

中東欧通貨週報

2025年1月29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

来週は筆者出張につき休刊します。

MIZUHO

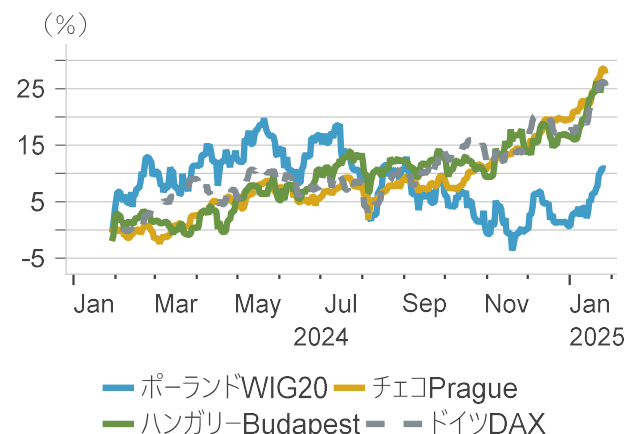
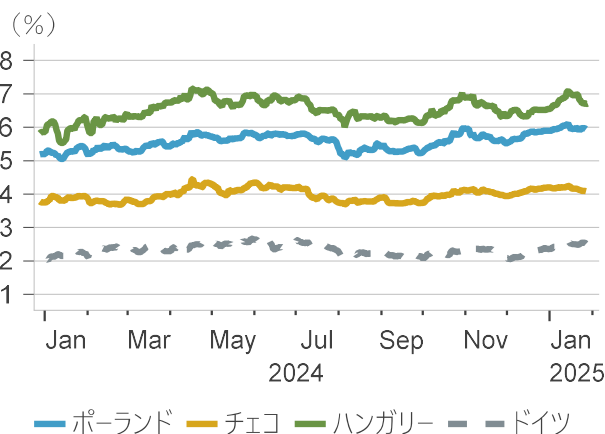
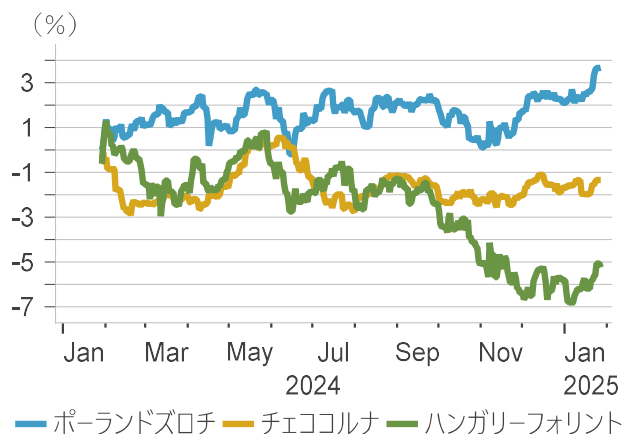
中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) ポーランド国立銀行のコテツキ委員は3月にも利下げが検討課題になると発言。(1月27日)
 - ・ グラピンツキ総裁は早期利下げに慎重な姿勢を崩していない。また、他の委員も、前与党の「法と正義」か現与党の「市民連合」寄りかでスタンスが分かれている。
 - ・ 5月に大統領選挙を控えていることもあり、ポーランド中銀の利下げを巡る議論が政治的な色彩を帯びている。
- 2) ハンガリー国立銀行は市場予想通り政策金利を6.50%で据え置く。(1月28日)
 - ・ ビラグ副総裁はインフレリスクを警戒し当面、政策金利は現状維持となるとの見通しを示す。ただし、3月会合からはヴァルガ現財務相が中銀総裁に就任予定であり、より景気支援に金融政策の軸足が移る可能性は残る。
- 3) ハンガリーはEUによる対ロシア制裁の更新にEU特使らの非公式の会合で反対したと報じられる。(1月24日)
 - ・ バイデン制裁の延長は、1月27日のEU外相らの会合で取り上げられる予定。EUによる対ロシア制裁は6か月ごとに期限が到来し、これまでEU加盟国は全会一致で賛成してきた。1月31日に期限が切れるのを前に、昨年12月のEUサミットにおいて、ハンガリーのオルバン首相は、米国のトランプ政権のロシアに対する対応を見極めるべきだと発言していた。
 - ・ 別途、EUはロシアからの天然ガスとLNGの輸入制限を検討しているが、ハンガリーが声高に反対し、他の一部の国が引き続きロシア産ガスに依存している状況では、合意成立は困難だと報じられる。
 - ・ ロシア産ガスの欧州への輸送を再開するようウクライナに圧力をかけることも求めている
- 4) 先週の中東欧通貨はポーランドズロチの強さが引き続き目立つ展開に。
 - ・ 対ユーロでは5年ぶりの高値水準で推移している。ユーロ圏との金利差拡大観測が最大のドライバーと見られる。11月中旬にグラピンツキ総裁が当面は利下げが無いとするシグナルを発して以降、ズロチは対ユーロで3%超増価している。

