

中東欧通貨週報

2024年1月17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・・・政治・外交情勢への懸念が強まる >

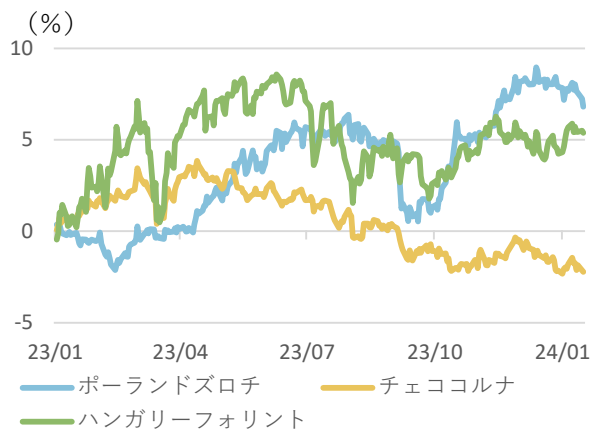
過去1週間の中東欧通貨はポーランド・ズロチの下落が目立った。大統領宮殿に立てこもっていた前政権与党の「法と正義」の元幹部2人が警察に逮捕されたほか、ワルシャワの政治本部前に親EUの現トusk政権に抗議する数万人のデモ隊が集結したこともあり、**ポーランドにおける政権交代後の政治的対立**が改めてクローズアップされた。

政治・外交情勢は、ハンガリーでも焦点となっている。ハンガリーが拒否権を発動して阻止しているEUによる**ウクライナへの500億ユーロの支援策**について、欧州委員会は4年のパッケージではなく、125億ユーロごとに分割しEUの援助を受けるための要件を満たしているかどうか単年度ごとに見直しを行う、などハンガリーの要求の一部を受け入れる用意がある、と1月12日に英フィナンシャル・タイムズ紙が報じている。もっとも、単年度ごとの見直しとした場合、ハンガリーのオルバン首相が拒否権発動をちらつかせ自らの政治的利益を追求する可能性も指摘されており、2024年2月1日に控える臨時欧州首脳会議に向け、交渉はなお難航する可能性がある。

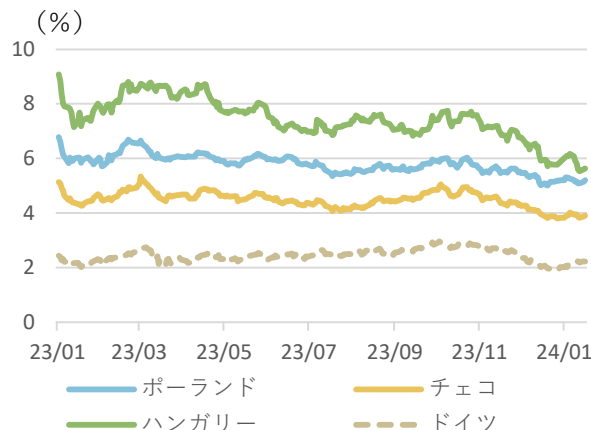
経済指標では各国で12月分CPIが公表された。ポーランドでコアCPIが高止まりを示した以外は、チェコ、ハンガリーでは市場予想を下回る伸びとなった。金利面からはチェコ中銀、ハンガリー中銀の利下げ継続の公算が強まった一方、今年3月にも再開されると見られるポーランド中銀の利下げ再開はやや遠のいた印象だ。

今後1週間では1月17日にハンガリー中銀のバルガ副総裁、チェコ中銀のザムラジロワ副総裁の講演が予定されている以外は目立った経済指標の発表は無い。引き続き、上述の政治・外交情勢が意識される展開となろう。

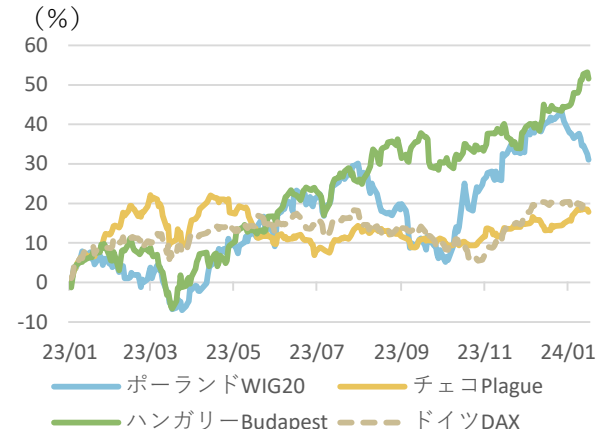
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

