

中東欧通貨週報

2024年5月22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

来週は筆者都合により休刊します。

MIZUHO

中東欧通貨 過去1週間の動向と展望

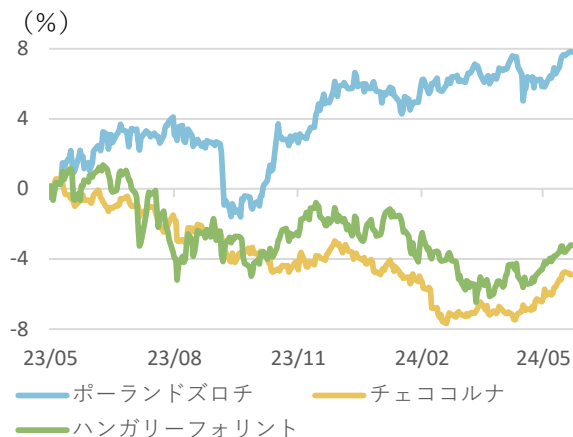
< 過去1週間の動向と展望・・・欧州委員会は中東欧主要国の成長再加速を予想 >

過去1週間の中東欧通貨は対ドル、対ユーロで底堅い展開となった。中東欧通貨のパフォーマンスは、南アランドやメキシコペソなど、より高金利の通貨と比較すれば見劣りするが、それでも5月15日公表の米4月CPIが前月比で6か月ぶりに減速を示したこともあり、米利下げ期待の回復に伴い改めて主要通貨との金利差に注目した取引が拡大している可能性は高いだろう。

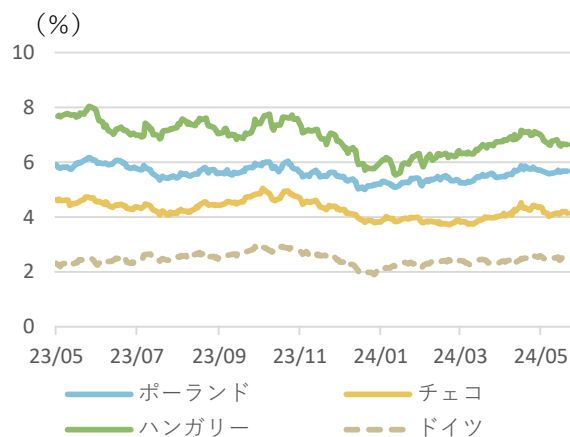
中東欧地域の景気回復見通しも、海外からの資金流入を後押ししそうだ。**欧州委員会**が5月15日に発表した最新の経済見通しでは、中東欧各国の成長再加速が見込まれている。各国ごとに景気回復の勢いやその要因はそれぞれ異なるものの、共通して言えることは、賃金の急速な上昇、インフレ圧力の後退に支えられ、実質可処分所得の増加が家計消費を押し上げる要因になるという見方だ。また、ポーランドやチェコでは、2025年以降に見込まれるEU資金の流入拡大が投資をサポートする要因になると見込まれる。

ハンガリー-国立銀行は2024年5月21日の会合で市場予想通り50bpの追加利下げを実施した。ビラグ副総裁は、6月に政策金利をさらに25bp～50bp引き下げること検討しているが、さらなる緩和の余地は「非常に限られている」と述べた。もっとも、6月が最後の利下げになるとは明言しなかった。CPIインフレの高止まりが続く中での継続的な利下げは実質金利の低下につながり、フォリントの上値を抑える要因となるだろう。

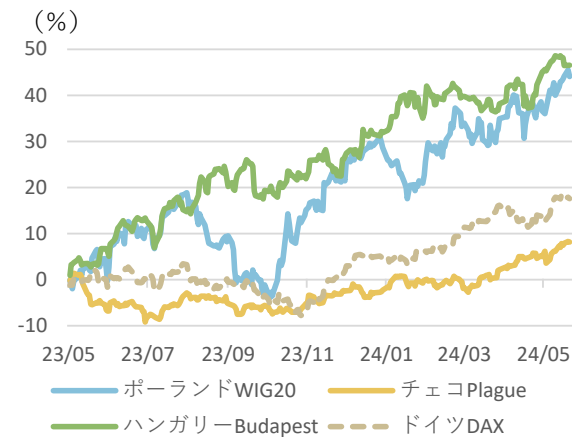
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

