

中東欧通貨週報

2024年1月24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・・・政府による利下げ圧力や、EUとの対立が改めて意識されるなか、ハンガリーフォリントが下落 >

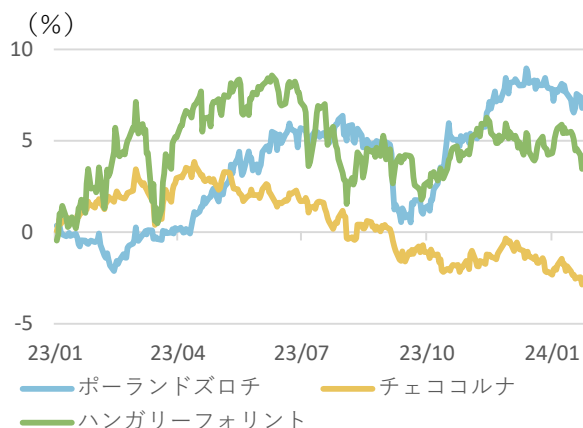
過去1週間の中東欧通貨はハンガリー・フォリントの下落が目立った。政府からの**ハンガリー国立銀行に対する利下げ圧力**や、「法の支配」や難民問題、LGBTQの権利を巡る**EUとハンガリーの対立**が改めて意識されたことが背景にある。

その前の週に下落が大きかったポーランド・ズロチは小幅ながら反発。政治的対立の中で懸案となっていた**2024年予算案**が下院で可決し、ドゥダ大統領が予算案に署名する意向を示したことを受け懸念は遠のいた。

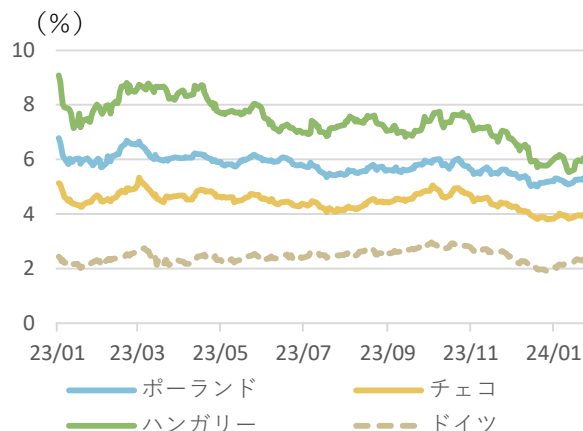
経済指標ではポーランドとハンガリーで**賃金統計**が発表された。ポーランドの12月の企業部門平均月間総賃金の伸び率は前年同月比+9.6%と11月分の同+11.8%から低下し、同+12.1%への加速を見込んでいた市場予想を大きく下回った。ハンガリーの2023年11月の平均賃金の伸び率は前年同月比+13.9%と10月から横ばいとなった。

来週1週間では、1月30日公表のチェコの2023年10-12月期実質GDP成長率や、1月30日のハンガリー国立銀行の金融政策発表が焦点となる。特に、ハンガリー中銀に対しては、インフレ率の低下に加えて、政府による利下げ圧力が意識される展開となっている。従来の75bpではなく、100bpの追加利下げが行われる可能性が高いだろう。

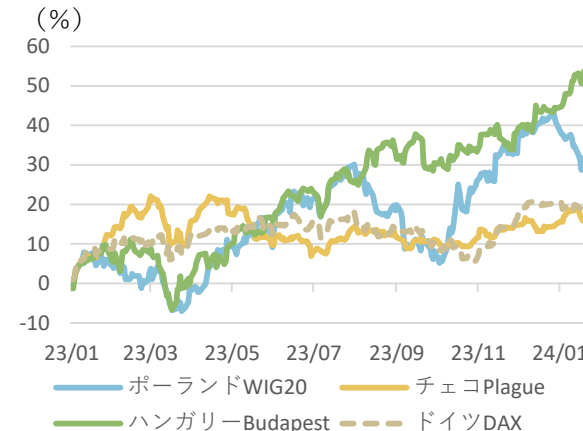
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

