

中東欧通貨週報

2025年5月7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

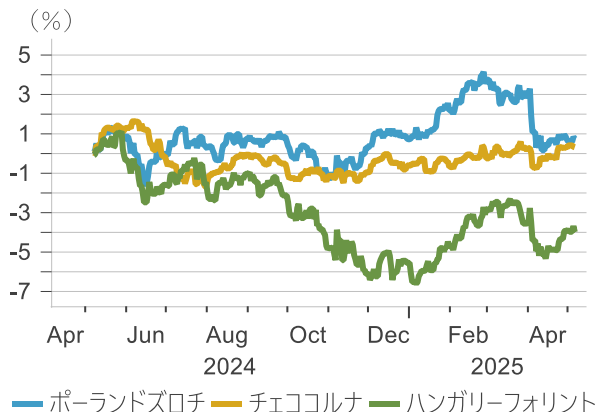
Private and confidential

MIZUHO

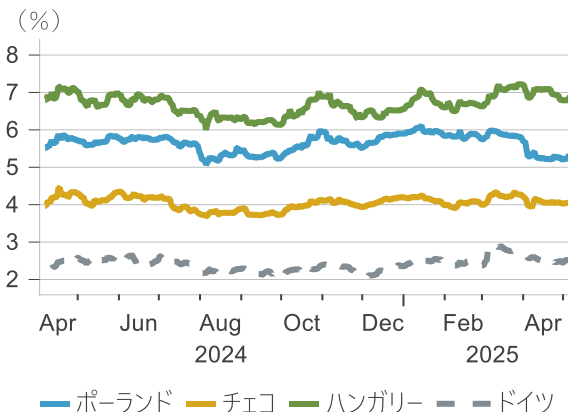
中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) ポーランド中央銀行は5月7日の金融政策決定会合で利下げを開始する公算。
 - ・ 4月23日に発表されたポーランドの4月CPI速報値は前年同月比+4.2%と3月の同+4.9%から一段と減速し、市場予想の同+4.3%を下回った。ポーランド国立銀行（NBP）の5月7日会合での利下げをほぼ決定的なものとする結果に。市場では、NBPは政策金利を5.75%から5.25%に引き下げると見られている。
 - ・ NBPの利下げ開始はユーロ圏との金利差縮小につながり、短期的にはズロチ安となりうる要因だが、ECBの利下げ期待も4月2日の相互関税発表以降、強まっていることを考慮すれば、本質的にはズロチの対ユーロレートへの影響はニュートラル（中立的）であろう。
- 2) チェコの4月CPIは前年同月比+1.8%と3月の同+2.7%を大きく下回る結果。（5月6日）
 - ・ 市場予想の同+2.1%をも大きく下回る。食料インフレの減速が主な要因。5月7日に控えるチェコ国立銀行の金融政策決定会合での利下げ再開の可能性を高める内容。
- 3) ハンガリー中央銀行は、先月同中銀に加わったゾルタン・クラリ氏が金融政策運営をメインで担当する副総裁に。（5月5日）
 - ・ クラリ氏は民間銀行の幹部の経験が長い。また、以前はハンガリー債務管理庁の長官を務めていた。
- 4) ルーマニアの大統領選挙の第一回投票で極右政党の党首が他候補に大差をつけて首位に。（5月4日）
 - ・ 連立政権が支持する候補は敗退し、責任を取る形でチョラク首相は辞任を表明。
 - ・ ルーマニアレイは週明け、前日比2%超下落しています。ルーマニアはかねて経常収支と財政収支の赤字に加え、政治情勢の混乱を格付会社が問題視し、3つの主要格付会社が「投資適格の最低水準かつ見通しはネガティブ」としてきたが、改めて投資適格の喪失のリスクが意識された形に。
 - ・ ルーマニアは、EU加盟国の中でウクライナとの陸路で最も長く国境を接しており、ウクライナ支援で重要な役割を担ってきたが、大統領選挙を受けて、支援姿勢が変化する恐れ。

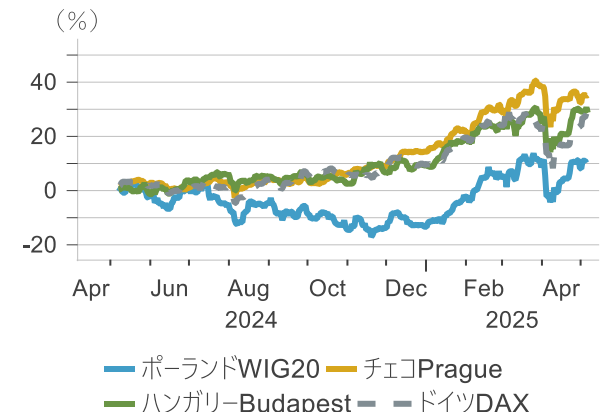
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

