

中東欧通貨週報

2025年3月24日

次号は筆者出張につき休刊します。

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

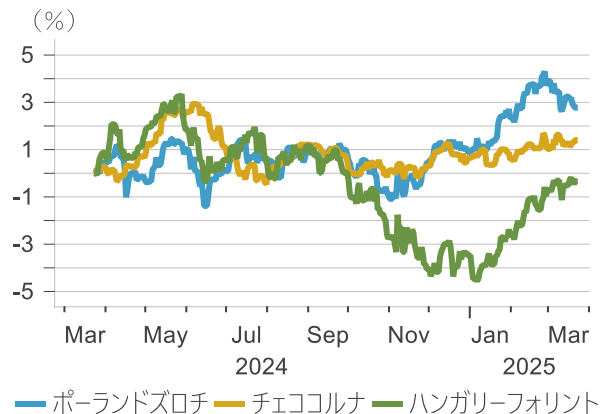
Private and confidential

MIZUHO

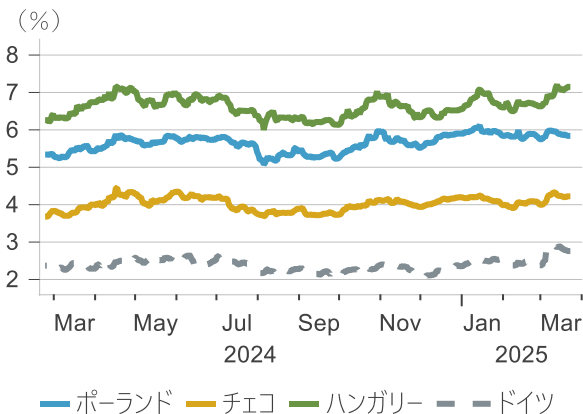
中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) ポーランドの2月の賃金上昇率は前年比+7.9%と1月の同+9.2%から減速（3月20日）
 - 雇用者数の減少、失業者数の増加も同時に見られており、労働需給の逼迫緩和がより鮮明に。先行きのインフレ圧力低下を期待させる内容である。ポーランド国立銀行の利下げ開始判断にも少なからぬ影響を及ぼす可能性がある。
- 2) ポーランド国立銀行に対する市場の利下げ織り込みが拡大
 - 3月20日に発表された2月賃金上昇の伸び率鈍化を受けて、市場では利下げ織り込みが拡大。3か月後（7月2日会合）での25bpの利下げがほぼ100%織り込まれた形に。
- 3) ハンガリー警察は、中央銀行の業務運営に関する捜査を開始したと発表。（3月21日）
 - 19日には前総裁のマトルチ氏の時代に中銀と財団の不適切な資金の流れを糾弾する報告書が発表されている。マトルチ氏は任期後半にオルバン首相との関係が悪化していた。
- 4) 先週の中東欧通貨市場では、横ばい圏ながら、ポーランドズロチの下落が目立った。
 - ポーランド国立銀行に対する市場の利下げ織り込みが拡大。対ユーロで4.20を明確に突き抜ければ、テクニカル的には4.25まで下落が加速する可能性。

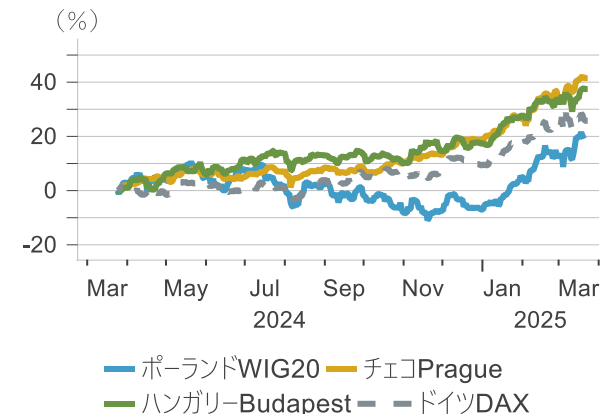
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