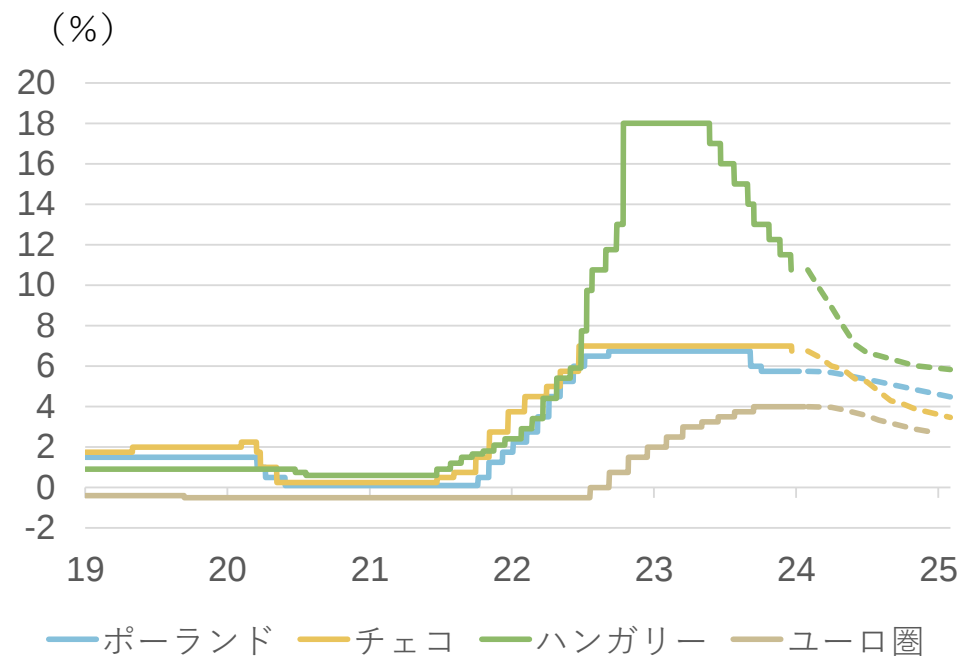


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



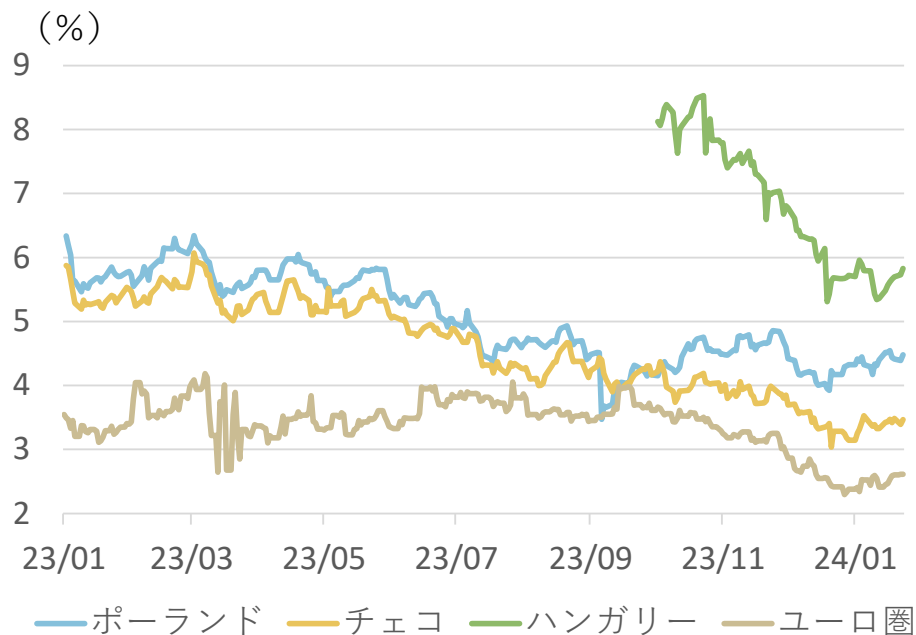
ユーロ圏・中東欧 市場の政策金利織り込み

中東欧・ユーロ圏 政策金利の推移（2024年1月23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

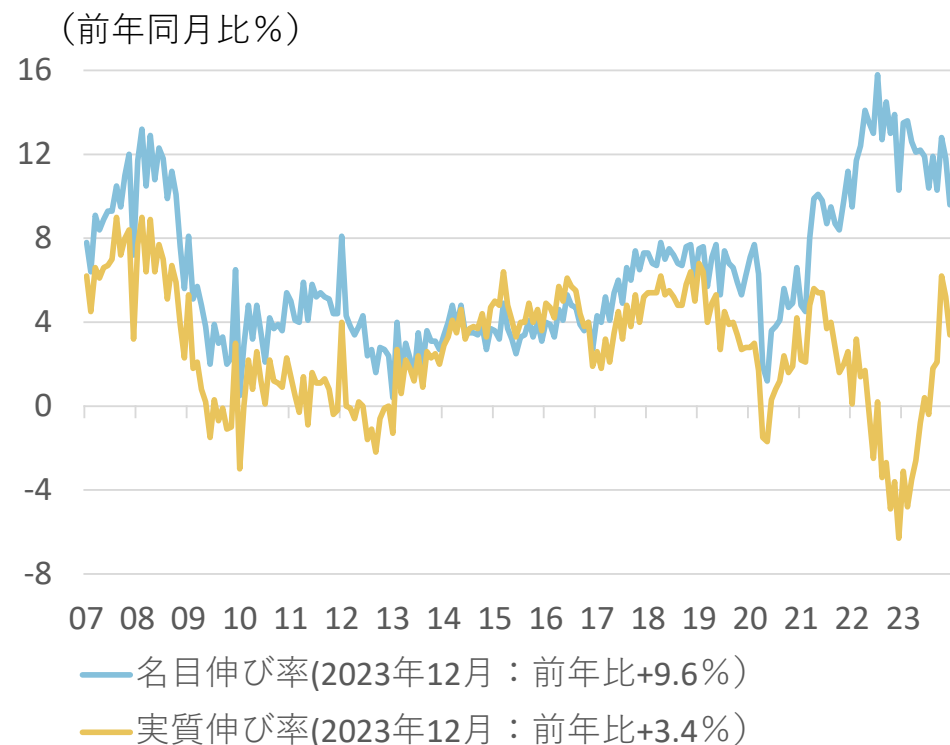


注：中東欧は12か月後スタート、期間3か月の金利フォワード契約を用いて織り込みを測っている。ユーロ圏はOISスワップカーブの織り込み。（出所：ブルームバーグ、みずほ）

