

中東欧通貨週報

2025年6月5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

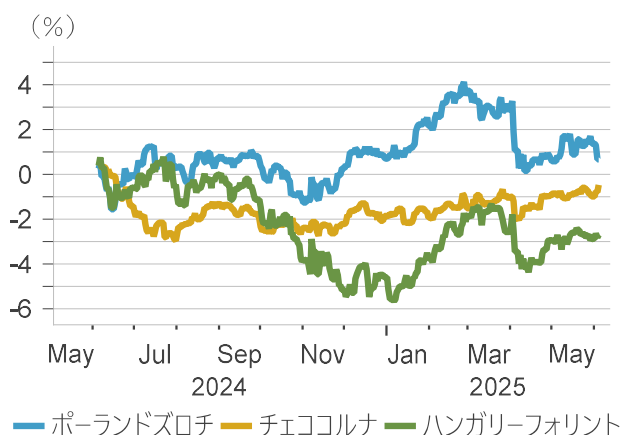
Private and confidential

MIZUHO

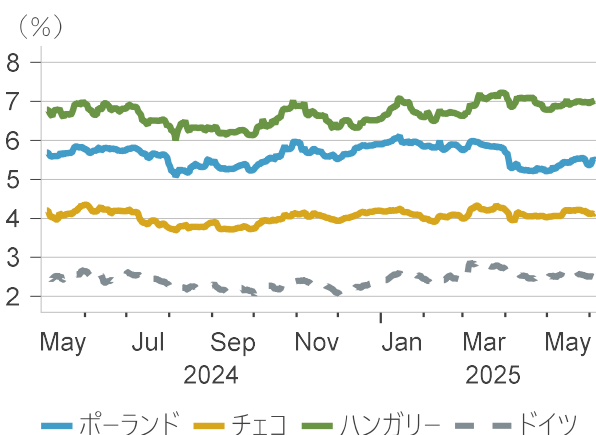
中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) ポーランド大統領選挙（決選投票）では、愛国主義を掲げ反EUの色彩が強い前政権与党「法と正義（PiS）」が推すナブツキ氏が勝利。（6月1日）。
 - ・ ナブツキ氏が50.89%、親EUのトゥスク首相の率いる中道与党「市民連合（KO）」のチャスコフスキ・ワルシャワ市長が49.11%の得票率となった。
 - ・ この結果は親EUのトゥスク政権には打撃であり、大統領職と首相の「ねじれ」は残り改革に対する障害となる。
 - ・ また、2027年11月までに行われる予定のポーランドの次期総選挙でPiSが再び政権を奪還するリスクが市場では意識されることとなると見られる。選挙結果を受け、ポーランドズロチは、対ユーロで下落。3日間で約1%下落。株式市場も下落している。
 - ・ トゥスク首相は2日のテレビ演説で、内閣信任投票の実施を求める方針を明らかに。大統領選敗北後も連立政権が崩壊する兆候は見られず、内閣への支持固めという意味合いが強いと見られる。
- 2) ポーランド国立銀行(NBP)は政策金利を5.25%で据え置いた。（6月4日）
 - ・ NBPは5月会合で50bpの利下げを決定したが、グラピンツキ総裁はデータを見極めながら緩やかなペースでの利下げを行っていく方針を示しており、今会合での金利据え置きは選挙前から広く予想されていた。
 - ・ 声明文には特段変化が見られず、焦点は翌6月5日のグラピンツキ総裁による記者会見に移っている。
- 3) 欧州委員会はポーランド、ハンガリー、ルーマニアを含むEU加盟国9か国が財政ルールに違反していると公表資料で示した。（6月4日）
 - ・ 9か国は財政赤字対GDP比率が3%を超えている。指定された国々は「過剰財政赤字手続（EDP）」に基づき、監視を受けることになる。欧州委員会と合意した財政目標を達成できない場合、最終的に罰金処分を受けることになる。改定前の財政ルールでは、実施に制裁が科された例はないが、昨年新たに改定されて以降の財政ルールの運用には不透明感が残る。とりわけ、ポーランドでは軍事費支出の増加が財政赤字拡大の最大の要因であり、ロシア・ウクライナ戦争勃発後の国際情勢を踏まえれば、必要不可欠な支出とも捉えられる。
 - ・ 逆にこうした事情が勘案されない場合、欧州再軍備化の流れに水を差す可能性。
 - ・ なお、9か国はベルギー、フランス、ハンガリー、イタリア、マルタ、ポーランド、スロバキア、ルーマニア、オーストリア。

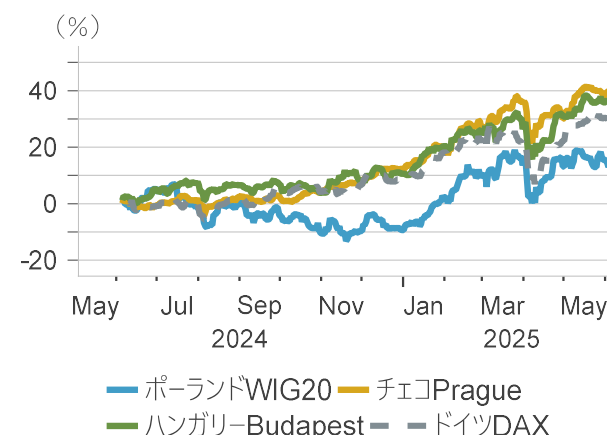
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り



