

中東欧通貨週報

2024年9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…ポーランド政府は8月28日に発表した財政計画で、2025年の軍事費支出を対GDP比4.7%と、2024年の同4.1%から拡大させる方針を示す>

過去1週間の中東欧通貨は対ドル、対ユーロともに小動き。

ポーランド国立銀行（NBP）は9月4日の会合で市場予想通り政策金利を5.75%で据え置いた。NBPは力強い賃金上昇とエネルギー価格上昇から、価格上昇圧力が生じていると指摘している。NBPの多くのメンバーは利下げの検討は2025年に入ってから、という見方を示している。既に欧州中央銀行（ECB）は6月会合で利下げを実施、9月会合でも追加利下げに動く構えを見せており、ポーランドとユーロ圏の金利差は今後一段と拡大する公算が大きく、ズロチ相場には追い風となる見込みだ。

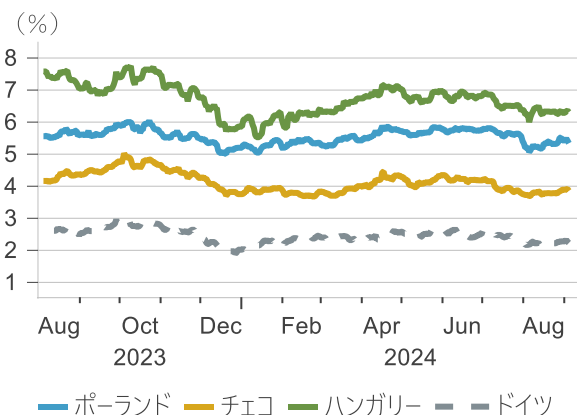
一方、ポーランド政府は8月28日に発表した**財政計画**で、2025年の軍事費支出を対GDP比4.7%と、2024年の同4.1%から拡大させる方針を示した。財政計画の発表を受けて、ポーランド国債利回りは急騰（債券価格は下落）、通貨ズロチには下落圧力がかかっている。EU加盟国が「財政規律」と「安全保障の強化」という目標をどう両立させるのかについて重大な問題提起がなされた形であり、欧州委員会の対応が注目される。

この他、**チェコで発表された2024年4-6月期の名目賃金**の伸びは前年比+6.5%と1-3月期の同+7.2%から減速した。インフレ調整後の実質賃金の伸び率は前年比+3.9%と1-3月期の同+5.0%から減速した。賃金上昇率の高止まりに緩和の兆しが見られつつある。チェコ国立銀行の金融緩和継続を後押しする材料に。

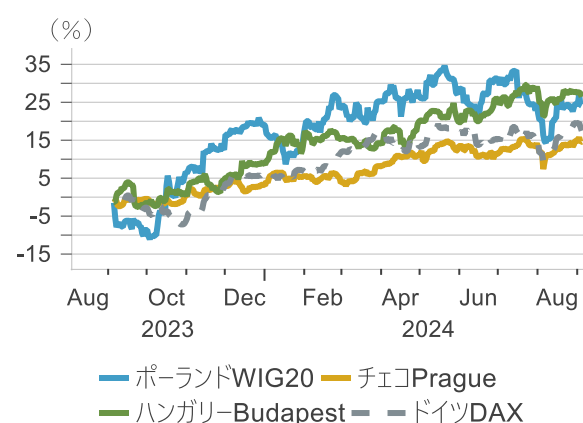
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