対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）

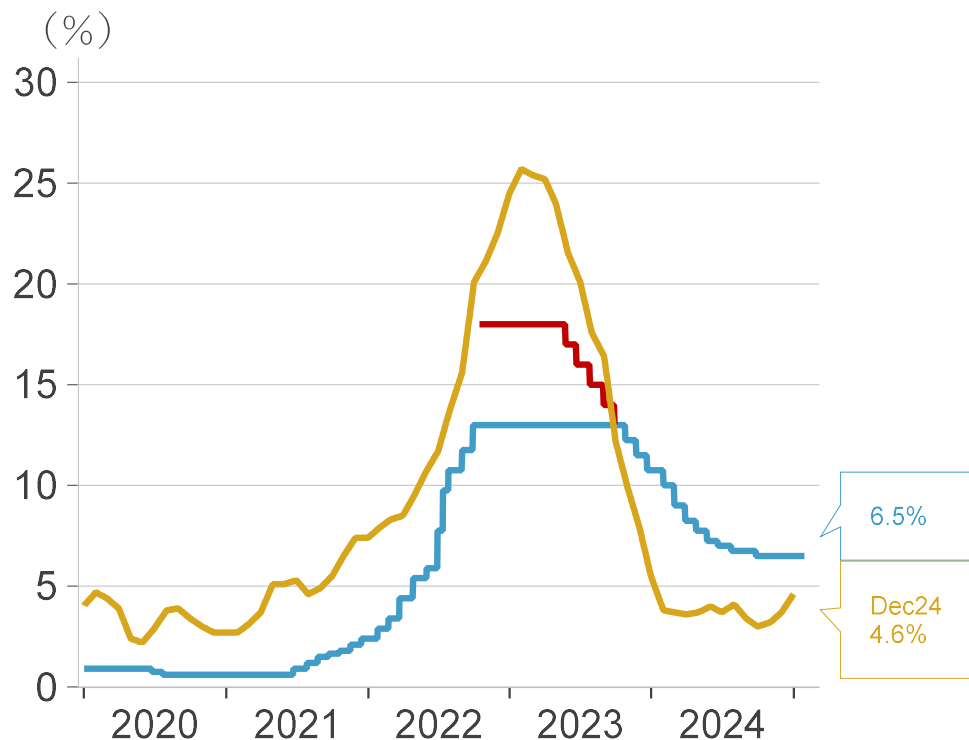
10年国債利回り

株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



ハンガリー国立銀行は市場予想通り政策金利を6.50%で据え置く。(1月28日)

