

# 中東欧通貨週報

2025年1月20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

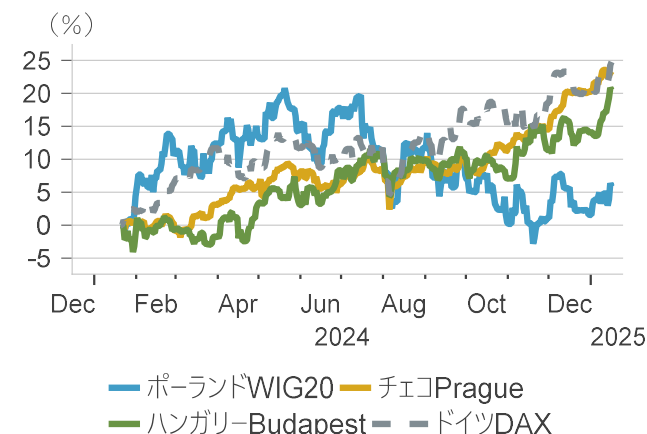
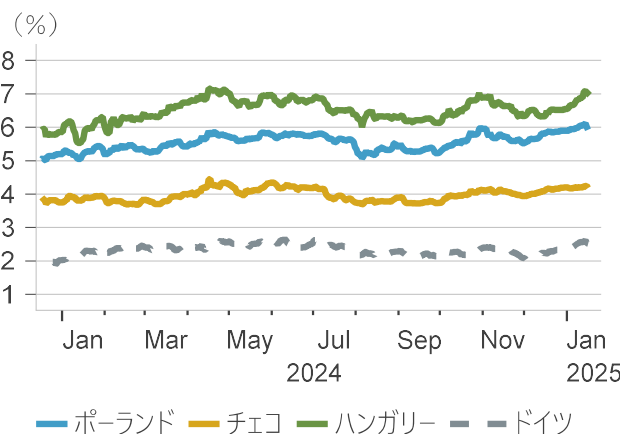
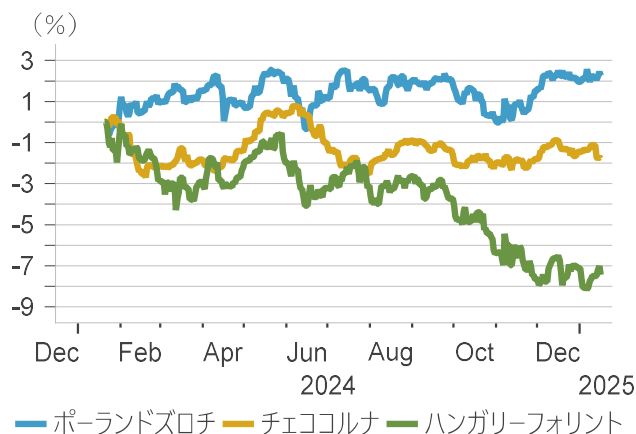
# 中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) ポーランドの大統領選挙は5月18日に実施されると発表。（1月8日）
  - ・ 決選投票は6月1日に実施される。
  - ・ 大統領選挙は、ポーランド政治における2025年最大のイベント。トウスク首相の与党市民連合（KO）は2020年の大統領選挙で現職のドゥダ氏に僅差で敗れた首都ワルシャワのトシャスコフスキ市長を候補に立てている。対する最大野党の法と正義（PiS）は、国家記憶研究所（IPN）の代表であるカロル・ナウロツキ氏を候補に立てている。
  - ・ ポーランドの大統領は予算を含む所要の法案の承認や高官人事で拒否権を持っている。現職のドゥダ大統領はPiSをバックボーンとしており、2024年12月に発足したKO主導の政権の政治運営を妨害しているとして批判を受けてきた。
- 2) ポーランド国立銀行は政策金利を5.75%で据え置き（1月16日）
  - ・ 12月のCPI下振れにも関わらず、ポーランド中銀はインフレ警戒姿勢を崩していない。グラピンツキ総裁は翌17日の記者会見の中で、現政権の財政政策が緩和的すぎると批判し、利下げの余地は限られると述べている。
  - ・ もっとも、グラピンツキ総裁が利下げを渋る動機として、5月に実施される大統領選挙を前に、現政権にとって追い風となる金融緩和を行うことを避けようとする見方があるのではないかと批判は根強い。
- 3) ルーマニア大統領選は今年5月4日にやり直しの選挙が行われることに。（1月16日）
  - ・ 昨年11月に行われた選挙では、ロシア寄りの姿勢を示すジョルジエスク氏がSNSのTikTokを活用して知名度を高めて首位となり、決選投票に進んだが、ロシアによる選挙干渉の疑いが持たれてきた。
- 4) 中東欧通貨は年末年始にまちまちな動き。
  - ・ 12月コアCPIの下振れもあり追加利下げ観測の高まりからチェココルナが下落。ハンガリーフォリントは行ってこいの展開。ポーランドズロチは底堅く推移している。

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

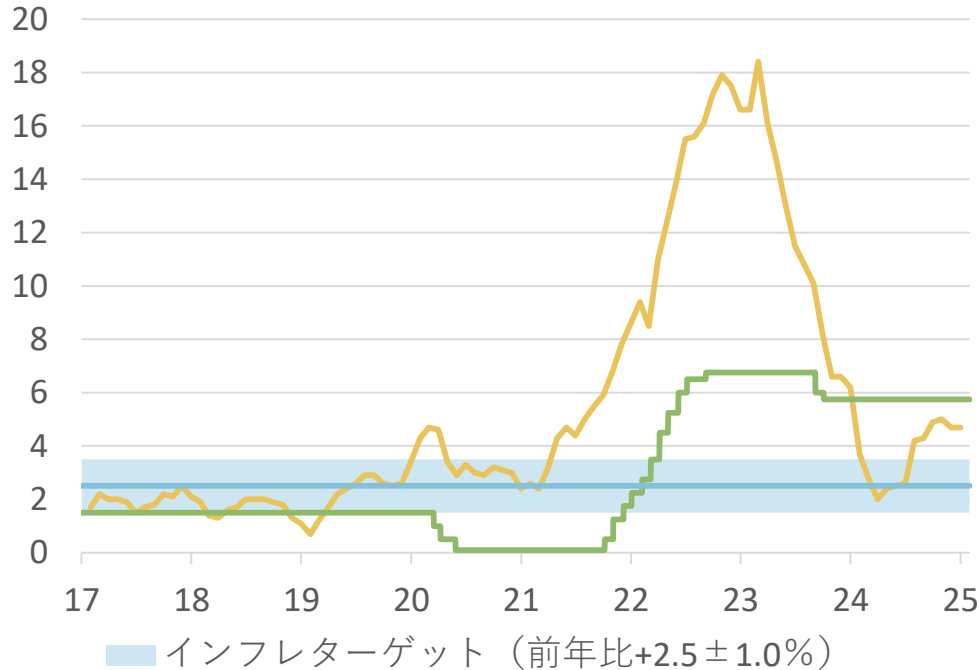
株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



