

アジア中銀の利下げに温度差

基本線は景気優先もタイ・韓・豪は固有事情で慎重

調査部
主任エコノミスト

亀卦川 緋菜
080-1069-4688

hina.kikegawa@mizuho-rt.co.jp

- アジアでは2024年後半から各中銀が本格的な利下げサイクルに移行した。インフレの減速傾向と通貨安懸念の後退が主因
- 一方で、タイの政情不安、韓国の不動産過熱、オーストラリアの粘着的なインフレなど、各国の個別の事情が追加利下げの制約となっている
- アジアでは景気下支えを目的に利下げが継続される見通し。ただし、資源・食料価格の再上昇や対米関税交渉の決裂といった外部要因によっては中銀の利下げ余地が狭まる可能性

1. アジアで多くの中銀が利下げを継続。インフレ減速と通貨安懸念の後退が主な要因

アジアでは¹、2024年8月以降、多くの中央銀行が政策金利の引き下げに踏み切り、本格的な利下げサイクルに入った（図表1）。2025年2月にはインド準備銀行も約5年ぶりとなる利下げに踏み切り、6月までに合計100bp（1.0%）の大幅な利下げを実施している。また、4月にはオーストラリア、7月にはマレーシアも利下げを開始し、各中銀は国内景気を優先した金融緩和に舵を切っている。

アジア中銀が利下げを継続する背景としては、①インフレの減速傾向、②新興国への資金流入に支えられた通貨安懸念の後退、の2点が主な要因として挙げられる。

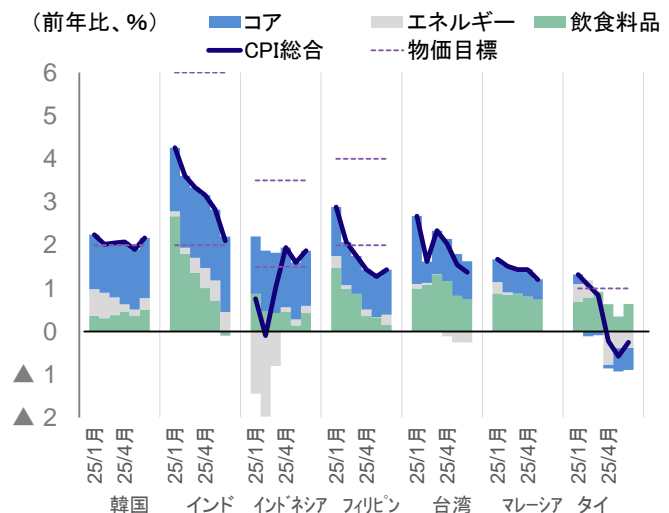
図表1 アジアの政策金利

		インド ネシア	フィリ ピン	タイ	韓国	インド	豪州	マレー シア	台湾
23	Q1	5.75	6.25	1.75	3.50	6.50	3.60	2.75	1.875
	Q2	5.75	6.25	2.00	3.50	6.50	4.10	3.00	1.875
	Q3	5.75	6.25	2.50	3.50	6.50	4.10	3.00	1.875
	Q4	6.00	6.50	2.50	3.50	6.50	4.35	3.00	1.875
24	Q1	6.00	6.50	2.50	3.50	6.50	4.35	3.00	2.00
	Q2	6.25	6.50	2.50	3.50	6.50	4.35	3.00	2.00
	Q3	6.00	6.25	2.50	3.50	6.50	4.35	3.00	2.00
	Q4	6.00	5.75	2.25	3.00	6.50	4.35	3.00	2.00
25	Q1	5.75	5.75	2.00	2.75	6.25	4.10	3.00	2.00
	Q2	5.50	5.25	1.75	2.50	5.50	3.85	3.00	2.00
	7月	5.25	5.25	1.75	2.50	5.50	3.85	2.75	2.00