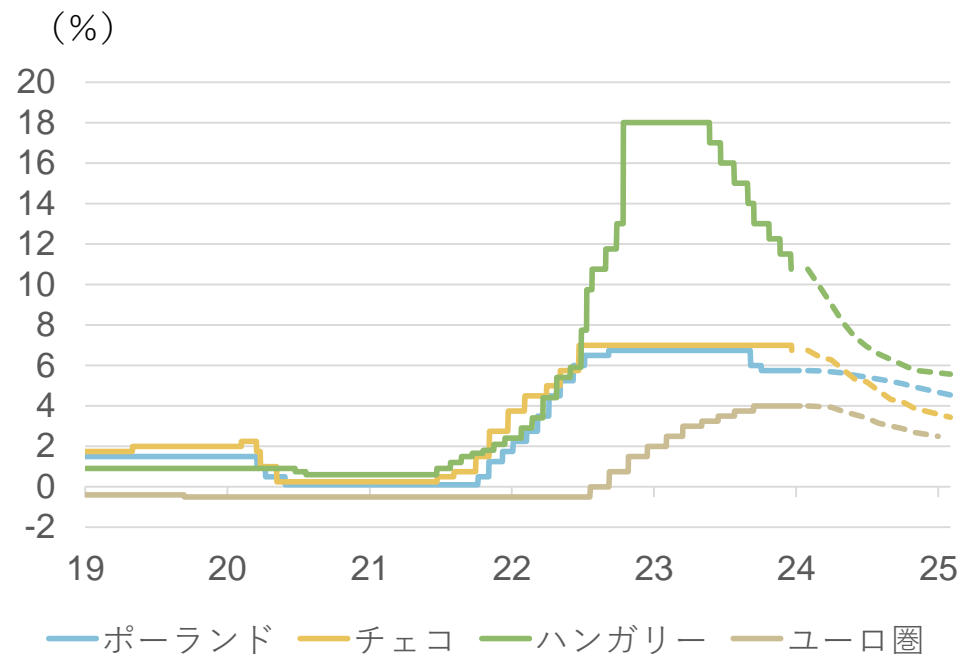


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



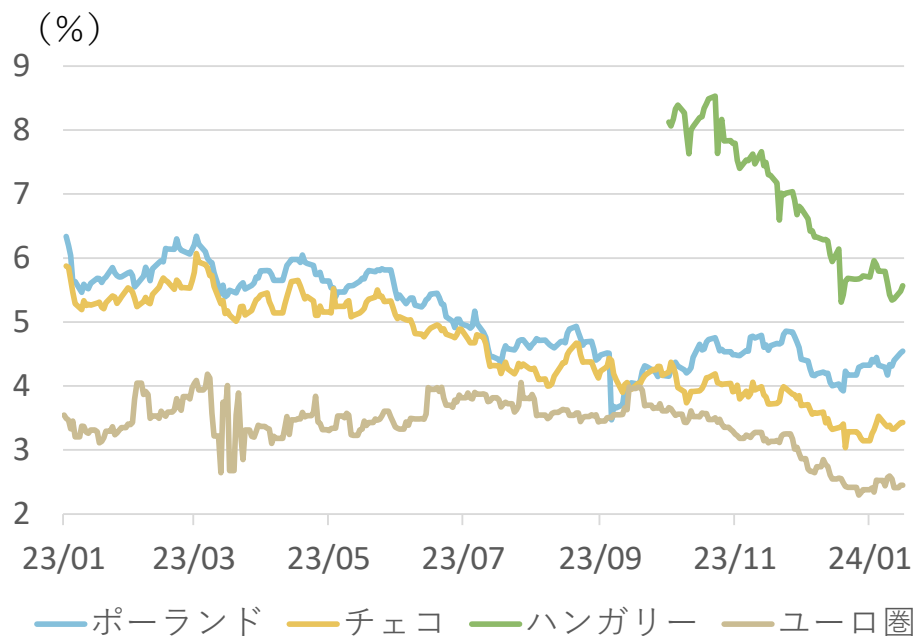
ユーロ圏・中東欧 市場の政策金利織り込み

中東欧・ユーロ圏 政策金利の推移（2024年1月16日時点）



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：ブルームバーグ、みずほ）

中東欧・ユーロ圏 市場の12か月後の政策金利織り込み

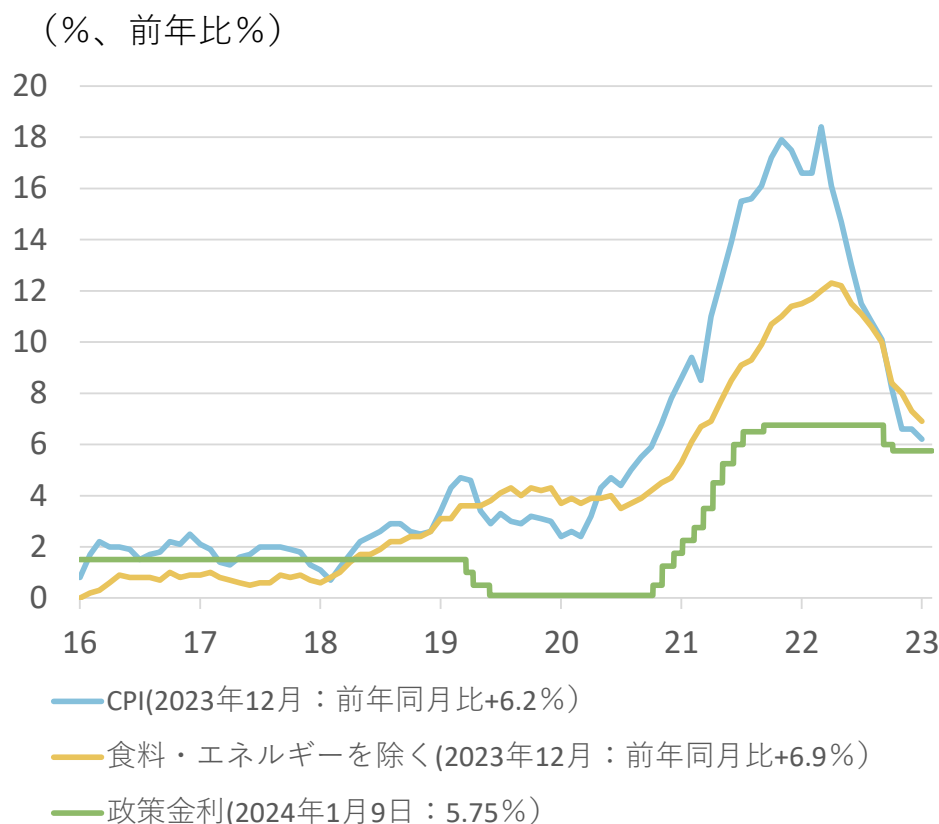


注：中東欧は12か月後スタート、期間3か月の金利フォワード契約を用いて織り込みを測っている。ユーロ圏はOISスワップカーブの織り込み。
（出所：ブルームバーグ、みずほ）

先週はポーランドでの利下げ織り込みの縮小が目立った。政治的不透明感を背景にズロチが下落したこと、12月分のCPIの上方修正（前年同月比+6.1%→同+6.2%に）、燃料価格へのキャップ（上限設定）の廃止の可能性が意識されたこと、が要因に挙げられる。