株価指数 ユーロ換算後年間騰落率

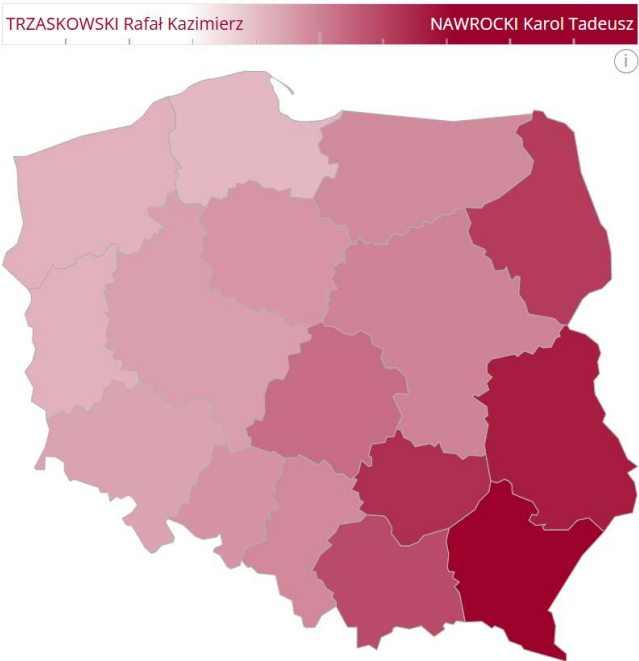


ポーランド大統領選挙は接戦の末、EU懐疑派が勝利。（6月1日）

ポーランド近現代史

1989年	社会主義体制からの転換
1999年	NATO加盟
2004年	EU加盟
2007年～2014年	ドナルド・トウスク氏が主導する市民プラットフォーム（PO）を中心とする連立政権が、市場寄りの改革を推進。EUとの経済的な結びつきを強める。
2014年～2023年	「法と正義」（PiS）が政権を奪還。経済発展や弱者支援では一定の成果が見られた一方で、司法制度に対する介入などでEUとの対立が強まる。欧州委員会は、ポーランドに対する補助金を一部凍結。
2023年10月	元ポーランド首相で、EU大統領も務めたドナルド・トウスク氏が主導する「市民連合（KO）」が総選挙で政権を奪還。2政党を交えた連立政権が発足。2024年2月には欧州委員会がポーランドに対する資金支援の凍結を解除。

ポーランド大統領選挙 決選投票結果（6月1日）



Candidates

Candidate	Number of votes	Percentage of votes
NAWROCKI Karol Tadeusz	10 606 877	50,89%
TRZASKOWSKI Rafał Kazimierz	10 237 286	49,11%

愛国主義を掲げ反EUの色彩が強い前政権与党「法と正義（PiS）」が推すナブロッツキ氏が50.89%、親EUのトウスク首相の率いる中道与党「市民連合（KO）」のチャスコフスキ・ワルシャワ市長が49.11%の得票率となり、ナブロッツキ氏の勝利に。この結果は親EUのトウスク政権には打撃であり、大統領職と首相の「ねじれ」は残り改革に対する障害となる。また、2027年11月までに行われる予定のポーランドの次期総選挙でPiSが再び政権を奪還するリスクが市場では意識されることとなると見られる。

【参考資料】EU加盟国 財政状況

EU加盟国 財政収支対GDP比率

	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
オーストリア	-5.0	-4.5	-4.4	-2.6	-2.8	-3.1	-3.3	-3.6	-3.9	-4.1
ベルギー	-6.1	-4.8	-4.2	-4.1	-4.2	-4.4	-4.7	-5.0	-5.3	-5.6
ブルガリア	-2.3	-4.0	-3.4	-2.3	-2.7	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
クロアチア	-3.8	-2.9	-1.3	-2.0	-3.0	-2.8	-2.7	-2.8	-2.8	-2.9
キプロス	-4.5	-3.3	0.2	0.4	2.2	1.8	1.5	1.3	1.2	1.3
チェコ	-4.3	-4.8	-3.3	-3.2	-1.7	-1.8	-1.7	-1.8	-2.1	-2.3
デンマーク	2.5	4.4	4.1	4.1	3.4	1.5	1.3	1.0	0.9	0.7
エストニア	-4.0	-4.3	-1.4	-1.1	-0.8	-1.2	-1.2	-1.3	-1.4	-1.4
EU	-4.8	-5.3	-3.6	-3.2	-2.8	-2.6	-2.8	-3.0	-3.2	-3.3
ユーロ圏	n/a	n/a	n/a	-3.2	-2.7	-2.5	-2.6	-2.9	-3.0	-3.2
フィンランド	-3.9	-2.4	0.0	-1.5	-1.9	-1.6	-1.7	-1.9	-2.1	-2.3
フランス	-4.8	-5.7	-4.8	-5.4	-6.1	-5.0	-5.4	-5.6	-5.8	-5.9
ドイツ	-2.9	-3.0	-2.0	-2.1	-1.4	-1.3	-1.4	-1.6	-1.8	-1.9
ギリシャ	-5.1	-4.4	-2.5	-1.6	-1.3	-1.2	-1.1	-1.0	-0.8	-1.0
ハンガリー	-5.8	-6.8	-7.3	-6.4	-4.8	-4.1	-4.0	-4.1	-4.2	-4.4
アイルランド	-2.2	-3.3	-3.7	1.0	2.9	2.1	1.9	1.7	1.7	1.6
イタリア	-5.1	-8.5	-9.3	-8.2	-4.3	-3.8	-3.9	-4.2	-4.4	-4.7
ラトビア	-3.6	-7.2	-5.0	-2.6	-2.6	-2.8	-3.0	-3.2	-3.3	-3.3
リトアニア	-6.9	-1.9	-1.2	0.1	-1.2	-1.7	-2.1	-2.4	-2.6	-2.8
ルクセンブルク	-2.1	0.2	0.1	0.7	1.1	0.7	0.8	0.7	0.6	0.4
マルタ	-5.7	-6.8	-4.4	-4.6	-3.9	-3.2	-2.9	-2.9	-2.8	-2.8
オランダ	-1.3	-1.9	-1.2	-1.0	0.2	-0.9	-1.0	-1.3	-1.4	-1.6
ポーランド	-6.0	-2.4	-4.5	-4.6	-5.3	-5.4	-5.5	-6.1	-6.5	-6.8
ポルトガル	-1.7	-1.4	-0.7	1.1	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	-0.2
ルーマニア	-7.5	-6.2	-6.2	-6.2	-7.4	-7.4	-7.4	-8.0	-8.5	-8.9
スロバキア	-4.5	-5.3	-2.0	-5.0	-5.5	-4.5	-4.9	-5.5	-5.8	-6.2
スロベニア	-6.0	-6.1	-4.3	-3.1	-2.3	-2.1	-2.3	-2.5	-2.7	-3.0
スペイン	-3.8	-4.1	-4.8	-3.9	-3.6	-3.2	-3.3	-3.5	-3.7	-3.9
スウェーデン	-0.7	0.0	0.9	0.2	-0.7	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3

