

中東欧通貨週報

2025年2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

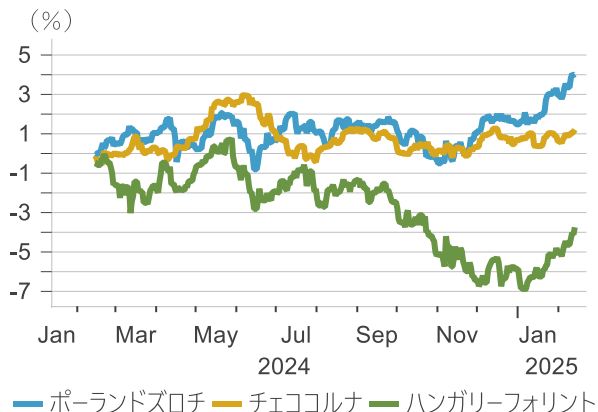
Private and confidential

MIZUHO

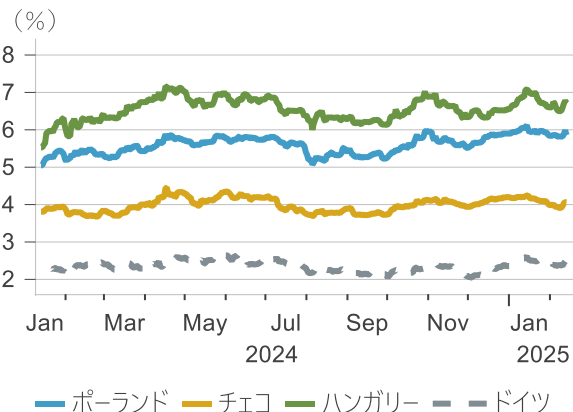
中東欧 経済・金融市場 直近の動向

- 1) ポーランド国立銀行は政策金利を5.75%で据え置き。(2月5日)
 - ・ 据え置きは15会合連続となる。
 - ・ グラビツキ総裁は記者会見の中で早期利下げの可能性を改めて否定。一方、エネルギー価格や賃金動向などの経済データによって意思決定を下すとの見方を示した。
- 2) ポーランドの2024年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.2%に。(2月13日)
 - ・ 前期比では+1.3%の成長。家計消費をはじめとする堅調な内需が確認された形だが、主要貿易相手国のドイツの不調もあり、生産や輸出は抑制されている。
- 3) チェコ国立銀行は政策金利を25bp引き下げ3.75%に。(2月6日)
 - ・ 市場予想通りの結果だが、チェコ国立銀行内では利下げか据え置きかで意見が割れている、と見られていた。
 - ・ 1月の消費者物価指数（CPI）が前年同月比+2.8%と12月の同+3.0%から鈍化したことが決め手となった可能性。
 - ・ 高い賃金上昇率を背景にサービスインフレ高止まりへの懸念は根強く、先行きもデータ次第で金融政策の判断が据え置きとなる可能性は残る。
- 4) ハンガリーの2024年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+0.4%に。(1月30日)
 - ・ 前期比では+0.5%のプラス成長となり、これまで2四半期連続のマイナス成長だったところからは持ち直した。
 - ・ ハンガリー統計局は、サービスセクターが成長を牽引した一方、工業、建設、農業はマイナスに寄与したと説明している。
- 5) 中東欧通貨ではポーランドズロチの堅調さが引き続き目立つ。
 - ・ ポーランド国立銀行が当面、高金利を維持するという見方に加え、トランプ米大統領がEUに対する関税を引き上げた場合の影響が中東欧の国々の間で分けられると見られることも影響か。対米財輸出の各国のGDPに占める割合を計算すると、ハンガリー、チェコと比較してポーランドは低位に留まる。ポーランドはGDPに占める家計消費や投資といった内需の比率が高く、貿易戦争の悪影響は相対的に見て受けにくいと見られる。