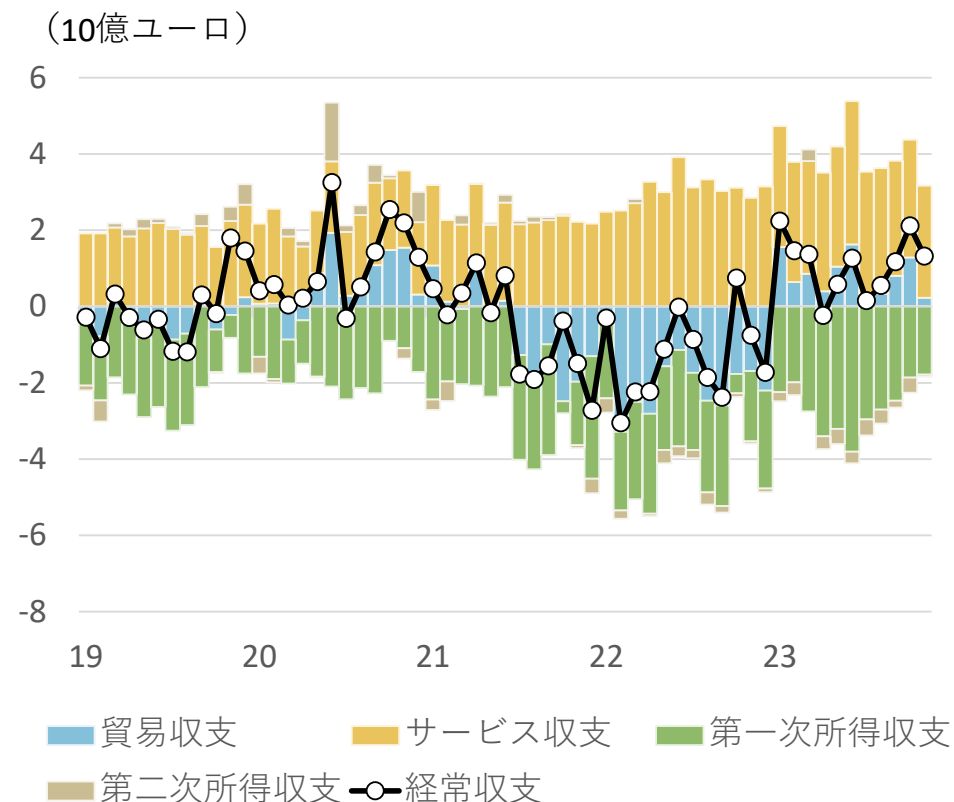
ポーランドの12月コアCPIは前年同月比+6.9%と高止まりを示す

ポーランド 消費者物価指数（CPI）と政策金利



(出所：ポーランド国立銀行、ブルームバーグ、みずほ)

ポーランド 経常収支



(出所：ポーランド国立銀行、ブルームバーグ、みずほ)

12月コアCPIは前年同月比+6.9%と11月分の同+7.3%から低下が続いているものの、住宅や医療などサービス品目のインフレ率の高止まりが目立つ結果に。ヘッドラインCPIの結果も小幅ながら上方修正された（前年同月比+6.1%→同+6.2%に）。11月経常収支は13億ドルの黒字。昨年同月は7.5億ドルの赤字だった。国際価格の下落に伴うエネルギー輸入額の減少が黒字への転換に最も寄与している。

ポーランド 政権交代後の政治的対立が強まる

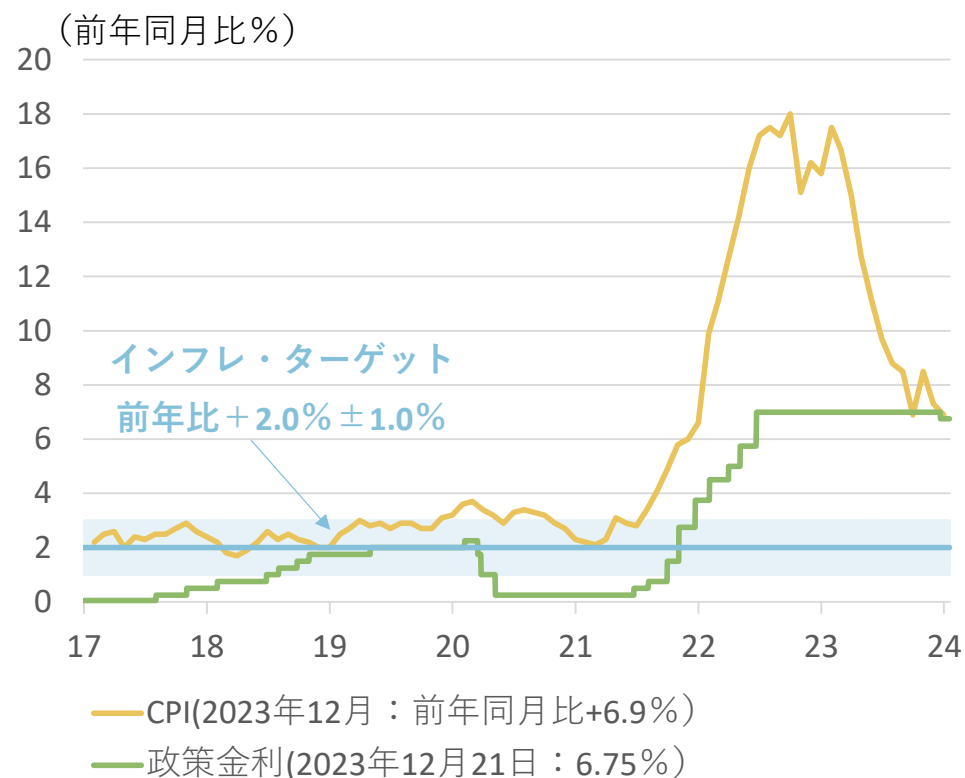
親EUのトウスク政権と前政権与党「法と正義」を巡る動き

- 親EUのトウスク政権が発足。（2023年12月13日）
- ポーランド新政権は公共放送ポーランド・テレビやポーランド通信社の会長ら幹部を解任したと発表。トウスク政権は前政権与党の「法の正義」が公共放送などの人事権を掌握して統制を強めていたと問題視していた。（2023年12月20日）
- 大統領宮殿に立てこもっていた前政権与党の「法と正義」の元幹部2人が警察に逮捕される。（2024年1月9日）
- シモン・ホロウニア国会議長が、ポーランドが「深刻な憲法上の危機」に陥っていると述べ、議会開会を延期。（2024年1月10日）
- ドウダ大統領が逮捕された議員2名に対し恩赦を与える意向を表明。（2024年1月11日）
- ワルシャワの政治本部前に現トウスク政権に抗議する数万人のデモ隊が集結。（2024年1月11日）

ポーランドでは、選挙後翌年の2024年1月末までに予算を採択する必要があり、それができない場合、「法と正義」寄りのドウダ大統領は議会を解散する権利を有することになる。また、政治的対立の激化が、EUからの数100億ドル規模の資金の凍結解除に向けて障害となる可能性が市場ではリスク要因として意識されている。

