

中東欧通貨週報

2024年5月15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・・・インフレ率の予想上振れや、中銀当局者のタカ派的な発言を受けて中東欧中銀の利下げ期待が後退 >

過去1週間の中東欧通貨は軒並み対ドル・対ユーロで1%超の上昇。米新規失業保険申請件数の増加や米ミシガン大消費者センチメントの急激な下落など、米労働市場逼迫の緩和、景気の減速を示唆する指標が相次いだ。当面は、5月15日発表の米4月CPIを受けて、再び市場の流れが変わる可能性があるが、先進国中銀の利下げ転換の可能性が改めて意識されたことは、中東欧通貨に追い風となっている。また、中東欧の金融政策では、インフレ率の予想上振れや、中銀当局者のタカ派的な発言を受けて利下げ期待が後退しており、これも中東欧通貨の上昇要因となった。

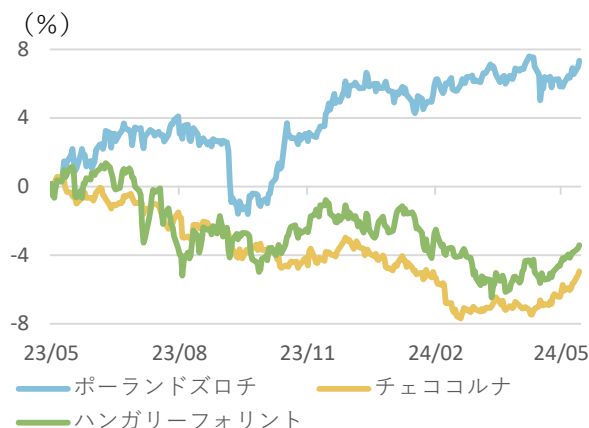
ポーランド国立銀行は5月9日の会合で政策金利を5.75%で据え置いた。声明文や記者会見では、2024年中の利下げ再開に否定的な見通しが改めて示されたほか、賃金上昇の影響を懸念する姿勢が示されている。

チェコの2024年4月CPIは前年比+2.9%と市場予想の同+2.4%を大幅に上回った。CPI上振れの要因は、「食料・非アルコール飲料」、「アルコール飲料・たばこ」のほか、燃料価格といった非コア項目が主体と見られる。もっとも、今回のCPIの結果が、もともとインフレ警戒的な姿勢の強いチェコ中銀の追加利下げ余地を狭めるものとなる可能性は高い。

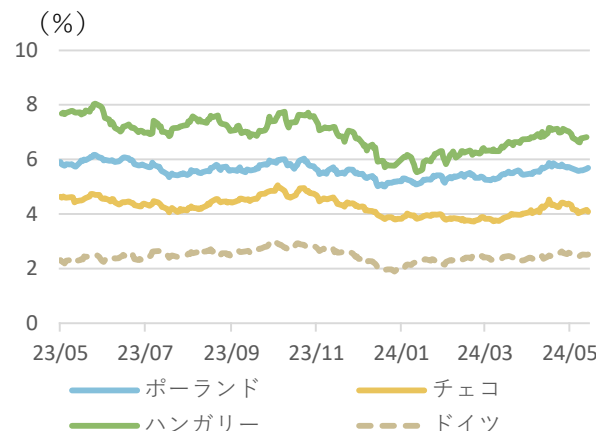
ハンガリーの2024年4月のCPIは前年比+3.7%と3月の同+3.6%から小幅に加速した。食料価格の上昇が主因であり、サービス品目やコアCPIは減速していることから、インフレ抑制に向けた軌道を外れるものではない。**5月21日のハンガリー国立銀行の次回金融政策決定会合**では、50bpの追加利下げが継続する見込み。もっとも、ビラグ副総裁は前回会合（4月23日）時点で、インフレ率の高止まりを受けて今後の金融緩和の余地は制限される、と発言している。来週の会合では利下げ停止に向けたシグナルがより強く示されるかが焦点に。

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%で据え置いた。今会合では利下げ観測も根強かったが（ブルームバーグ集計の民間エコノミスト予測では16名中10名が利下げを予想）、NBRは賃金上昇が継続していることや、財政リスクを背景に据え置きを選択した。

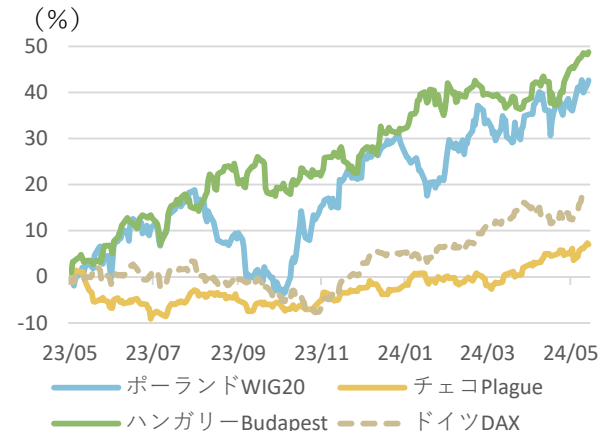
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