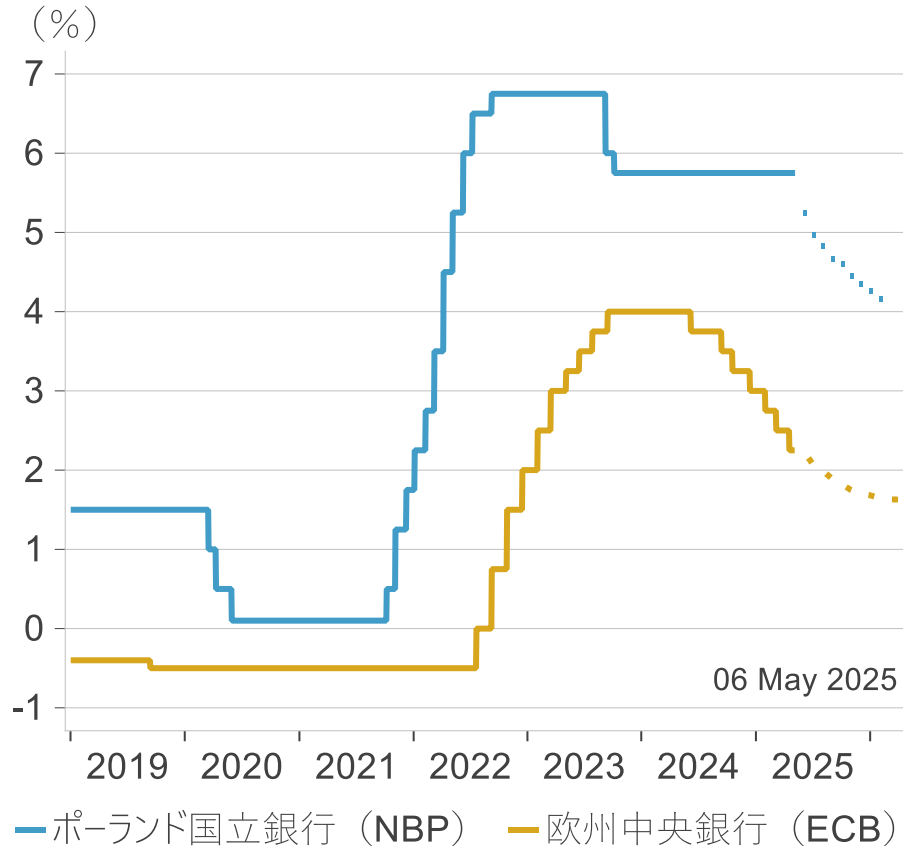


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ポーランド中央銀行は5月7日の金融政策決定会合で利下げを開始する公算。

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)

4月23日に発表されたポーランドの4月CPI速報値は前年同月比+4.2%と3月の同+4.9%から一段と減速し、市場予想の同+4.3%を下回った。ポーランド国立銀行 (NBP) の5月7日会合での利下げをほぼ決定的なものとする結果に。市場では、NBPは政策金利を5.75%から5.25%に引き下げると見られている。

ルーマニアの大統領選挙の第一回投票で極右政党の党首が首位に。(5月4日)

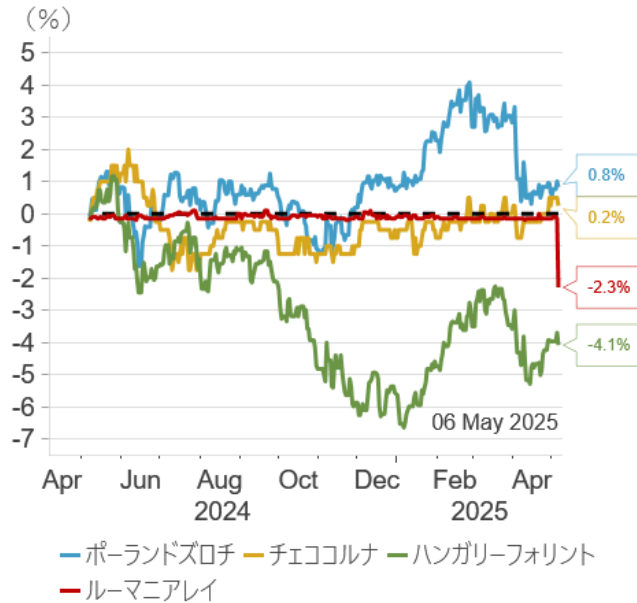
< 起きた事象 >

5月4日に行われたルーマニア大統領選挙の第1回投票では、極右政党「ルーマニア人統一同盟（AUR）」のジョージ・シモン党首が他候補に大差をつけて首位に。

社会党（PSD）と国民自由党（PNL）、ハンガリー人民主同盟（UDMR）の連立政権が支持する候補は敗退。責任を取る形でチョラク首相は辞任を表明。

週明け、チョラク首相の辞任を受けてルーマニアレイは、前日比2%超下落している。レイはルーマニア国立銀行が介入などを通じて対ユーロでの変動を抑えるクロリングバッグ制に分類される制度運営が行われていることを考慮すれば、2%近い変動は極めて異例の動き。

中東欧通貨 対ユーロ年間騰落率



(出所：ブルームバーグ、マクロポンド、みずほ)

< ルーマニア経済、ビジネスへの影響 >

ルーマニアは中東欧でポーランドに次ぐ2番目の人口規模があり、製造業を中心に直接投資を呼び込んでいる。直接投資は製造業に留まらず、とりわけIT及びアウトソーシング・セクターは高いITリテラシーと語学水準の一方、周辺国対比低い人件費が呼び水となり、IT及びサービスのオフショアリング先として投資を呼び込んできた。