（注）各期・月の末値。ピンクシャドウは利上げ、ブルーシャドウは利下げ

（出所）中銀発表資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 インフレの動向



（注）「コア」は、合計から「食料品」「エネルギー」を減じて算出。「エネルギー」は、水道・光熱費、燃油、交通サービスを集計。台湾の物価目標は未公表

（出所）各国・地域統計機関より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

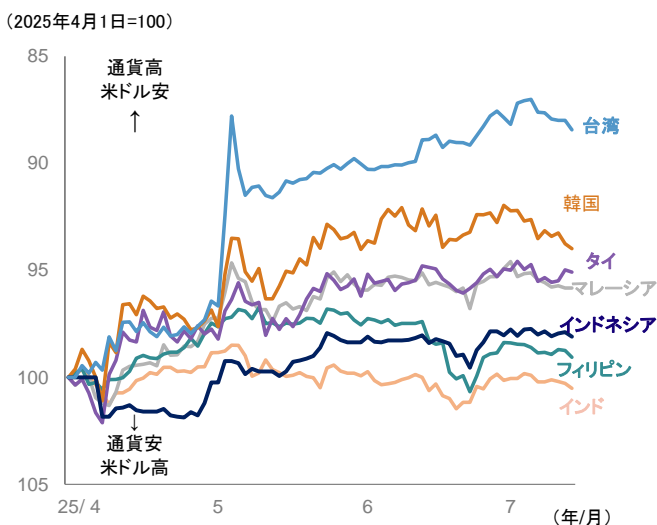
まず、図表2で物価動向を確認すると、2025年入り後に急速にインフレ率が減速したインドをはじめ、各国・地域とも低インフレが継続している。2024年後半からの農作物の収穫回復や、インドによるコメ輸出制限の解除を受け、食料品価格の伸びが鈍化したことが主な背景である。なお、インドネシアは2025年1、2月に政府が実施した電力料金半額措置を受けて²約25年ぶりにインフレ率が一時的にマイナスとなり、終了後の3、4月には伸びが加速したが、足元では再び落ち着きを見せている。

次に、アジア各国・地域の通貨（対米ドルレート）は、2025年4月2日に米国トランプ政権がアジア各国に対し高い相互関税を課す方針を発表した直後に大きく下落したものの、4月9日に相互関税の即時発動が回避されたことで持ち直した（図表3）³。足元では、台湾が米国との関税交渉において通貨高を容認するとの憶測から台湾ドルが急上昇しているが、アジア各国では総じて通貨が安定した動きとなっている。アジアの通貨安定の背景としては、コロナ禍など過去のショック時と異なり、今局面ではアジアへの資金流入が挙げられる。国際金融協会のデータを見ると、相互関税が発表された直後は、市場のリスク回避姿勢が強まったことでアジアから資金が一時的に流出した。しかし、その後、相互関税の即時発動が回避され、交渉期間の延長決定、4月22日のIMF世界経済見通しや4月30日の米国2025年1～3月GDPの結果を受けた米国の成長鈍化懸念の高まりから、アジア新興国への資金が逆流し、その後も資金流入が続いている（図表4）。今般のトランプ関税によるショックでは、米ドル・米国債の「安全資産」としての優位性が一時的に低下し、アジア新興国へ資金移動が続いていると考えられる。

2. ただし、タイ・韓国・オーストラリアは固有の事情で追加利下げに慎重姿勢

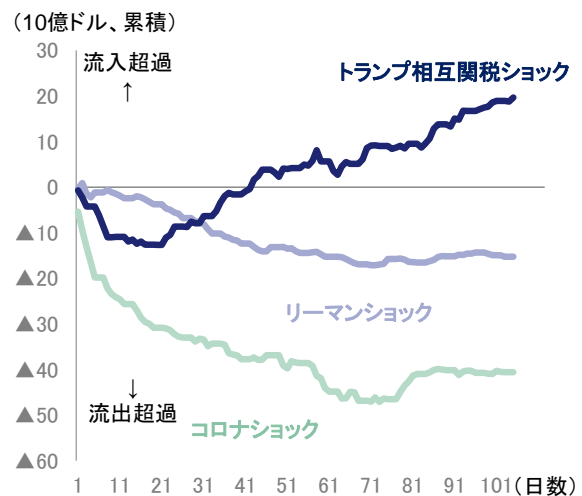
アジアの各中銀の声明文からは、利下げによって景気を下支えする意向を共通して読み取れるが、タイ、韓国、オーストラリアでは、各国特有の事情により追加利下げに慎重な姿勢をとっている。

図表3 主なアジア通貨の動向



(注) 直近データは、7月22日
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 アジア新興国への資金流入