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 2023年12月の賃金の伸び率は11月を大きく下回る

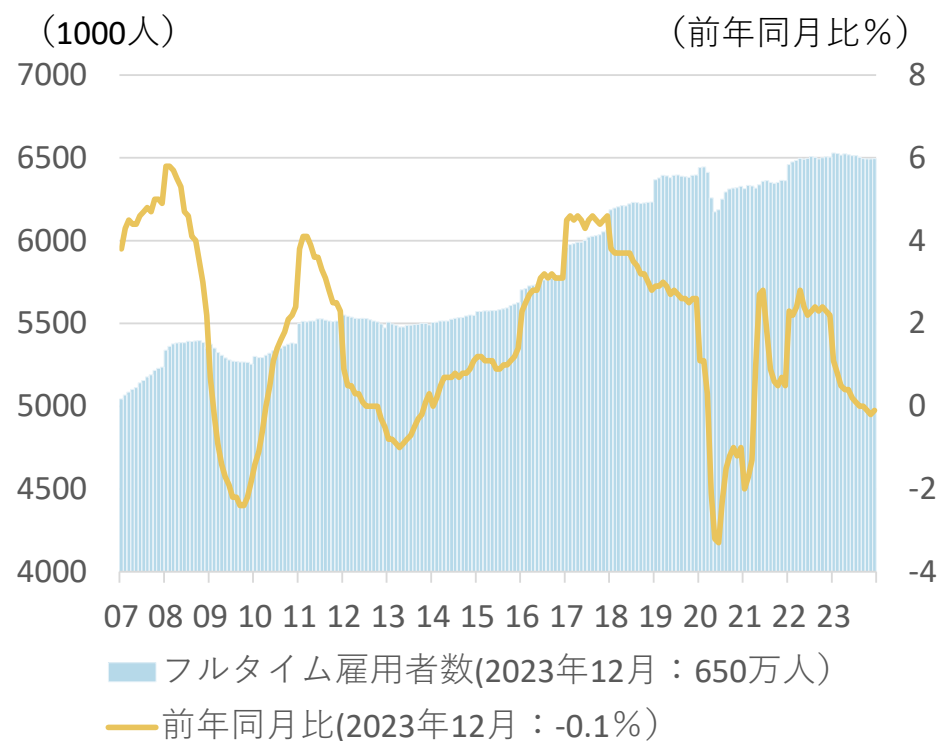
ポーランド 企業部門 平均月間総賃金



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

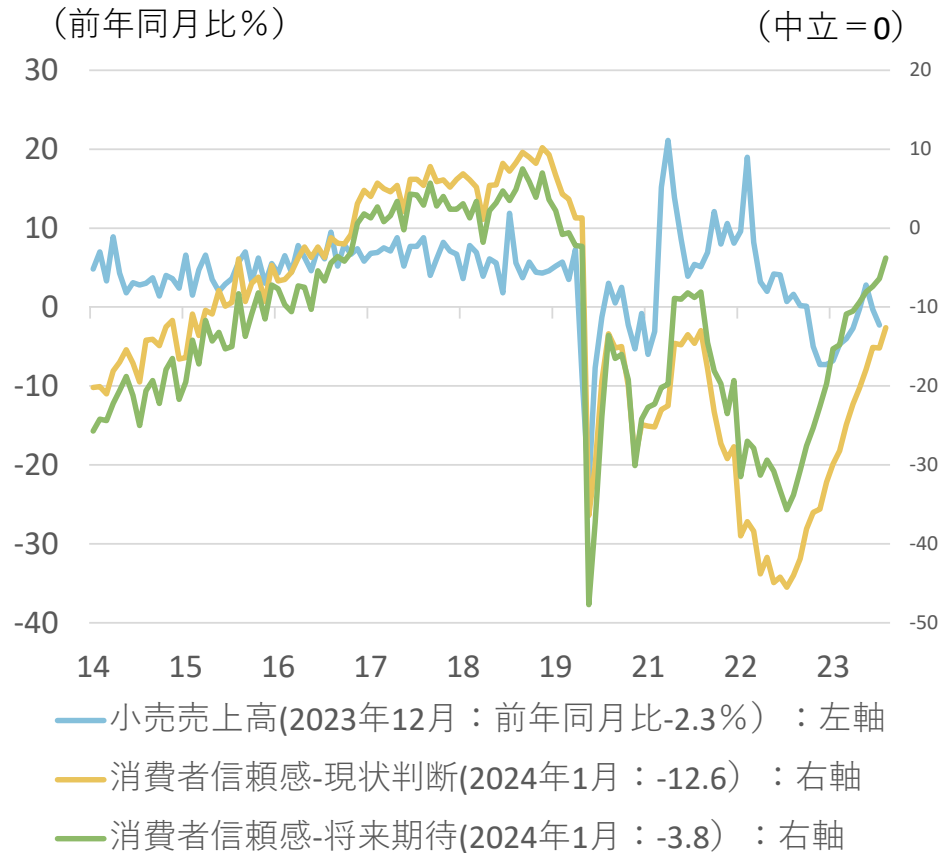


（出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ）

12月の企業部門平均月間総賃金の伸び率は前年同月比+9.6%と11月分の同+11.8%から低下し、同+12.1%への加速を見込んでいた市場予想を大きく下回った。12月の労働日数が少なかったことなど一時的要因が影響した可能性もあるが、フルタイム雇用者数も前年比で小幅ながらマイナスとなっており、労働需給の逼迫緩和が先行きの賃金の伸び率鈍化につながる可能性。

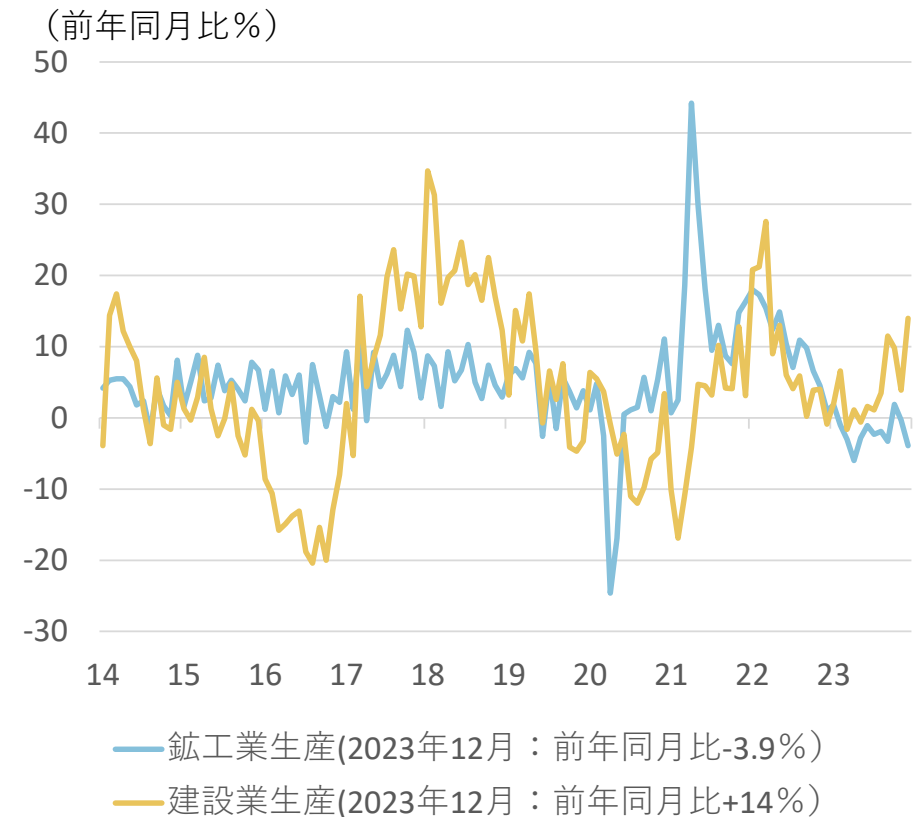
ポーランド 12月実体経済指標は強弱まちまちな結果

ポーランド 小売売上高と消費者信頼感指数



(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 鉱工業生産、建設業生産



(出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

小売売上高の低下は、12月は商店の営業日数が少なかったことが影響している可能性が高い。消費者信頼感は今現状判断、将来期待ともに改善しており、傾向としては実質賃金上昇→消費持ち直しの流れは継続する公算。建設業は好調を維持する一方、(ドイツなど他のEU諸国と同様に) 鉱工業生産は落ち込んでいる。

