

中東欧通貨週報

2024年5月8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

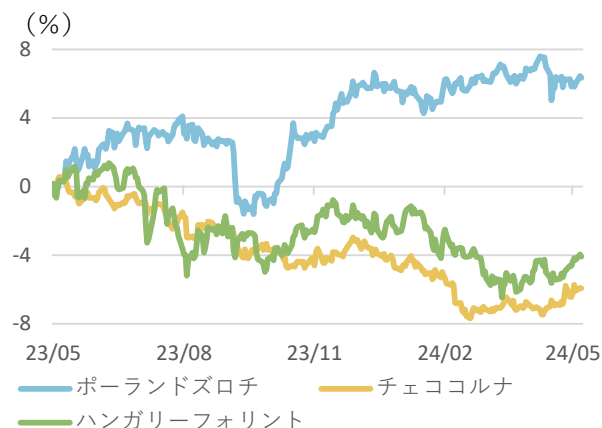
< 過去1週間の動向と展望・・・ポーランド国立銀行は5月9日の会合では政策金利を据え置く公算が大きい >

過去1週間の中東欧通貨は底堅い動き。チェココルナは中銀による利下げ発表後にやや上げ幅を拡大した。

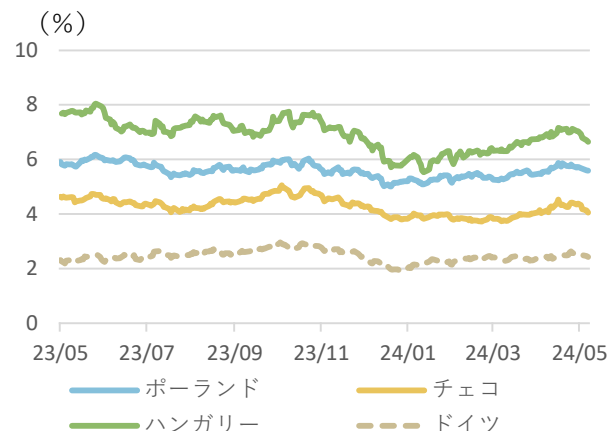
先週は、**4月分の製造業PMI**が発表され、ポーランドのPMIの大幅な低下（48.0→45.9）が目立った。内訳を見ても需要低下・インフレ圧力の低下を示唆しており、**ポーランド国立銀行（NBP）**が利下げを再開することを正当化する内容とも受け取れる。もっとも、**NBPは5月9日に控える次回金融政策決定会合では現在5.75%の政策金利を据え置く公算が大きい**。賃金の上昇圧力とサービスインフレの高止まり懸念、財政支出拡大に伴う需要面からのインフレ圧力、といったこれまでNBPがタカ派姿勢を維持してきた要因が払拭されたわけではないためだ。なお、目下、2024年4月時点でポーランドのCPIは前年比+2.4%とインフレターゲット近くで推移しているが、政府のインフレ抑制策の縮小に伴い、食料・エネルギー価格を中心に今後CPIは押し上げられる公算である。

チェコ国立銀行（CNB）は5月2日の会合で市場予想通り政策金利を50bp引き下げた。予想通りの結果だが、以下の3点はややタカ派的と受け止められる。(1)50bpの利下げを全会一致で決定。3月会合では2名が75bpのより大幅な利下げを主張していた。(2)ミヒル総裁が記者会見で、「ディスインフレが我々の予測通りに進まなければ、利下げのプロセスはいつでも中断、あるいは中止される可能性がある。」と発言。(3)最新の経済見通しでは2024年の実質GDP成長率の予想が上方修正（前年比+0.6%→同+1.4%）され、景気支援のために金融緩和を拡大する可能性が低下、「緩やかな利下げ継続」を支持する内容となった。

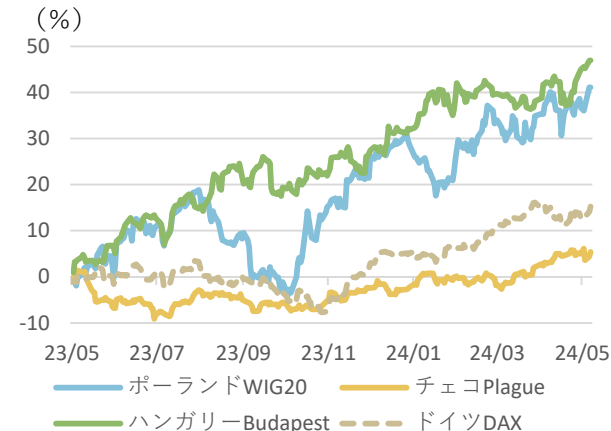
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