# ポーランド国立銀行は政策金利を5.75%で据え置き（1月16日）

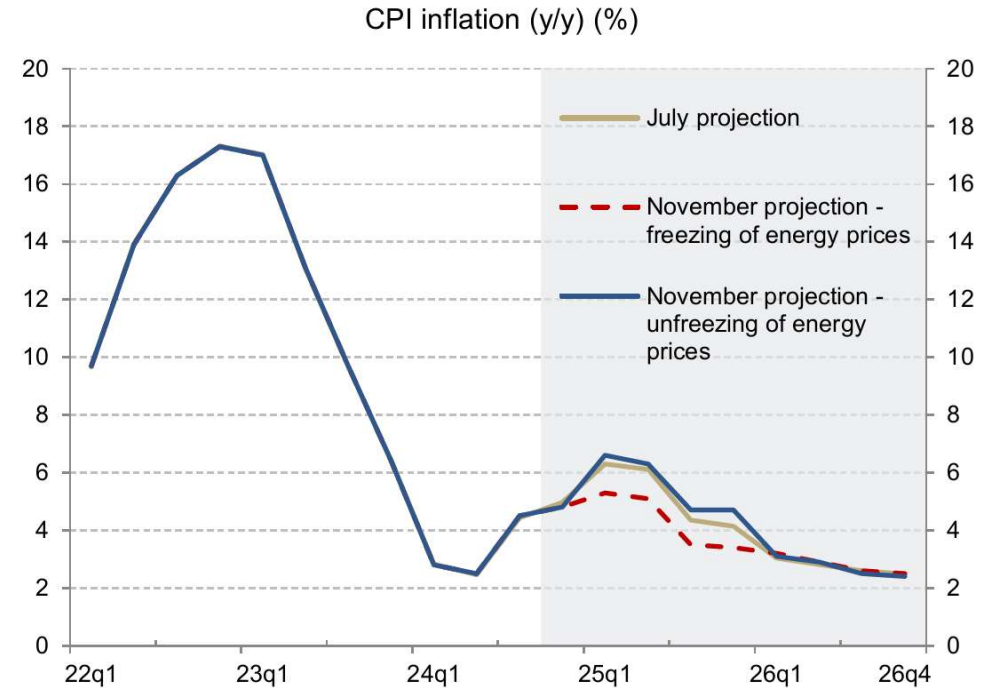
## ポーランド 消費者物価指数（CPI）と政策金利

（%、前年比%）



（出所：ポーランド統計局、ブルームバーグ、みずほ）

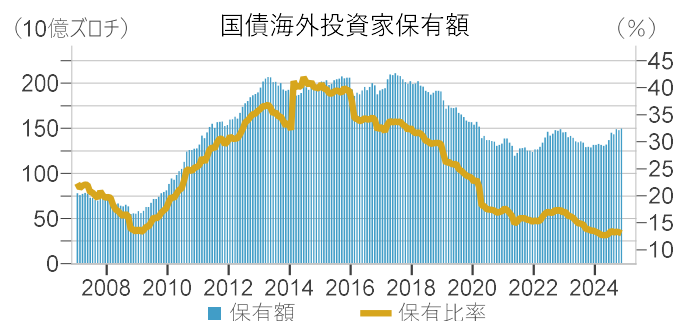
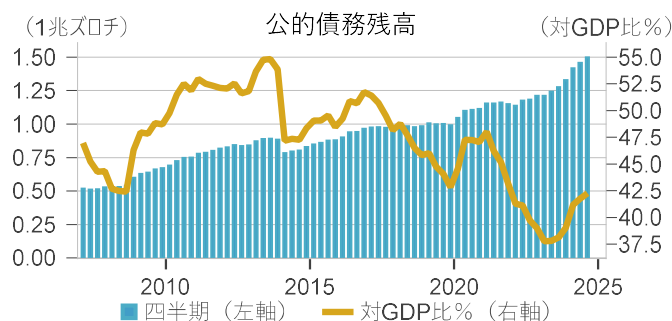
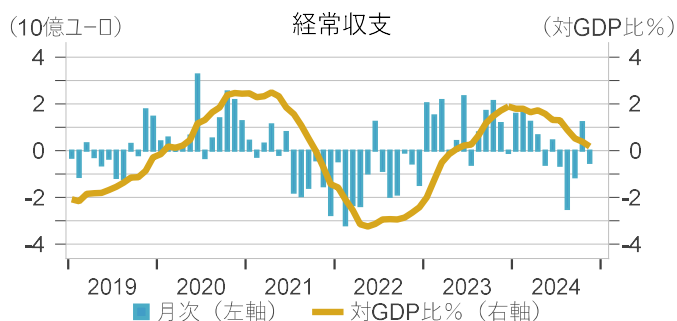