今年に入ってから、EU加盟国間の自由な移動を認めるシェンゲン圏への加盟が陸路でも認められ、地理的な優位性に一段と注目が高まると見られていた。

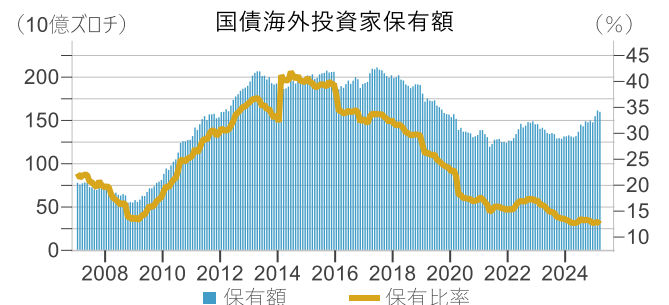
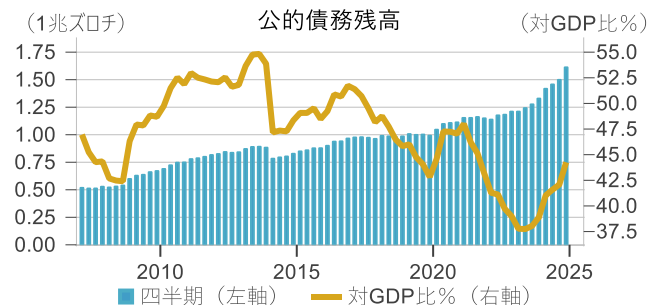
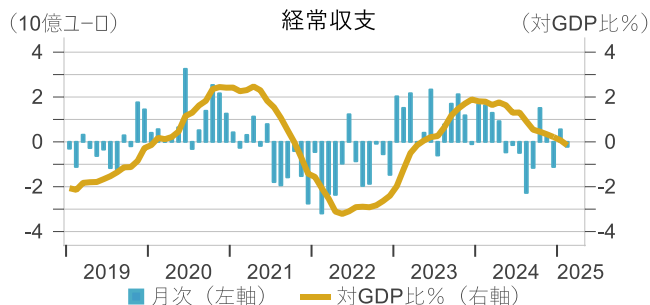
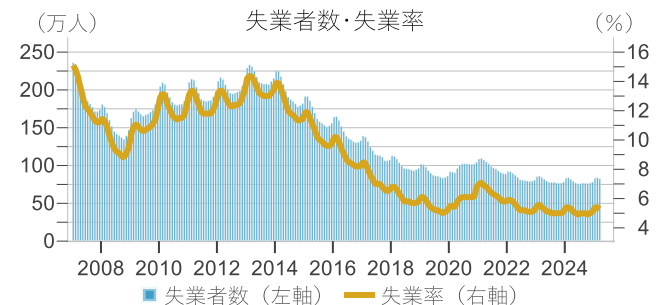
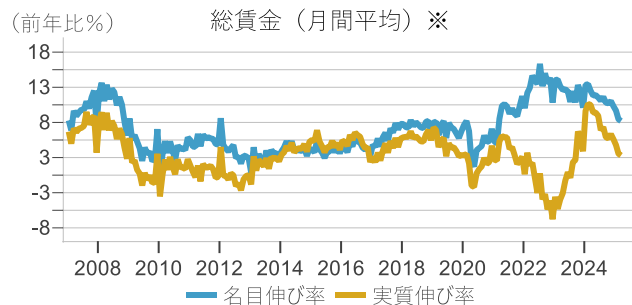
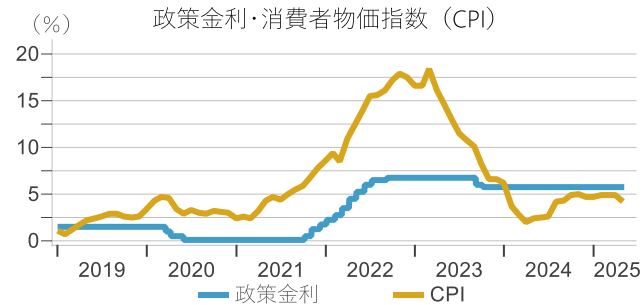
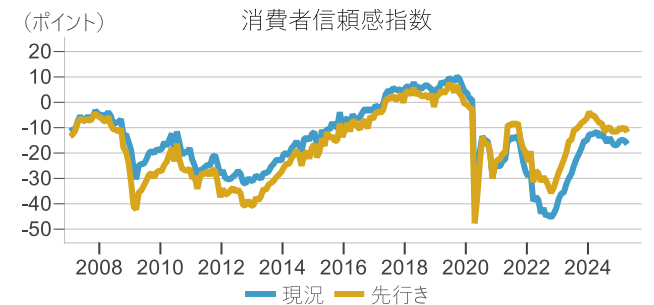
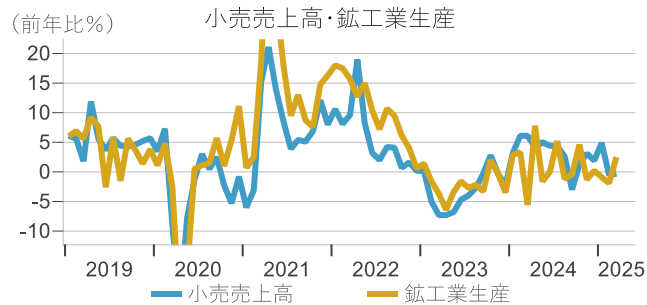
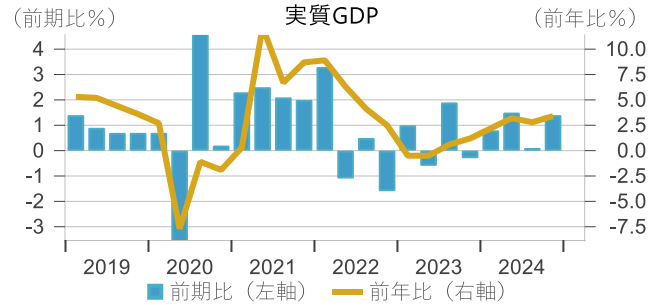
差し当たっては、チョラク首相の辞任を受けて、極右のシモン党首か、独立系のダン氏かいずれか5月18日の決選投票で勝利した新大統領が新首相を指名することになる。10日以内に議会の各党の過半数を獲得する必要がありますが、2回の試みが失敗に終わった場合、総選挙が実施されることに。