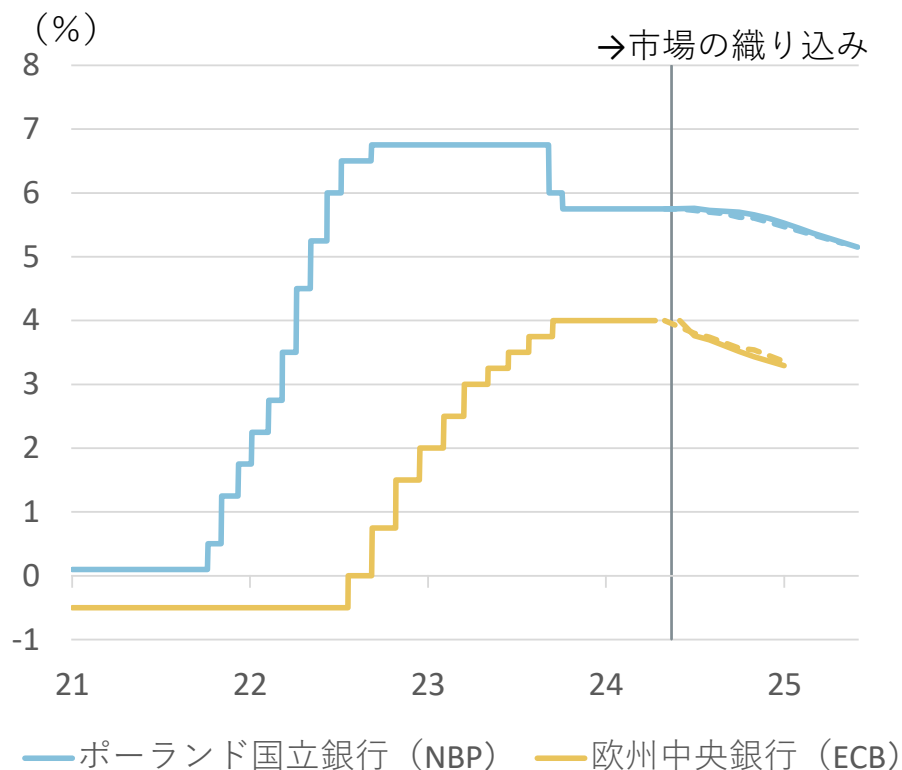


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ポーランド国立銀行は5月9日の会合で政策金利を5.75%で据え置いた

ポーランド、ユーロ圏 政策金利の推移（2024年5月14日）



注：点線は先月末の市場の織り込み。

(出所：ブルームバーグ、みずほ)

声明文・記者会見のポイント

【声明文】

- ・ 財政及び規制をはじめ政策をとりまく不透明感はなお大きい。
- ・ 年内は政策金利を据え置くと見ている。

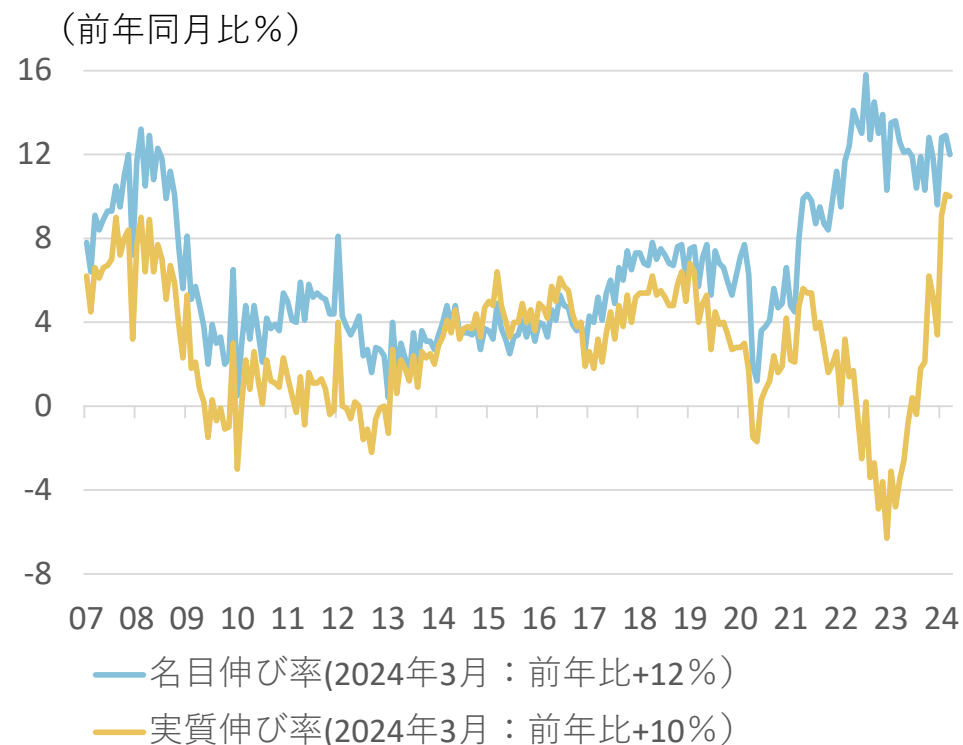
【記者会見】

- ・ 金融政策委員会は、2024年末まで政策金利を据え置く公算が大きく、利下げが議題に上るのはおそらく2025年の初めとなるだろう。
- ・ 公共部門及び民間部門での賃金上昇が、経済にどのように影響を及ぼすかを注視する必要がある。