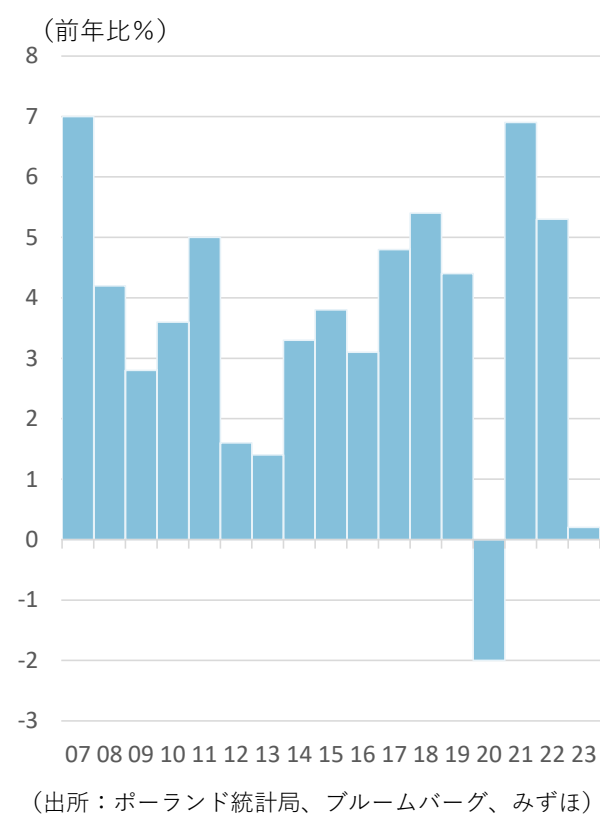


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ポーランド 家計消費を主なドライバーとして成長が再加速へ

ポーランド 年間実質GDP成長率



GDP 予測値

(単位：前年比%)

		24年	25年	26年
欧州委員会	24年5月	+2.8	+3.4	
IMF	24年4月	+3.1	+3.5	+3.3
世界銀行	24年4月	+3	+3.4	
ポーランド中銀	24年3月	+3.5	+4.2	+3.3
欧州委員会	24年2月	+2.7	+3.2	
IMF	24年1月	+2.8	+3.2	
世界銀行	24年1月	+2.6	+3.4	
ポーランド政府	23年12月	+3	+3.4	
欧州委員会	23年11月	+2.7	+3.2	
ポーランド中銀	23年11月	+2.9	+3.5	

(出所：各予測機関、みずほ)

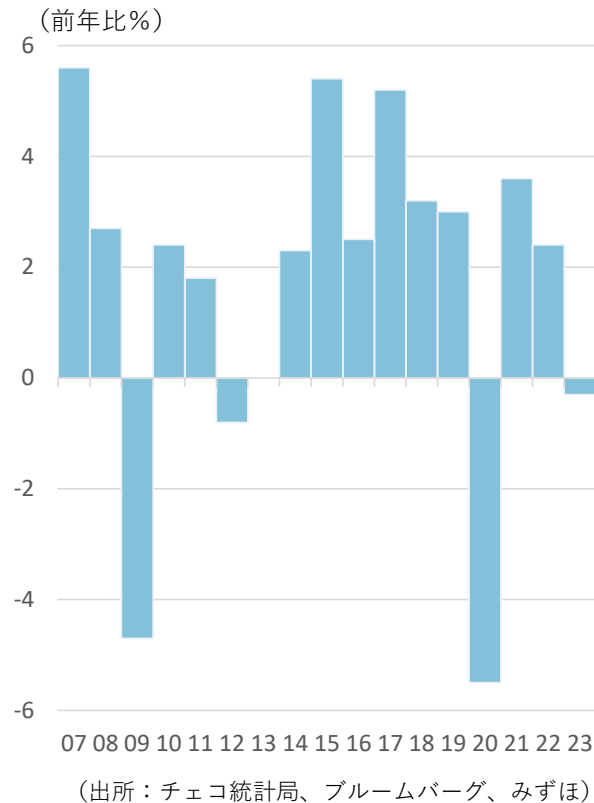
欧州委員会予測のポイント

- 賃金の急速な上昇、政府からの追加的な社会支援（家族手当の増額など）、消費者心理の改善、インフレ圧力の後退に支えられ、**家計消費**が主要な成長ドライバーになると見込まれる。
- EU基金からの資金流入**が加速すると見込まれる2025年には投資が拡大する見込み。
- インフレ率は2024年と2025年に鈍化すると見込まれるが、旺盛な内需、人件費の上昇、インフレ防止策の段階的な撤廃を背景に、**物価上昇圧力は高止まり**する見込み。
- 軍事費の支出拡大**と、社会支出の増大から、財政再建は遅れる見込み。

欧州委員会は2024年の実質GDP成長率予想を2月時点の前年比+2.7%から同+2.8%に、2025年を前年比+3.2%から同+3.4%に引き上げた。特に家計消費が成長のドライバーになると見込まれている。

チェコ 2023年のマイナス成長からの緩やかな回復が見込まれる

チェコ 年間実質GDP成長率



GDP 予測値

(単位：前年比%)

		23年	24年	25年
欧州委員会	24年5月	▲0.3	+1.2	+2.8
チェコ国立銀行	24年5月	▲0.2	+1.4	+2.7
IMF	24年4月	▲0.4	+0.7	+2
欧州委員会	24年2月	▲0.4	+1.1	+2.8
チェコ国立銀行	24年2月	▲0.5	+0.6	+2.4
IMF	24年1月	▲0.4	+1.2	+2.5
チェコ国立銀行	23年11月	▲0.4	+1.2	+2.8
欧州委員会	23年11月	▲0.4	+1.4	+3

