

中東欧通貨週報

2025年5月14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

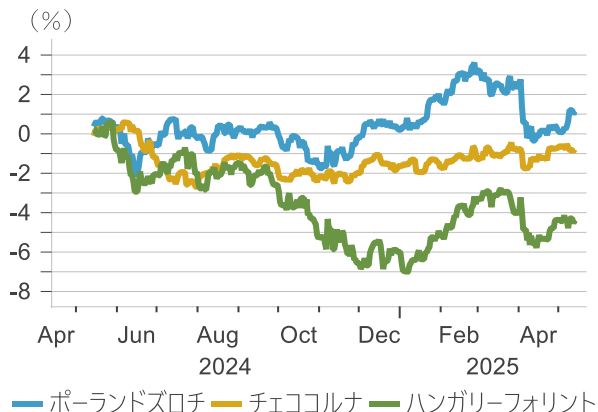
Private and confidential

MIZUHO

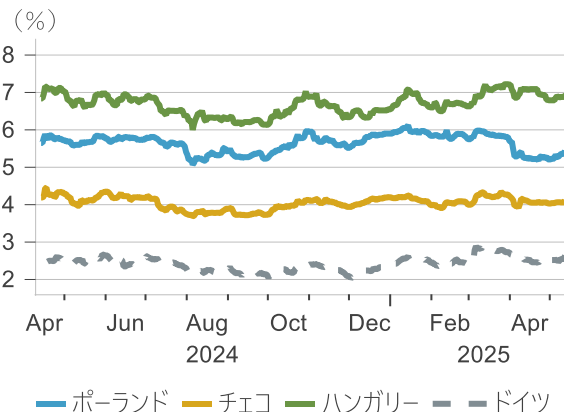
中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) ポーランド国立銀行は政策金利を50bp引き下げて5.25%とした。(5月8日)
 - ・ 2023年10月以来の利下げ決定となる。
 - ・ グラピンツキ総裁は翌日の記者会見において、マクロ経済状況が許せば年内にさらなる利下げを実施する可能性があると言及したが、タイミングについては最新のインフレ率とGDP見通しを発表する7月となる可能性に言及しており、6月会合での追加利下げには否定的だった。
 - ・ また、グラピンツキ総裁は財政支出の拡大が依然としてインフレの最大の脅威だと述べている。
 - ・ 利下げ開始はほぼ完全に市場に織り込まれていたと見られることや、ポーランド中銀が追加利下げに対する慎重姿勢を示したこともあり、会合後にズロチは対ユーロで上昇している。
- 2) ポーランドでは大統領選挙の投票が5月18日に控える。
 - ・ 大陸欧州時間の21時に投票が締め切れ、間もなく出口調査の結果が発表される見込み。
 - ・ 一回目の投票で過半数を獲得する候補はなく、決着は6月1日の決選投票にもつれこむと見られている。
 - ・ 決選投票では連立与党を束ねる市民連合（KO）から出馬するワルシャワ市長のラファウ・トシャスコフスキ氏と、最大野党の法と正義（PiS）から出馬するカロール・ナブロツキ氏の一騎打ちになると見られている。
 - ・ 前回大統領選挙では僅差でPiSから出馬したドゥダ氏が勝利した。今回、仮に親EU路線のKOの候補の勝利となれば、ポーランド経済・金融市場にとって追い風となる公算が大きい。
- 3) チェコのコアCPI（4月分）は前年比+2.6%と3月の同+2.5%からやや伸びが加速。(5月13日)
 - ・ チェコ国立銀行は9日に公表した経済見通しの中で、インフレ率が少なくとも2026年1-3月期までは加速するリスクに言及しており、驚きはないが、利下げ余地を狭めるものとなる公算。
- 4) ハンガリーの4月CPIは前年比+4.2%と3月の同+4.7%からやや減速。(5月9日)
 - ・ ハンガリー国立銀行のインフレターゲット（前年比+3%±1%）の範囲内に近づく。もっとも、インフレ率の低下は食料やエネルギー価格によるものであり、政府が価格を抑制するよう要請を強めていることが影響している可能性が高い、一方、基調的なインフレ率を見極めるうえで重要なサービスコストは前年比+7%と高止まりが続いている。少なくとも、ハンガリー中銀の利下げ再開を正当化するものとはならない見込み。。

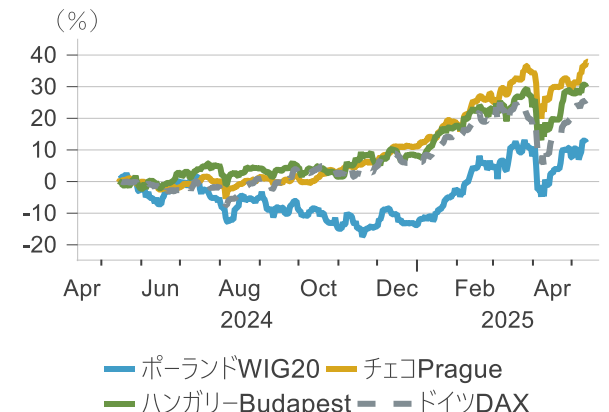
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

