

中東欧通貨週報

2024年3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

中東欧通貨 過去1週間の動向と展望

< 過去1週間の動向と展望・・・ハンガリー国立銀行は3月26日の会合ではフォリント安を受けて、利下げ幅縮小へ >

過去1週間の中東欧通貨は、総じて小動きとなったが、米国連邦準備制度理事会（FOMC）を前にグローバルに金利が上昇した局面ではやや下落圧力が強まった。

ポーランドで3月15日に発表された**2024年2月CPI**は前年同月比+2.8%と市場予想の同+3.2%を大きく下回った。CPIインフレ率がポーランド国立銀行（NBP）のインフレターゲット内（前年比+2.5±1.0%）に収まったのは、2021年3月以来となる。もっとも、食料・エネルギーを除いたコアCPIの伸びは同+5.4%とまだ高水準であり、食料価格も4月からのVAT引き上げ（0→5%）の影響で再びインフレ押し上げ要因になる。さらに、**2024年2月の平均賃金の伸び率**は前年同月比+12.9%と高水準であり、需要面のインフレ圧力も根強い。今回のCPIの結果がNBPの早期利下げ転換を促すものとはならないだろう。

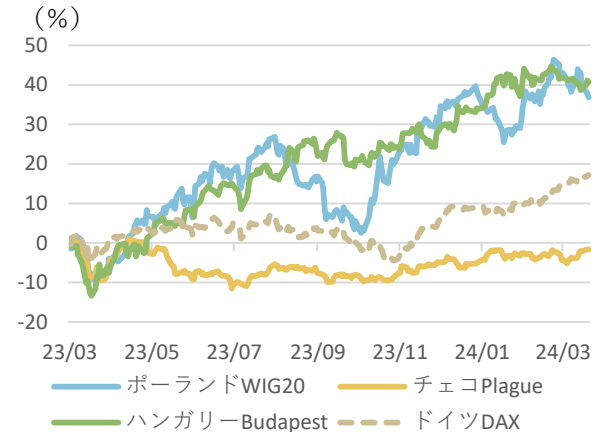
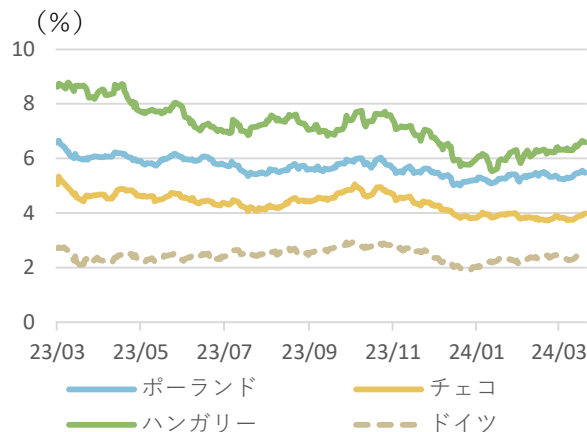
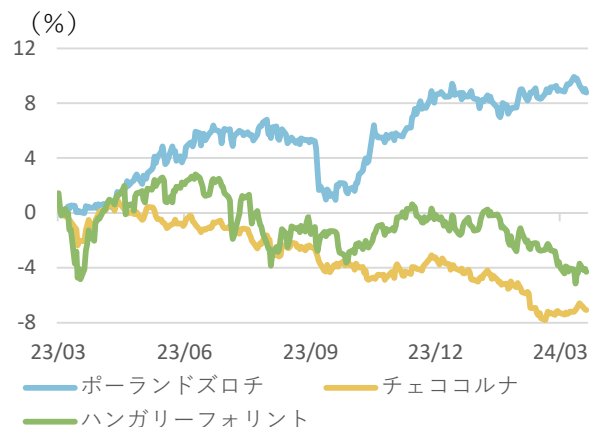
チェコ国立銀行は3月20日の会合で市場予想通り政策金利を50bp引き下げ5.75%とした。75bpの利下げを支持する委員が2月の1名から今回は2名に増えるというハト派サプライズがあったものの、声明文は総じてタカ派姿勢が強い内容。さらに、ミhil総裁が記者会見で改めてコロナ安に対する警戒姿勢を示したこともあり、会合後にややコロナは反発している。

来週は3月26日に**ハンガリー国立銀行（NBH）**が金融政策を発表する。NBHは前回2月会合では従来の75bpから100bpに利下げ幅を拡大した。しかし、2月下旬から3月にかけてフォリントは対ユーロで最大約2.6%下落しており、NBHは3月会合では利下げ幅を75bpに戻す公算が強まっている。