ポーランド 政治的対立の中で懸案となっていた2024年予算案が下院で可決

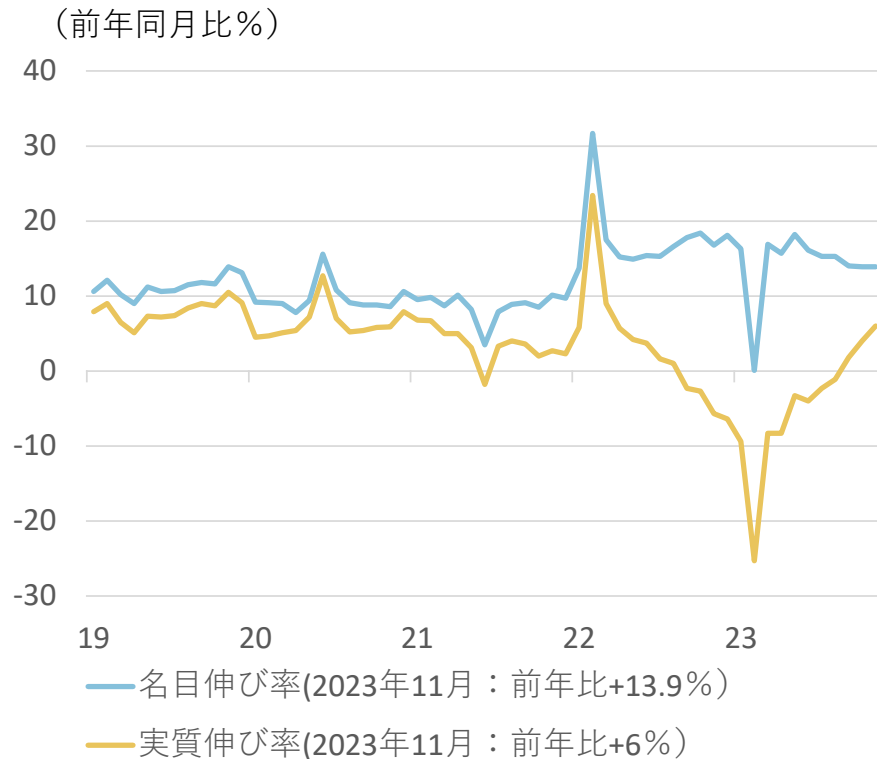
親EUのトウスク政権と前政権与党「法と正義」を巡る動き

- ・ 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）
- ・ ポーランド下院が2024年予算案を可決。上院での採決へ。ドウダ大統領は上院でも可決すれば、予算案に署名する意向を示す。（2024年1月18日）

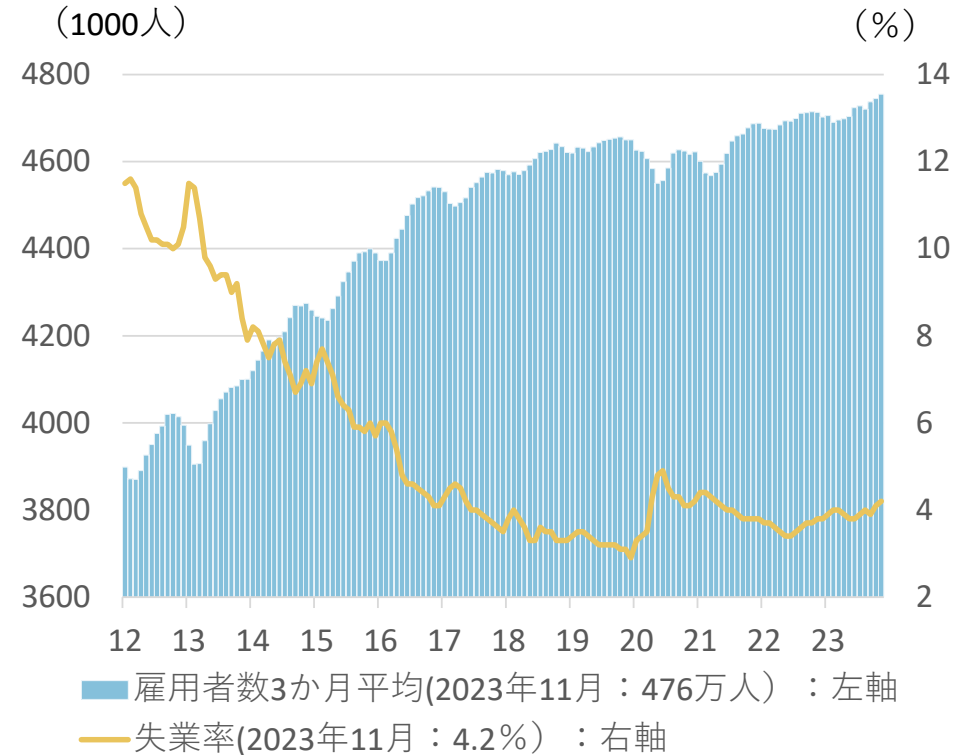
ポーランドでは、選挙後翌年の2024年1月末までに予算を採択する必要があり、それができない場合、「法と正義」寄りのドウダ大統領は議会を解散する権利を有することになる。政治的対立が深まるなか、予算案不成立のリスクが意識されていたが、1月18日に下院で予算案が可決し、ドウダ大統領が予算案に署名する意向を示したことを受け懸念は遠のいた印象。

