

中東欧通貨週報

2025年4月16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

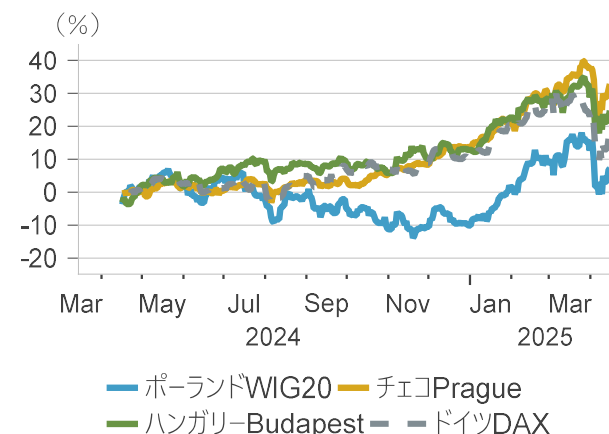
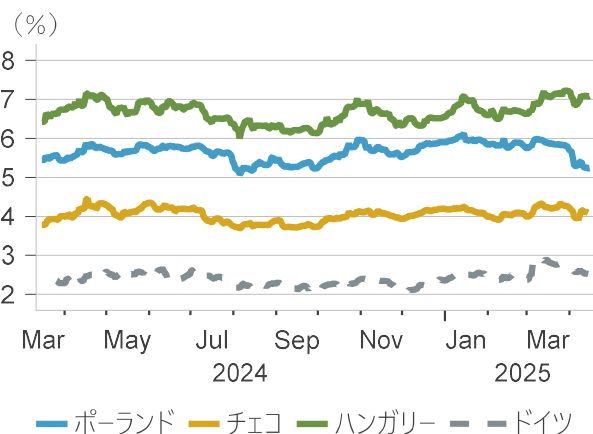
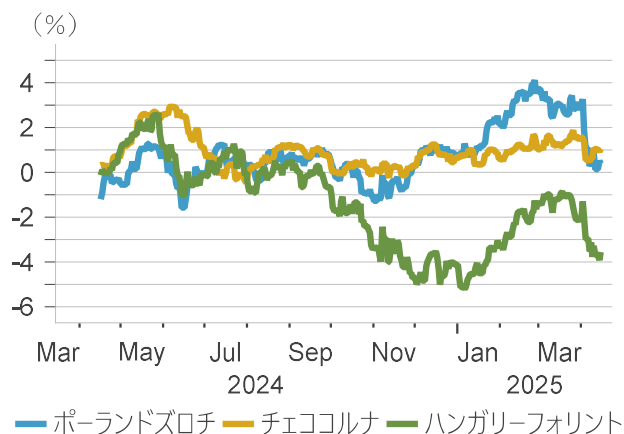
中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) ポーランド国立銀行（NBP）のグラピンツキ総裁は、5月にも利下げを開始する可能性に言及。（4月3日）
 - 前日の金融政策決定会合でNBPは5.75%の政策金利を据え置いていた。
 - ポーランドの3月のCPIは前年同月比+4.9%に留まり、NBPの予想（第1四半期に前年比+5.4%でピークをつけると予想）を下回った。
 - もっとも、5月18日に第一回投票が、6月1日に決選投票が予定されているポーランド大統領選の前の利下げを予想する向きは少ない。利下げ開始は7月会合となる可能性が高い。
- 2) チェコ財務省は、米トランプ政権の関税政策の影響で、2025年の実質GDP成長率が0.6%ポイント、2026年が同0.8%、それぞれ押し下げられるとの見方を示す。（4月10日）
 - 鉄鋼、アルミニウム、自動車に加え、相互関税が20%に引き上げられる前提。
 - 輸出が最大の打撃を受けるほか、投資や消費にも下押し圧力がかかるとしている。
- 3) ハンガリーのオルバン首相が来年の選挙を前に、自身に反対する勢力への取り締まりを強化。
 - 子供の身体的、精神的、道徳的な健全な成長が、生存権を除く全ての権利に勝るとしている。現地紙では、この措置がこうした子供の成長にとって政権が有害と見做すプライドパレードの禁止につながるのではないかと見られている。
 - さらに、憲法で父親は男性、母親は女性、と明記することを提案するなど、反LGBTQを鮮明に。
 - ティサ党のマジャール党首が世論調査でオルバン氏を上回っている。
 - こうした性的少数派などへの攻撃や司法の独立性への侵害もあり、ハンガリーはEUからの予算配分の一部を停止されている。
- 4) 大手格付会社S&Pは、ハンガリー国債の格付けBBB-の見通しを中立的からネガティブに引き下げ。（4月14日）
 - 見通しの引き下げは、EUからの資金流入の停滞を主因とする景気見通しの悪化が背景にあると見られる。
- 5) 中東欧通貨は対ドルで上昇の一方、対ユーロでは反落。
 - トランプ政権の政策の不透明感が増し、米国経済の先行きに対する懸念が広がる中、ドル資産から資本が退避している可能性が市場で取り沙汰されている。為替市場では、特にユーロの上昇が目立っており、投資資金の本国回帰の流れが影響した可能性がある。