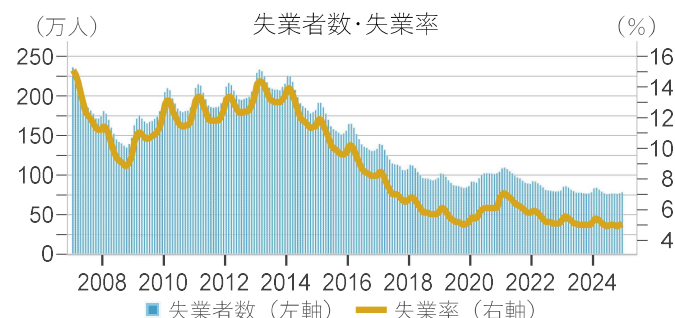
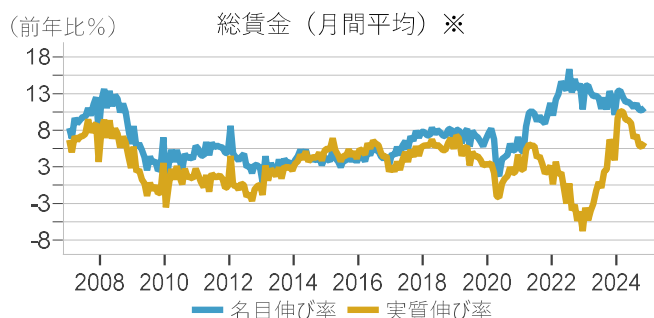
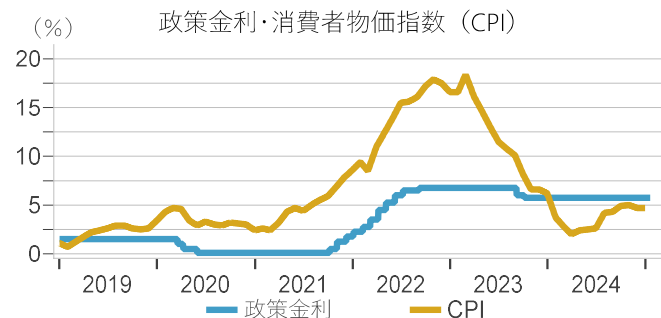
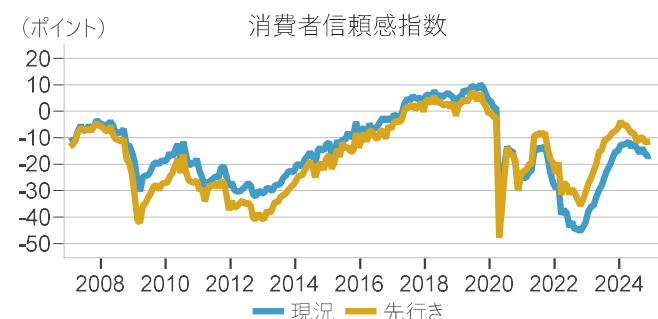
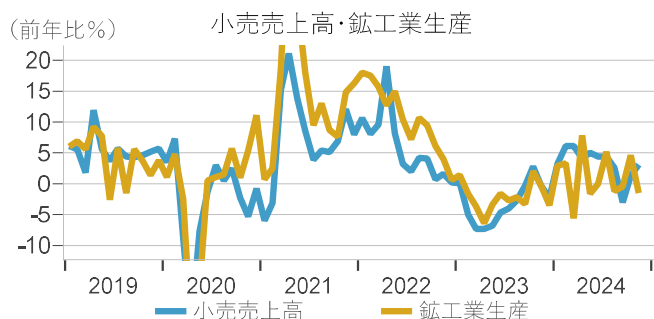
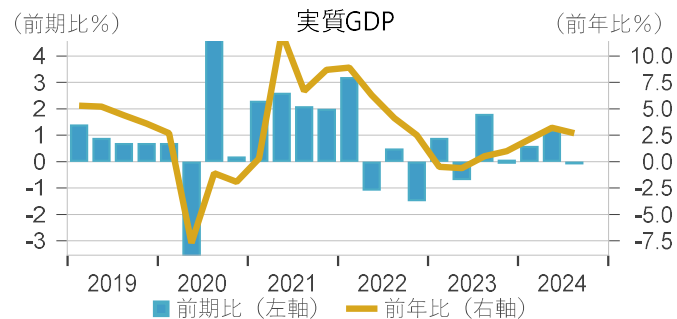
## ポーランド国立銀行のインフレ予測