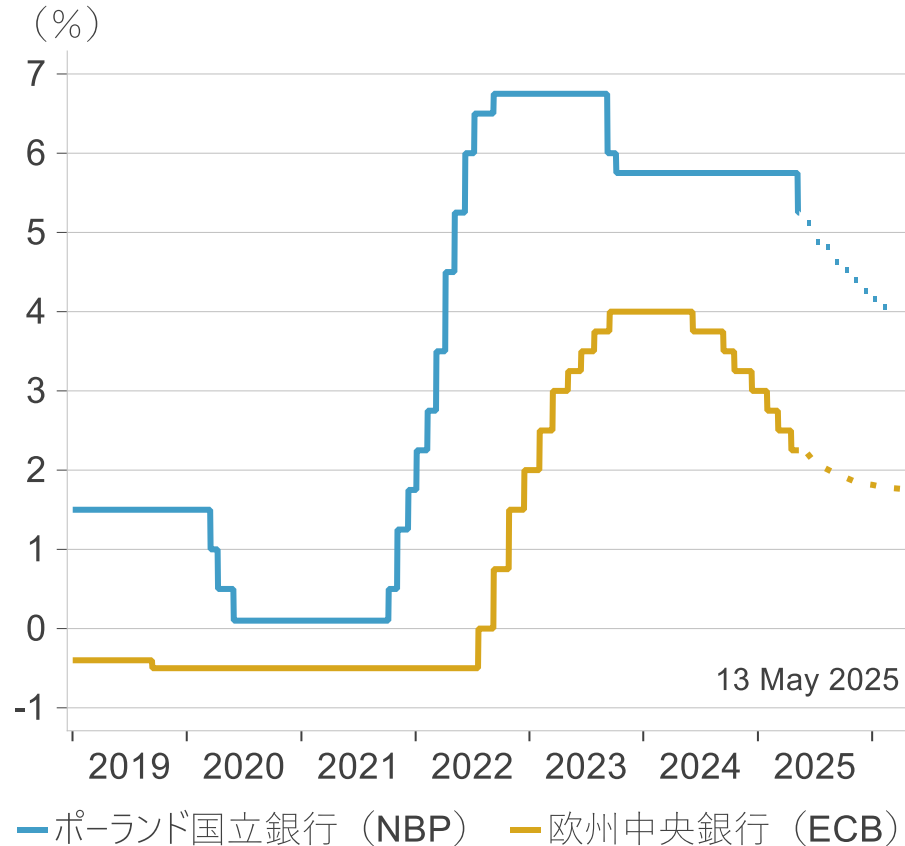


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ポーランド国立銀行は政策金利を50bp引き下げて5.25%とした。(5月8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)