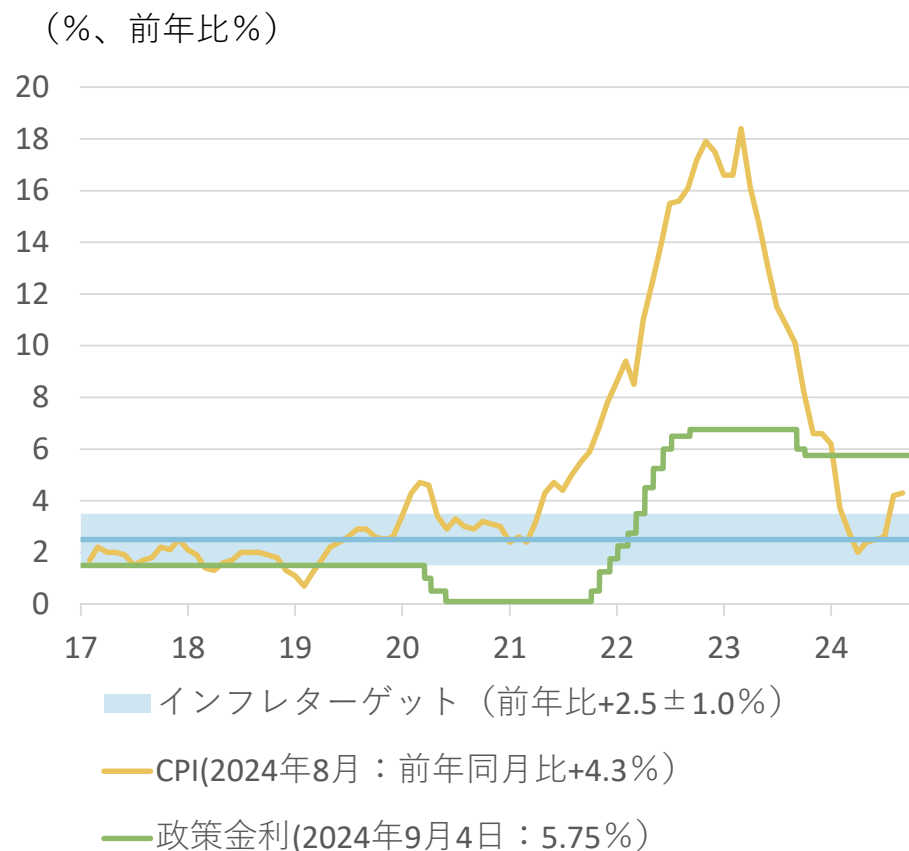


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



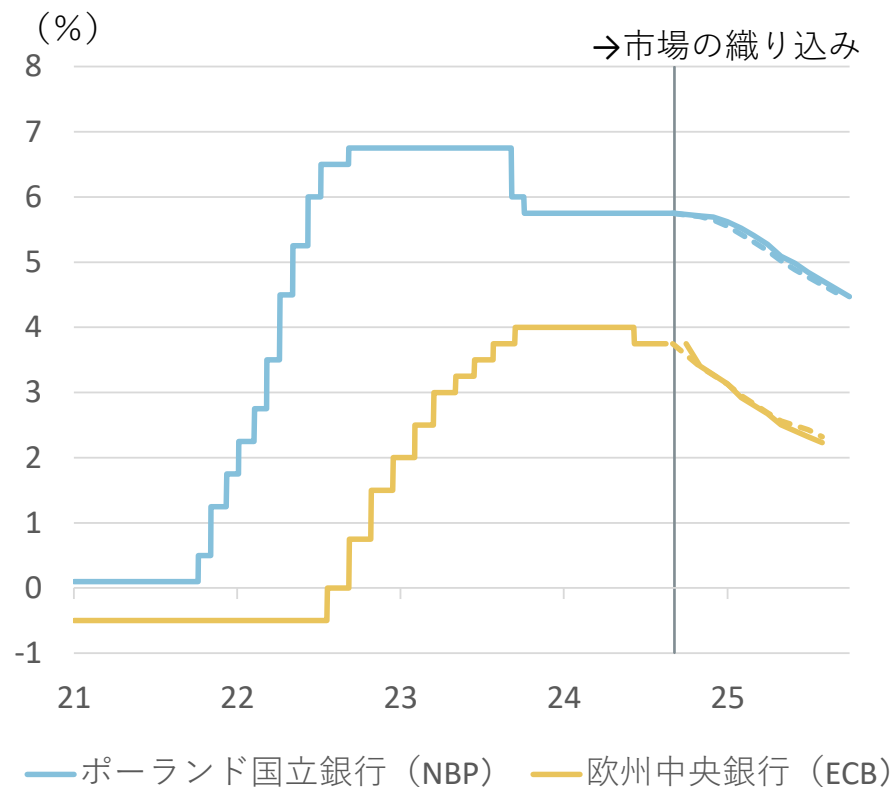
ポーランド国立銀行（NBP）は9月4日の会合で政策金利を5.75%で据え置き

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



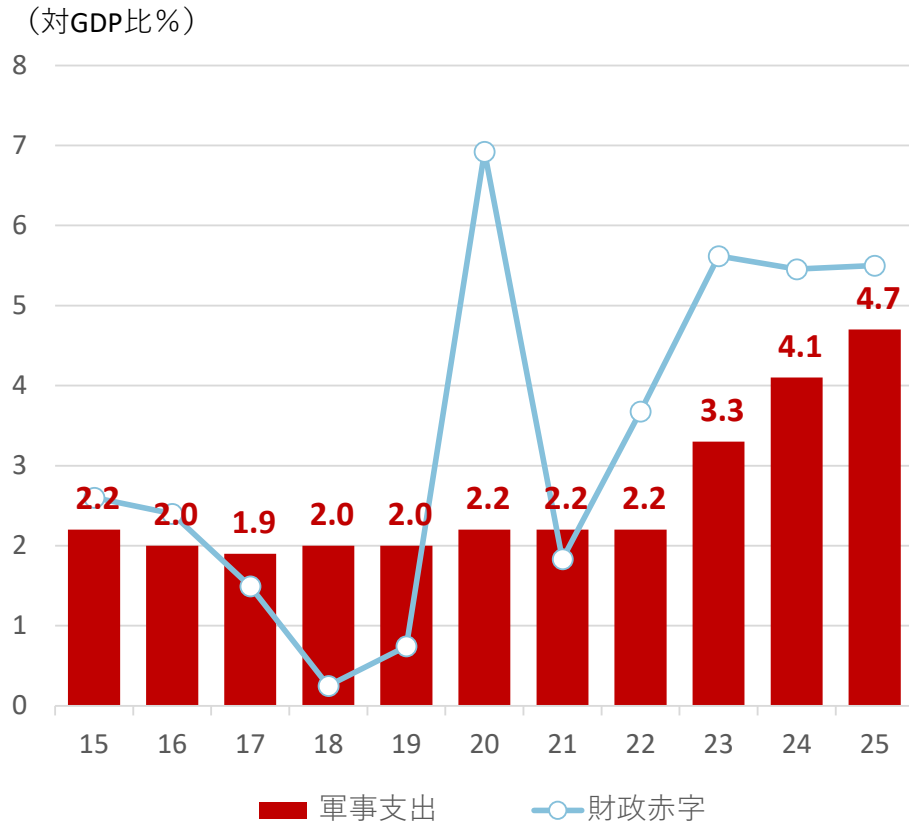
注：点線は先月末の市場の織り込み。

（出所：ブルームバーグ、みずほ）

NBPは力強い賃金上昇とエネルギー価格上昇から、価格上昇圧力が生じていると指摘している。NBPの多くのメンバーは利下げの検討は2025年に入ってから、という見方を示している。

ポーランド政府は2025年の財政計画で軍事費支出を一段と拡大させる方針を示す

ポーランド 財政赤字と軍事支出（2025年財政計画）



(出所：ポーランド財務省、IMF、NATO、みずほ)

ポーランドの軍事費支出拡大を巡る論点

(1) 欧州委員会の過剰財政赤字手続き（EDP）で、軍事費支出の拡大の必要性は考慮されるのか？

- 今年7月にポーランドはフランスやイタリアなどと共に、EDPの対象となっている。