(出所：各予測機関、ブルームバーグ、みずほ)

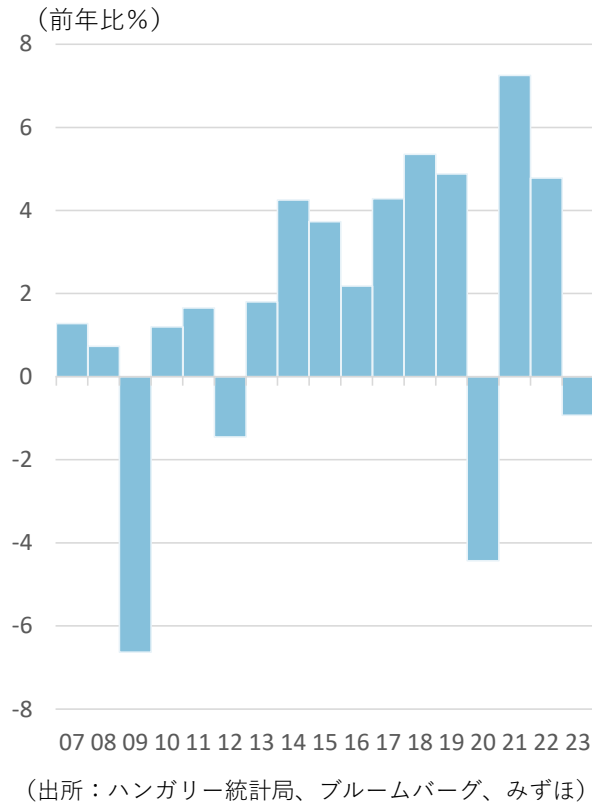
欧州委員会予測のポイント

- **家計消費**は2年にわたり減少していたが、2024年にはプラスに転じると予想される。インフレ率の大幅な低下を受けて、実質賃金はプラス転換し、家計の購買力は再び上昇している。これまでの貯蓄も支えになると見込まれる。
- チェコ国立銀行の金融緩和に伴う**企業の資金調達環境の改善**と、**EU基金からの資金流入**が、投資をサポートすると見込まれる。
- **輸出**は、サプライチェーンの供給制約が緩和され、主要貿易相手国の需要が緩やかなペースであるが回復していることから、さらに増加すると予測される。

欧州委員会はチェコの実質GDP成長率を2023年に前年比▲0.3%と縮小した後、2024年に同+1.2%、2025年に同+2.8%と緩やかに持ち直すと予測している。消費、投資、輸出にそれぞれ追い風が吹く見込み。

ハンガリー 実質所得の力強い伸びが家計消費を押し上げると見られる

ハンガリー 年間実質GDP成長率



GDP 予測値

(単位：前年比%)

		23年	24年	25年
欧州委員会	24年5月	▲0.9	+2.4	+3.5
IMF	24年4月	▲0.9	+2.2	+3.3
ハンガリー中銀	24年3月	▲0.6-▲0.4	+2.0-3.0	+3.0-4.0
欧州委員会	24年2月	▲0.8	+2.4	+3.6
ハンガリー中銀	23年12月	▲0.6-▲0.4	+2.5-3.5	+3.0-4.0
ハンガリー政府	23年12月	▲0.4	+3.6	+4.5
欧州委員会	23年11月	▲0.7	+2.4	+3.6
ハンガリー中銀	23年9月	▲1	+3.0-4.0	+3.0-4.0

(出所：各予測機関、ブルームバーグ、みずほ)

