

中東欧通貨週報

2024年4月3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・・・ポーランドの3月CPI速報値は市場予想を下回るも、ポーランド国立銀行のインフレ警戒姿勢には影響を及ぼさない公算 >

過去1週間の中東欧通貨は、総じて小動き。四半期末を控え、為替市場全体で方向感に乏しい展開となった。

各国の**3月分製造業PMI**では、投入コストの増加を指摘する記載が目立ったが、需要の弱さもあり、販売価格の押し上げにはつながらない見込み。ドイツの景気低迷は、中東欧での製造活動に少なからず負の影響を及ぼしているが見られるが、そのドイツの製造業PMIでは、先行きの生産に対する企業の期待が高まっていることが示されている。

ポーランドでは、**3月CPI速報値**が発表され、前年同月比+1.9%と2月の同+2.8%から一段と低下し、市場予想の同+2.3%も下回った。主因は食料インフレの低下である。しかし、インフレ防止策として食料品に対する付加価値税（VAT）を0%とする措置は既に終了が発表されており、4月1日からVATは5%に戻るため、食料インフレは上昇する見込みである。また、エネルギー価格の凍結措置が継続するかにも不確実性が残る。ポーランド国立銀行（NBP）は足元のインフレ率低下を重視しない公算が大きい。NBPは**4月4日に控える次回金融政策決定会合**で現在5.75%の政策金利を据え置くと見られる。

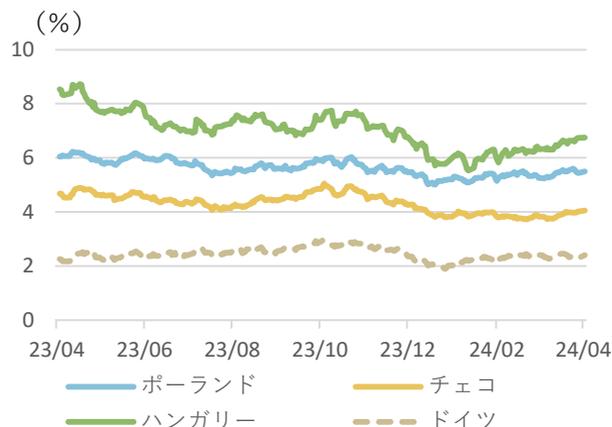
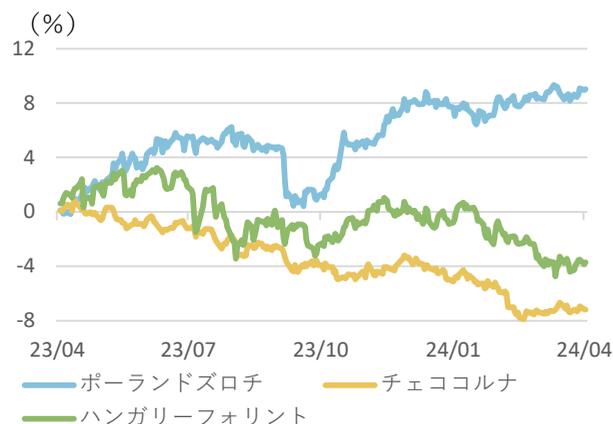
チェコでは**2023年10-12月期の実質GDP成長率**の改定値が発表され、前年比+0.2%と速報値の同▲0.2%から上方修正となった。2023年通年の実質GDP成長率も速報値の前年比▲0.4%から同▲0.2%に小幅に改善した。チェコ統計局の説明によると、政府機関向けの新しいデータを組み込んだことによるものであるとのこと。チェコの景気が低空飛行していることには変わりがないが、方向性としてはやや上向きつつある。

ハンガリーでは、ハンガリー国立銀行が**四半期インフレーションレポート**を公表した。2024年のCPI見通しをヘッドライン、コア共に引き下げる一方、CPIの伸びがNBHのインフレターゲットである前年比+3%に安定的に収束するのは2025年以降という見方を維持している。また、NBHはフォリント安がインフレを押し上げるリスクに警鐘を鳴らしており、ややインフレ警戒的な内容だったと評価される。