ハンガリー 政策金利・CPI

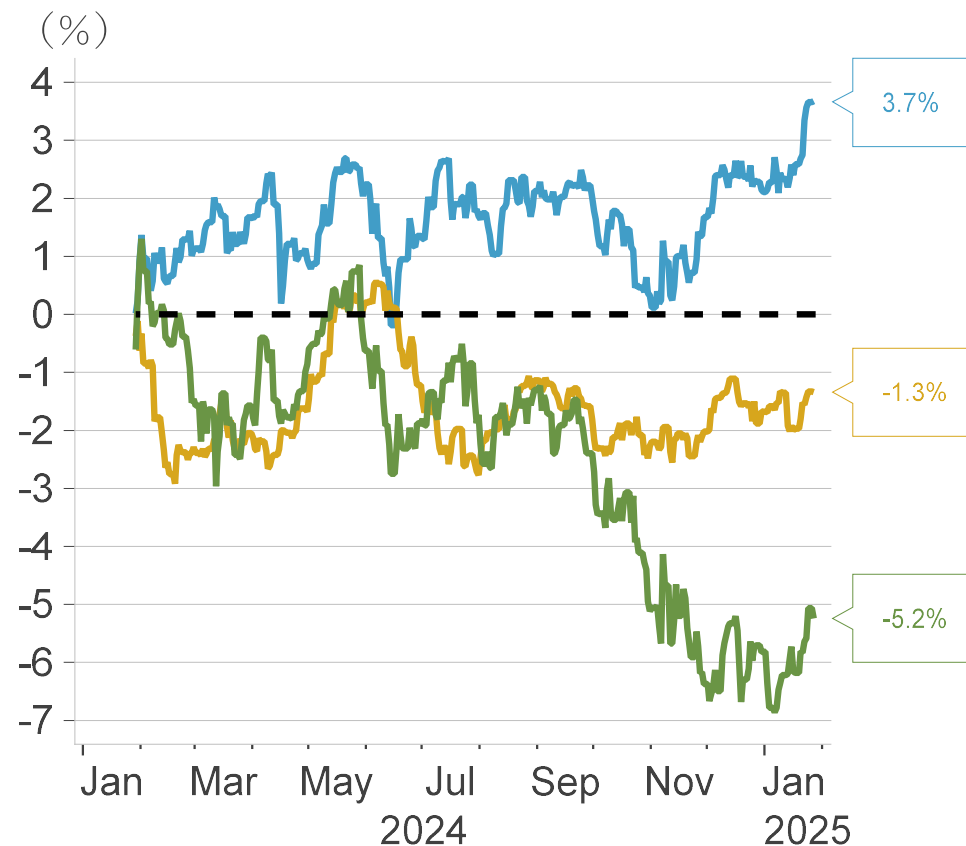


— 政策金利（ベースレート） — 1日物預金ファシリティー金利
— 消費者物価指数（CPI）前年比

注：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。

（出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、マクロボンド、みずほ）

中東欧通貨 対ユーロ 年間騰落率

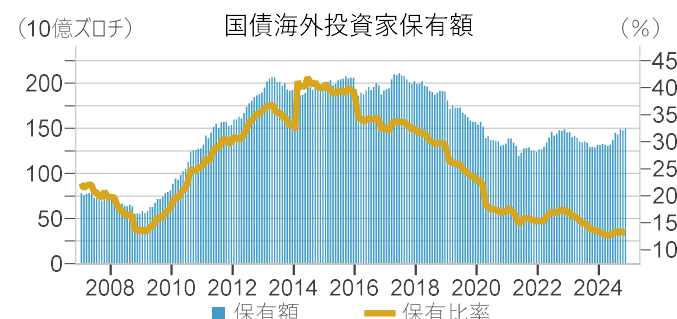
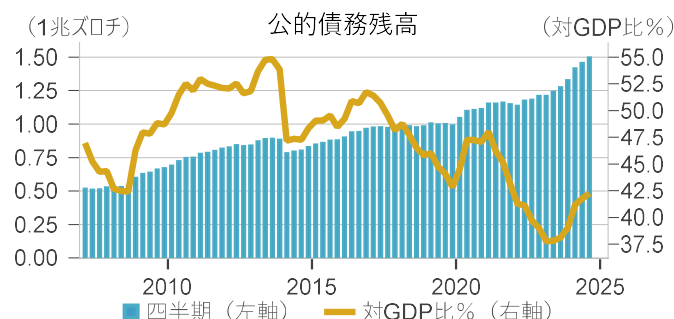
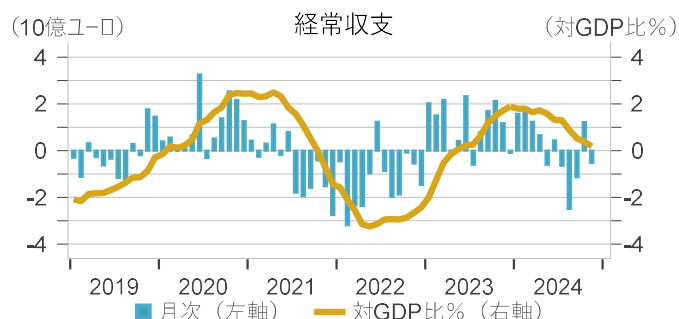
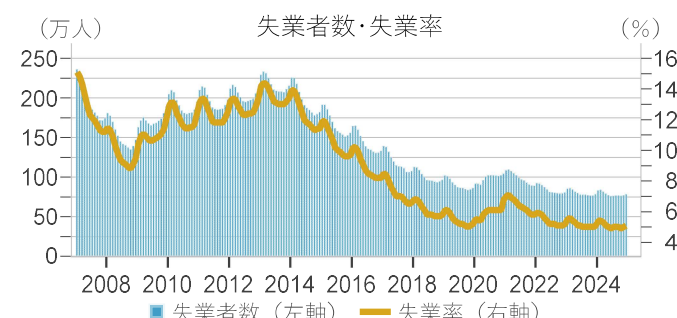
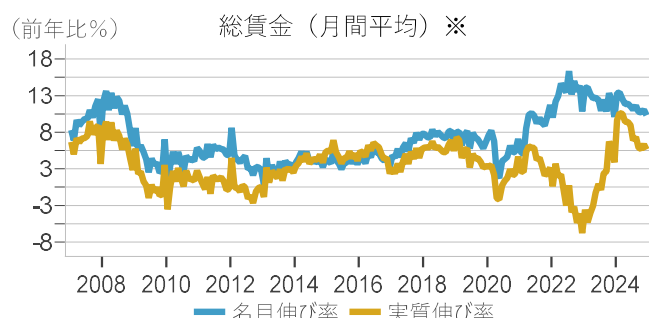
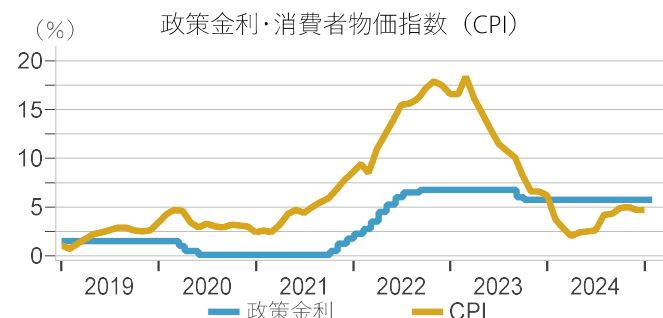
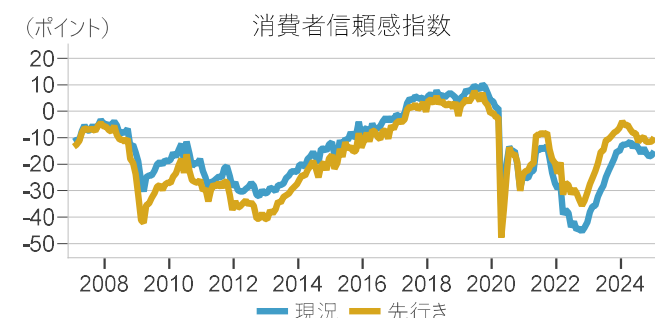
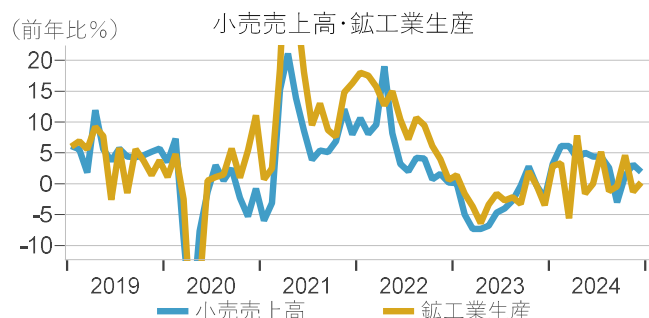
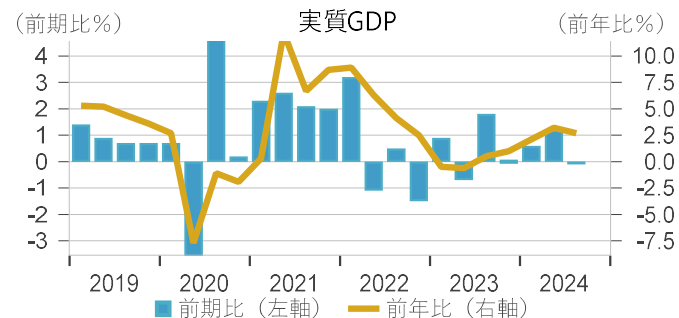