ハンガリー 実質賃金のプラス幅が拡大

ハンガリー 賃金



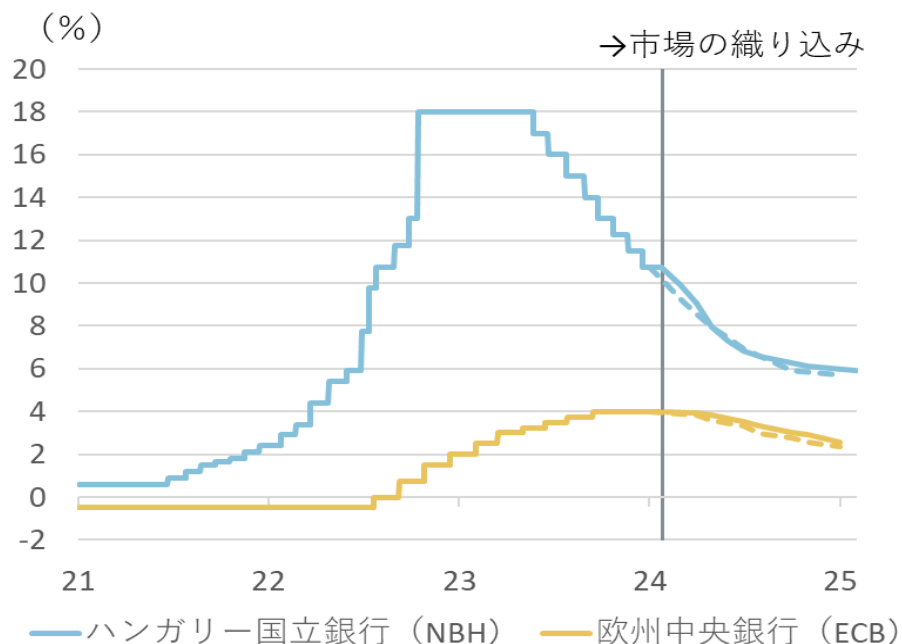
ハンガリー 雇用者数（労働力調査）、失業率



2023年11月の平均賃金の伸び率は前年同月比+13.9%と10月から横ばいとなった。傾向としては伸び鈍化が続いているものの、労働需給の逼迫に伴う賃金上昇圧力は継続している。インフレ率が低下する中で、実質賃金のプラス幅は拡大しており、先行きの消費をサポートするものと見られる。

ハンガリー 政府からの利下げ圧力が再び意識される展開に

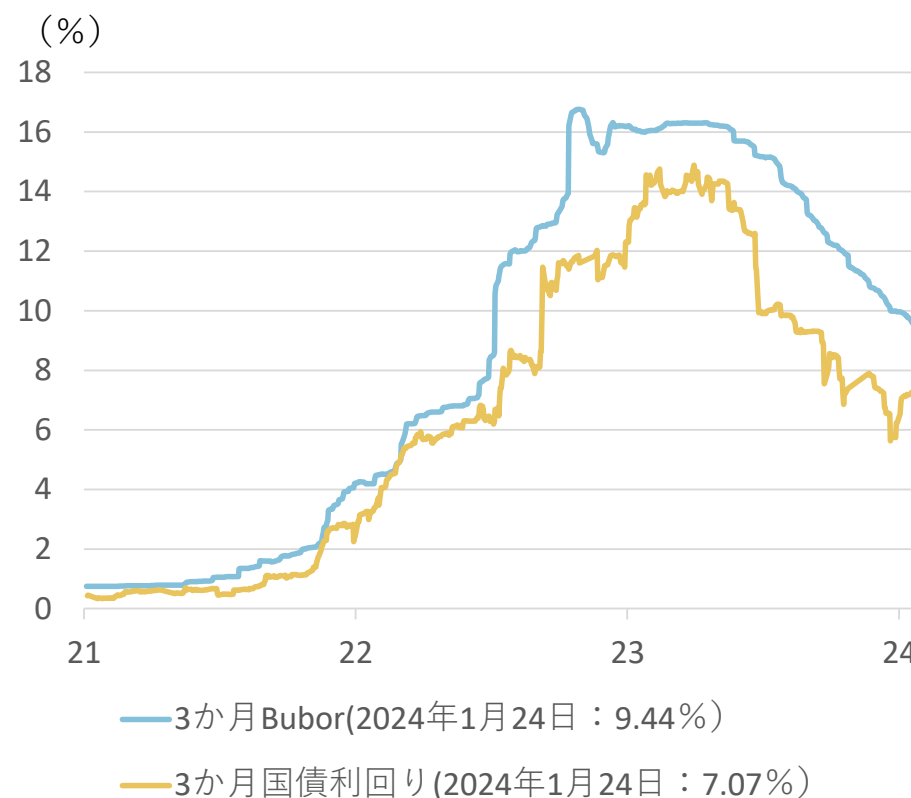
ハンガリー ユーロ圏 政策金利（2024年1月24日）



注：点線は先月末の市場の織り込み。ハンガリーの政策金利はベース金利。ただし、2022年10月14日から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が事実上の主要政策金利となっていたことを反映している。

（出所：ブルームバーグ、みずほ）

3か月Buborと3か月国債利回り



（出所：ブルームバーグ、みずほ）

ハンガリー国立銀行のバルガ副総裁は1月20日に新聞への寄稿で、インフレ率は低下しつつあるもの、まだ十分に低いとは言えないと警告した。一方、前日の19日にはオルバン首相が同国のインフレリスクは「最小限」と発言したほか、経済省は銀行の貸出の際の参照金利を3か月Buborから3か月国債利回りに移行させることを提言したと報じられている（実現した場合、2%強、参照金利が低下することになり、金融緩和となる）。

欧州委員会がハンガリーに対する補助金凍結の一部解除を非難する決議案を採択

【EUとハンガリーの対立 2023年5月以降の動き】

- ・ 「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理事会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**へー首脳会議で合意。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**で合意できずーハンガリーが阻止。（2023年12月15日）
- ・ 欧州議会がハンガリーに対し最大100億ユーロの補助金凍結を解除した2023年12月のEU理事会の決定を非難する決議案を可決。（2024年1月18日）
- ・ オルバン首相、国営ラジオのインタビューにおいて、EUは基金の支払いを差し控えることで、難民受け入れやLGBTQの権利に関するハンガリーの政策を変更させることはできないと発言。（2024年1月19日）

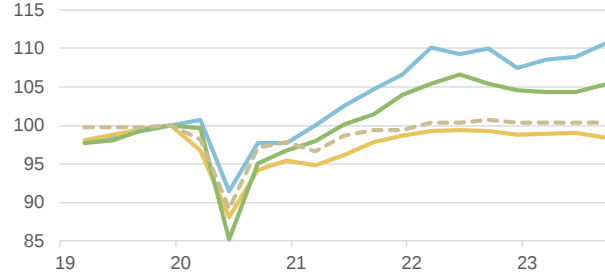
【今後の主要日程】

- ・ **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）

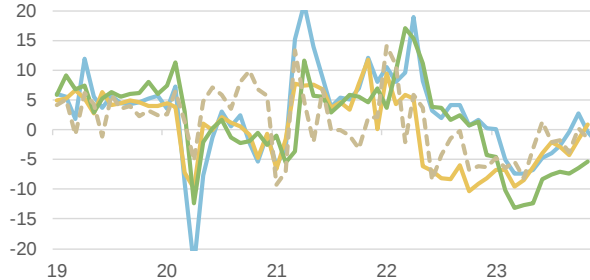
欧州議会がハンガリーに対し最大100億ユーロの補助金凍結を解除した2023年12月のEU理事会の決定を非難する決議案を可決。この決議自体には法的拘束力はないものの、フォン・デア・ライエン委員長をはじめとするEU執行部に対し、ハンガリーに対し厳しい対応を取るよう求める声は強まっている。