対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）

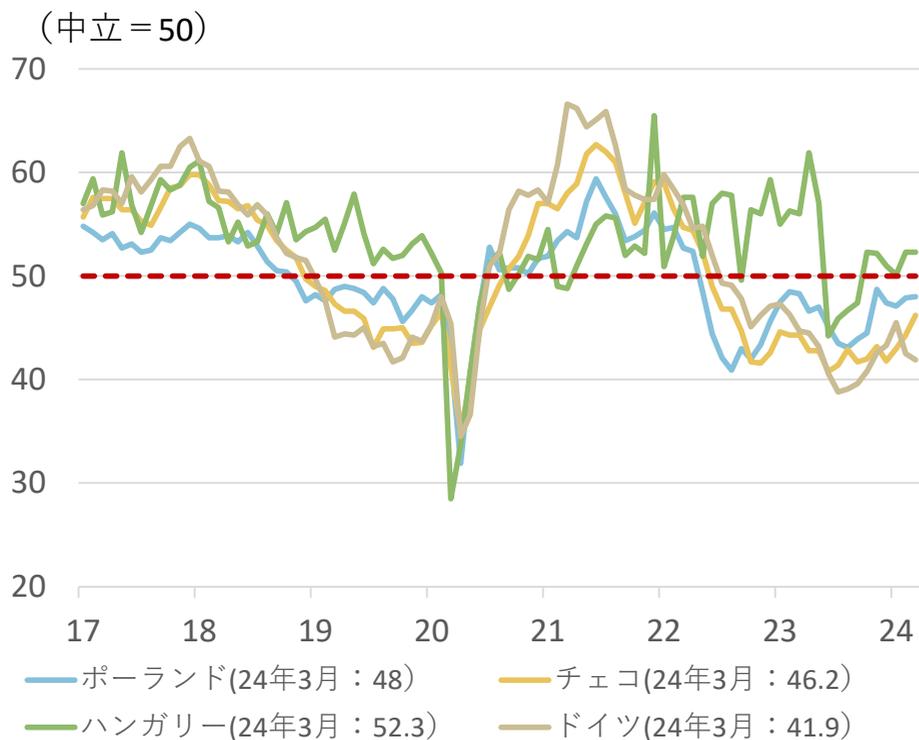
10年国債利回り

株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ドイツの製造活動の先行きに楽観論

中東欧・ドイツ 製造業PMI



(出所：S&P、HALPIM、ブルームバーグ、みずほ)

2024年3月製造業PMI 主要コメント

ポーランド (実績48.0、予測47.9、前回47.9)

- 生産と新規受注、輸出の落ち込みが継続している。投入コストの増加にも関わらず、販売価格の値引きが拡大している。

チェコ (実績46.2、予測44.8、前回44.3)

- PMIは中立水準を下回り、チェコの製造活動の低迷を引き続き示唆するものとなっているが、前月からは大幅に改善した。チェコの製造企業はドイツの景気低迷に対する懸念を述べているが、それでも先行きに対する見方は改善しつつある。

ハンガリー (実績52.3、予測52.3、前回52.3)

