

2025 年 1 月 28 日

通貨ニュース

新興国：経済・通貨情勢のリスク点検

サマリー

弊行は、2025 年の新興国経済や通貨情勢に関し、経済面ではソフトランディングとデスインフレの併存、通貨面では対ドルでの底入れを予想している。ただし、米政治・金融政策動向など不確実性は非常に大きいため、リスクシナリオを幾つか検討した。具体的には、①米金利高止まりに伴う債務不安、②資本流入の停滞、③通貨防衛、④貿易紛争、の 4 点を議論した。この点、②や③に関しては 2024 年に一部の新興国でも既に確認されたイベントであり、突飛な話でもない。他方、①や④はかなりインパクトがあり、経済金融情勢にとっても致命傷になりうる。引き続き各国財政に加え、米通商政策とそれに対する各国対応を注視していきたい。

金融市場部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

～景気は横ばい、デスインフレ進行がメインシナリオ～

2025 年の新興国経済・為替市場をどう見るか。まず経済情勢に関しては、景気は 2024 年からほぼ横ばいとなる一方、物価に関してはデスインフレが続こう。国際通貨基金(IMF)による 1 月時点の見通しに基づけば、新興国の実質 GDP 成長率見通しは 2025 年で+4.2% (2024 年:+4.2%)、消費者物価指数(CPI)見通しは+5.6% (2024 年:+7.8%)だ(図表 1、2)。中国とインドという 2 大大国の経済情勢が振るわない中で、新興国全体では成長率が維持できる、ということはむしろ前向きに捉えるべきだろう。景気軟着陸が期待される理由としては、デスインフレが続くと見通されること、そして中銀の利下げ路線が継続する可能性が高いことが挙げられる。ブルームバーグエコノミクスが算出する政策金利見通し(1 月 23 日参照時点)は、2025 年において先進国で▲71bp の低下が示されている一方、新興国は▲153bp の低下が予想されている。

以上を踏まえ、新興国通貨に関しても、年内の底入れを予想している。良好な経済見通しや利下げ路線に伴う内需活性化、およびそれらに呼応した資金フローなどが主な背景になろう。ただし、これらはあくまでメインシナリオであって、リスクは付き物だ。ましてや、「トランプ 2.0」が始まった以上、不確実性は増していると考えべきだ。よって、本欄では、新興国経済および通貨のリスクシナリオを点検したい。

～米金利の高止まりはいつの時代も新興国経済のリスク～

足許でも、米長期金利の高騰は想定外に長引いている。その要因分析については本欄では省略するが、米金利上昇局面で新興国経済の(債務)危機が叫ばれるのは毎度お馴染みである。その際持ち出されるのは国際決済銀行(BIS)が集計する新興国のドル建て債務総額だが、2021 年を境に頭打ちになっている(図表 3)。もちろんそれ以前の伸びは凄まじいが、インフレ体質でかつ高成長という新興国の特性に鑑みれば、名目値で債務が積み上がるのは当たり前である。むしろ、公的部門の債務にフォーカスし海外保有比率やドル建て

比率を確認した場合、脆弱性が高い国が多いとは判断できない(図表 4、5)。強いて言えば、政府債務のドル建て比率が高いトルコ、ソブリン債の海外投資家保有割合が高いインドネシア・南アフリカ・フィリピンなどには、一定の注意を払うべきと言えそうだ。いずれも、利払い負担の増加、海外投資家による資金の急速な引き揚げが起こるリスクは相対的に高いと考えられる。

～資本流出入はどうか～

前節と関連するが、急速な資本流出は新興国で常に意識されるリスクの 1 つだ。この点、昨今の新興国資本フロー(除く中国)を確認すると、パンデミック直後を除けば概ね良好な状態が続いているように思える(図表 6、7)。証券投資フローはどうしてもリスクセンチメントや金融政策動向に左右されやすいが、根強い直接投資意欲が資本フローの下支えになっているのだろう。中国からの資本流出は、近年の新興国経済のテーマであり、そう簡単にトレンドは変わらないだろう。ただし、新興国全体でみれば、引き続き底堅い資本流入を見込むのが基本線になる。