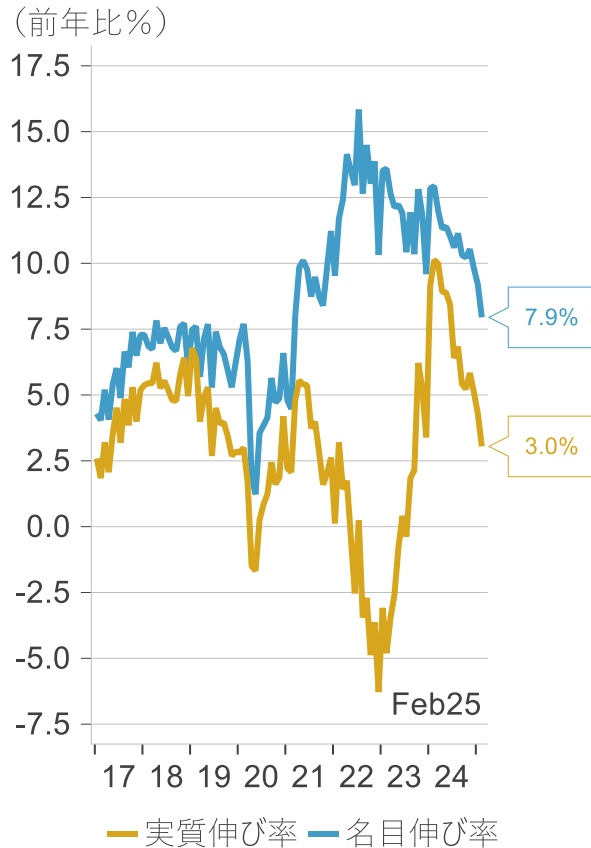


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



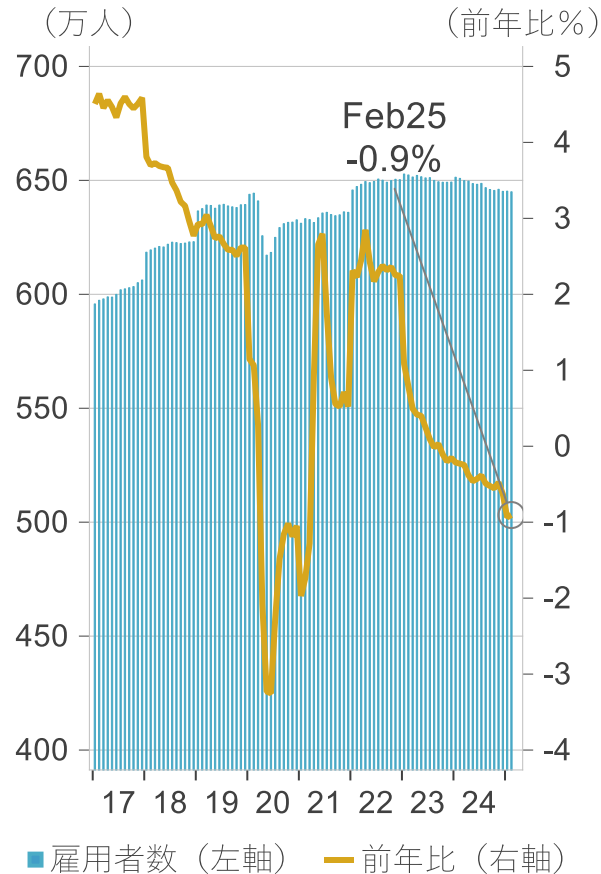
ポーランドの2月の賃金上昇率は前年比+7.9%と1月の同+9.2%から減速（3月20日）

賃金



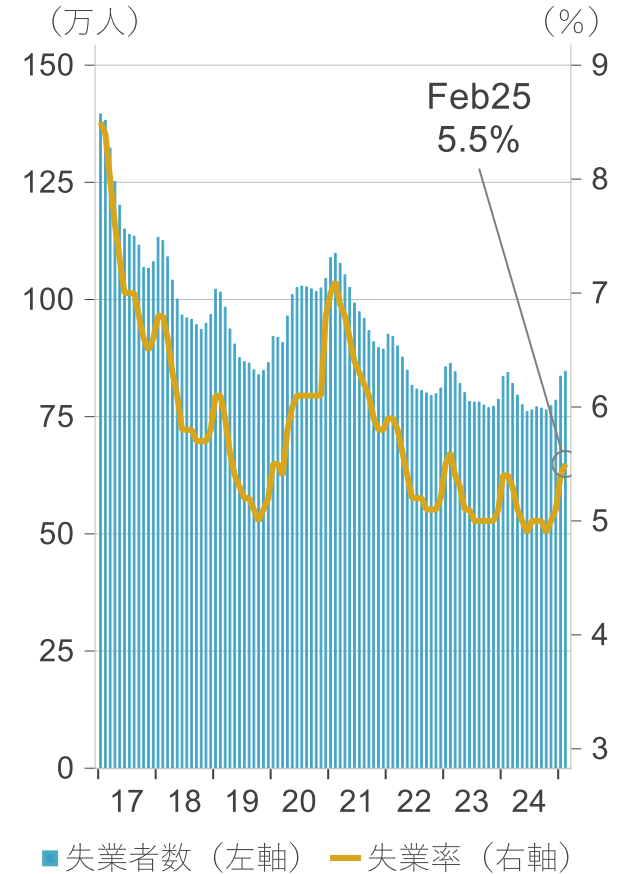
注：実質化は消費者物価指数（CPI）の伸び率を使用した。
（出所：ポーランド統計局、マクロポンド、みずほ）