- 財政赤字に基づくEDPでは、財政収支の対GDP比率が安定成長協定が定める3%の基準を下回るまで、毎年GDP比で0.5%相当の構造的な財政収支の改善が求められる。
- もっとも、ポーランドの財政赤字は、軍事費支出の拡大が最大の要因である。同国はウクライナと幅広く国境を接していることから、ポーランドはEUにとっても必要な支出と主張しており、一部の支出をEU予算に組み替えるように交渉している。

(2) 「大砲かバターか」

- 軍事支出を拡大する一方で、健全財政を維持しようとするれば、社会福祉などの予算を削る必要が出てくる。既にポーランドの親EUの新政権は、今年に入り食料品に対するVAT免除措置の撤廃、ガソリン小売価格に対する補助金の段階的な撤廃を行っている。しかし、緊縮財政に踏み切れば、低・中所得層の生活を悪化させ、EU懐疑主義・ポピュリズムが再び勢いを得ることにつながりかねない。

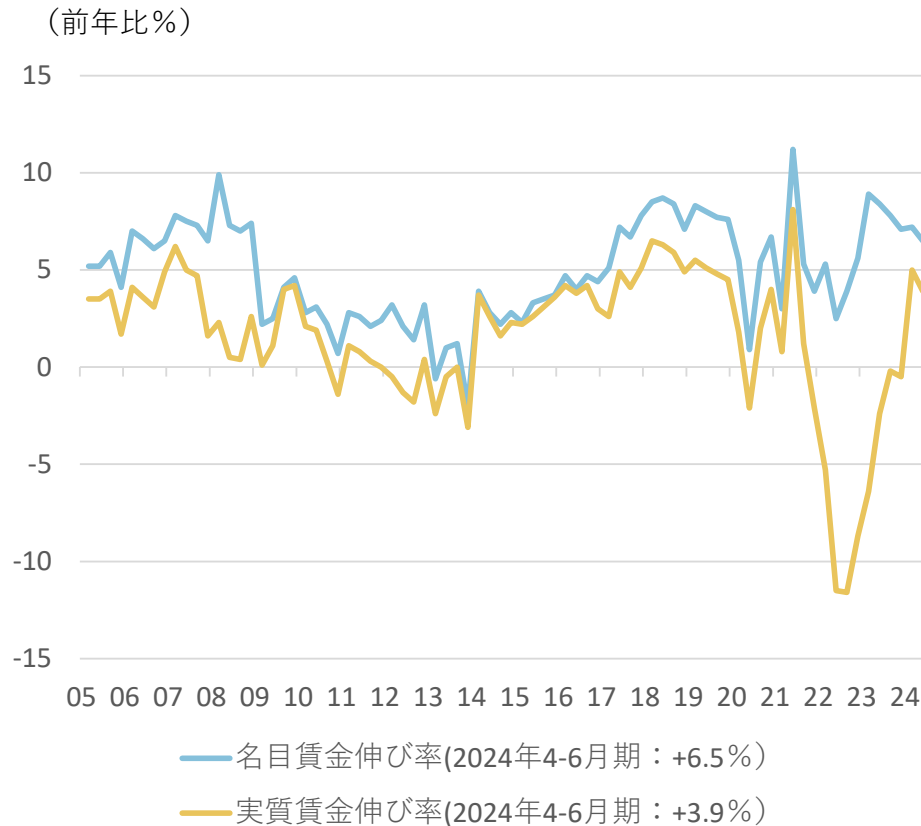
(3) 防衛産業へのファイナンスはESG的に「正しい」のか？

- 『EU首脳らの圧力を受け、欧州投資銀行（EIB）では防衛産業向けの融資基準を改め、お金を貸しやすくする方向で議論が進む。これまで軍事関連への支援に否定的な意見が多かったESG（環境・社会・企業統治）分野にも、新たな投資対象として検討すべきだとの投資家が増える。』（日本経済新聞2024年4月23日付「欧州に広がる「福祉より国防」 自由の代償、誰が払うか」という見方も。