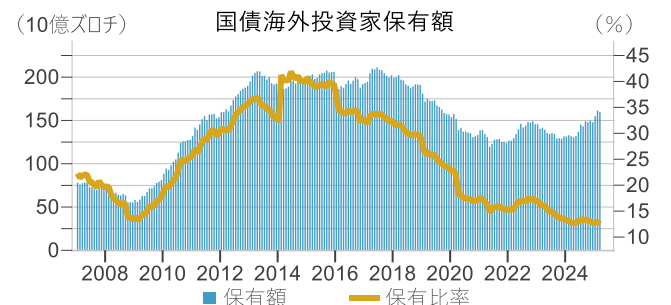
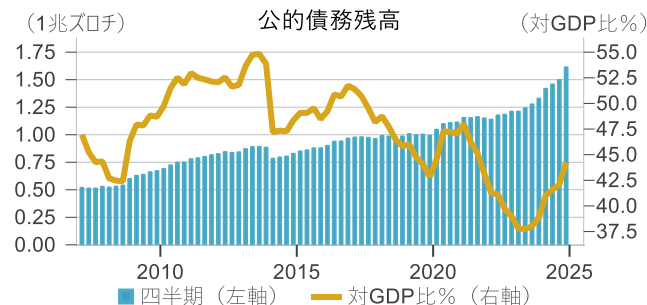
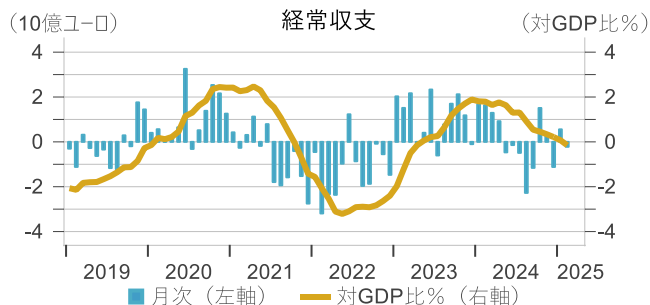
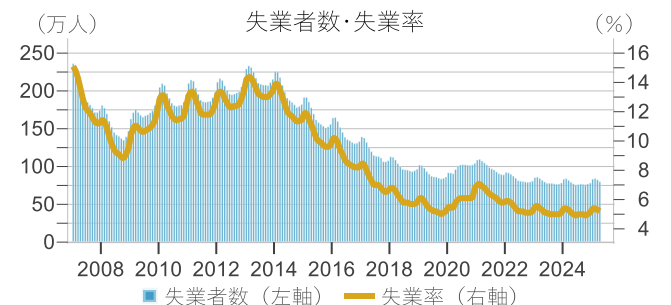
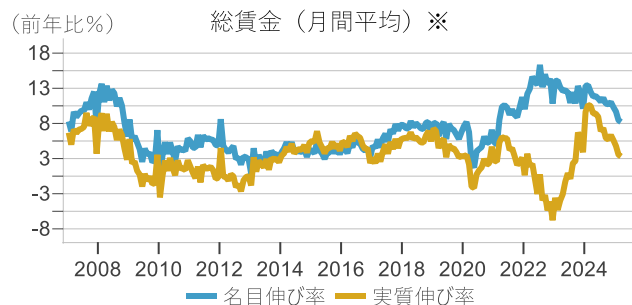
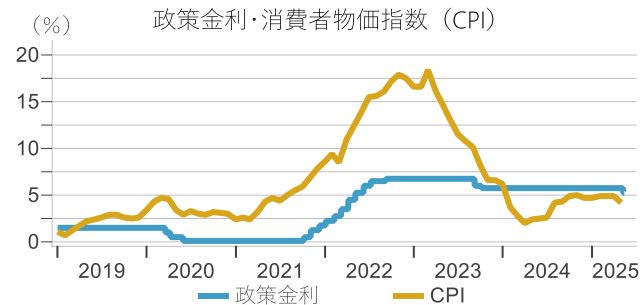
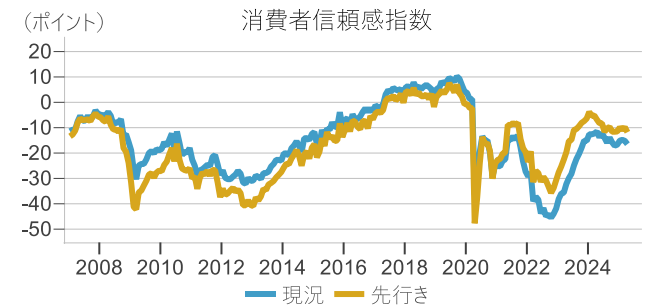
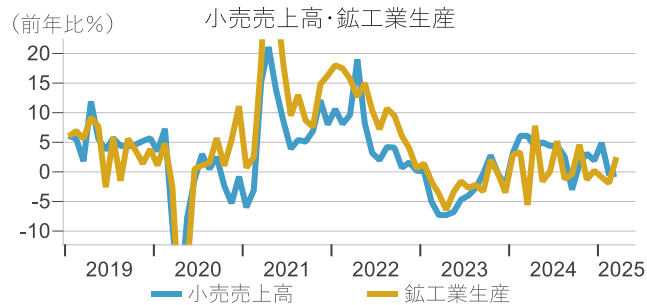
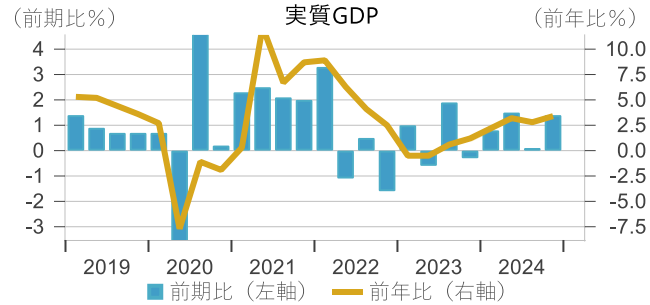
ポーランド国立銀行 1年後の政策金利の織り込み



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)