声明文や記者会見では、2024年中の利下げ再開に否定的な見通しが改めて示されたほか、賃金上昇の影響を懸念する姿勢が示されている。

ポーランド 賃金上昇圧力が先行きのインフレ抑制にとってのリスクに

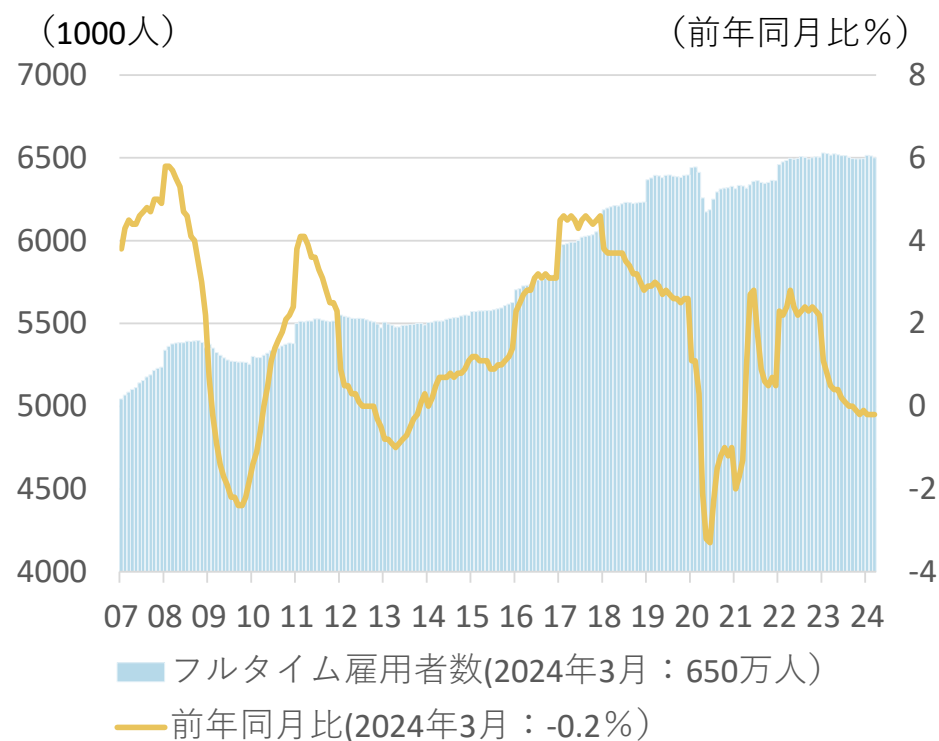
ポーランド 企業部門 平均月間総賃金



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

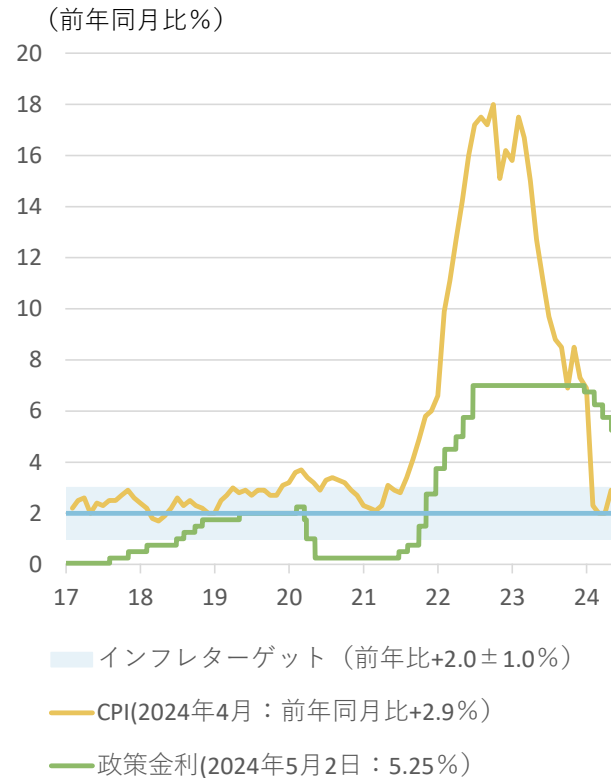


（出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ）

2024年3月時点でポーランドの賃金は名目で前年比+12.0%の伸び。実質でも2桁の伸び率に達している。個人消費を力強くサポートするものになると見られる一方で、賃金上昇圧力の継続がポーランド国立銀行のインフレ抑制に向けた取り組みを困難なものにする恐れ。

チェコ 2024年4月のCPIは前年比+2.9%と市場予想の同+2.4%を大幅に上回った

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)

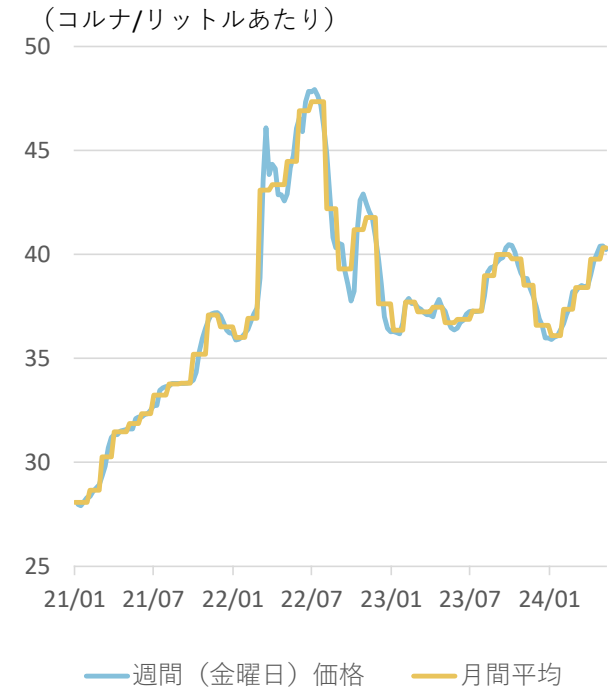
CPI 内訳

(単位：前年比%)