対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）

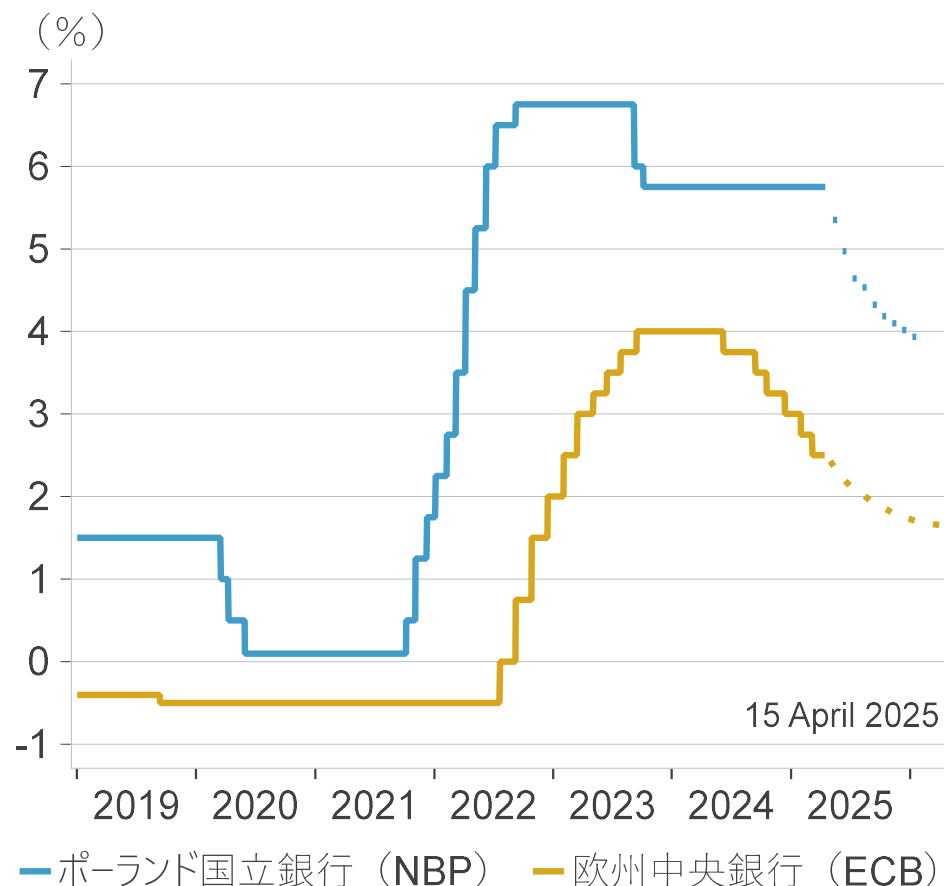
10年国債利回り

株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ポーランド中銀のグラピンツキ総裁は、5月にも利下げを開始する可能性に言及（4月3日）

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：マクロボンド、みずほ）

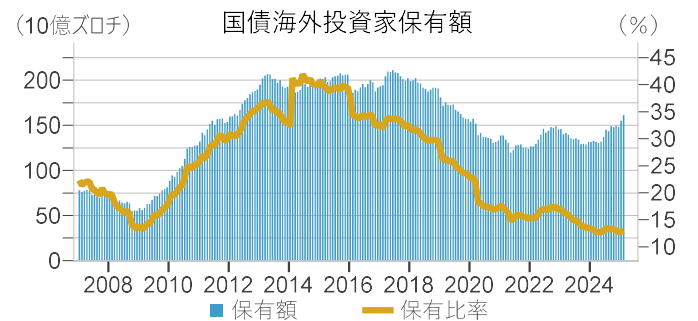