フルタイム雇用者数



（出所：ポーランド統計局、マクロポンド、みずほ）

失業者数・失業率

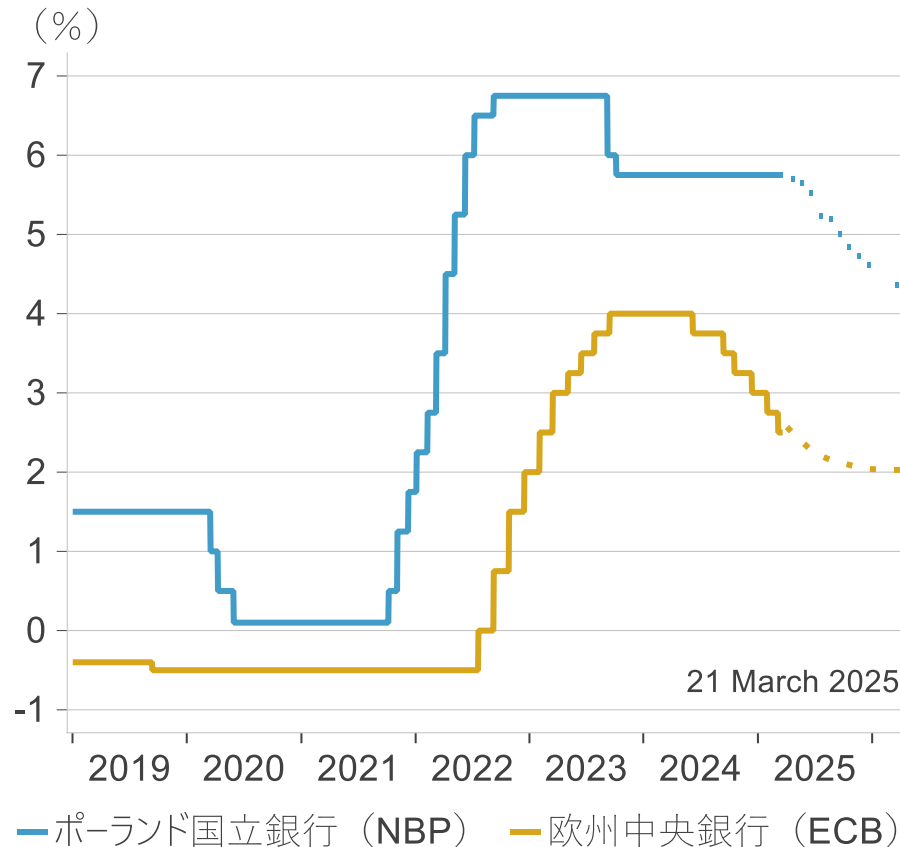


（出所：ポーランド統計局、マクロポンド、みずほ）

雇用者数の減少、失業者数の増加も同時に見られており、労働需給の逼迫緩和がより鮮明に。先行きのインフレ圧力低下を期待させる内容である。ポーランド国立銀行の利下げ開始判断にも少なからぬ影響を及ぼす可能性がある。

ポーランド国立銀行に対する市場の利下げ織り込みが拡大

ポーランドとユーロ圏 政策金利の実績と織り込み



注：点線は市場の織り込み。
(出所：マクロポンド、みずほ)

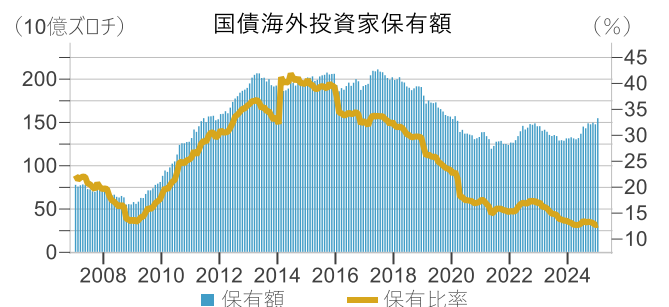
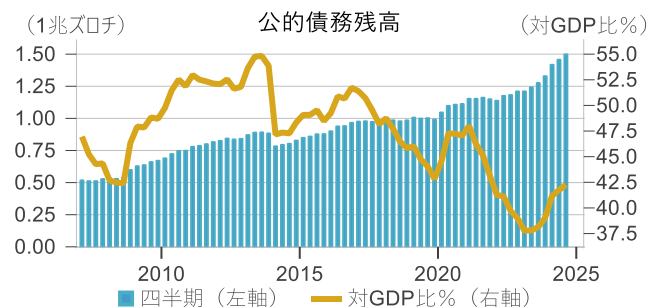
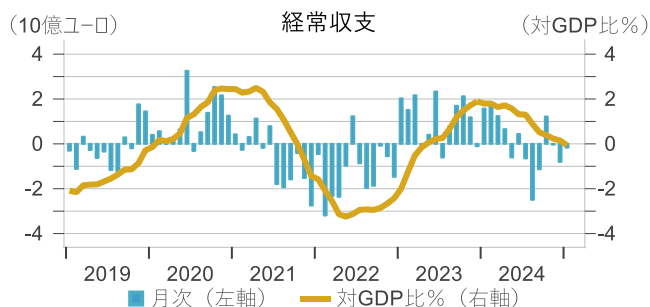
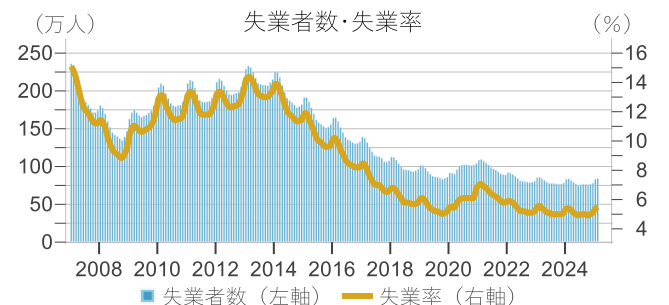
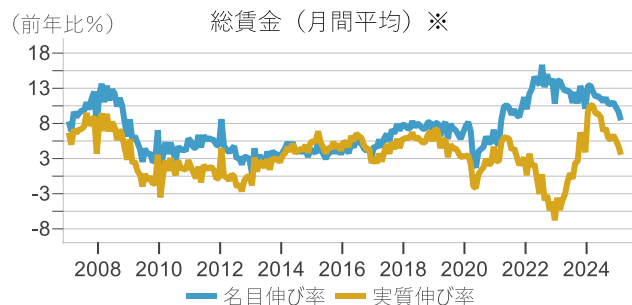
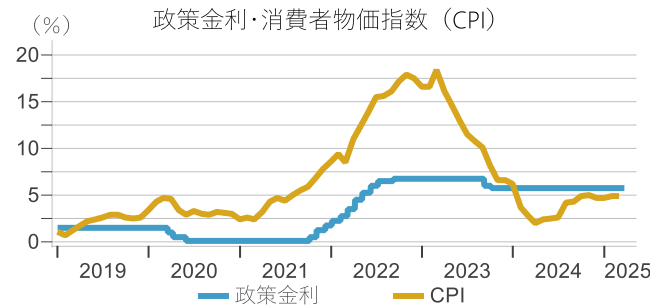
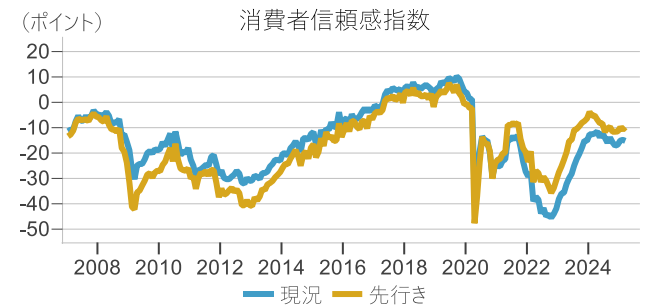
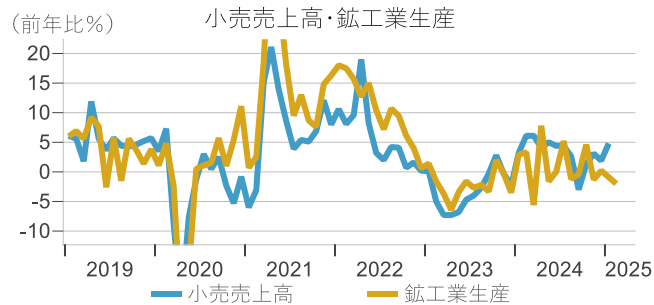
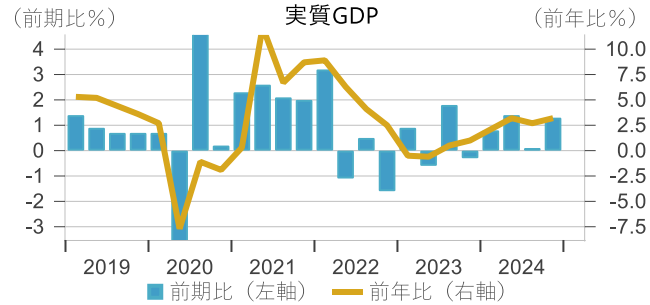
ポーランド国立銀行 1年後の政策金利の織り込み