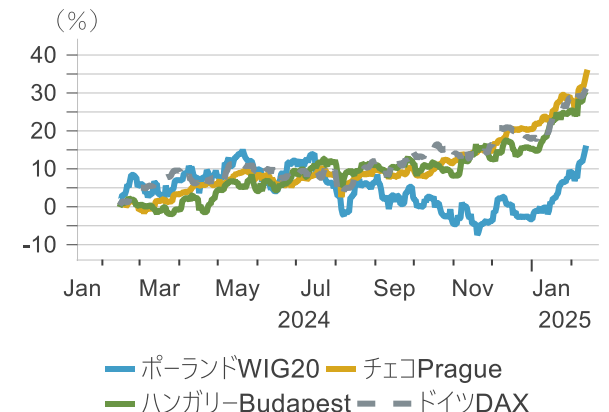
対ユーロ 年間騰落率（日足、ロンドン終値ベース）



10年国債利回り

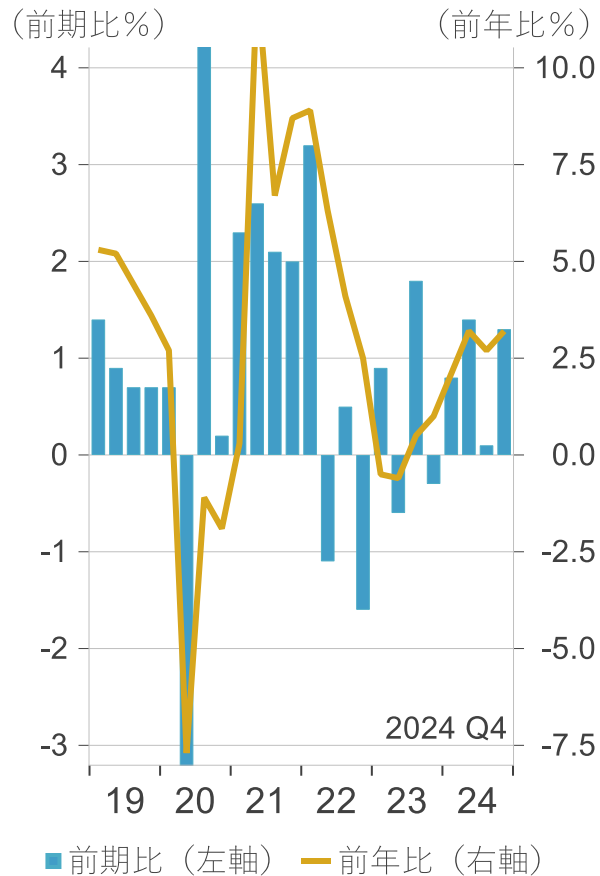


株価指数 ユーロ換算後年間騰落率



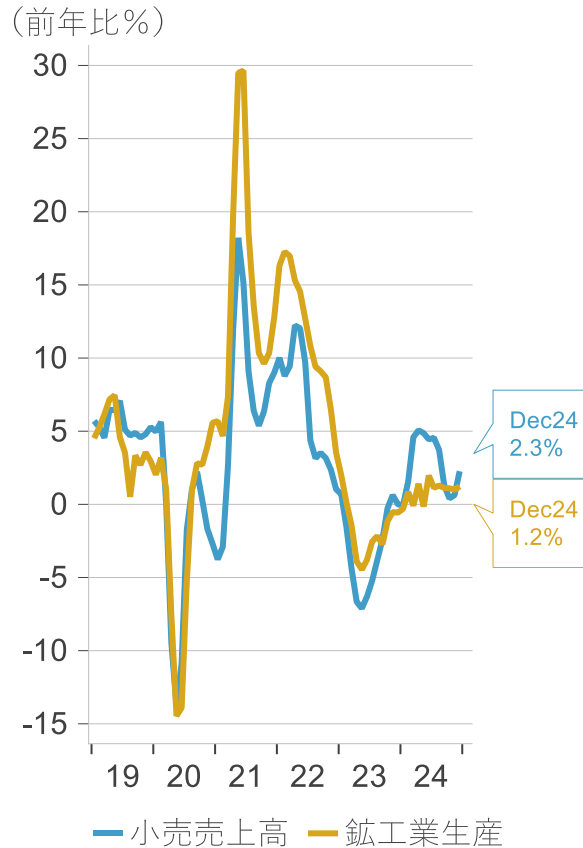
ポーランドの2024年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+3.2%に。(2月13日)