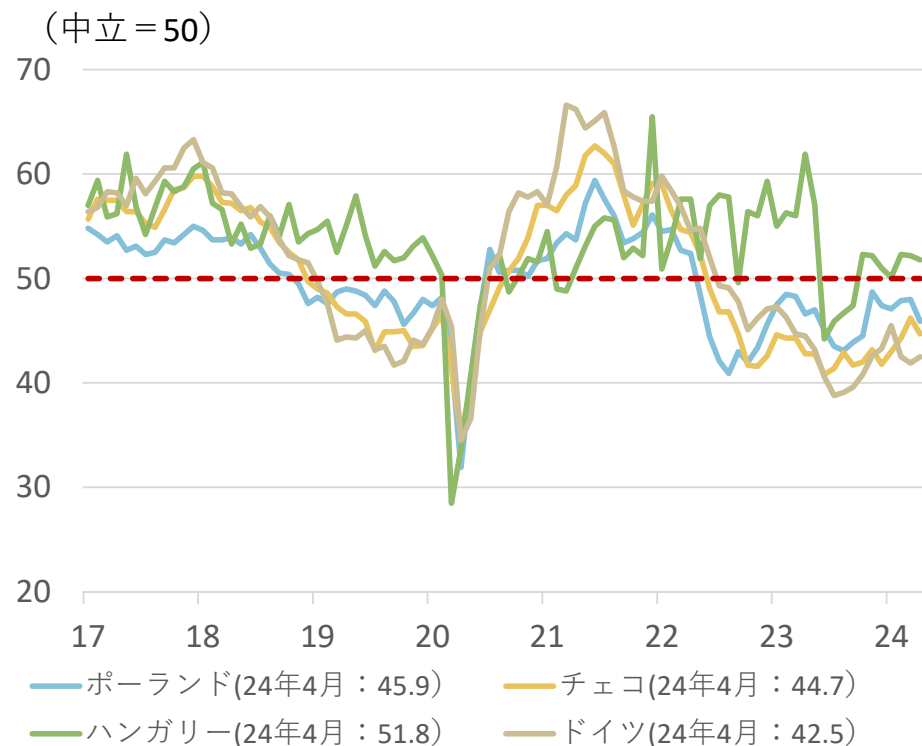


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



4月製造業PMIはポーランドを中心に域内の製造業活動の低迷を引き続き示す

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4月 各国製造業PMIコメント

ポーランド（実績45.9、予測47.9、前回48.0）

- 新規受注、輸出、雇用が全て3月よりも大幅に低下した。投入コスト・産出価格の低下が続いている。

チェコ（実績44.7、予測46.7、前回46.2）

- 生産、新規受注の落ち込みに加え、将来の生産期待の低下を背景に雇用指数の低下も加速している。投入コストの上昇を受けて、今年初めて販売価格が上昇に転じた。

ハンガリー（実績51.8、予測51.7、前回52.2）

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

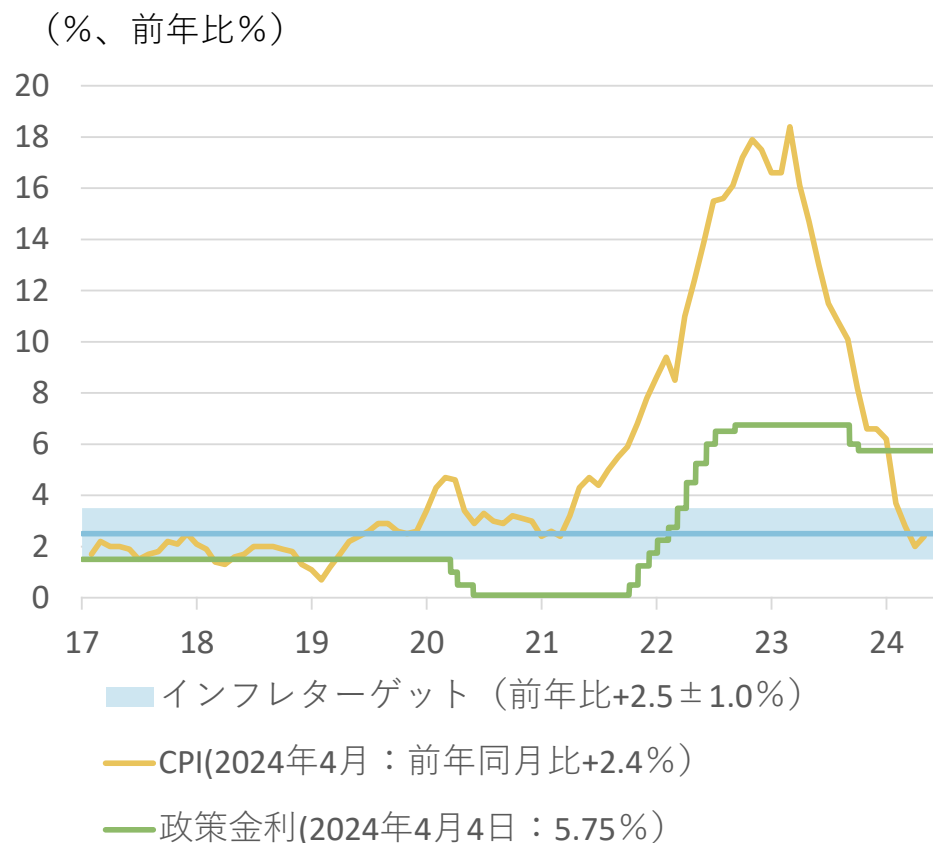
ドイツ（実績42.5、速報時予測42.7、前回41.9）

- 第2四半期の開始と同時に、新規輸出受注がやや上向きに。もっとも、新規受注は低迷、産出価格の低下は加速し、厳しい需要環境が続いていることが示唆されている。もっとも、先行きに対する期待は高止まりしている。

ポーランドのPMIの大幅な低下（48.0→45.9）が目立った。内訳を見ても需要低下・インフレ圧力の低下を示唆しており、ポーランド国立銀行が利下げを再開することを正当化する内容とも受け取れる。