注：12か月後スタート期間3か月のフォワードレートをを用いて織り込みを計算している。
(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

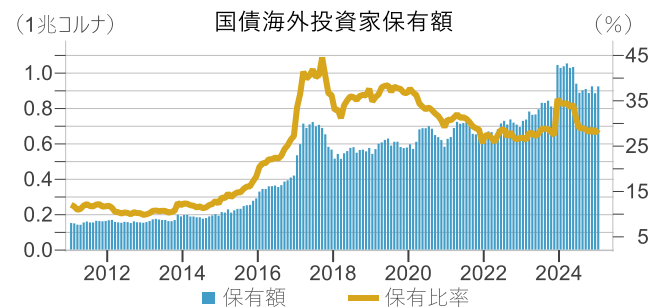
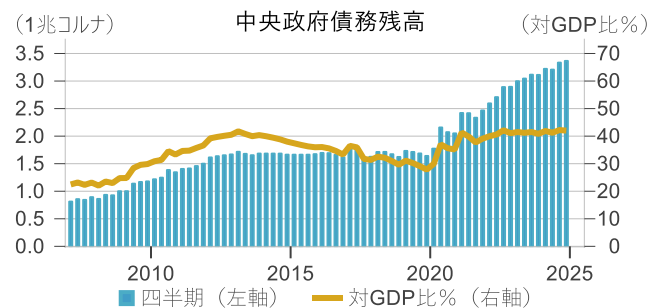
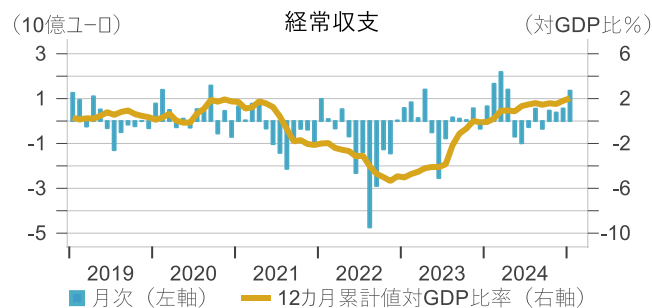
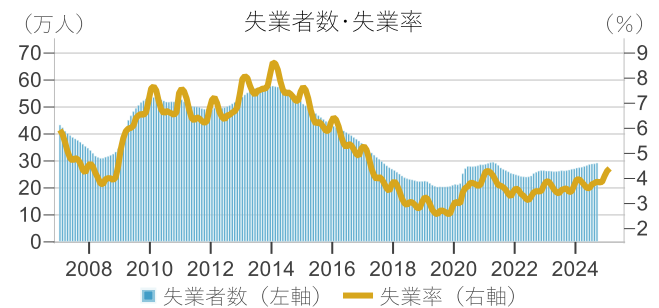
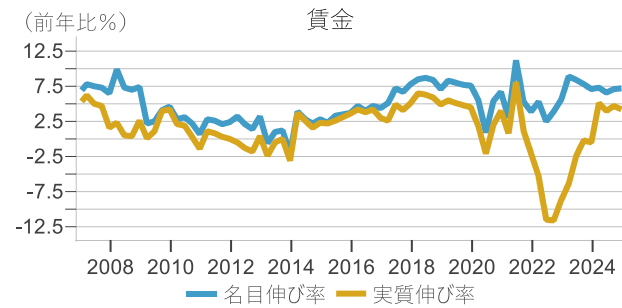
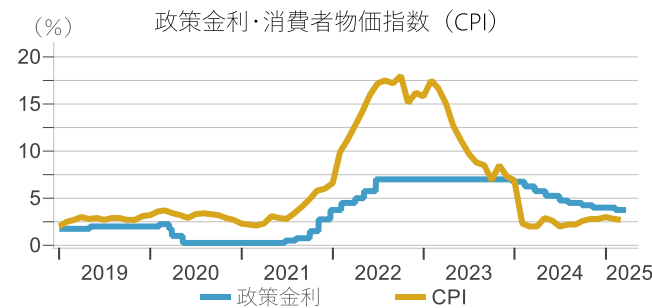
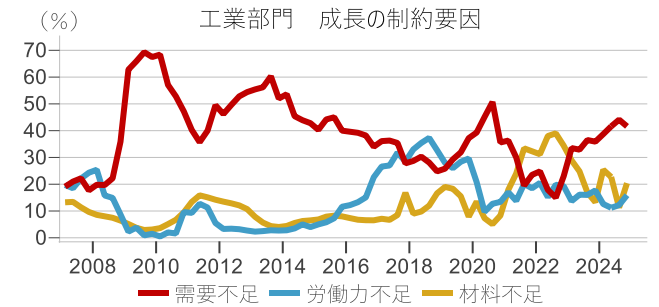
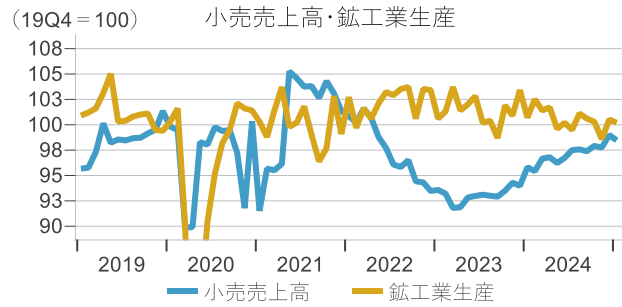
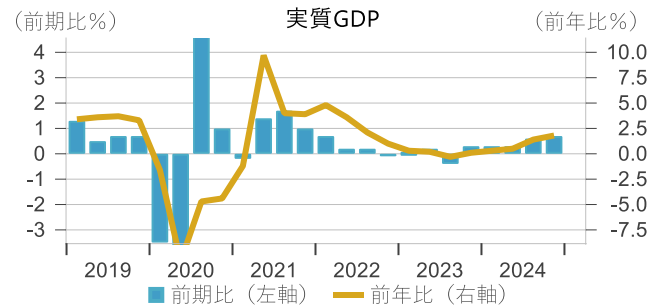
3月20日に発表された2月賃金上昇の伸び率鈍化を受けて、市場では利下げ織り込みが拡大。3か月後（7月2日会合）での25bpの利下げがほぼ100%織り込まれた形に。