- 新規受注は低下したものの依然として中立水準を上回っている。一方、雇用指数は改善しているものの中立水準を下回っている。

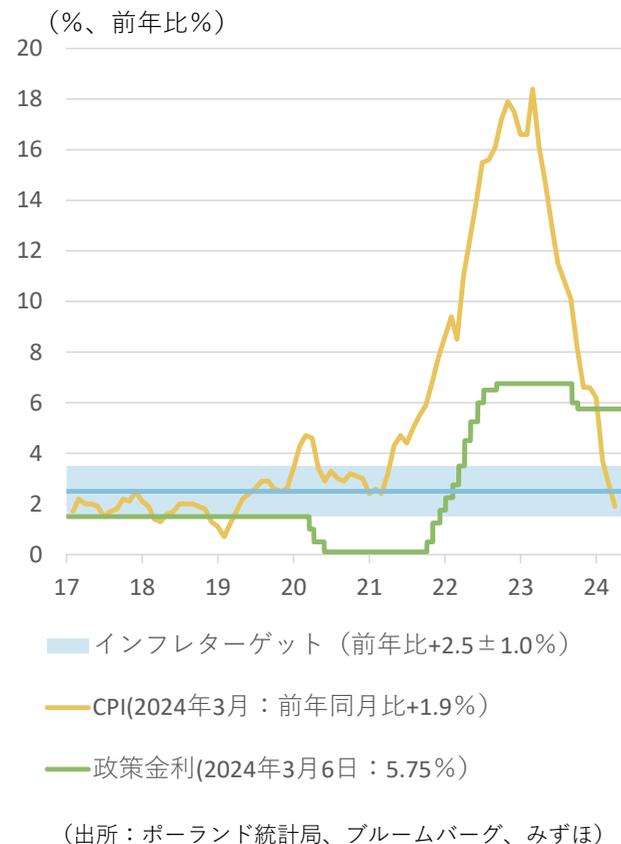
ドイツ (実績41.9、速報時予測43.0、前回42.5)

- PMIの数値は5か月ぶりの低さとなり、工場労働者の人員整理は続いているものの、先行きの生産に対する企業の期待は3月に中立を上回る水準に浮上している。

投入コストの増加を指摘する記載が目立つが、需要の弱さもあり、販売価格の押し上げにはつながらない見込み。ドイツの景気低迷は、中東欧での製造活動に少なからず負の影響を及ぼしているが見られるが、そのドイツの製造業PMIでは、先行きの生産に対する企業の期待が高まっていることが示されている。

ポーランド 3月CPI速報値は前年同月比+1.9%と2月の同+2.8%から一段と低下

ポーランド CPIと政策金利



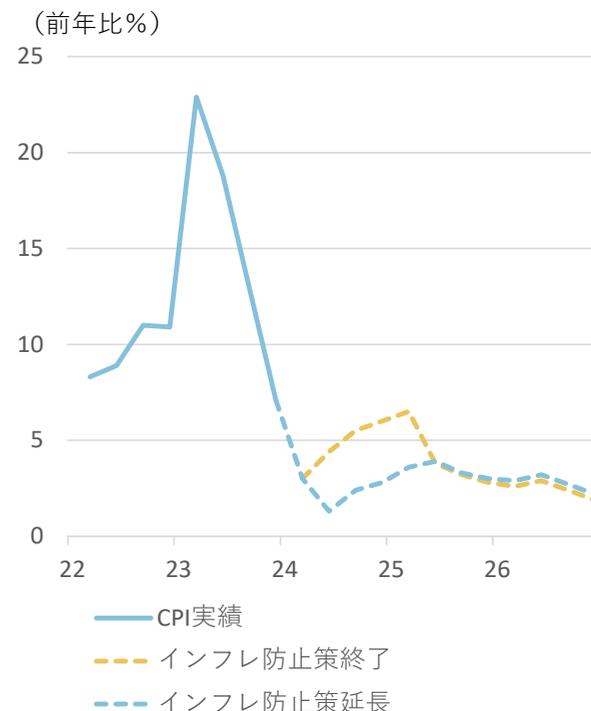
CPI 内訳

(単位：前年比%)

	24年 1月	24年 2月	24年 3月
ヘッドライン	+3.7	+2.8	+1.9
食料・非アルコール飲料	+4.9	+2.7	+0.2
アルコール飲料・たばこ	+8.7	+6.7	
住宅	+2	+1.6	
電気、ガス、その他燃料	▲3.1	▲3	▲2.6
輸送	▲5	▲4	
個人用輸送機器向け燃料	▲8.3	▲6.4	▲4.5

(出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ)