（出所：ポーランド国立銀行2024年11月インフレーションレポート）

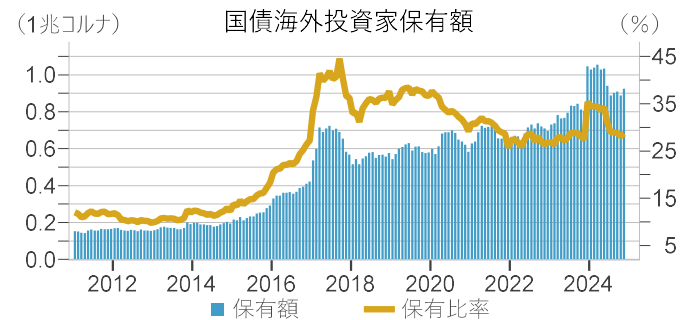
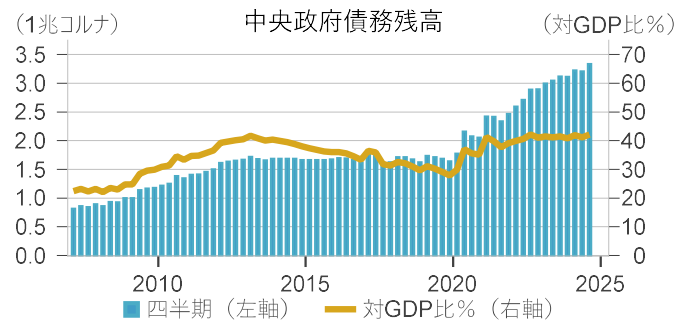
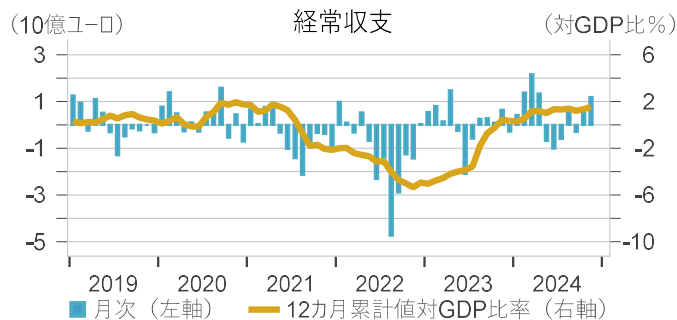
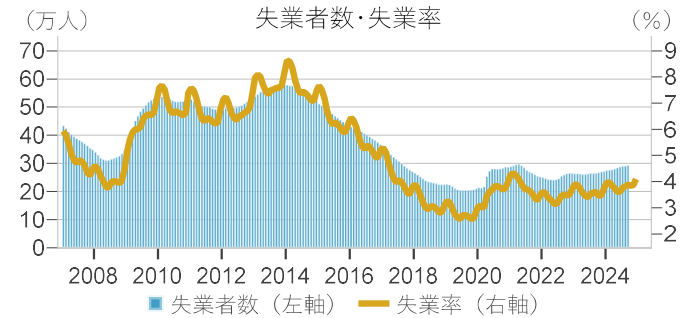
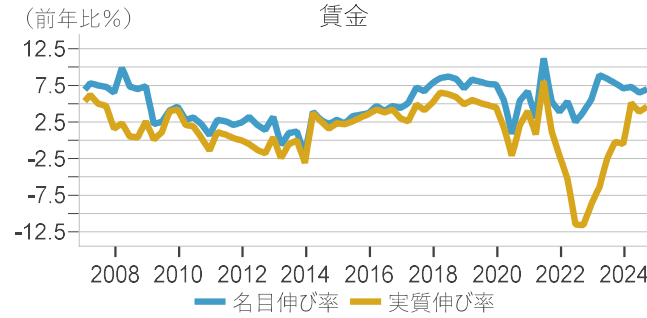
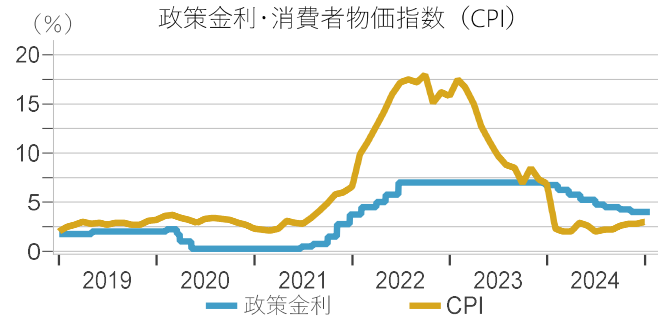
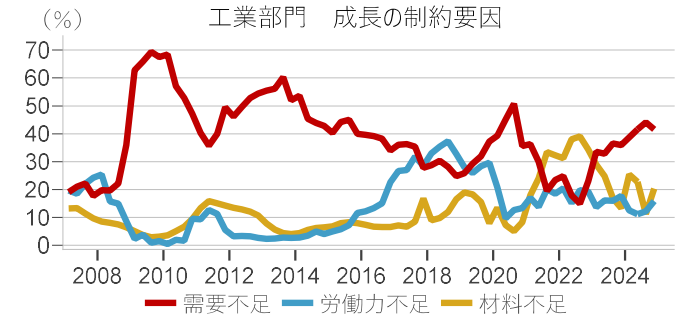
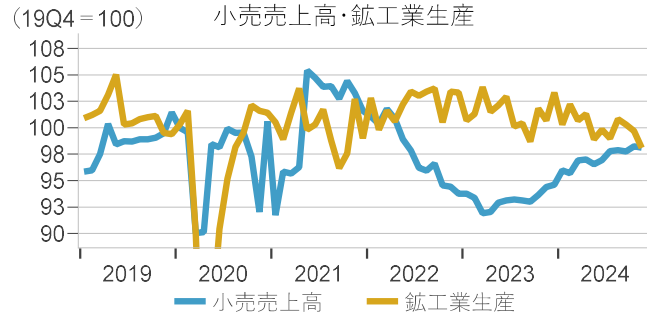
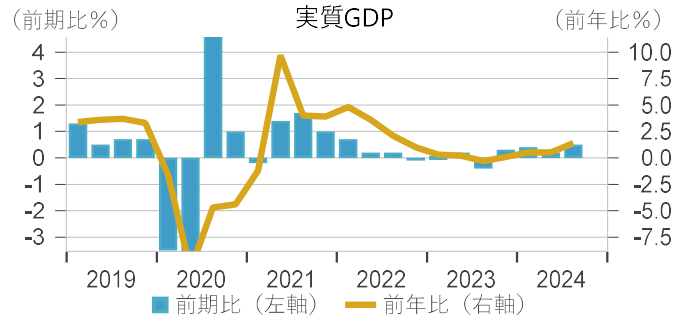
12月のCPI下振れにも関わらず、ポーランド中銀はインフレ警戒姿勢を崩していない。グラピンツキ総裁は翌17日の記者会見の中で、現政権の財政政策が緩和的すぎると批判し、利下げの余地は限られると述べている。