	24年 2月	24年 3月	24年 4月
ヘッドライン	+2	+2	+2.9
食料・非アルコール飲料	▲4.8	▲5.9	▲2.7
アルコール飲料・たばこ	+4	+4.2	+7.4
衣類・履物	+5.8	+5.3	+3.8
住宅、電気、ガス	+3.4	+3.5	+3.3
家具その他	+0.5	▲0	+0.2
医療	+4.6	+4.7	+4.2
輸送	+1.1	+3.5	+4.7
通信機器	+3.1	+2.7	+1.9
娯楽・文化	+4.2	+4.1	+4.5
教育	+6.6	+6.6	+6.6
レストラン・ホテル	+8.8	+8.3	+8.1
その他財・サービス	+3.5	+2.8	+2.8

(出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

チェコ レギュラーガソリン価格

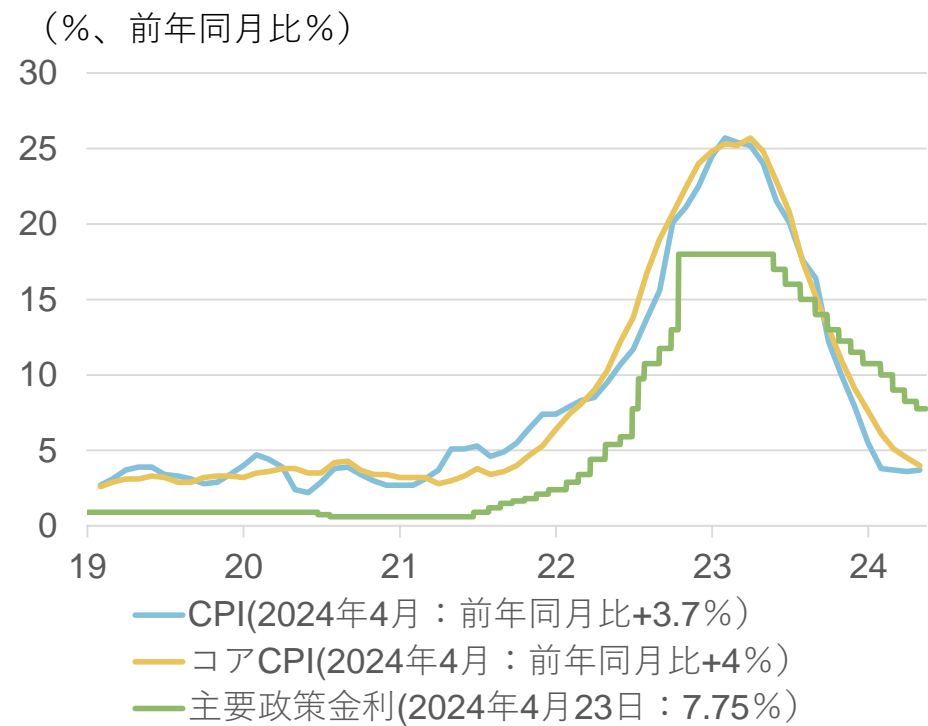


(出所：欧州委員会、みずほ)

3月の同+2.0%から伸びが加速。CPI上振れの要因は、「食料・非アルコール飲料」、「アルコール飲料・たばこ」のほか、燃料価格といった非コア項目が主体と見られる。もっとも、今回のCPIの結果が、もともとインフレ警戒的な姿勢の強いチェコ国立銀行の追加利下げ余地を狭めるものとなる可能性は高い。

ハンガリー 2024年4月のCPIは前年比+3.7%と3月の同+3.6%から小幅に加速

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

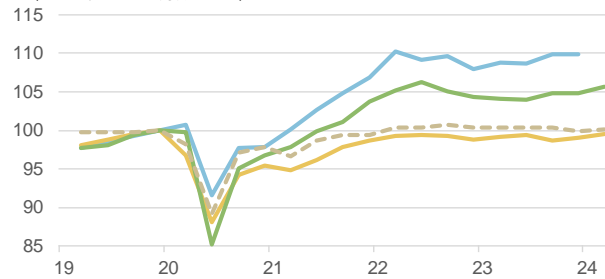
	(単位：前年比%)		
	24年 2月	24年 3月	24年 4月
ヘッドライン	+3.7	+3.6	+3.7
食料	+2.2	+0.7	+1
アルコール飲料・タバコ	+5.3	+4.4	+3.8
被服・履物	+5.1	+4.4	+4.8
耐久消費財	▲2	▲1.8	▲1.7
電気、ガス、その他燃料	▲9	▲3.1	▲4.5
その他の財（自動車燃料を含む）	+2.1	+3	+3.9
サービス	+10	+9.9	+9.5
コアCPI	+5.1	+4.5	+4

(出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ)