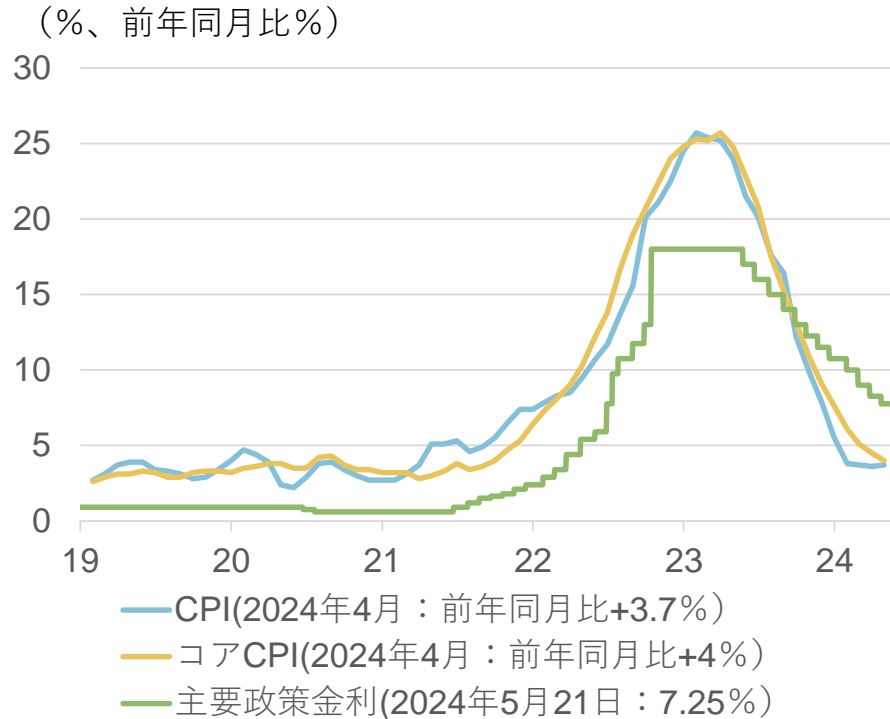
欧州委員会予測のポイント

- 2024年は、底堅い労働市場とインフレ率を上回る年金と最低賃金の引き上げに支えられた実質所得の力強い伸びが家計消費を押し上げるとみられる。
- 2025年以降は、**対内直接投資資金**をもとにした大規模なプロジェクト、住宅の購入と改修に対する政府の支援スキームに牽引されて、投資が回復すると見込まれる。
- 財政赤字は2023年に予想を下回る歳入と、利子・年金・公的賃金に関する歳出の増加を背景に2022年の対GDP比6.2%の赤字から同6.7%の赤字へと悪化した。2024年には補助金の引き下げ、インフレ防止措置の縮小によって赤字幅は縮小すると見込まれるが、今後も高止まりが続く見通し。

欧州委員会のハンガリーの実質GDP成長率の予想は前回2月時点からほぼ変わらず。実質所得の力強い伸びが家計消費を押し上げるという見方。

ハンガリー 2024年5月21日の会合で市場予想通り50bpの追加利下げを実施

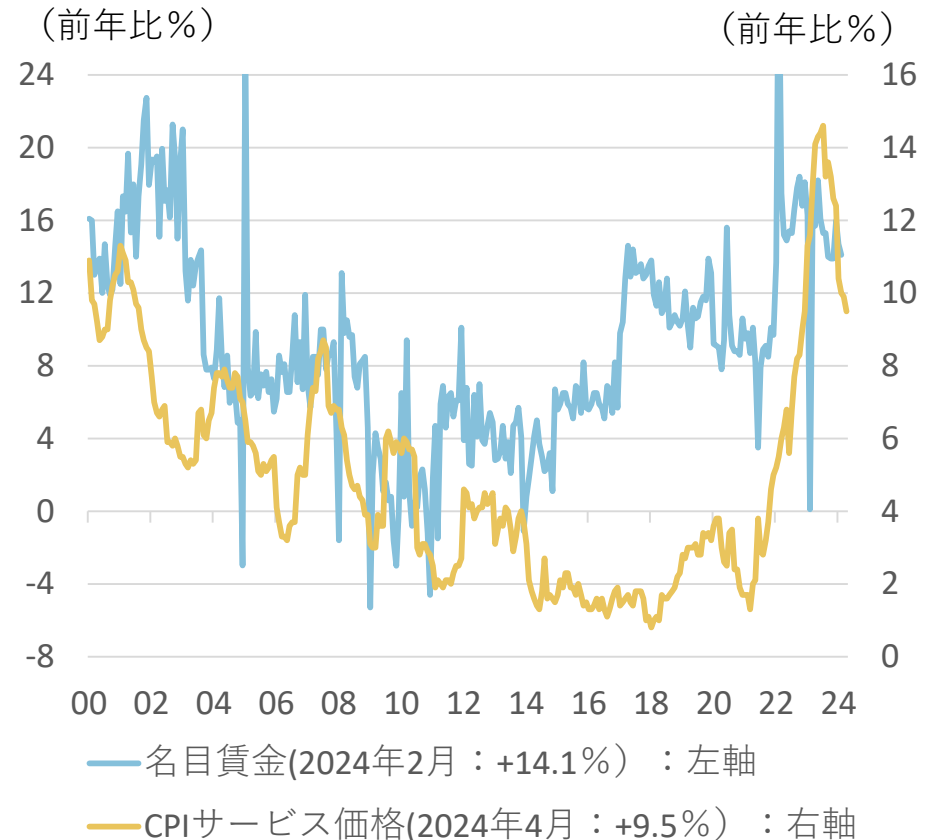
ハンガリー 消費者物価指数（CPI）と政策金利



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 名目賃金とCPIサービス価格

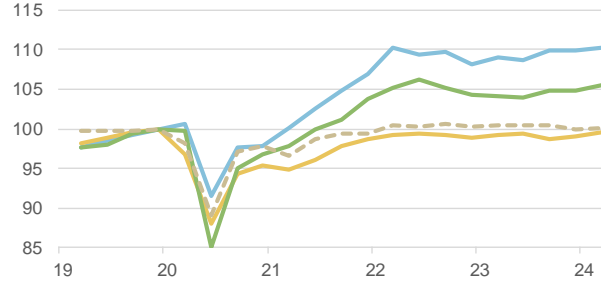


(出所：ハンガリー統計局、ブルームバーグ、みずほ)

