

# 中東欧通貨週報

**2024年2月14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・・・チェコ国立銀行のハト派サプライズでコルナの下落が加速 >

過去1週間の中東欧通貨は、ポーランドズロチやハンガリーフォリントが底堅く推移するなか、チェココルナの下落が加速した。

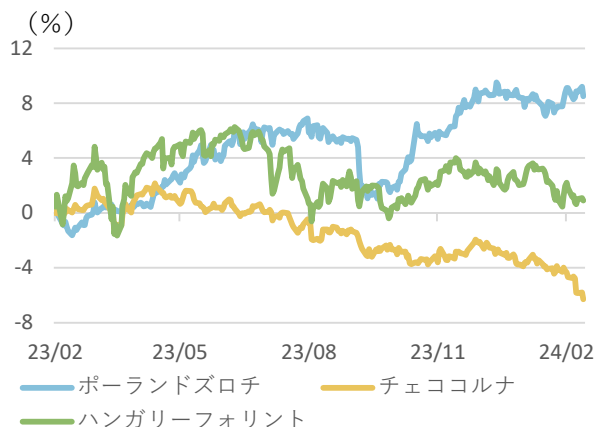
**チェコ国立銀行**は2月8日の会合で、政策金利を50bp引き下げ6.25%とした。ブルームバーグ集計のエコノミスト予想では25bpが予想されていた。声明文や記者会見もハト派サプライズ。(1)1名の委員が75bpの利下げを主張したほか、残りの6名も前回12月会合の25bpから50bpへの利下げ幅拡大を支持した。(2)2024年の実質GDP成長率予測が2023年11月時点の前年比+1.2%から同+0.6%へと半減した。(3)ミhil総裁が記者会見で、コルナ安は政策決定上、考慮しなかった、と発言した。

一方、**ポーランド国立銀行**は2月7日の会合で市場予想通り政策金利を5.75%で据え置いた。グラピンツキ総裁が翌8日の記者会見の中で、2024年中の利下げの可能性を否定したことはサプライズとなった。

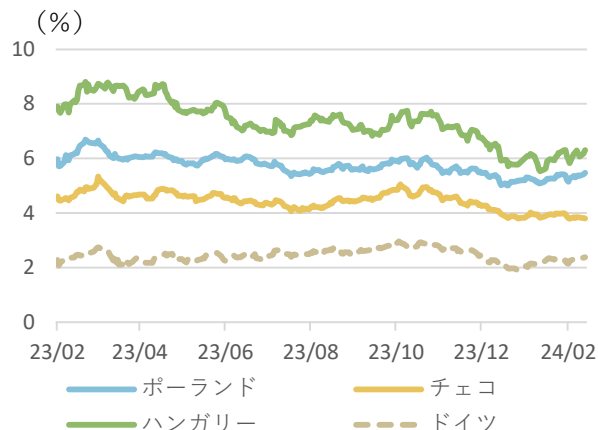
2月9日に発表された**ハンガリー-2024年1月CPI**は、前年同月比+3.8%と12月の同+5.5%から大きく伸びが減速した。食料・エネルギーを除いたコアCPIも12月の前年同月比+7.6%から同+6.1%に低下するなどデシインフレ傾向が広がっている。今回のCPIの結果は、ハンガリー国立銀行による金融緩和の継続を後押しするものになると見られる。

来週はポーランド、ハンガリーで2023年10-12月期実質GDP成長率が発表されるほか、ポーランド、チェコで2024年1月CPIが公表される。

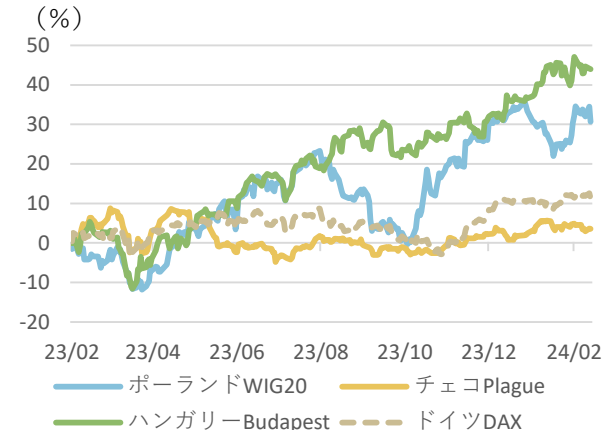
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