食料価格の上昇が主因であり、サービス品目やコアCPIは減速していることから、インフレ抑制に向けた軌道を外れるものではない。5月21日の次回金融政策決定会合では、50bpの追加利下げが継続する見込み。もっとも、ビラグ副総裁は前回会合（4月23日）時点で、インフレ率の高止まりを受けて今後の金融緩和の余地は制限される、と発言している。来週の会合では利下げ停止に向けたシグナルがより強く示されるかが焦点に。

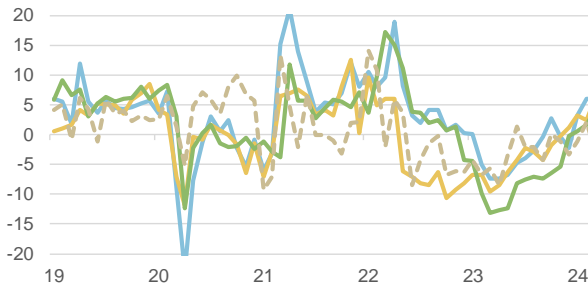
中東欧・ドイツ 主要経済指標

(2019年10-12月期=100) 実質GDP



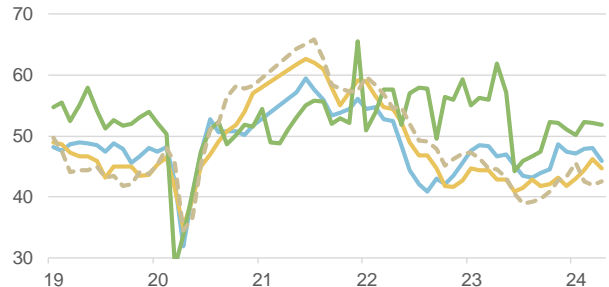
(前年同月比%)

小売売上高



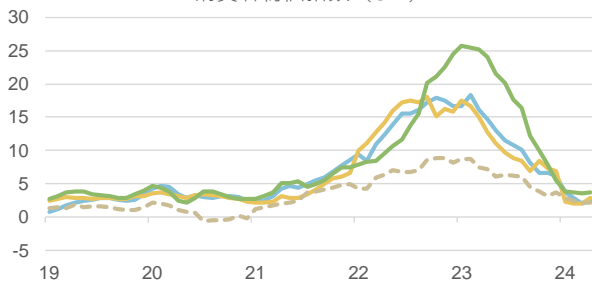
(中立=50)

製造業PMI



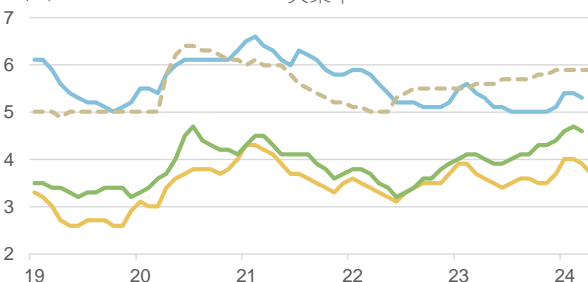
(前年同月比%)

消費者物価指数 (CPI)



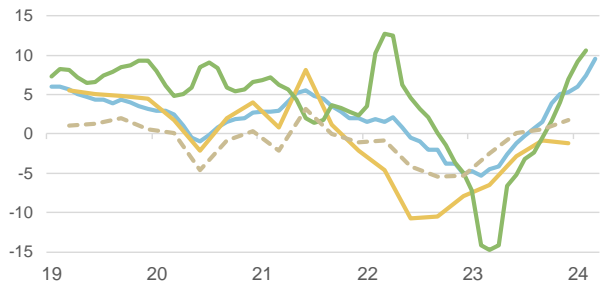
(%)

失業率



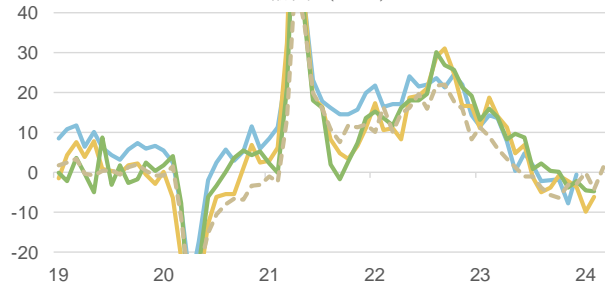
(前年比%)

実質賃金 (* 1)



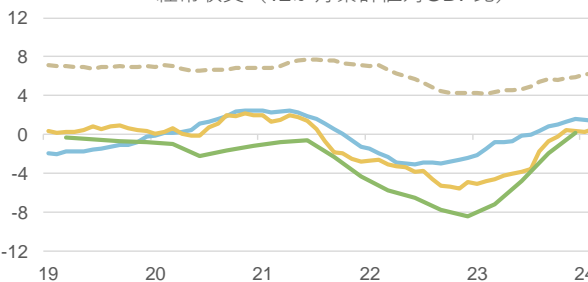
(前年比%)

輸出 (* 2)



(%)

経常収支 (12か月累計値対GDP比)