食料インフレの予測



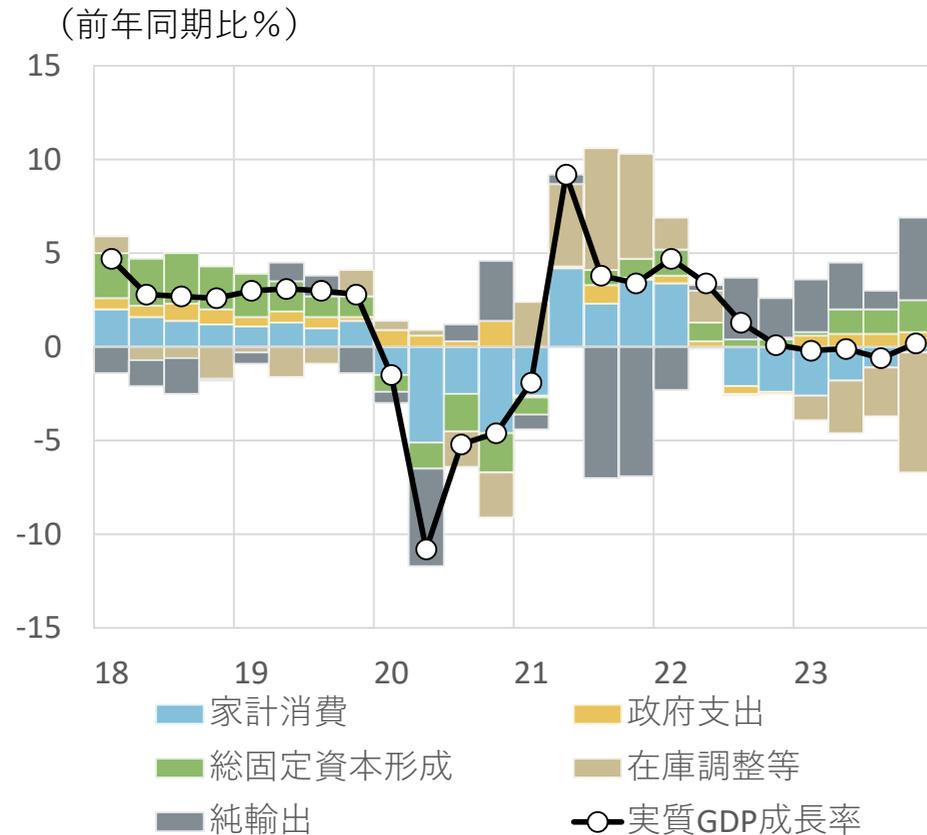
注：2024年3月インフレーションレポートで示されたポーランド国立銀行の見直しを使用。

(出所：ポーランド国立銀行、みずほ)

市場予想の同+2.3%も下回った。主因は食料インフレの低下である。しかし、インフレ防止策として食料品に対する付加価値税（VAT）を0%とする措置は既に終了が発表されており、4月1日からVATは5%に戻るため、食料インフレは上昇する見込み。また、エネルギー価格の凍結措置が継続するかにも不確実性が残る。ポーランド国立銀行は足元のインフレ率低下を重視しない公算が大きい。

チェコ 23年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+0.2%と速報値の同▲0.2%から上方修正

チェコ 実質GDP成長率



(出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

チェコ 実質GDP成長率 項目別 (前年比%)

		構成比 (%)	23 Q1	23 Q2	23 Q3	23 Q4
実質GDP成長率		100	▲0.2	▲0.1	▲0.6	+0.2
需要項目別	家計最終消費	45	▲5.6	▲4	▲2.3	▲0.5
	政府最終消費	20	+3.1	+3.6	+3.7	+3.8
	総固定資本形成	27	+0.7	+5	+5	+6.2
	輸出	72	+7.2	+4.9	▲0.5	+1
	輸入	67	+3.4	+1.6	▲1.8	▲4.7
産業別	農林水産業	2	▲2.5	▲0.1	+0.3	+2.7
	鉱工業	27	+1.8	+0.3	▲1.2	▲0.2
	うち製造業	23	+4.1	+2.7	+0.2	+1.1
	建設業	6	▲3.9	▲1.8	+1	▲0.8
	商業・運輸・宿泊等	20	▲2.3	▲1.3	▲1.5	▲2.3
	情報通信業	8	+9.4	+6.4	+4.9	+3.6
	金融保険業	3	▲4.9	▲1.8	+0.4	▲2.1
	不動産業	9	+2.1	+0.7	+0.7	+1.8
	専門サービス	7	+1.6	+0.2	+0.9	+0.9
公益事業・教育・医療	16	+2.6	+1.6	+0.5	0	