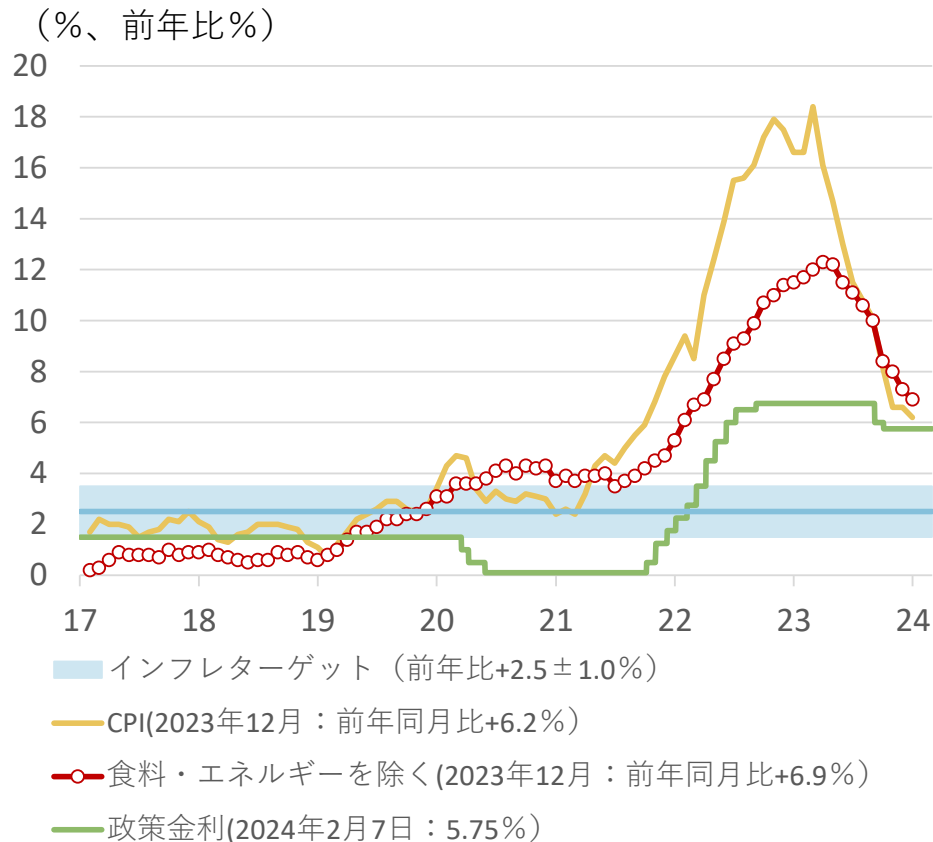


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



# ポーランド国立銀行は政策金利を5.75%で据え置き

## ポーランド 消費者物価指数（CPI）と政策金利



（出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ）

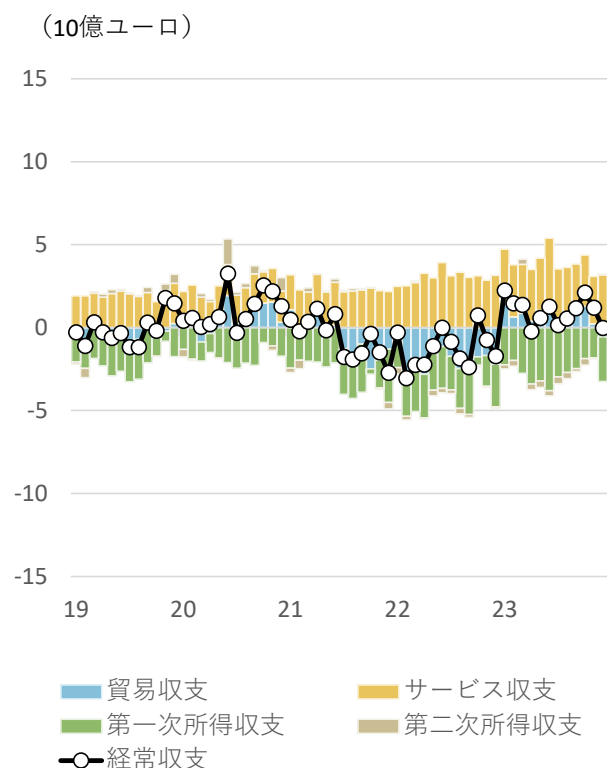
## ポーランド国立銀行 グラピンツキ総裁記者会見

- もし今年、何かサプライズが起きなければ、年内は政策金利を据え置くことになる公算が大きい。
- （食料・エネルギーを除く）コアCPIの動向を政策委員会は最も重視している。
- 財政政策や規制価格（エネルギーなど）の動向の不確実性がインフレ見通しにおいて重大な不透明感をもたらしている。2024年3月にはCPIインフレ率はいったん前年比+2.5±1.0%のインフレターゲットレンジへと低下すると見られるが、その後は再び上昇するリスクが大きい。
- ポーランド国立銀行が量的緩和で過去に購入した債券をマーケットで売却する可能性は現時点で極めて低いと考えられる。
- 外貨準備のうち、金の占める割合を20%に引き上げることで合意した（現在の保有額は217億ユーロで外貨準備の約12%を占める）。

グラピンツキ総裁が記者会見の中で、2024年中の利下げの可能性を否定したことはサプライズとなった。ポーランド国立銀行が経済・物価見通しを更新する2024年3月会合で利下げを再開する、という見方は根強かった。

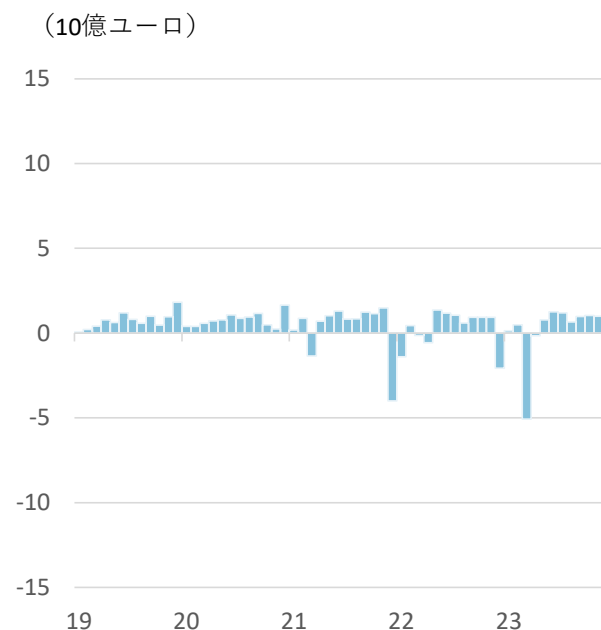
# ポーランド 12月の経常収支は2,400万ユーロの小幅な赤字に

経常収支



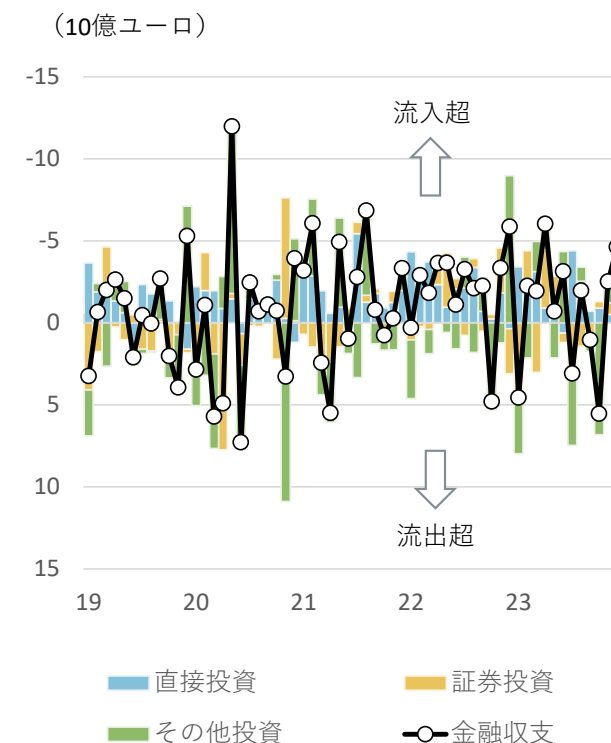
(出所：NBP、ブルームバーグ、みずほ)