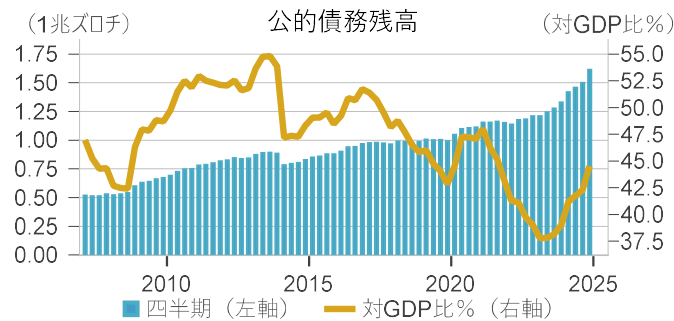
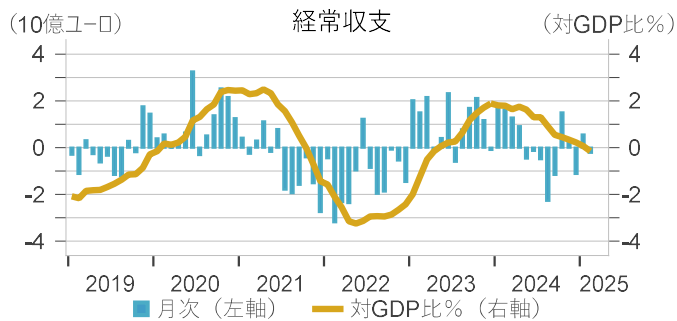
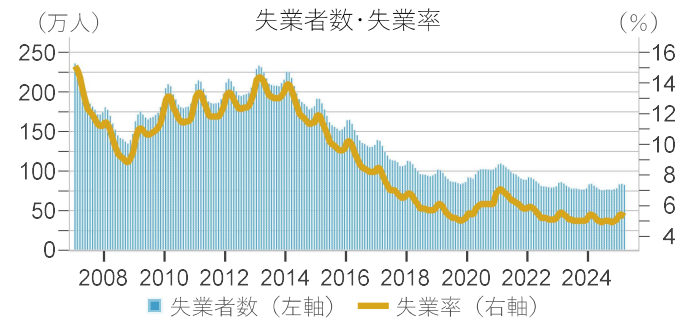
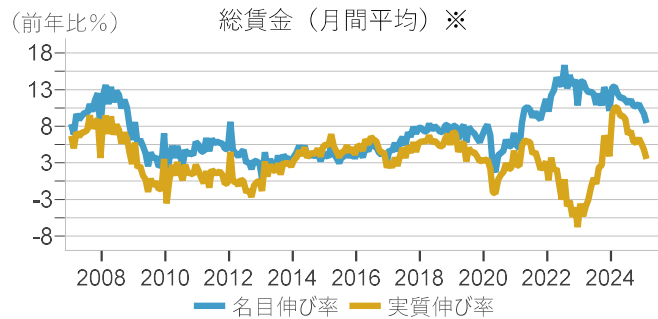
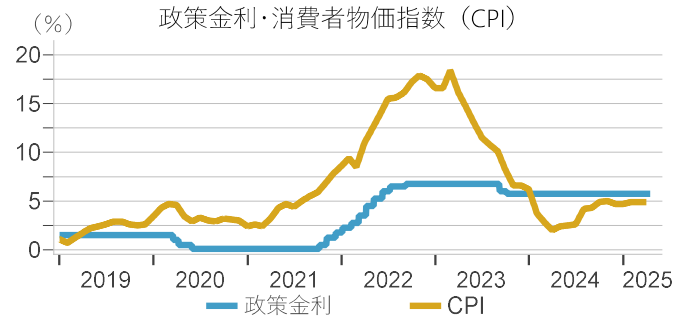
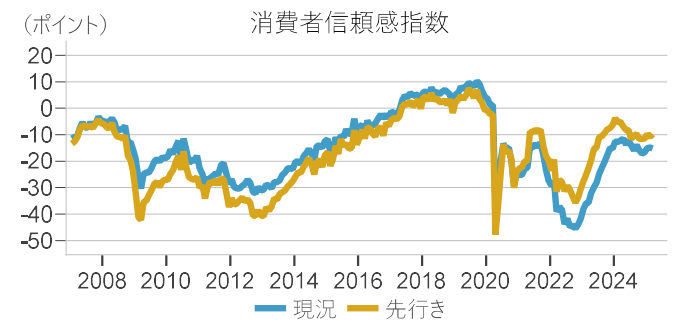
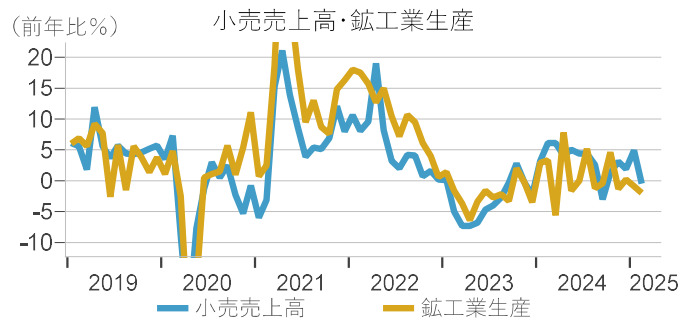
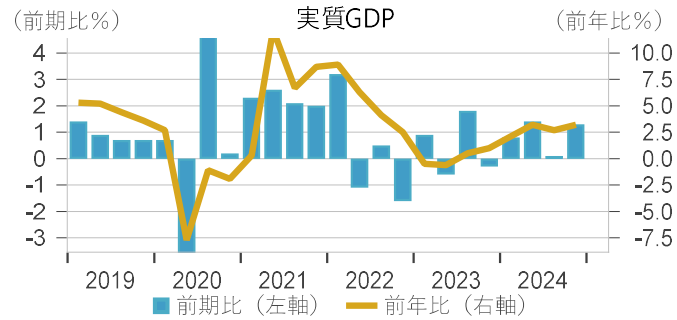
ポーランド国立銀行 1年後の政策金利の織り込み