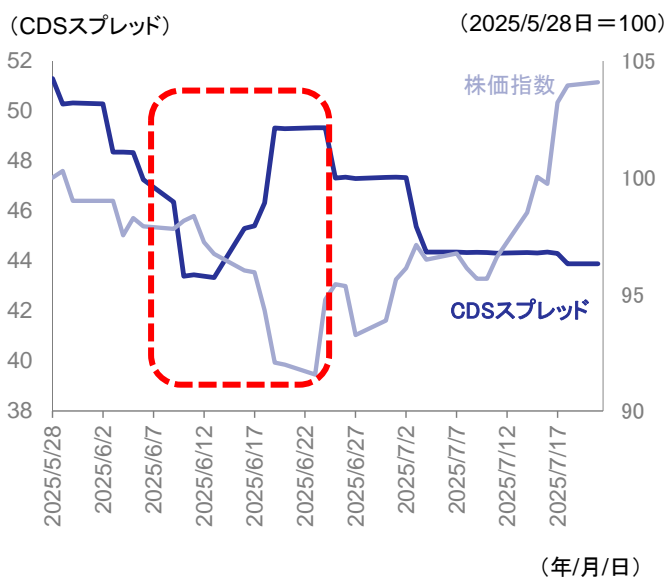
(注) インド、韓国、タイ、フィリピン、ベトナム、台湾、インドネシア、マレーシアの合計。リーマンショックは2008年9月15日、コロナショックは20年3月16日、トランプ相互関税ショックは25年4月2日。直近データは25年7月15日
(出所) 国際金融協会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

タイでは、2025年2月、4月会合と2会合連続で追加利下げを実施し景気下支えをはかってきたが、直近の6月会合では、政情不安の高まりを背景に追加緩和を見送った。2025年5月28日にカンボジアとタイの国境衝突が発生し、その後、6月18日にタイのペートンタン首相とカンボジアのフン前首相との国境衝突対応に関する電話会談が流出し、ペートンタン首相に憲法・倫理規定違反があったとして7月1日に憲法裁判所が一時職務停止命令を発出するなど混乱が続いており、政情不安が株価下落や信用リスク（CDSスプレッド）の上昇を通じて金融市場に波及した（図表5）。6月23日のタイ・カンボジア国境封鎖直後に開催された6月25日のタイ中銀の決定会合では、利下げを見送った背景として、「国内政治の不確実性」が声明文に追加され、国内政治の不安定さが中銀の金融政策にも影響を与えている点がかがえる。憲法裁判所による審議は数か月かかるとみられており、中銀は次回8月会合でも利下げを見送る場合、タイ経済の回復が遅れるリスクがある。

韓國中銀は、2025年2月、4月、5月会合と3会合連続で追加利下げしてきたが、7月会合ではソウルの住宅価格の過熱感の再燃と家計債務の高止まりを背景に政策金利を据え置いた。鎌田ほか（2024）が整理しているとおり、韓国では2023年初までは中銀の利上げを受け住宅市場が低迷していたが、2022年12月の政府の規制緩和を受けて住宅需要が持ち直し、特にソウル首都圏での住宅価格の上昇ペースが加速した（図表6）。さらに、イ・ジェミョン大統領が就任した2025年6月以降は、前大統領の弾劾など政治混乱時に停滞していた投資が回復に転じたことも住宅価格を押し上げているとみられる。韓国金融委員会は、2025年6月27日にソウル首都圏での住宅担保ローン融資限度額を6億ウォンに引き下げるなど規制強化を発表したが⁴、足元でもソウル住宅価格は上昇を続けている。当面、韓國中銀は金融安定と国内景気の板挟みとなり、利下げペースが減速する可能性が高い。

