が掲げる普遍関税（全ての国に対し10～20%の関税付加）はハンガリーにとってもリスク要因に。小国開放型の同国にとって、米国による関税発動の影響は中東欧諸国の中では比較的大きい。オルバン氏自身も7日のブダペストにおけるEU首脳らの会合で、関税戦争を回避する必要性を主張している。
- ・ チェコ経済は国内市場の規模が小さく、輸出に大きく依存している。欧州最大の経済大国であるドイツの景気低迷はチェコ経済の景気回復の鈍さにつながっているが、トランプ氏が主張する関税計画はチェコ経済にとってさらなるリスクに。

3) ポーランド中銀は据え置き（11月6日）、チェコ中銀は25bpの追加利下げ（11月7日）とそれぞれ市場予想通りの結果に。

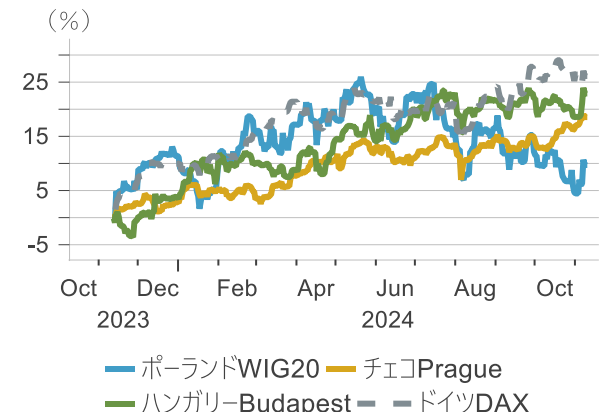
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

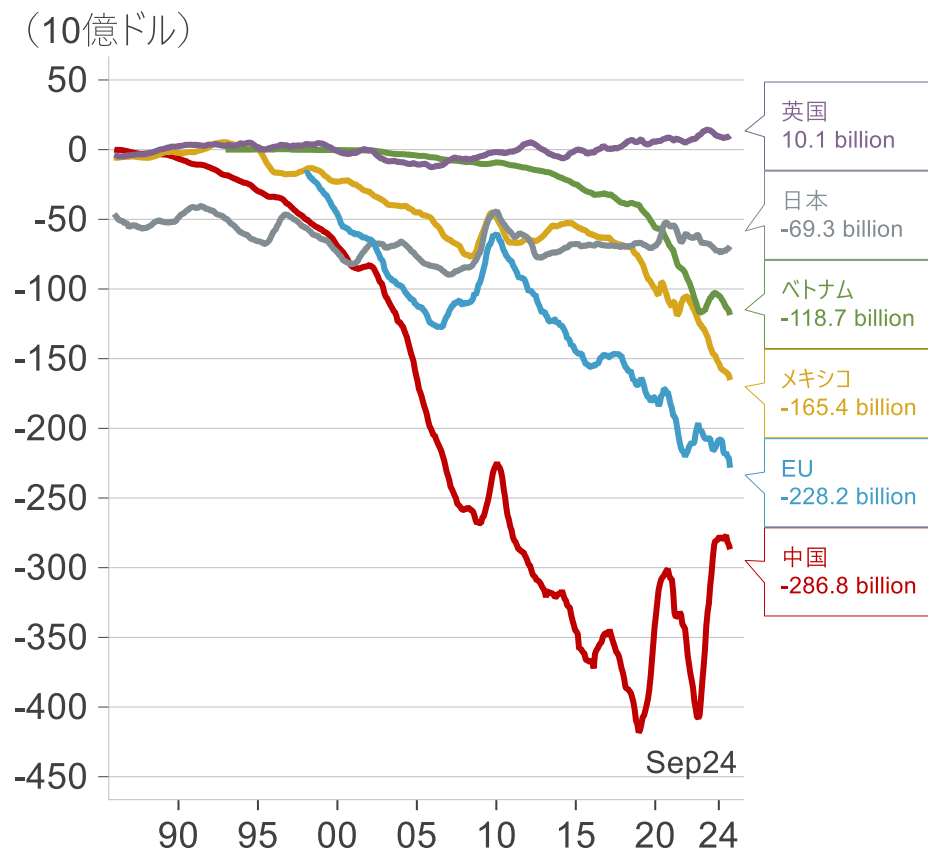


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



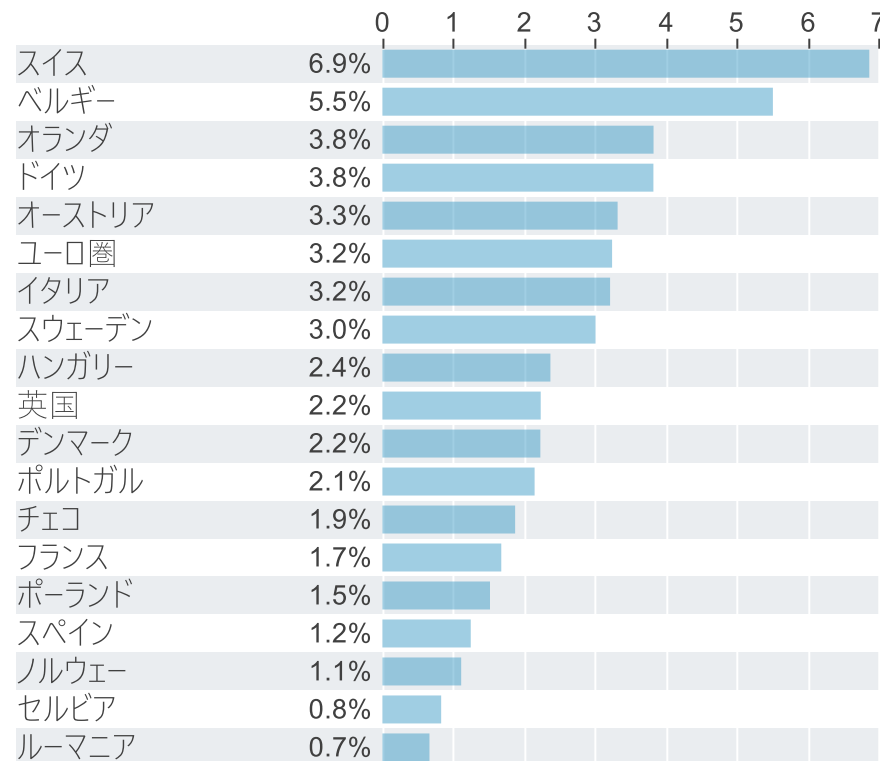
トランプ氏復活の影響・・・全ての国に対し10～20%の関税の引き上げを主張

米国 貿易収支



注：12か月累計値を計算
(出所：米国情勢調査局、マクロポンド、みずほ)