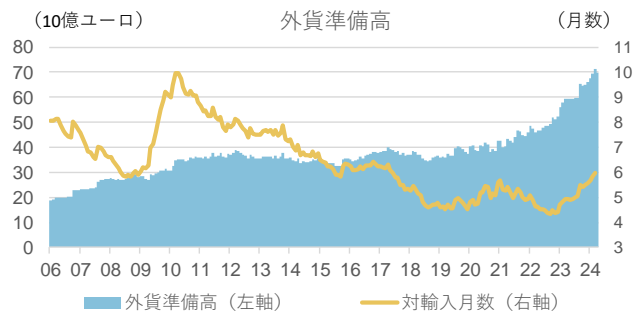
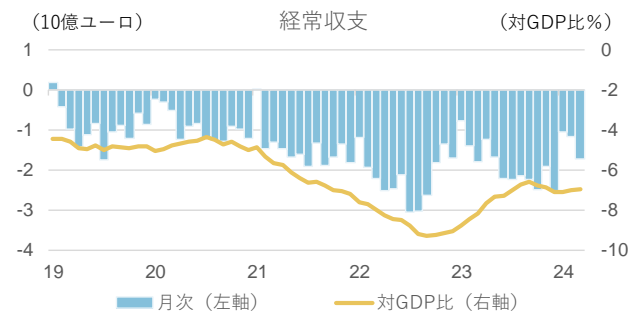
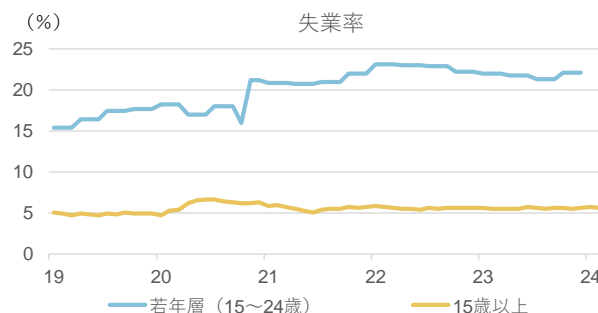
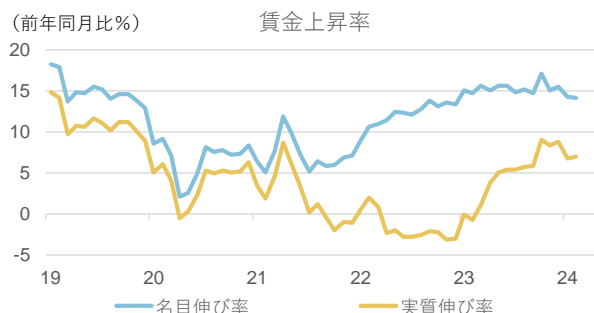
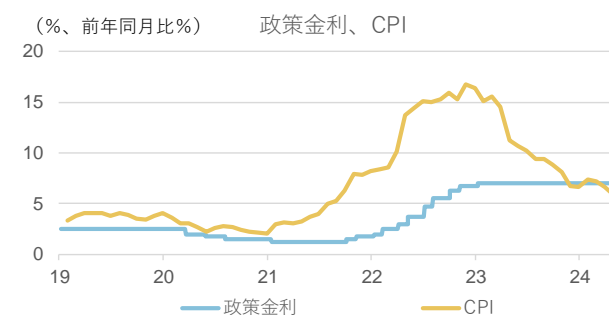
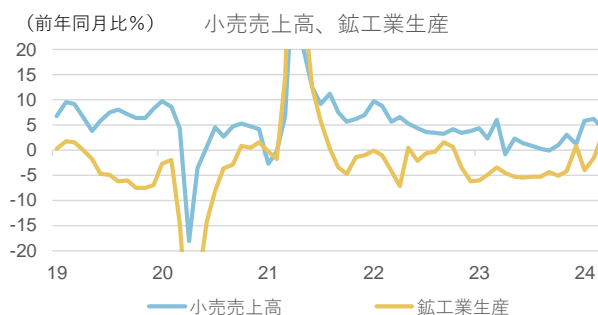
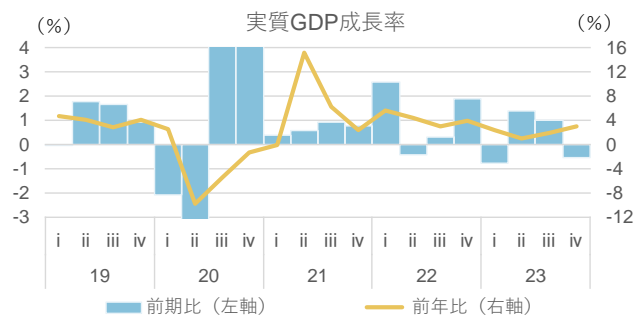
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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)