ポーランド政府は8月28日に発表した財政計画で、2025年の軍事費支出を対GDP比4.7%と、2024年の同4.1%から拡大させる方針を示した。財政計画の発表を受けて、ポーランド国債利回りは急騰（債券価格は下落）、通貨ズロチには下落圧力がかかっている。EU加盟国が「財政規律」と「安全保障の強化」という目標をどう両立させるのかについて重大な問題提起がなされた形であり、欧州委員会の対応が注目される。

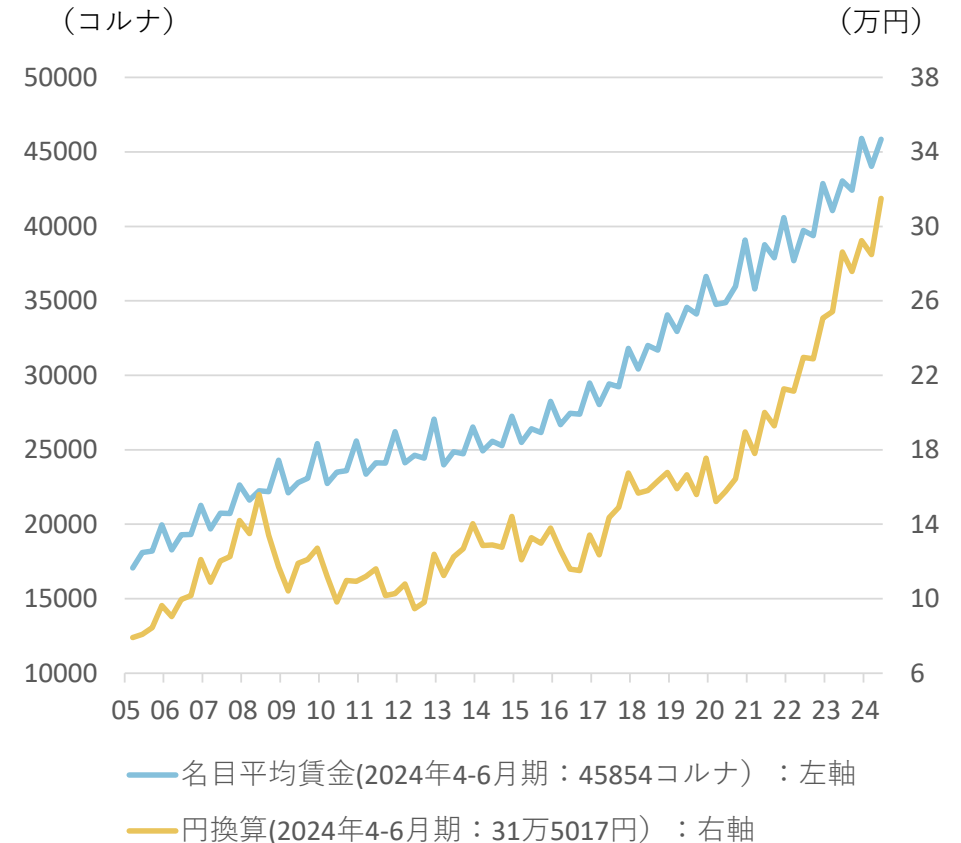
チェコ 2024年4-6月期の名目賃金の伸びは前年比+6.5%と1-3月期の同+7.2%から減速

チェコ 賃金伸び率



(出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

チェコ 月間名目平均賃金

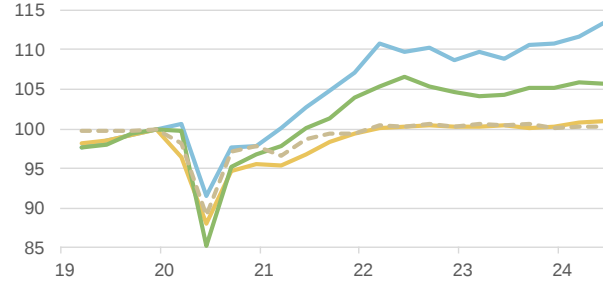


(出所：チェコ統計局、ブルームバーグ、みずほ)

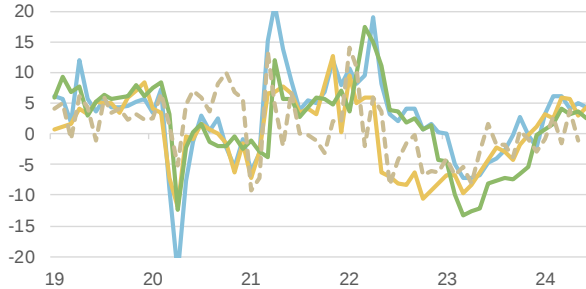
インフレ調整後の実質賃金の伸び率は前年比+3.9%と1-3月期の同+5.0%から減速した。賃金上昇率の高止まりに緩和の兆しが見られつつある。チェコ国立銀行の金融緩和継続を後押しする材料に。