注：構成比は2023年の名目GDPないし総付加価値（GVA）で算出。

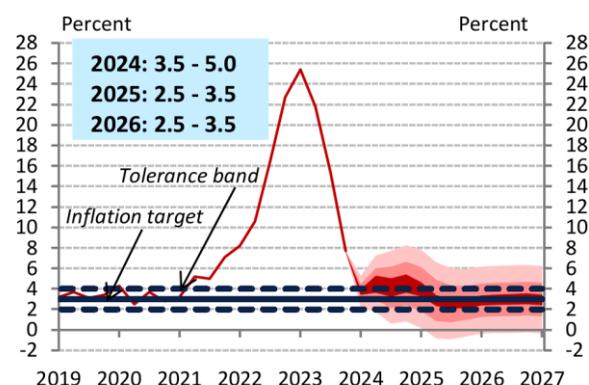
(出所：チェコ統計局、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

2023年通年の実質GDP成長率も速報値の前年比▲0.4%から同▲0.2%に小幅に改善した。チェコ統計局の説明によると、政府機関向けの新しいデータを組み込んだことによるものであるとのこと。チェコの景気が低空飛行していることには変わりがないが、方向性としてはやや上向きつつある。

ハンガリー国立銀行は四半期インフレーションレポートを公表（3月29日）

2024年3月インフレ見通しファンチャート

Chart 1-2: Fan chart of the inflation forecast



Note: Based on seasonally unadjusted data.

Source: HCSO, MNB

2024年3月インフレ見通し詳細

Table 1-1: Details of the inflation forecast

	2024	2025	2026	
Core inflation excluding indirect tax effects	4.0 - 5.6	2.8 - 3.4	2.7 - 3.3	
Core inflation	4.0 - 5.6	2.8 - 3.4	2.7 - 3.3	
Non-core inflation	Unprocessed food	2.0	3.8	4.0
	Fuel and market energy	2.4	2.5	2.5
	Regulated prices	3.4	2.4	2.2
	Alcohol and tobacco	4.7	3.6	3.4
Inflation	3.5 - 5.0	2.5 - 3.5	2.5 - 3.5	

Note: Percent. Based on seasonally unadjusted data. The table is based on the midpoint of the forecast range. Source: MNB

2023年12月インフレ見通し詳細

Table 1-1: Details of the inflation forecast

	2023	2024	2025	2026	
Core inflation excluding indirect tax effects	18.1 - 18.2	4.4 - 6.0	3.0 - 3.5	3.0 - 3.5	
Core inflation	18.1 - 18.2	4.4 - 6.0	3.0 - 3.5	3.0 - 3.5	
Non-core inflation	Unprocessed food	19.9	5.2	5.0	4.3
	Fuel and market energy	25.8	1.9	2.6	2.5
	Regulated prices	13.1	3.9	2.5	2.2
	Alcohol and tobacco	15.4	3.5	3.5	3.4
Inflation	17.6 - 17.7	4.0 - 5.5	2.5 - 3.5	2.5 - 3.5	

Note: Percent. Based on seasonally unadjusted data. The table is based on the midpoint of the forecast range.