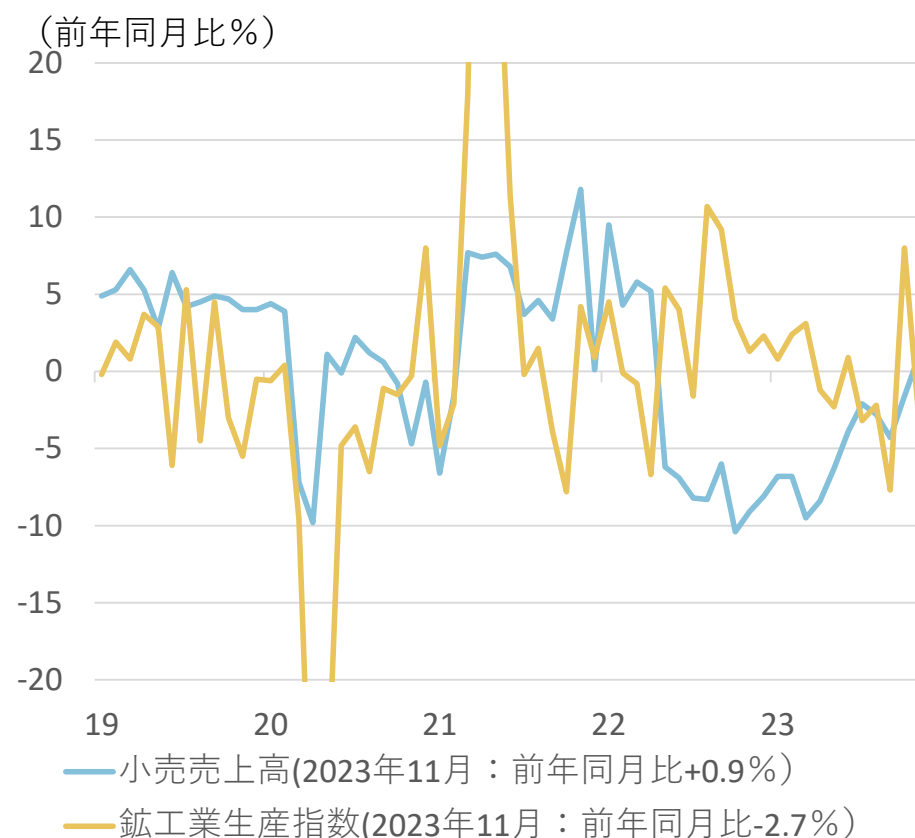
チェコ 12月CPIは市場予想を下回る結果に

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 小売売上高・鉱工業生産

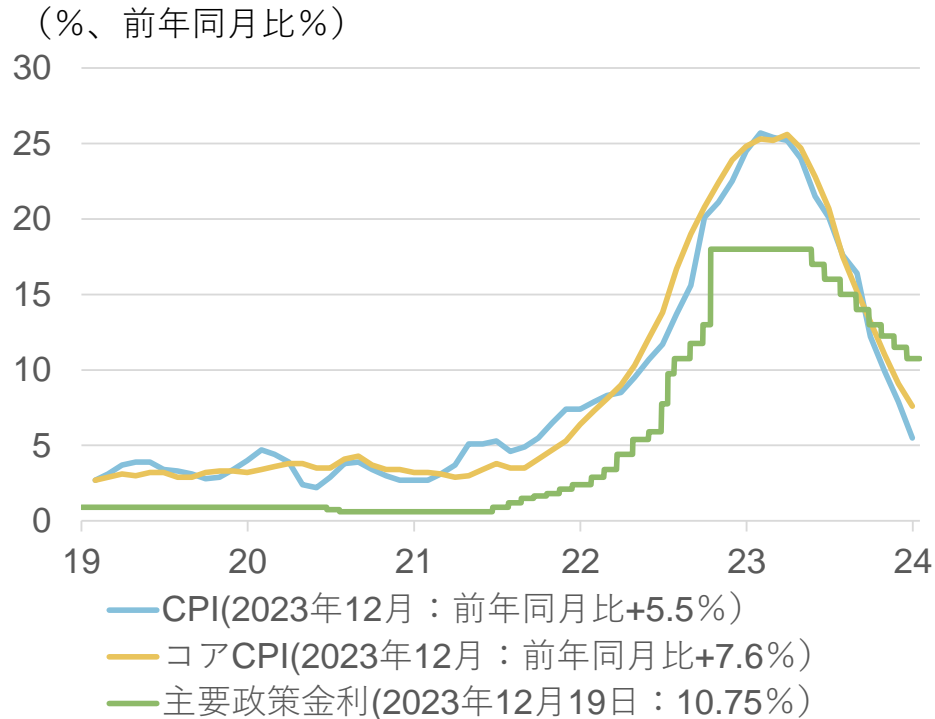


(出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

12月CPIは前年同月比+6.9%と11月の同+7.3%から横ばいを見込んでいた市場予想を下回った。11月分の小売売上高は前年比で見て9か月ぶりにプラスに浮上。

ハンガリー 12月CPI、11月小売売上高・鉱工業生産は利下げ継続を支持する内容

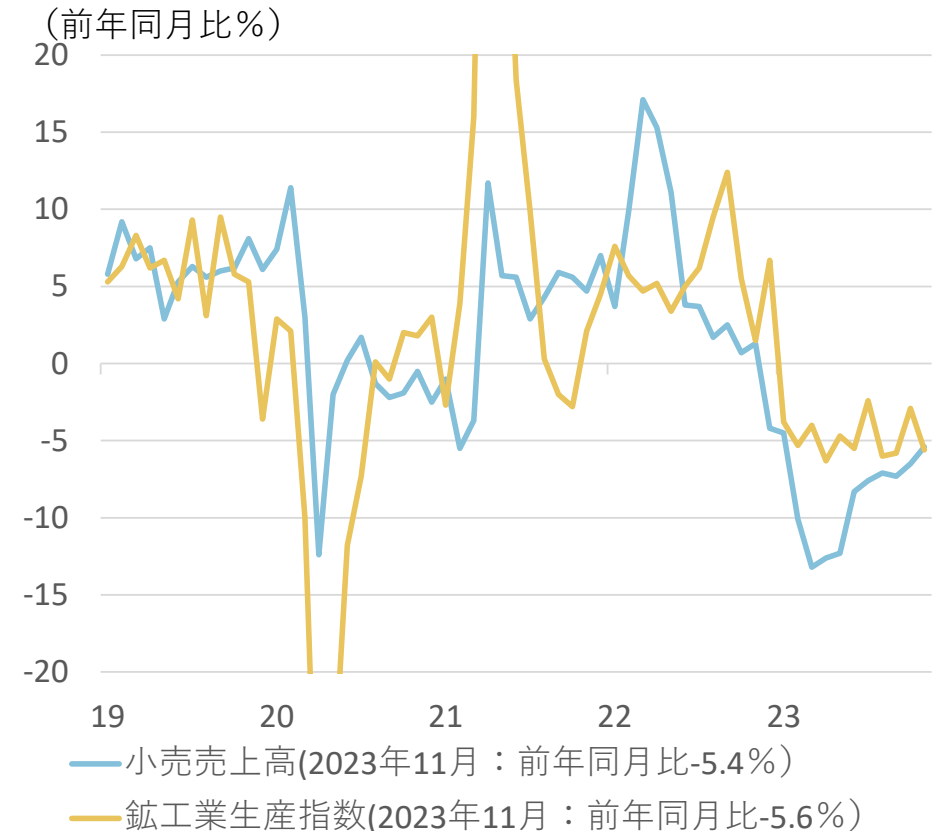
ハンガリー 消費者物価指数（CPI）と政策金利



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 小売売上高、鉱工業生産指数



(出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ)