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

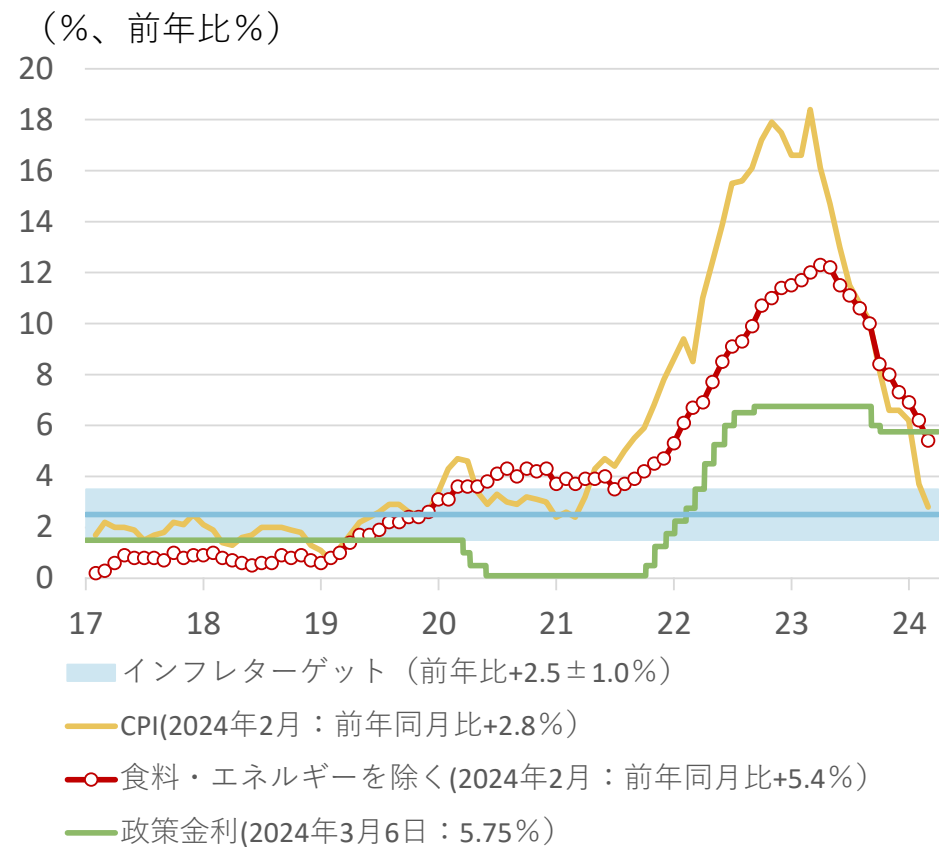
株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ポーランド 2024年2月CPIは前年同月比+2.8%と市場予想の同+3.2%を大きく下回った

ポーランド 消費者物価指数（CPI）と政策金利

ポーランドCPI 内訳



(出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

(単位：前年比%)

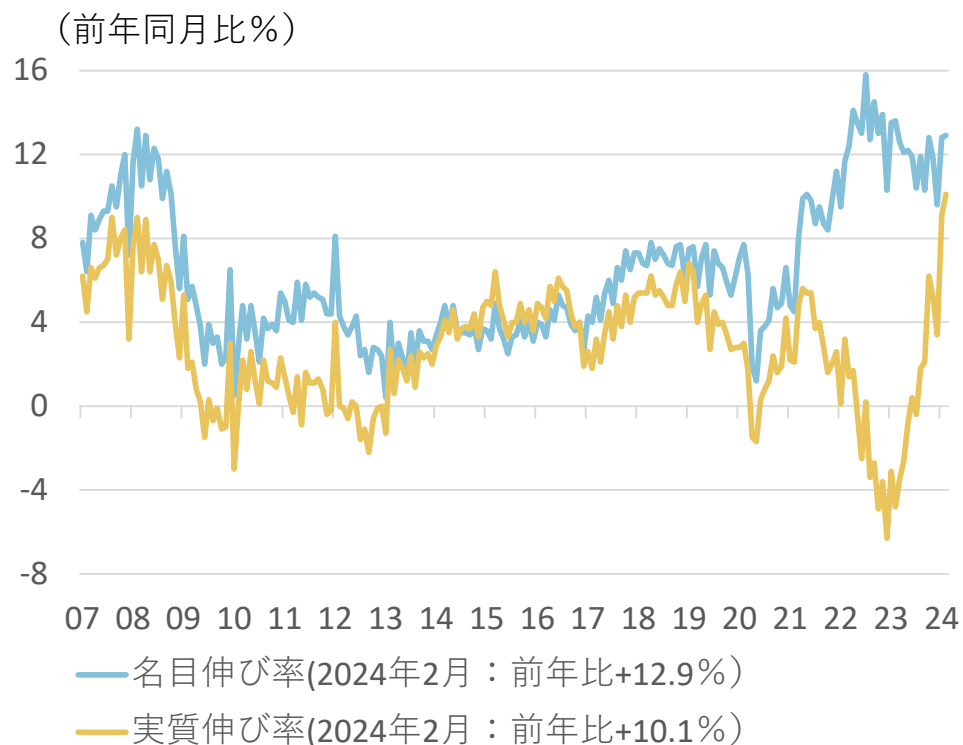
	23年 12月	24年 1月	24年 2月
ヘッドライン	+6.2	+3.7	+2.8
食料・非アルコール飲料	+6	+4.9	+2.7
アルコール飲料・たばこ	+9.5	+8.7	+6.7
住宅	+8.4	+2	+1.6
電気、ガス、その他燃料	+9.8	▲3.1	▲3
輸送	▲2.8	▲5	▲4
個人用輸送機器向け燃料	▲6	▲8.3	▲6.4

(出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

CPIインフレ率がポーランド国立銀行（NBP）のインフレターゲット内（前年比+2.5±1.0%）に収まったのは、2021年3月以来となる。もっとも、食料・エネルギーを除いたコアCPIの伸びは同+5.4%とまだ高水準であり、食料価格も4月からのVAT引き上げ（0→5%）の影響で再びインフレ押し上げ要因になることから、今回の結果がNBPの早期利下げ転換を促すものとはならない見込み。