— ポーランドズロチ — チェココルナ — ハンガリーフォリント

（出所：ブルームバーグ、マクロボンド、みずほ）

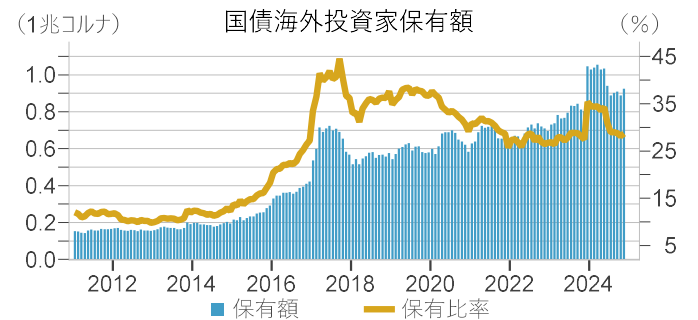
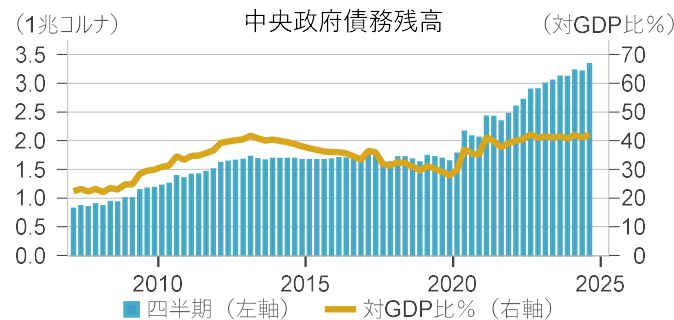
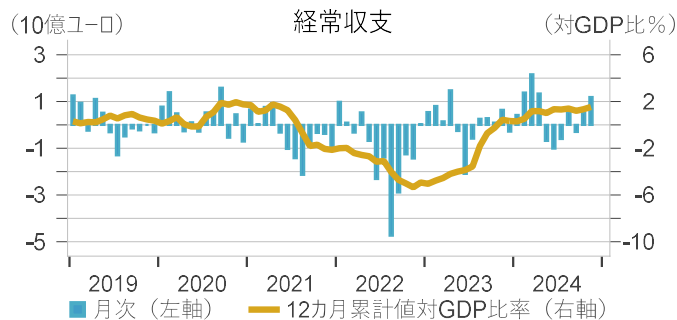
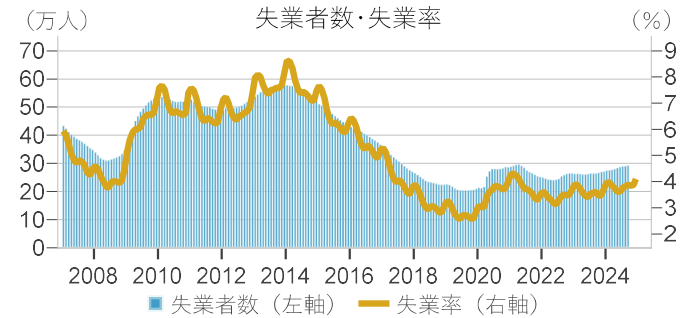
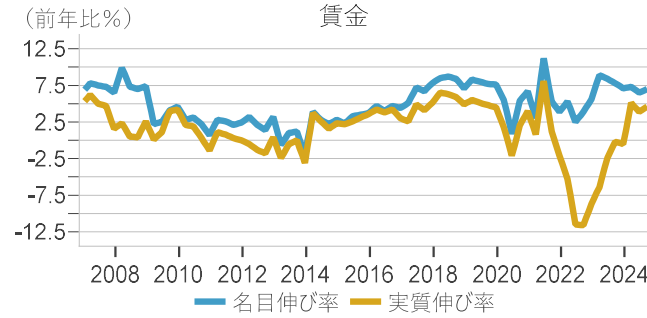
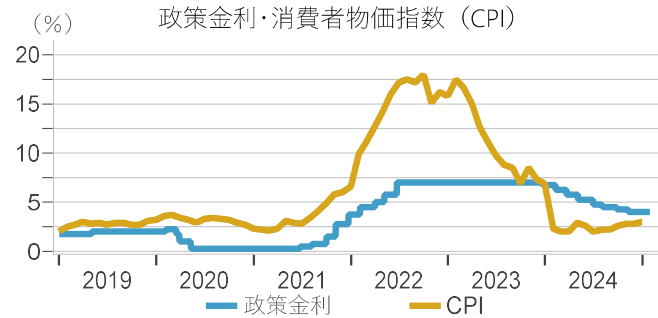
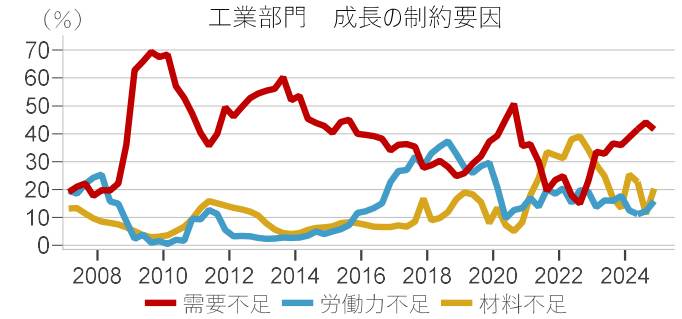
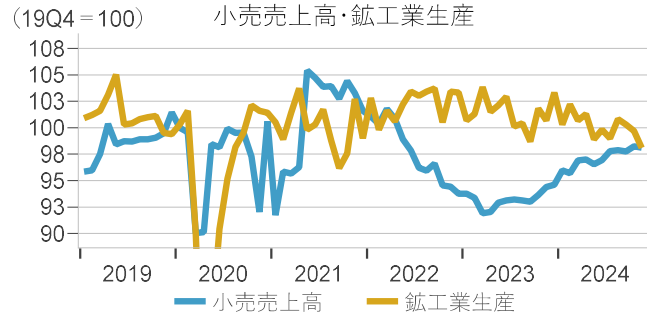
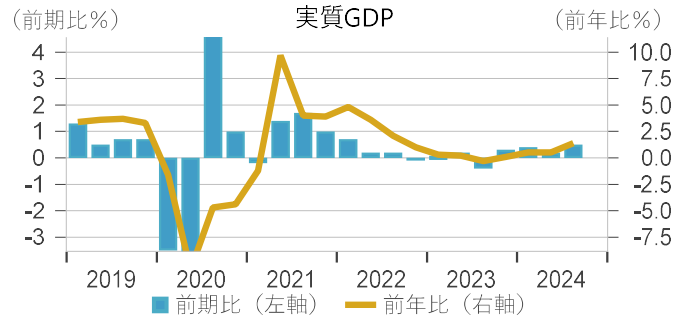
ビラグ副総裁はインフレリスクを警戒し当面、政策金利は現状維持となるとの見通しを示す。ただし、3月会合からはヴァルガ現財務相が中銀総裁に就任予定であり、より景気支援に金融政策の軸足が移る可能性は残る。