# ポーランド 主要経済指標



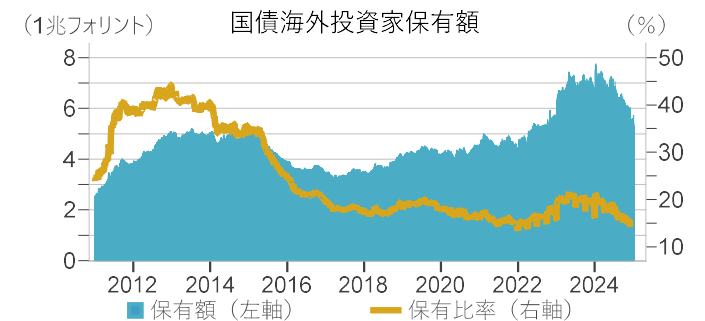
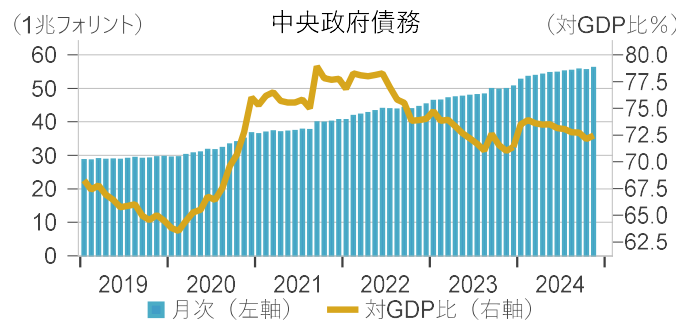
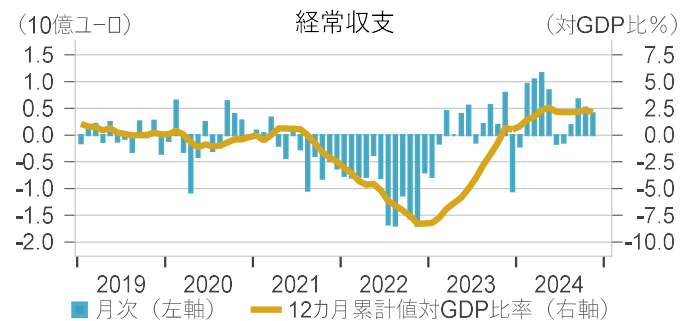
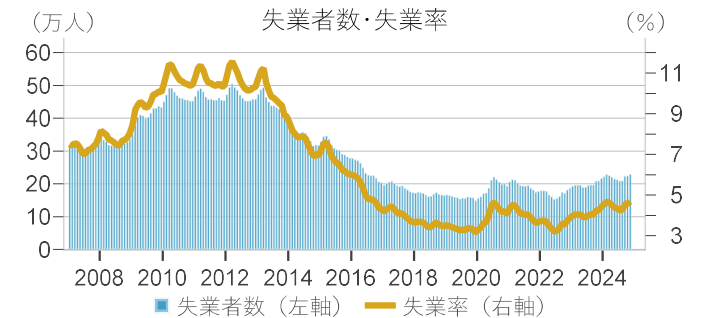
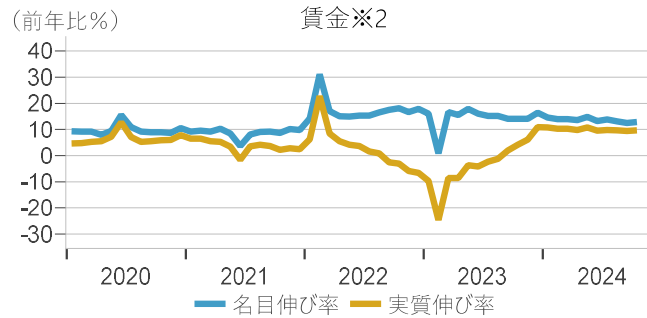
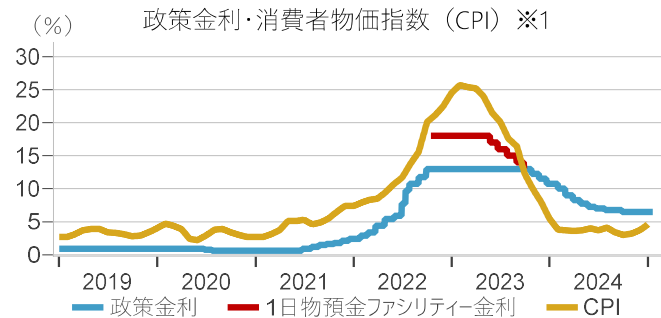
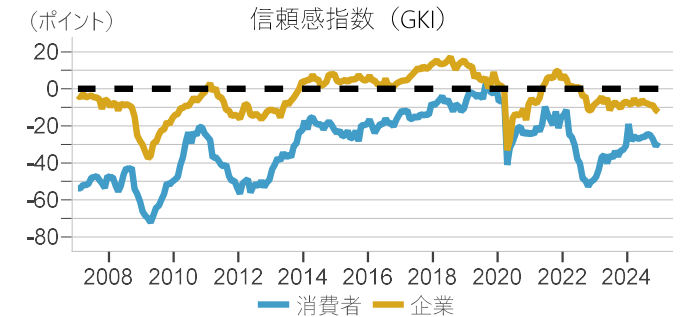
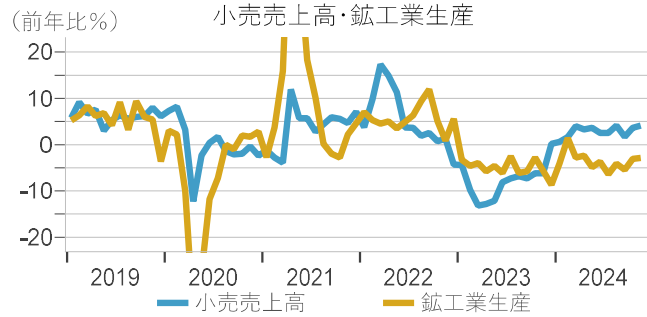
※実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。  
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