ポーランド 2024年2月の平均賃金の伸び率は前年同月比+12.9%に

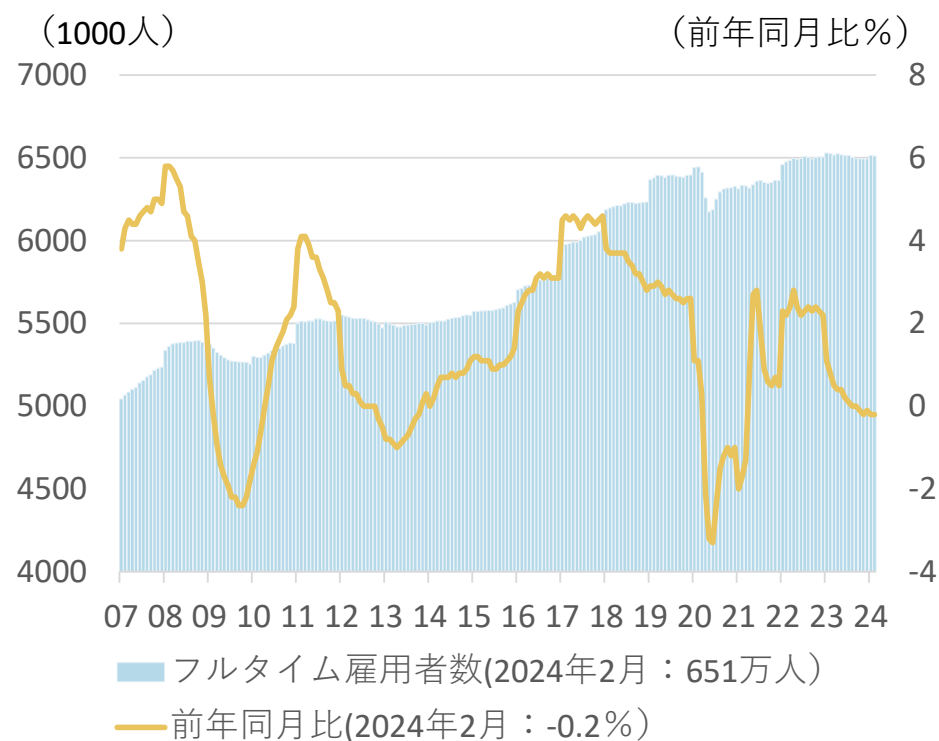
ポーランド 企業部門 平均月間総賃金



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

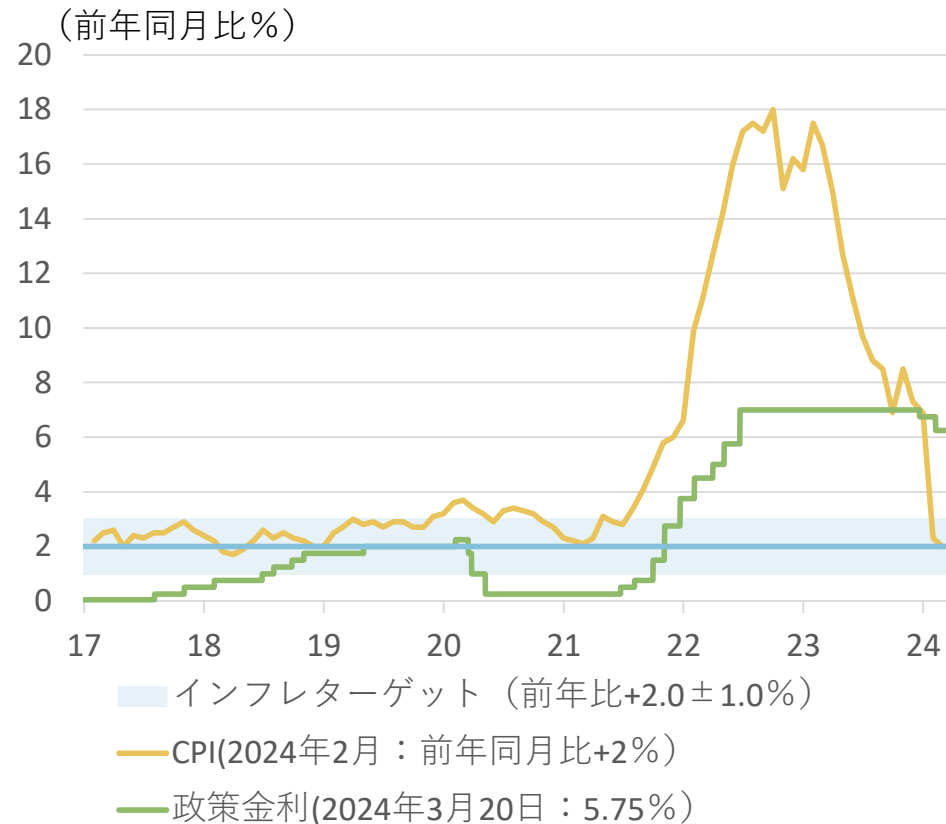


（出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ）

伸び率は1月時点から横ばいだが、インフレ率の低下を背景に、実質賃金の伸び率上昇が急激なものになっている。実質賃金の急速な伸びは、個人消費の起爆剤となることが期待される一方、需要面からのインフレ圧力につながる。

チェコ国立銀行は3月20日の会合で市場予想通り政策金利を50bp引き下げ5.75%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)