ビラグ副総裁は、6月に政策金利をさらに25bp～50bp引き下げること検討しているが、さらなる緩和の余地は「非常に限られている」と述べた。もっとも、6月が最後の利下げになるとは明言しなかった。ビラグ氏は、賃金上昇率の高さを背景とするサービスインフレの高止まりと、世界的な投資家心理の不安定さを注意深く監視していると述べた。

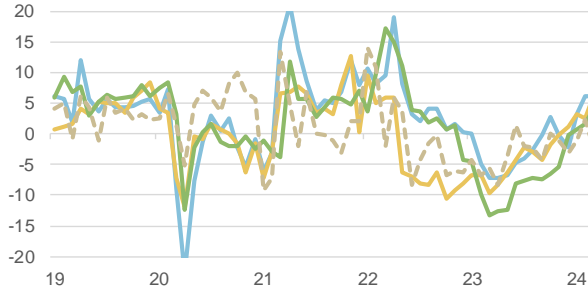
中東欧・ドイツ 主要経済指標

(2019年10-12月期=100) 実質GDP



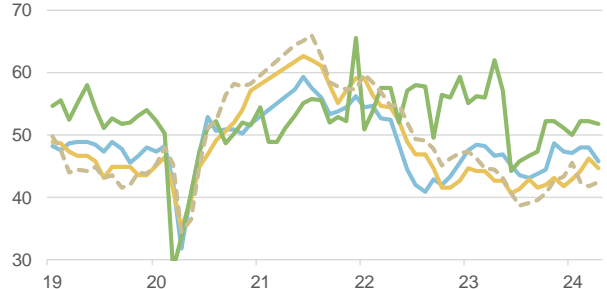
(前年同月比%)

小売売上高



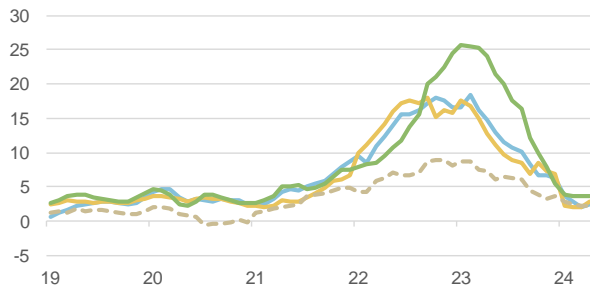
(中立=50)

製造業PMI



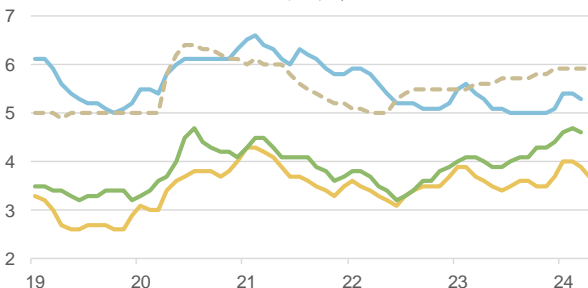
(前年同月比%)

消費者物価指数 (CPI)



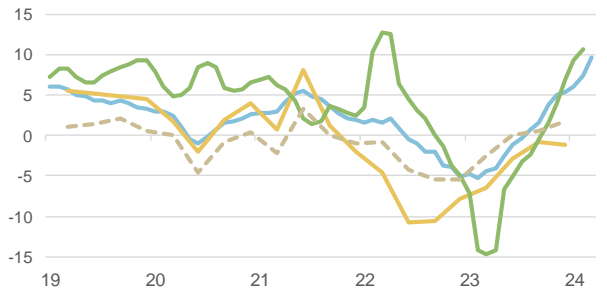
(%)

失業率



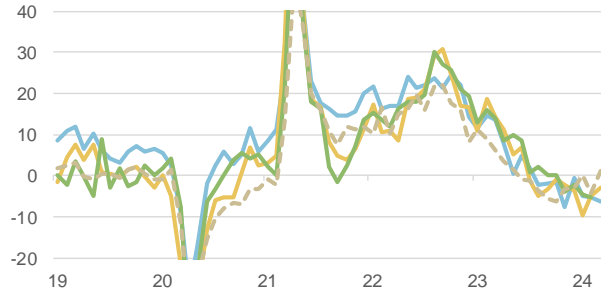
(前年比%)

実質賃金 (* 1)



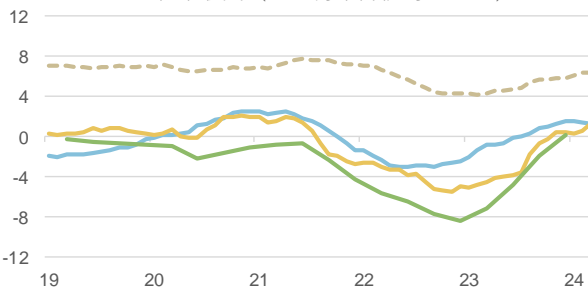
(前年比%)