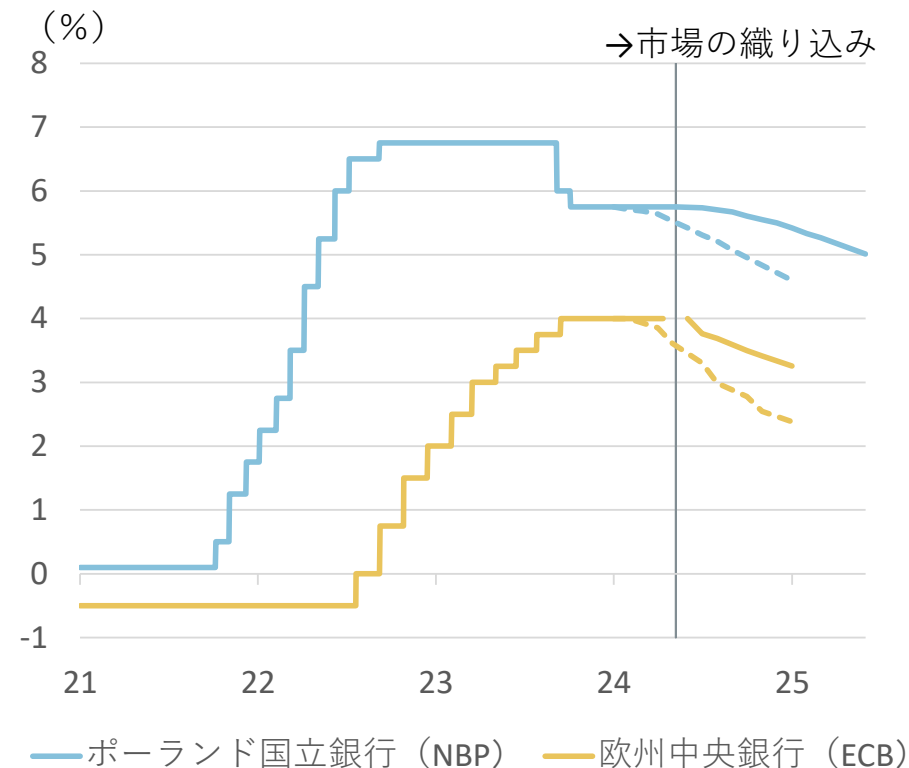
ポーランド 5月9日の金融政策決定会合は5.75%の政策金利が据え置かれる見込み

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、ユーロ圏 政策金利の推移（2024年5月7日）



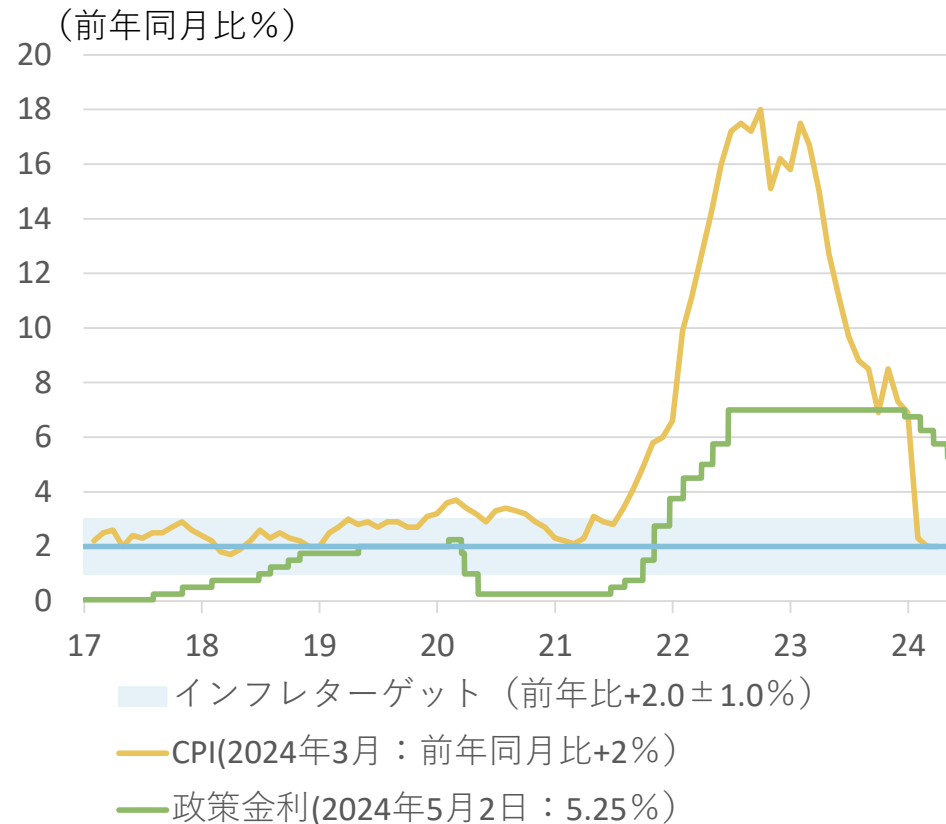
注：点線は昨年末の市場の織り込み。

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

ポーランド国立銀行（NBP）は賃金の上昇圧力とサービスインフレの高止まり懸念、財政支出拡大に伴う需要面からのインフレ圧力から政策金利を据え置くと見られる。目下、2024年4月時点でCPIは前年比+2.4%とインフレターゲット近くで推移しているが、政府のインフレ抑制策の縮小に伴い、食料・エネルギー価格を中心に今後CPIは押し上げられる公算。

チェコ国立銀行（CNB）は5月2日の会合で市場予想通り政策金利を50bp引き下げ

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)