欧州主要国 対米財輸出の各国対GDP比率 (%)

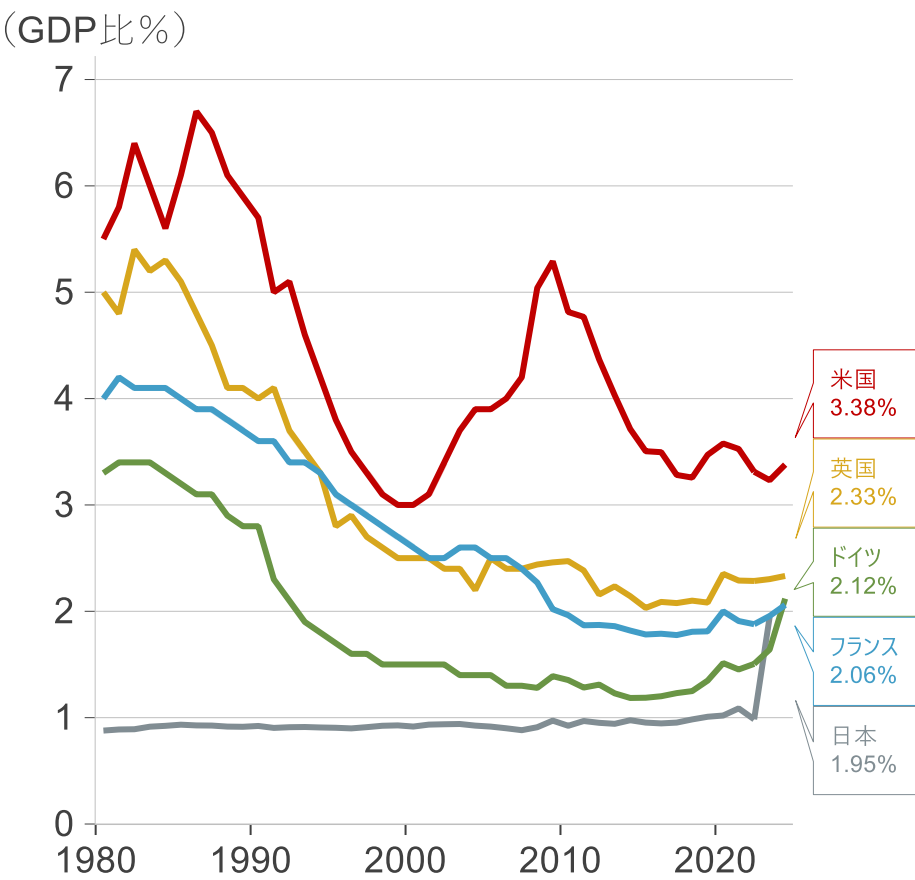


(出所：IMF、マクロポンド、みずほ)

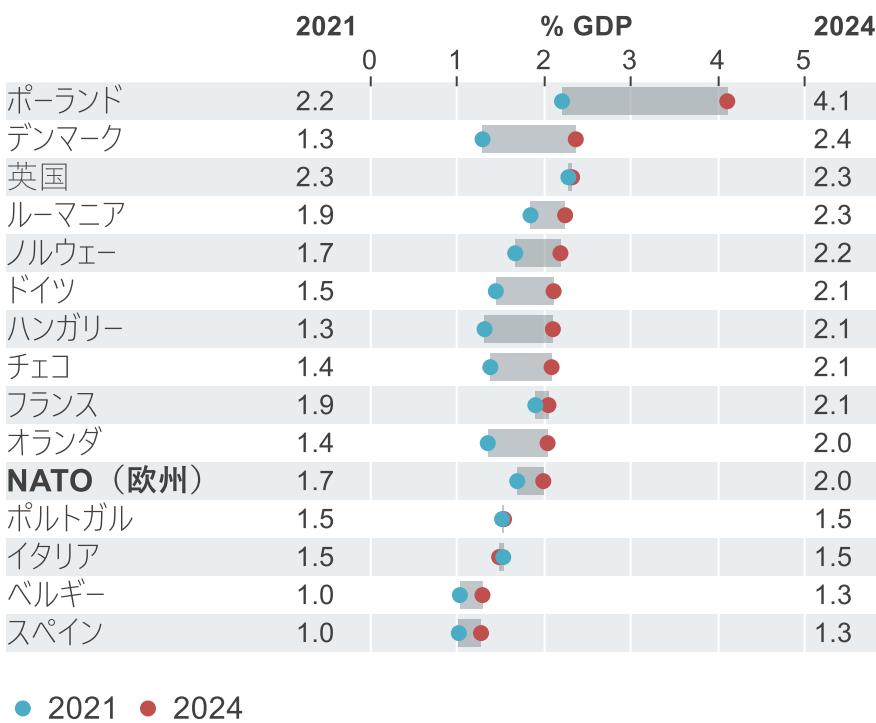
トランプ次期大統領は中国に対し60%、他の国に対しても10～20%の関税引き上げを主張している。米国の貿易赤字のうち、対EUの占める割合は大きい。

第一次政権時と同様に、欧州各国に防衛費の増額を求める可能性

主要国防衛費推移



欧州主要国 防衛費対GDP比率 (%)



(出所：NATO、マクロポンド、みずほ)

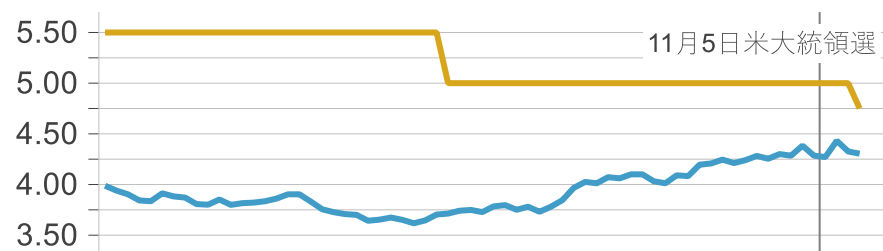
(出所：NATO、財務省、マクロポンド、みずほ)