こうした政治情勢の流動化のリスクの中、ルーマニア国債の格下げリスクが懸念される。ルーマニアでは、巨額の経常収支と財政収支の双子の赤字など、ファンダメンタルズの悪化に加え、昨年11月の大統領選挙以降、政治情勢の混乱のリスクが懸念されており、大手格付会社Moody's、S&P、Fitchはルーマニア国債の格付けを「投資適格の最低水準かつ見通しはネガティブ」としている。

実際に格下げとなり、国債格付けが投機的水準となった場合、ルーマニアのユーロ債調達金利の高騰、それに比例した国内での調達金利の上昇、といった悪影響が懸念される。

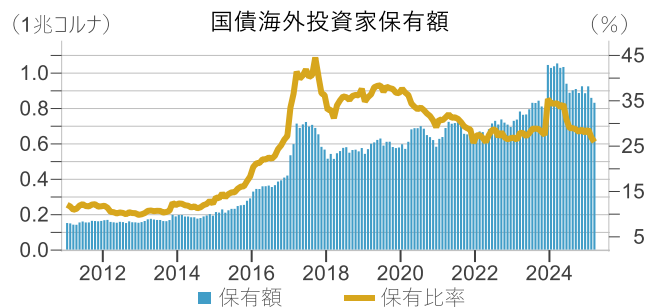
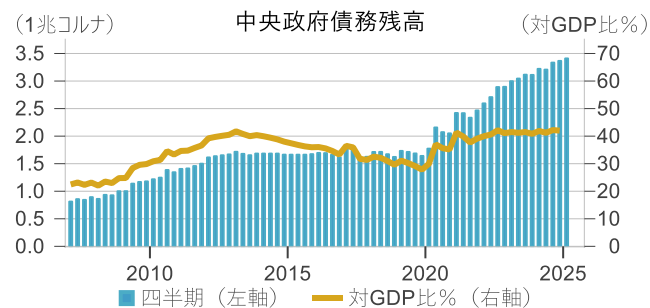
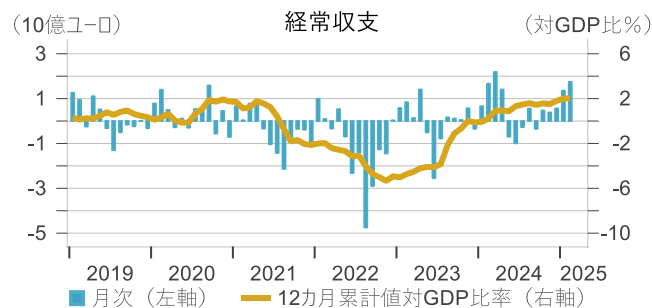
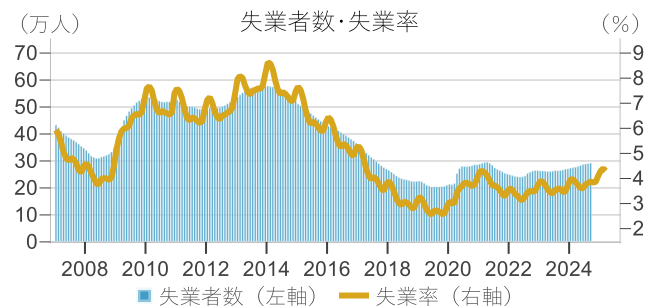
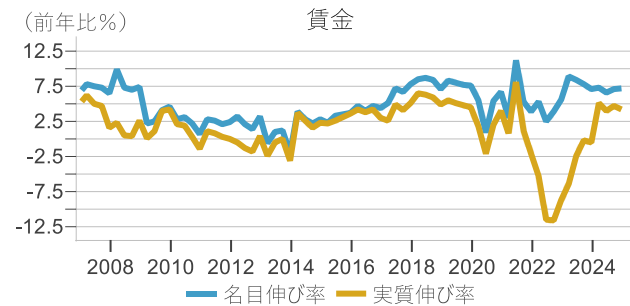
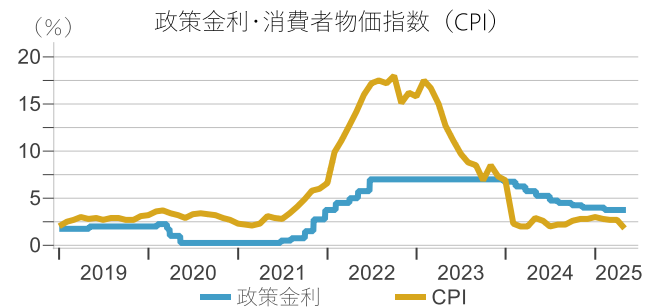
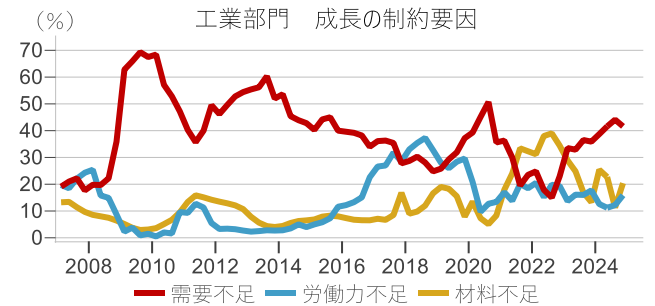
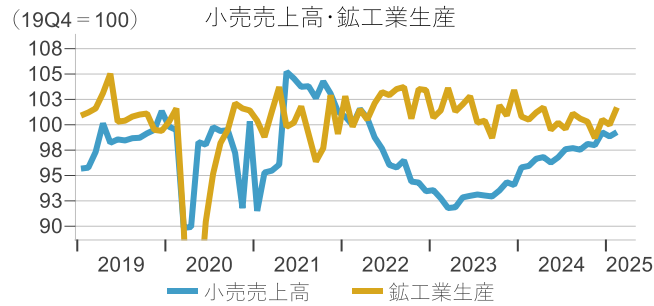
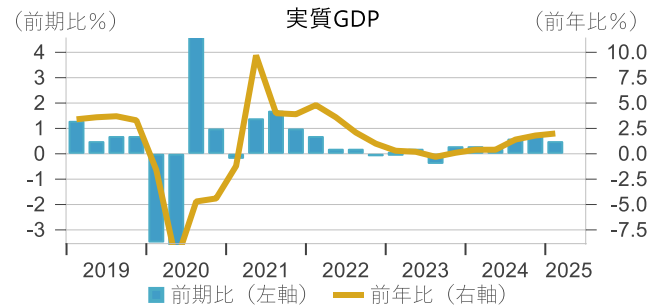
ルーマニアは、EU加盟国の中でウクライナとの陸路で最も長く国境を接しており、ウクライナ支援で重要な役割を担ってきたが、大統領選挙を受けて、支援姿勢が変化する恐れも。