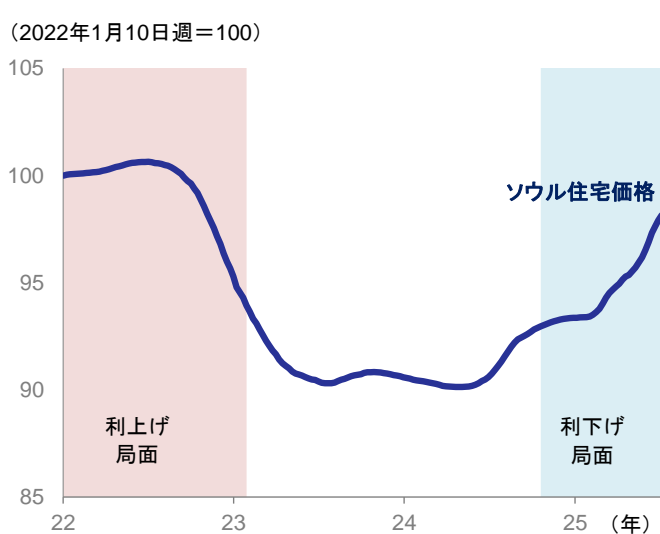
オーストラリアは、インフレ鈍化を背景に2025年2月に約4年ぶりに利下げを開始した。オーストラリア準備銀行（RBA）のブルック総裁は2月の記者会見で「労働市場は依然逼迫しており、インフレ再

図表5 タイ株式指数、信用リスク



(注) 直近データは7月21日
(出所) LSEG、各種報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 ソウルの住宅価格



(注) 直近データは7月14日
(出所) CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

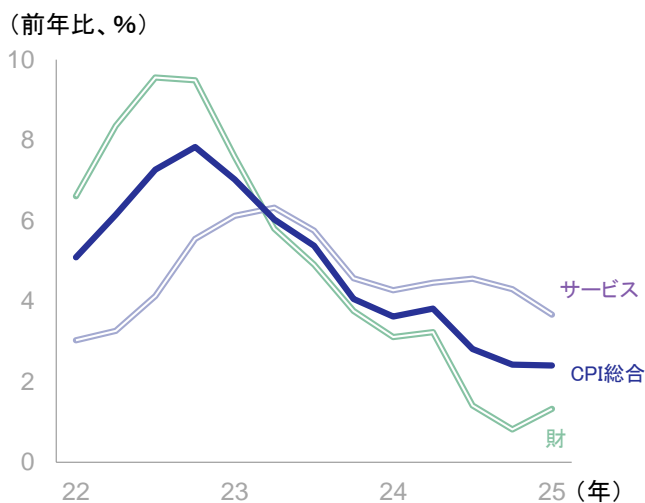
燃の上振れリスクに警戒が必要」と述べており、緩和には慎重な姿勢をみせていた。直近の7月会合ではインフレがRBAの見通しより収束に時間がかかっているため、政策金利を据え置いた。図表7にあるとおり、オーストラリアでは財物価は減速を続けているものの、賃金の影響を受けやすいサービス価格は引き続き高止まりしており、インフレ率が下げ渋る要因となっている。賃金上昇ペースはすでにピークを過ぎたが、直近の失業率は4.0%前後と引き続き低水準にとどまっている。とりわけ建設、医療・介護、IT分野などでは慢性的な人手不足が続いていることから、労働需給の逼迫は、当面解消が難しいとみられる（図表8）。RBAは今後も労働市場の動向を見極めながら慎重に利下げのタイミングを探っていくと予想される。

3. アジア中銀は利下げ継続も、エネルギー・食料価格や対米関税交渉に注目

今後もアジア中銀は景気支援を目的に利下げを続けると考えられる。しかしながら、利下げのペースは、前項で取り上げた各国の個別事情に加え、エネルギーや食料価格といった物価要因や米国との通商交渉の展開にも左右されるだろう。