実質GDP成長率



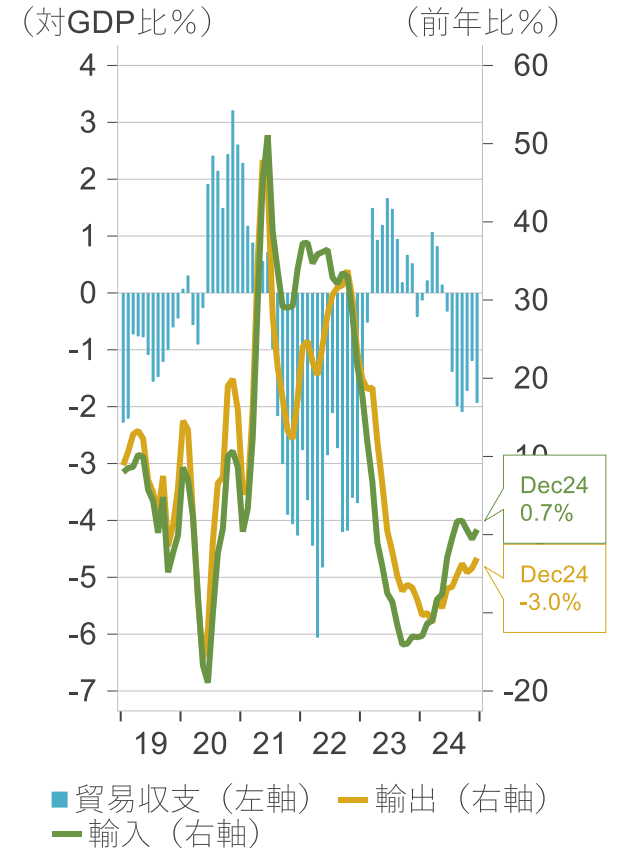
（出所：ポーランド統計局、マクロポンド、みずほ）

小売売上高・鉱工業生産



注：原系列の3か月平均をとったうえで、前年比を計算した。
（出所：ポーランド統計局、マクロポンド、みずほ）

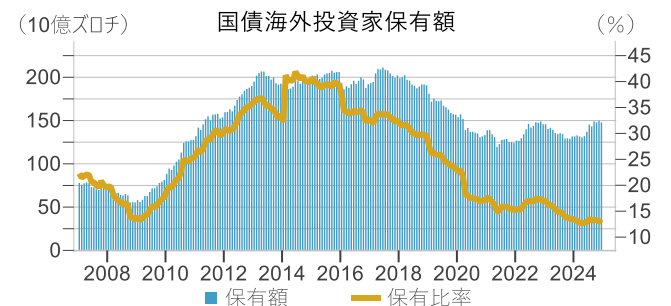
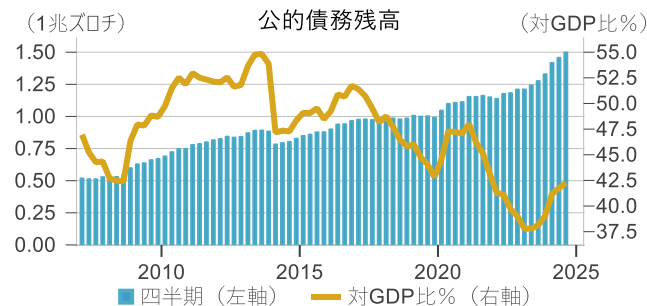
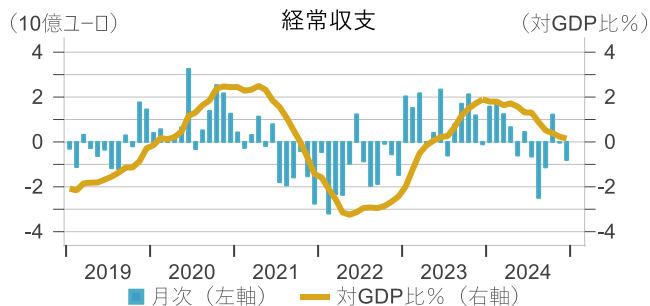
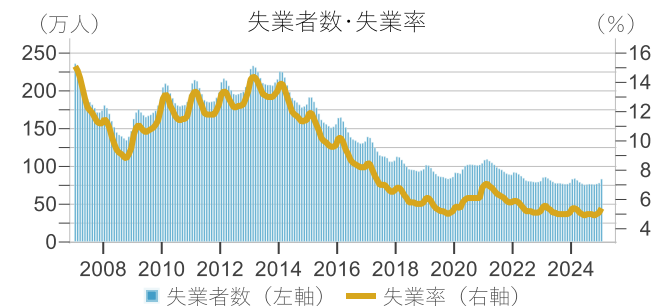
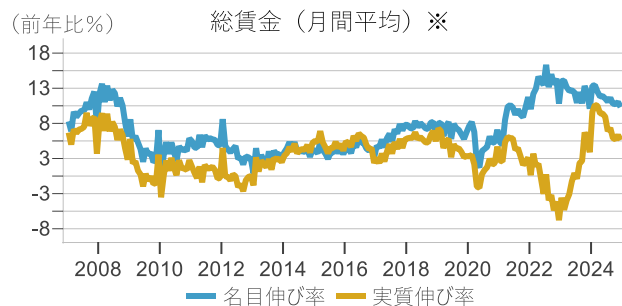
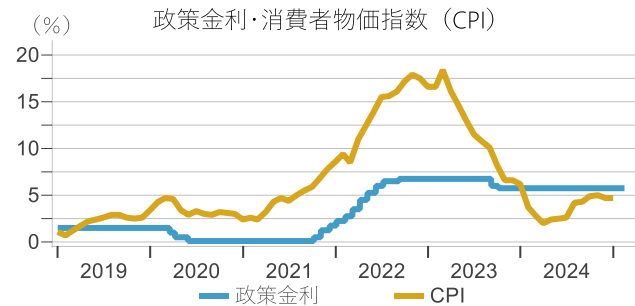
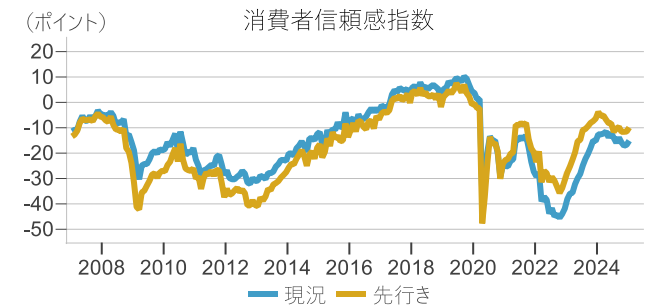
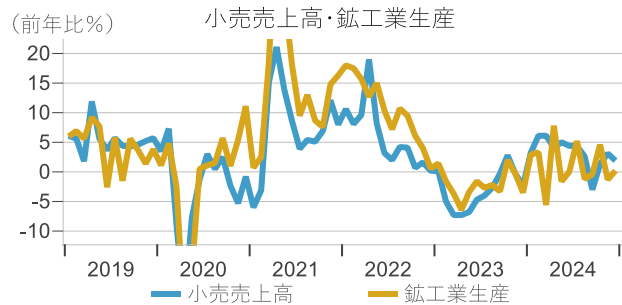
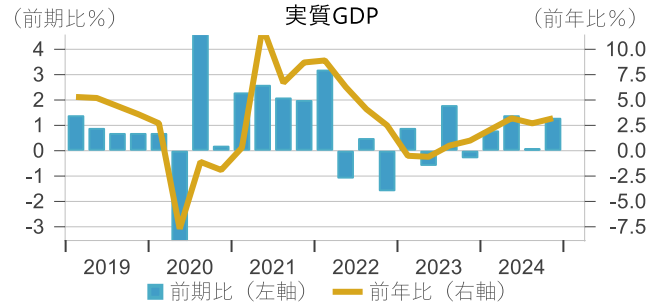
輸出入・貿易収支