ポーランド 主要経済指標



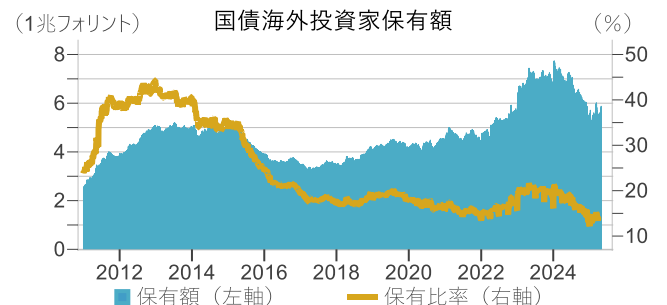
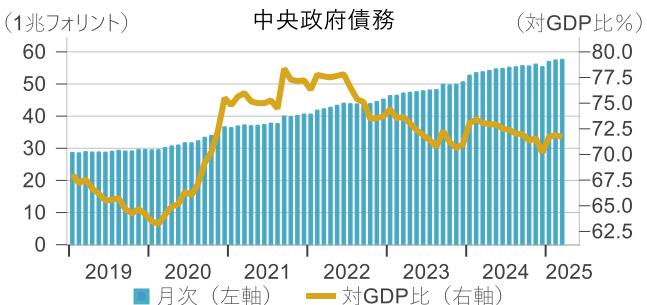
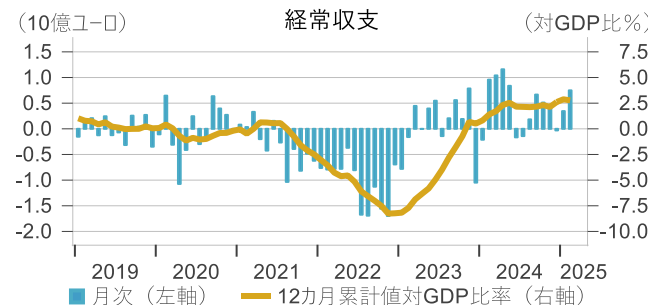
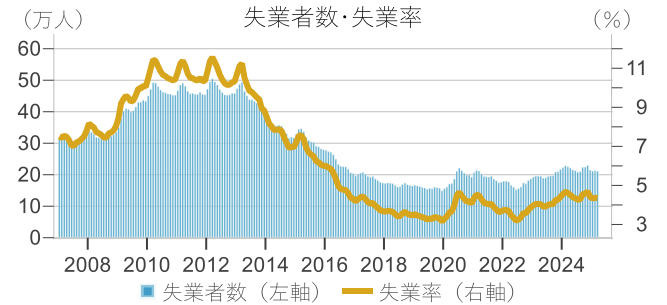
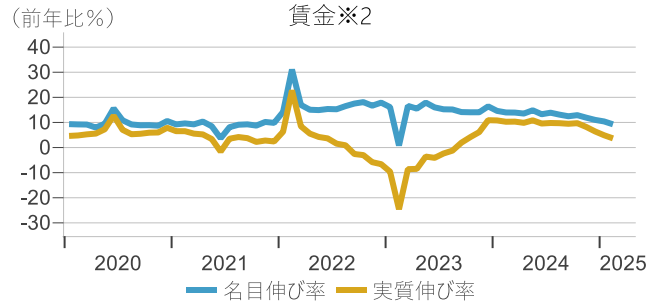
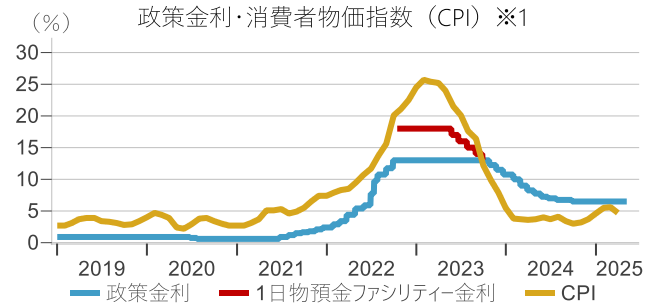
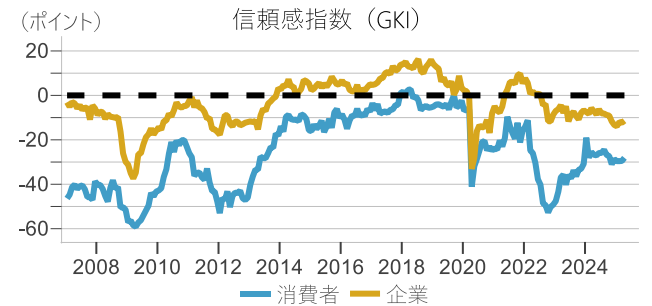
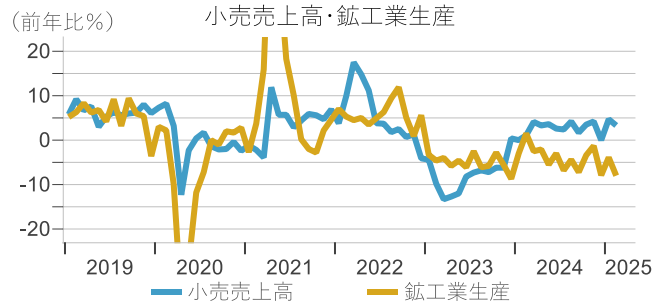
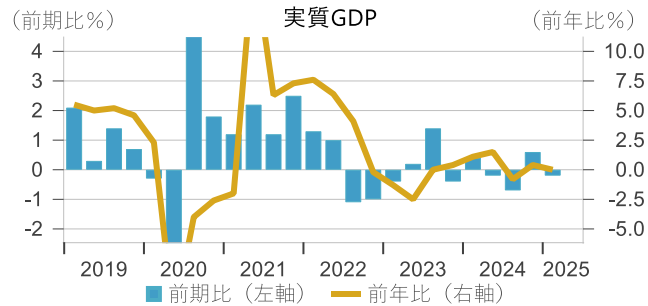
※実質賃金は、消費者物価指数（CPI）の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局（GUS）、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