ポーランド 主要経済指標



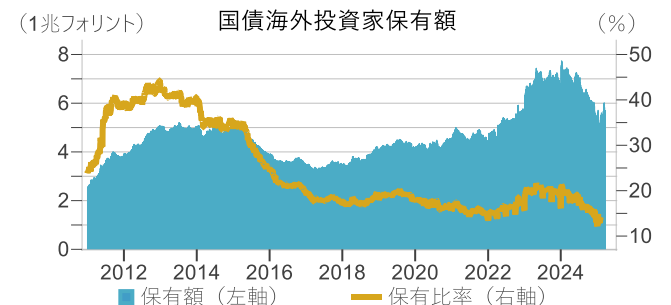
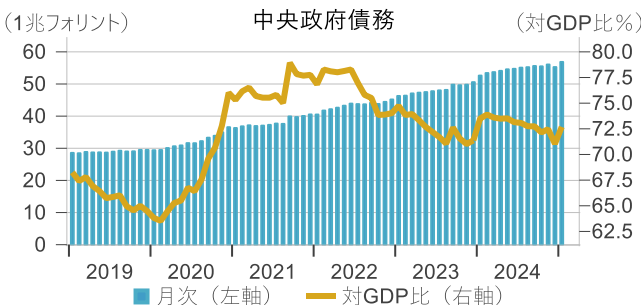
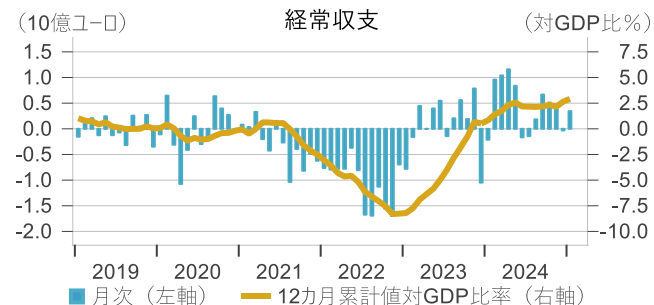
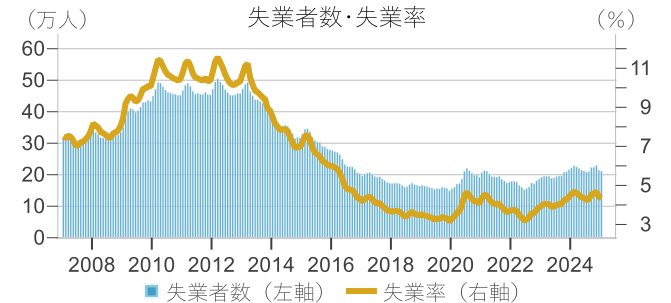
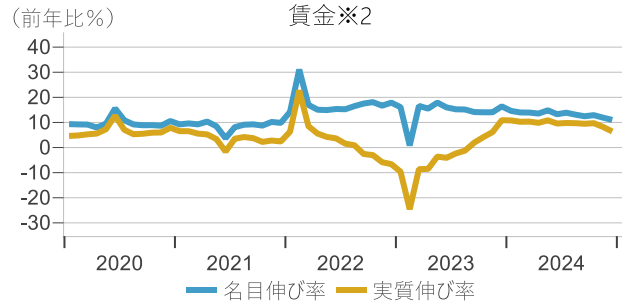
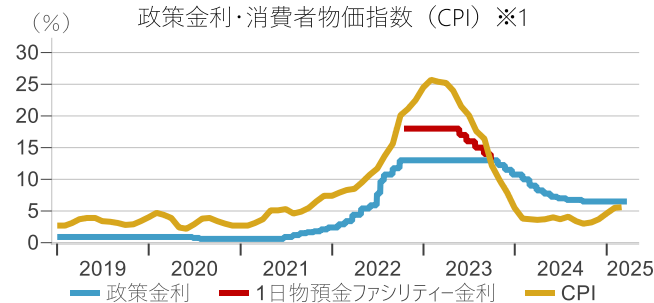
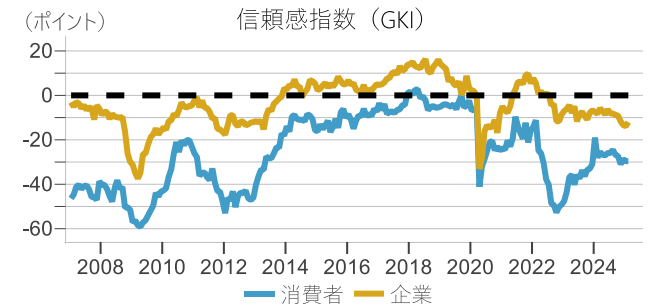
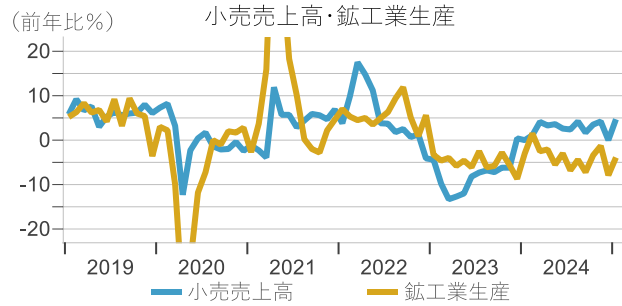
※実質賃金は、消費者物価指数（CPI）の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局（GUS）、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