12月CPIは前年同月比+5.5%と11月分の同+7.9%から大幅に低下。食料・エネルギーを除いたコアCPIも同様に前年同月比+7.6%と11月の同+9.1%から大きく低下している。11月分の小売売上高、鉱工業生産指数は景気の持ち直しの鈍さを示していることとあわせ、ハンガリー国立銀行に利下げ継続の正当性を与えるものと考えられる。

ハンガリー　ウクライナ支援を巡り、EUとの妥協の可能性をFTが報じる

【EUとハンガリーの対立　2022年9月以降の動き】

- 欧州委員会がハンガリーへの補助金の交付を汚職を理由に一時停止することを勧告（2022年9月18日）
- 欧州委員会はハンガリーに割り当てられたEU予算のうち75億ユーロの支給の停止を継続する方針を示す（2022年11月30日）
- 「法の支配」に違反したとして欧州委員会がハンガリーに対する予算執行停止を行っている問題について、欧州委員会で予算を担当するヨハネス・ハーン委員は5月2日にハンガリーのブダペストを訪れ、オルバン首相やバルガ財務相と面会。（2023年5月2日）
- ハンガリー議会は司法改革のための基本法（憲法）など一連の関連法を一括で改正する法案を採択。（2023年5月3日）
- ハンガリーのシーヤールトー外務大臣はウクライナに対するEUのさらなる援助を阻止すると発言。（2023年5月17日）
- ハンガリーのシーヤールトー外務大臣がロシアのサンクトペテルブルクで開かれる経済フォーラムに出席。（2023年6月15日）
- EUは司法の独立強化に向けたハンガリー政府の取り組みを評価、最大100億ユーロの補助金凍結を解除。（2023年12月13日）
- EU、ウクライナとモルドバの加盟交渉開始へ―首脳会議で合意。ドイツのショルツ首相がハンガリーのオルバン首相に議場から退出を促し、EUとして前進が可能になったと関係者が述べる。（2023年12月14日）
- EU、**ウクライナ500億ユーロ支援策**で合意できず―ハンガリーが阻止。（2023年12月15日）

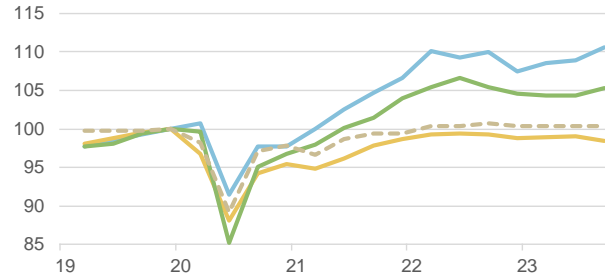
【今後の主要日程】

- **臨時欧州首脳会議**（2024年2月1日）
- ハンガリー、半年ごとの輪番制となる**EU理事会議長国**に就任予定（2024年7月1日）

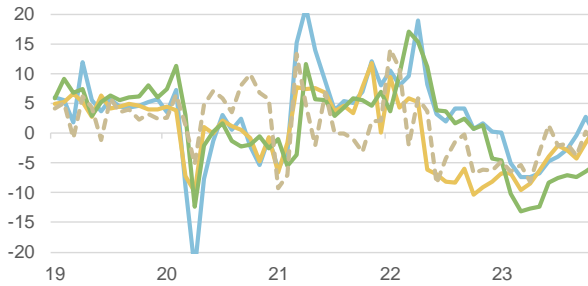
ウクライナへの500億ユーロの支援策について、欧州委員会は4年のパッケージではなく、125億ユーロごとに分割しEUの援助を受けるための要件を満たしているかどうか単年度ごとに見直しを行う、などハンガリーの要求の一部を受け入れる用意がある、と1月12日に英フィナンシャル・タイムズ紙が報じている。もっとも、単年度ごとの見直しとした場合、ハンガリーのオルバン首相が拒否権発動をちらつかせ自らの政治的利益を追求する可能性も指摘されており、交渉はなお難航する可能性。

中東欧・ドイツ 主要経済指標

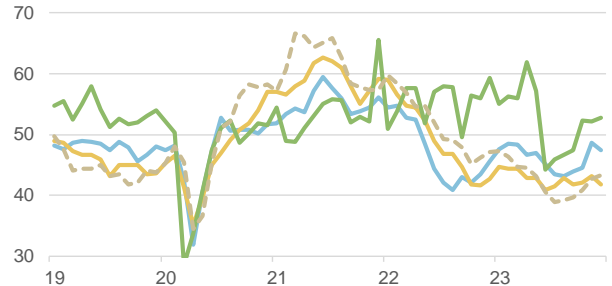
(2019年10-12月期=100) 実質GDP



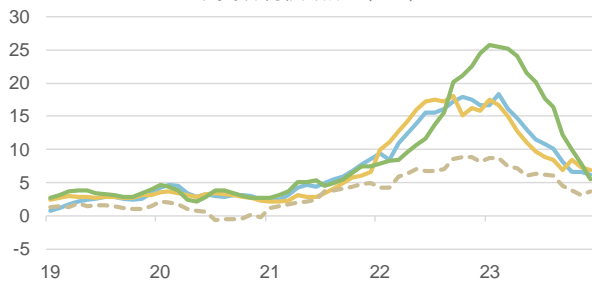
(前年同月比%) 小売売上高



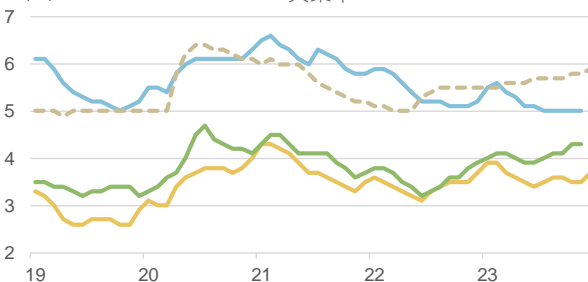
(中立=50) 製造業PMI



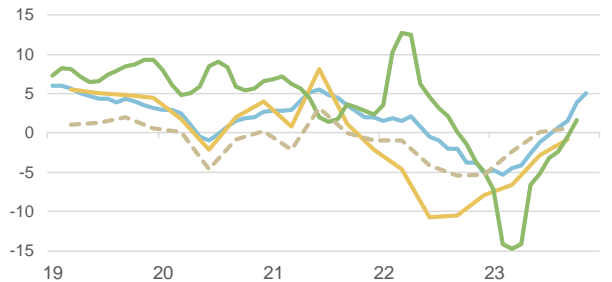
(前年同月比%) 消費者物価指数 (CPI)