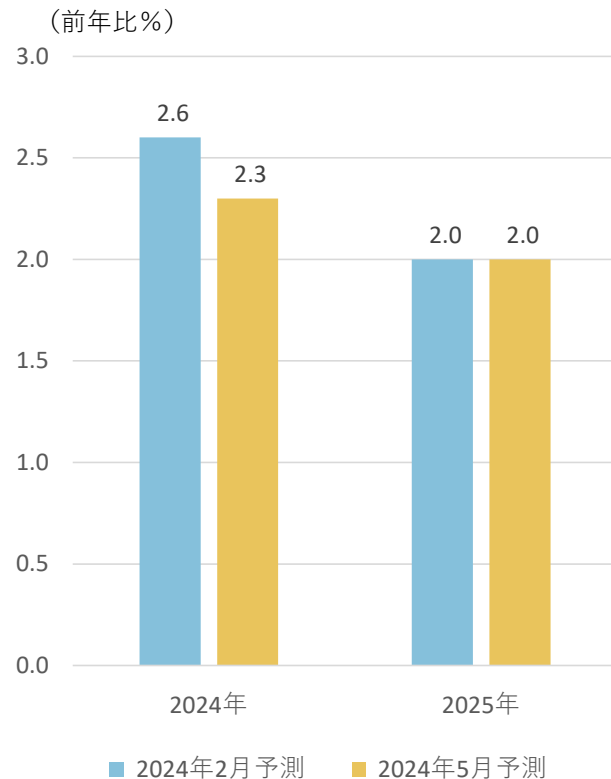
声明文およびミhil総裁の記者会見の主な内容

- チェコ国立銀行（CNB）の金融政策決定委員会は、**政策金利**を50bp引き下げて5.25%とすることを全会一致で決定した（3月会合では2名が75bpのより大幅な利下げを主張していた）。
- CNBはさらなる利下げには慎重であり、長期的にインフレ率を2%で安定させるために金融政策は引き締めを維持する。
- デイスインフレが我々の予測通りに進まなければ、利下げのプロセスはいつでも中断、あるいは中止される可能性がある。
- **名目自然利子率**について、CNBの基本シナリオでは、依然として3%を想定しているが、パンデミック前の水準からは上昇している可能性が高い。これはとりわけ財政赤字の拡大にリンクしている。

政策金利を5.25%に引き下げた。6月27日の次回会合での追加の50bpの利下げの可能性を排除しなかったものの、インフレ率などデータ次第とのスタンスを強調している。

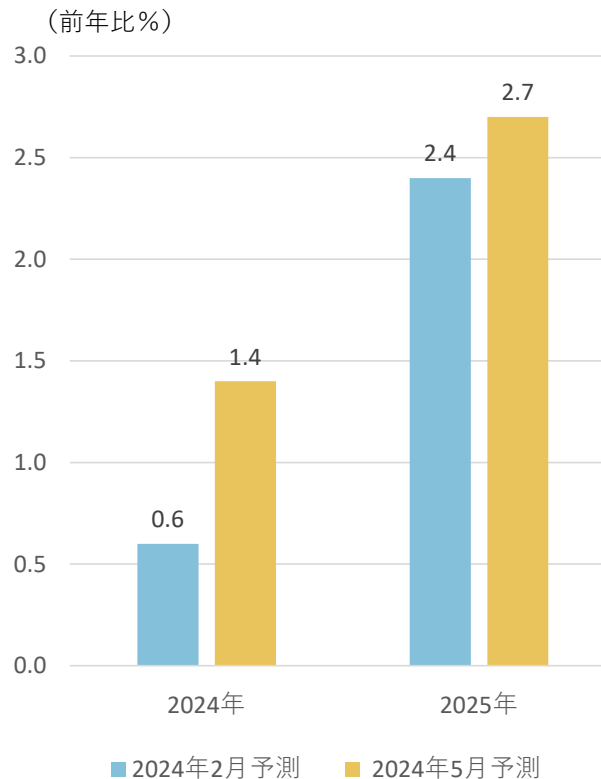
チェコ CNBの最新見通しは、「緩やかな利下げ継続」を支持する内容

CPIインフレ率



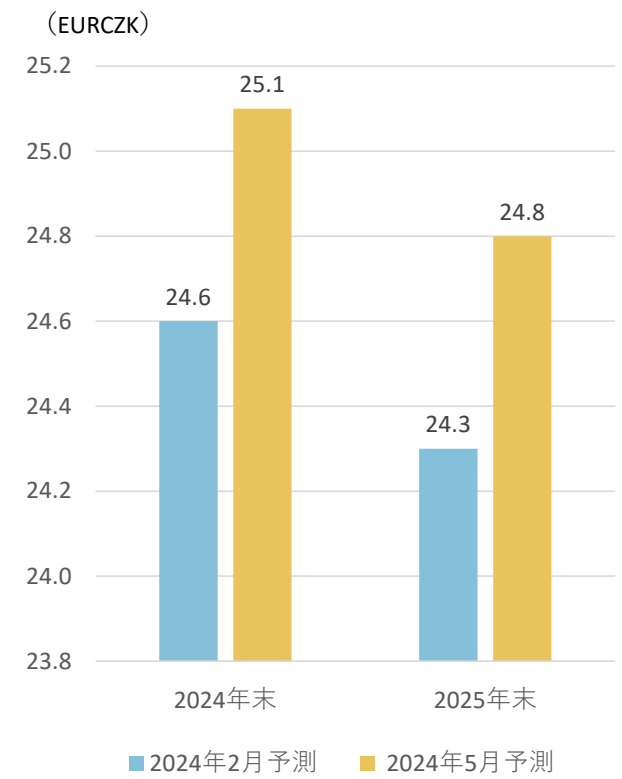
(出所：チェコ国立銀行、みずほ)