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

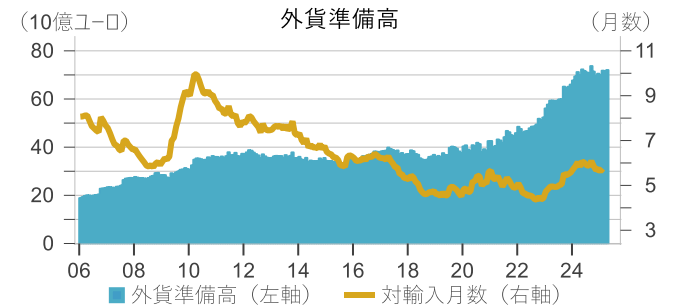
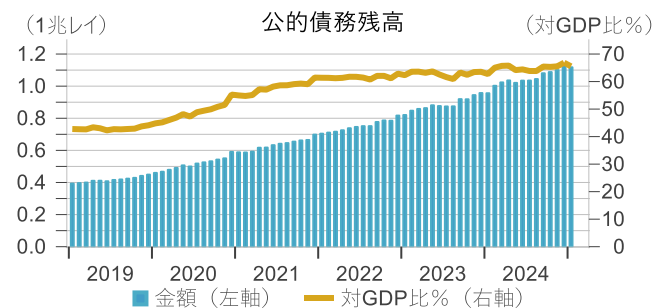
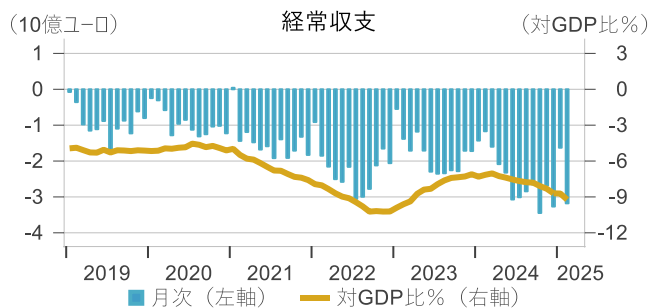
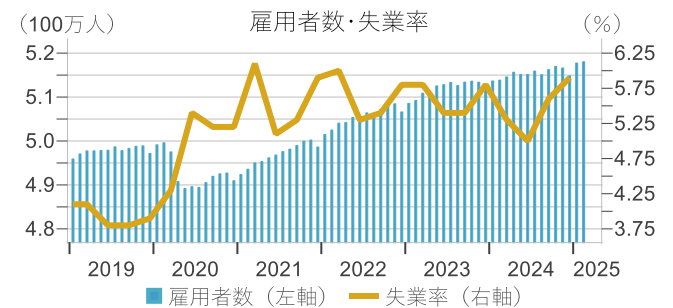
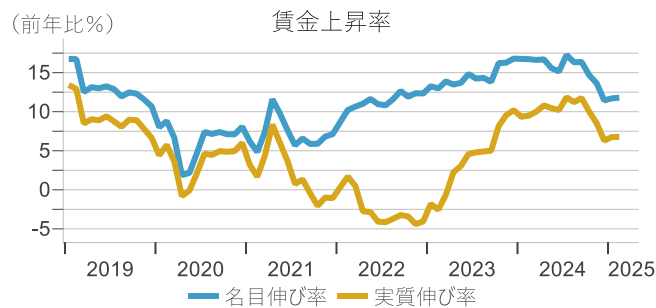
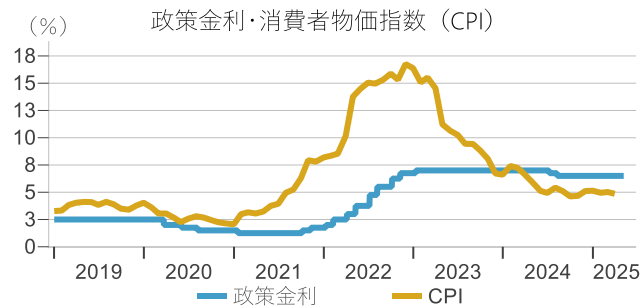
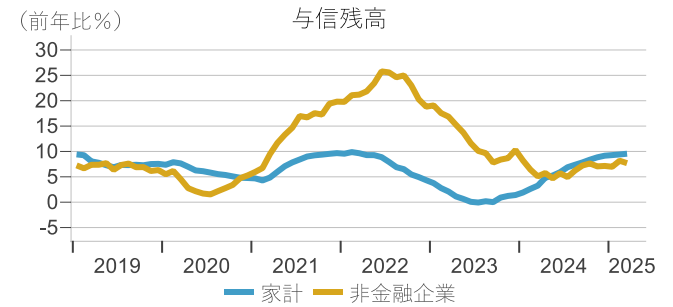
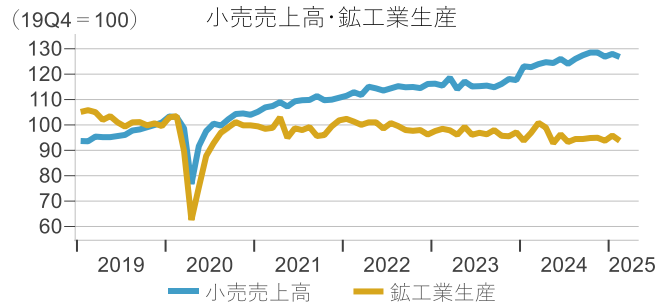