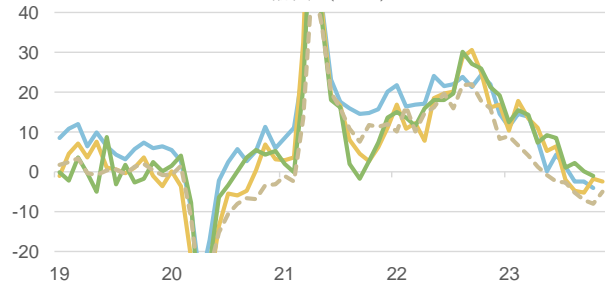
(%) 失業率



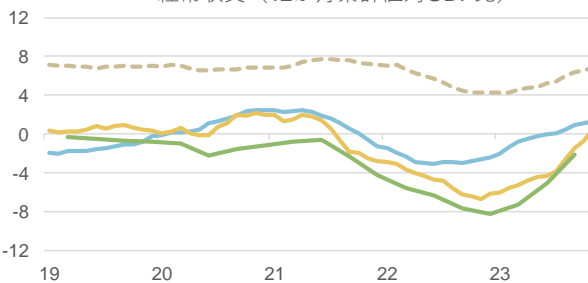
(前年比%) 実質賃金 (* 1)



(前年比%) 輸出 (* 2)



(%) 経常収支 (12か月累計値対GDP比)



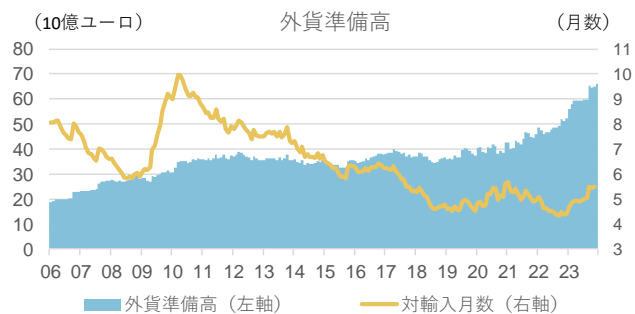
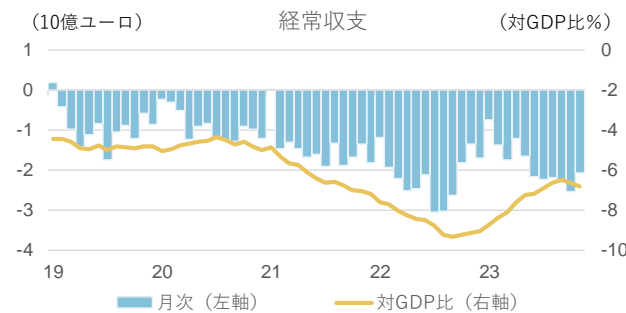
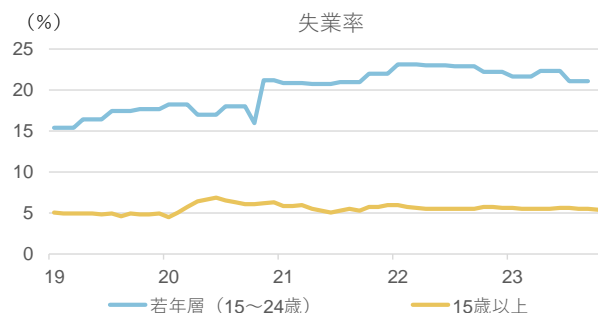
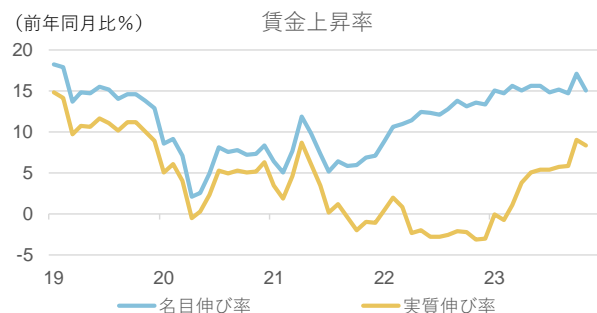
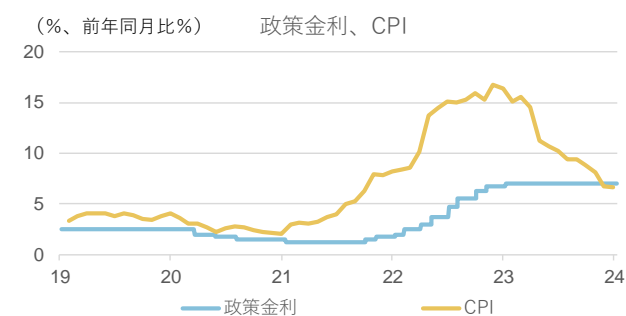
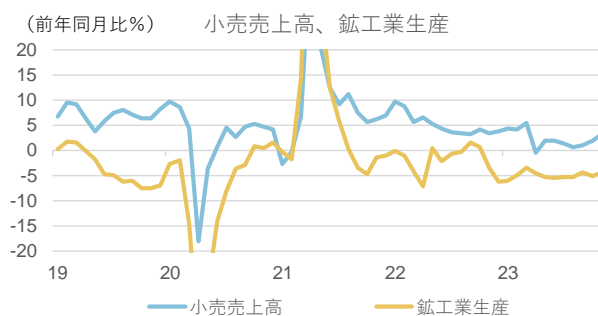
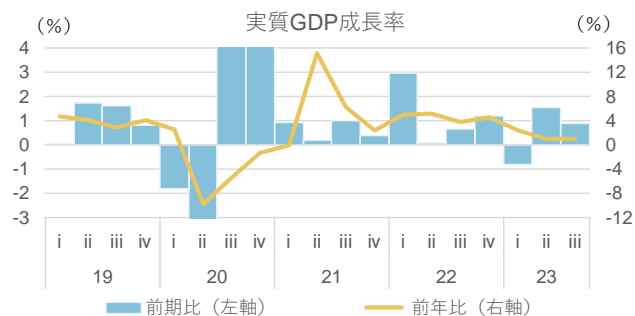
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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)