チェコ 主要経済指標



出所：チェコ統計局、チェコ国立銀行、チェコ財務省、マクロポンド、みずほ

ハンガリー 主要経済指標

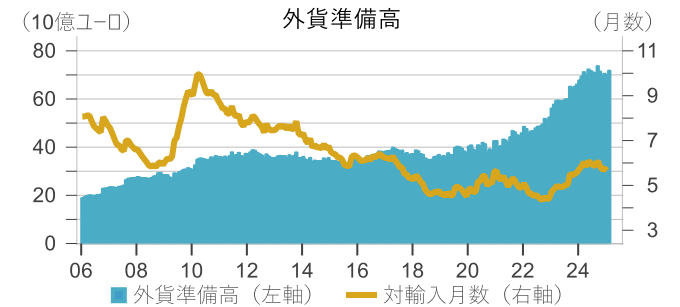
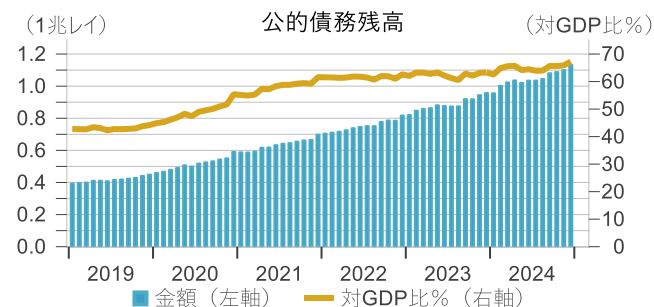
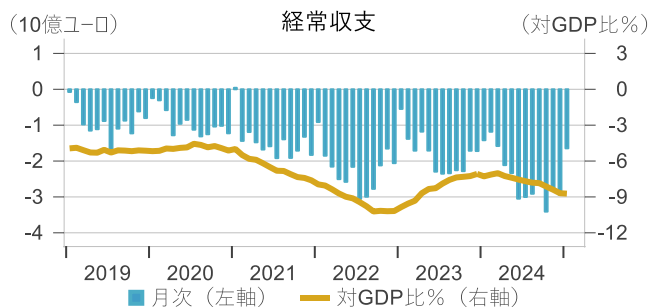
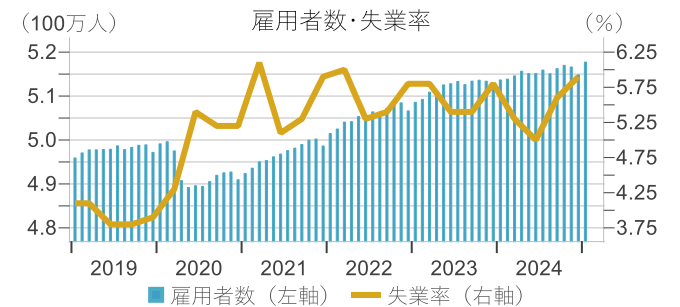
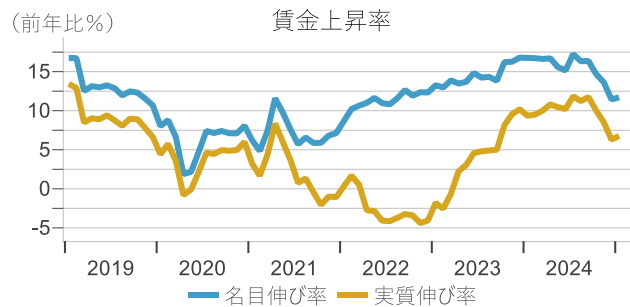
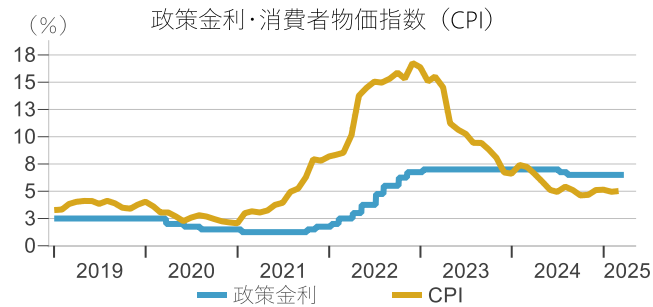
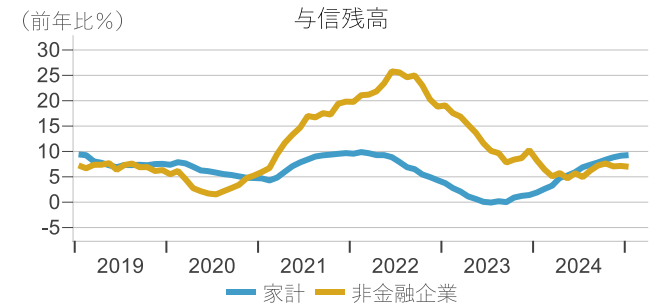
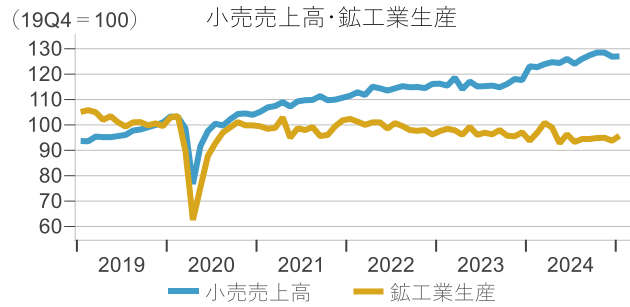