注：それぞれ原系列の3か月平均をとったうえで計算している。
（出所：ポーランド国立銀行、マクロポンド、みずほ）

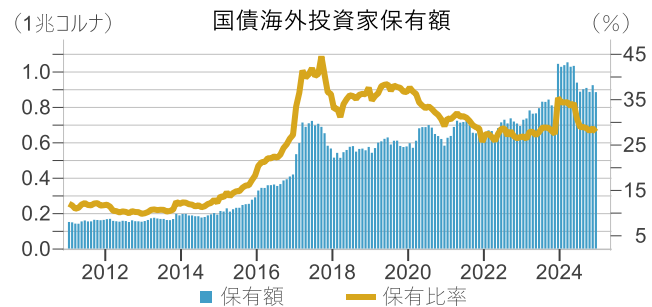
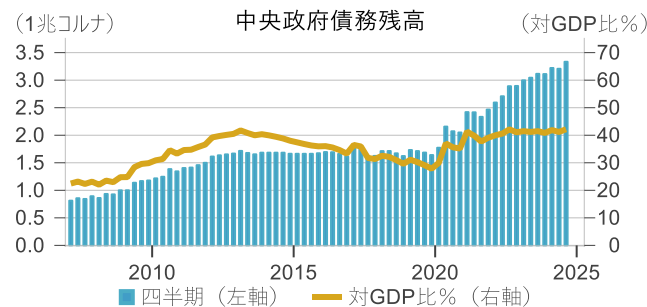
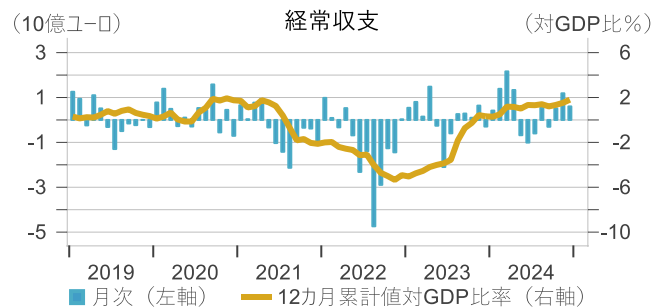
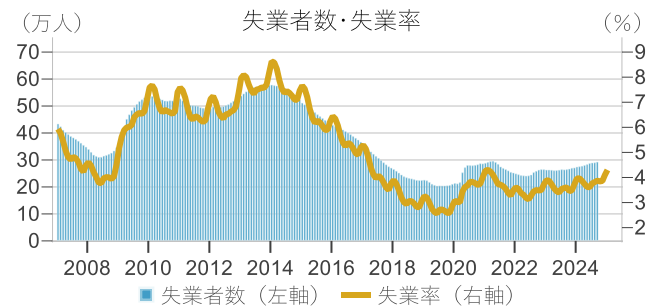
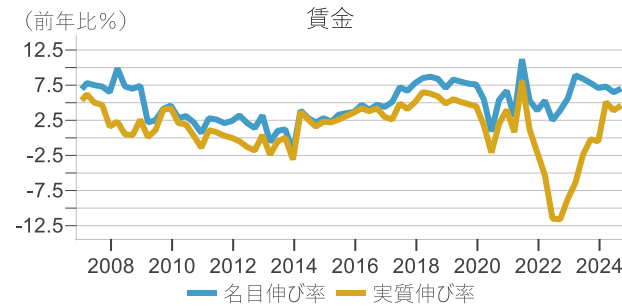
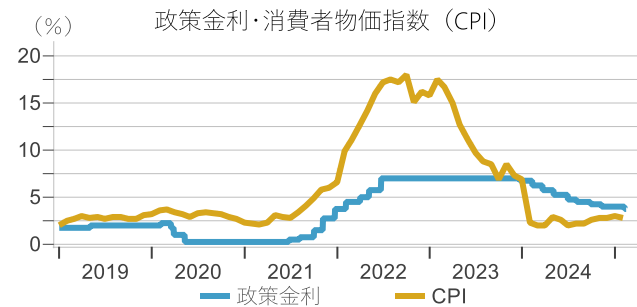
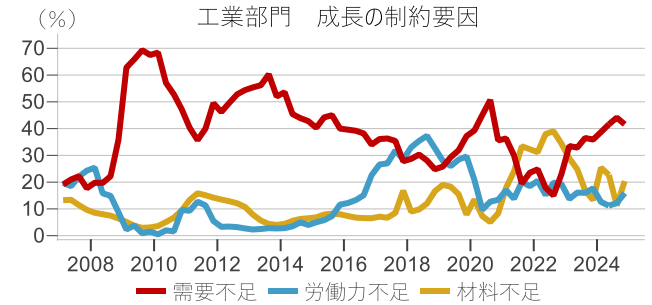
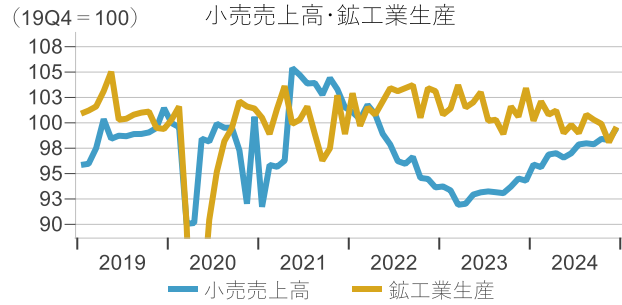
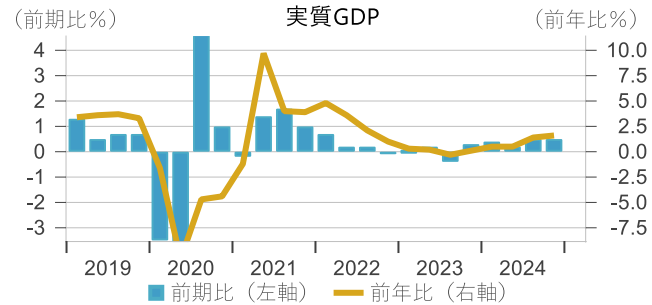
前期比では+1.3%の成長。家計消費をはじめとする堅調な内需が確認された形だが、主要貿易相手国のドイツの不調もあり、生産や輸出は抑制されている。