Source: MNB

2024年のCPI見通しをヘッドライン、コア共に引き下げる一方、CPIの伸びがNBHのインフレターゲットである前年比+3%に安定的に収束するのは2025年以降という見方を維持している。また、NBHはフォリント安がインフレを押し上げるリスクに警鐘を鳴らしており、ややインフレ警戒的な内容だったと評価される。

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



(中位=50) 製造業PMI



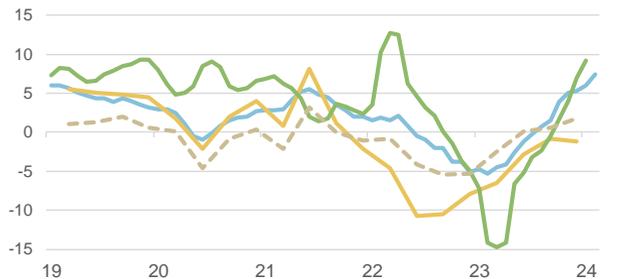
(前年同月比%) 消費者物価指数 (CPI)



(%) 失業率



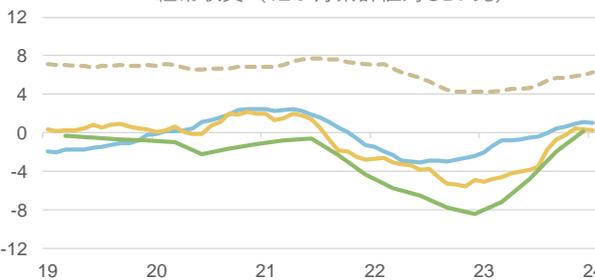
(前年比%) 実質賃金 (* 1)



(前年比%) 輸出 (* 2)



(%) 経常収支 (12か月累計値対GDP比)



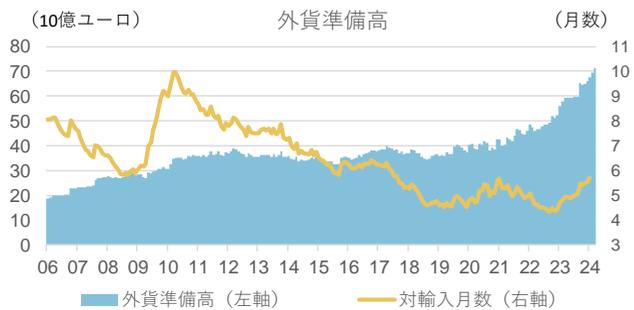
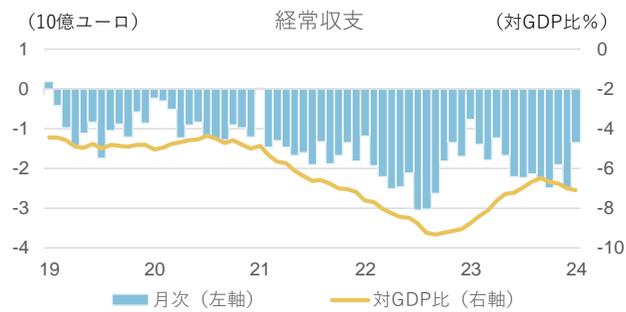
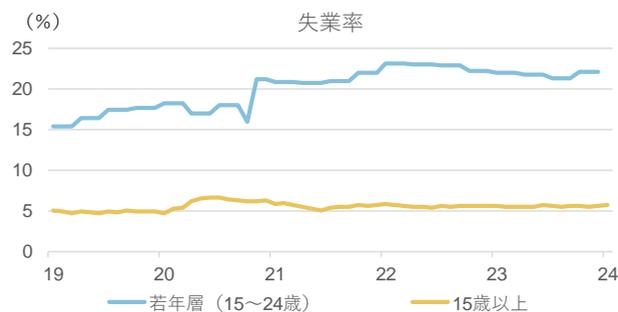
— ポーランド
— チェコ
— ハンガリー
- - - ドイツ