中東欧・ドイツ 主要経済指標

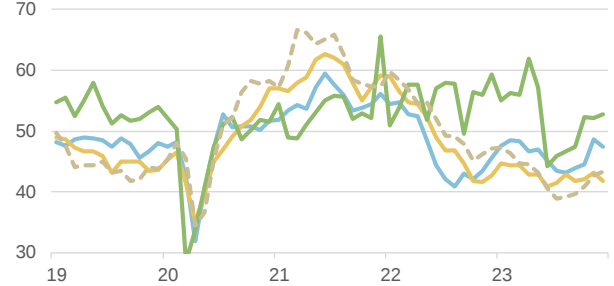
(2019年10-12月期=100) 実質GDP



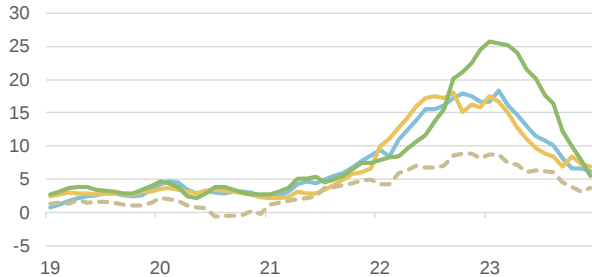
(前年同月比%) 小売売上高



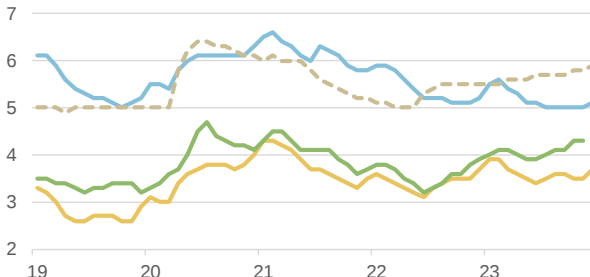
(中立=50) 製造業PMI



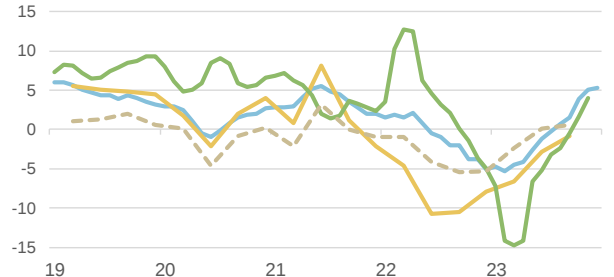
(前年同月比%) 消費者物価指数 (CPI)



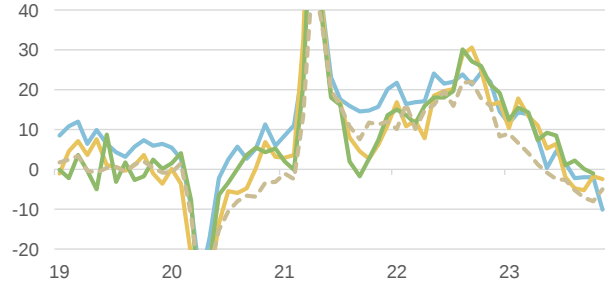
(%) 失業率



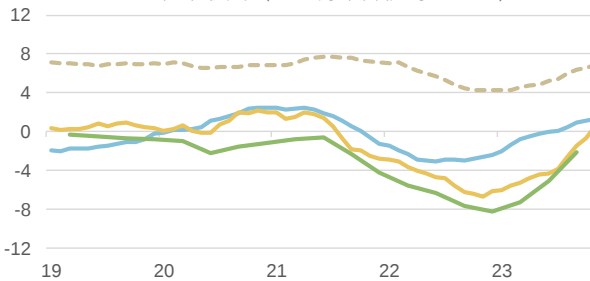
(前年比%) 実質賃金 (* 1)



(前年比%) 輸出 (* 2)



(%) 経常収支 (12か月累計値対GDP比)