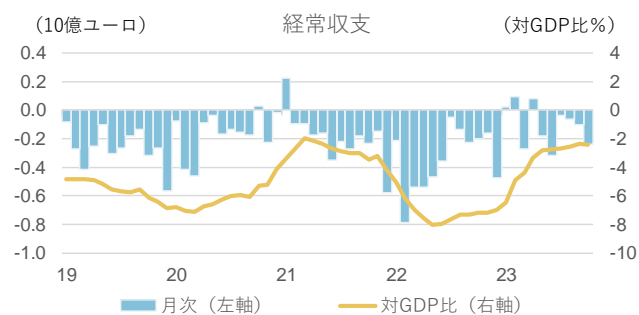
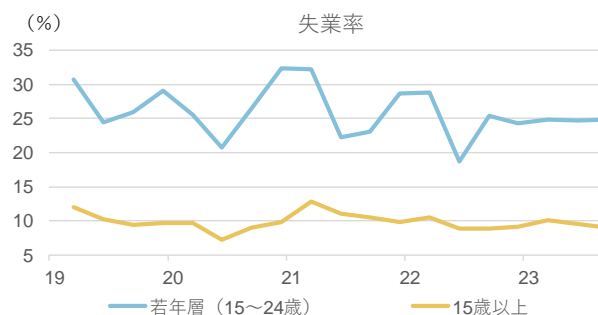
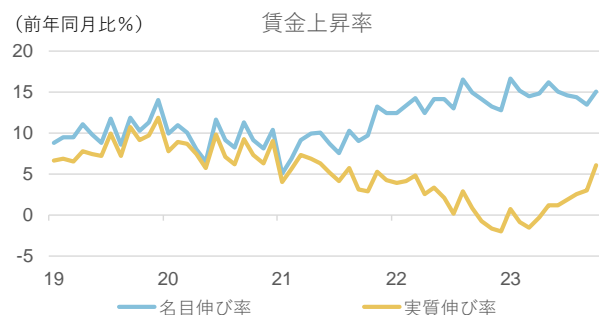
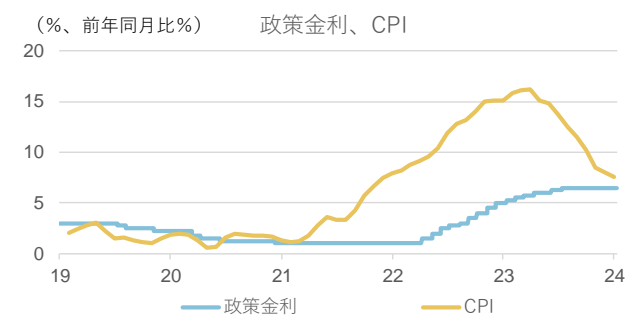
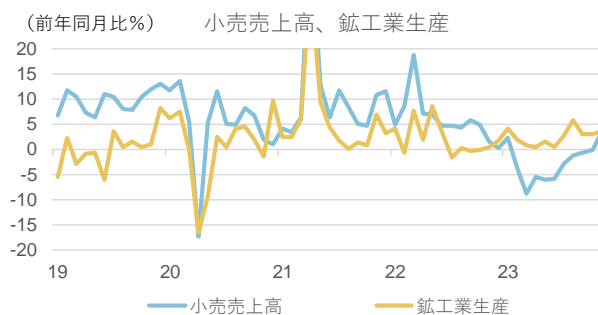
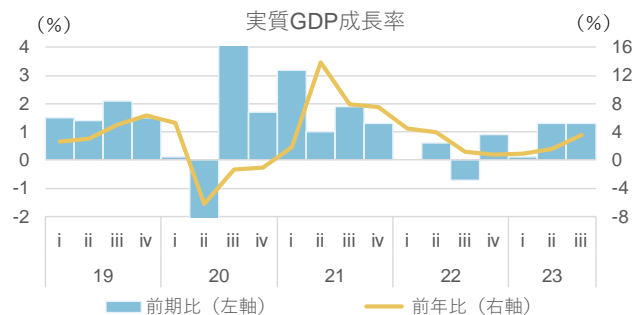
ルーマニア



ルーマニア国立銀行（NBR）は1月12日、市場予想通り政策金利を7%で据え置いた。インフレ率は低下しつつあり、2023年12月時点で前年同月比+6.6%と政策金利を下回ったものの、2024年1月からの財政引き締め（増税など）の影響もあり、先行きインフレ率は押し上げられると見込まれる。

(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



1月12日発表の12月CPIは前年同月比+7.6%と11月の同+8.0%から伸び率が低下。食料や生活必需品の価格上昇率の鈍化が寄与した。

(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 ユーロ圏との金利差が引き続きサポート要因に

中東欧通貨 対ユーロ見通し

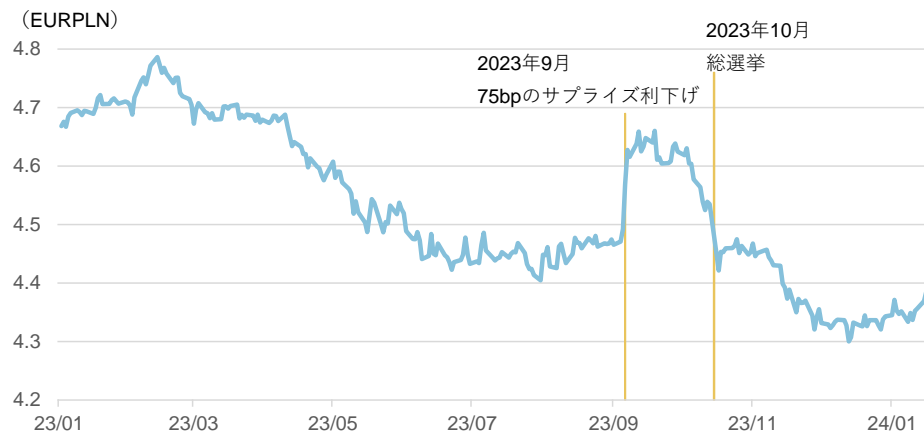
	Spot	2024 Mar	Jun	Sep	Dec	2025 Mar
EUR/PLN	4.32	4.30	4.34	4.38	4.42	4.46
EUR/CZK	24.53	24.0	24.2	24.4	24.6	24.8
EUR/HUF	383	370	380	390	400	410
EUR/RON	4.97	4.97	4.98	4.99	5.00	5.01