* 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。

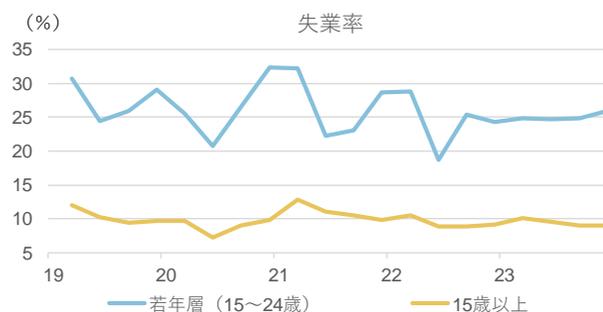
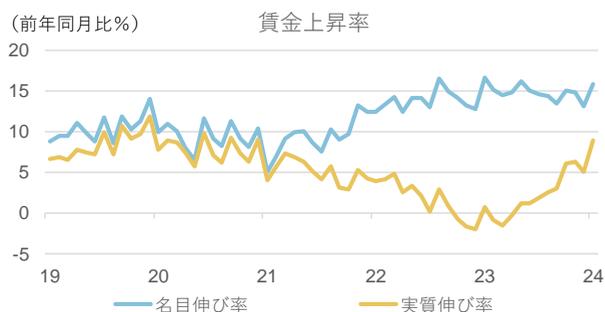
(出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

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



2024年2月の小売売上高は前年同月比+8.8%と1月の同+4.1%から加速。名目賃金の上昇とインフレ率低下に伴う、実質賃金の伸び加速が後押しした形に。

(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			2025	
		Jun	Sep	Dec	Mar	Jun
EUR/PLN	4.31	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.31	25.4	25.6	25.8	25.9	26.0
EUR/HUF	395	400	404	406	408	410
EUR/RON	4.97	4.98	4.99	5.00	5.01	5.02

注：見通しは2024年3月末時点。

- 3月の中東欧では、ポーランド、チェコ、ハンガリーの3通貨の対ユーロでの月間変動率がいずれも上下0.5%程度に収まっており、小動きな展開となった。
- ポーランドズロチは3月に対ユーロで約0.5%続伸した。1,370億ユーロのEU資金凍結解除によって今後見込まれる巨額資金流入や、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が、引き続きサポート要因となった。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3月に対ユーロでほぼ横ばい。チェコ国立銀行（CNB）は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だった。さらに、ミヒル総裁が記者会見で改めてコルナ安に対する警戒姿勢を示したこともあり、会合後にややコルナは反発した。もっとも、チェコの景気・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は3月に対ユーロで約0.3%下落。2月の2.3%からは縮小したものの下落が継続している。ハンガリー国立銀行は前回2月会合では従来の75bpから100bpに利下げ幅を拡大したが、その後のフォリント安を受け、3月会合では利下げ幅を75bpに戻した。声明文やビラグ副総裁の記者会見は追加利下げを示唆しつつも、フォリントの安定にも配慮した内容となった。しかし、景気の低迷が続くなかで、政府から中銀に対し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政策を巡るEUとの対立リスクも燦る。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）



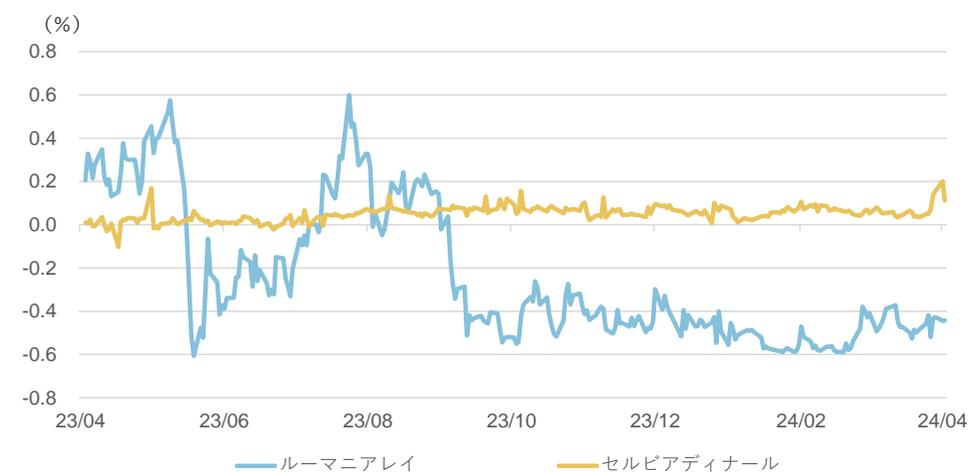
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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	BB-	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4月2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.