

中東欧通貨週報

2024年11月20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

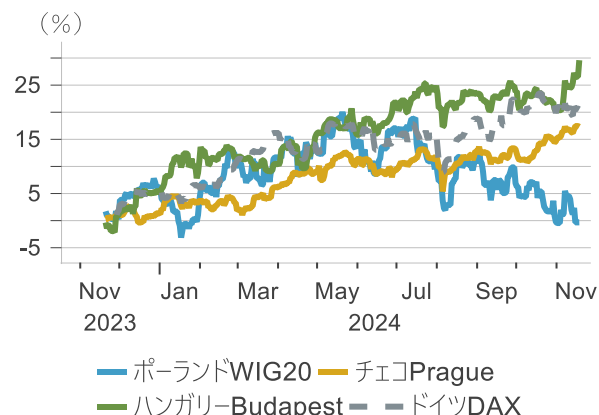
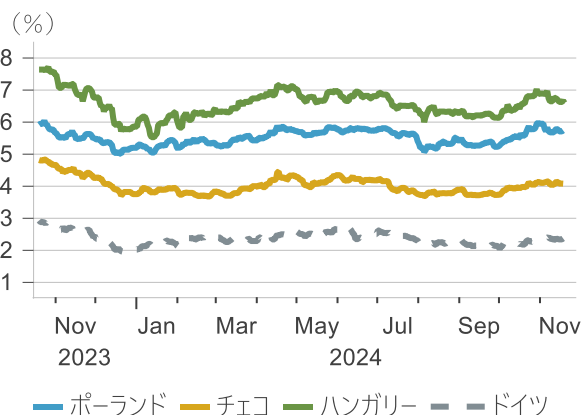
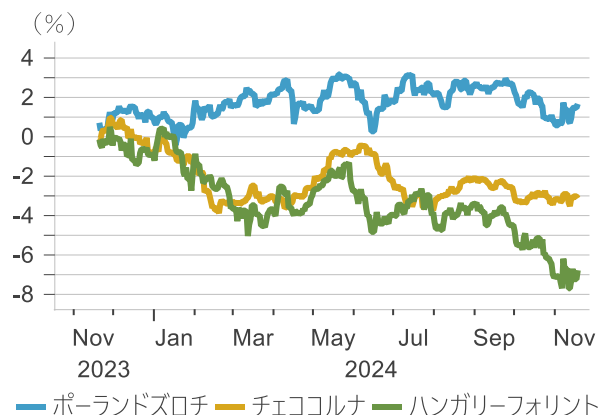
中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) 欧州委員会はポーランドを筆頭に中東欧の高い成長率の継続を予想（11月15日）
 - ・ ポーランド経済は、高い賃金上昇率などを背景とする個人消費の活性化、EU基金からの資金流入の拡大を背景とする堅調な公共投資を両輪として、年率3%を超える高い成長率が続くという見通しを欧州委員会は示している。
 - ・ チェコ経済は実質賃金の高い伸び率に牽引され、個人消費は緩やかながらも回復軌道をたどると見込まれる。EU基金からの資金流入の拡大、住宅市場の回復、海外直接投資に牽引された投資の拡大も支えに。
 - ・ ハンガリー経済は個人消費が成長回復に寄与すると見込まれる一方で、（EU資金流入の停滞などに伴う）公共投資の先送りや、企業マインドの悪化が投資の重石に。また、自動車業界の見通しを巡る不確実性は引き続き投資を抑制する要因になると見込まれている。
- 2) ハンガリー中銀は市場予想通り政策金利を6.50%で据え置く。（11月19日）
- 3) 中東欧通貨は上下に振れ幅の大きい展開もここ2週間は対ドル、対ユーロで狭いレンジ内での動きに留まる。
 - ・ 11月5日の米大統領選でトランプ氏が勝利を確実にして以降、同氏が掲げる関税や移民制限策、さらには減税・財政支出拡大が米景気拡大とインフレ再燃に結び付くという見方から当初は、グローバルに長期金利が上昇し、中東欧を含む新興国通貨にも重石となった。もっとも、当初の反応が一巡した後は、米金利の上昇圧力は和らいでおり、中東欧通貨も持ち直している。