輸出 (* 2)



(%)

経常収支 (12か月累計値対GDP比)



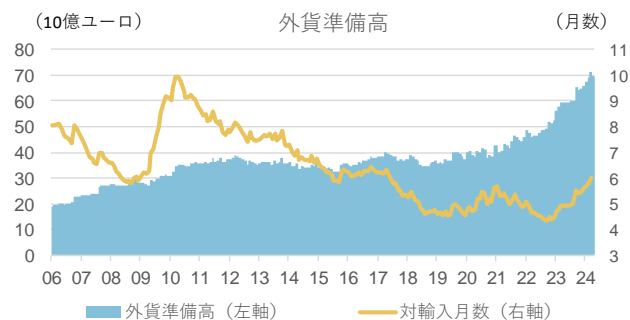
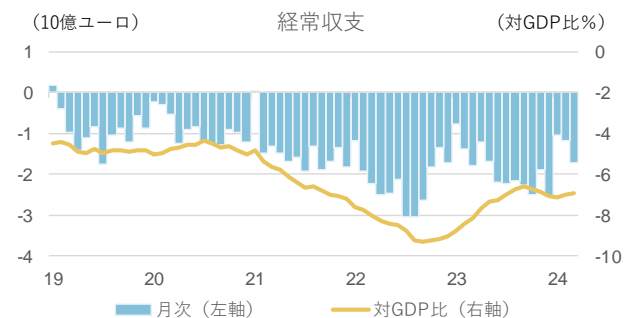
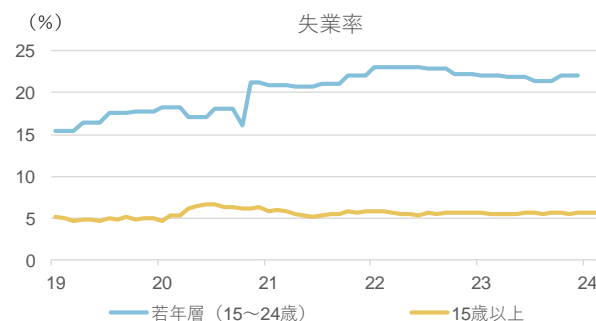
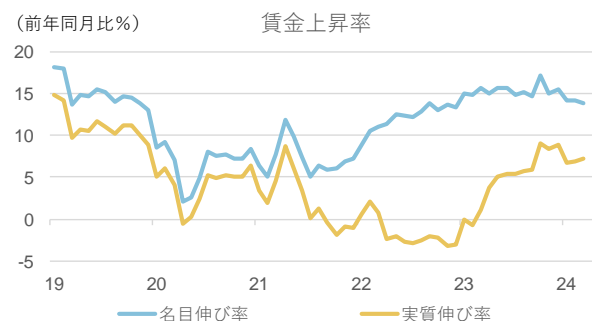
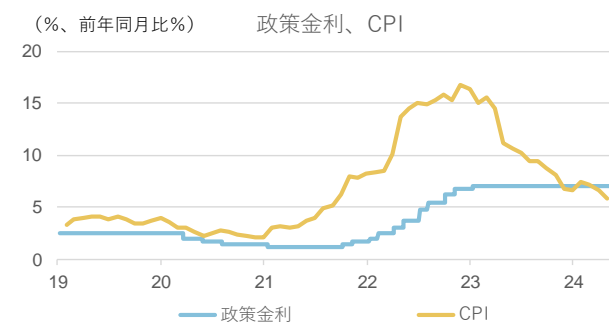
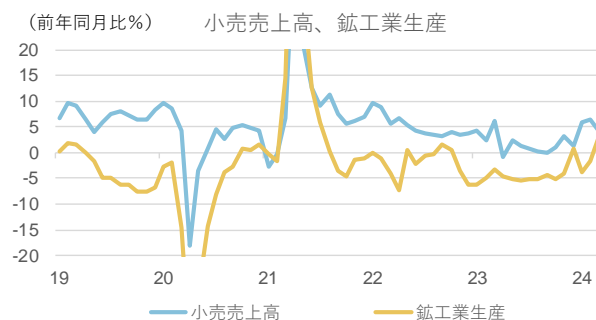
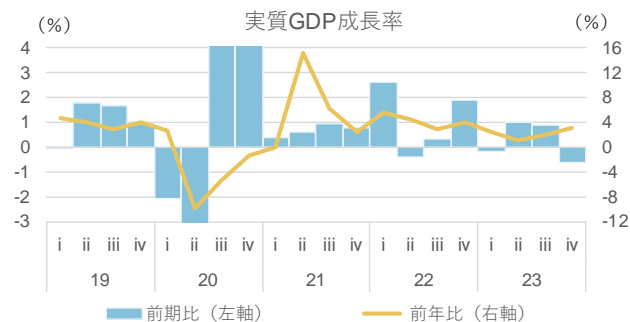
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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)