チェコ国立銀行声明文、ミhil総裁記者会見 ポイント

【声明文】

- 50bpの利下げは5対2の多数決で決定した。2名は75bpの利下げを主張していた（前回2月会合では75bpの利下げを主張したのは1名のみだった）。
- 金融政策決定委員会はリスクは「緩やかに」インフレ方向に傾いていると見ている。

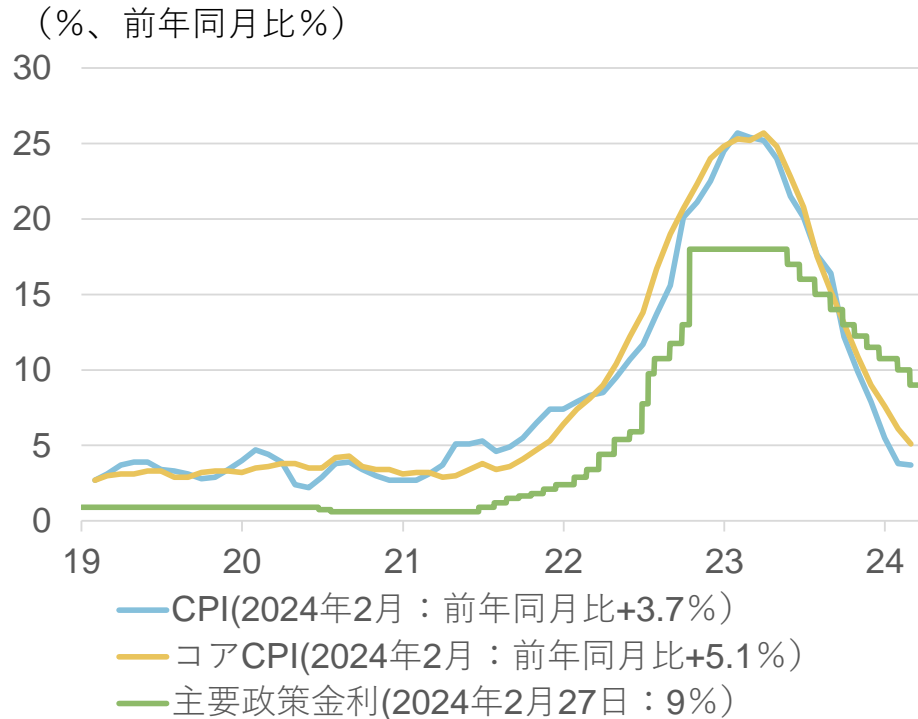
【ミhil総裁会見】

- コロナの為替レートの下落は、インフレリスクとして注視している要素の1つである。
- 必要に応じて、利下げは政策金利が引き締めの水準にある段階で停止する可能性がある。
- 政策金利の利下げペースは市場が織り込んでいるよりも緩やかなものとなる可能性が高い。

75bpの利下げを支持する委員が2月の1名から今回は2名に増えるというハト派サプライズがあったものの、声明文は総じてタカ派姿勢が強い内容。さらに、ミhil総裁が記者会見で改めてコロナ安に対する警戒姿勢を示したこともあり、会合後にややコロナは反発している。

ハンガリー国立銀行は3月26日の会合ではフォリント安を受けて、利下げ幅縮小へ

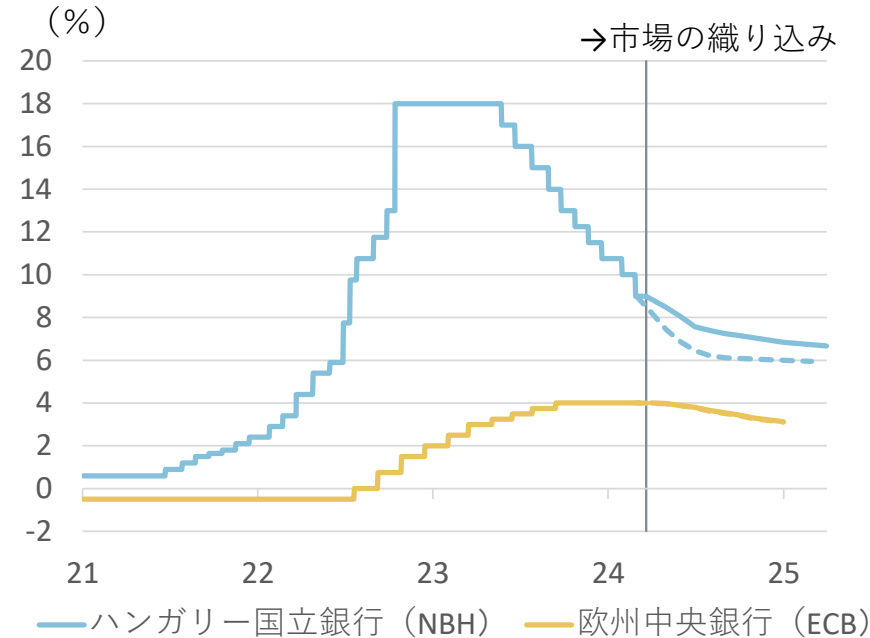
ハンガリー 消費者物価指数（CPI）と政策金利



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、ユーロ圏 政策金利の推移



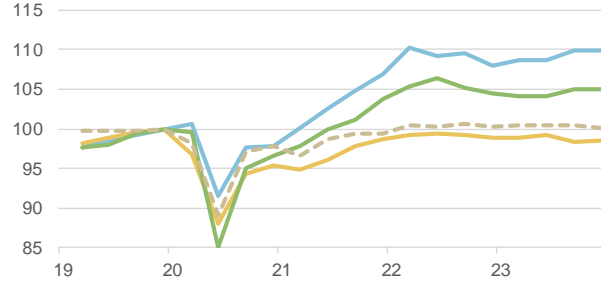
注：点線は先月末の市場の織り込み。ハンガリーの政策金利はベース金利。ただし、2022年10月14日から2023年9月24日までは1日物預金ファシリティーの入札適用金利が事実上の主要政策金利となっていたことを反映している。