対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）

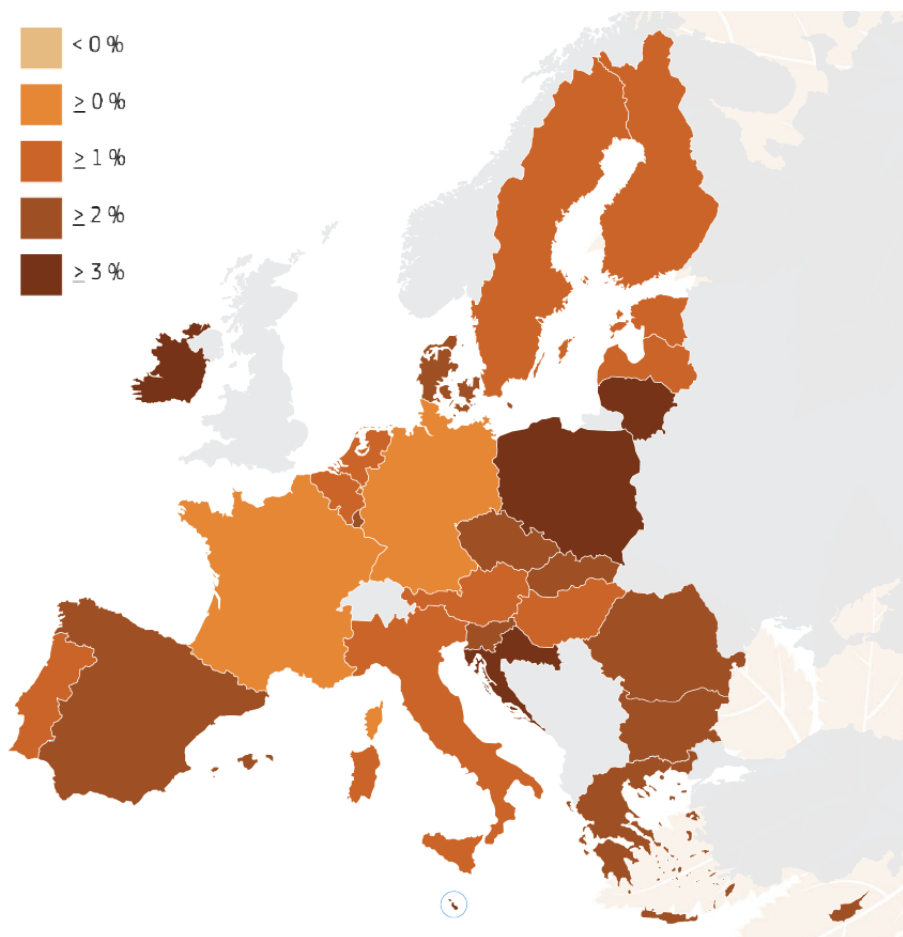
10年国債利回り

株価指数 ユーロ換算後年間騰落率

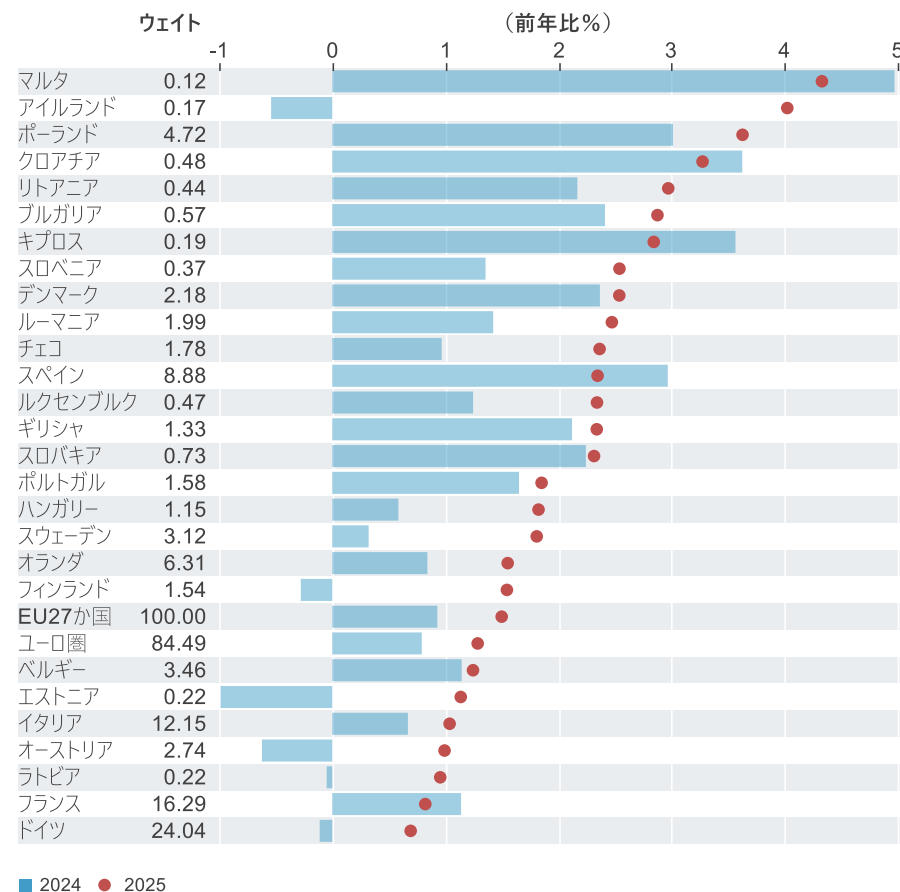


欧州委員会はポーランドを筆頭に中東欧の高い成長率の継続を予想（11月15日）

2025年実質GDP成長率ヒートマップ（出所：欧州委員会）



各国・地域 実質GDP成長率見通し



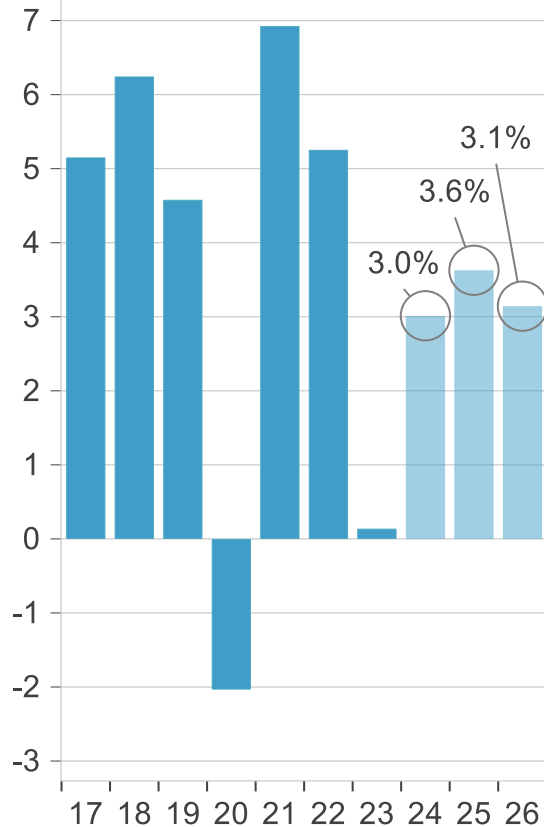
注：ウェイトはEU27か国に占める名目GDPのシェア。2025年時点。
（出所：欧州委員会、マクロポンド、みずほ）

欧州委員会は秋季経済予測の中で、ポーランドの実質GDP成長率を2024年：前年比+3.0%、2025年：同+3.6%へと予想。チェコやハンガリーの成長率も持ち直すと見込んでいる。

ポーランド 個人消費や公共投資の拡大をドライバーに成長が加速へ

実質GDP成長率

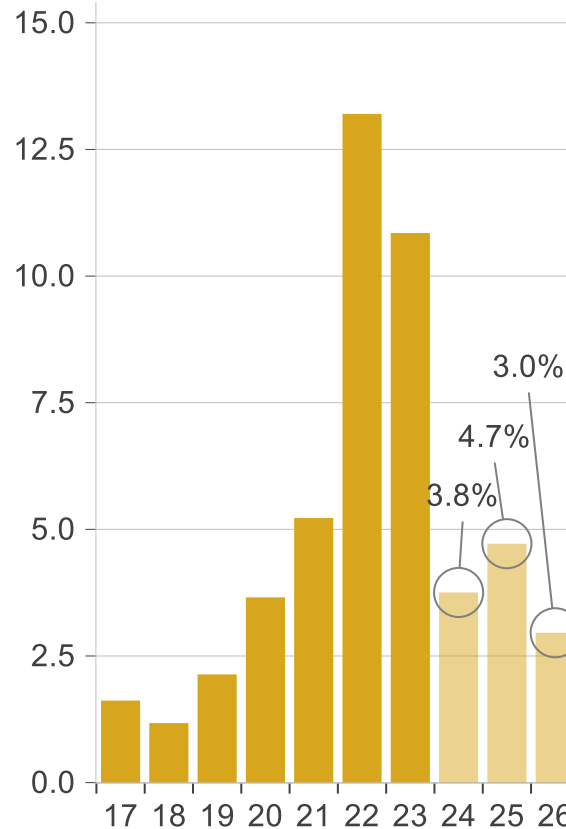
(前年比%)



(出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ)

消費者物価指数 (CPI)

(前年比%)



(出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ)