資本移転等収支



(出所：NBP、ブルームバーグ、みずほ)

金融収支



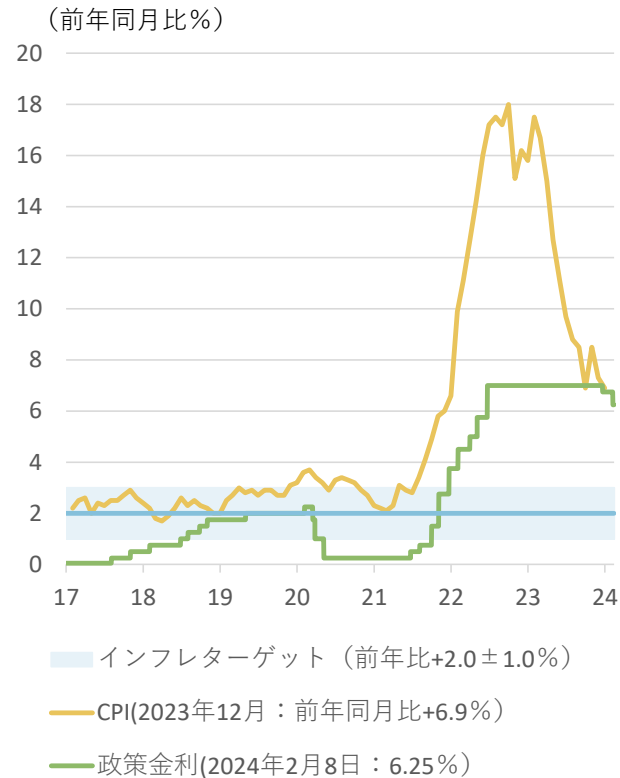
注：金融収支は外貨準備増減を除いている。

(出所：NBP、ブルームバーグ、みずほ)

市場予想は3.57億ユーロの赤字だった。前年同月の2022年12月が17億ドルの赤字だったことと比較して大幅に改善している。国際燃料価格の下落に伴うエネルギー価格の減少に加えて、ポーランドの景気減速に伴う輸入の抑制が寄与している格好。金融収支は大幅な流入超であり、全体として見た国際収支のバランスは引き続き安定している。

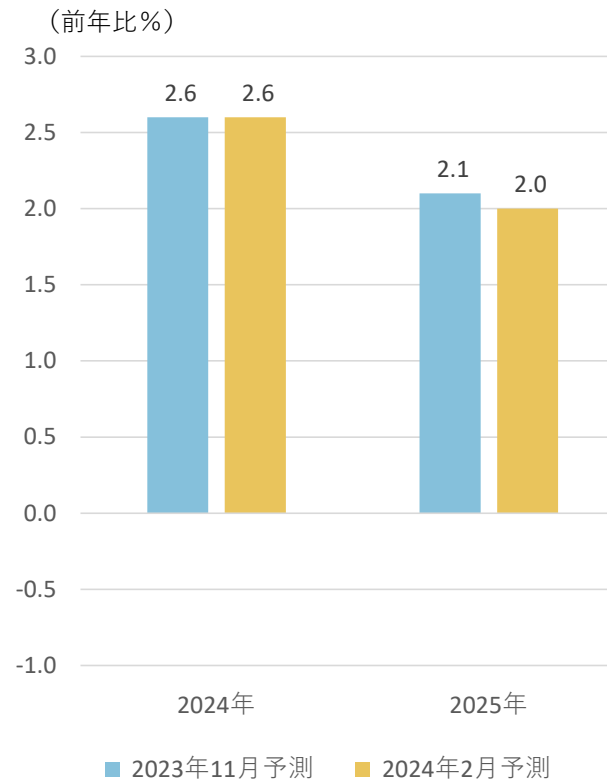
# チェコ国立銀行は政策金利を50bp引き下げ6.25%に

チェコ 消費者物価指数（CPI）と政策金利



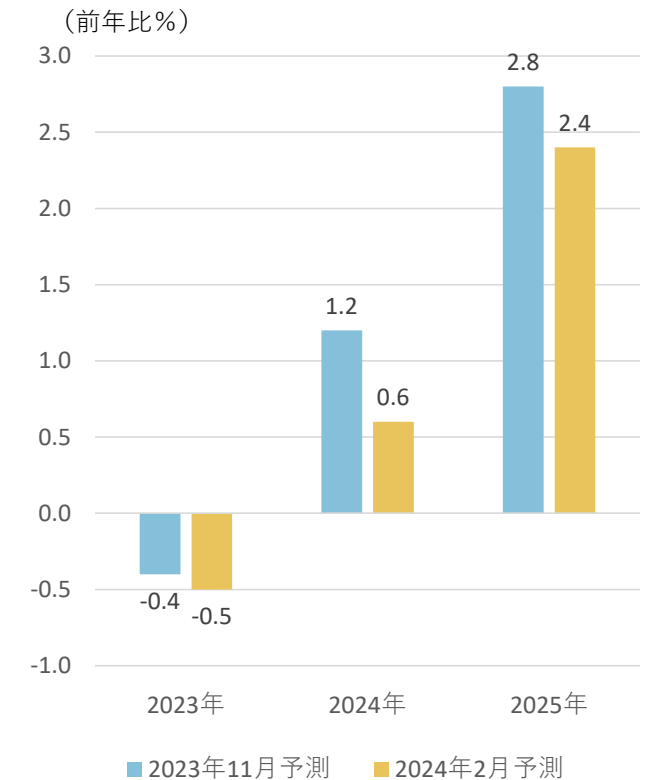
（出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ）