ポーランド 主要経済指標



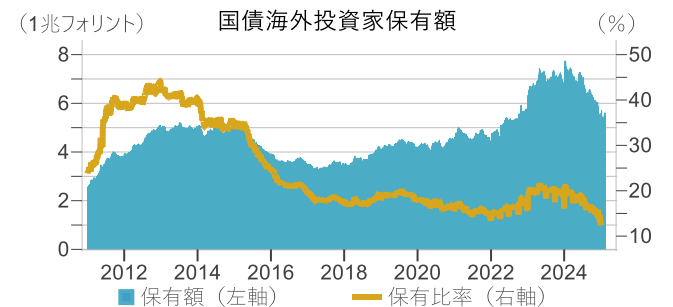
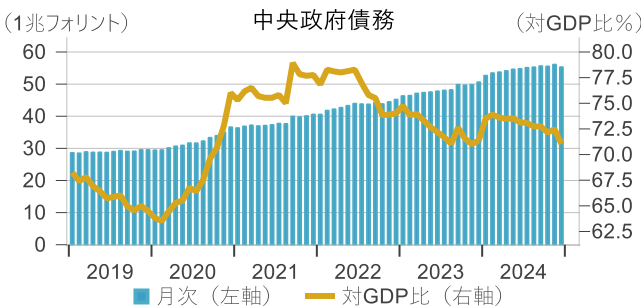
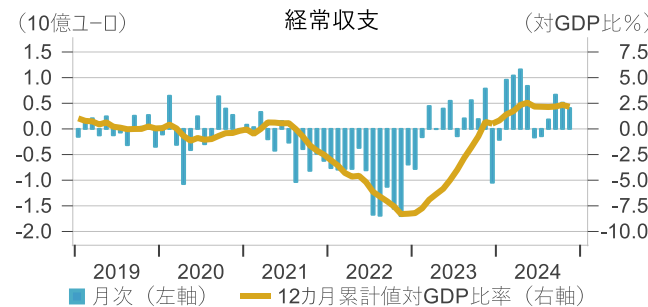
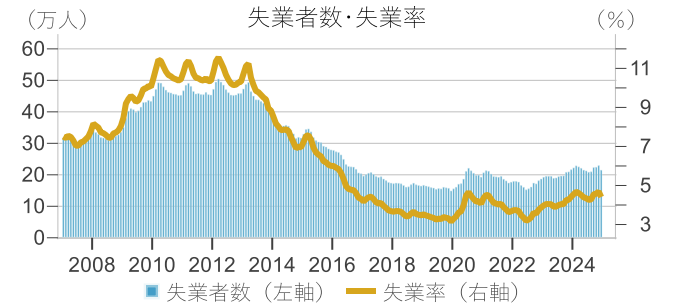
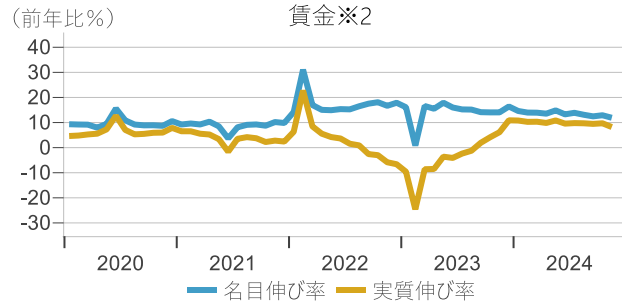
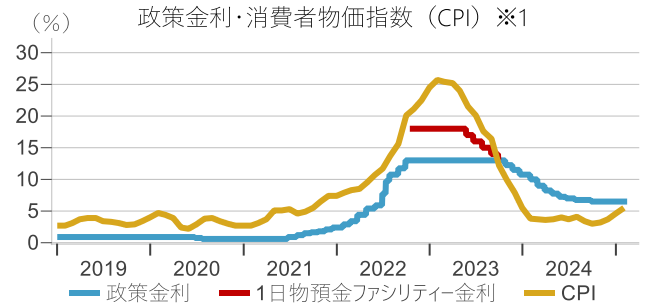
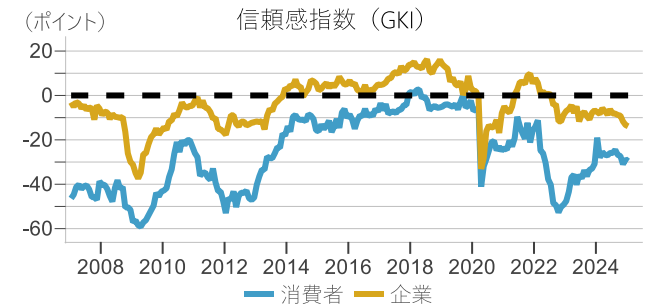
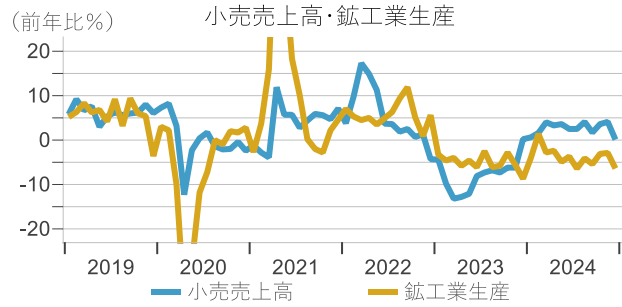
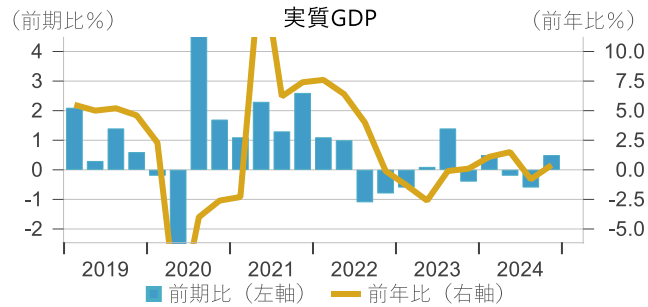
※実質賃金は、消費者物価指数 (CPI) の前年比で名目賃金の伸び率を実質化している。
出所：ポーランド統計局 (GUS)、ポーランド国立銀行、ポーランド財務省、マクロポンド、みずほ