欧州委員会のコメント抜粋

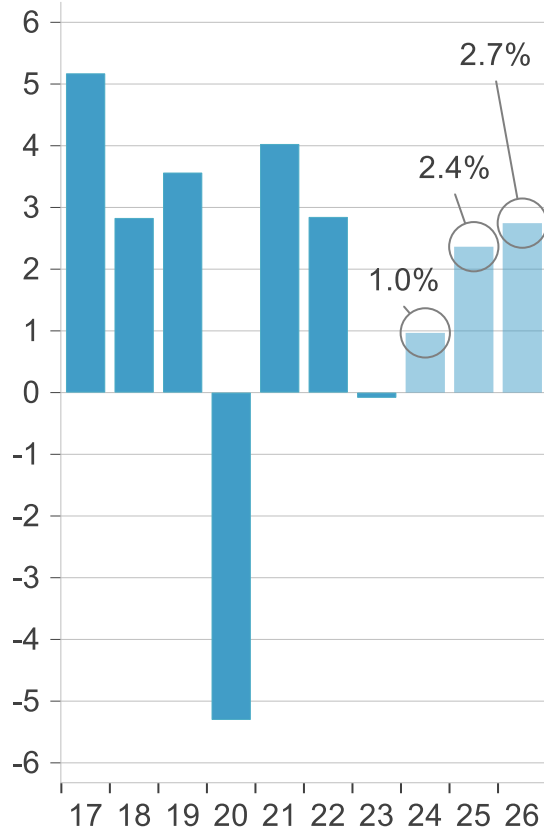
- 実質GDP成長率は2023年の前年比0.1%から2024年には同+3.0%と持ち直し、2025年には同+3.6%へと加速する見込み。2026年には同+3.1%へと減速するも高い伸び率が継続する見込み。
- 個人消費が最大のドライバー。労働需給の逼迫を背景とする高い賃金上昇率、家計への政府支援、消費者のセンチメント改善、インフレ懸念の後退が支えに。
- EU基金からの資金流入の拡大を背景に、2025年は公共投資が加速。
- 純輸出のマイナスは実質GDP成長率の押し下げ要因となるが、貿易相手国・地域の景気の持ち直しに伴い、マイナス幅は徐々に縮小する見込み。

欧州委員会は11月15日に公表した秋季経済見通しの中で、高い賃金上昇率などを背景とする個人消費の活性化、EU基金からの資金流入の拡大を背景とする堅調な公共投資を両輪として、ポーランド経済は年率3%を超える高い成長率が続くという見通しを示している。

チェコ 個人消費の緩やかな回復と投資の拡大が支えに

実質GDP成長率

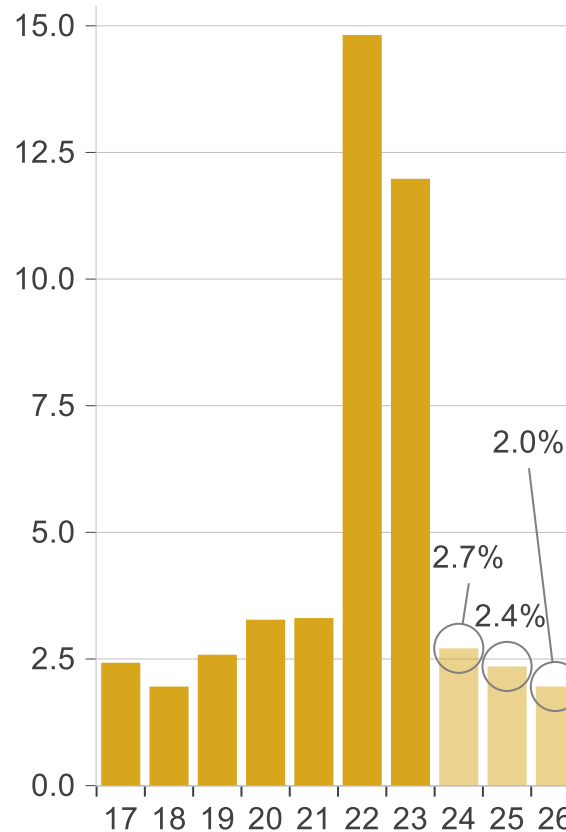
(前年比%)



(出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ)

消費者物価指数（CPI）

(前年比%)



(出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ)

欧州委員会のコメント抜粋

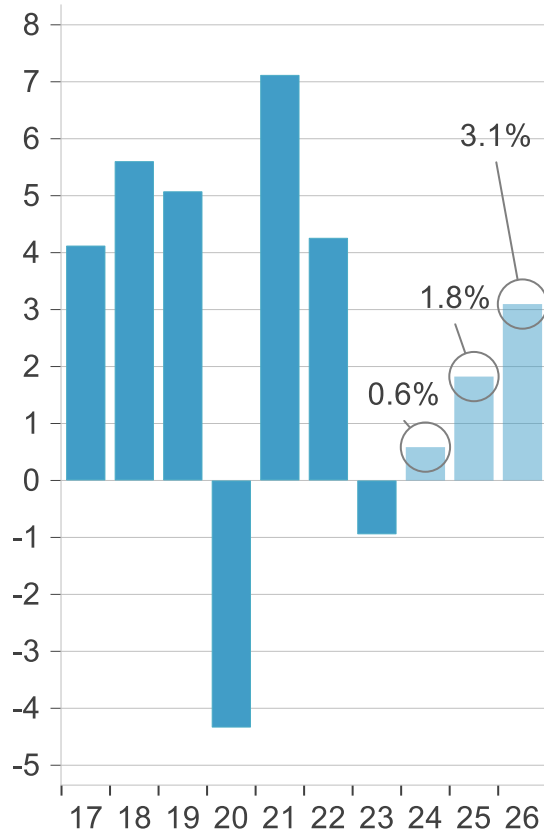
- チェコ経済は2023年の前年比▲0.1%のマイナス成長から2024年には同+1.0%、2025年には同+2.4%、2026年には同+2.7%と成長を再開させると見込まれる。
- インフレ率の低下に伴う実質賃金の高まりは、個人消費の回復につながると見込まれる。もっとも、チェコの家計は依然として支出拡大には慎重姿勢であり、回復の勢いは緩やかになる見込み。
- 投資は、EU基金からの資金流入の拡大、住宅市場の回復、海外直接投資に牽引されて高い伸びが続く見込み。
- 自動車がチェコの主要な輸出品目であることに変わりがないが、IT輸送といったサービス輸出も急速に成長している。

チェコ経済は実質賃金の高い伸び率に牽引され、個人消費は緩やかながらも回復軌道をたどると見込まれる。EU基金からの資金流入の拡大、住宅市場の回復、海外直接投資に牽引された投資の拡大も支えに。