注：見通しは2023年12月末時点。

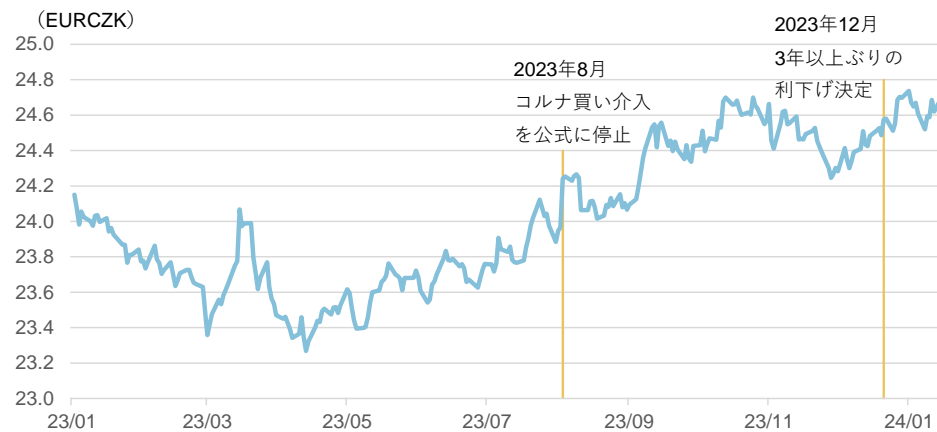
- 12月の中東欧通貨は対ドルや対ユーロで引き続き底堅い展開。FRBやECBの利上げ停止と早期利下げ観測の高まりがサポート要因となった。また、各国個別の要因も大きい。2023年10月の選挙結果を受けて12月に親EUの新政権が誕生したポーランドの通貨ズロチが続伸したほか、ハンガリーでも「法の支配」を巡る対立から凍結されていたEUからの補助金の一部の流入再開が決定したことが通貨フォリントのサポート要因となった。
- チェコ国立銀行が12月会合で利下げ開始を決定した。ハンガリー国立銀行は2023年5月から開始した金融緩和を継続している。一方、ポーランド国立銀行は2023年9月に市場予想の3倍となる75bpの利下げによって市場を驚かせ、10月会合でも25bpの追加利下げを行ったが、選挙後の11月会合以降は据え置きに転じている。各国中央銀行は金融市場の安定を重視するスタンスを示しており、ユーロ圏との金利差は縮小方向と見込まれるものの、緩やかなペースとなろう。
- 各通貨の見通しは、中東欧各国の追加利下げを織り込む形で対ユーロでの下落方向としているが、下落ペースは緩やかなものに留まる見込みとしている。ECBに対する市場の早期利下げ観測が拡大していることも、中東欧通貨にとってサポート要因となろう。
- 中東欧通貨がより大幅な下落圧力を受けるリスクシナリオとして、(1)主要輸出先、とりわけユーロ圏の景気の急激な悪化に伴う外需落ち込み、(2)厳冬や、地政学リスクの高まりに伴うエネルギー価格の急騰、が中東欧各国の国際収支の悪化につながるリスクが挙げられる。

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）



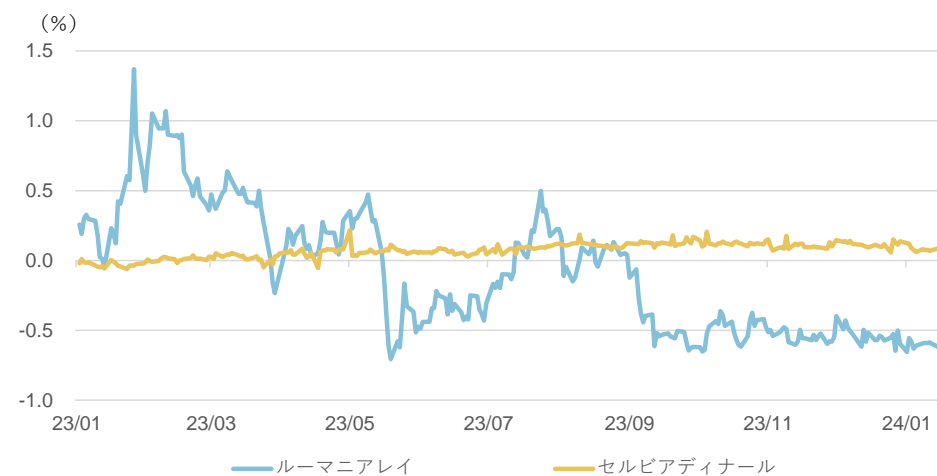
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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



【参考資料】中東欧・中東・北アフリカ地域 基礎データ

	人口 (100万人) 2023年	名目GDP (億ドル) 2023年	一人あたりGDP (米ドル) 2023年	失業率 (%) 2023年	実質GDP成長率 IMF予測 (%) 今後5年平均	財輸出額 (億ドル) 2022年	政府総債務 (GDP比) 2023年	信用格付け S&P (*)	日系企業進出数 (拠点数) 2022年	ユーロ 導入有無
ポーランド	37.61	8,422	22,393	2.8	3.0	3,582	50	A-	354	×
チェコ	11	3,352	30,475	2.8	2.6	2,416	45	AA-	272	×
ハンガリー	9.67	2,038	21,076	3.9	3.3	1,515	69	BBB-	182	×
スロバキア	5.44	1,330	24,471	6.1	2.7	1,078	57	A+	58	○
スロベニア	2.11	684	32,350	3.6	2.7	697	68	AA-	32	○
ブルガリア	6.41	1,031	16,087	4.6	3.0	482	21	BBB	40	×
クロアチア	3.84	802	20,876	6.3	2.8	254	64	BBB+	31	○
ルーマニア	19.03	3,504	18,413	5.6	3.8	963	51	BBB-	122	×
アルバニア	2.86	230	8,057	11.0	3.4	43	63	B+	No data	×
ボスニアヘルツェゴビナ	3.46	269	7,778	15.3	3.0	97	29	B+	10	×
北マケドニア	2.06	158	7,672	14.3	3.4	87	52	BB-	1	×
モンテネグロ	0.62	71	11,339	No data	3.2	7	66	B	4	○
セルビア	6.64	750	11,301	9.1	3.9	291	51	BB+	32	×
エストニア	1.35	418	30,998	6.7	2.8	217	22	AA-	105	○
ラトビア	1.87	467	24,929	6.7	3.1	241	41	A+	No data	○
リトアニア	2.79	794	28,482	6.5	2.4	462	36	A+	No data	○
モルドバ	2.5	160	6,411	4.9	4.9	43	35	No data	7	×
ウクライナ	33.19	1,734	5,225	19.4	4.5	445	88	CCC	No data	×
トルコ	86.27	11,546	13,384	9.9	3.2	2,542	34	B	275	×
モロッコ	37.02	1,473	3,980	12.0	3.4	420	70	BB+	70	×
チュニジア	12.24	513	4,191	No data	2.4	186	78	NR	26	×
エジプト	105.67	3,984	3,770	7.1	5.2	484	93	B-	52	×
(参考) ドイツ	83.86	44,298	52,824	3.3	1.4	16,489	66	AAA	1,918	○

* 外貨建て長期債務格付け。2024年1月16日時点。日本ではこれらの格付けは無登録格付けとなる。

(出所：IMF、ブルームバーグ、外務省、みずほ)

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.