チェコ国立銀行 CPI見通し



（出所：チェコ国立銀行、みずほ）

チェコ国立銀行 実質GDP見通し

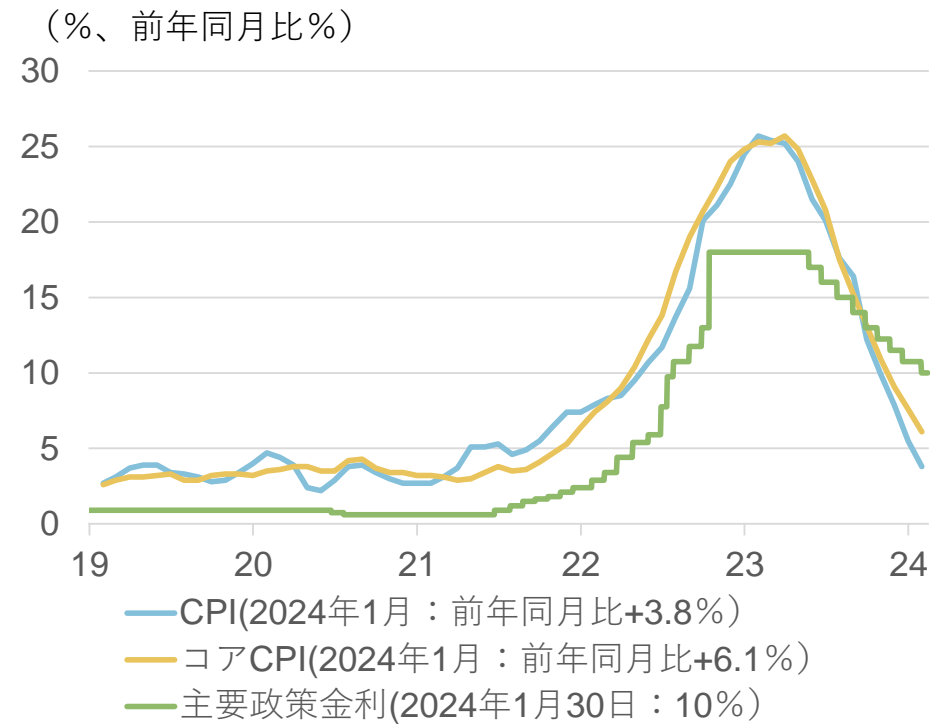


（出所：チェコ国立銀行、みずほ）

ブルームバーグ集計のエコノミスト予想では25bpが予想されていた。声明文や記者会見もハト派サプライズ。(1)1名の委員が75bpの利下げを主張したほか、残りの6名も前回12月会合の25bpから50bpへの利下げ幅拡大を支持した。(2)2024年の実質GDP成長率予測が2023年11月時点の前年比+1.2%から同+0.6%へと半減した。(3)ミhil総裁が記者会見で、コルナ安は政策決定上、考慮しなかった、と発言した。

# ハンガリー 2024年1月のCPIの伸び率は前年同月比+3.8%と12月の同+5.5%から大きく低下

## 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)

## CPI 内訳

(単位：前年比%)

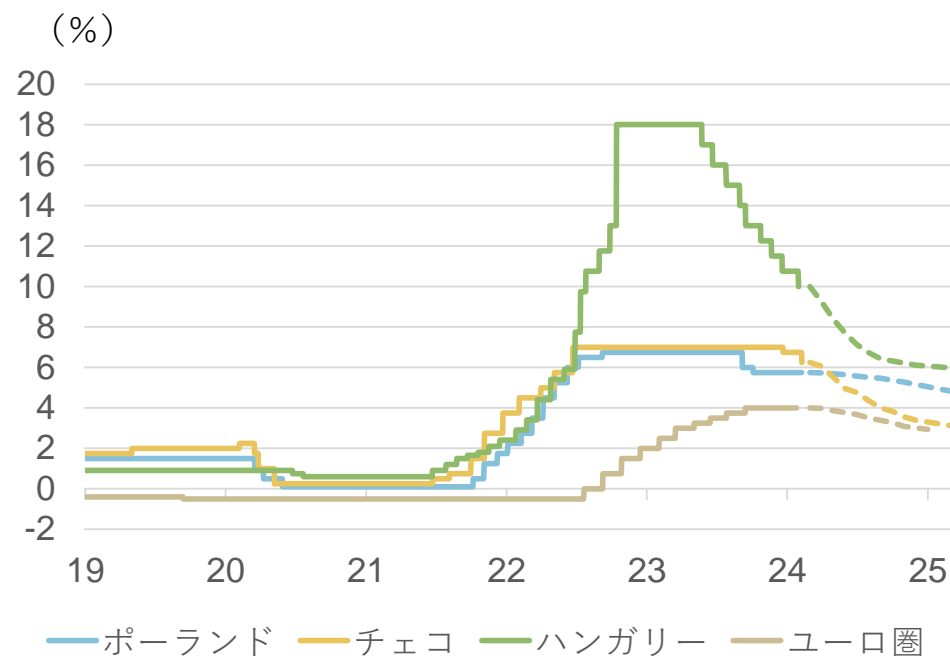
	23年 11月	23年 12月	24年 1月
ヘッドライン	+7.9	+5.5	+3.8
食料	+7.1	+4.8	+3.6
アルコール飲料・タバコ	+10.6	+10.3	+8.1
被服・履物	+7.4	+6.9	+6.2
耐久消費財	▲0.4	▲1	▲1.4
電気、ガス、その他燃料	▲18.1	▲13.9	▲11.3
その他の財（自動車燃料を含む）	+14	+3.2	▲0.7
サービス	+12.6	+12.4	+10.4
コアCPI	+9.1	+7.6	+6.1

(出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ)

市場予想の前年比+4.3%をも大きく下回った。食料・エネルギーを除いたコアCPIも12月の前年同月比+7.6%から同+6.1%に低下するなどデスインフレ傾向が広がっている。今回のCPIの結果は、ハンガリー国立銀行による金融緩和の継続を後押しするものになると見られる。