ロシアによるウクライナ侵略開始以降、欧州主要国は防衛費を増額しており、第一次政権当時、トランプ氏が求めていた対GDP比2.0%の水準はクリアしている。もっとも、ユーロ圏に対する米国の貿易赤字が拡大するなかで、トランプ次期政権が防衛費のさらなる増額（および米国の武器の購入増）を求めるリスクは否定できない。

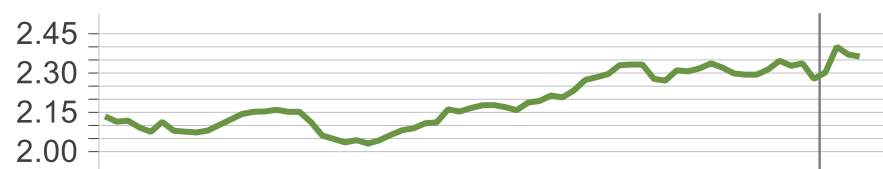
トランプ氏の掲げる政策に伴う景気押し上げ期待と共に、インフレ懸念が再燃

米国市場の動向

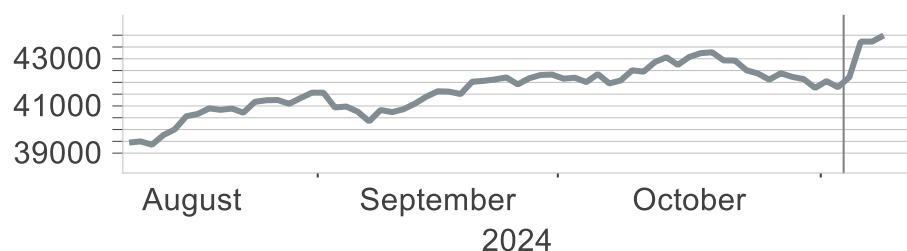
FRB政策金利、米10年国債利回り



インフレ期待（10年ブレイクイーブン）



ダウ平均



（出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ）

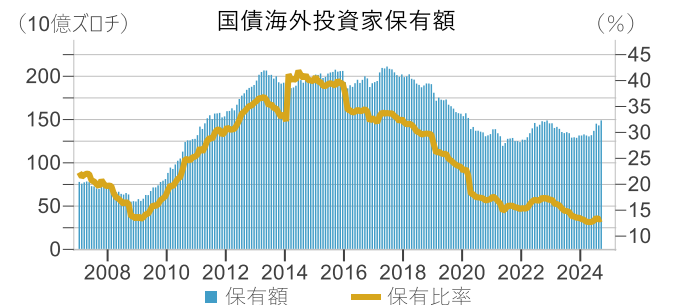
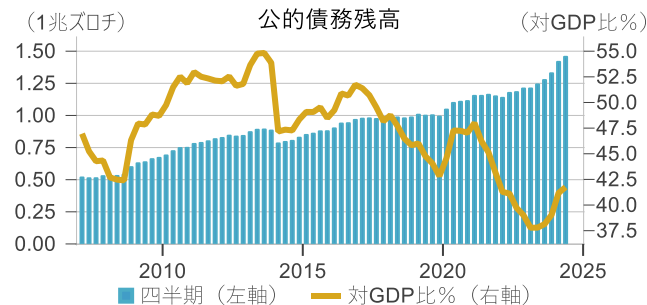
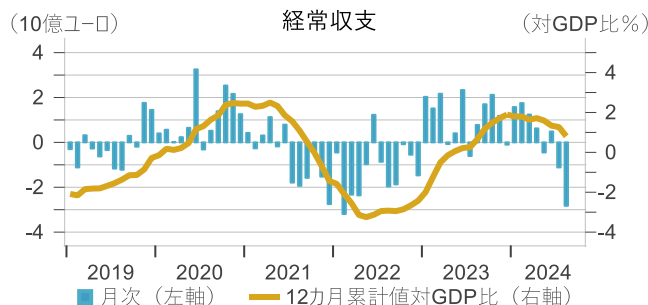
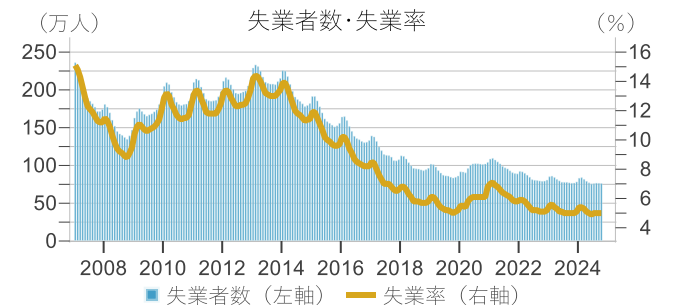
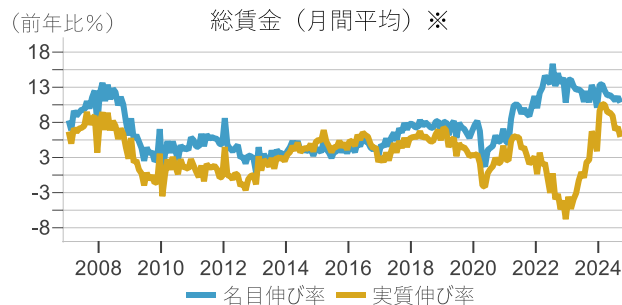
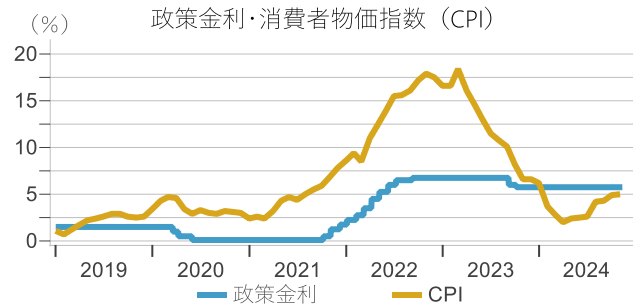
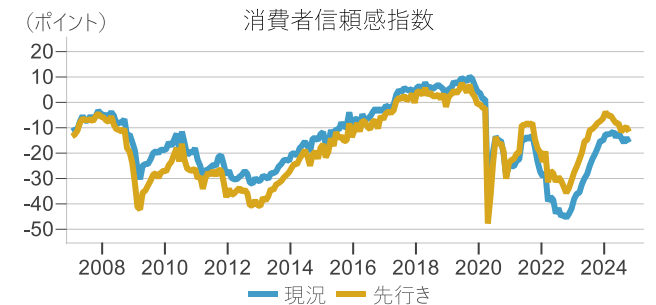
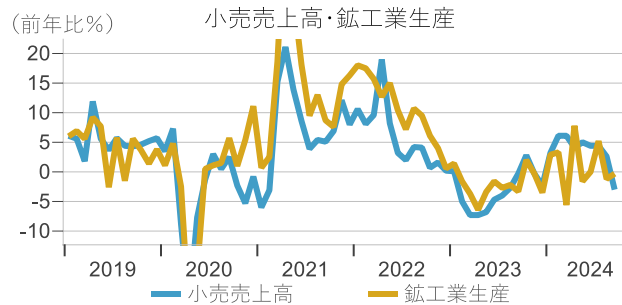
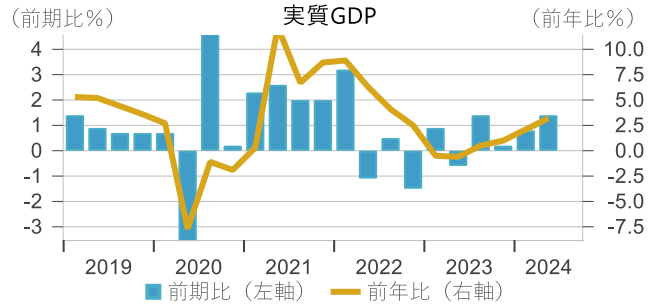
共和党・トランプ氏が主張する政策のインプリケーション