チエコ 主要経済指標



出所：チエコ統計局、チエコ国立銀行、チエコ財務省、マクロボンド、みずほ

ハンガリー 主要経済指標

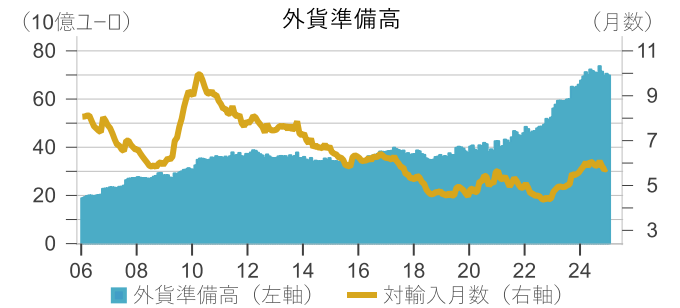
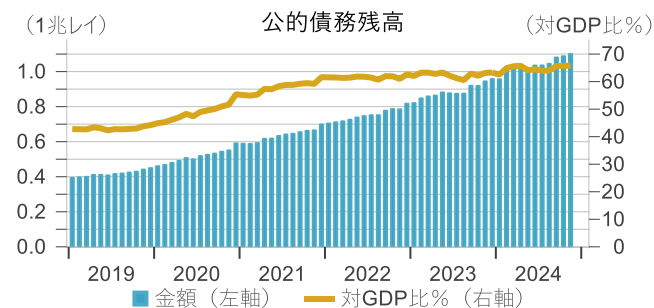
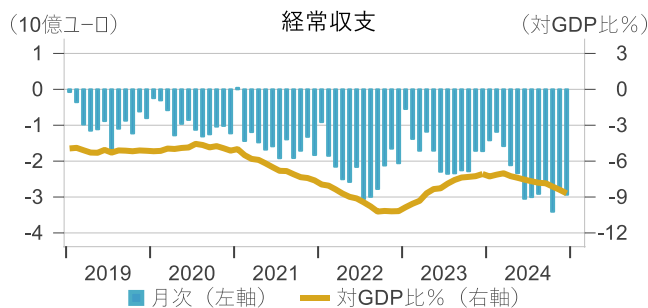
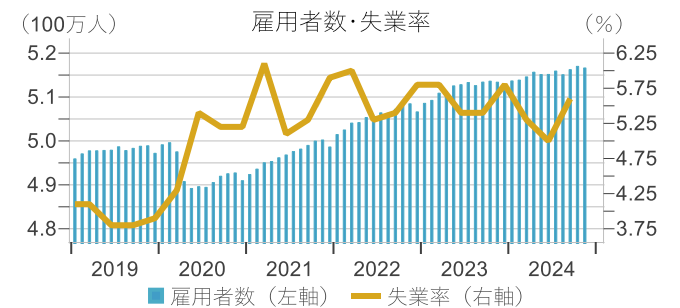
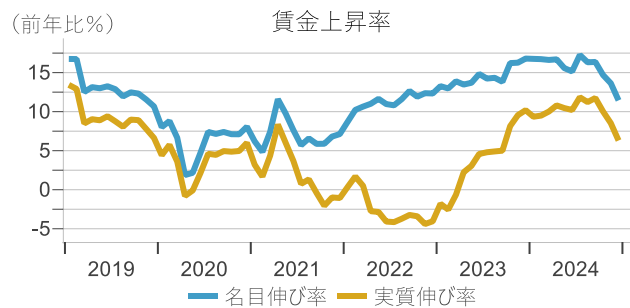
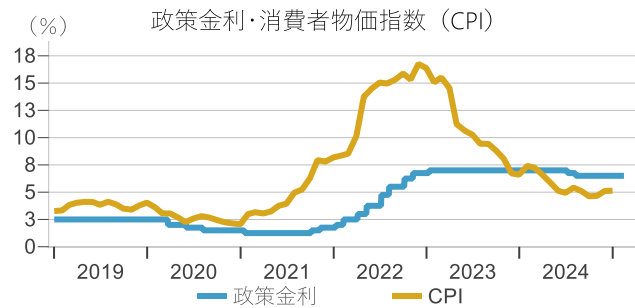
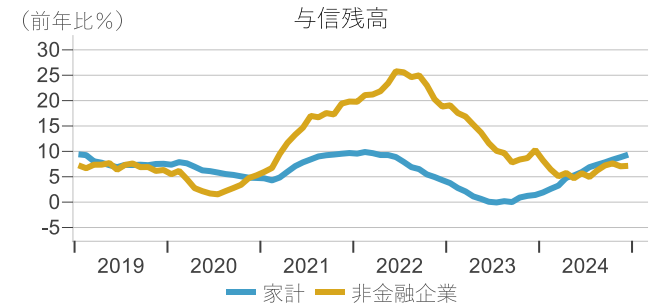
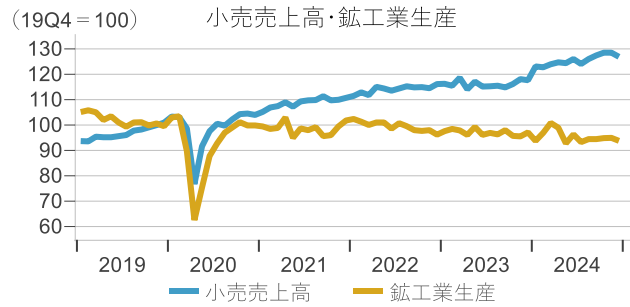
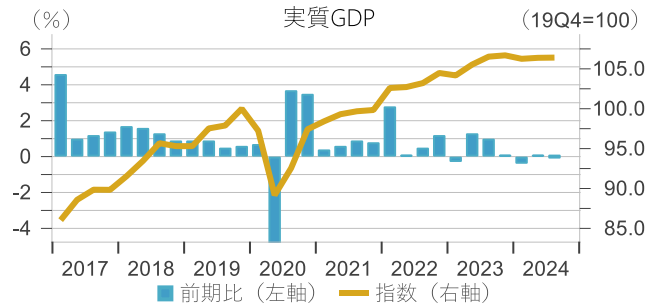