中東欧・ドイツ 主要経済指標

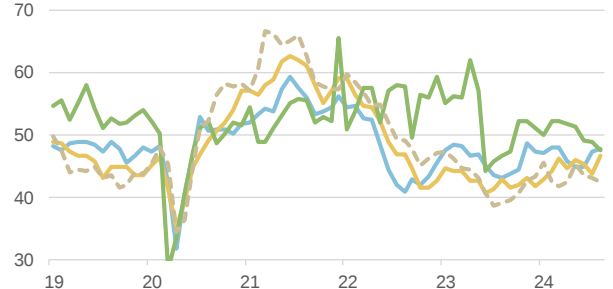
(2019年10-12月期=100) 実質GDP



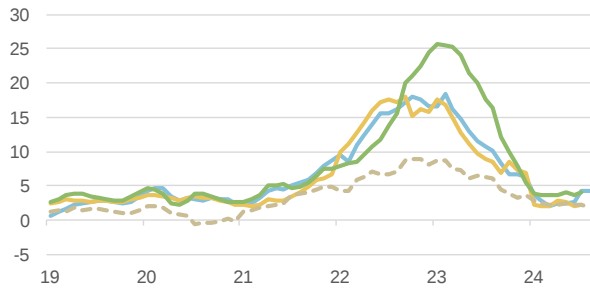
(前年同月比%) 小売売上高



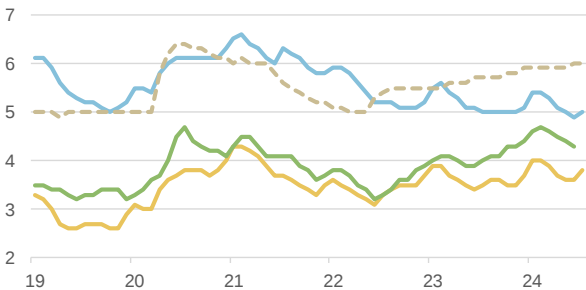
(中立=50) 製造業PMI



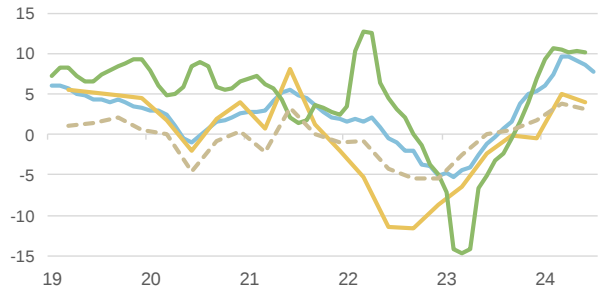
(前年同月比%) 消費者物価指数 (CPI)



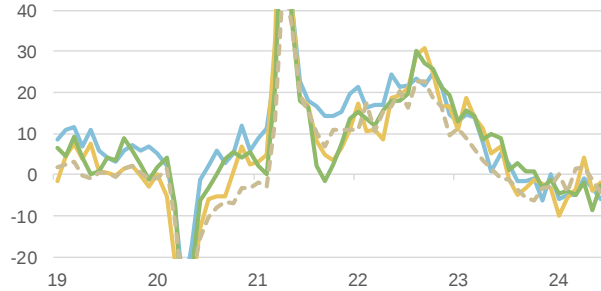
(%) 失業率



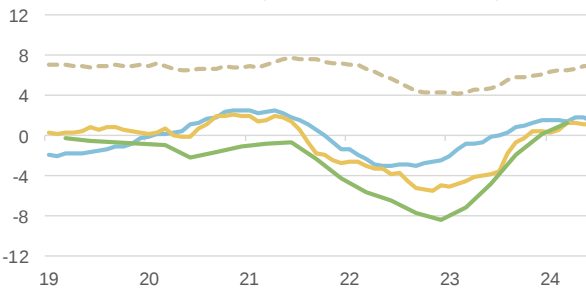
(前年比%) 実質賃金 (* 1)



(前年比%) 輸出 (* 2)



(%) 経常収支 (12か月累計値対GDP比)