ハンガリー 個人消費は着実に回復も、投資の停滞が重石に

実質GDP成長率

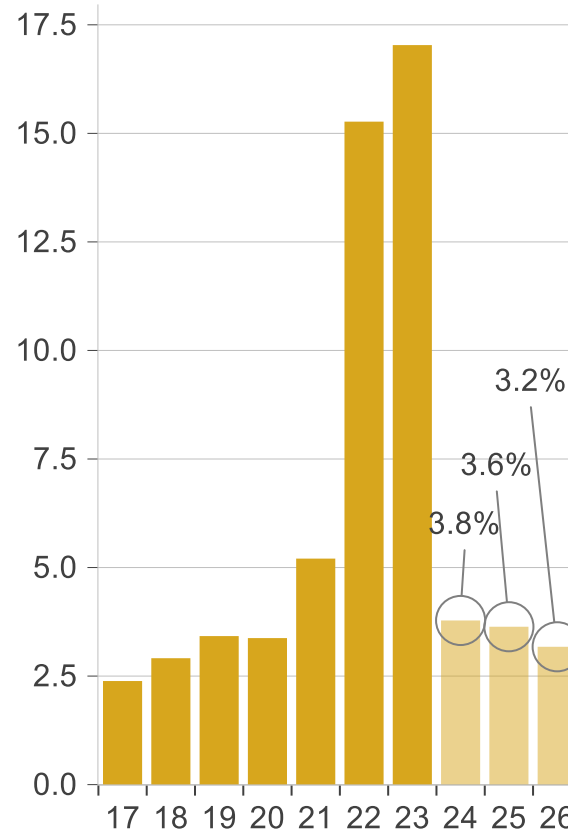
(前年比%)



(出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ)

消費者物価指数 (CPI)

(前年比%)



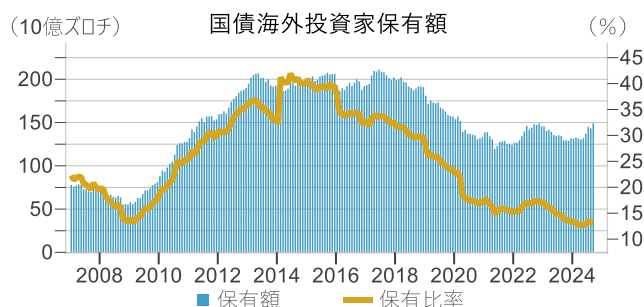
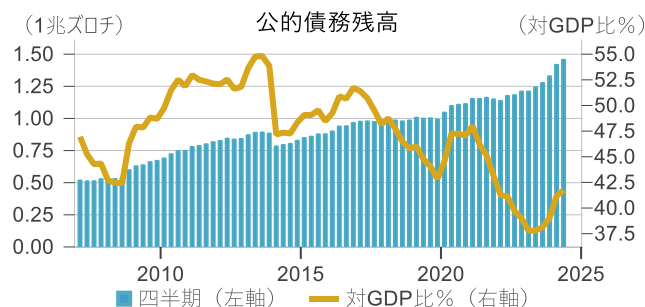
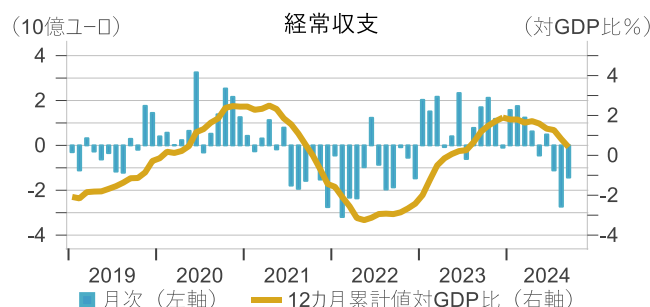
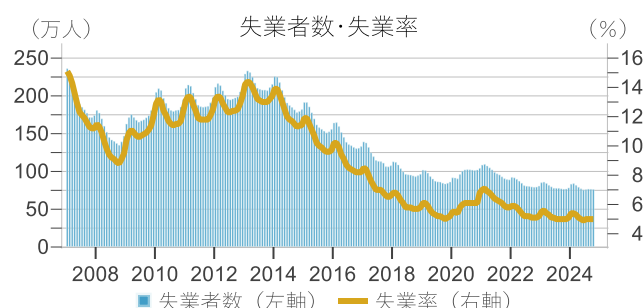
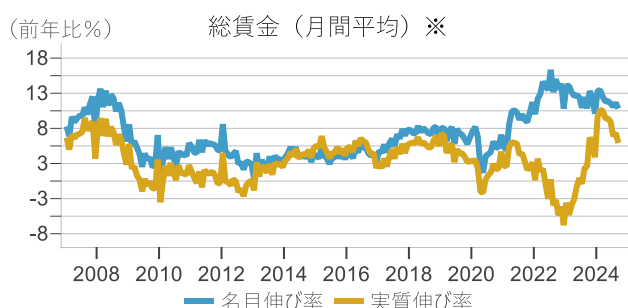
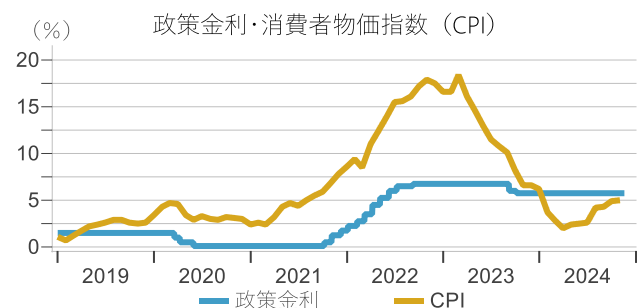
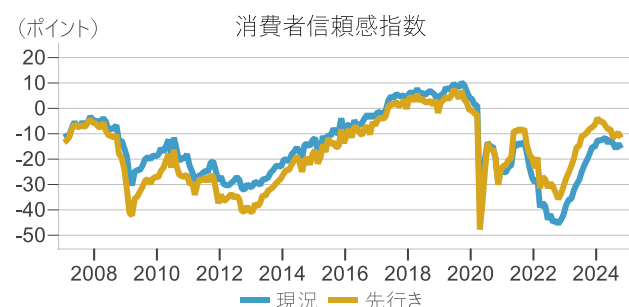
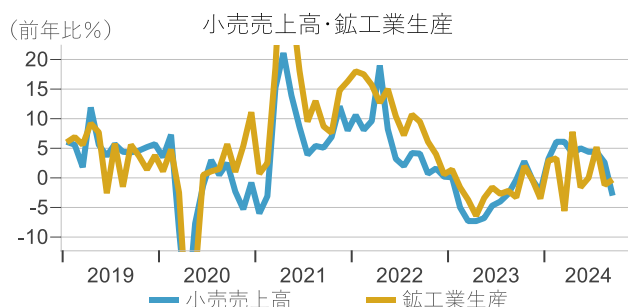
(出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ)