実質GDP成長率



(出所：チェコ国立銀行、みずほ)

チェココルナの対ユーロレート

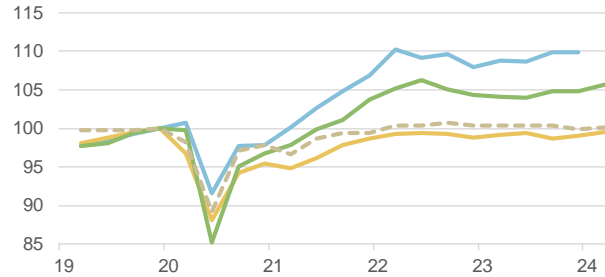


(出所：チェコ国立銀行、みずほ)

前回2024年2月時点と比較して、2024年の実質GDP成長率の上方修正（前年比+0.6%→同+1.4%）が目立った。4月30日に発表された2024年1-3月期の実質GDP成長率が前期比+0.5%と2023年10-12月期の同+0.4%から加速傾向を示す結果だったことを反映したものと思われる。直近のデータでは、実質家計所得の増加が個人消費を押し上げている格好となった。

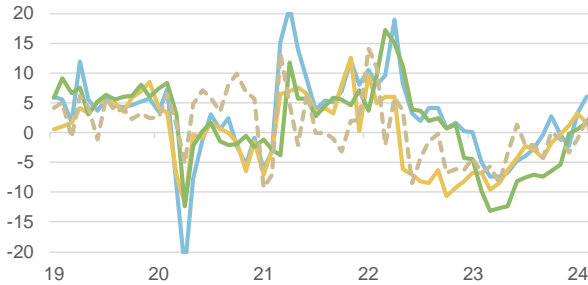
中東欧・ドイツ 主要経済指標

(2019年10-12月期=100) 実質GDP



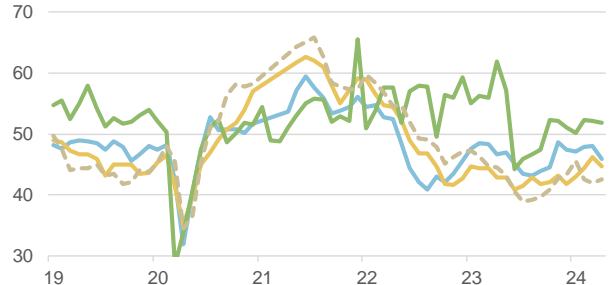
(前年同月比%)

小売売上高



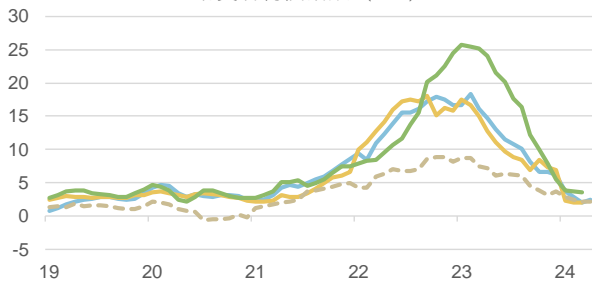
(中立=50)

製造業PMI



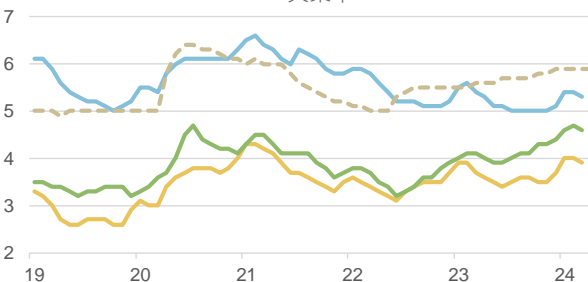
(前年同月比%)

消費者物価指数 (CPI)



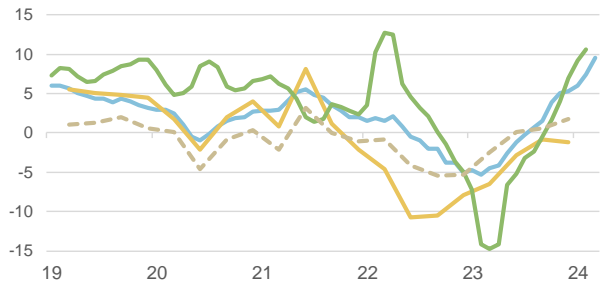
(%)

失業率



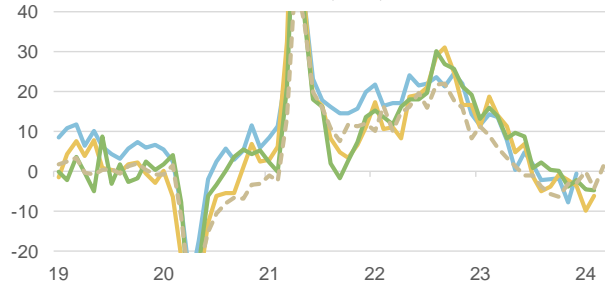
(前年比%)

実質賃金 (* 1)



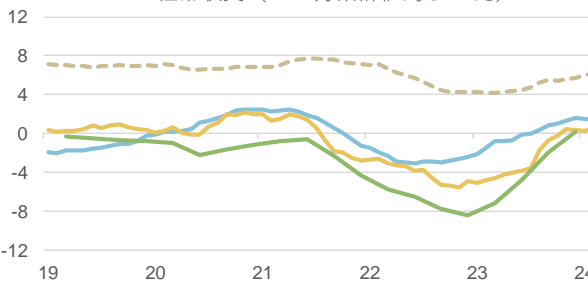
(前年比%)