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

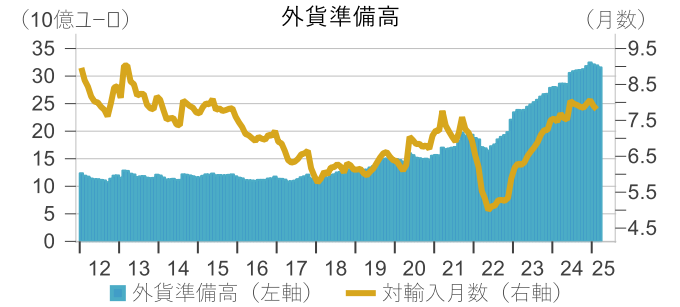
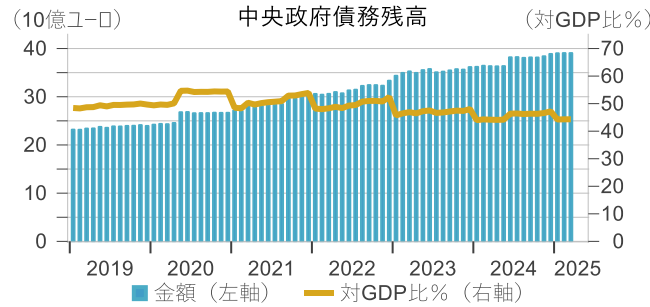
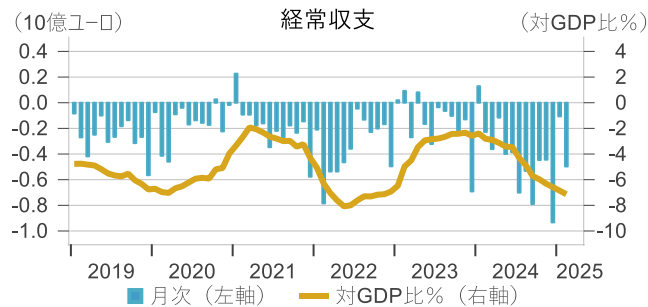
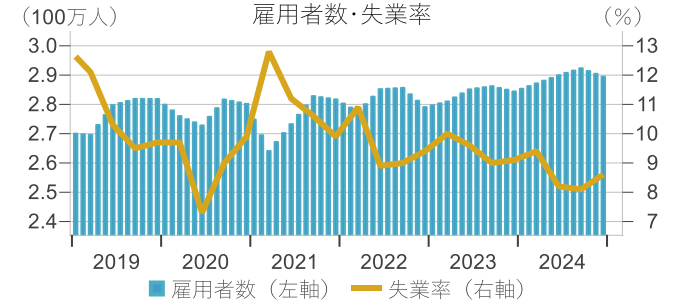
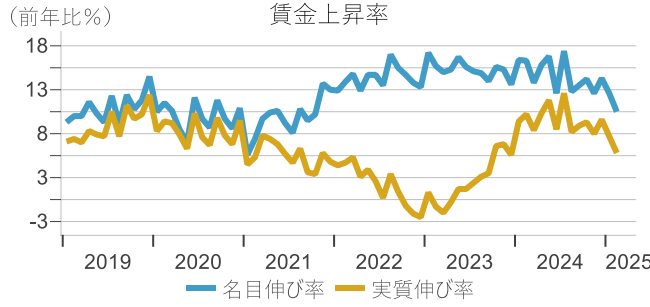
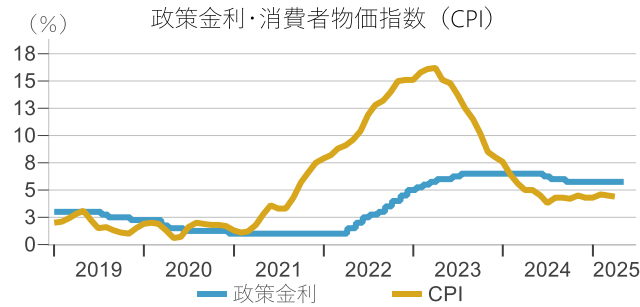
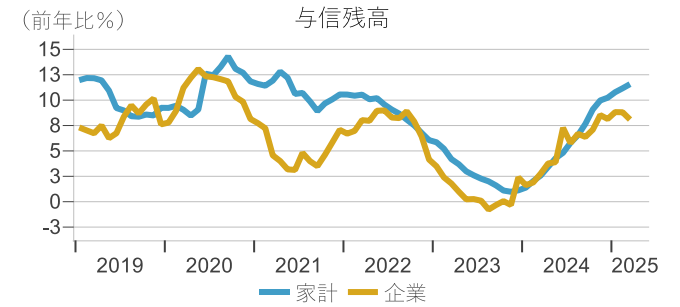
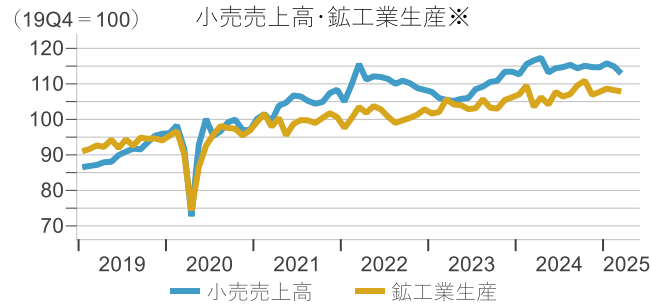
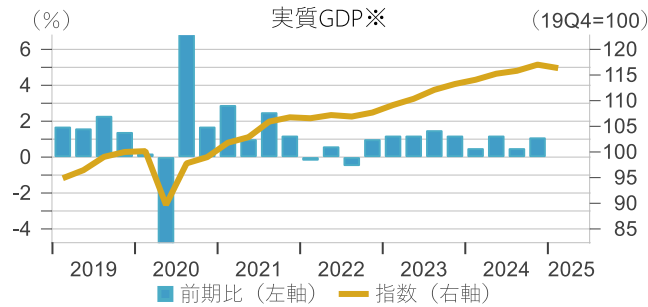
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