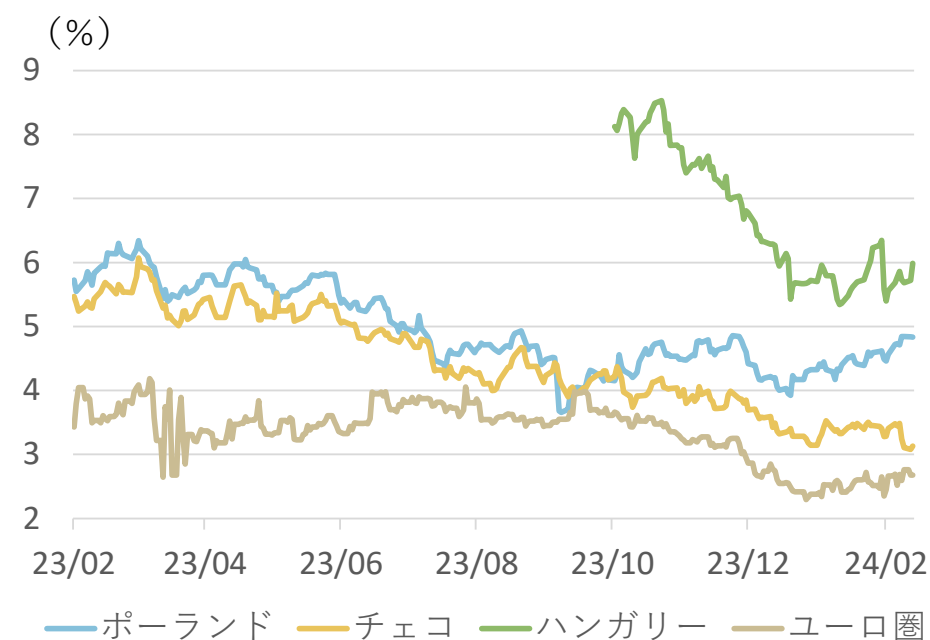
# 各国・地域の中銀の政策金利のスタンスの違いが鮮明に

政策金利の実績と織り込み（2024年2月13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)

金利市場に織り込まれた12か月後の政策金利

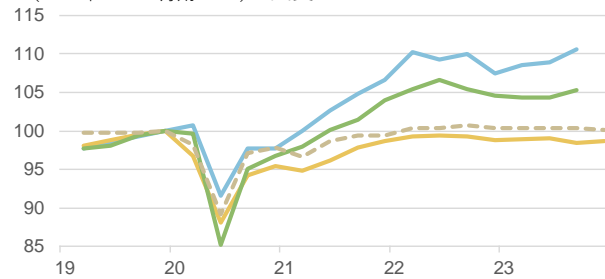


注：中東欧は12か月後スタート、期間3か月の金利フォワード契約を用いて織り込みを測っている。ユーロ圏はOISスワップカーブの織り込み。  
(出所：ブルームバーグ、みずほ)

25bpから50bpに利下げ幅を拡大したチェコ国立銀行、75bpの利下げ幅で緩和を続けるハンガリー国立銀行、さらには「2024年夏頃」の利下げにオープンな考えを示している欧州中央銀行に対し、ポーランド国立銀行のタカ派姿勢が際立つ格好に。

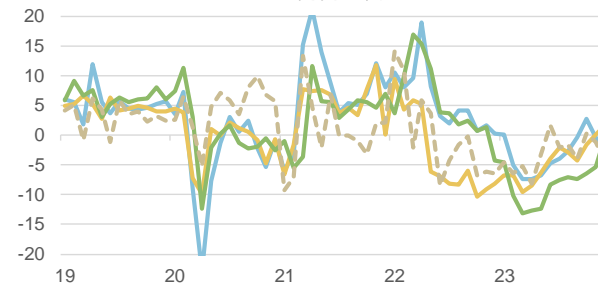
# 中東欧・ドイツ 主要経済指標

(2019年10-12月期=100) 実質GDP



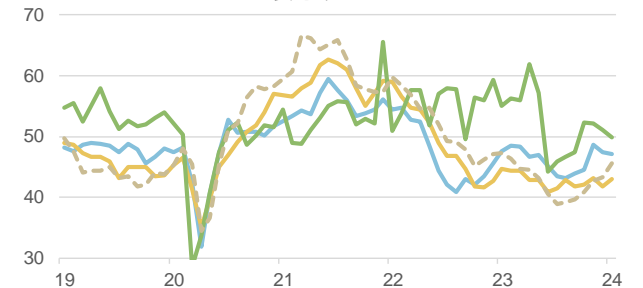
(前年同月比%)

小売売上高



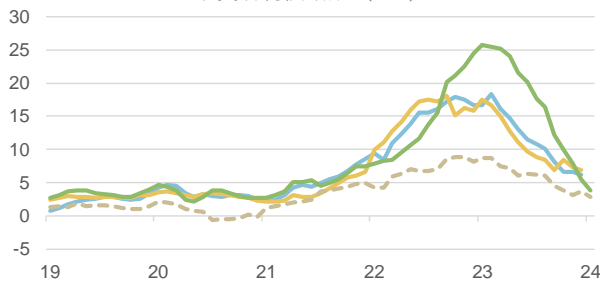
(中立=50)

製造業PMI



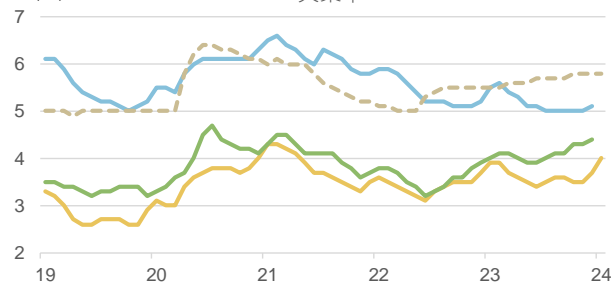
(前年同月比%)

消費者物価指数 (CPI)



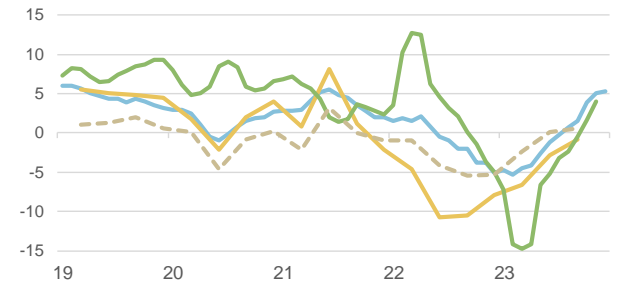
(%)

失業率



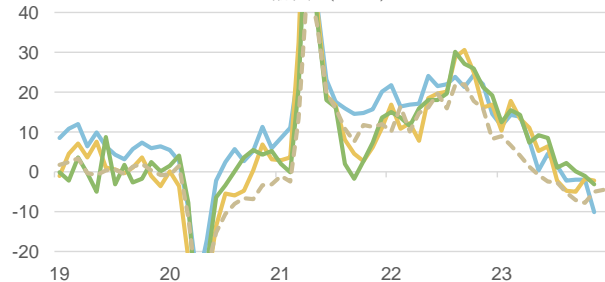
(前年比%)

実質賃金 (\* 1)