輸出 (* 2)



(%)

経常収支 (12か月累計値対GDP比)



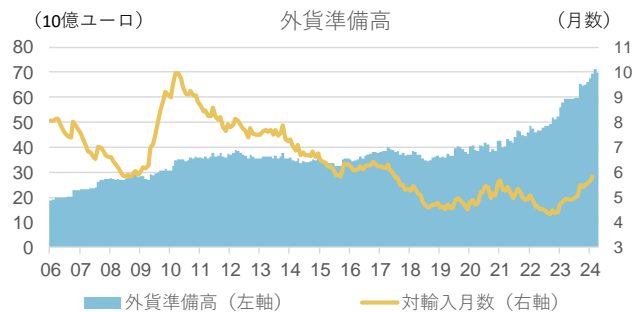
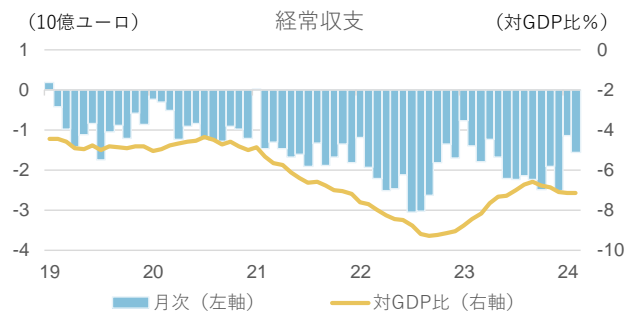
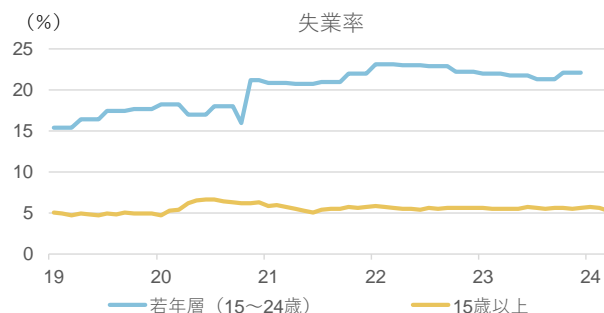
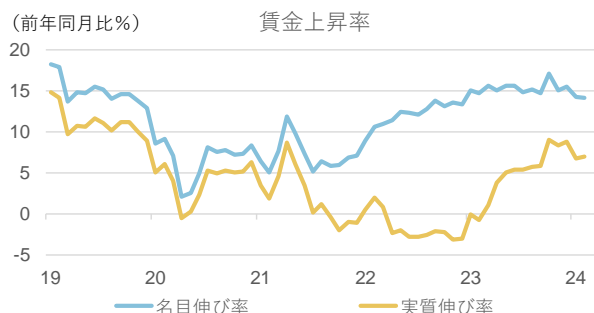
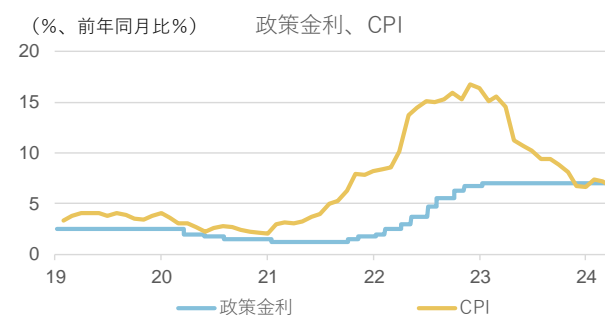
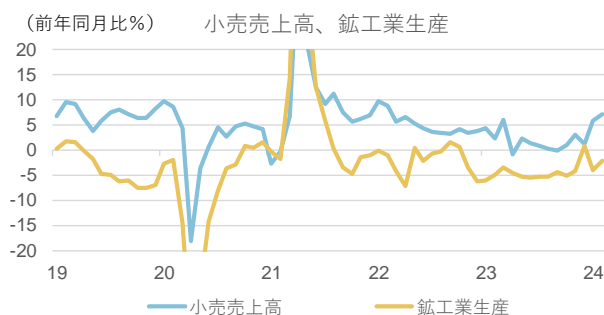
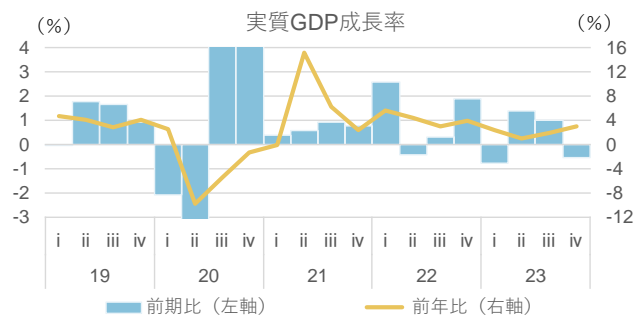
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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)