ポーランド 主要経済指標



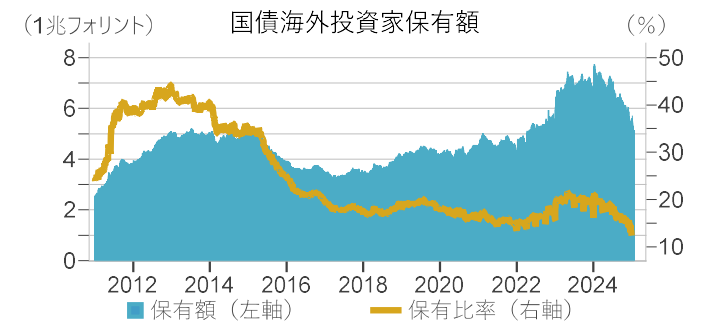
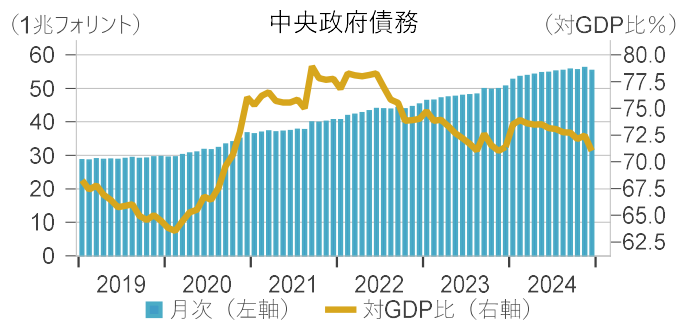
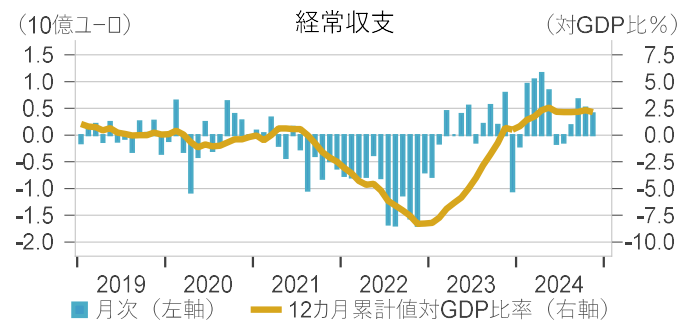
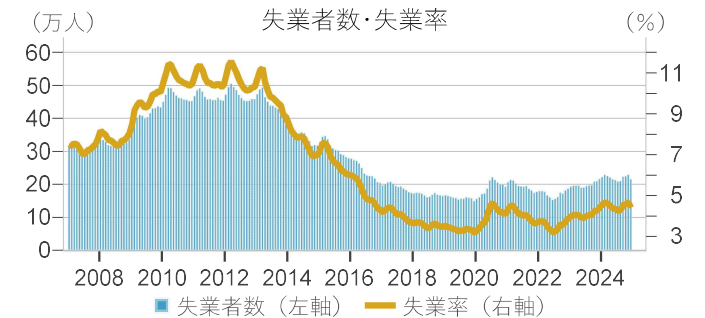
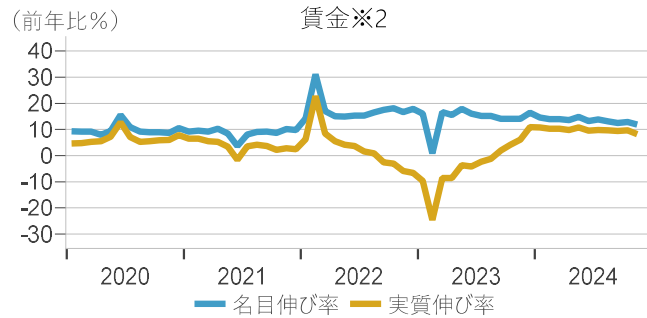
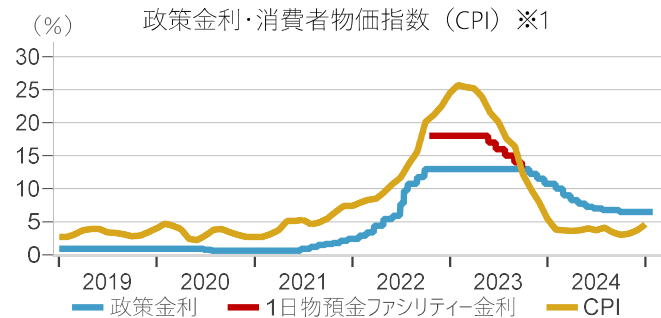
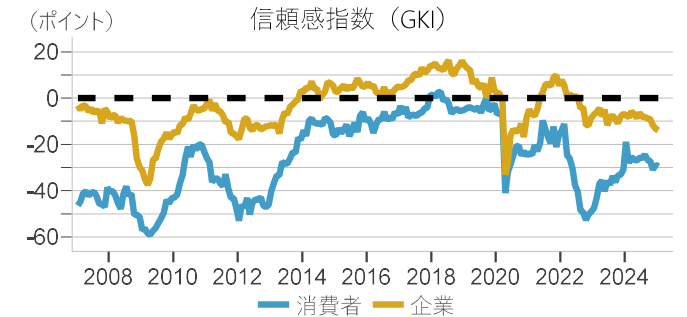
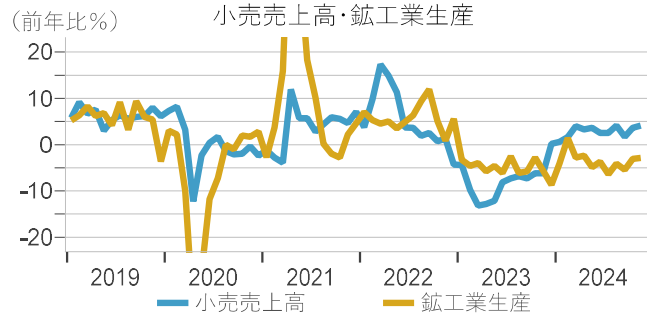
※実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロボンド、みずほ