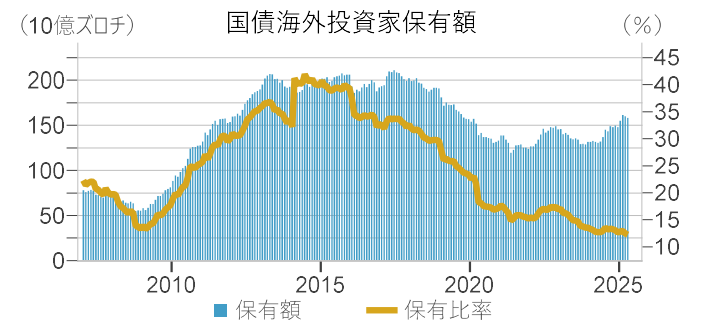
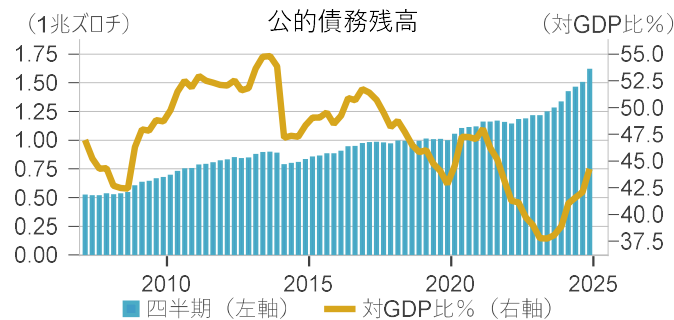
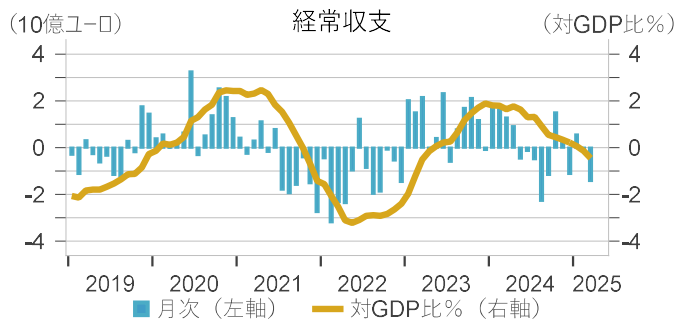
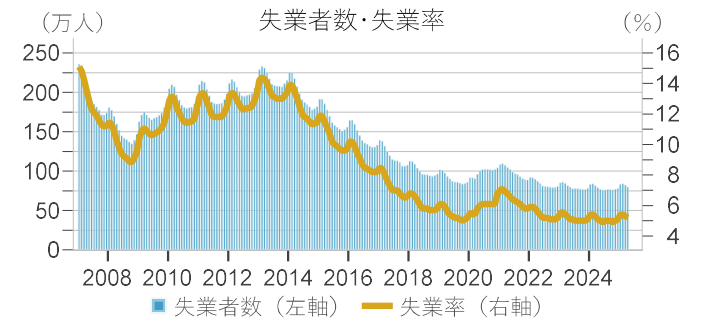
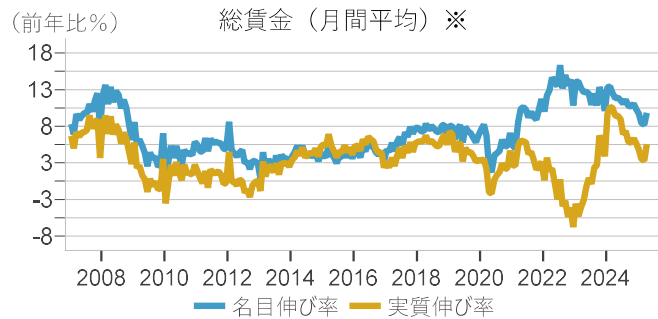
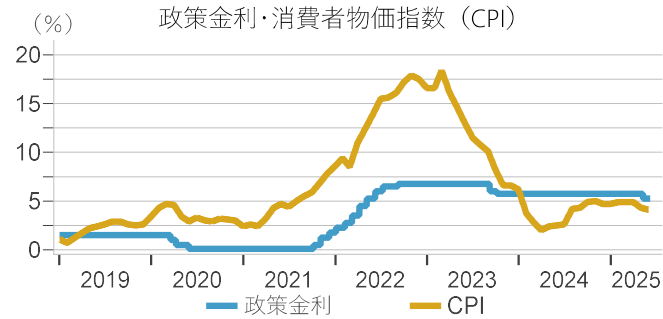
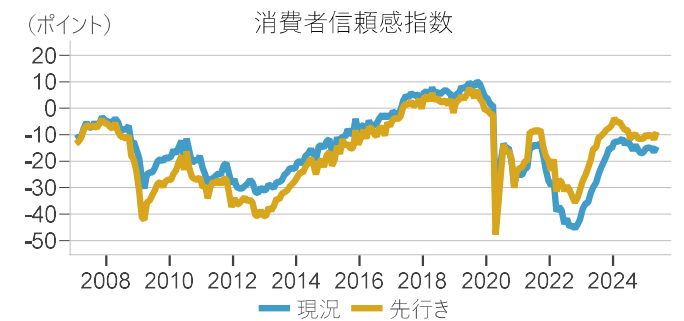
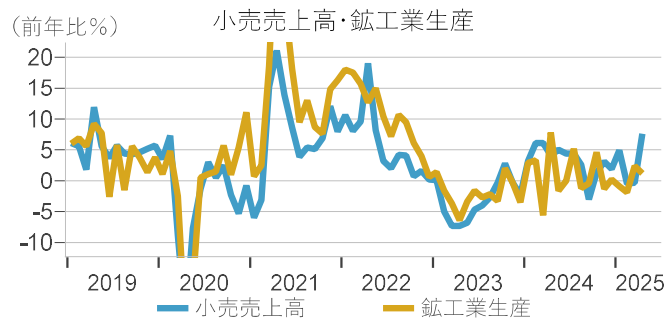
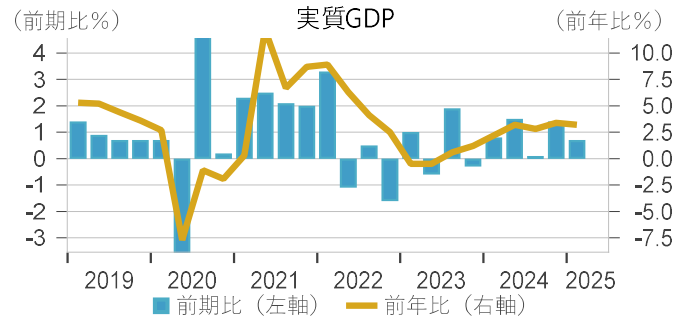
(出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ)