# 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

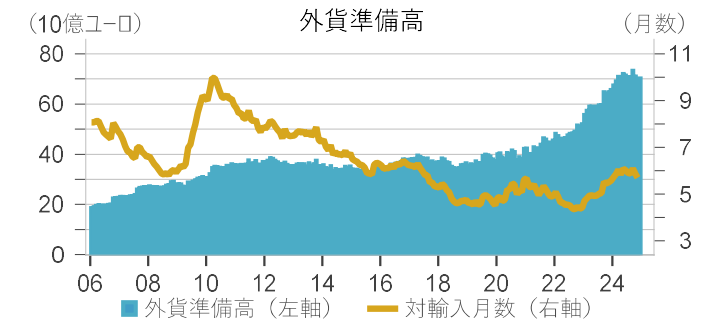
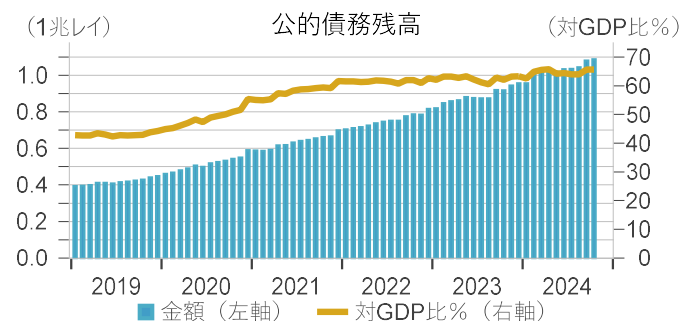
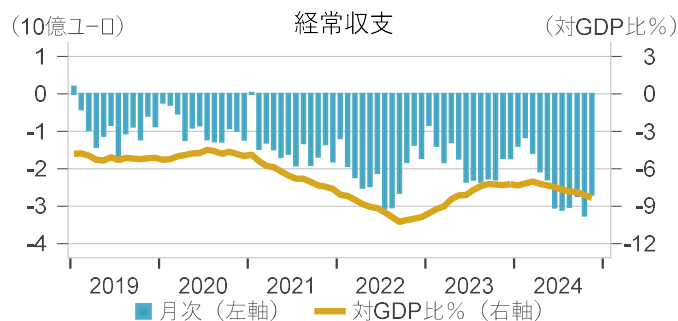
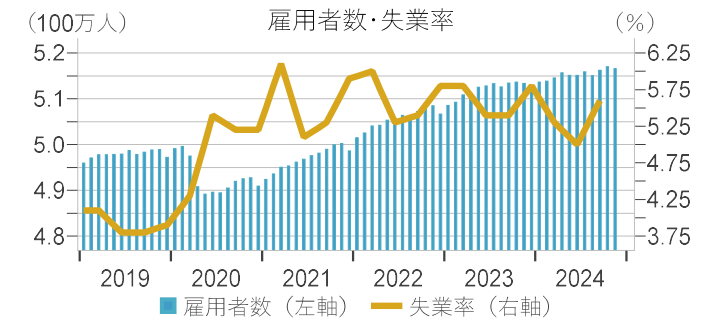
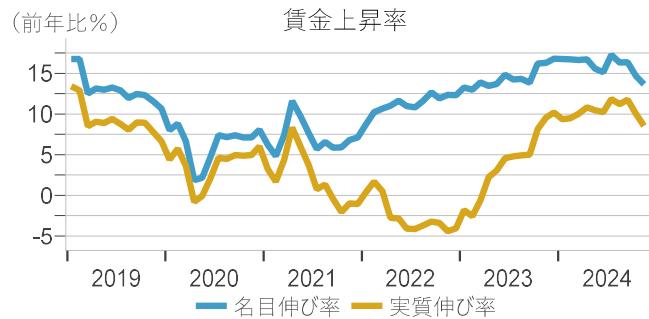
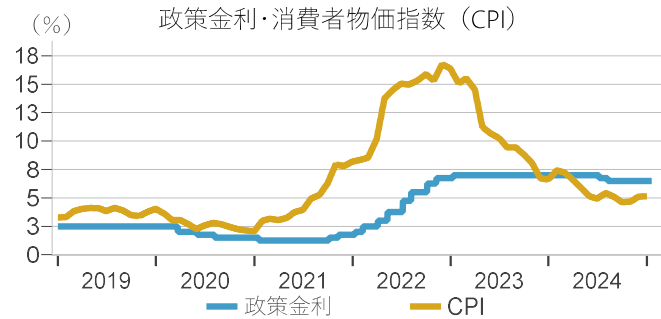
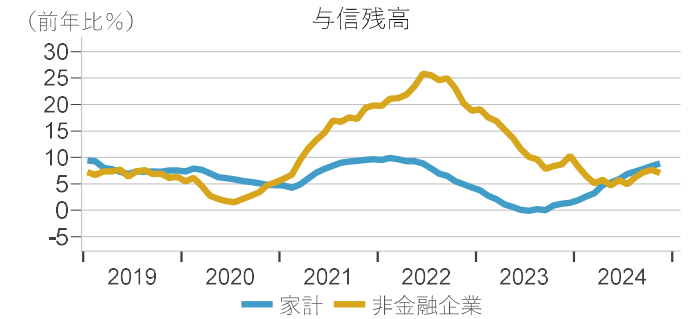
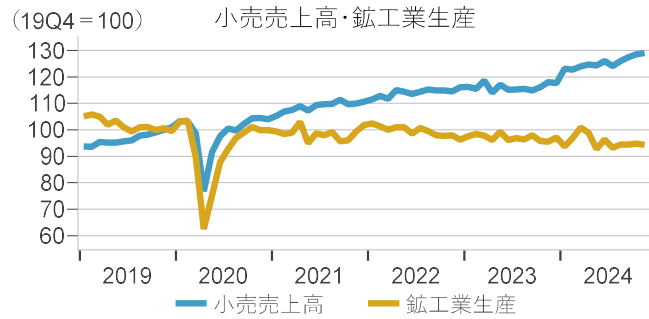
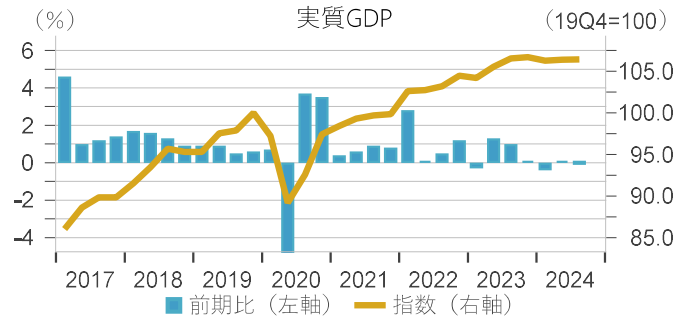


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティ金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