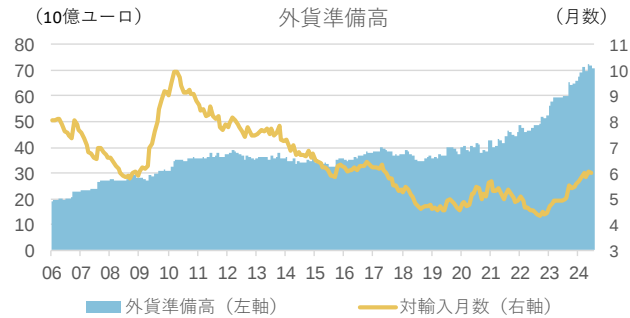
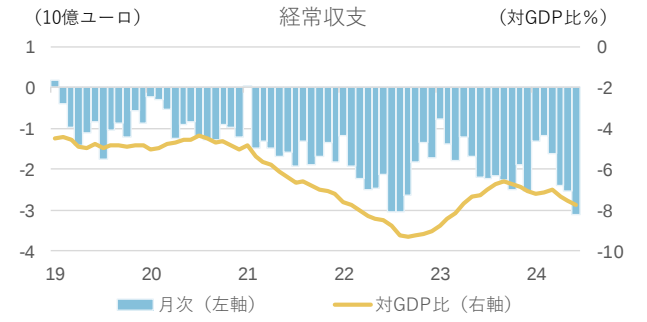
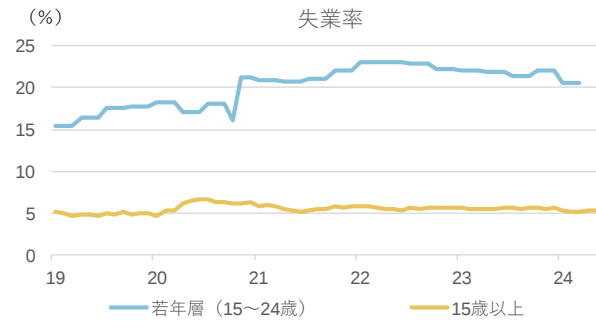
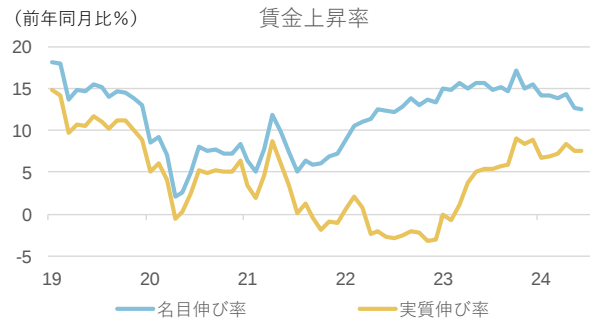
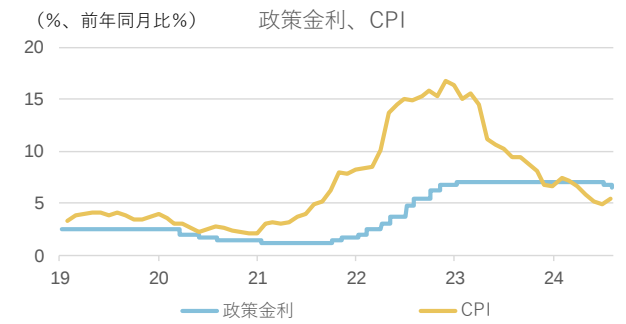
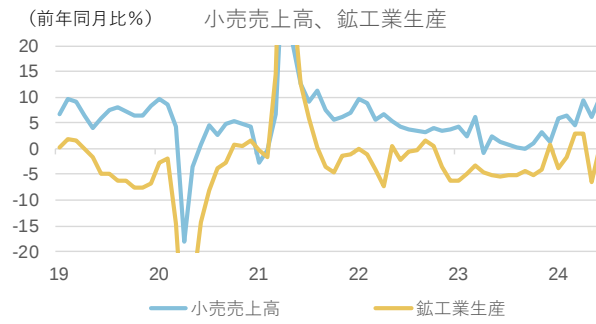
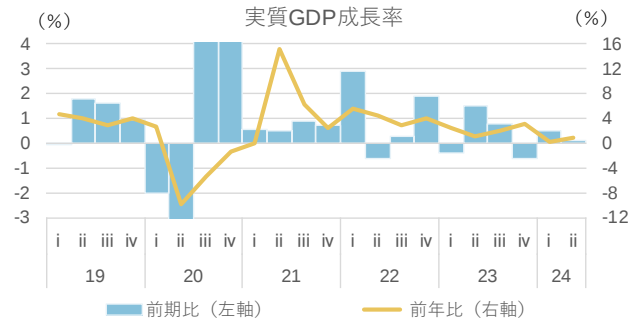
ポーランド
チェコ
ハンガリー
ドイツ