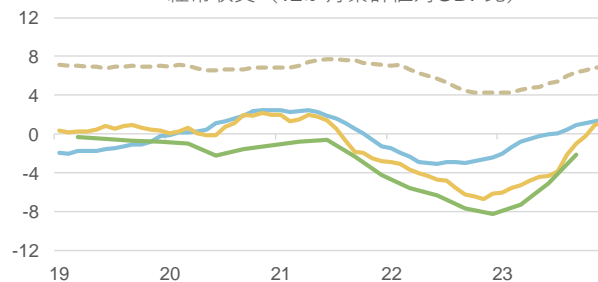
(前年比%)

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

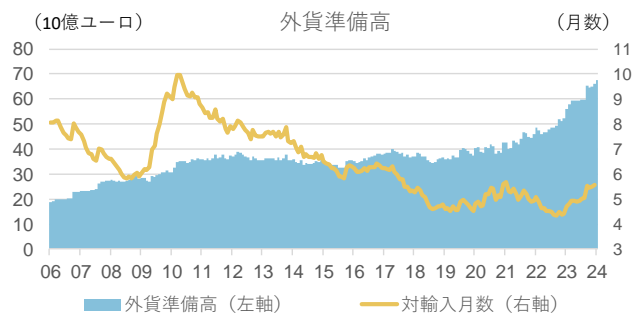
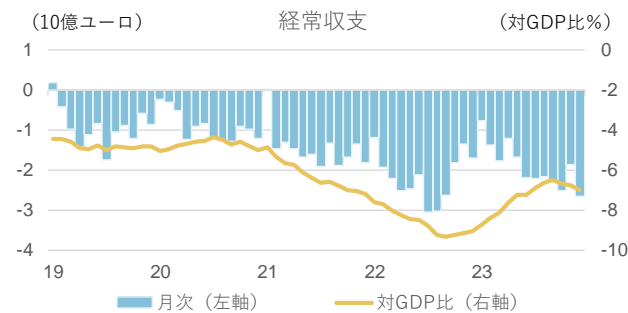
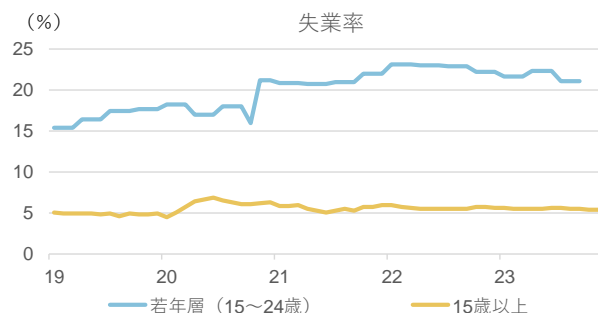
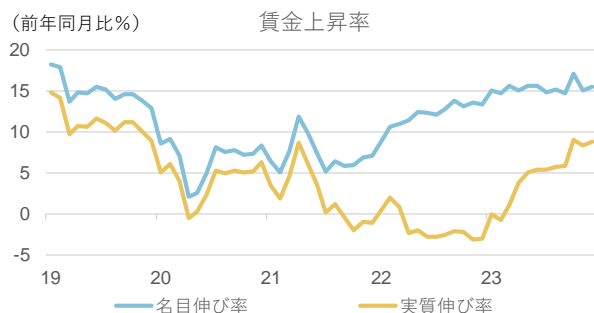
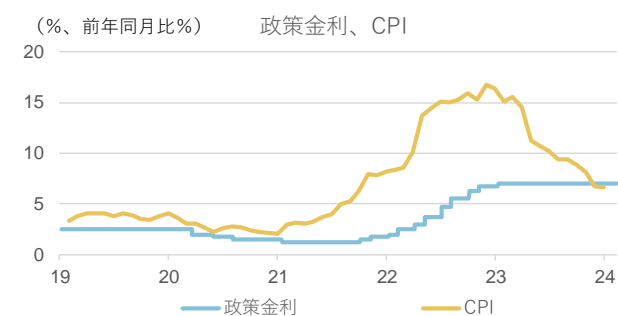
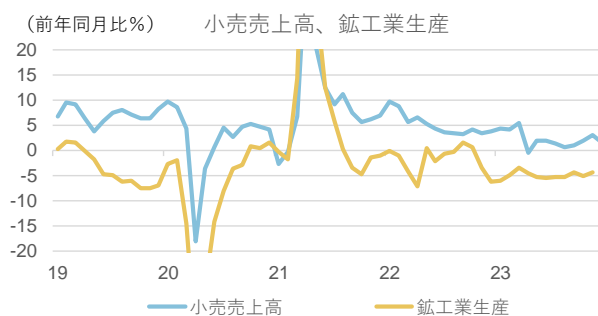
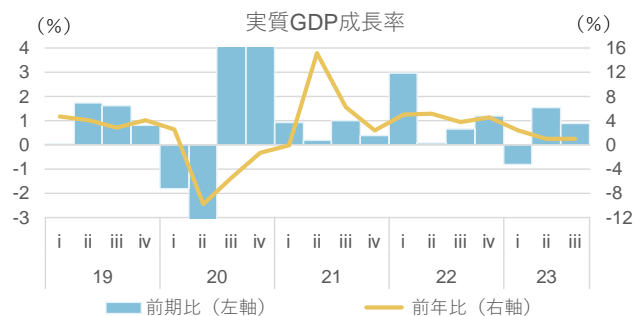
\* 1 ポーランド、ハンガリーはCPIで実質化。3か月平均値をとったうえで前年比を計算している。チェコ、ドイツは四半期のデータ。

\* 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)