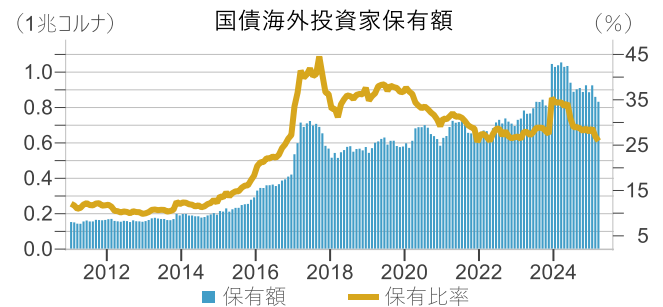
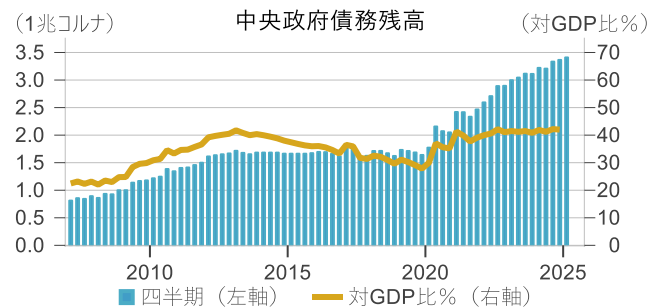
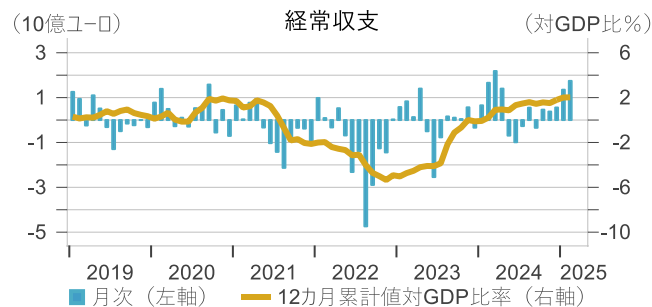
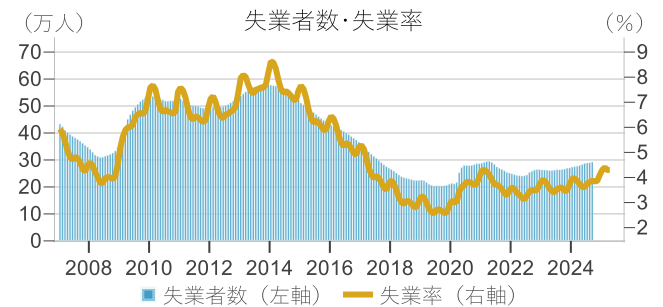
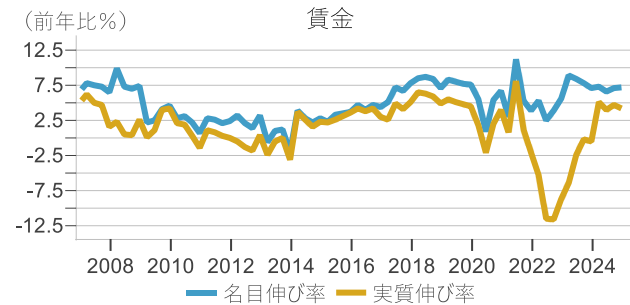
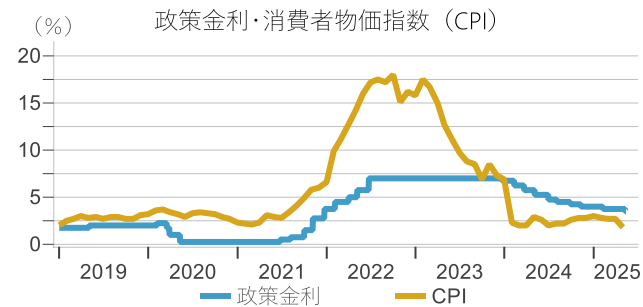
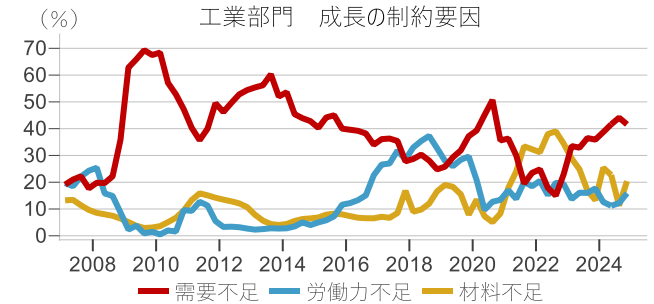
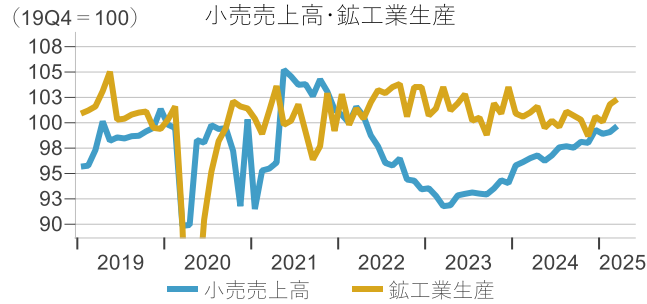
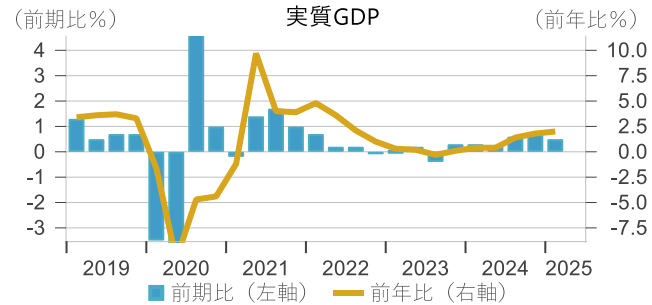
グラピンツキ総裁は翌日の記者会見において、マクロ経済状況が許せば年内にさらなる利下げを実施する可能性があると述べたが、タイミングについては最新のインフレ率とGDP見通しを発表する7月となる可能性に言及しており、6月会合での追加利下げには否定的だった。