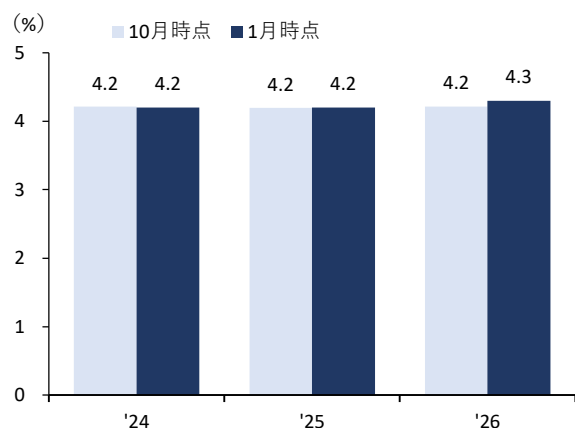
この点、やはり保護主義の台頭やそれに伴う投資規制の強化などは、リスクシナリオとして検討に値するだろう。今のところ多くの新興国では、外国資本の受け入れを積極的に進めるトレンドは変わってはいないと思う。ただし、世界の多極化がさらに進行し、各国政策が内向きになっていくのであれば、話が変わってくる可能性もある。それ以外にも、特に「トランプ 2.0」においては、グローバルな投資フローが米国に集中するとの懸念もある。新興国資本フローのトレンドが軟調なものに転換するのであれば、特に新興国通貨の下押し圧力になることは明白である。警戒すべきシナリオの 1 つであることは間違いない。

～通貨防衛は 2025 年も起こるのか～

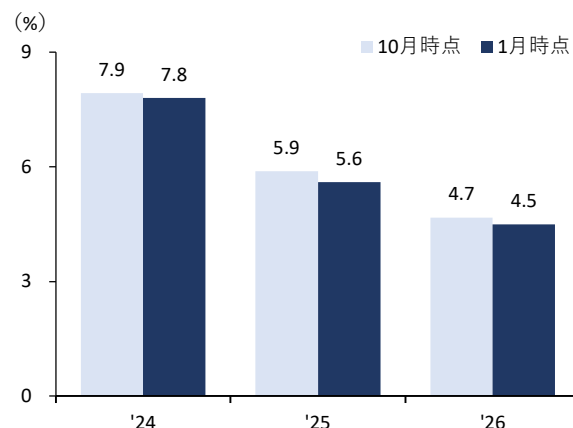
かつて、多くの新興国が固定相場制を採用していた時代、経済金融危機はたいてい国際収支危機やそれに関連する通貨危機が要因であった経緯がある。現在は変動相場制がスタンダードだが、それでも 2024 年にはいくつかの中央銀行が通貨防衛に動いた。ブラジル、インドなどが該当する。今後を見据えれば、経常収支や債務残高、適正外貨準備額(ARA)の水準に鑑みれば、インド・インドネシア・マレーシア・南アフリカ・ブラジルなどは、警戒が必要な国々として挙げることができよう(図表 8、9、10)。通貨防衛の為替介入は、投機的な売りを更に引き付けるリスクもあるだけに、乱発するのは得策とは言えない。

～貿易紛争のリスクが付きまとう「トランプ 2.0」～

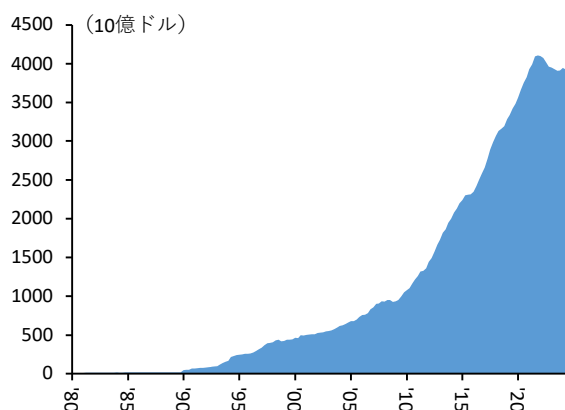
最後に挙げるのは、やはり貿易面だ。トランプ氏は一律関税も検討しているようであり、もしそうなれば、財輸出で多くの外貨を稼ぐ国々にとっては当然痛手となる。更に、足許では関税に伴うインフレ圧力に注目が集まるが、実際にはラグを伴って需要抑制圧力も期待される。これも当然、外需に頼る国にとっては痛い。主要新興国の中で、外需依存度(財輸出額÷GDP)が高いのは、ベトナム・マレーシア・タイなどである(図表 11)。他方、インド・インドネシア・フィリピン・ブラジル・トルコなどは、外需依存度が低いことに加え、全方位外交を志向している国も多い。これらの国々は、仮に世界的に貿易が停滞したとしても、相対的にダメージは少なそうだ。