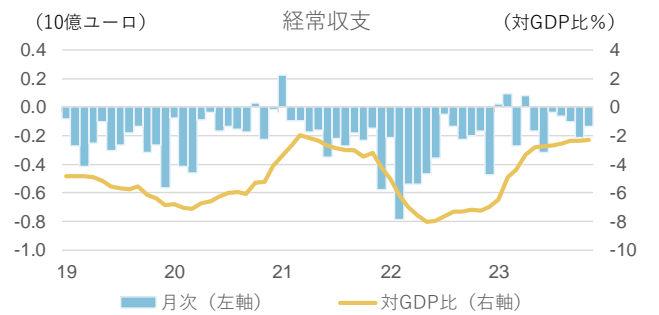
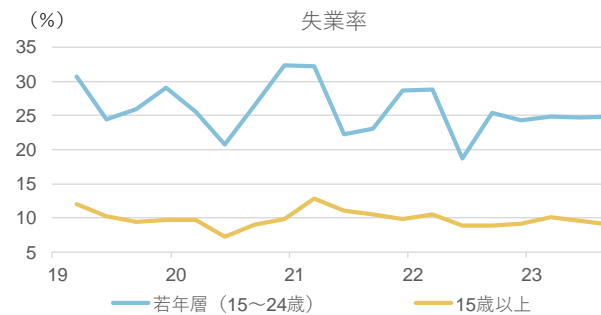
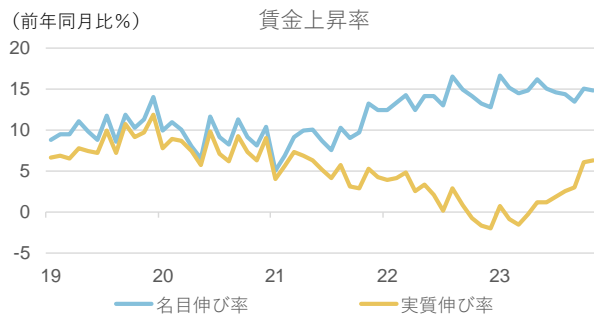
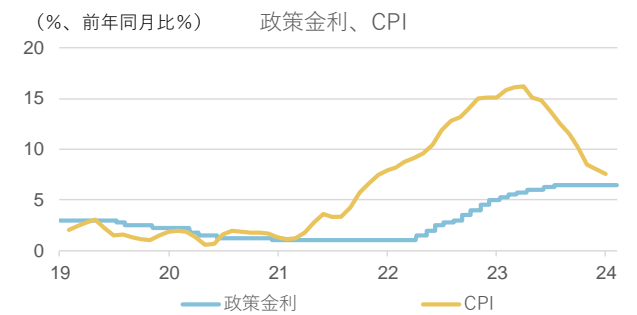
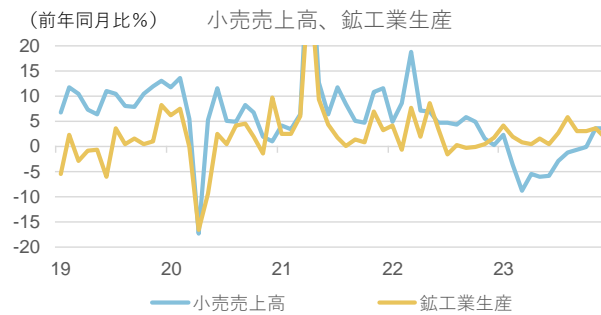
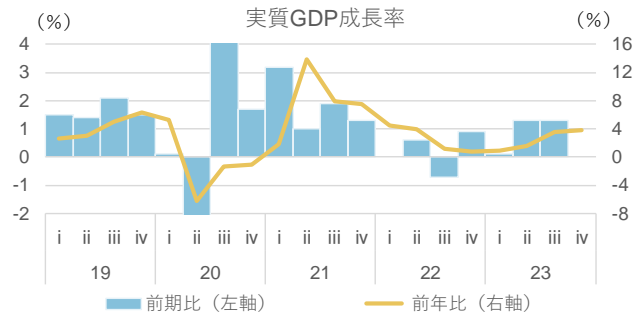
# ルーマニア



ルーマニア国立銀行は2月13日、市場予想通り政策金利を7.00%で据え置いた。賃金上昇率は2023年12月時点で前年同月比+15.5%と高水準であり、かつ対GDP比5%もの財政赤字を抱える。こうしたマクロ環境のもと、ルーマニア国立銀行は他の中東欧の中銀と同様に金融緩和を開始することが難しい状況にある。

(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



セルビア国立銀行は2月8日、市場予想通り政策金利を6.50%で据え置いた。声明では、年半ばにはインフレ率がターゲットレンジ（前年比+1.5～4.5%）に低下するという見方が示されている。セルビア中銀の利下げは欧州中央銀行（ECB）が利下げに踏み切ると見られる年半ば以降となる可能性が高い。

(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 各国中銀の金融政策と政治情勢が焦点

中東欧通貨 対ユーロ見通し

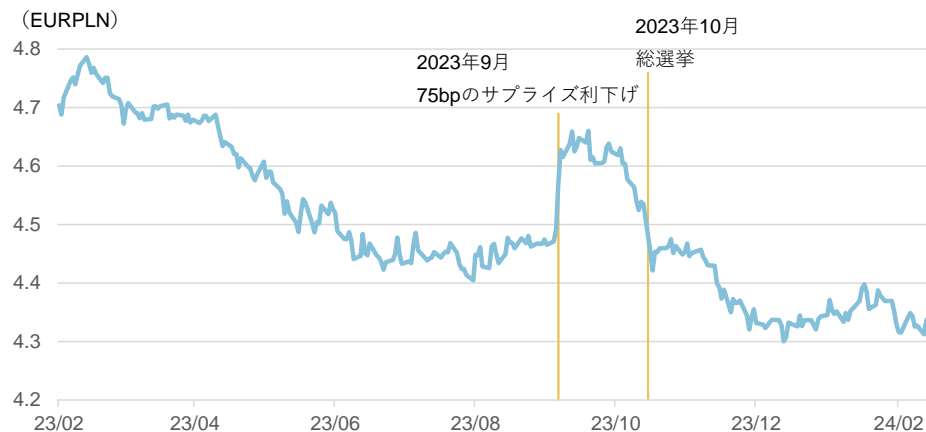
	Spot	2024 Mar	Jun	Sep	Dec	2025 Mar
EUR/PLN	4.33	4.35	4.40	4.36	4.32	4.28
EUR/CZK	24.82	25.0	25.2	25.4	25.6	25.8
EUR/HUF	384	390	395	400	405	410
EUR/RON	4.98	4.97	4.98	4.99	5.00	5.01