EU加盟国 政府総債務対GDP比率

	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
オーストリア	83	82	78	79	80	81	82	83	85	86
ベルギー	112	108	103	103	103	105	107	109	110	112
ブルガリア	25	24	23	23	25	23	24	26	28	30
クロアチア	87	78	69	62	57	56	56	56	57	58
キプロス	114	99	81	74	66	61	57	53	50	46
チェコ	38	42	43	42	43	44	45	45	45	46
デンマーク	42	36	34	34	31	29	28	27	25	24
エストニア	19	18	19	20	23	24	25	26	27	27
EU	94	92	86	90	82	83	84	84	84	85
ユーロ圏	n/a	n/a	n/a	90	89	90	90	90	91	91
フィンランド	75	73	74	77	83	85	85	87	88	89
フランス	115	113	111	110	113	115	117	120	123	126
ドイツ	68	69	65	63	63	63	63	63	63	63
ギリシャ	206	195	177	164	153	147	142	138	136	133
ハンガリー	79	77	74	73	75	75	74	74	75	76
アイルランド	58	54	43	43	42	38	37	33	30	27
イタリア	155	147	138	135	137	138	139	140	141	143
ラトビア	42	44	44	45	48	50	52	53	55	56
リトアニア	46	43	38	37	38	41	45	45	46	47
ルクセンブルク	25	25	25	26	28	28	27	27	26	25
マルタ	53	54	49	47	50	50	50	50	49	48
オランダ	55	52	48	45	43	44	47	46	46	46
ポーランド	57	54	49	50	55	59	63	66	69	72
ポルトガル	135	125	111	98	96	93	91	87	85	82
ルーマニア	47	49	48	49	52	56	60	64	68	73
スロバキア	59	61	58	56	59	60	62	65	68	72
スロベニア	80	74	73	68	67	64	63	62	62	62
スペイン	120	117	110	105	102	101	101	101	101	102
スウェーデン	40	36	34	32	33	33	32	31	30	30

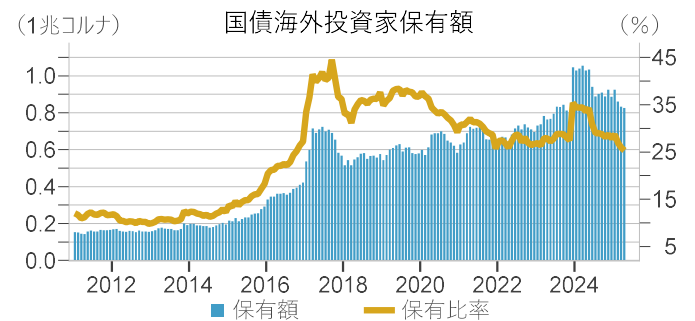
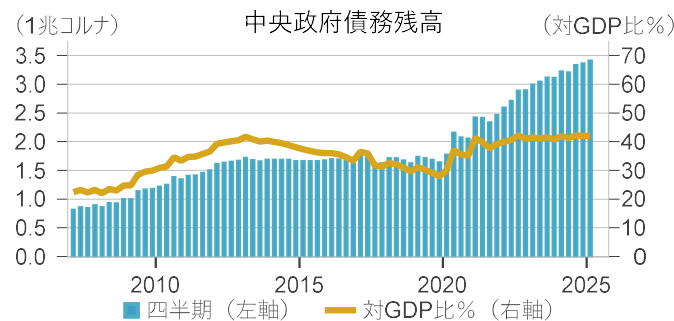
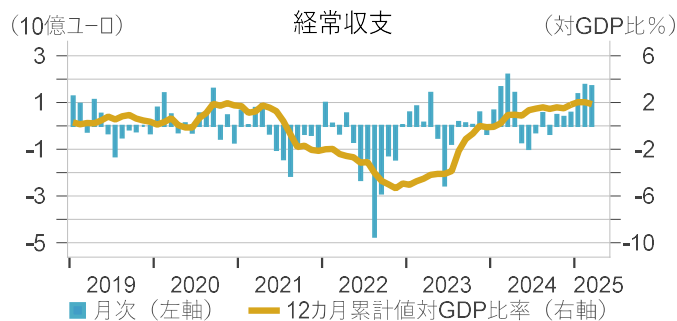
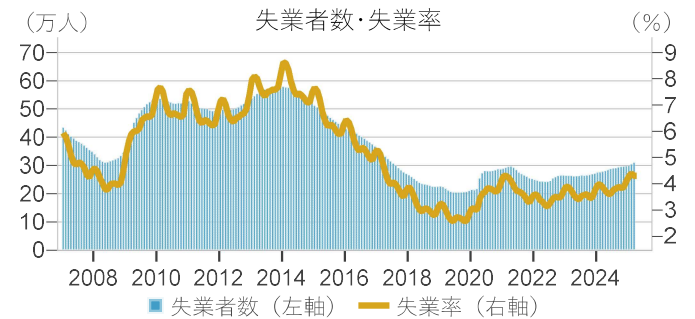
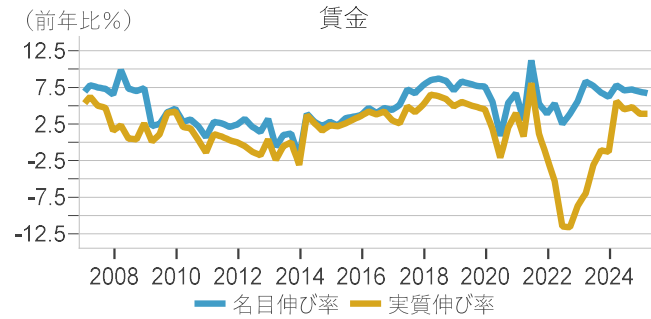
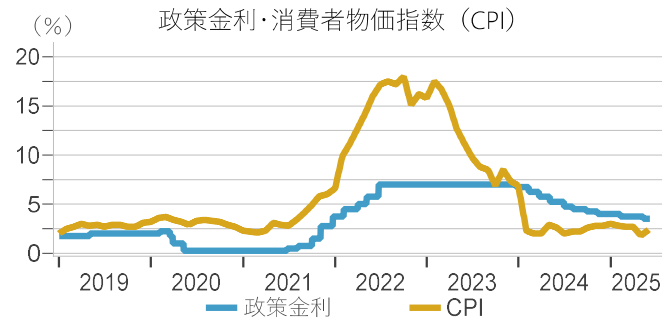
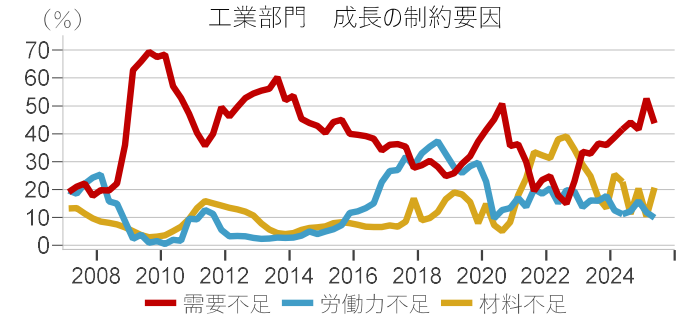
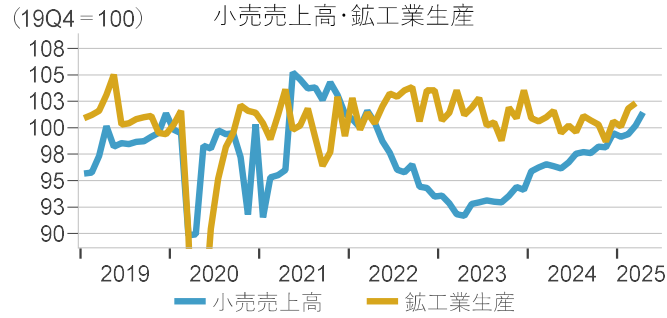
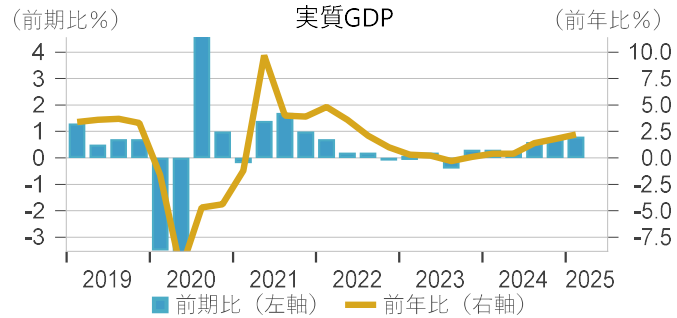
(出所：欧州委員会、マクロボンド、みずほ)