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

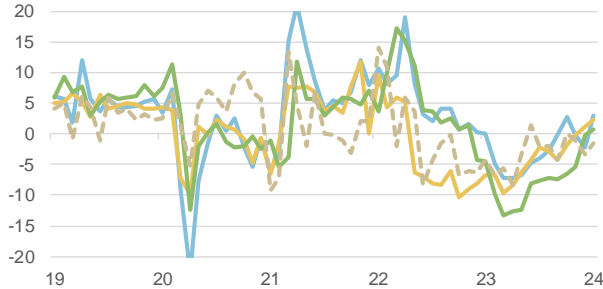
ハンガリー国立銀行（NBH）は前回2月会合では従来の75bpから100bpに利下げ幅を拡大。2月下旬から3月にかけてフォリントは対ユーロで最大約2.6%下落しており、NBHは3月会合では利下げ幅を75bpに戻す公算が強まっている。

中東欧・ドイツ 主要経済指標

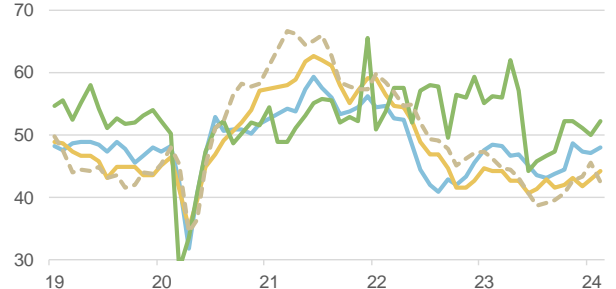
(2019年10-12月期=100) 実質GDP



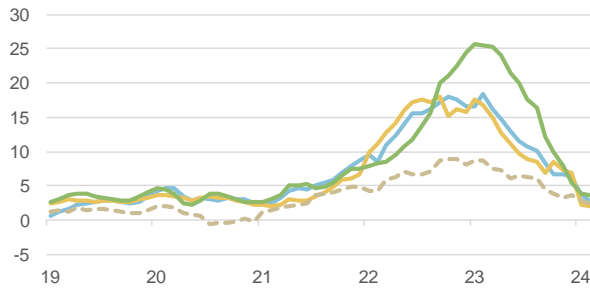
(前年同月比%) 小売売上高



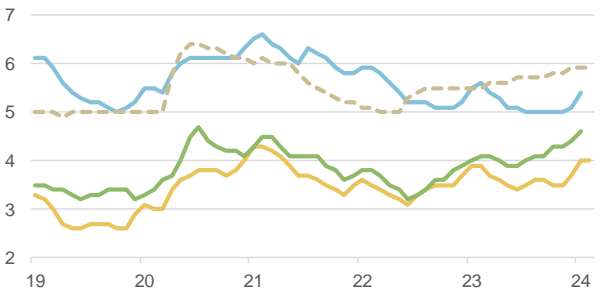
(中立=50) 製造業PMI



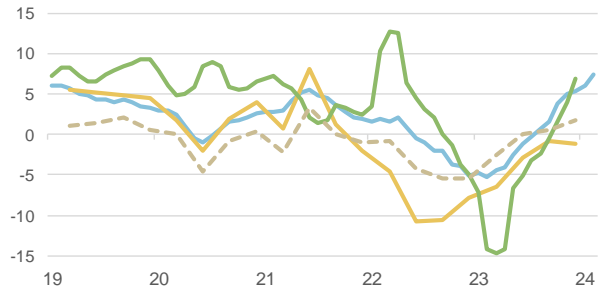
(前年同月比%) 消費者物価指数 (CPI)



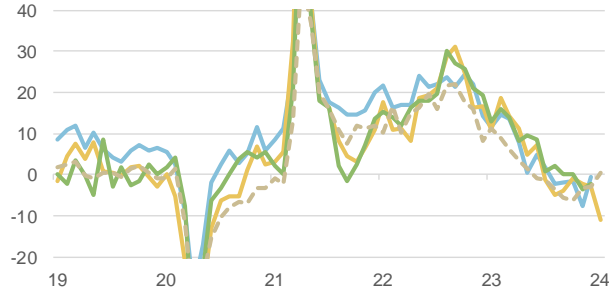
(%) 失業率



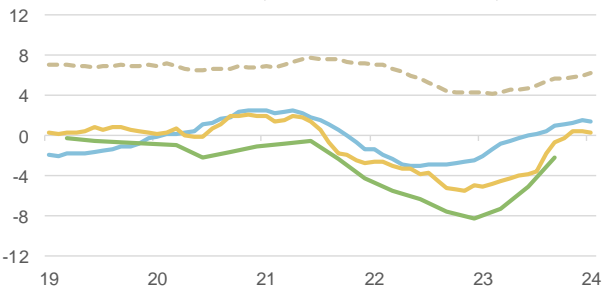
(前年比%) 実質賃金 (* 1)



(前年比%) 輸出 (* 2)