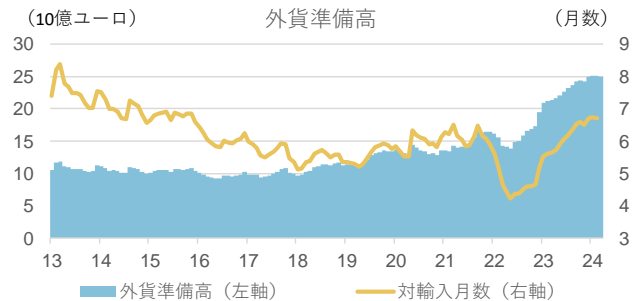
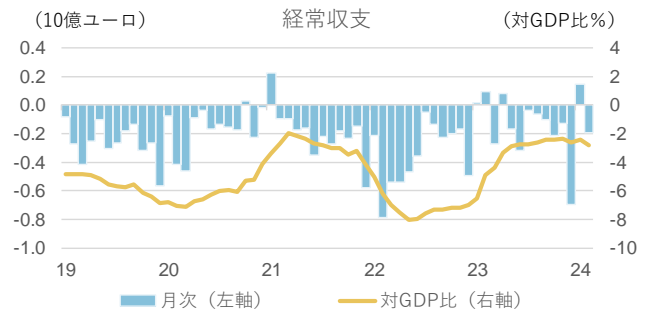
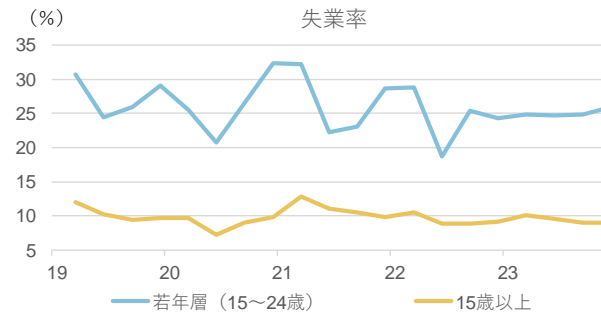
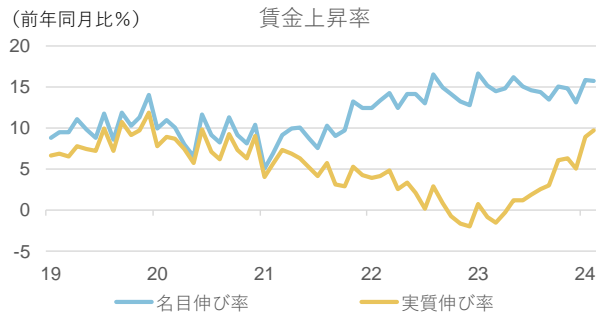
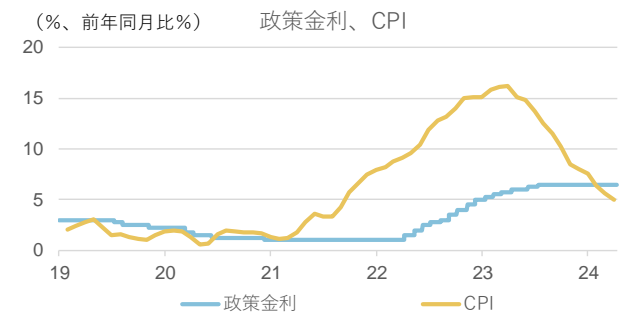
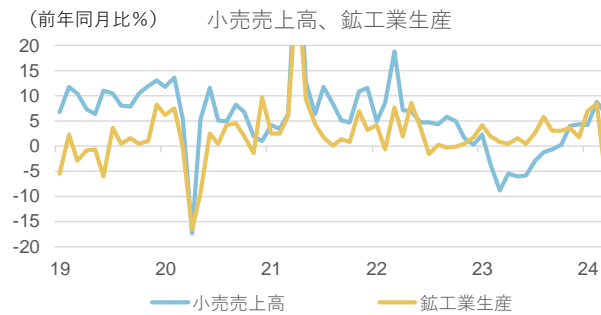
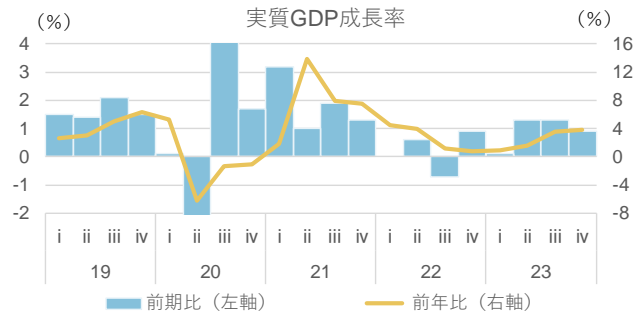
ルーマニア



ルーマニア国立銀行（NBR）は5月13日の金融政策決定会合で政策金利を7.00%で据え置くと見られる。インフレ率の高止まりのほか、ルーマニアでは今年4つの選挙があり、財政支出観測が根強いこともNBRが据え置きを選択する要因となろう。

（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情勢が焦点

中東欧通貨 対ユーロ見通し

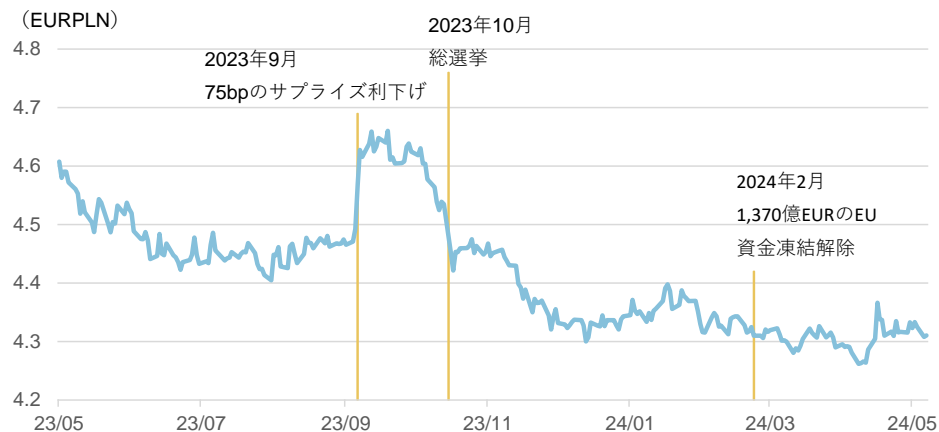
	Spot	2024 Jun	Sep	Dec	2025 Mar	Jun
EUR/PLN	4.32	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.17	25.4	25.6	25.8	25.9	26.0
EUR/HUF	391	400	404	406	408	410
EUR/RON	4.98	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10