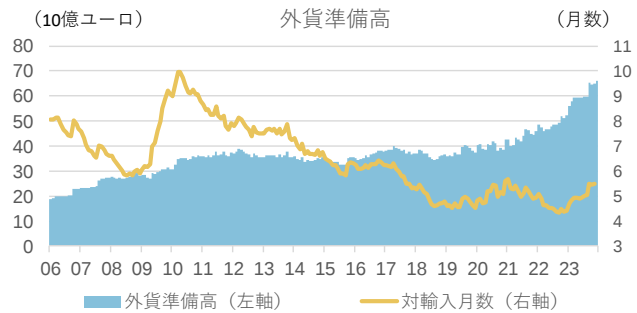
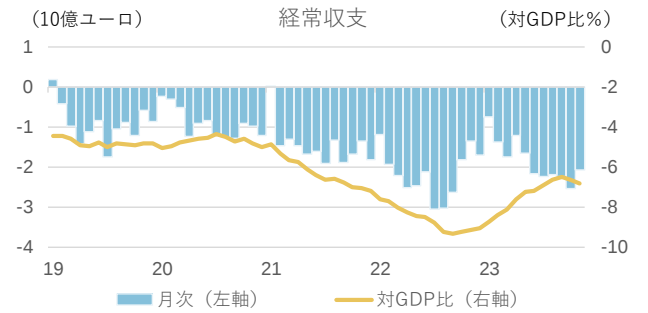
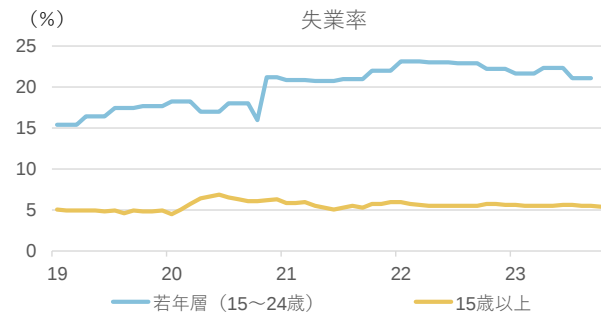
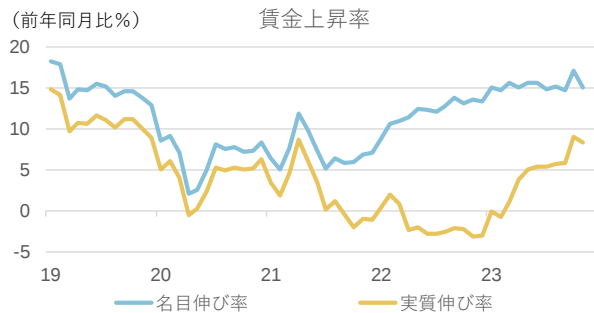
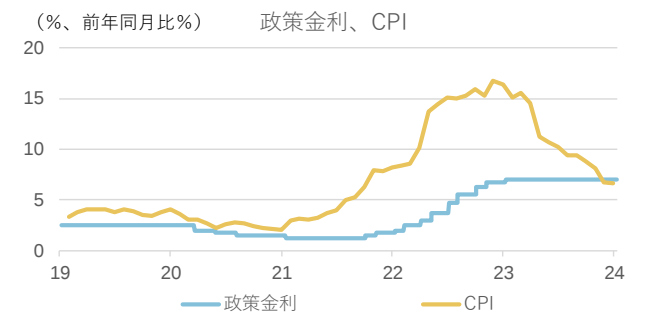
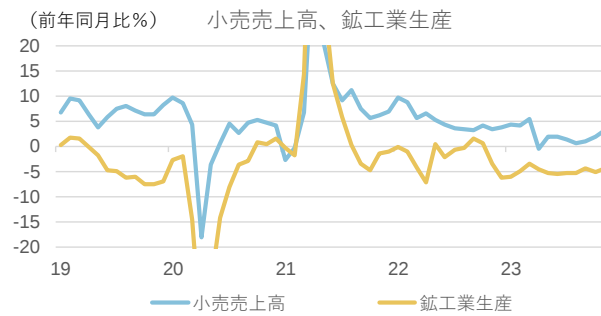
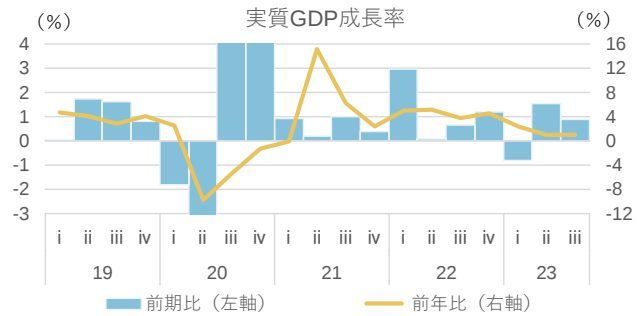
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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。

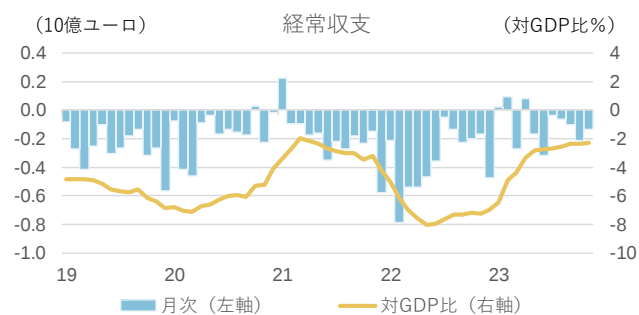
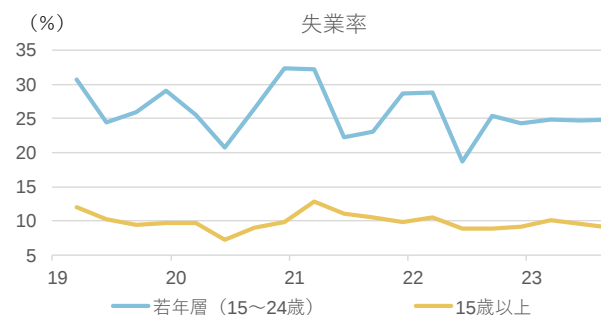
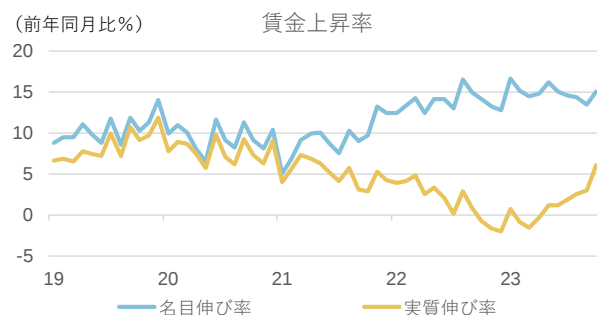
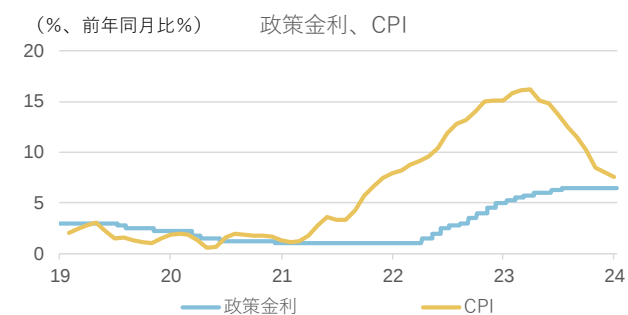
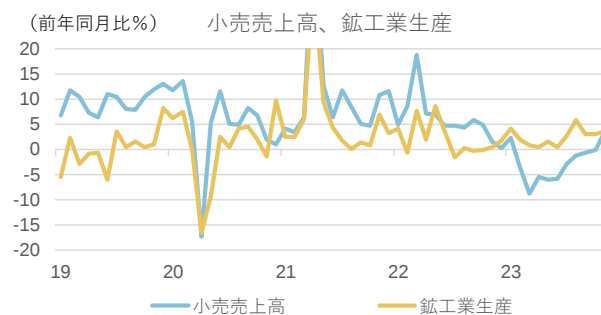
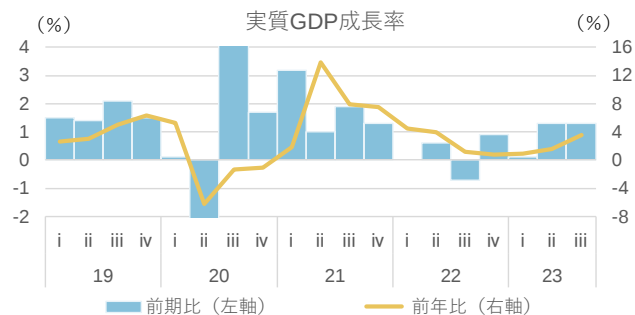
(出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