減税	トランプ減税（2025年末が期限）を恒久化。トランプ氏はさらなる法人税の引き下げ（21%から15%へ）や、チップに対する課税の廃止も主張。 ⇒ 景気刺激 。 財政赤字拡大 。 インフレ圧力 。
関税	対中で60%、その他の国々は10～20%の関税をかけると宣言。 ⇒ 景気抑制 。 関税収入は増加 。 インフレ圧力 。
移民制限	「史上最大の強制送還作戦」をアピール。国境警備を強化。 ⇒ 景気抑制 。 人手不足悪化 。 インフレ圧力 。
金融政策	2026年5月に任期が終わるパウエル議長の 後任公認 にハト派的な人物が指名される可能性。 ⇒ 短期的には金利低下、 景気拡大 となったとしても、中長期では インフレ加速 、金利上昇、 景気抑制 のリスク。
エネルギー政策	エネルギー規制が大幅に緩和され、原油増産。米国のエネルギー価格は下落へ。 ⇒ 景気刺激 。 インフレ抑制 。ただし、イラン制裁厳格化が米国増産の影響を打ち消す可能性も。

（出所：各種報道よりみずほ作成）

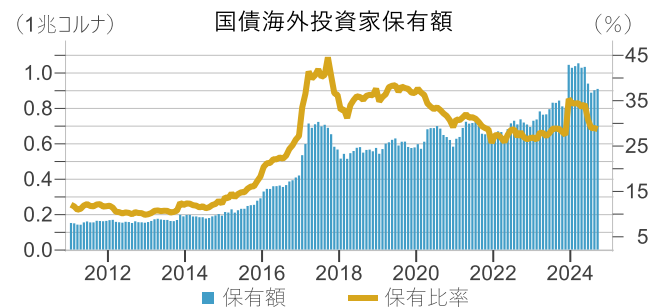
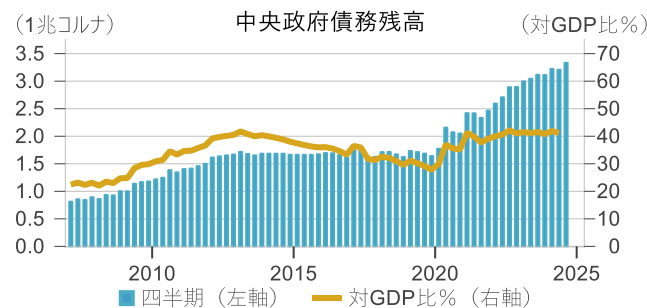
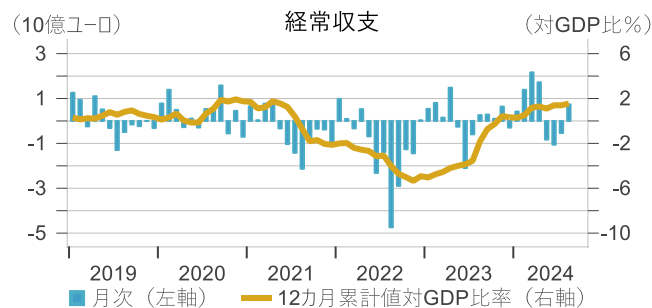
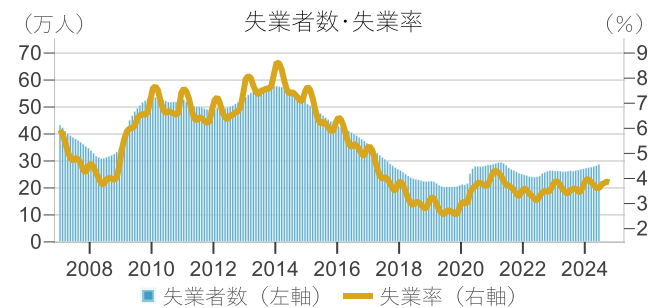
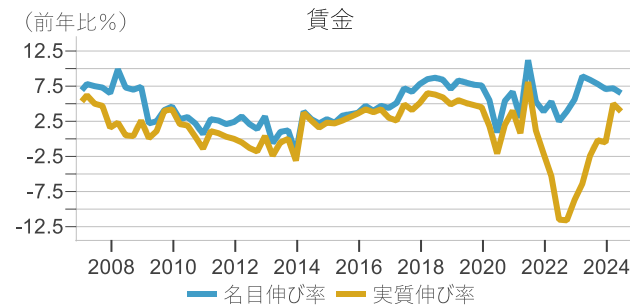
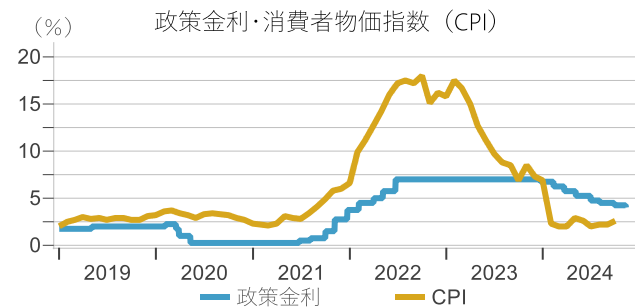