* 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。

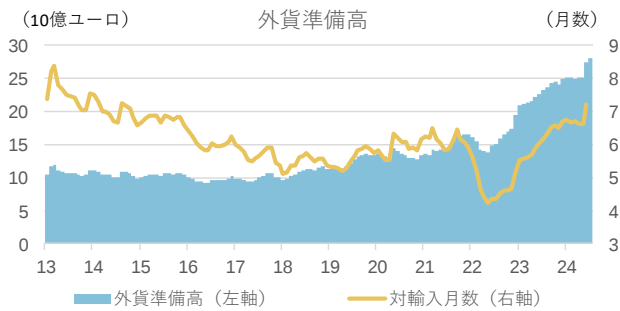
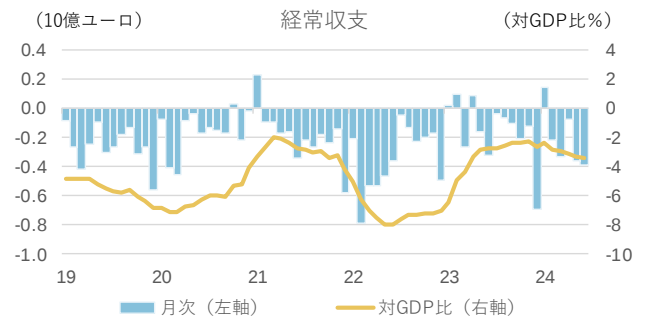
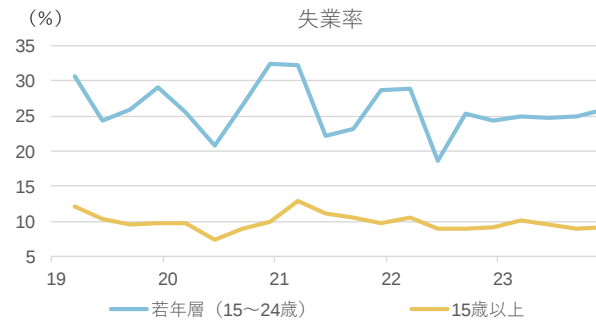
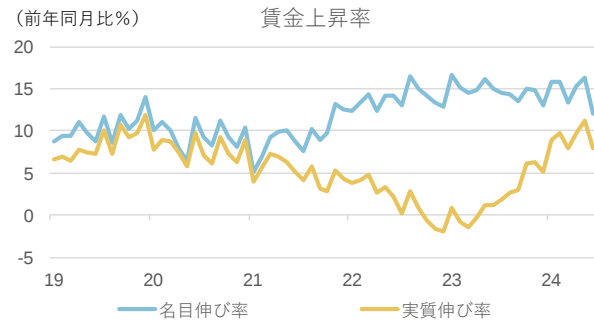
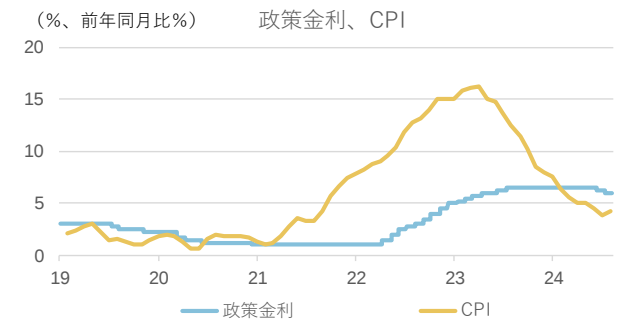
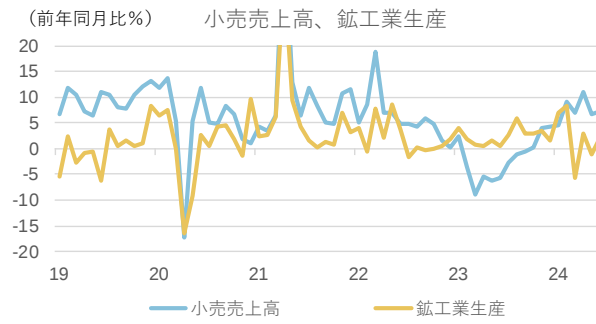
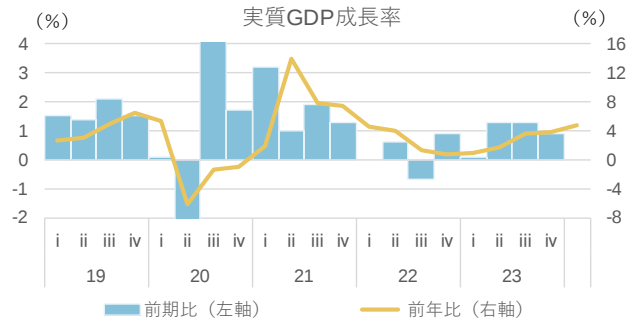
(出所：各国統計、ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ)

ルーマニア



(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 中東欧の中銀は追加の金融緩和に慎重姿勢を示す

中東欧通貨 対ユーロ見通し

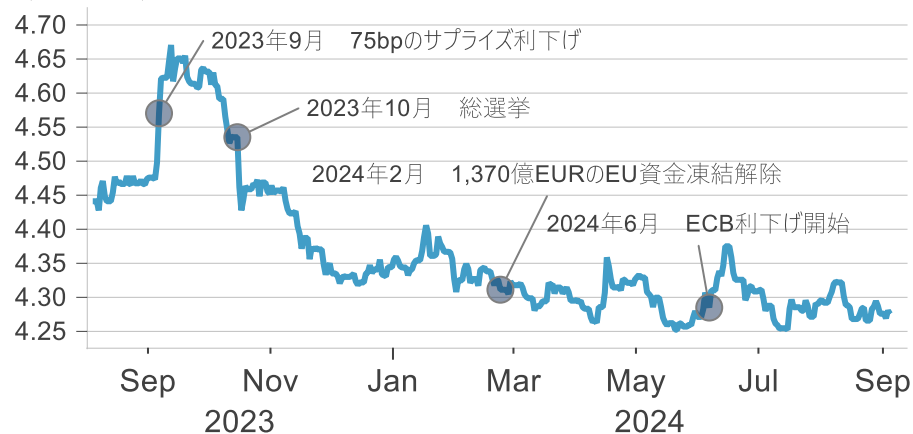
	Spot	2024 Sep	Dec	2025 Mar	Jun	Sep
EUR/PLN	4.28	4.26	4.24	4.22	4.21	4.20
EUR/CZK	25.03	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6
EUR/HUF	393	396	398	400	402	404
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