欧州委員会のコメント抜粋

- ハンガリーの実質GDP成長率は2024年に前年比+0.6%と2023年の▲0.9%のマイナス成長からの持ち直しは限定的に留まるが、2025年は同+1.8%、2026年は同+3.1%と緩やかに持ち直す見込み。
- 回復の牽引役は個人消費。堅調な労働市場と高い賃金上昇、金融緩和により、着実に成長すると見込まれる。
- 投資は、(EU資金流入の停滞などに伴う) 公共投資の先送りや、企業マインドの悪化が重石に。また、自動車業界の見通しを巡る不確実性は引き続き投資を抑制する要因になると見込まれる。
- 機械や輸送機器の需要が貿易相手国・地域で低迷していることも、輸出の足かせとなっている。

個人消費は成長回復に寄与すると見込まれる一方で、(EU資金流入の停滞などに伴う) 公共投資の先送りや、企業マインドの悪化が投資の重石に。また、自動車業界の見通しを巡る不確実性は引き続き投資を抑制する要因になると見込まれている。

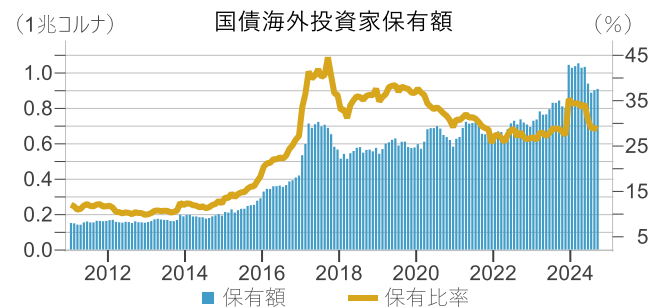
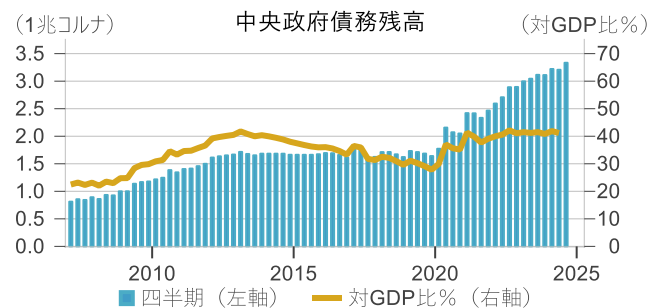
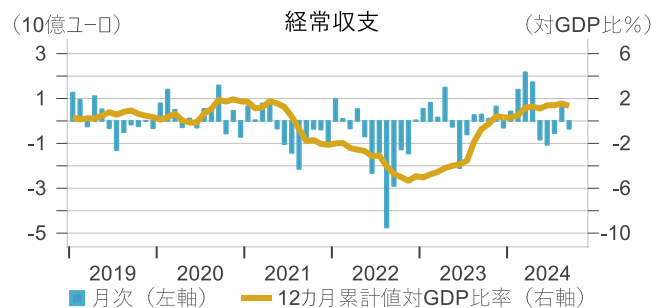
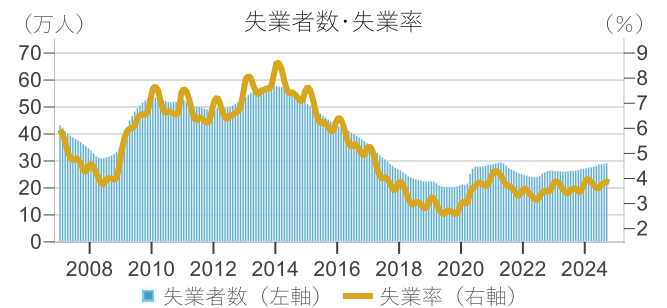
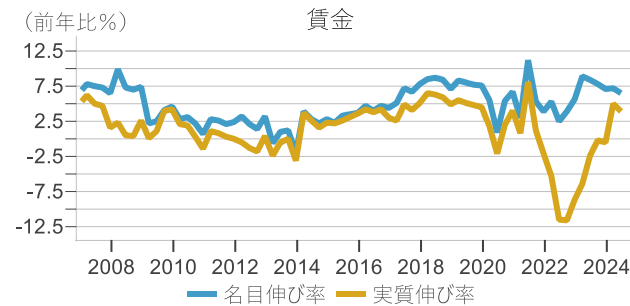
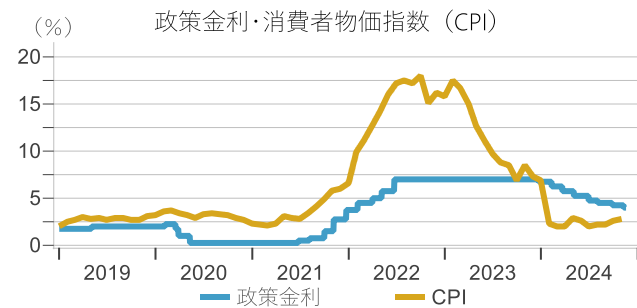
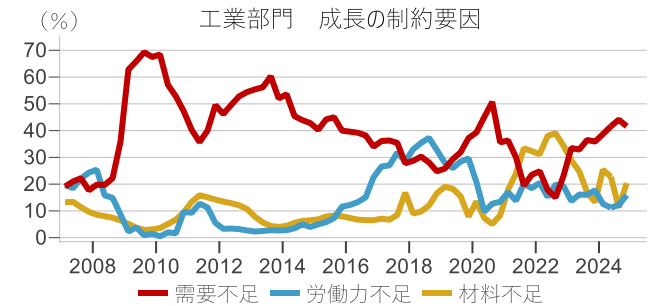
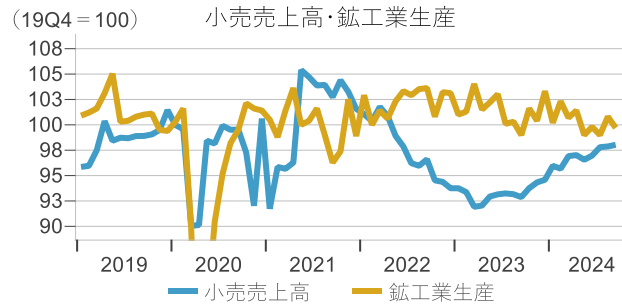
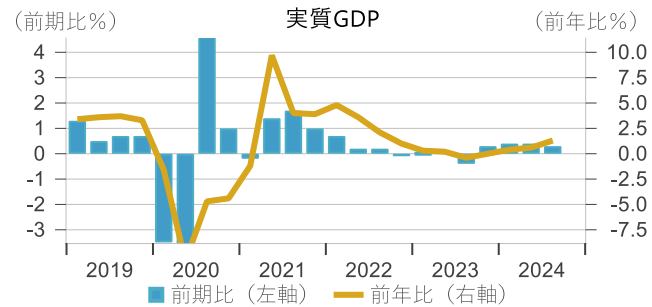
ポーランド 主要経済指標