※1 ハンガリーは2022年10月14日から2023年9月24日まで、1日物預金ファシリティー金利が実質的な政策金利の役割を担っていた。

※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。

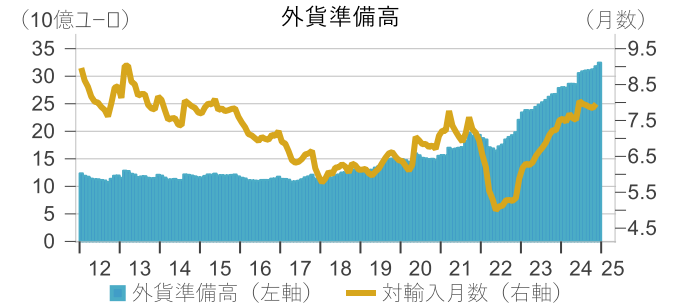
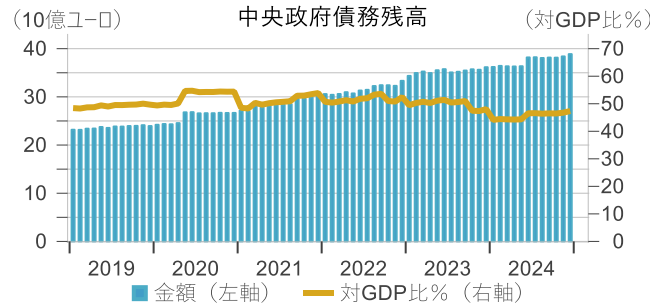
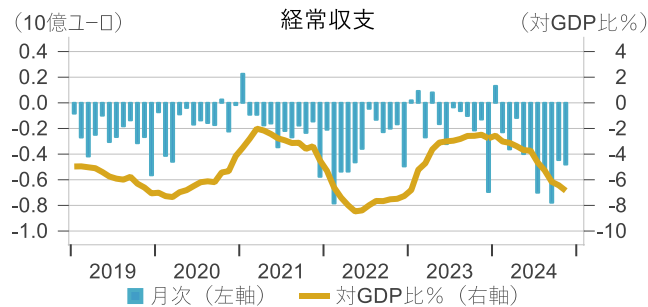
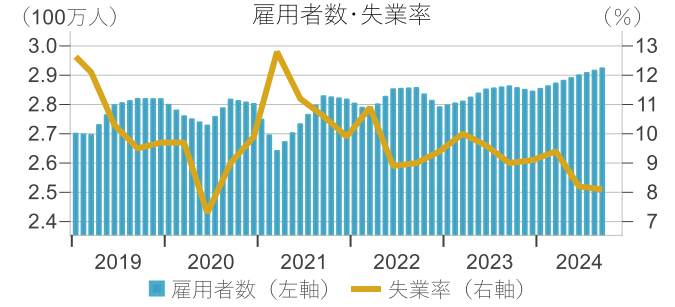
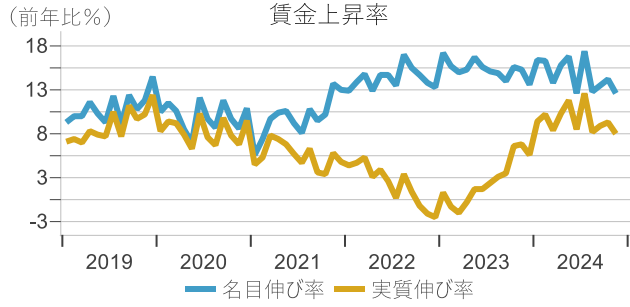
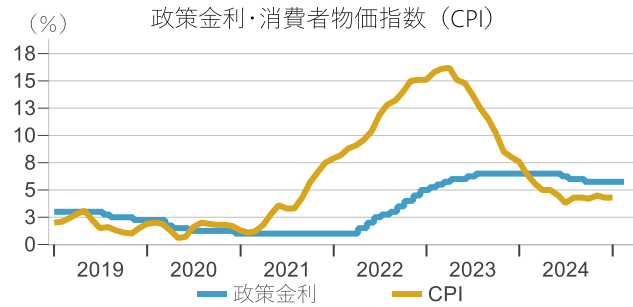
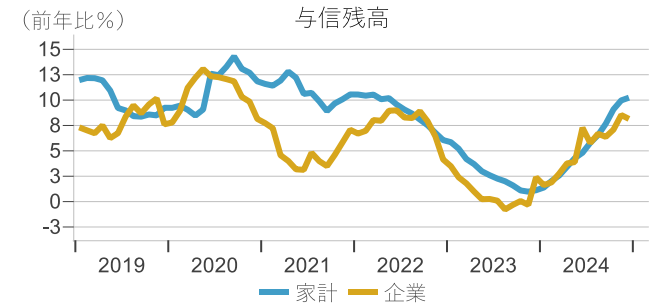
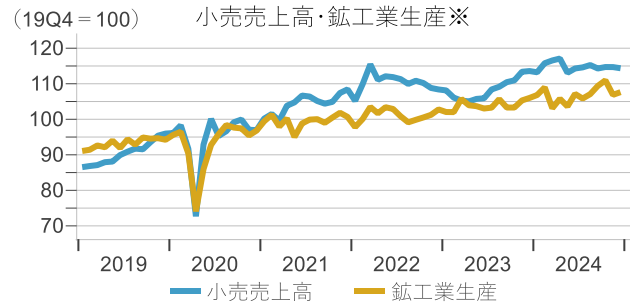
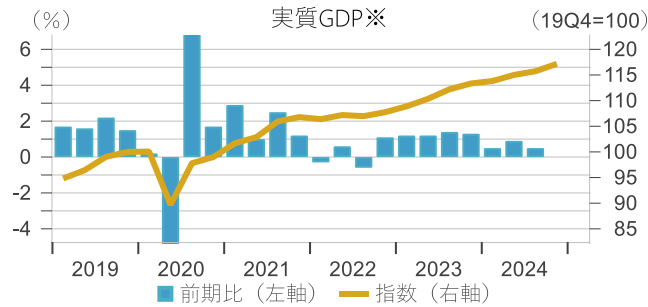
出所：ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ハンガリー財務省、マクロボンド、みずほ