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

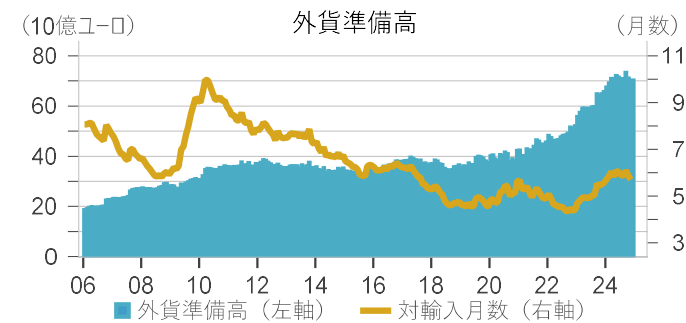
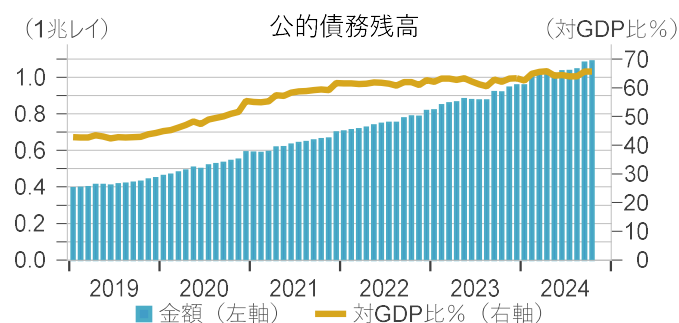
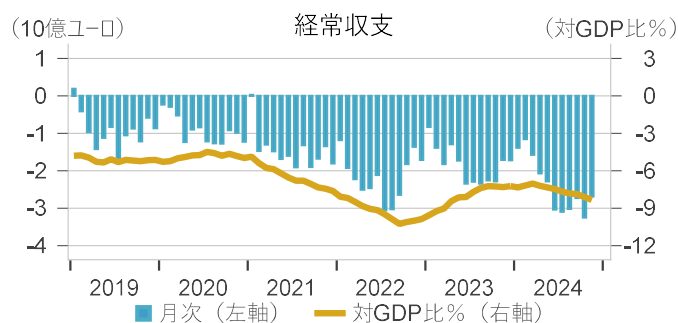
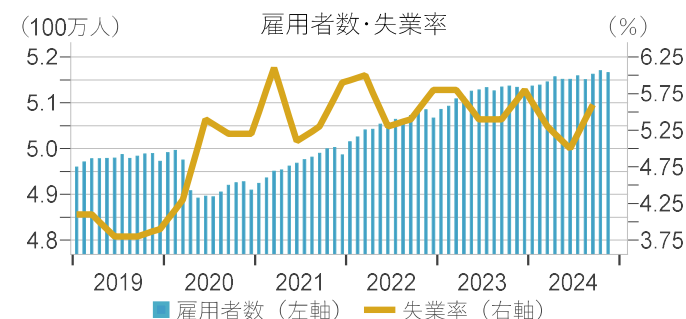
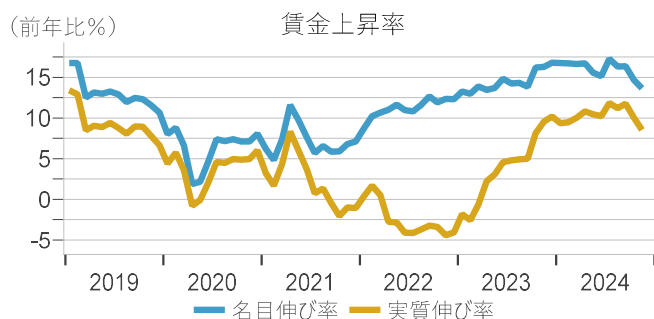
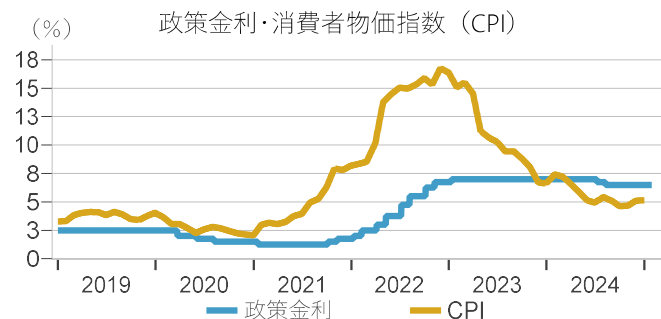
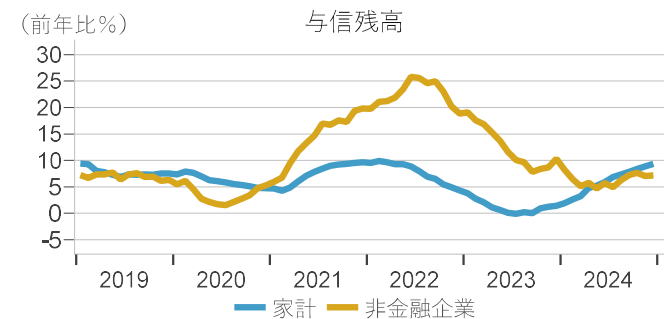
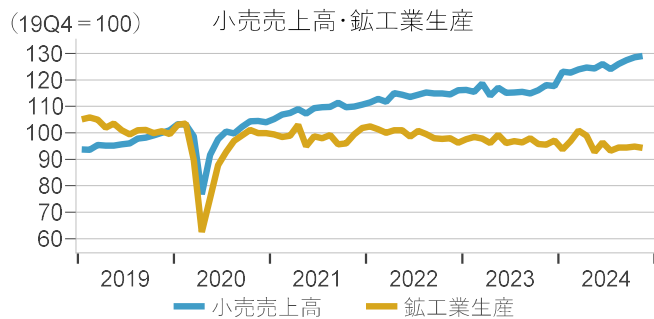
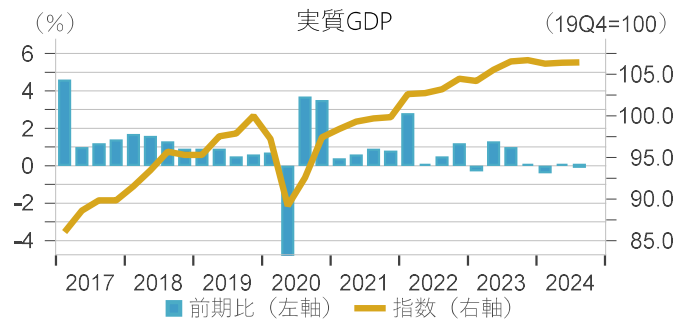