ポーランド 主要経済指標



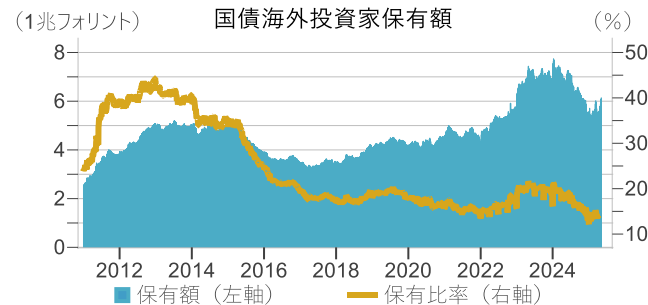
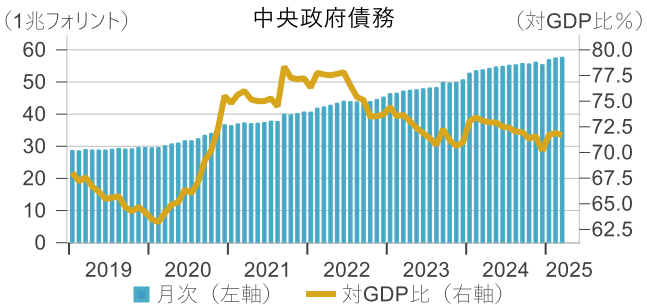
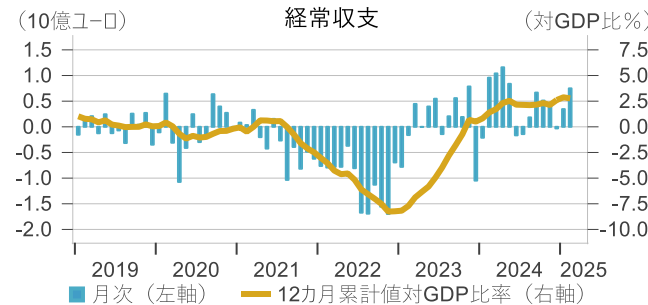
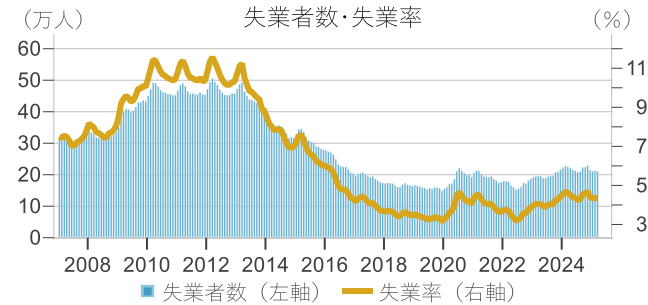
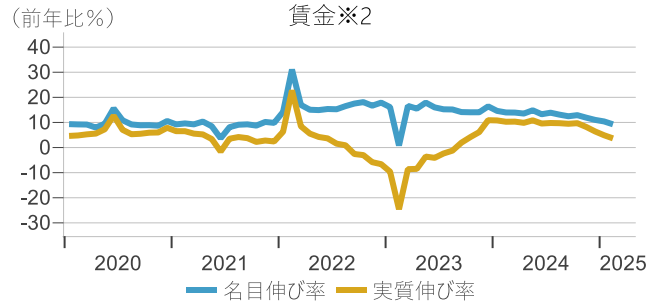
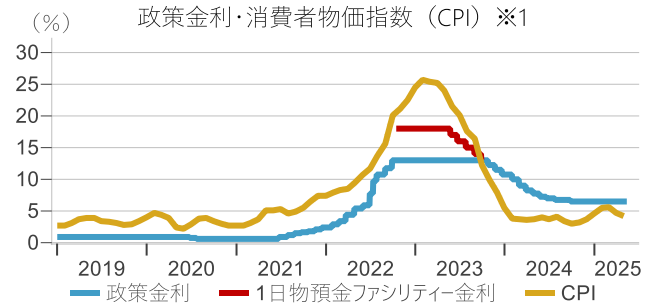
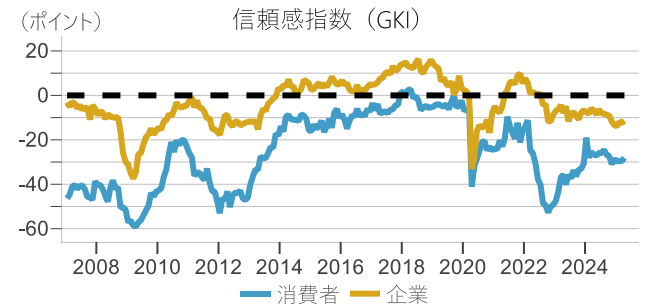
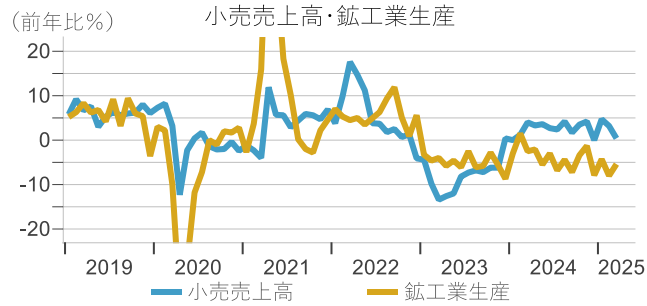
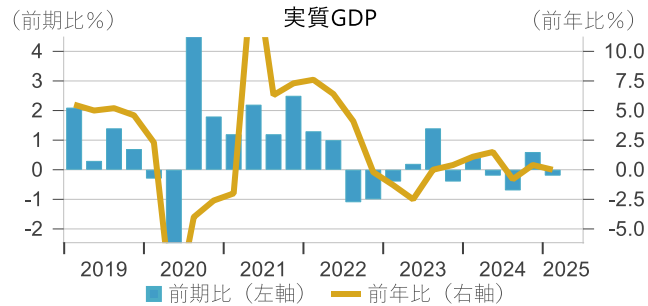
※実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