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、マクロボンド、みずほ）

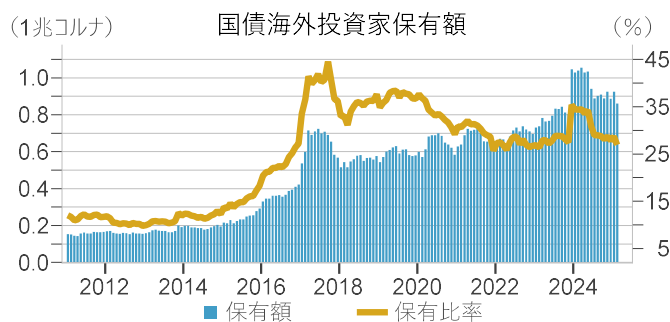
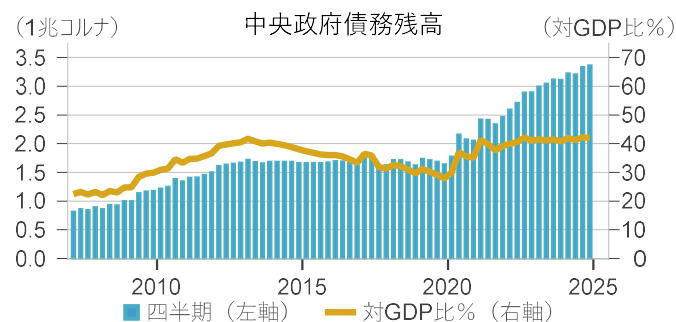
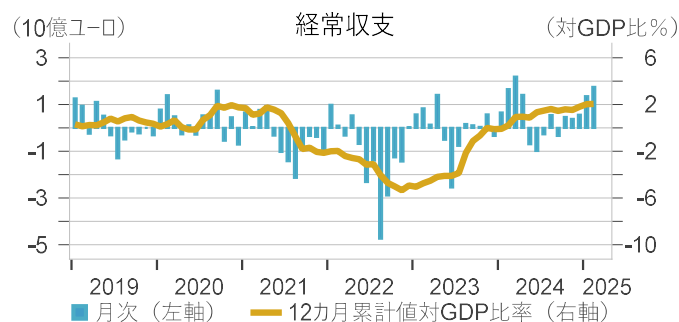
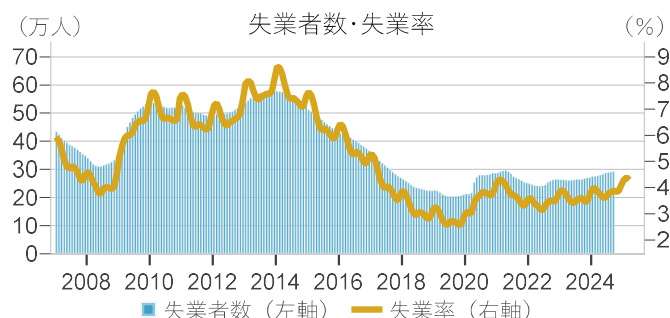
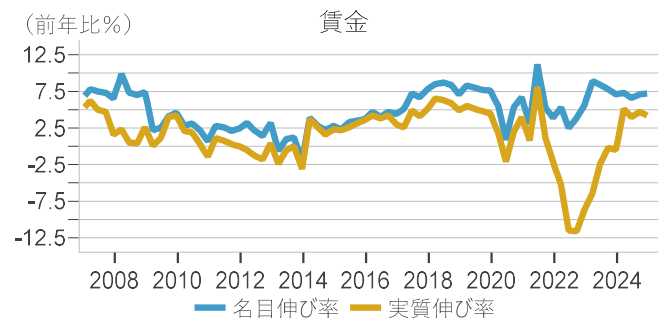
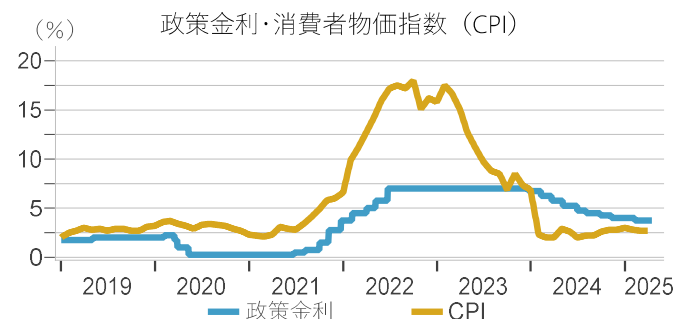
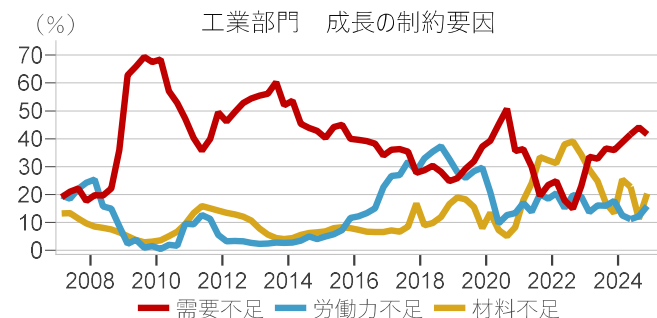
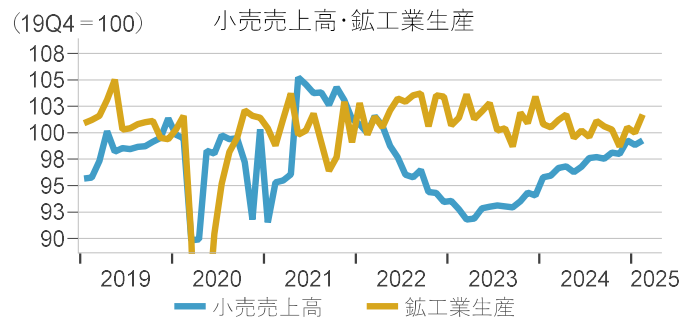
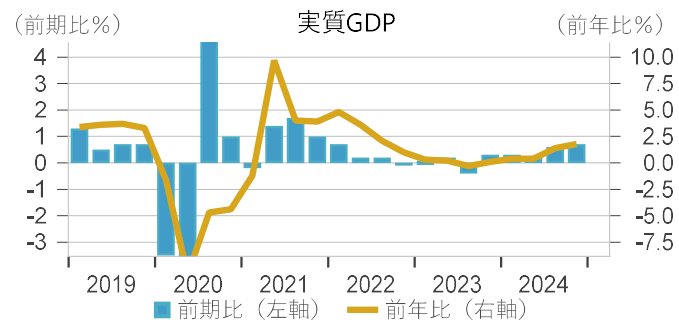
前日の金融政策決定会合でNBPは5.75%の政策金利を据え置いていた。ポーランドの3月のCPIは前年同月比+4.9%に留まり、NBPの予想（第1四半期に前年比+5.4%でピークをつけると予想）を下回った。もっとも、5月18日に第一回投票が、6月1日に決選投票が予定されているポーランド大統領選の前の利下げを予想する向きは少ない。利下げ開始は7月会合となる可能性が高い。