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

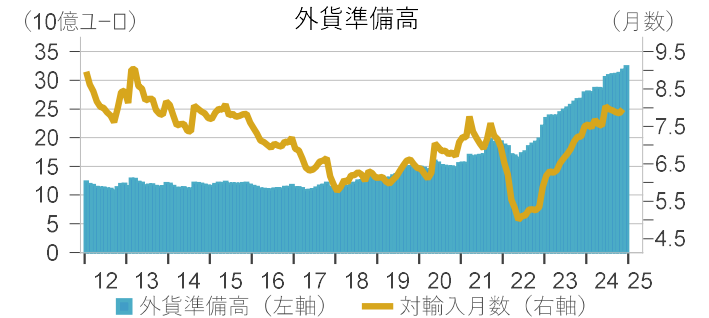
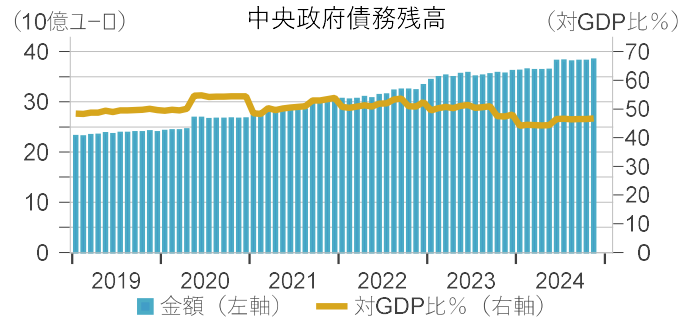
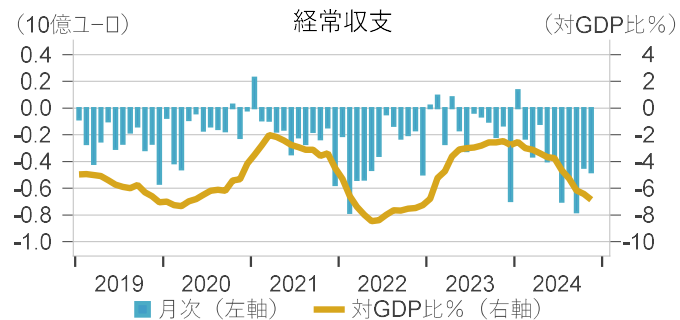
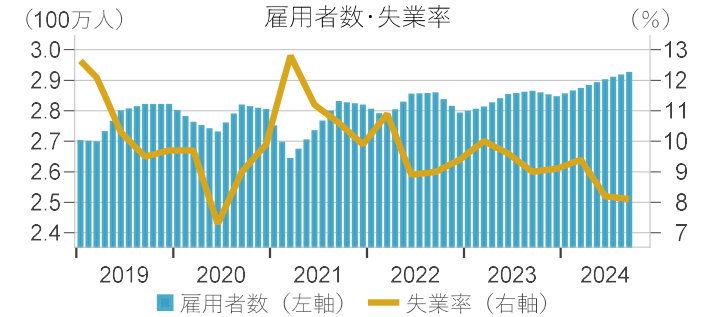
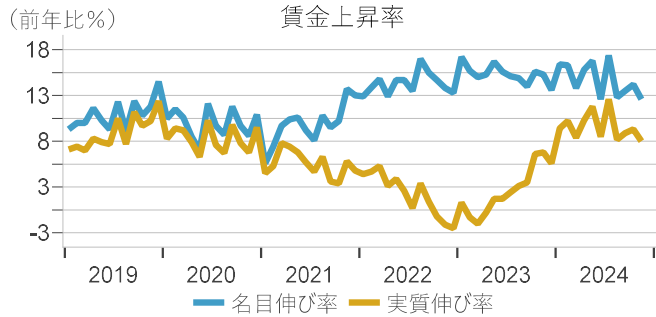
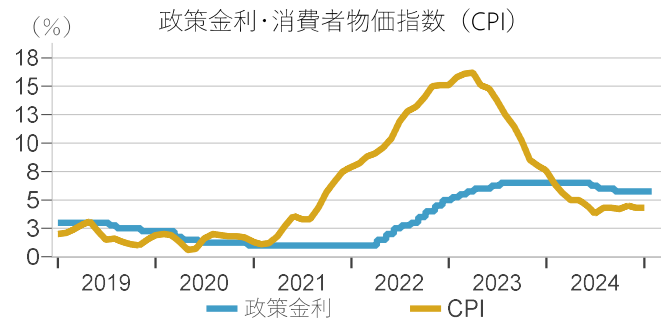
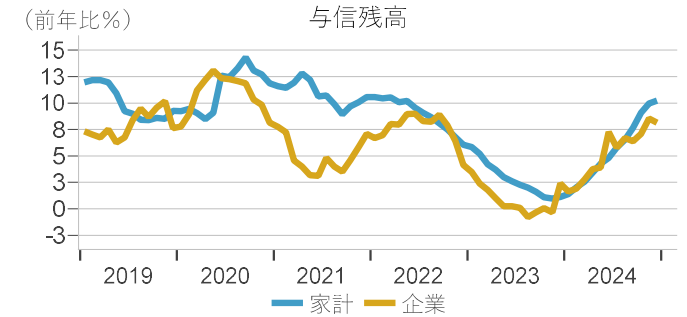
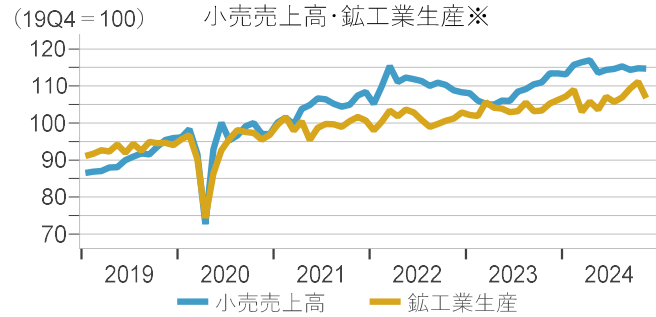
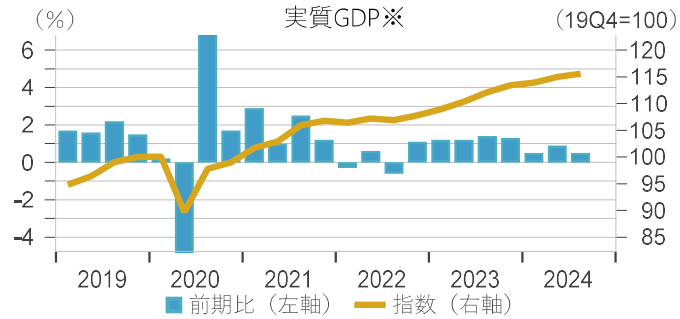
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