ポーランド 主要経済指標



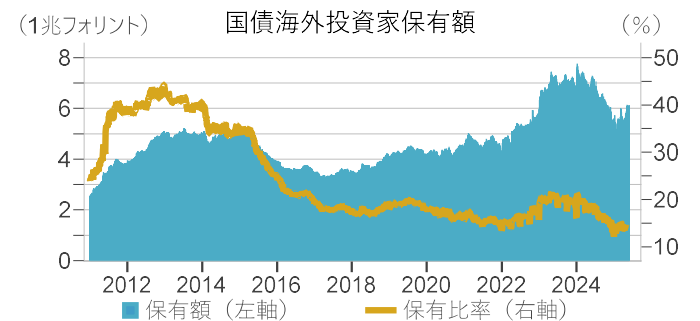
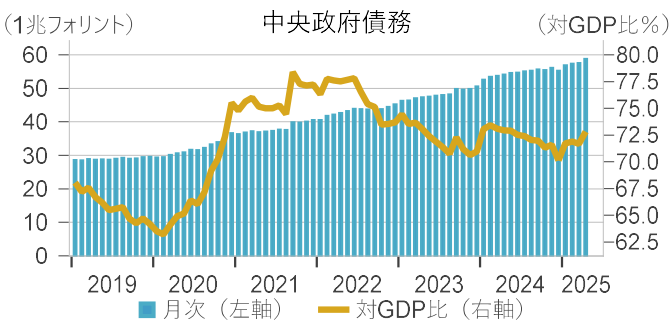
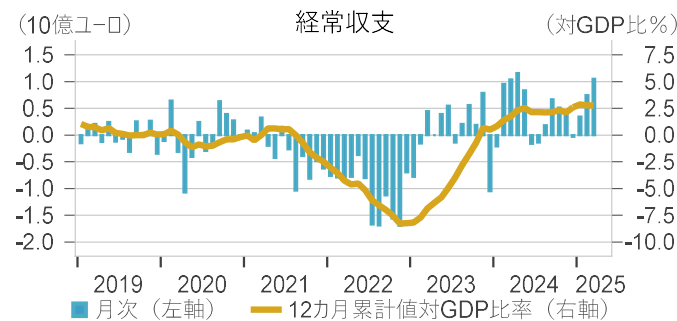
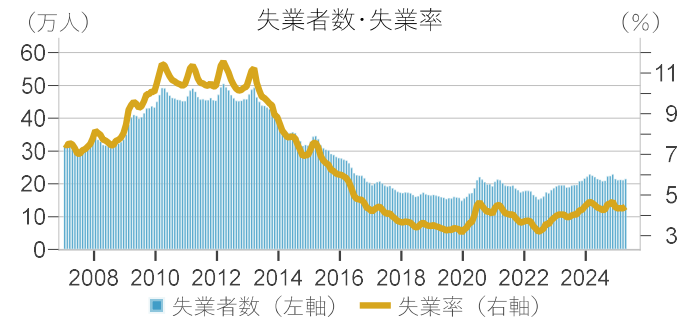
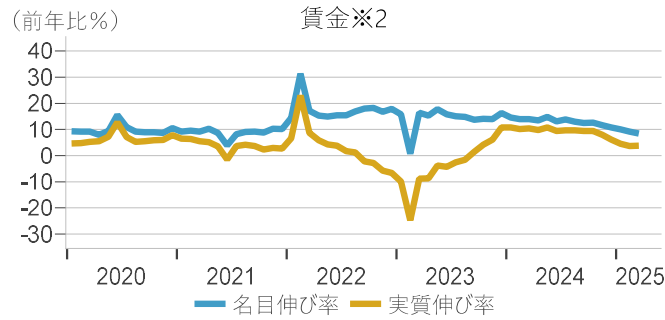
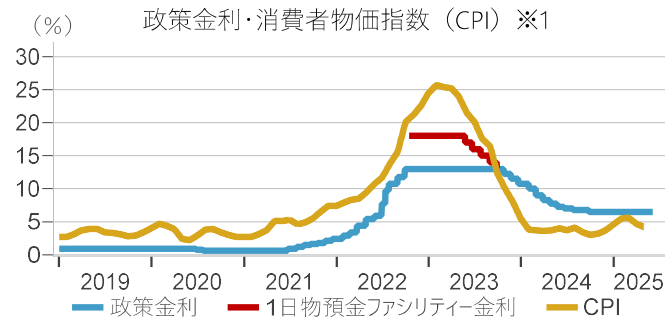
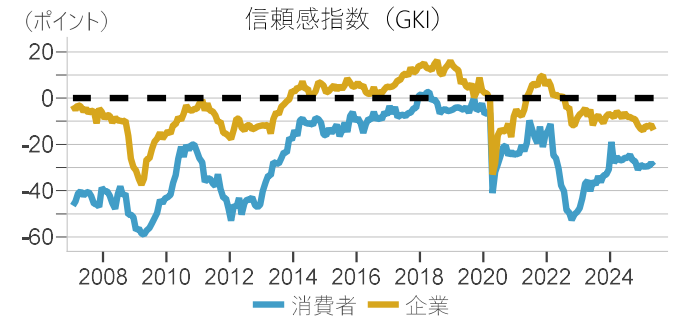
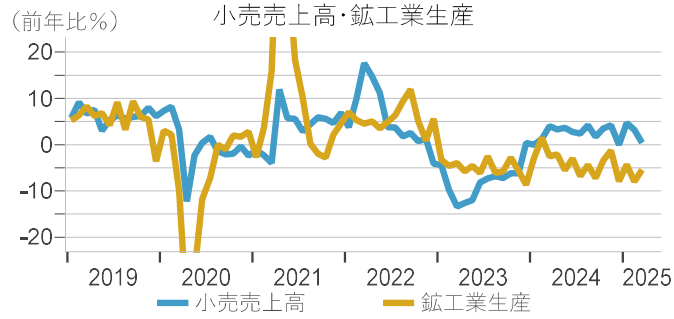
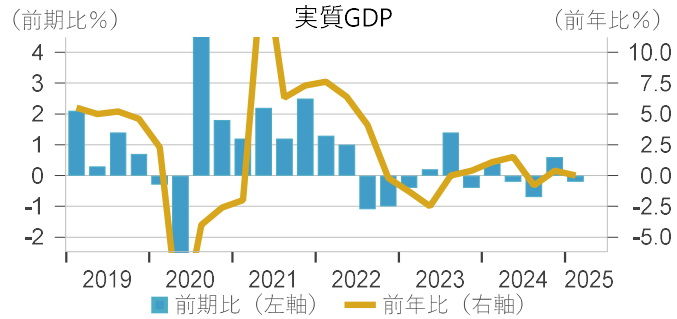
※実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