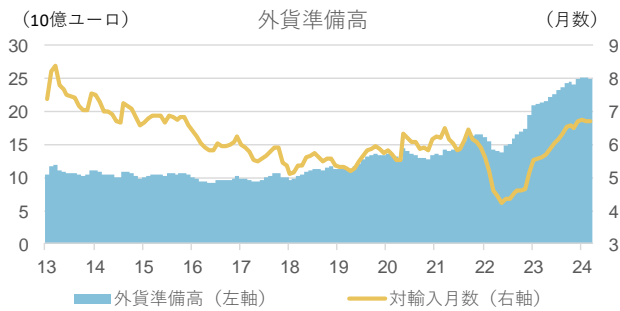
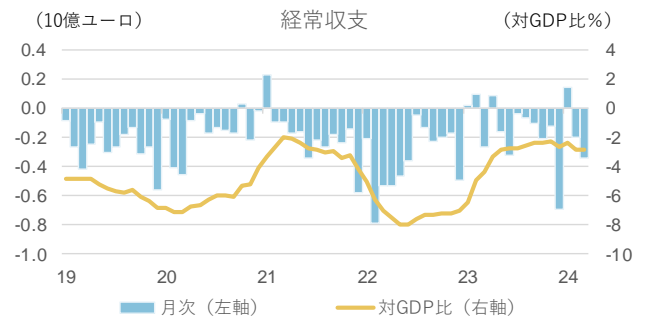
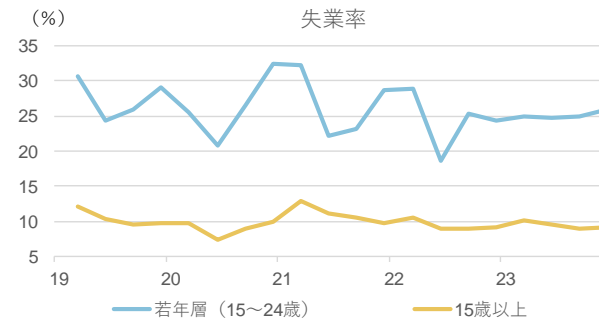
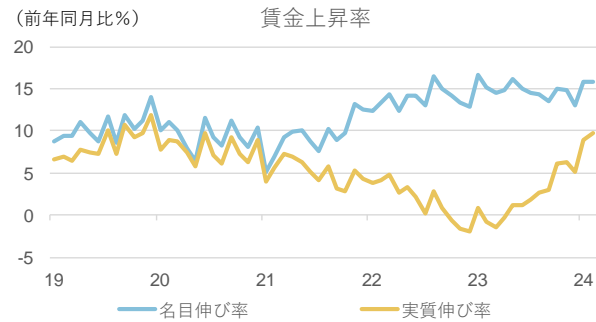
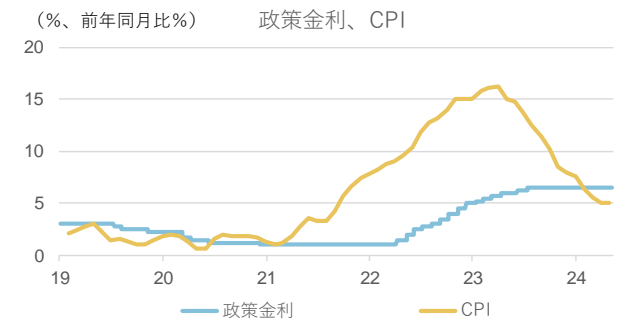
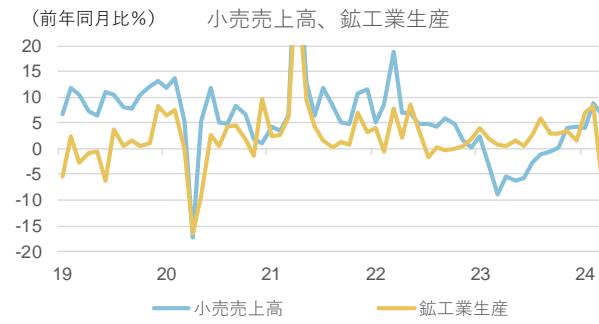
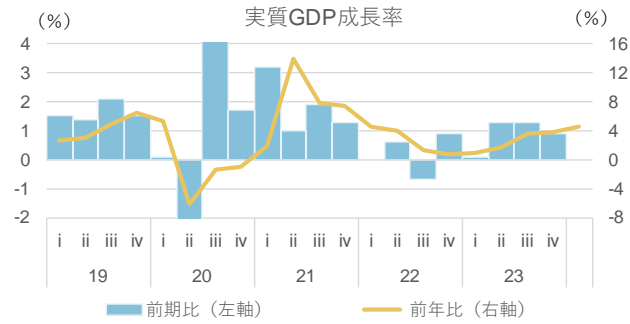
ルーマニア