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 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

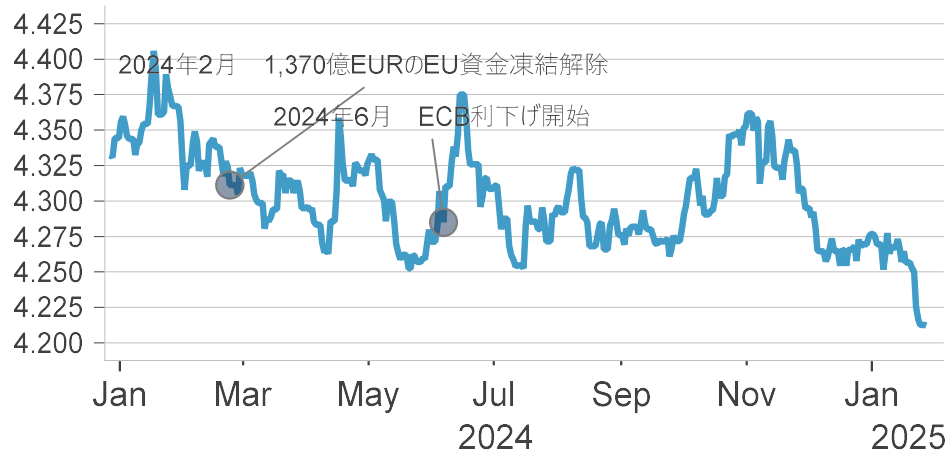
注：見通しは2024年12月25日時点。

- 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延長解除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)



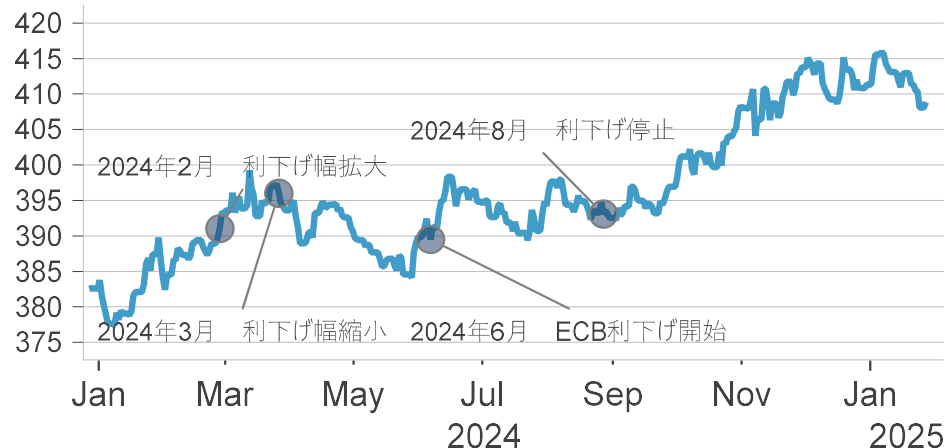
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）

(EURCZK)



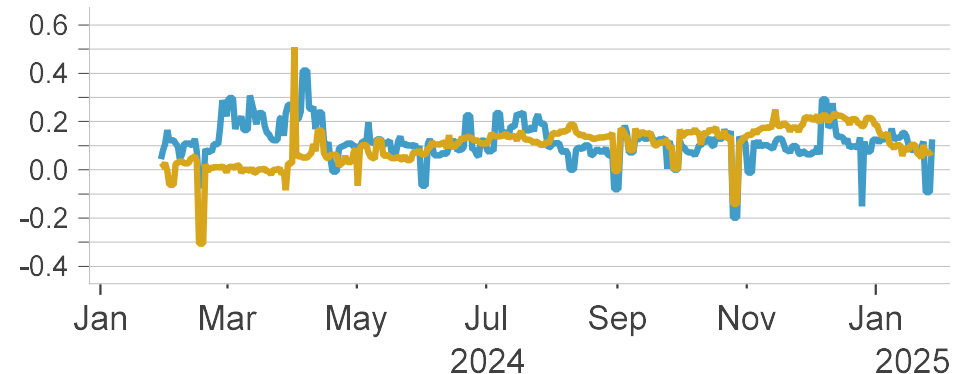
ハンガリーフォリント（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）

(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.