※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。

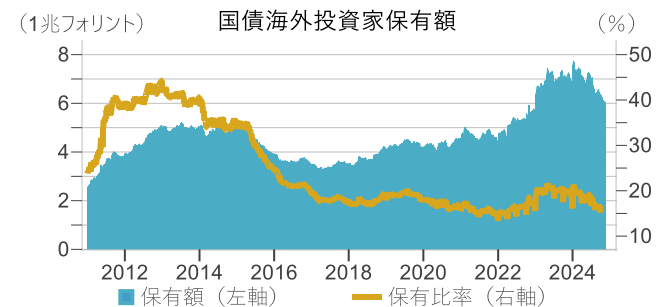
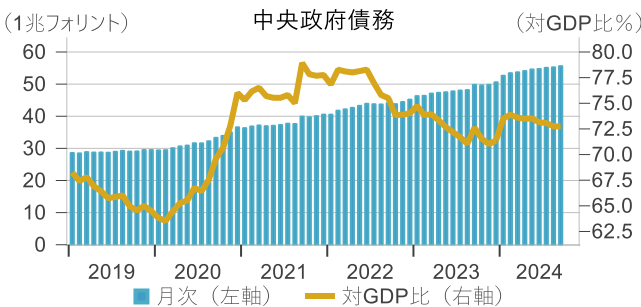
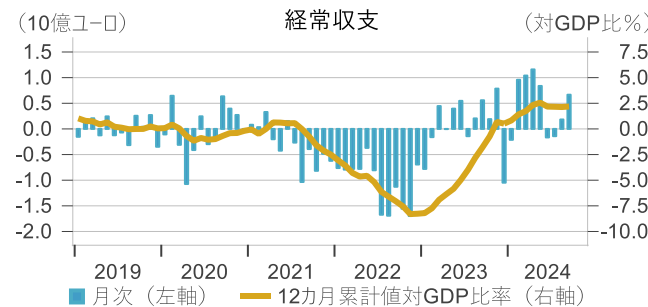
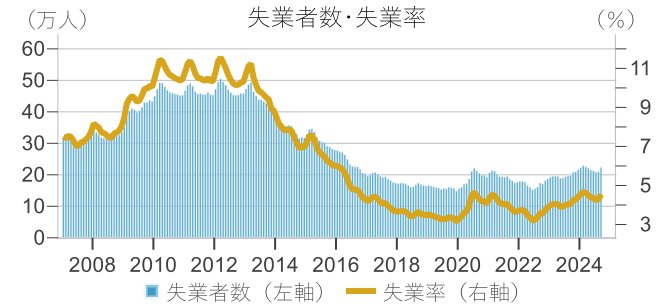
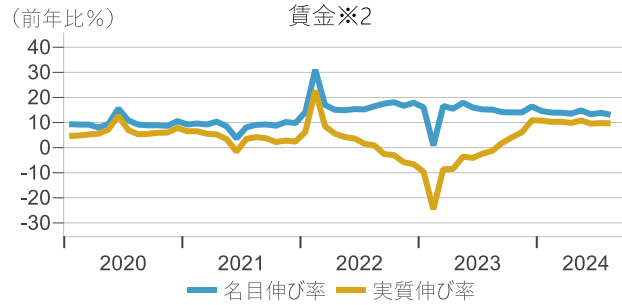
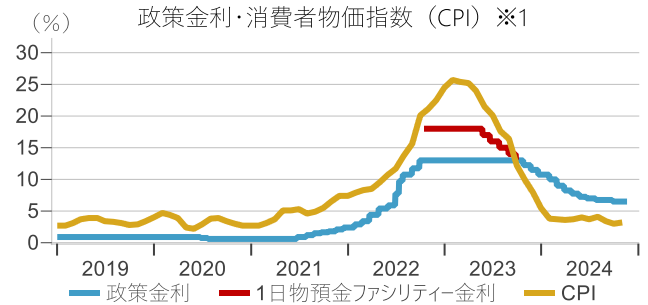
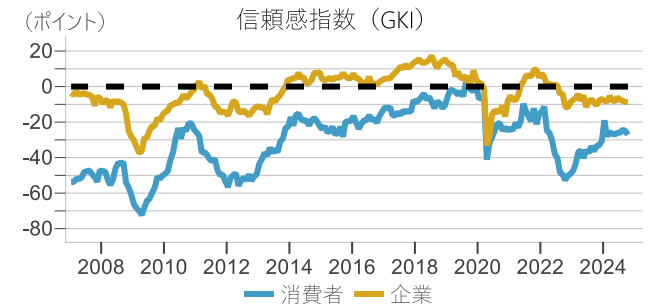
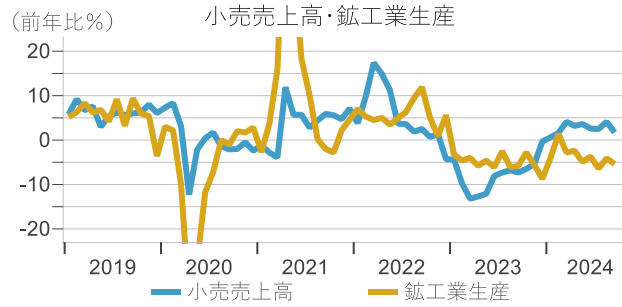
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロポンド、みずほ