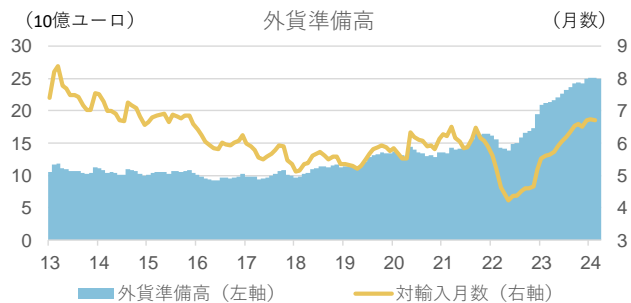
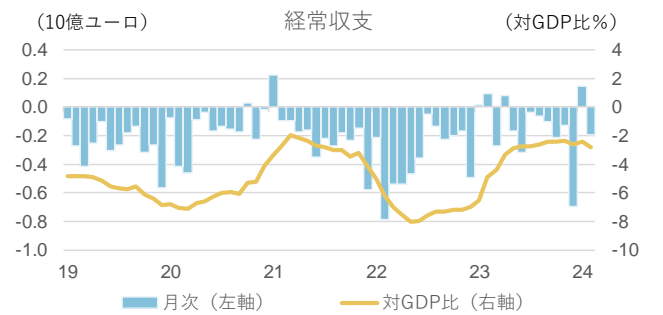
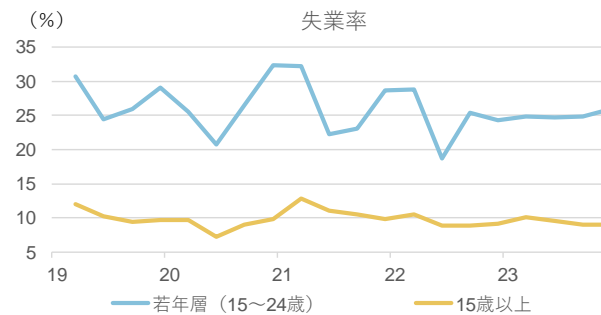
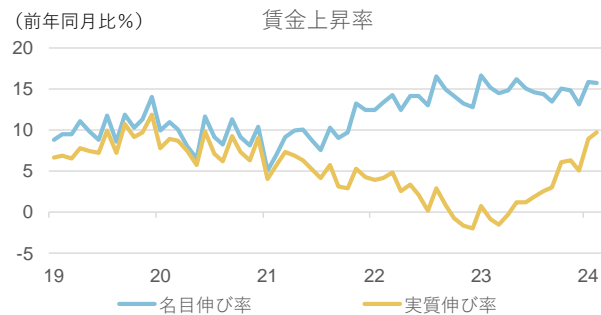
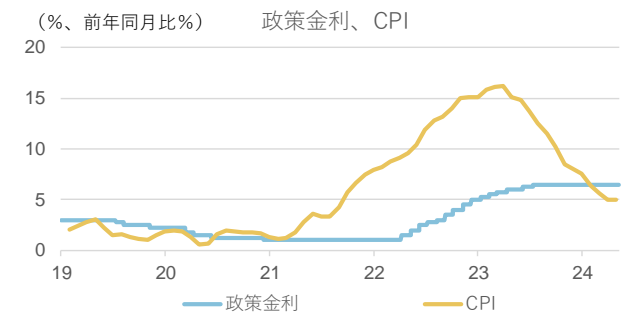
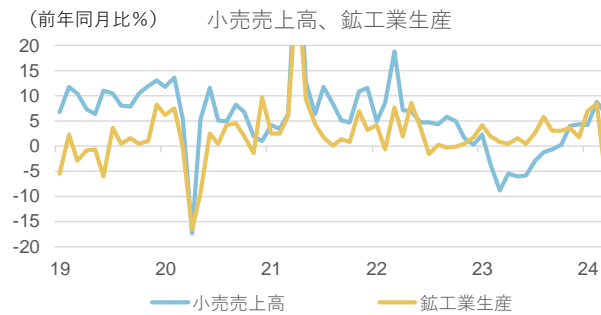
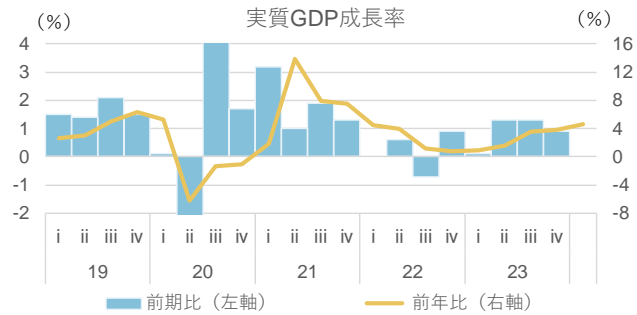
ルーマニア



ルーマニア国立銀行（NBR）は5月13日の金融政策決定会合で政策金利を7.00%で据え置いた。今会合では利下げ観測も根強かったが（ブルームバーグ集計の民間エコノミスト予測では16名中10名が利下げを予想）、NBRは賃金上昇が継続していることや、財政リスクを背景に据え置きを選択した。

(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

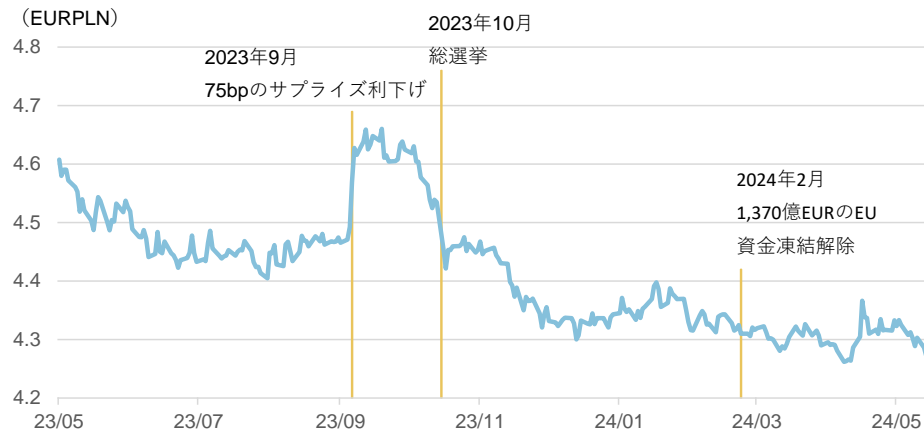
	Spot	2024 Jun	Sep	Dec	2025 Mar	Jun
EUR/PLN	4.32	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.17	25.4	25.6	25.8	25.9	26.0
EUR/HUF	391	400	404	406	408	410
EUR/RON	4.98	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10