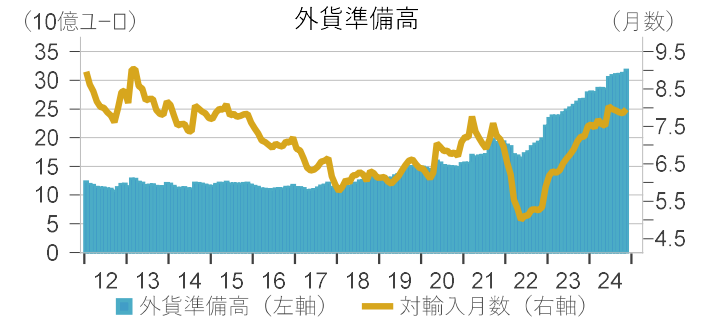
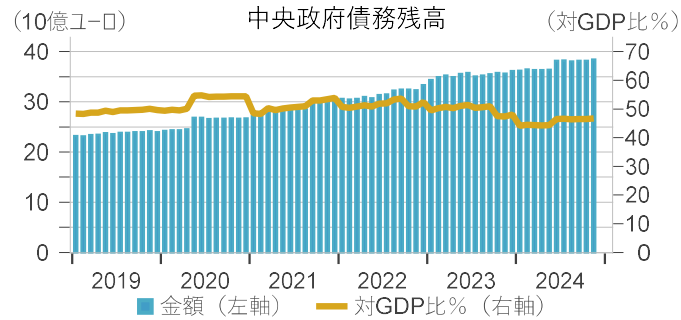
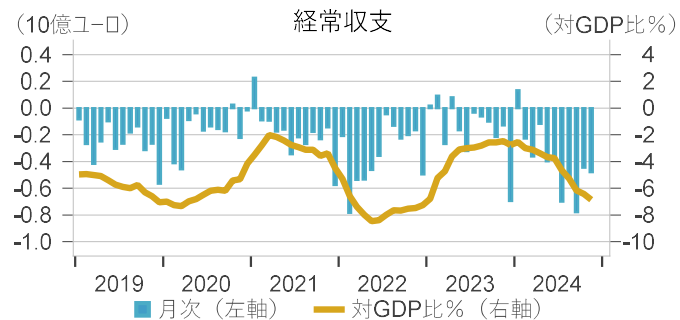
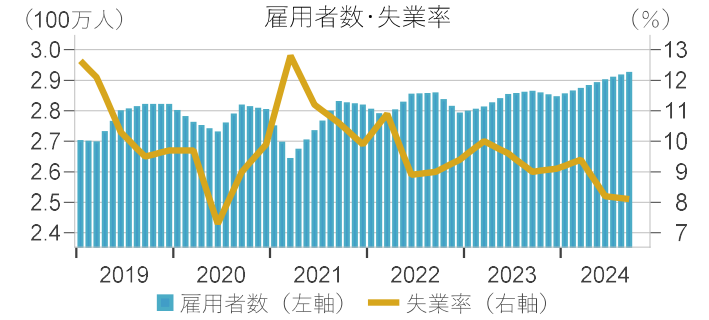
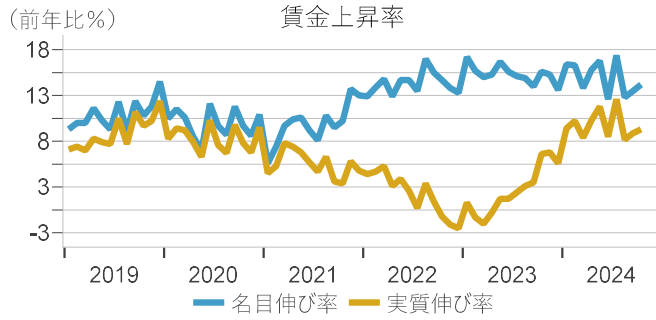
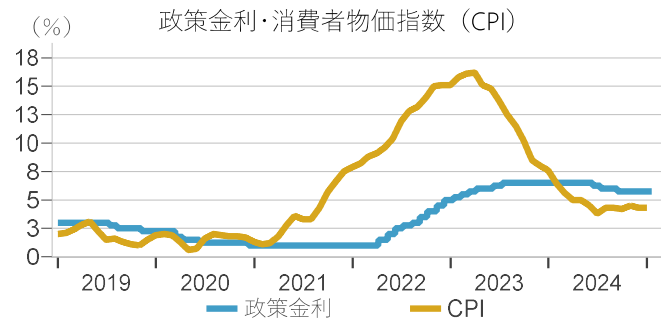
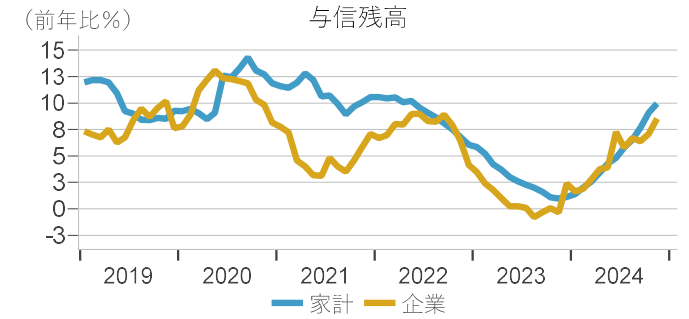
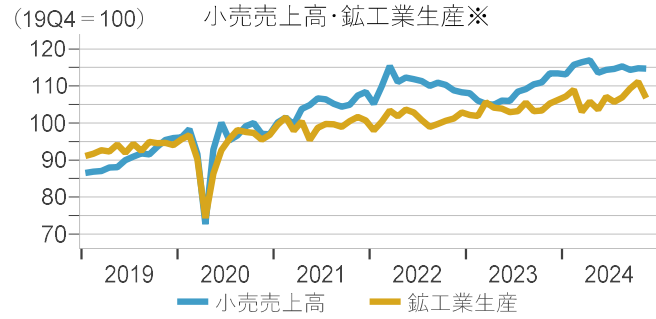
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

# 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 1月のトランプ氏の米大統領就任を控え小動き

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2025 Mar	Jun	Sep	Dec	2026 Mar
EUR/PLN	4.28	4.26	4.24	4.22	4.24	4.26
EUR/CZK	25.20	25.3	25.4	25.5	25.6	25.7
EUR/HUF	412	418	420	422	424	428
EUR/RON	4.97	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