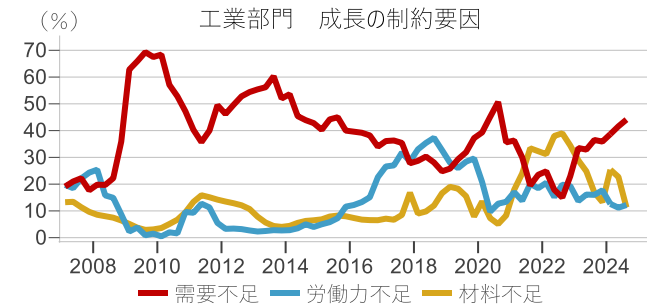
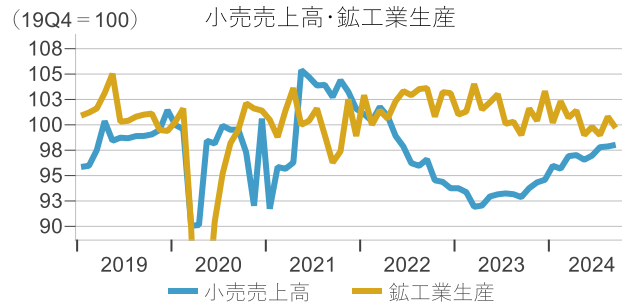
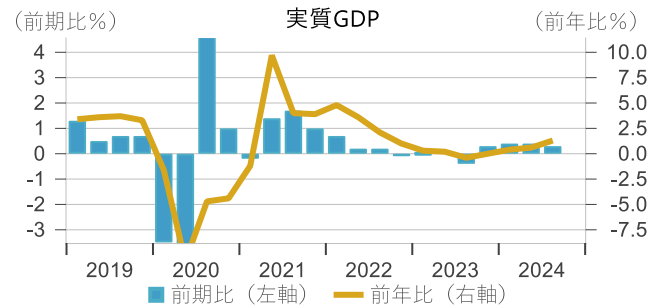
巨額の減税、関税、移民制限といった政策がインフレ圧力につながるという見方は根強い。エネルギー規制の緩和は、米国内のエネルギー価格低下につながる可能性がある一方で、国際的な原油価格に対しては、対イラン制裁の厳格化が米国増産の影響を打ち消す可能性も。

ポーランド 主要経済指標



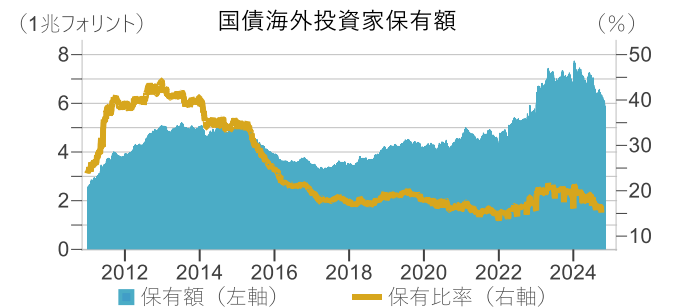
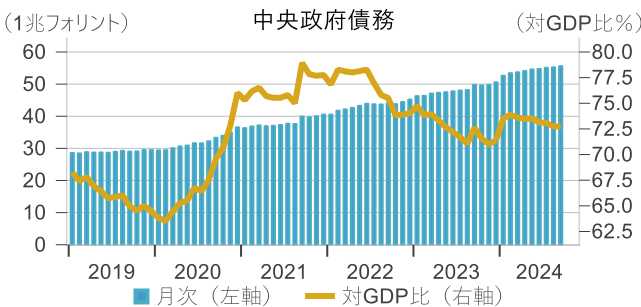
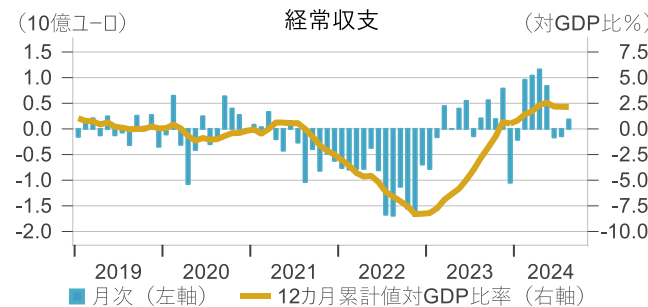
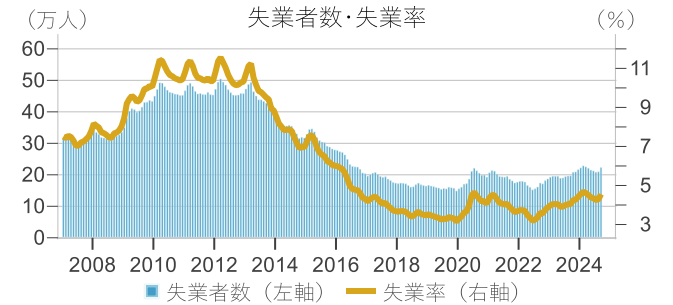
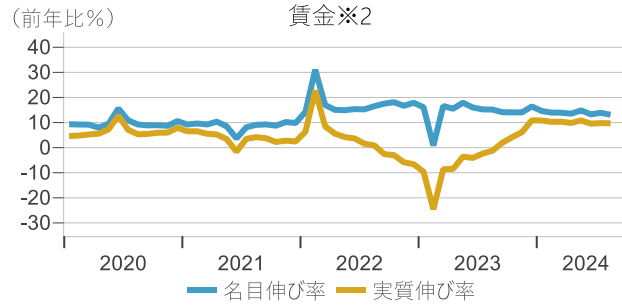
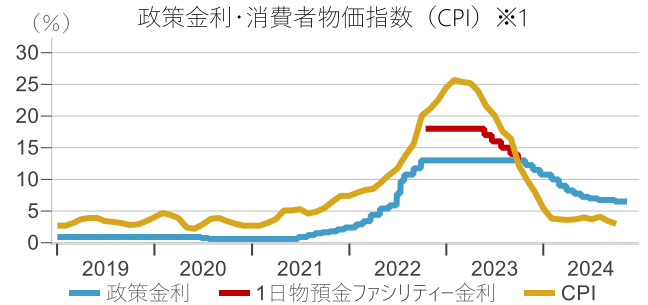
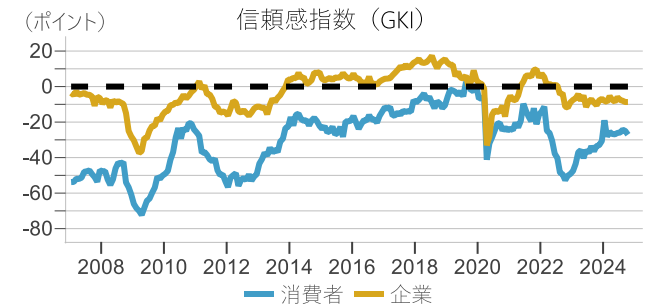
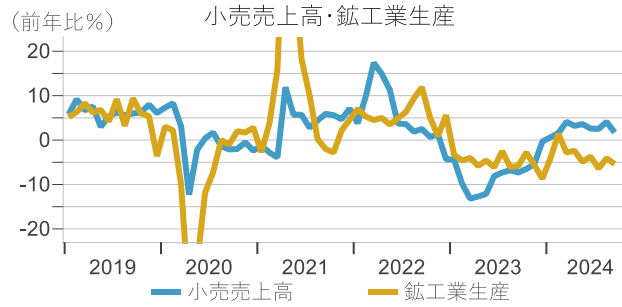
※実質賃金は、消費者物価指数（CPI）の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局（GUS）、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