ルーマニア



(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



2023年11月の経常赤字は1.4億ユーロと前年同月に比べて18.4%減少した。

（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

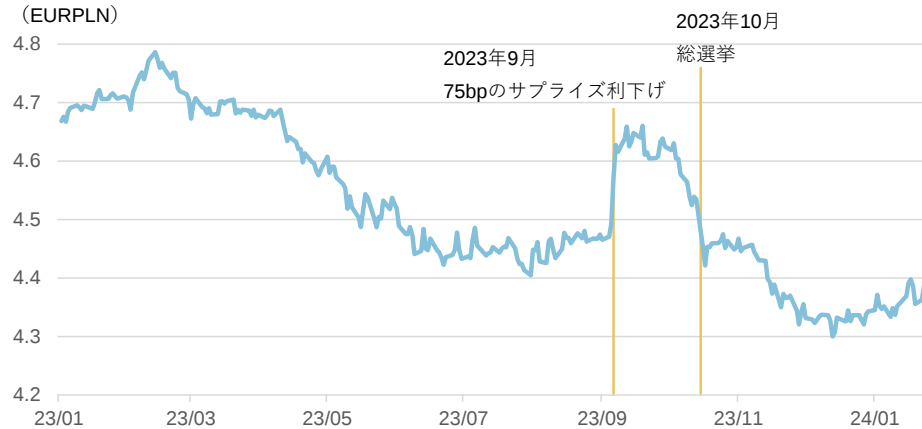
	Spot	2024 Mar	Jun	Sep	Dec	2025 Mar
EUR/PLN	4.32	4.30	4.34	4.38	4.42	4.46
EUR/CZK	24.53	24.0	24.2	24.4	24.6	24.8
EUR/HUF	383	370	380	390	400	410
EUR/RON	4.97	4.97	4.98	4.99	5.00	5.01

注：見通しは2023年12月末時点。

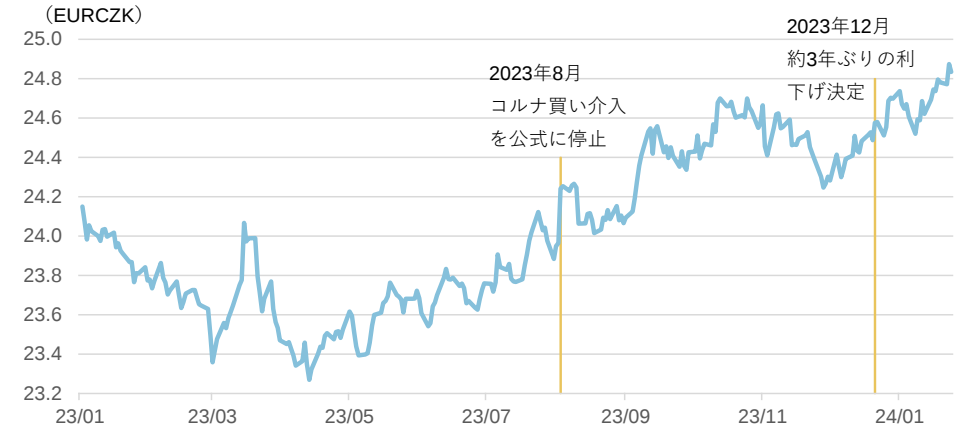
- 12月の中東欧通貨は対ドルや対ユーロで引き続き底堅い展開。FRBやECBの利上げ停止と早期利下げ観測の高まりがサポート要因となった。また、各国個別の要因も大きい。2023年10月の選挙結果を受けて12月に親EUの新政権が誕生したポーランドの通貨ズロチが続伸したほか、ハンガリーでも「法の支配」を巡る対立から凍結されていたEUからの補助金の一部の流入再開が決定したことが通貨フォリントのサポート要因となった。
- チェコ国立銀行が12月会合で利下げ開始を決定した。ハンガリー国立銀行は2023年5月から開始した金融緩和を継続している。一方、ポーランド国立銀行は2023年9月に市場予想の3倍となる75bp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）



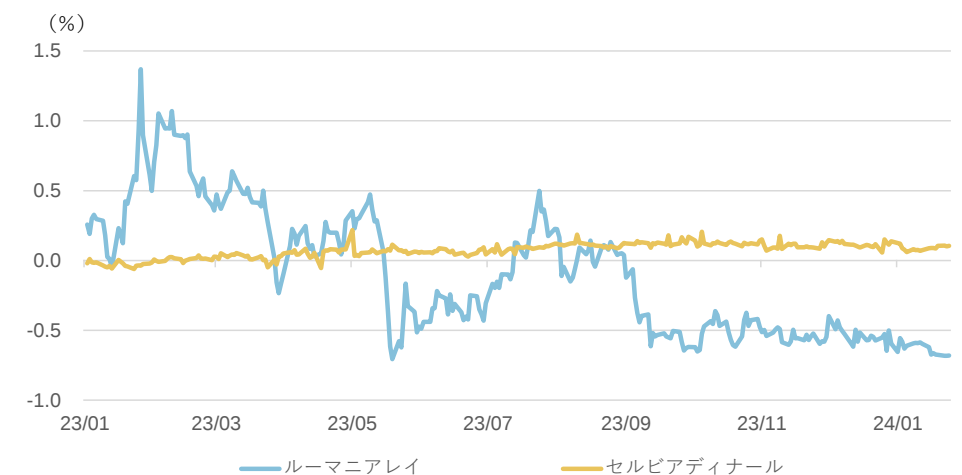
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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24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]@mizuho-cbus.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.