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

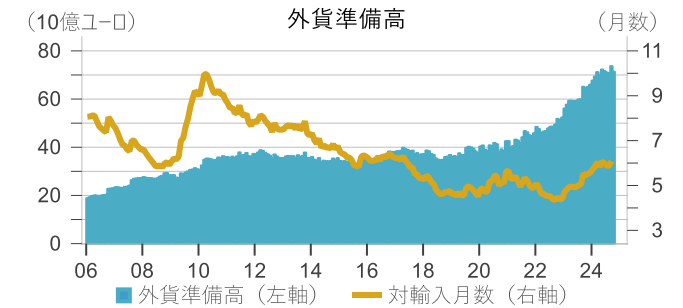
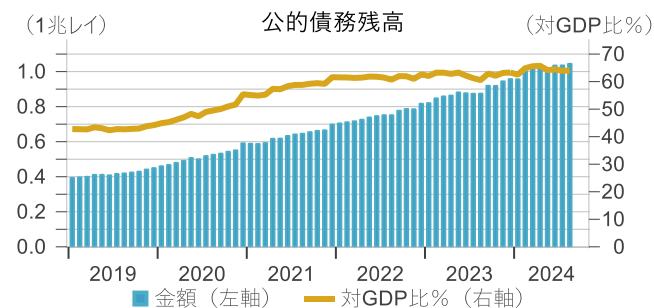
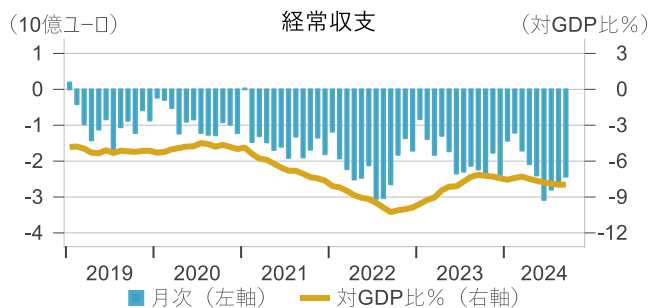
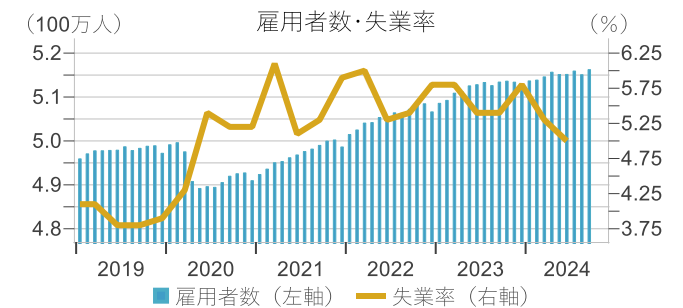
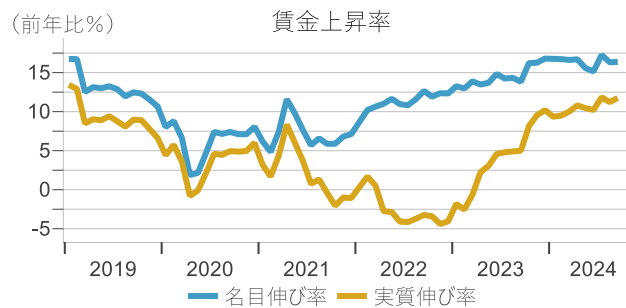
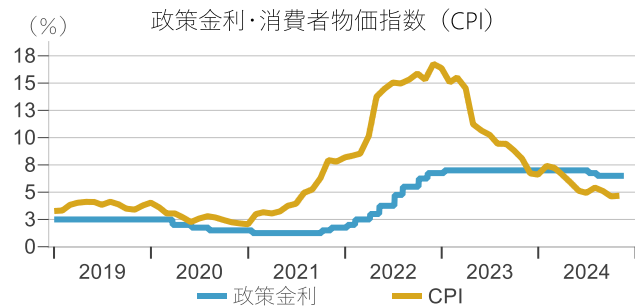
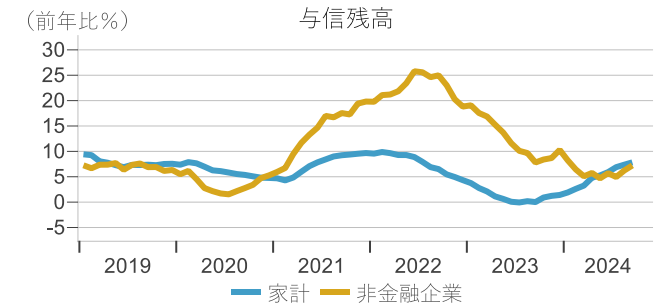
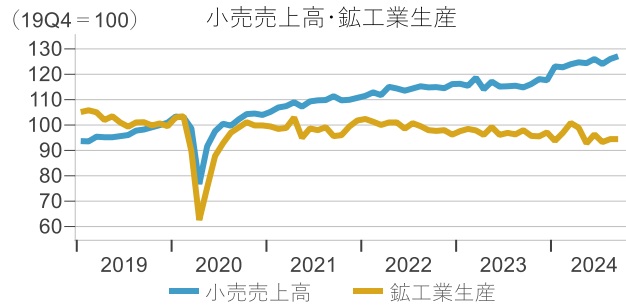


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

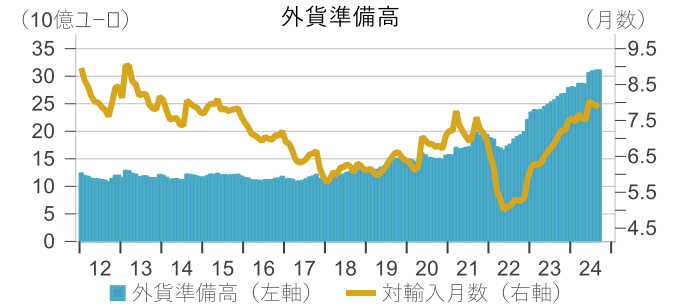
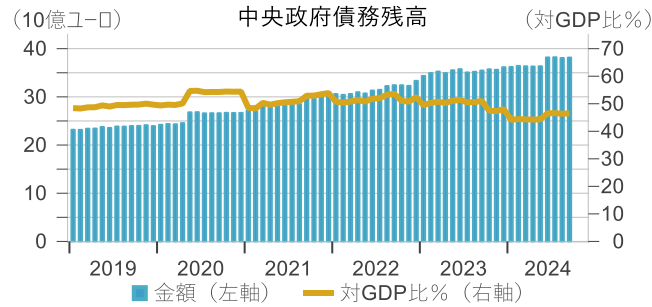
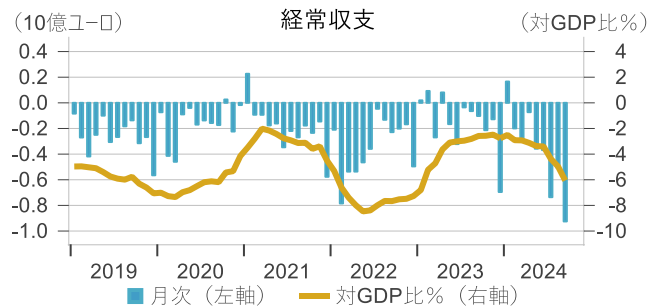
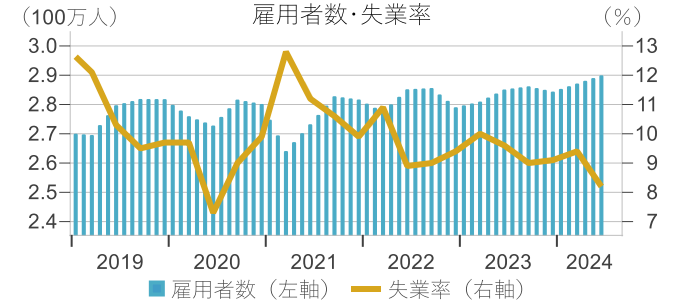
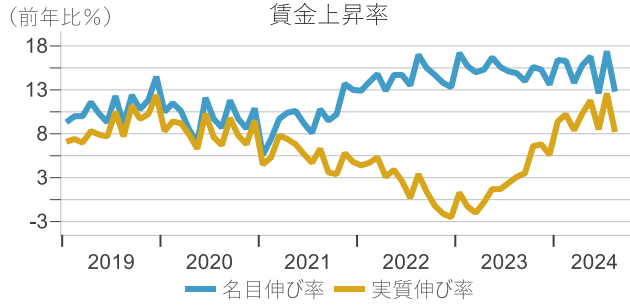
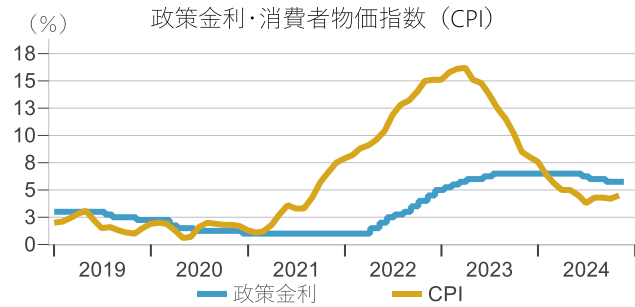
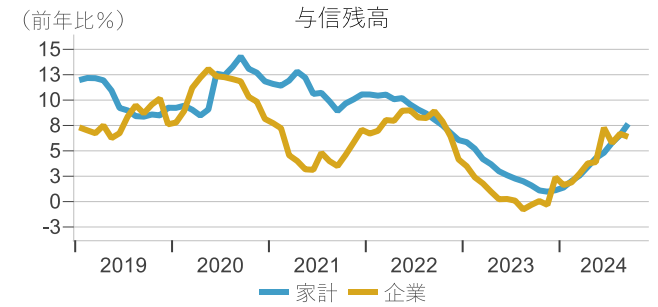
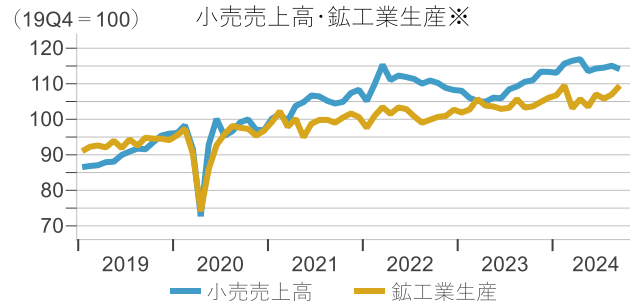
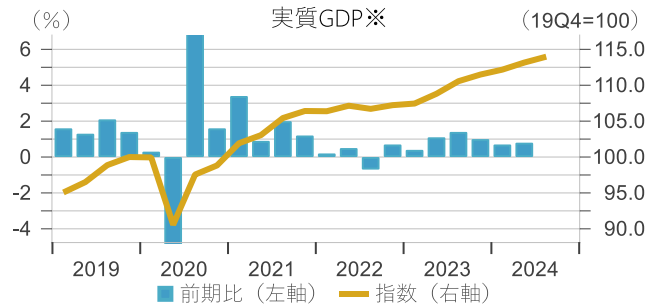
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