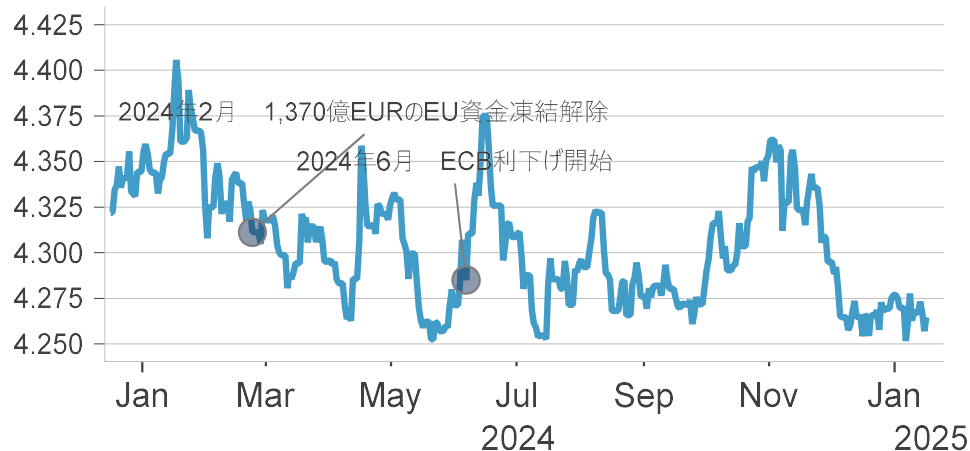
注：見通しは2024年12月25日時点。

- 12月の中東欧通貨は全体的に小動きとなった。
- ポーランド国立銀行は12月4日に政策金利を市場予想通り5.75%で据え置いた。ただし、グラピンツキ総裁は翌5日の記者会見で利下げを検討するタイミングが来年の3月から10月に後ろ倒しとなったとの考えを示した。同氏は、政府がエネルギー価格への上限設定を延長すること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。この発言に対し、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。
- チェココルナは大きな材料はなく、上下に狭いレンジの中で行き来する展開に。チェコ国立銀行が11月7日の金融政策決定会合で25bpの利下げに踏み切ったものの、市場予想通りの結果だったことに加え、先行きの利下げに慎重姿勢が示されたこともありコルナは11月～12月に底堅く推移している。先行きに関してはトランプ氏復活の影響を意識する必要がある。チェコ経済は国内市場の規模が小さく、輸出に大きく依存している。欧州最大の経済大国であるドイツの景気低迷はチェコ経済の景気回復の鈍さにつながっているが、トランプ氏が主張する関税計画はチェコ経済にとってさらなるリスクに。
- ハンガリーフォリントは12月にやや対ユーロで下げ渋ったものの、今年10月以降の下落トレンドからは脱していない。Moody'sは12月2日にハンガリー国債の格付け見通しを「※安定的」から「※ネガティブ」に引き下げた（※無登録格付け）。現在、※Baa2の格付けを付している。景気の低迷と、EUとの対立先鋭化に伴うEUからの資金凍結が主な理由である。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)



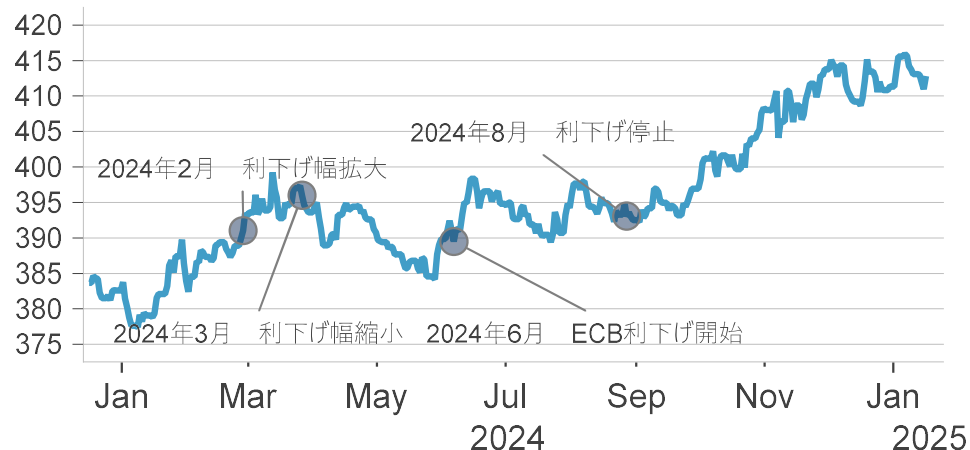
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）

(EURCZK)



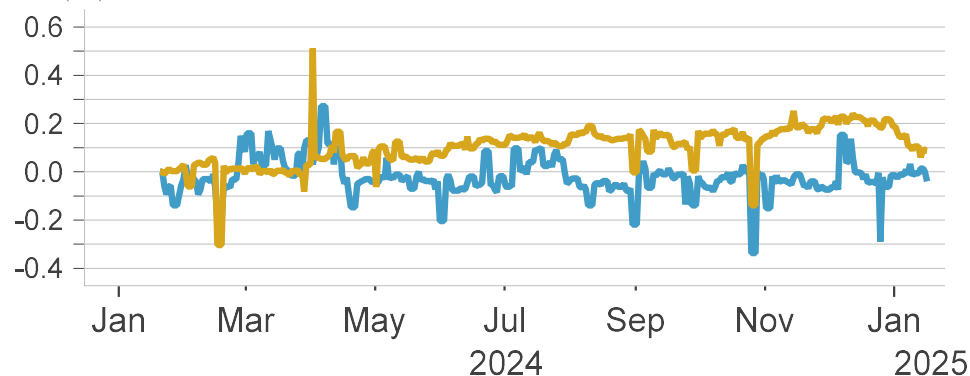
ハンガリーフォリント（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）

(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

(%)



— ルーマニアレイ — セルビアディナール

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.