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

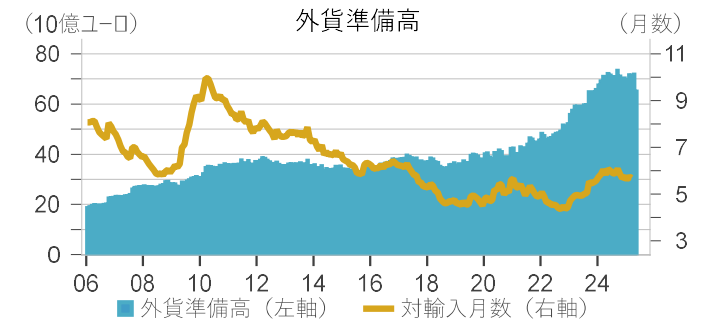
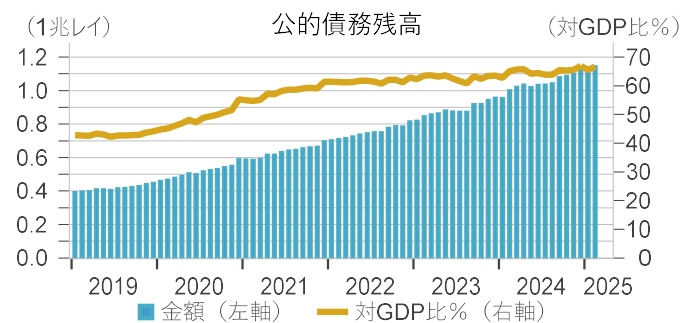
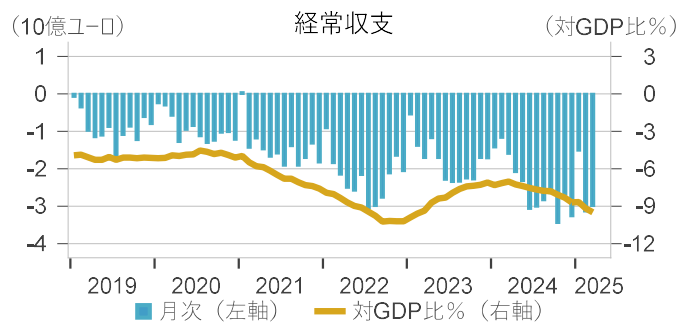
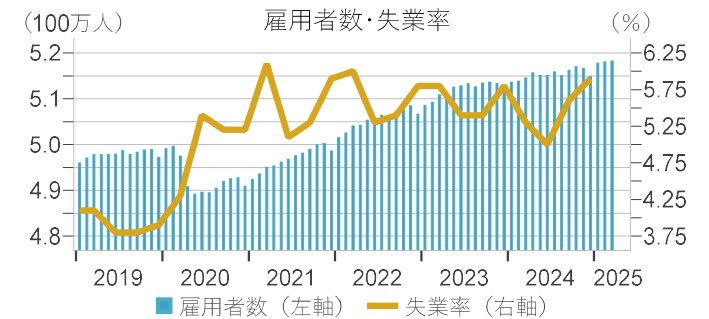
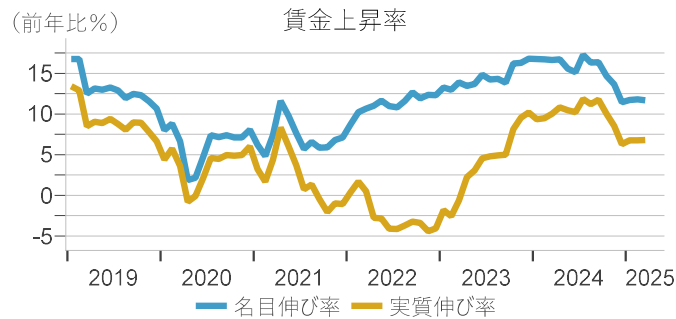
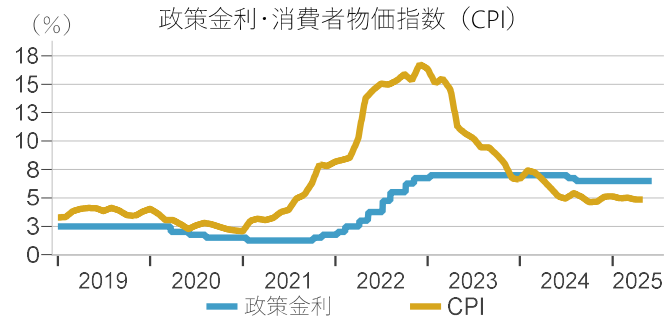
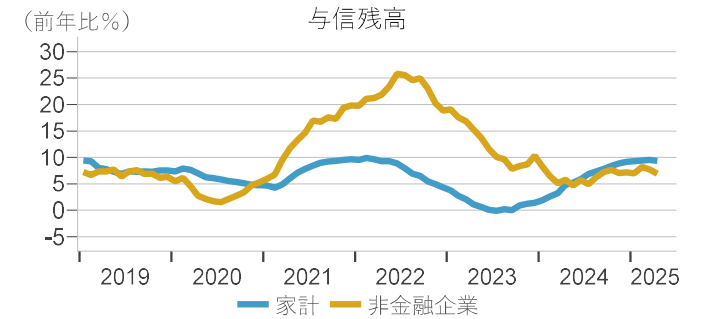
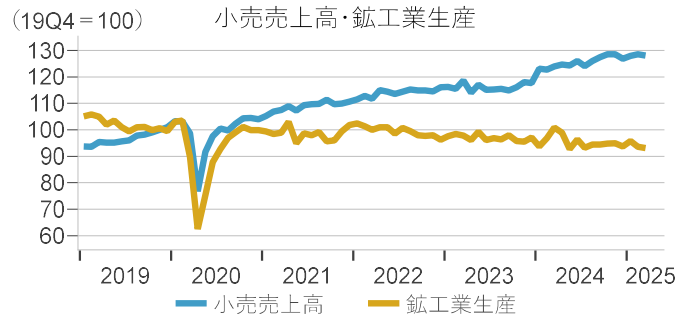