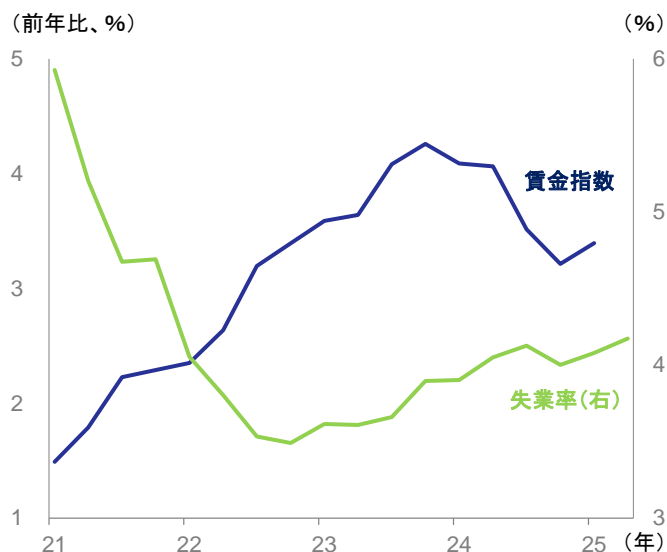
まず、エネルギー価格は、2025年前半にはイスラエル周辺の緊迫化を背景に原油価格が乱高下したが、足元ではおおむね安定して推移している。ただし、中東情勢の悪化などにより供給障害が顕在化すれば、輸入依存度の高いアジア新興国ではエネルギーコスト上昇を通じてインフレが再燃し、追加利下げが難しくなる。次に、食料価格は、足元では減速傾向が続いているが、2024年はアジア地域の多くで観測史上最も暑い年となり（WMO、2025）、暑さや大型台風による収穫不足からコメや野菜など生鮮食品価格が高騰した。米農務省の報告では、2025年も酷暑による収穫量の減少リスクが指摘されており、アジア地域で食料インフレが再び加速するおそれがある。資源・食料価格の上昇がインフレ

図表7 オーストラリアのインフレ動向



(注) 四半期指数
(出所) オーストラリア統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 オーストラリアの労働市場



(注) 失業率は四半期平均値を使用
(出所) オーストラリア統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

圧力を高め、中銀が利下げしにくくなることが予想される。

さらに、米国との関税交渉の行方も金融政策を左右する要因となる。8月1日を期限とした協議の中で、ベトナム（7月2日）やインドネシア（7月15日）は、当初案よりも低い関税率で合意に至った。仮に他国・地域も同様の妥結が実現すれば、追加関税による輸出抑制リスクが4月当初よりも緩和され、中銀が内需支援のための利下げを継続しやすくなる。一方で、交渉が決裂し高い相互関税が発動された場合、輸出減少による景気下押し圧力から利下げの必要性は一段と高まるが、同時に、通貨安や資本流出に対する市場の警戒感が強まり、金融政策の選択肢が狭まる可能性もある。関税交渉の決着は、景気と金融安定のバランスを取る中銀の政策運営に対し、複雑な影響を及ぼすことが想定される。

現時点では、インフレの沈静化と海外からの資本流入を背景に、アジアの多くの中銀は景気下支えを優先して利下げを継続している。ただし、今後の外部環境次第では、インフレ圧力や通貨安への警戒から利下げを見送る展開も想定される。アジアの中銀は、本稿で取り上げた各国固有の事情と共に、これらの外部要因の動向をにらみながら、適切な政策対応を探る局面が続く。

[参考文献]

鎌田晃輔・亀卦川緋菜・西野洋平（2024）「早期利下げを窺う韓国・台湾～ただし不動産過熱が続けば利下げ先送りの恐れ」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2024年8月28日

亀卦川緋菜・西野洋平（2025）「相互関税はアジアの輸出主導成長に逆風～ベトナムGDPを▲3.2%下押し試算。各国は協議で打開を模索」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2025年4月18日

Ministry of Energy and Mineral Resources Indonesia (2025), “Agar Kesejahteraan Masyarakat Tetap Terjaga, Pemerintah Siapkan Insentif Berupa Diskon 50% Biaya Listrik (コミュニティの福祉を維持するために、政府は電気代の50%割引のインセンティブを準備)”, December 23, 2024

Financial Services Commission (2025), “Authorities Introduce Measures to Strengthen Household Debt Management Centered on Seoul Metropolitan Area”, June 27, 2025

U.S. Department of Agriculture (2025), “World Agricultural Supply and Demand Estimates”, July 11, 2025

World Meteorological Organization (WMO) (2025), “State of the Climate in Asia 2024”, June 23 2025

¹ 本稿では、インド、インドネシア、韓国、オーストラリア、タイ、台湾、フィリピン、マレーシアを対象とする。

² 詳細は、Ministry of Energy and Mineral Resources Indonesia (2024) を参照。

³ 文中の日付はいずれも現地時間。相互関税の詳細は、亀卦川・西野（2025）を参照。

⁴ 詳細は、Financial Services Commission (2025) を参照。

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メルマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。