チエコ 主要経済指標



出所：チエコ統計局、チエコ国立銀行、チエコ財務省、マクロボンド、みずほ

ハンガリー 主要経済指標

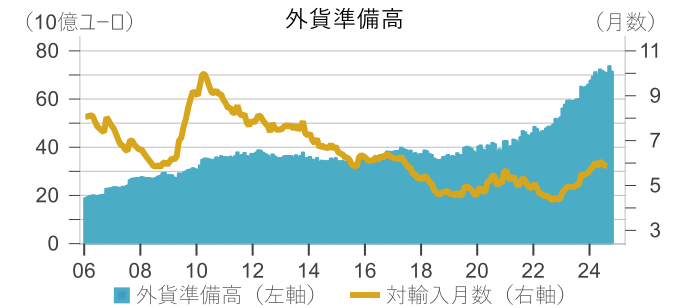
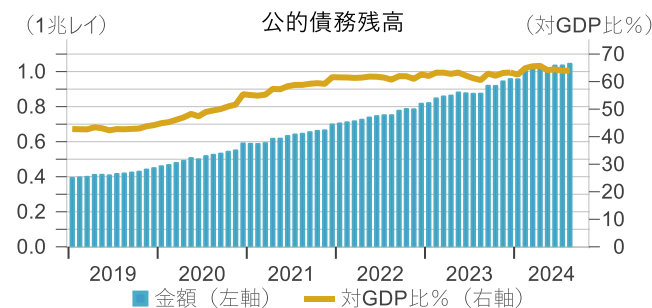
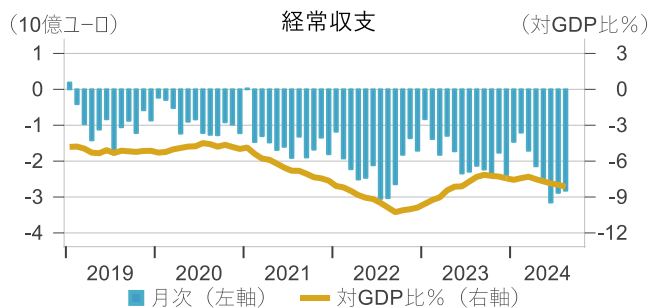
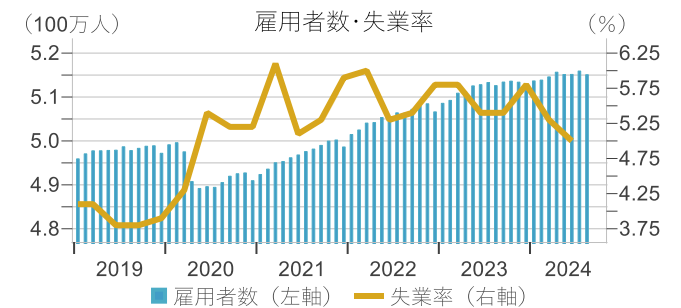
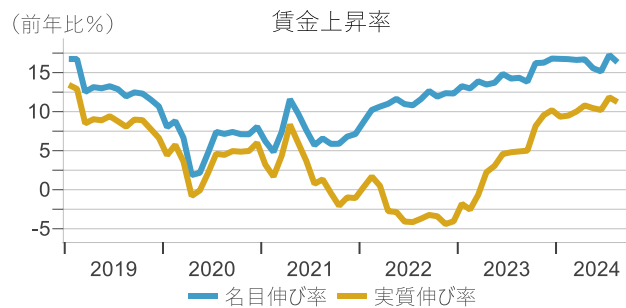
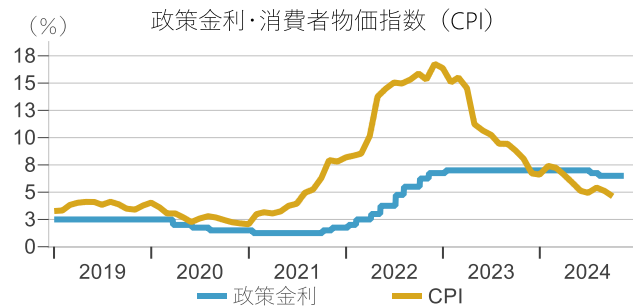
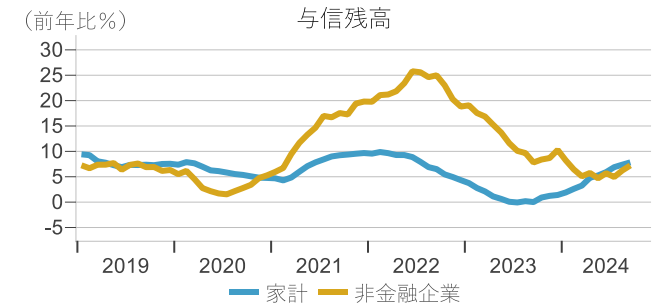
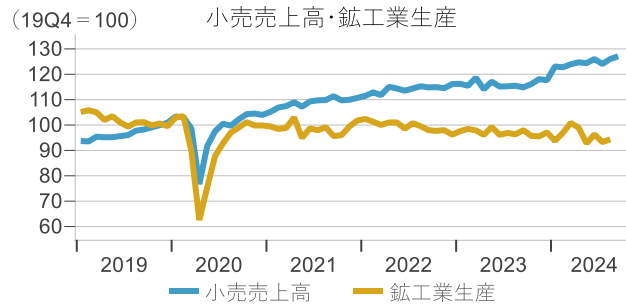