注：見通しは2024年4月末時点。

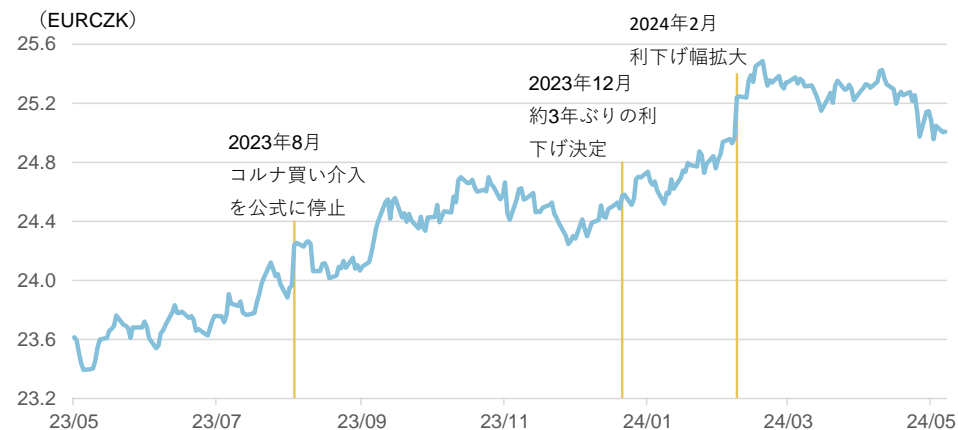
- 4月の中東欧通貨は、ポーランドズロチを中心に大幅反落。CPI、小売売上高といった3月分の米経済指標が市場予想を上回る結果となり、米国を中心に先進国中銀の利下げ期待が大幅に後退したことや、イランとイスラエルの緊張の高まりが、グローバルなリスクセンチメントの悪化につながった。
- 中東欧の主要3通貨のうち、ポーランドズロチの下落率が最も大きくなったのは、昨年10月のポーランド総選挙以降のズロチの大幅な上昇の裏返しという側面が大きいだろう。（１）EUとの関係改善と多額のEU予算流入再開への期待、（２）ポーランド国立銀行が他の中東欧中銀と異なり、政策金利を年内は据え置く姿勢を示していること、がズロチを押し上げてきた。足元では外部環境の強い逆風にさらされているものの、こうしたズロチ高の要素は変わっておらず、市場が落ち着きを取り戻すにつれて再びズロチの対ユーロでの上昇が再開する公算が大きい。
- 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）の利下げ継続観測がコルナの重石となっている。CNBは2023年12月会合で25bpの利下げを行ったが、2024年2月会合からは利下げ幅を50bpに拡大し、3月会合でも同じ幅で利下げを実施している。5月2日の会合でも利下げが継続される公算が大きく、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。
- ハンガリー国立銀行（NBH）は4月23日の会合で市場予想通り50bpの利下げを実施し、政策金利を7.75％に引き下げている。利下げ幅は3月会合の75bpから縮小させている。米利下げ期待の後退、イラン－イスラエル情勢の緊張激化に伴う金融市場の混乱も一因に。ビラグ副総裁は、賃金上昇の影響を受けやすいサービス価格の動向を注視する姿勢を示した。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）



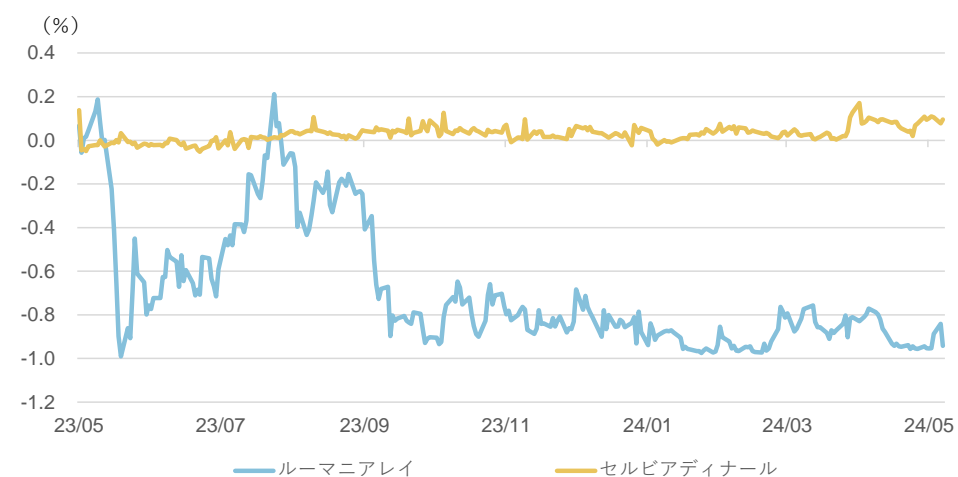
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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



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.