(%) 経常収支 (12か月累計値対GDP比)



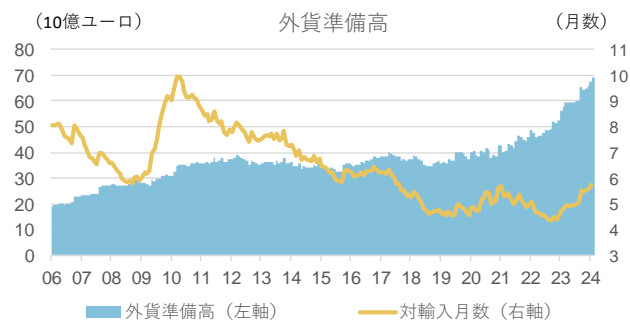
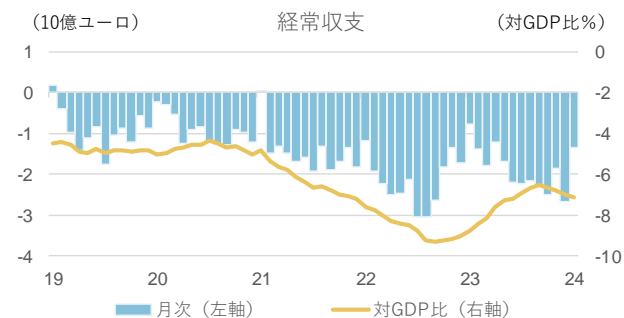
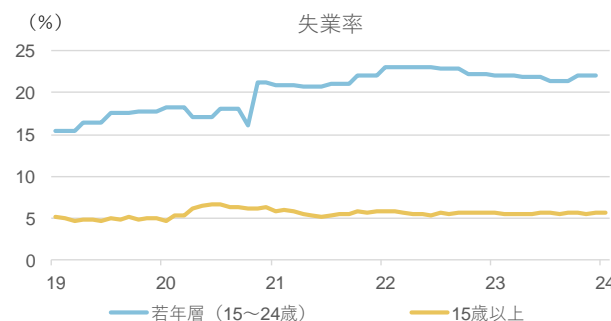
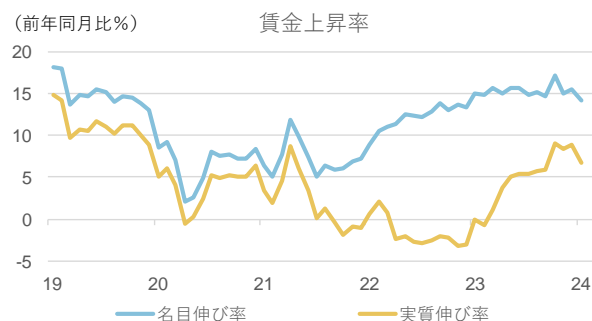
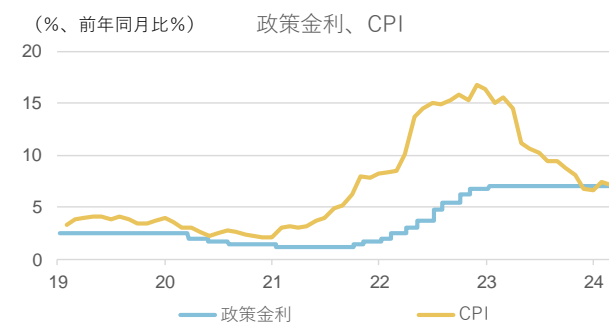
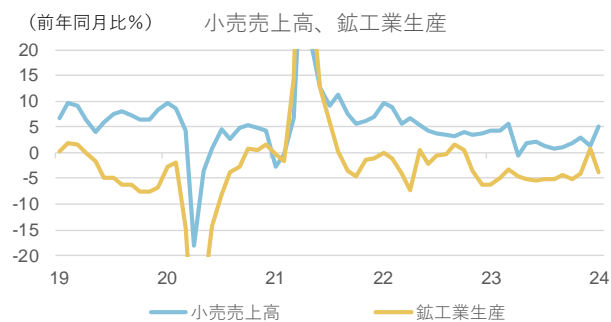
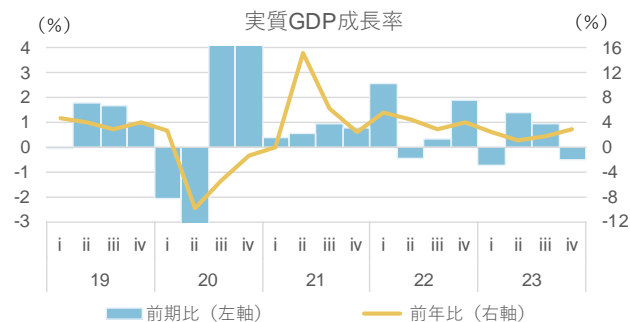
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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)