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

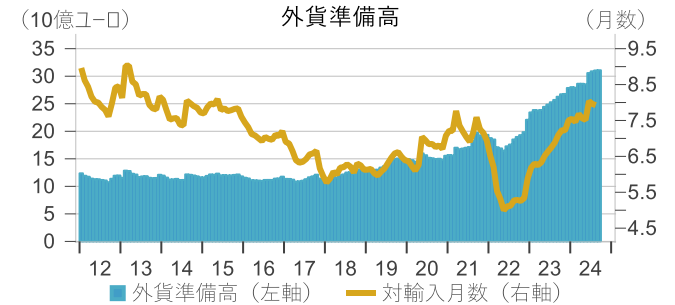
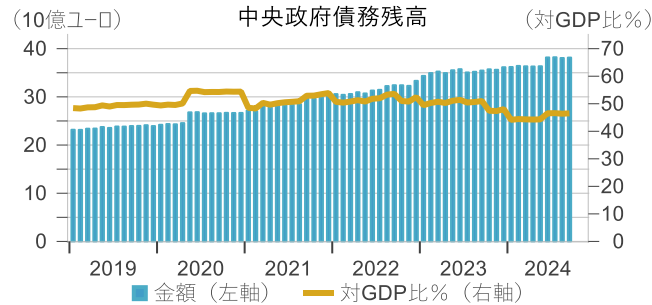
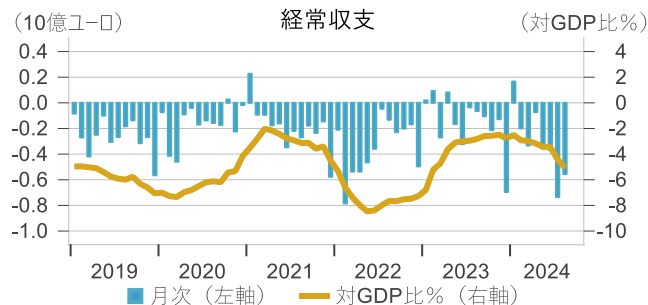
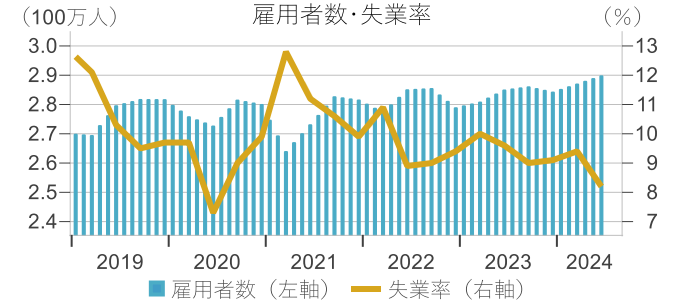
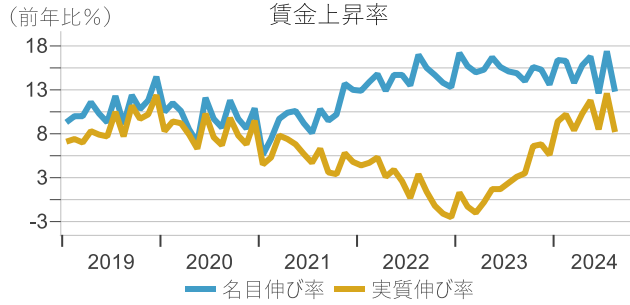
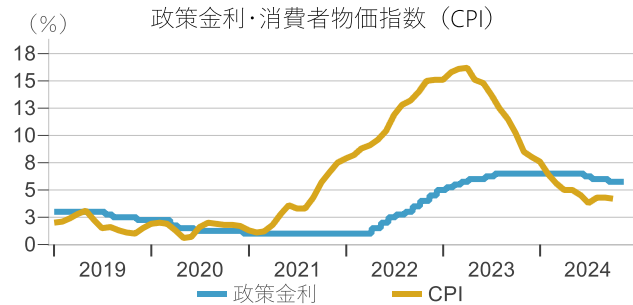
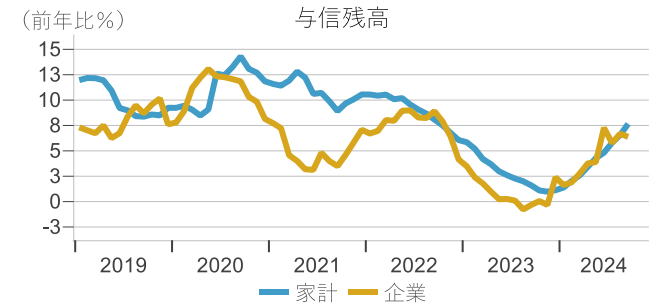
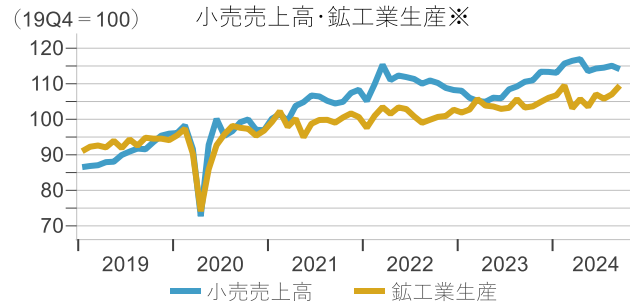
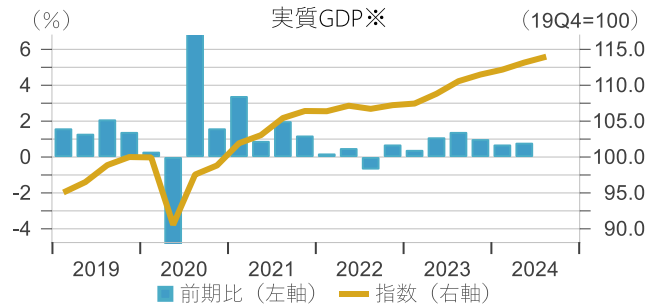
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