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※2 実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。

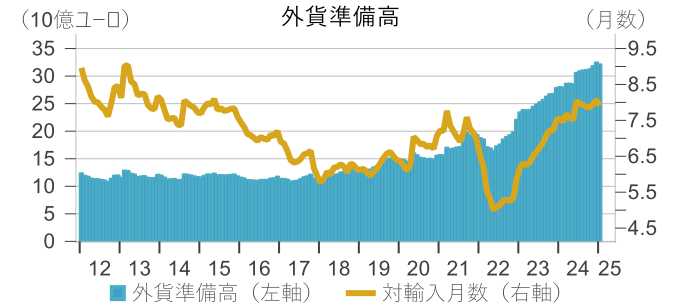
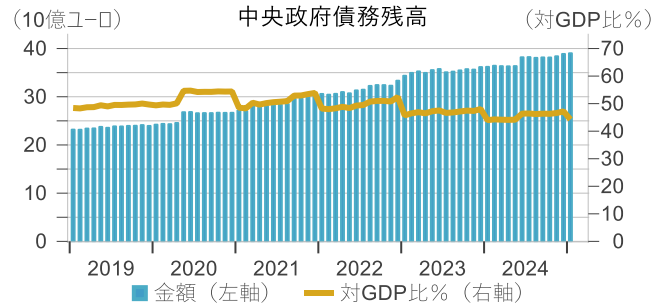
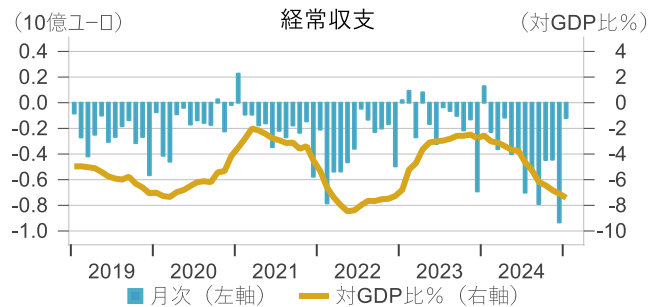
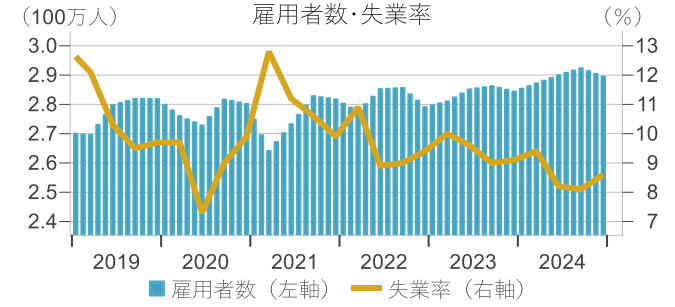
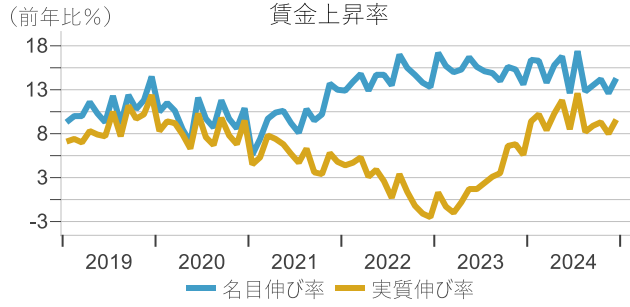
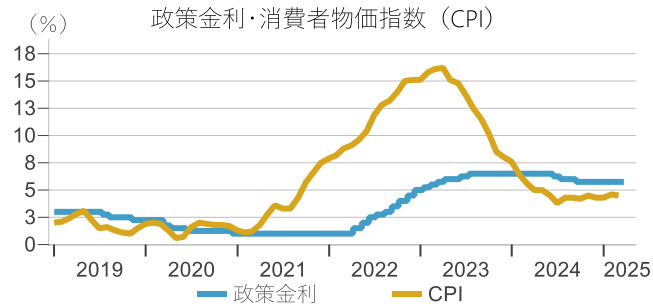
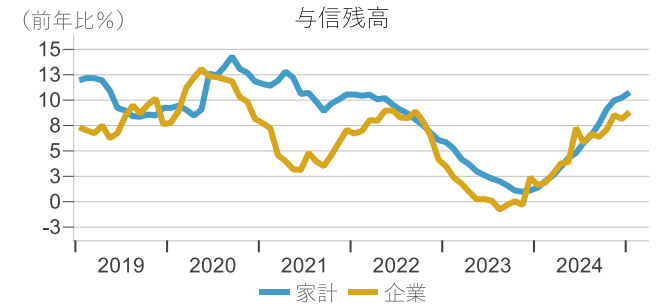
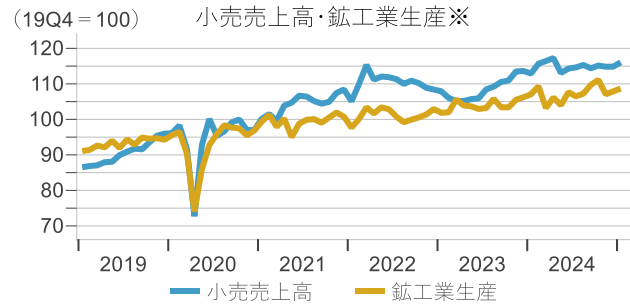
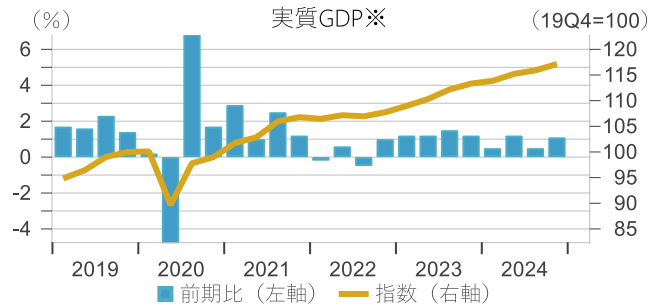
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