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 4月には対ユーロ相場が揃って下落

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2025 Jun	Sep	Dec	2026 Mar	Jun
EUR/PLN	4.28	4.26	4.24	4.22	4.20	4.18
EUR/CZK	24.93	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6
EUR/HUF	404	406	408	410	412	414
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

注：見通しは2025年4月30日時点。

- 4月の中東欧通貨は対ユーロで揃って下落。とりわけ、4月2日の米政権による相互関税発表後の下落が大きくなった。これは中東欧固有の要因というよりも、為替市場で急激にユーロ買いが進んだその裏返しという側面が大きかったと見られる。これまで、米国の株式・債券市場に投じられた投資資金の多くがユーロ圏からのものであり、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本国に退避する動きがユーロを押し上げたものと見られる。
- ポーランドズロチは対ユーロで大幅下落。上述の通りグローバルなユーロ買いの裏返しという側面も大きい。国内要因では、ポーランド国立銀行（NBP）の5月7日の金融政策決定会合での利下げの可能性が一段と強まったことも影響している。4月23日には、ポーランド中銀の理論的な支柱とされるコテツキ委員が5月会合での利下げを支持する姿勢を改めて示した。4月に発表された経済指標も利下げ開始をサポートする材料に。とりわけ、4月30日に公表された4月分のCPI速報値は前年同月比+4.2%と3月分の同+4.9%から一段と減速している。NBPの利下げ開始はユーロ圏との金利差縮小につながり、短期的にはズロチ安となりうる要因だが、ECBの利下げ期待も4月2日の相互関税発表以降、強まっていることを考慮すれば、本質的にはズロチの対ユーロレートへの影響はニュートラル（中立的）であろう。
- ハンガリー国立銀行は4月29日に政策金利を6.50%で据え置いた。声明文では、インフレ見通しに対するタカ派姿勢が維持されており、現時点で利下げ再開の可能性は低いと見られる。4月30日公表の2025年1-3月期の実質GDP成長率は前期比▲0.2%の減少となるなど、国内経済情勢は厳しさを増しているが、フォリント安が輸入物価を押し上げるリスクへの警戒が現時点では優先されている格好だ。
- チェココルナは3通貨の中では、4月のパフォーマンスは比較的堅調となった。もっとも、チェコは小国開放型の経済構造であり、輸出がGDPに占める割合が高い。トランプ政権による4月2日の相互関税発表と、その後のグローバル金融市場の混乱は、今後、チェコ経済への悪影響が鮮明となるリスクがある。チェコ国立銀行は5月7日の金融政策決定会合で利下げ再開に踏み切る可能性が高く、コルナ相場の重石となると見られる。

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)



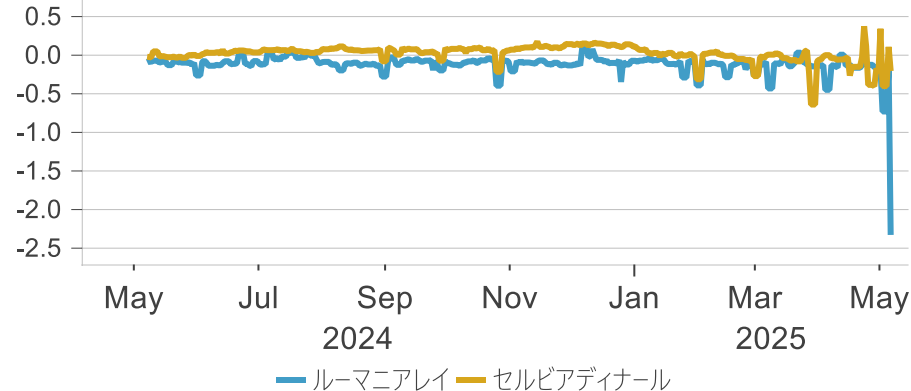
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURCZK)



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]@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.