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 景気減速・財政リスクの高まりが下押し要因に

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2024 Dec	2025 Mar	Jun	Sep	Dec
EUR/PLN	4.35	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.29	25.3	25.4	25.5	25.6	25.7
EUR/HUF	404	406	408	410	412	414
EUR/RON	4.97	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

注：見通しは2024年10月31日時点。

- 10月の中東欧通貨は対ドル・対ユーロで下落。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が高い。対ユーロでは、ユーロ圏の景気・物価指標が低水準ながらも持ち直し兆しを見せていることも、ユーロの反発を通じて中東欧通貨への下押し圧力となった。
- ポーランドズロチは対ユーロで1.6%下落。上述の世界的な金利上昇・債券売りの流れに加えて、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、9月に発生した大規模な洪水被害からの復興のための財政悪化観測も重石となった。ポーランド中銀は早期利下げには慎重姿勢を貫くと見られ、中長期的には対ユーロでの金利差の拡大が意識される形でズロチは持ち直すと見ている。
- チェココルナは10月10日に発表された9月CPIの大幅な上振れから、利下げ期待が後退し、中東欧通貨の中では対ユーロで0.4%の下落とやや底堅い展開となった。9月CPIは前年同月比+2.6%と8月の同+2.2%から加速し、市場予想の同+2.4%を上回った。景気の持ち直しは鈍く、CNBの金融緩和局面はまだ継続すると見られるものの、11月7日の会合では改めてインフレリスクに対する警戒姿勢が示される公算が大きい。
- ハンガリーフォリントは世界的な金利上昇・債券売りの流れに加えて、ハンガリーの景気低迷や、EUとの対立への懸念などを背景に対ユーロで2.8%と大きく下落した。10月9日には、フォン・デア・ライエン欧州委員会委員長がハンガリーのオルバン首相を厳しく非難する場面もあった。両者はウクライナ支援や、ロシア産のエネルギーからの脱却、国境管理において激しく対立している。フォリントへの下落圧力が強まる中で、ハンガリー国立銀行は10月22日の会合で政策金利を据え置き、さらに利下げ局面の停止を示唆している。

中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

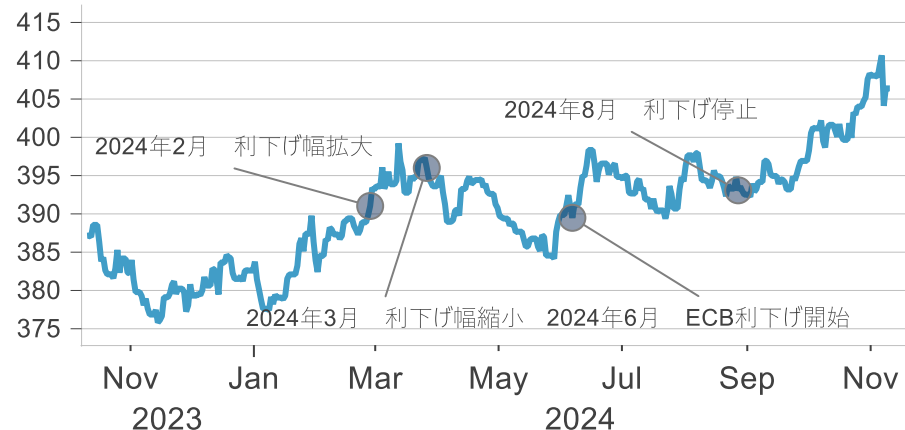
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURPLN)



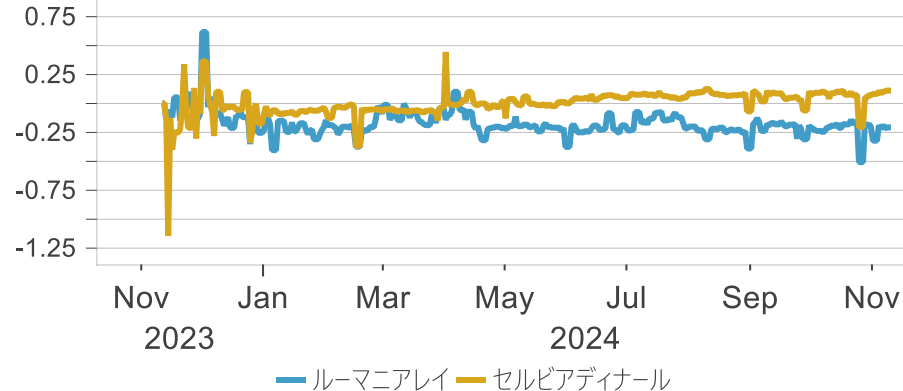
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURCZK)



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.