注：見通しは2024年1月末時点。

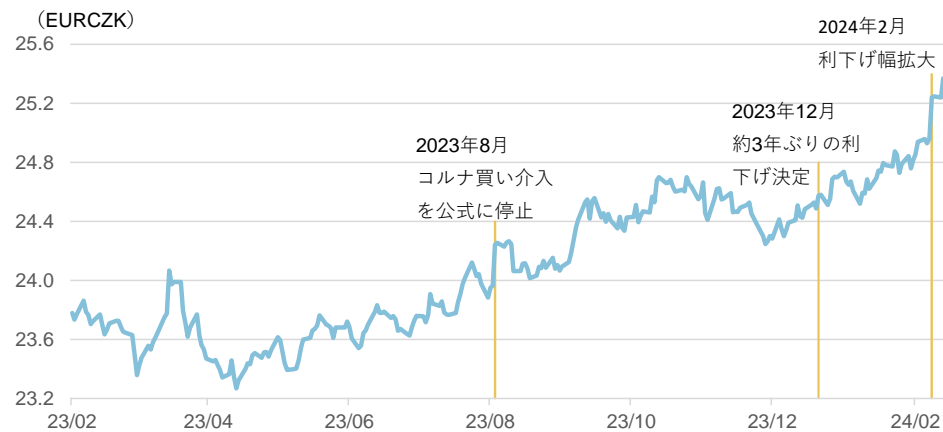
- 1月の中東欧通貨は、各国中央銀行の利下げ幅拡大の可能性や、政治・外交リスクが意識される中で振れ幅を伴う展開となった。
- ポーランドでは、ユーロ圏との金利差拡大見通しが引き続きズロチのサポート材料となっている。ポーランド国立銀行（NBP）は1月会合で利下げ再開に対して慎重姿勢を示した一方、欧州中央銀行（ECB）は市場の早期利下げ観測を否定せず、利下げの準備段階に入ったという見方が広がった。予測においても、ECBが利下げに踏み切ると見られる2024年夏以降にズロチは反発する見込みとしている。一方、深刻化する政治対立はズロチの重石となった。特に2024年予算案を巡る不透明感は、今後も同国の政治リスクとして意識する必要がある。
- チェコは、外需の落ち込みもあり景気が引き続き低迷するなか、チェコ国立銀行（CNB）の利下げ拡大観測がコルナの重石となっている。CNBは12月会合で25bpの利下げを行ったが、1月末にはホルブ委員とフレイト副総裁が50bpへの利下げ幅拡大を示唆する発言が伝わった。ユーロ圏との金利差縮小観測が引き続きコルナの重石となるだろう。
- ハンガリーは、政府によるハンガリー国立銀行（NBH）に対する利下げ拡大要求や、ウクライナ支援を巡るEUとの対立激化が意識される形で、フォリントは月中には他の中東欧通貨と比較して最も大きく下落した。NBHが1月会合で100bpの利下げが見込まれるなかで75bpの利下げ幅に留めたことや、ハンガリーがEUに対してウクライナ支援を巡る妥協案を送付したと伝わったこともありフォリントは反発している（2月1日の臨時欧州首脳会議でウクライナ支援には合意）。もっとも、NBHは今後も利下げを継続する公算が大きく、ユーロ圏との金利差は引き続き縮小する見込みである。また、難民問題や性的少数派に対するハンガリーの政策を巡り、EUとの対立リスクはなおも燦々。フォリントの不安定化リスクは相対的に高いと見ている。

# 中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

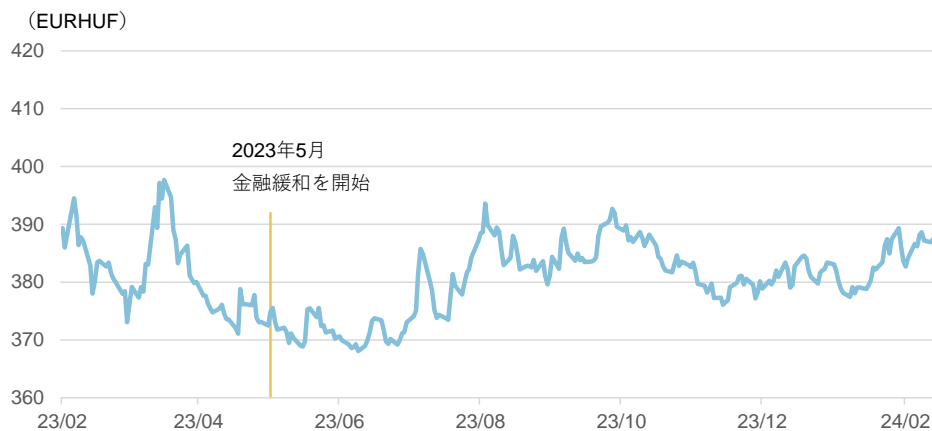
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



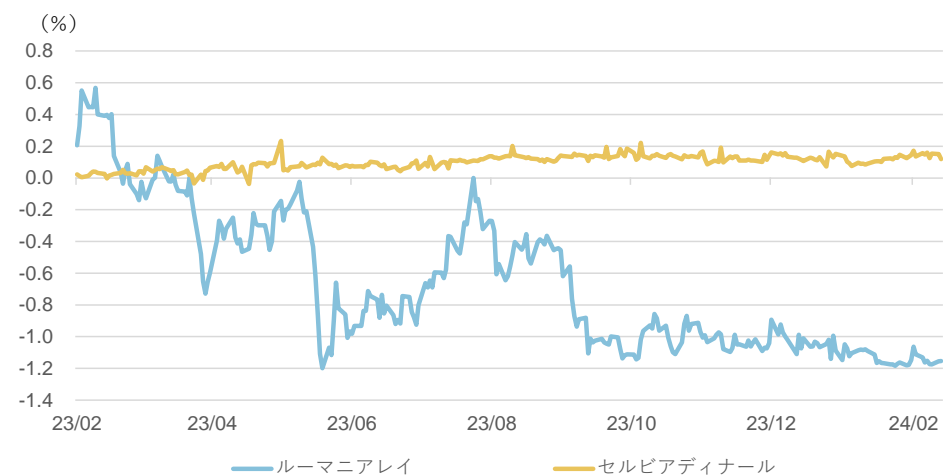
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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	3.1	3,582	50	A-	354	×
チェコ	11	3,352	30,475	2.8	2.6	2,449	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	5.0	484	93	B-	52	×
(参考) ドイツ	83.86	44,298	52,824	3.3	1.2	16,489	66	AAA	1,918	○

\* 外貨建て長期債務格付け。2024年2月13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.