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

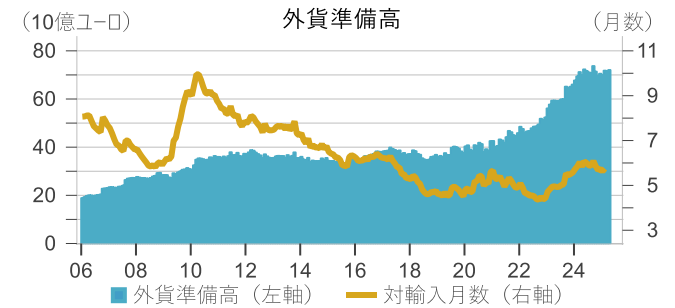
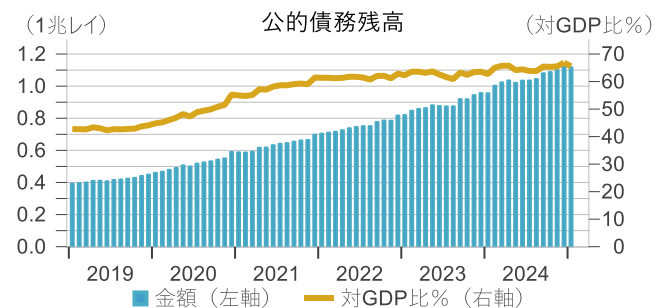
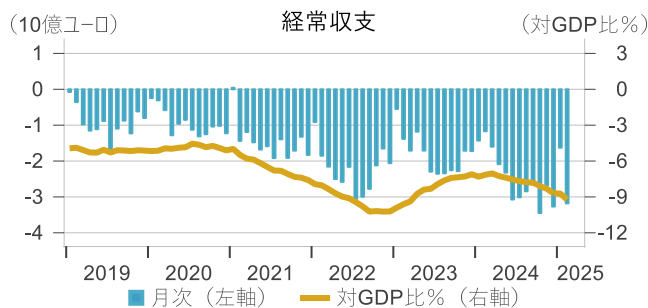
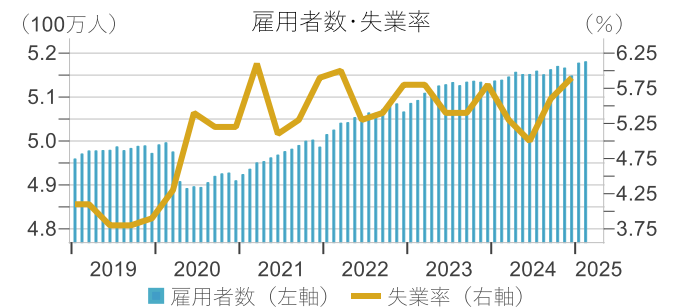
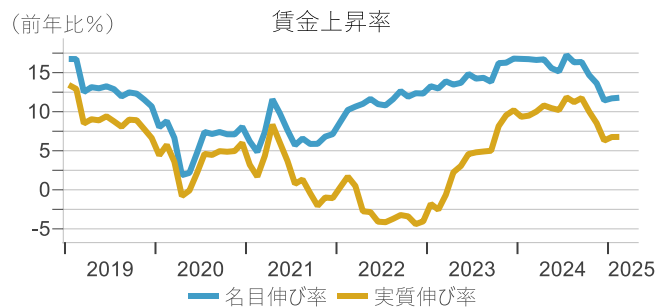
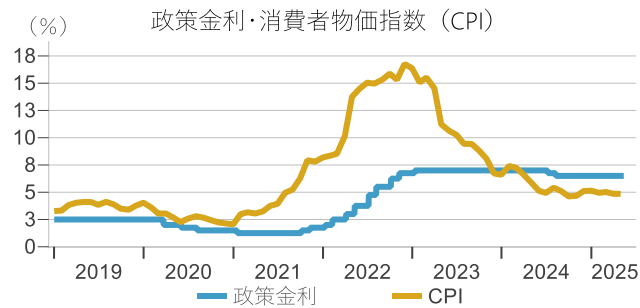
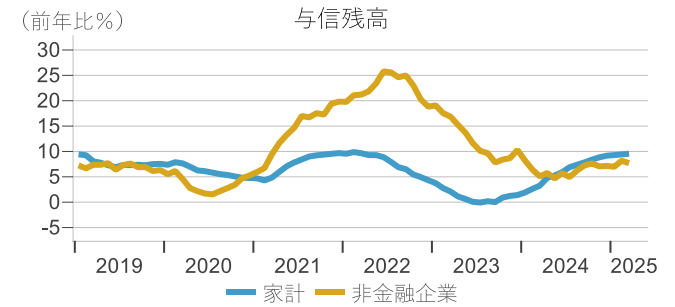
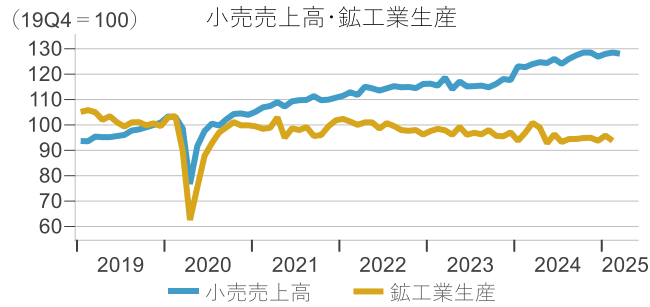