ポーランド 主要経済指標



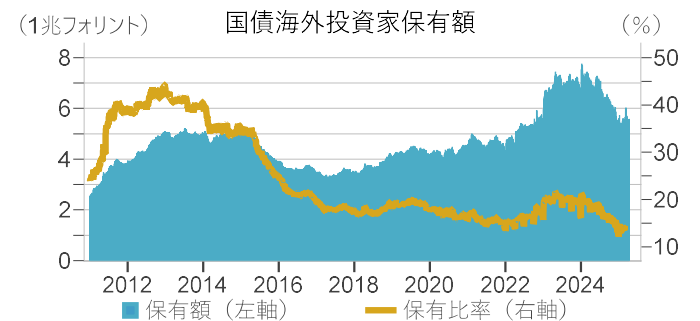
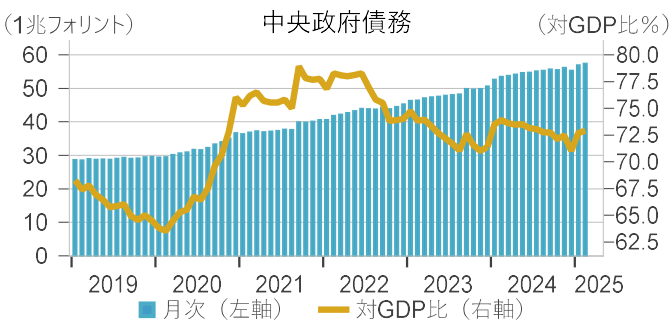
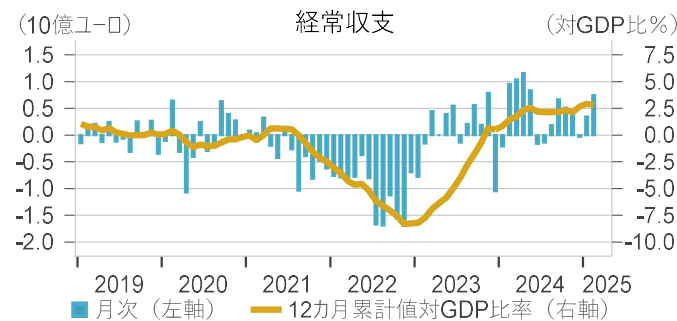
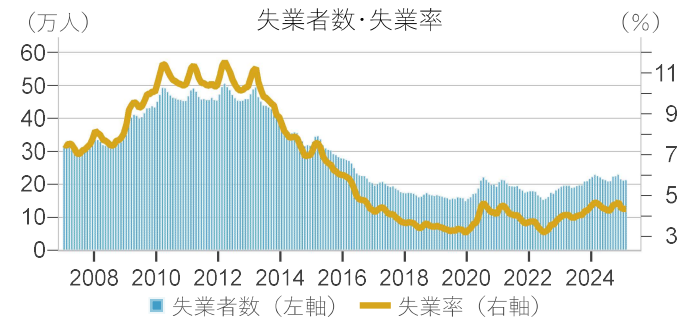
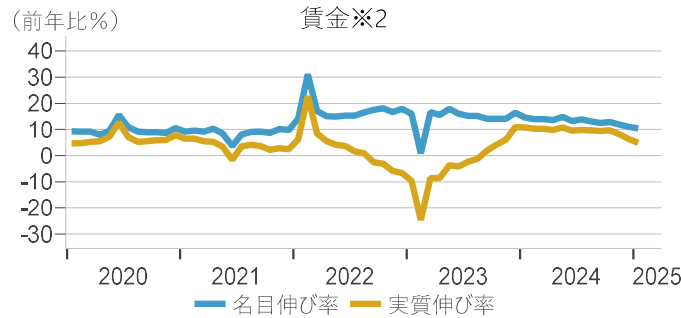
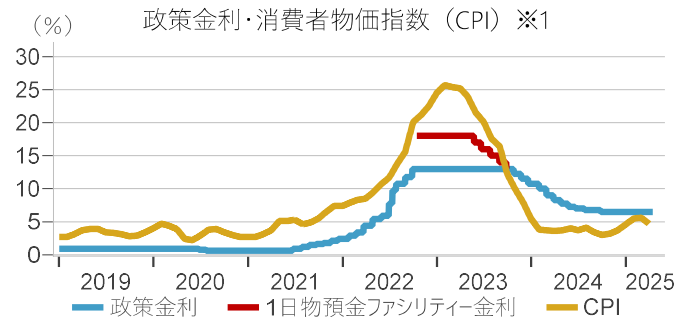
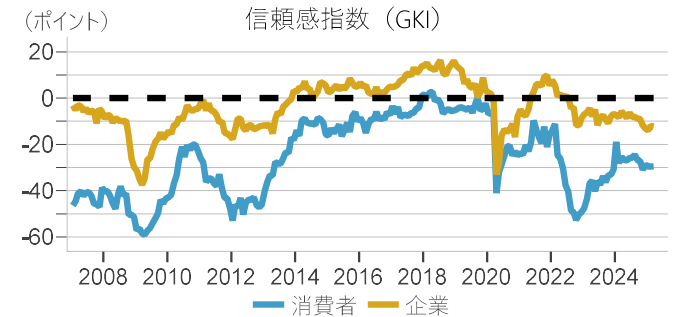
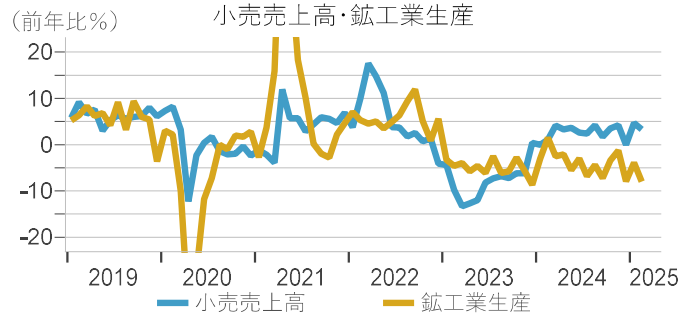
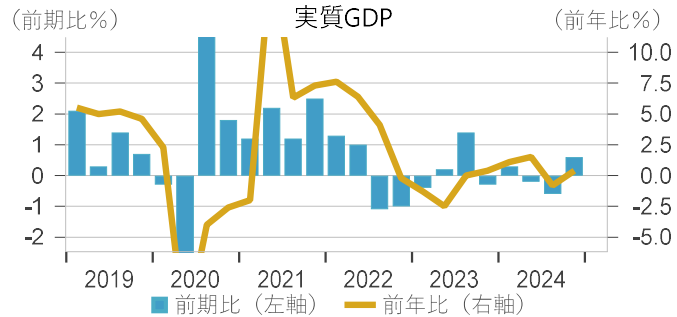
※実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