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

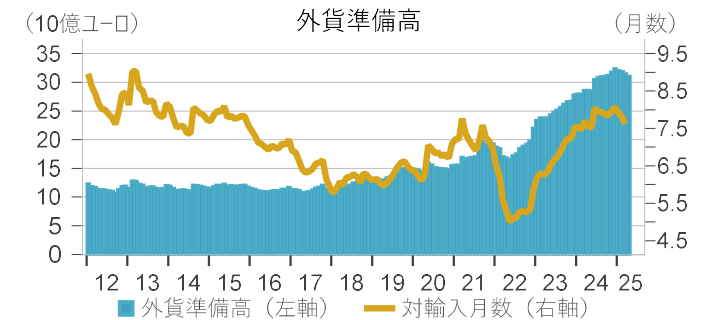
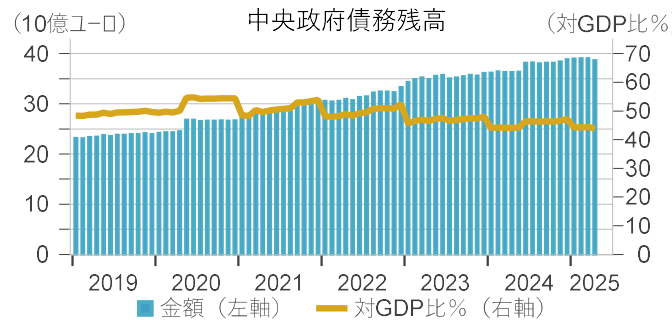
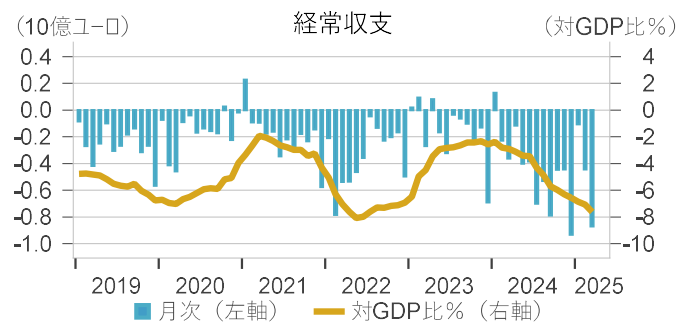
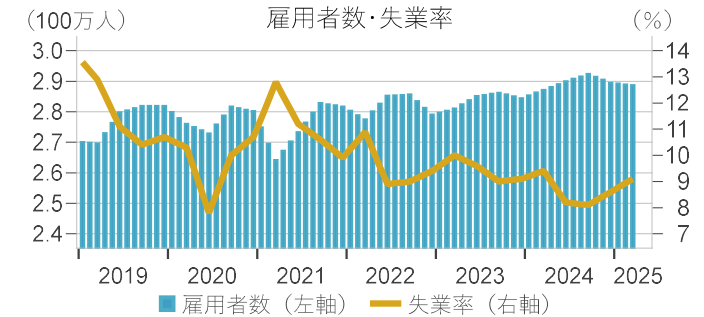
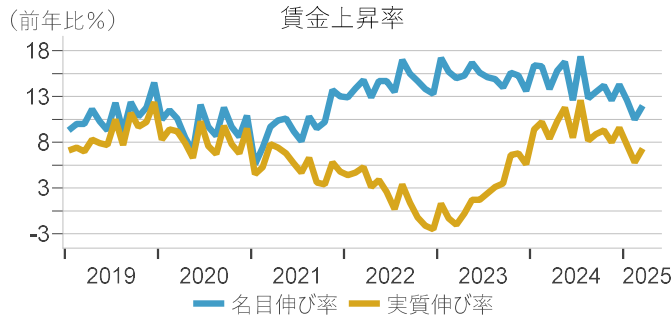
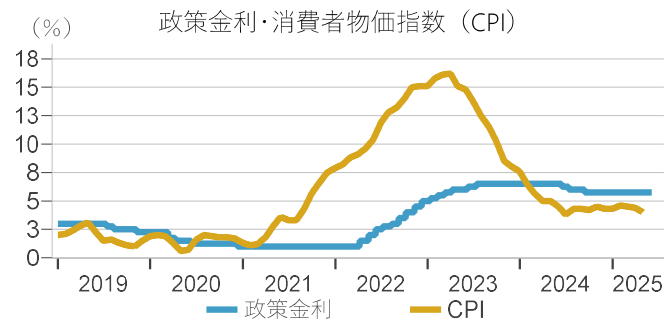
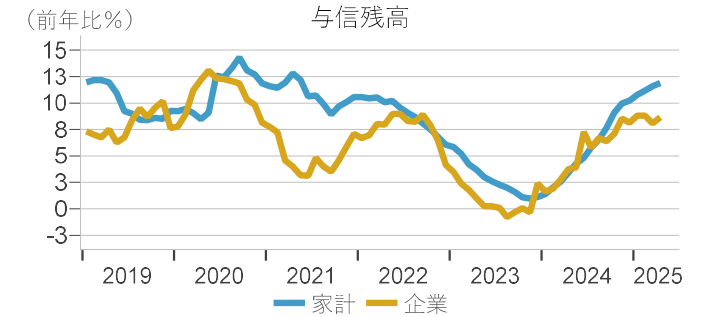
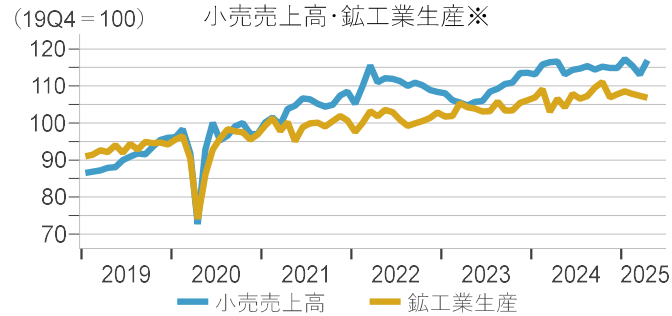
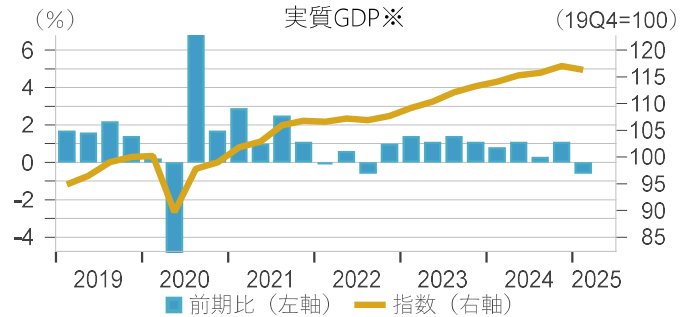
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