欧州委員会はルーマニアの2024年の実質GDP成長率予測を前回2月の前年比+2.9%から同+3.3%に引き上げた。インフレ率の低下に伴う実質可処分所得の増加が家計消費を押し上げると見込んでいる。

（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



(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

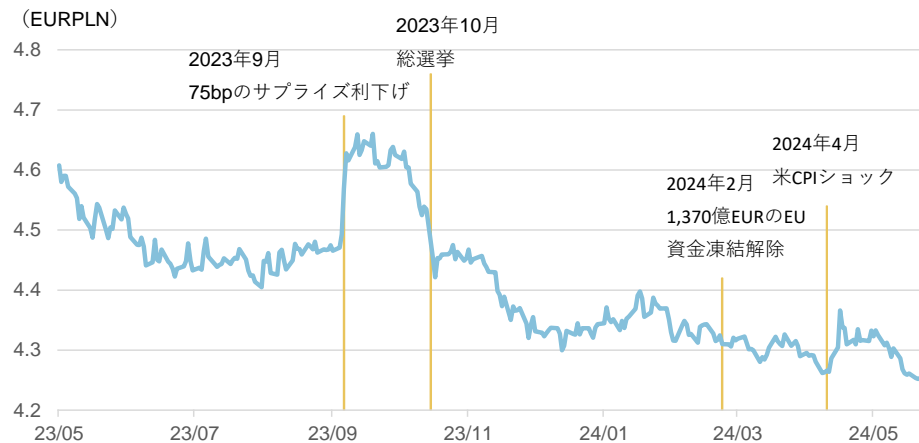
	Spot	2024 Jun	Sep	Dec	2025 Mar	Jun
EUR/PLN	4.32	4.30	4.28	4.26	4.24	4.22
EUR/CZK	25.17	25.4	25.6	25.8	25.9	26.0
EUR/HUF	391	400	404	406	408	410
EUR/RON	4.98	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10

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

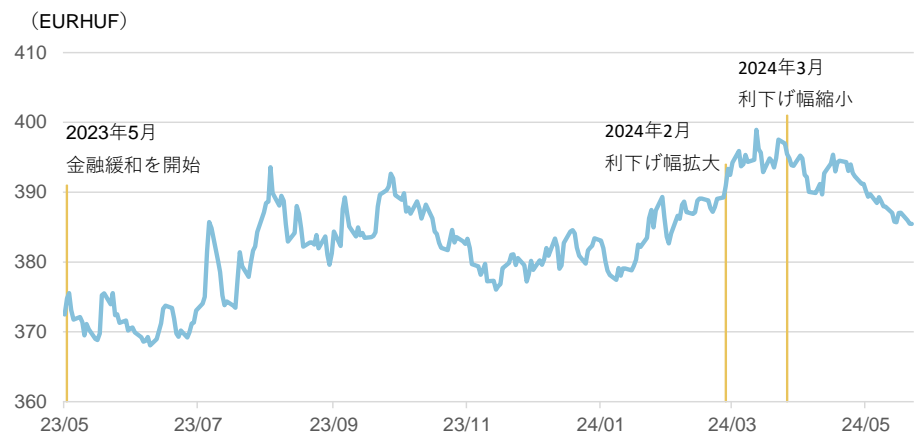
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



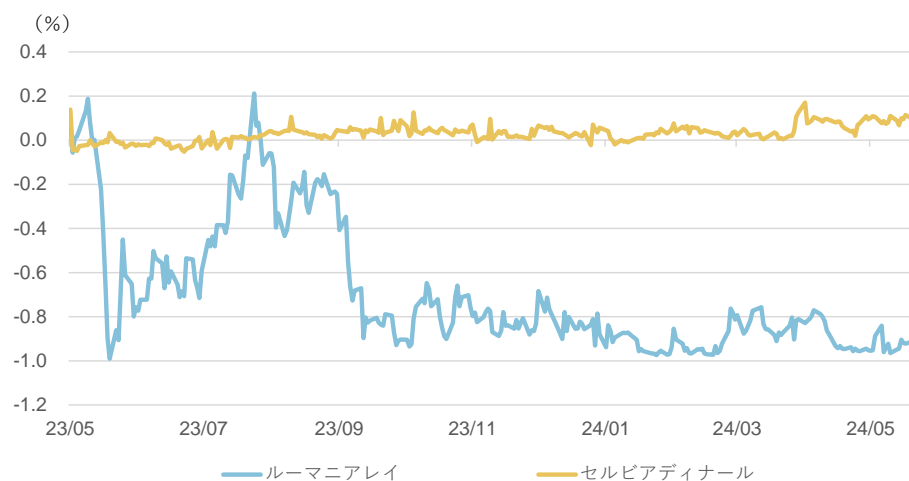
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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.