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 トランプ関税の影響を見極め

中東欧通貨 対ユーロ見通し

	Spot	2025 Mar	Jun	Sep	Dec	2026 Mar
EUR/PLN	4.20	4.16	4.12	4.14	4.16	4.18
EUR/CZK	25.12	25.2	25.3	25.4	25.5	25.6
EUR/HUF	407	404	400	408	412	416
EUR/RON	4.98	4.99	5.00	5.05	5.10	5.15

注：見通しは2025年1月31日時点。

- 1月の中東欧通貨は通貨ごとの値動きに若干の相違は見られるものの、全体的に対ユーロで上昇している。中東欧の中央銀行がインフレへの警戒姿勢を示し、利下げ開始の先送り、ないし利下げ停止の可能性が強まる一方、欧州中央銀行（ECB）が利下げ継続姿勢を鮮明に示していることもあり、両者の金利差が拡大するとの見方が強まっていることが背景にあるだろう。また、1月20日に就任したトランプ米大統領はEUへの関税発動の意欲を示している。ユーロ圏も中東欧も関税の悪影響は受け得るものの、工業や輸出産業の割合が大きいドイツに比べて中東欧の悪影響が小さいという見方も、中東欧通貨の堅調さの背景にある可能性がある。さらにいえば、中東欧通貨の中で、ポーランドズロチが比較的堅調なもの、同国中銀の高金利政策に加えて、同国のGDPに占める家計消費や投資といった内需の比率がハンガリー、チェコに比べて高いことから、トランプ関税の経済への悪影響が比較的小さいという見方が影響している可能性がある。
- ポーランド国立銀行は1月16日に政策金利を5.75%で据え置いたが、利下げ開始時期を巡る議論は定まらない。1月27日にはコテツキ委員が3月にも利下げが検討課題になると発言した一方、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。今年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。
- チェココルナはポーランド・ズロチやハンガリー・フォリントが対ユーロで大きく上昇したのに比べ、対ユーロでの上値の重さが目立った。2月6日にチェコ国立銀行の金融政策決定会合を控え、利下げの可能性が意識されているほか、同国は経済規模が小さく、自動車生産をはじめとする工業生産・輸出のGDPに占める割合が他の2国に比べて顕著に高いこともあり、トランプ関税の悪影響が懸念されている面もあるだろう。
- ハンガリー国立銀行は1月28日に市場予想通り政策金利を6.50%で据え置いた。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している。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。

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)



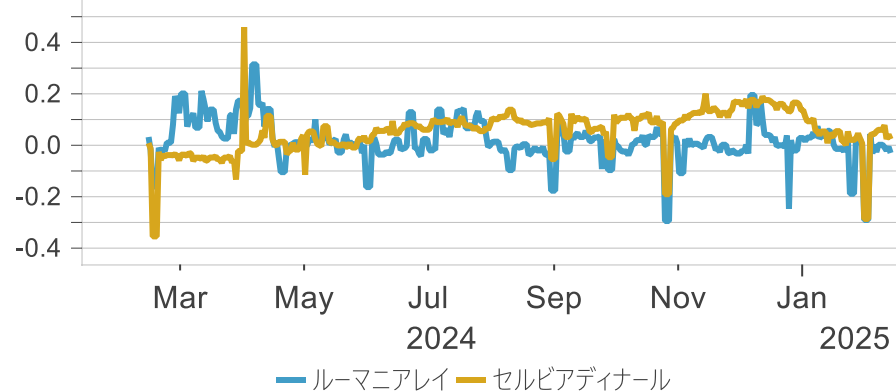
チェココルナ（対ユーロ相場、日足、ロンドン終値）
(EURCZK)



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]@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.