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、マクロボンド、みずほ

ハンガリー 主要経済指標

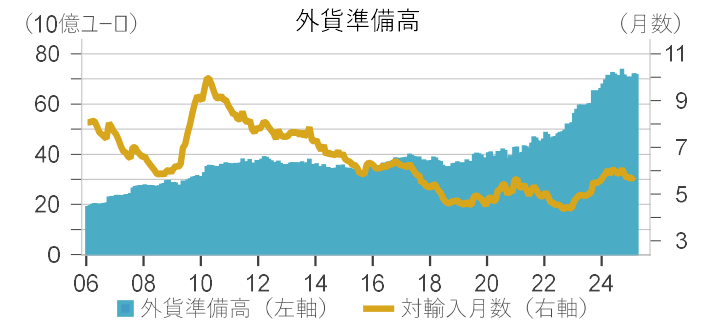
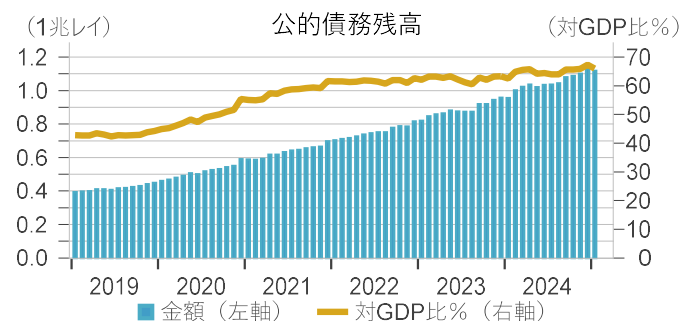
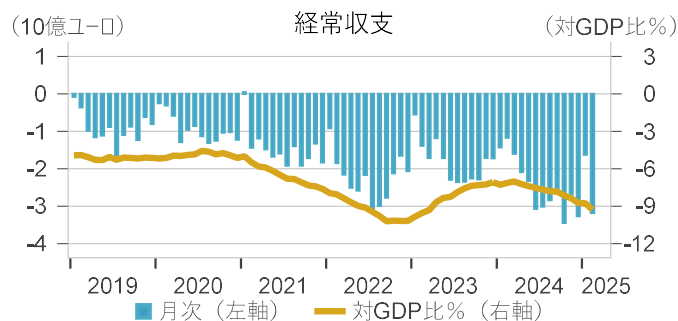
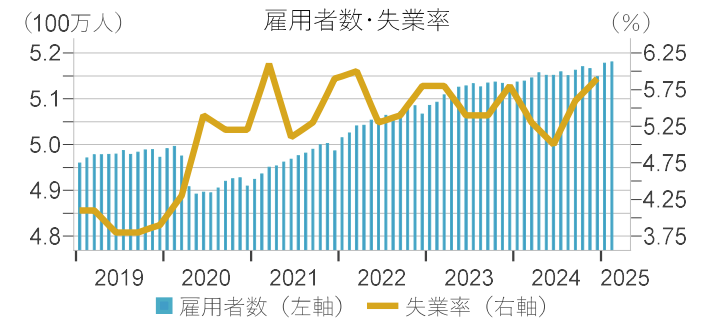
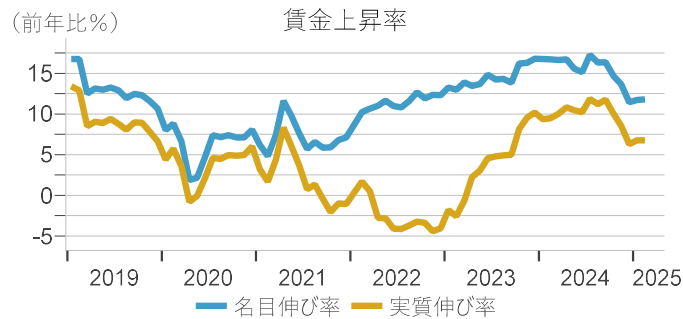
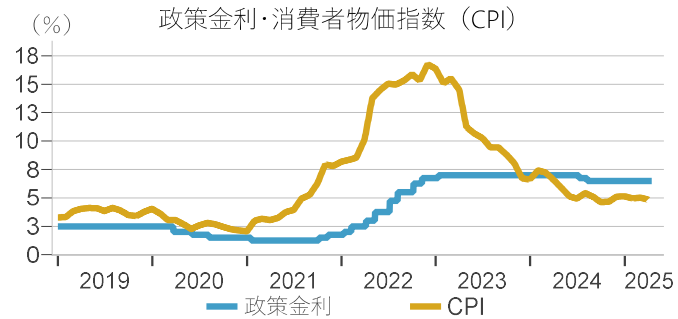
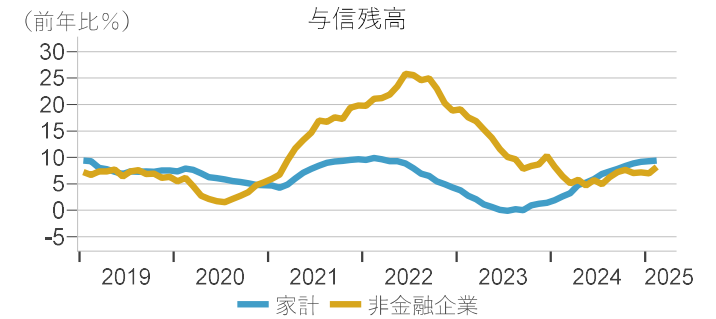
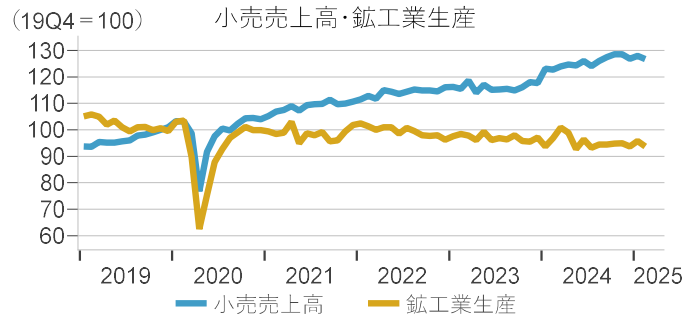
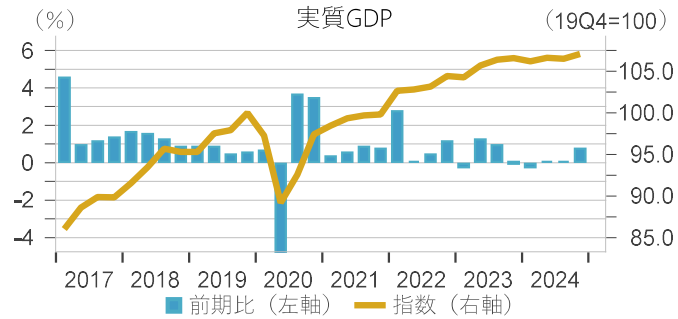