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

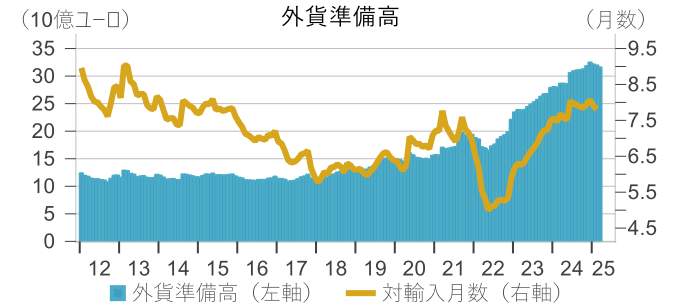
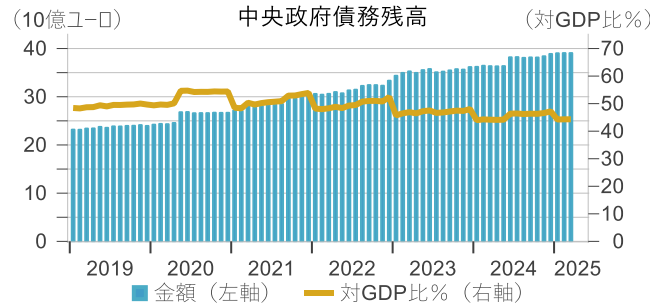
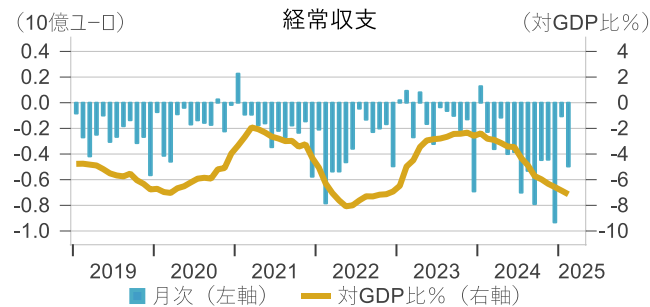
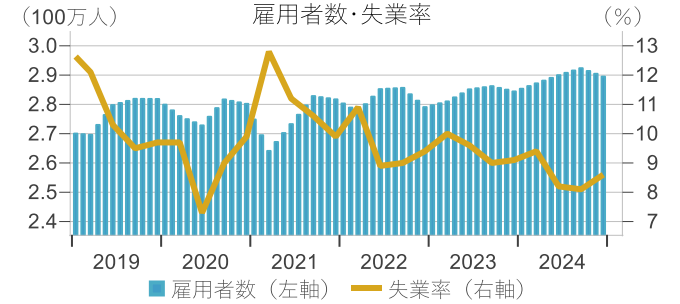
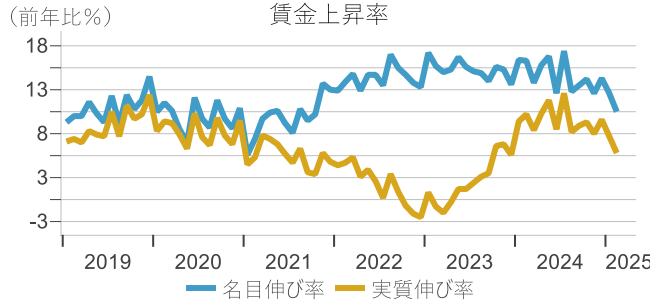
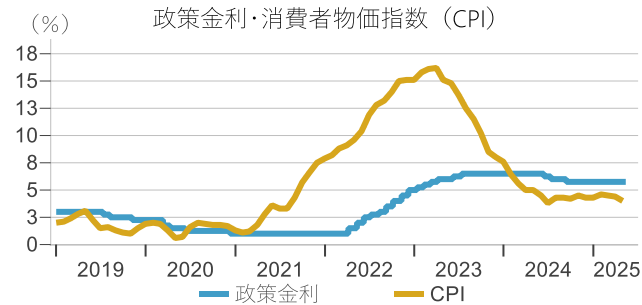
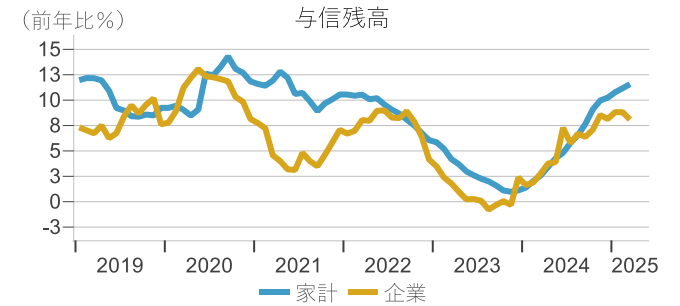
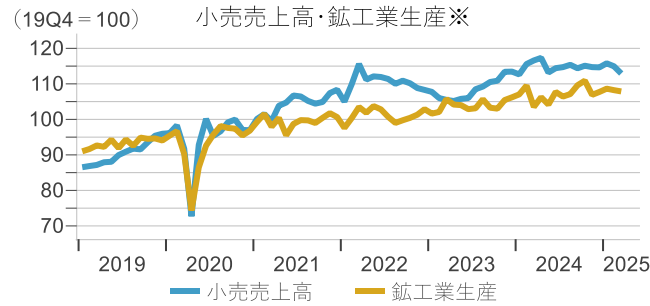