注：見通しは2024年8月30日時点。

- 8月の中東欧通貨は、対ドルでそれぞれ2%程度反発した一方、対ユーロではほぼ横ばいの展開となった。対ドルでの動きは、8月23日に米国連邦準備制度（FRB）のパウエル議長が9月会合での利下げを「予告」したことに伴うグローバルなドル売りの流れに沿ったものであろう。米FRBやECBをはじめ主要中央銀行が金融緩和に傾く一方で、先んじて金融緩和を行っていた中東欧の中銀は総じて追加の金融緩和に慎重姿勢を示していることは、中東欧通貨のサポート要因になると見込まれる。
- ポーランド国立銀行（NBP）は、金融政策委員会（MPC）の中心的メンバーのコテツキ委員が、MPCのほとんどのメンバーは2025年1-3月期に利下げについて議論する余地があると考えていると発言した。市場ではややハト派的という見方もあったが、とはいえ2024年中は利下げを行わない、とする姿勢を改めて示したとも受け止められる。一方、ポーランド政府は8月28日に発表した財政計画で、2025年の軍事費支出を対GDP比4.7%と、2024年の同4.1%から拡大させる方針を示した。財政計画の発表を受けて、ポーランド国債利回りは急騰（債券価格は下落）、通貨ズロチには下落圧力がかかっている。EU加盟国が「財政規律」と「安全保障の強化」という目標をどう両立させるのかについて重大な問題提起がなされた形であり、欧州委員会の対応が注目される。
- チェコ国立銀行（CNB）は8月1日の金融政策決定会合で25bpへの利下げ幅縮小を全会一致で決定した。フレイト理事が7月23日に、8月会合での50bpの追加利下げの可能性を排除しない姿勢を示していたこともあり、全会一致での利下げ幅縮小はタカ派サプライズとなった。四半期ごとの経済予測もタカ派的な内容であり、2025年の実質GDP成長率予想が年間+2.8%と5月時点の同+2.7%から引き上げられ、2026年も同+2.4%と底堅い成長が続く見通しとなっている。一段の金融緩和の必要は低下しているというメッセージとも受け止められる。CNBは8月27日に、ミヒル総裁が高水準の政策金利が今後も維持されるとの見方を改めて示し、タカ派姿勢を印象づけた。
- ハンガリー国立銀行（NBH）は8月27日の会合で政策金利を6.75%で据え置いた。これまでNBHは15会合連続で利下げを行っていた。NBHは声明文の中で、今回の利下げ停止を一時的なものであり、金融政策をさらに緩和する機会を伺っていると説明している。もっとも、同国のインフレ率はサービス価格の高い伸び率を背景に下げ止まりが鮮明となっており、1年以上続いた金融緩和局面の転換点に到達した可能性がある。

中東欧各通貨 対ユーロ相場推移

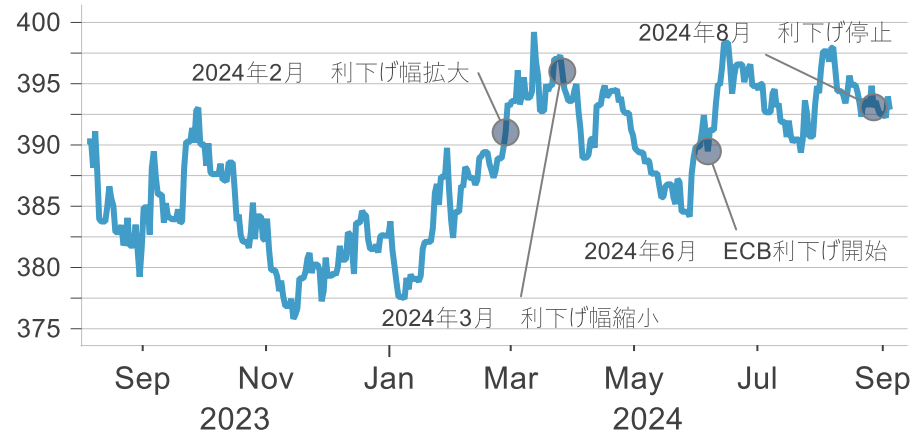
ポーランドズロチ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURPLN)



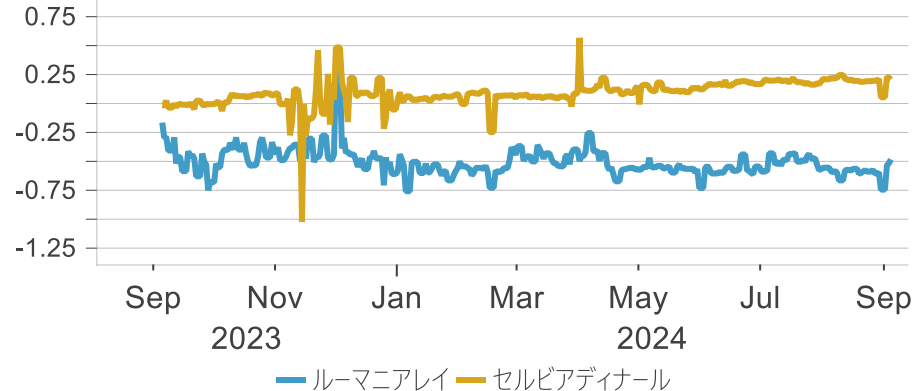
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURCZK)



ハンガリーフォリント（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURHUF)



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
(%)



MACROBOND

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.