注：見通しは2024年4月末時点。

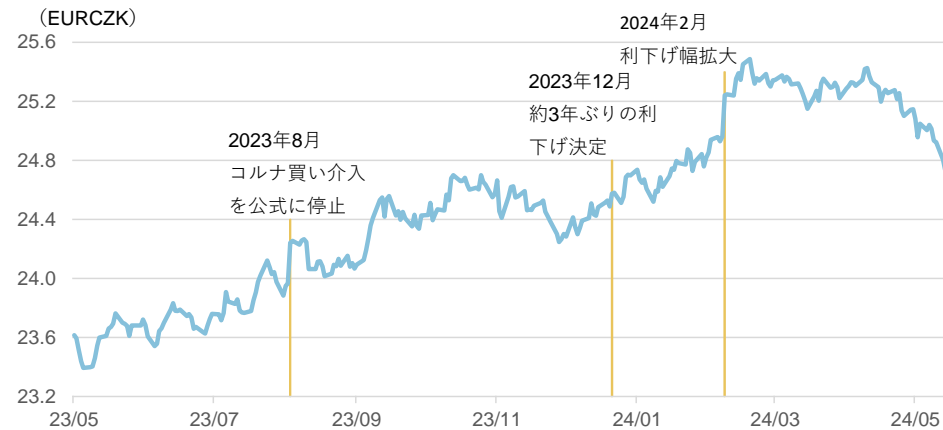
- 4月の中東欧通貨は、ポーランドズロチを中心に大幅反落。CPI、小売売上高といった3月分の米経済指標が市場予想を上回る結果となり、米国を中心に先進国中銀の利下げ期待が大幅に後退したことや、イランとイスラエルの緊張の高まりが、グローバルなリスクセンチメントの悪化につながった。
- 中東欧の主要3通貨のうち、ポーランドズロチの下落率が最も大きくなったのは、昨年10月のポーランド総選挙以降のズロチの大幅な上昇の裏返しという側面が大きいだろう。（１）EUとの関係改善と多額のEU予算流入再開への期待、（２）ポーランド国立銀行が他の中東欧中銀と異なり、政策金利を年内は据え置く姿勢を示していること、がズロ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燃える。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

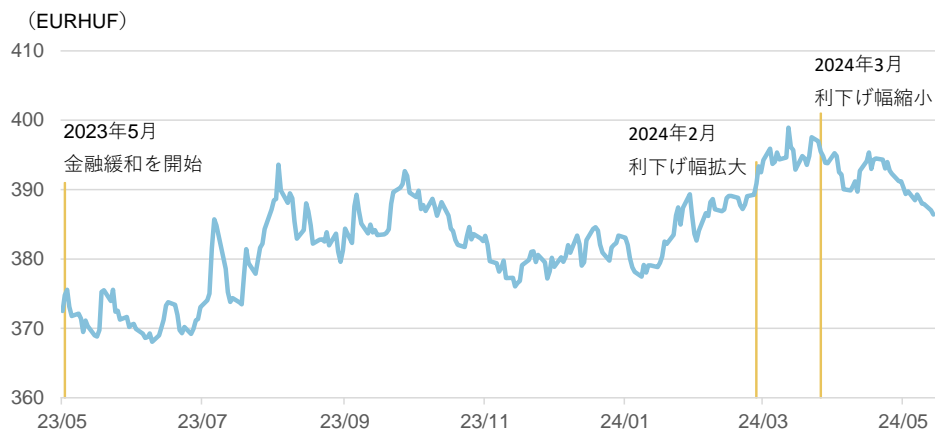
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



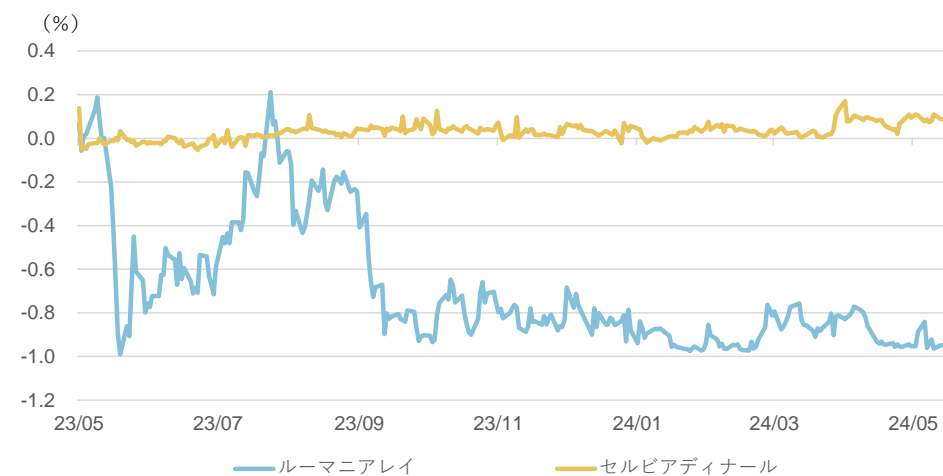
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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.