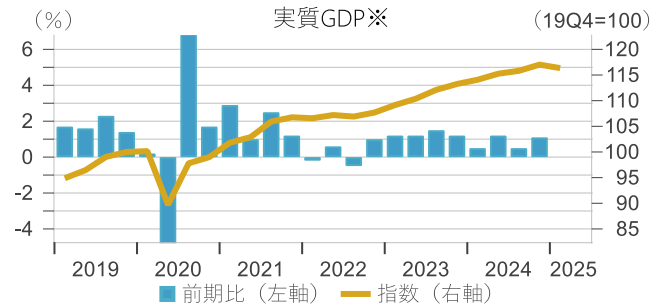
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

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			2026	
		Jun	Sep	Dec	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)



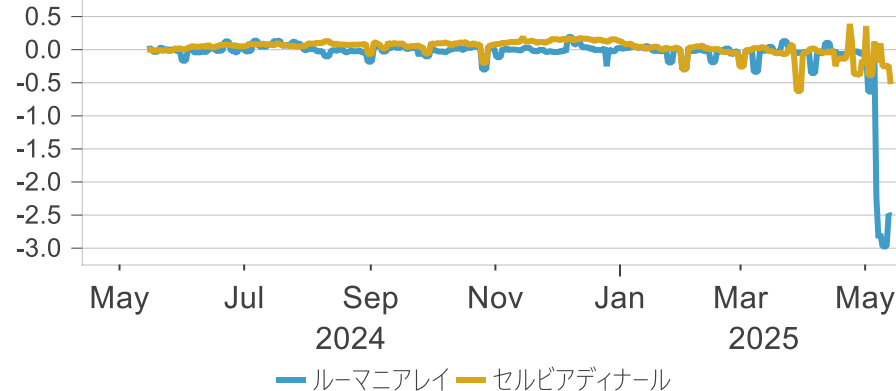
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURCZK)



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.