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

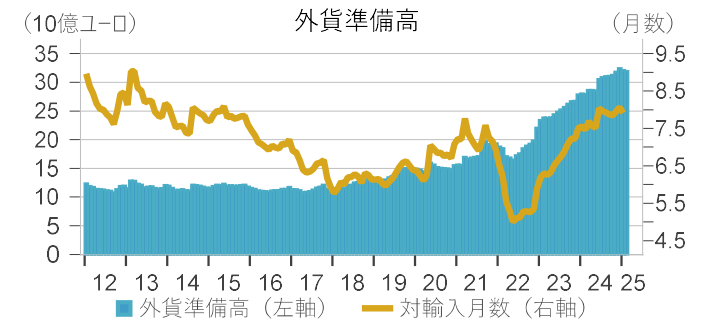
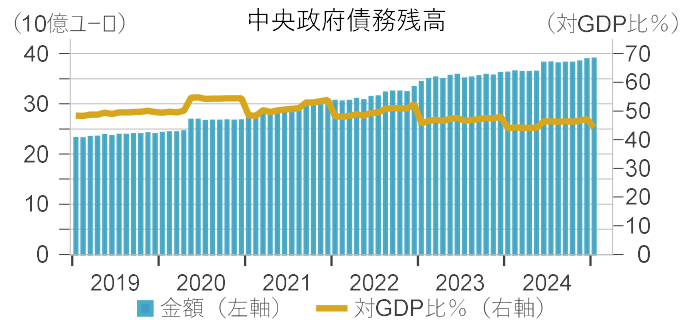
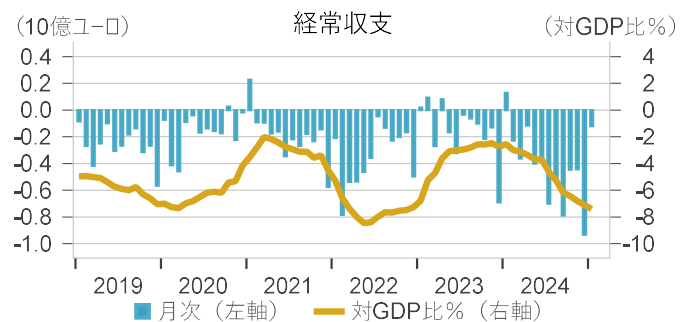
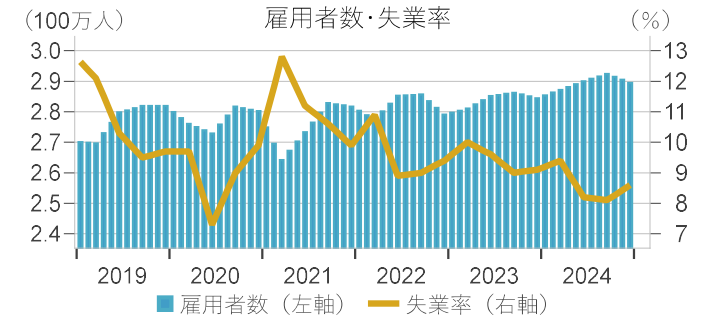
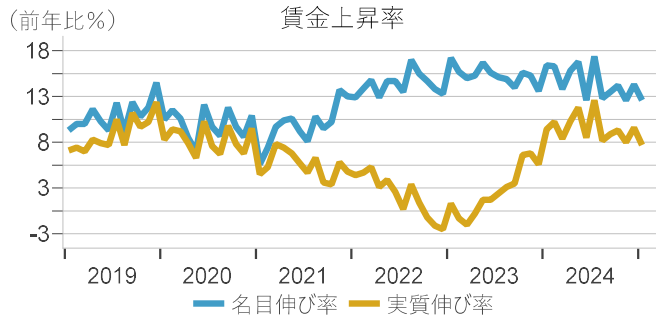
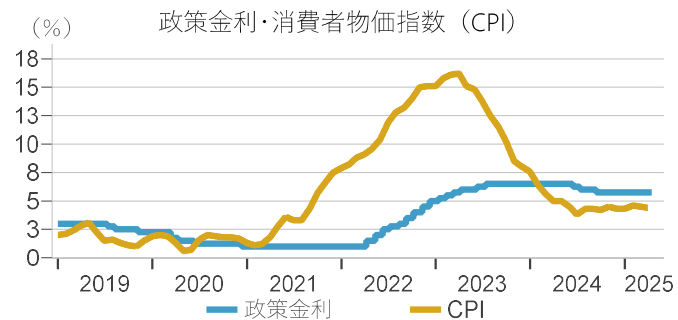
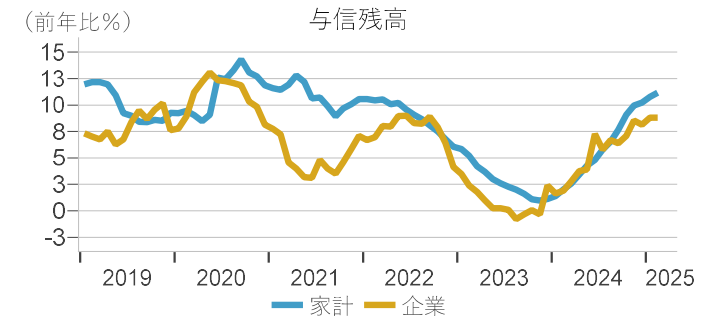
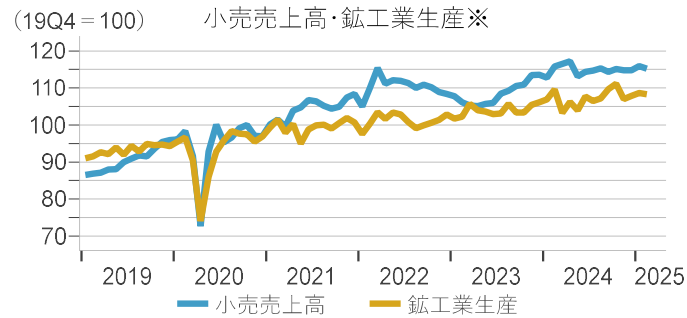
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