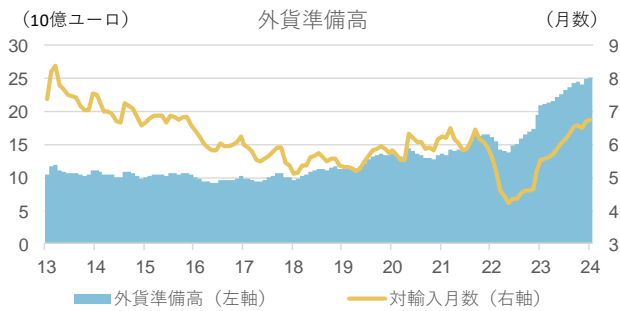
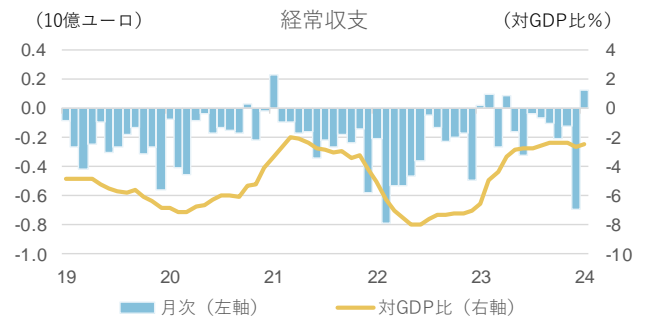
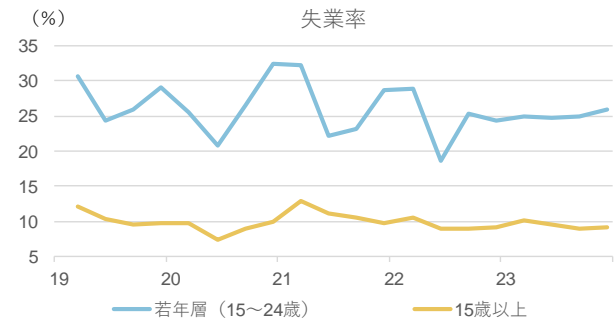
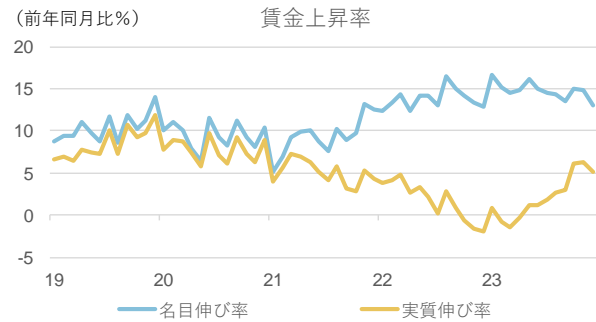
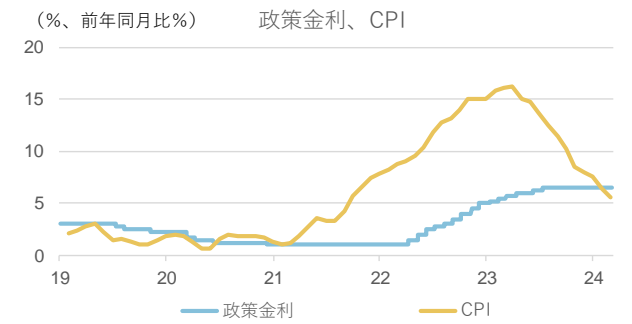
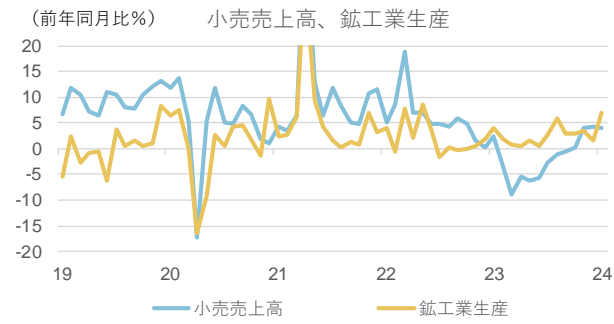
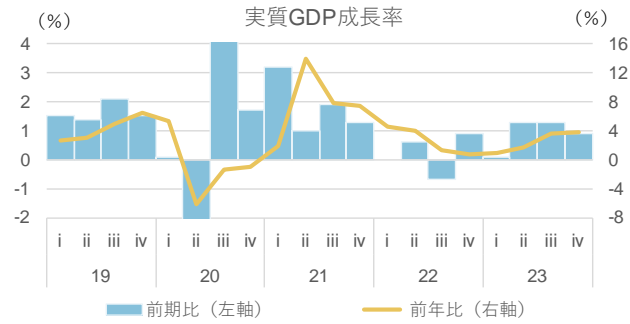
ルーマニア



2024年1月の経常赤字は14億ユーロと、2023年12月の27億ユーロの赤字から縮小。もっとも、前年同月の2023年1月の7.6億ユーロからは赤字額が拡大している。主に對外支払いの増加（第一次所得収支）の増加が要因。