ルーマニア 主要経済指標



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、マクロボンド、みずほ

セルビア 主要経済指標



※それぞれの指数は独自に季節調整を行ったうえで使用している。

出所：セルビア統計局、セルビア国立銀行、ユーロスタット、マクロボンド、みずほ

中東欧通貨 中期見通し ウクライナ早期停戦への期待の高まりが追い風に

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2025 Mar	Jun	Sep	Dec	2026 Mar
EUR/PLN	4.17	4.16	4.12	4.14	4.16	4.18
EUR/CZK	25.05	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6
EUR/HUF	401	404	400	408	412	416
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

注：見通しは2025年2月28日時点。

- 2月の中東欧通貨はウクライナ早期停戦への期待の高まりを背景に対ドル、対ユーロで上昇した。2月12日にトランプ氏がプーチン氏と電話会談したと明かし停戦に向けた協議を開始すると表明して以降、天然ガス価格は大幅に下落している。ガス価格の下落は、経常収支の改善を通じ中東欧通貨のサポート要因に。ポーランドズロチがとりわけ堅調なのは、停戦後のウクライナ復興需要が期待されている面もあると見られる。
- ポーランド国立銀行は2月5日に政策金利を市場予想通り5.75%で据え置いた。据え置きは15会合連続。グラピンツキ総裁は記者会見の中で早期利下げの可能性を改めて否定。一方、エネルギー価格や賃金動向などの経済データによって意思決定を下すとの見方を示した。同氏は、政府がエネルギー価格の上限引き上げを検討している点を批判。インフレ率が目標に収束するタイミングがむしろ後ろ倒しになるとしている。グラピンツキ総裁のこうした姿勢に対し、コテツキ委員らは、総裁が利下げを先送りしようとしているのは政治的な動機に基づくものだとして批判している。こうした金融政策決定委員会内での対立はあるものの、欧州中央銀行（ECB）に対してポーランド国立銀行が政策金利を高め維持し、それがズロチのサポート要因となっている現状は変わらずである。
- チェコ国立銀行は2月6日に政策金利を25bp引き下げ3.75%とした。市場予想通りの結果だが、チェコ国立銀行内では利下げか据え置きかで意見が割れている、と見られていた。1月の消費者物価指数（CPI）が前年同月比+2.8%と12月の同+3.0%から鈍化したことが決め手となった可能性。高い賃金上昇率を背景にサービスインフレ高止まりへの懸念は根強く、先行きもデータ次第で金融政策の判断が据え置きとなる可能性は残る。
- ハンガリー国立銀行は2月25日に市場予想通り政策金利を6.50%で据え置いた。インフレ加速を受け、据え置きが広く見込まれていた。ハンガリー中銀は声明文の中で、とりわけサービスインフレ率の高さや、家計のインフレ期待の高まりに対する警戒姿勢を示している。インフレ警戒姿勢を考慮すれば、当面は政策金利が据え置かれる公算が大きいものの、3月会合からはヴァルガ現財務相が中銀総裁に就任することから、景気支援に軸足が傾く可能性は意識する必要がある。トランプ氏が主張する関税計画は小国開放型のハンガリー経済にとってもリスクであり、弱い国内景気と財政リスクも相まって、フォリントには下落圧力が継続する公算が大きい。

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)



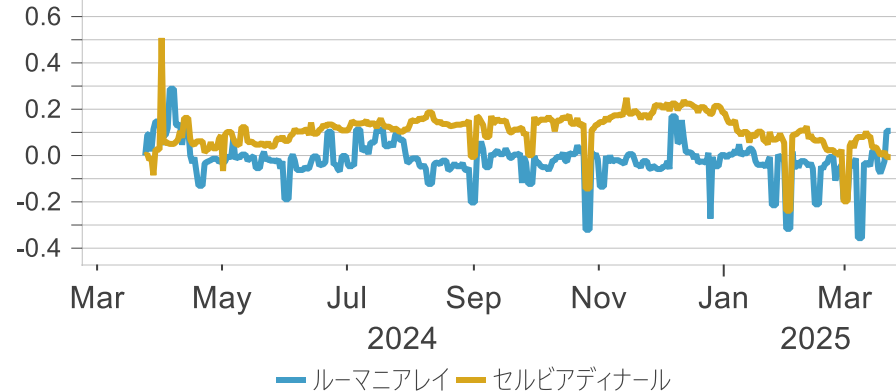
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURCZK)



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]@mizuhoibus.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.