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 ポーランド中銀の利下げ期待が高まる

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2025 Jun	Sep	Dec	2026 Mar	Jun
EUR/PLN	4.19	4.18	4.20	4.22	4.24	4.26
EUR/CZK	24.96	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6
EUR/HUF	403	404	400	408	412	416
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

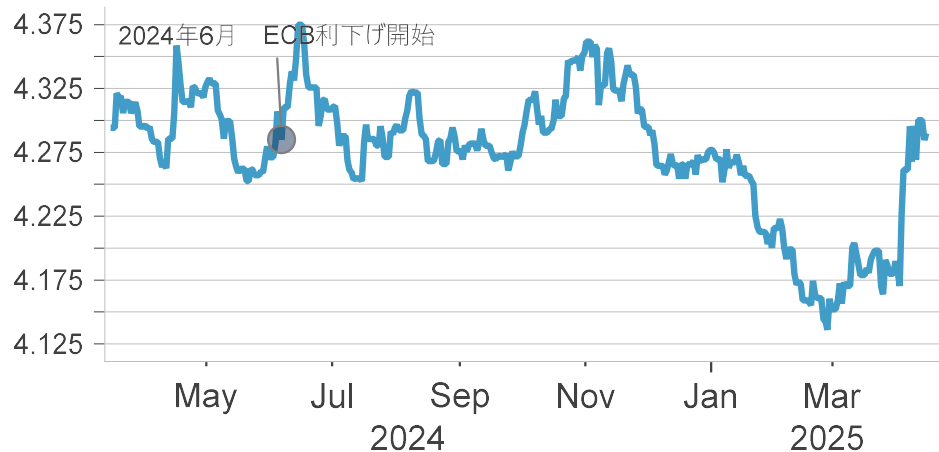
注：見通しは2025年3月31日時点。

- 3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総じて対ドル、対ユーロで底堅い展開となった。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。一方、通貨ごとに見ると、ポーランドズロチが利下げ開始期待の高まりを背景にこれまでの堅調な展開から一転、やや軟調な地合いとなった。先行きでは、4月2日に発表される予定の米トランプ政権による相互関税とそれに伴う市場の混乱のリスクには注意が必要となる。
- ポーランドズロチはやや反落。3月20日に発表されたポーランドの2月の賃金上昇率は前年比+7.9%と1月の同+9.2%から減速した。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。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%織り込まれた形となった。
- チェコで3月6日に発表された24年10-12月期の実質賃金上昇率は前年比+4.2%となった。2024年7-9月期の前年比+4.7%からはやや減速したものの、高水準であることには変わりがない。チェコ国立銀行の予測も上回っており、同中銀に政策金利の据え置きを促す公算が大きい。一方、3月11日に発表されたチェコの2月コアCPIは前年同月比+2.7%と前月から横ばいとなった。チェコ国立銀行の見通し通りの結果であり、金融政策への影響は限定的と見られる。
- ハンガリー国立銀行は3月4日に前財務大臣のヴァルガ氏が総裁に就任した。インフレ抑制を重視し、当面は政策金利を据え置く姿勢を示した。もっとも、オルバン首相に近いとされる同氏の総裁就任により景気支援に軸足が傾く可能性は意識する必要はある。

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)



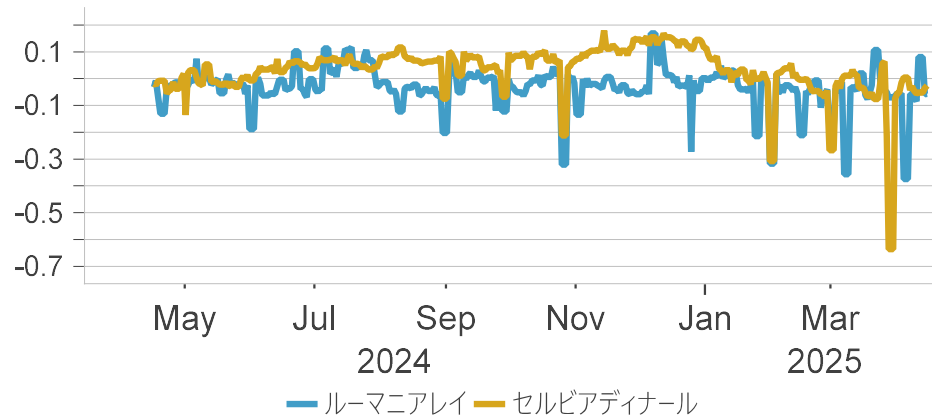
ハンガリーフォリント（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）

(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.