（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



（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・外交情勢が焦点

中東欧通貨 対ユーロ見通し

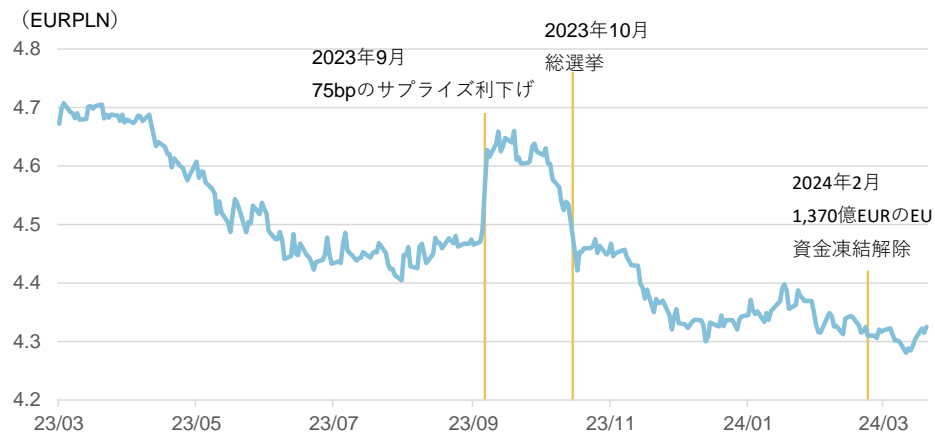
	Spot	2024 Mar	Jun	Sep	Dec	2025 Mar
EUR/PLN	4.32	4.28	4.26	4.24	4.22	4.20
EUR/CZK	25.34	25.2	25.4	25.6	25.8	26.0
EUR/HUF	392	395	400	405	410	415
EUR/RON	4.97	4.97	4.98	4.99	5.00	5.01

注：見通しは2024年2月末時点。

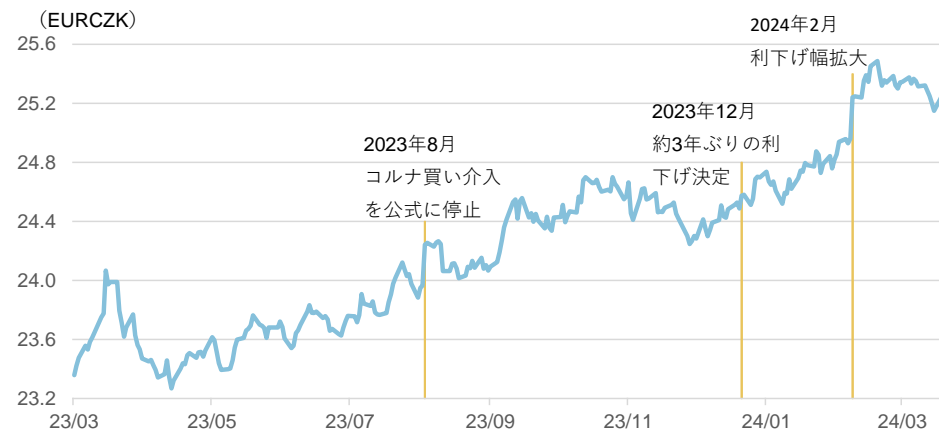
- 2月の中東欧では、チェコとハンガリーの中銀が利下げ幅を拡大したことを受けて両国の通貨が大きく下落。一方、ポーランドズロチはEUとの関係改善が巨額資金流入につながる公算が強まったことが好材料となった。
- ポーランドズロチは2月に他の中東欧通貨が対ユーロで下落するなか、約0.3%上昇した。欧州委員会のフォン・デア・ライエン委員長が2月23日に、1,370億ユーロのEU資金凍結が解除されると発表したことが追い風になった。EU資金凍結解除に伴う巨額資金流入や、ポーランド国立銀行が現在5.75%の政策金利を当面は据え置く姿勢を鮮明にしていることを考慮すれば、ズロチのユーロや他中東欧通貨に対する堅調な展開は今後も継続する公算が大きい。
- チェココルナは2月に対ユーロで2.0%強下落した。チェコ国立銀行（CNB）は2月会合で市場予想の25bpを上回る50bpの利下げを実施した。2月会合後のコルナ安を受けてCNB高官からは輸入物価上昇に伴うインフレ圧力を警戒する発言が出ているものの、景気・物価情勢を考慮すれば、50bpの利下げ幅が今後も継続する公算が大きい。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。
- ハンガリーフォリントの対ユーロでの下落率も2月には2.3%と大きくなった。ハンガリー国立銀行が2月会合で利下げ幅を従来の75bpから100bpに拡大させた。しかし、景気の低迷が続くなかで、政府から中銀に対しより景気に配慮するよう求める圧力はなおも根強い模様だ。難民問題や性的少数派に対するハンガリーの政策を巡るEUとの対立リスクも燦々。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）



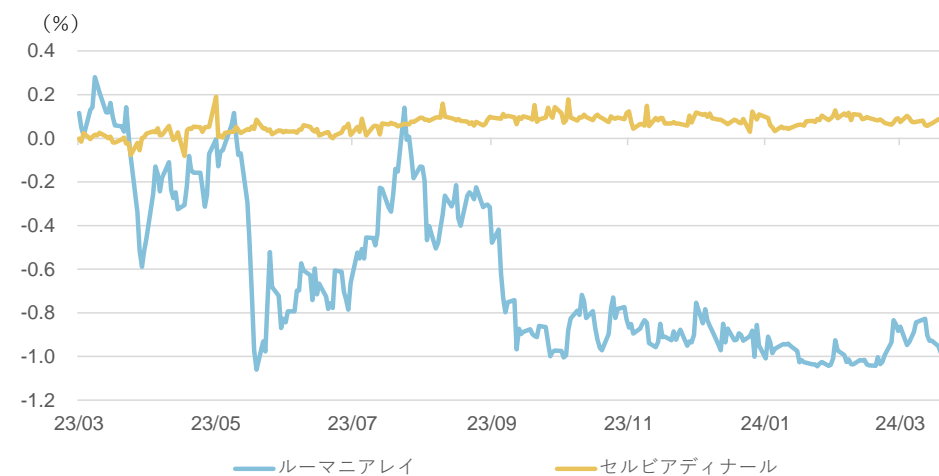
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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	444	88	CC	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3月20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.