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

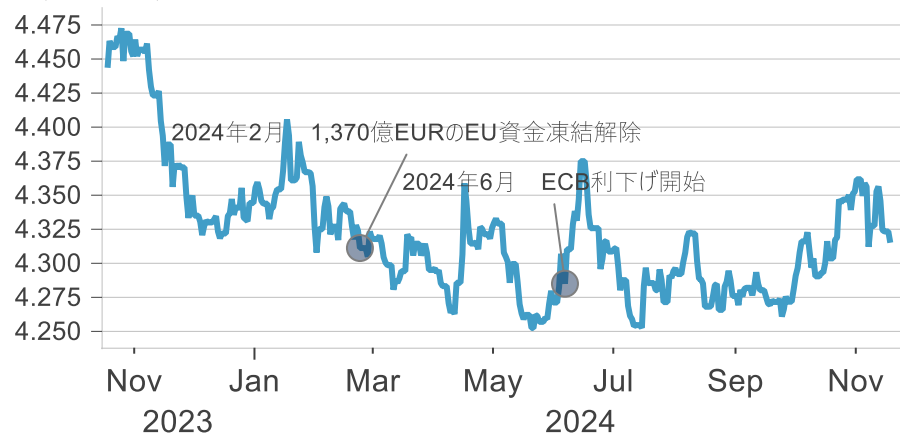
	Spot	2024 Dec	2025 Mar	Jun	Sep	Dec
EUR/PLN	4.35	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.29	25.3	25.4	25.5	25.6	25.7
EUR/HUF	404	406	408	410	412	414
EUR/RON	4.97	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

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3.8%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の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2.7%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、ハンガリーの景気の低迷や、EUとの対立への懸念などを背景に対ユーロで4.9%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

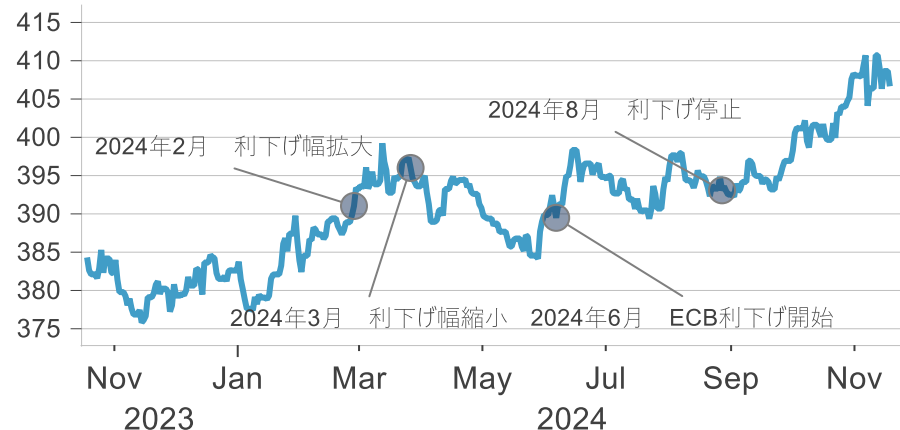
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURPLN)



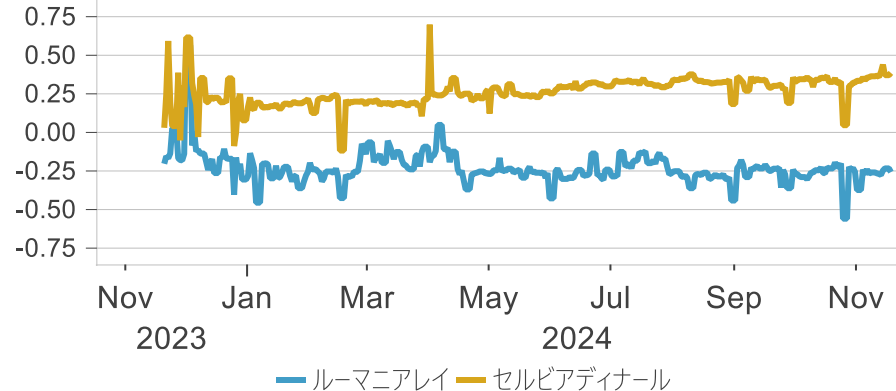
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURCZK)



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.