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 政治リスクが意識されるも高金利や底堅い経済状況が支えに

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2025 Jun	Sep	Dec	2026 Mar	Jun
EUR/PLN	4.24	4.27	4.26	4.24	4.22	4.20
EUR/CZK	24.94	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6
EUR/HUF	404	406	408	410	412	414
EUR/RON	5.05	5.06	5.08	5.10	5.11	5.12

注：見通しは2025年5月30日時点。

- 5月の中東欧通貨は、6月はじめにポーランドでの大統領選挙（決選投票）を控え政治リスクが意識されるも、各通貨は総じて横ばいの推移となった。
- ポーランド国立銀行は5月8日の会合で政策金利を50bp引き下げて5.25%とした。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アイにさらなる利下げを実施する可能性があるとして述べたが、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。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。一方、6月1日に控える大統領選挙（決選投票）の結果次第では、ズロチは大きく上下に動くことが想定される。とはいえ、為替市場の動向を決定づける最大の要因は金利や経済状況であり、ポーランド国立銀行の利下げ後もなお欧州中央銀行（ECB）との金利差は大きいこと、ポーランドの堅調な国内景気や、国際収支の安定といった良好なファンダメンタルズが、ズロチのサポート材料になるという構図は選挙結果の如何にかかわらず変わらないだろう。
- チェコで5月13日に発表されたコア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した。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が大きい。チェコでも10月はじめに総選挙を控え、EU懐疑派の政権奪還のリスクが意識されつつある。選挙が近づくにつれ、コロナも神経質な展開となることが想定される。
- ハンガリー国立銀行は5月27日の金融政策決定会合で市場予想通り政策金利を6.5%で据え置いた。据え置きは8会合連続となる。ヴァルガ総裁は、家計のインフレ期待は依然として年率8%を超えていること、変動の激しい食品やエネルギー価格を除いたコアインフレ率が4月に前年比+5%と高水準となったことなどを挙げ、利下げが検討できる状況には無いと述べている。短期金利市場では、なおもハンガリー中銀の年内の利下げ再開が織り込まれた状況にあるが、今回の政策決定を受けてややフォロントは対ユーロで上昇している。

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）



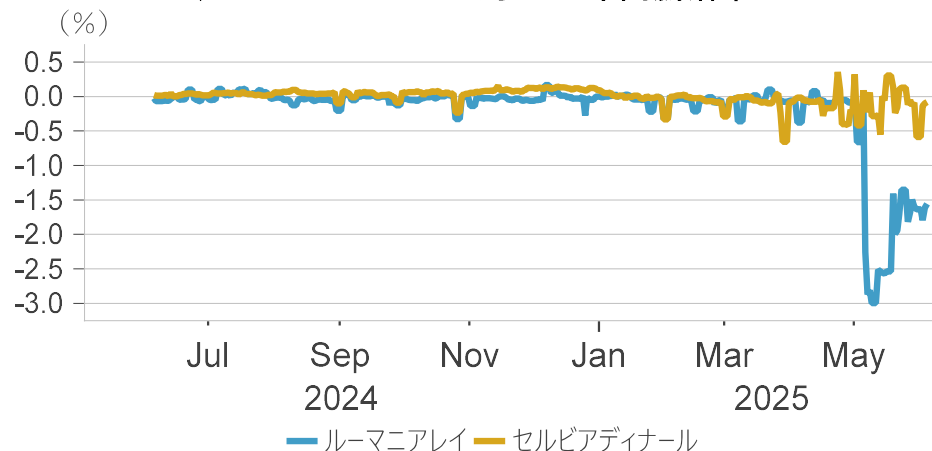
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



ハンガリーフォリント（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）



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.