図表 1:新興国の実質 GDP 成長率(前年比)の予測値


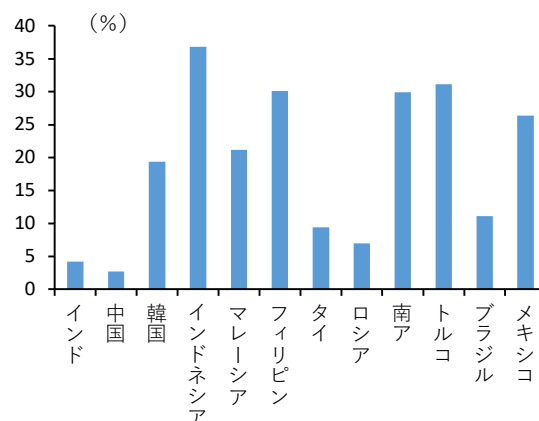
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行 ※IMF 予測

図表 2:新興国の消費者物価指数(CPI、前年比)の予測値


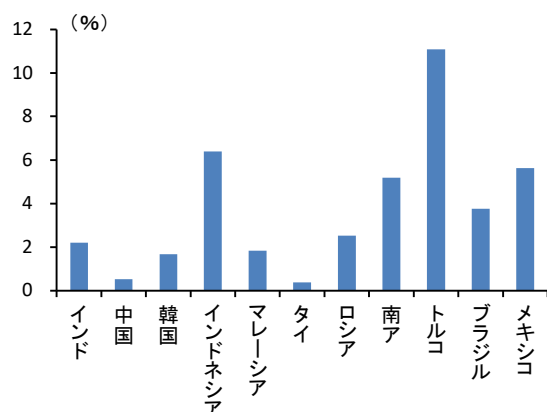
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行 ※IMF 予測

図表 3:新興国のドル建て債務(全発行体)


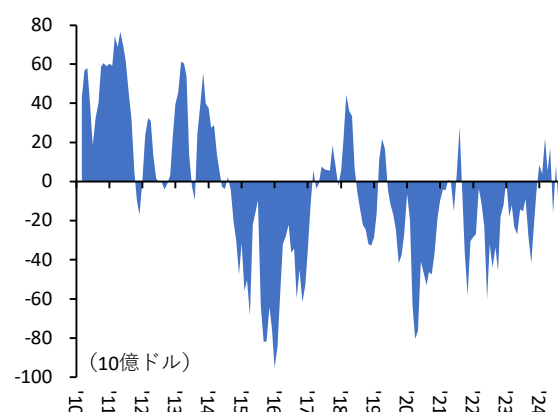
出所: BIS、Macrobond、みずほ銀行

図表 4:ソブリン債の海外投資家保有比率


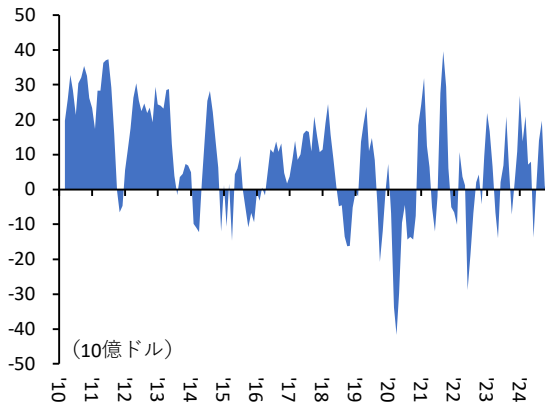
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行 ※24 年 4~6 月期時点

図表 5:政府債務のドル建て比率(GDP 対比)


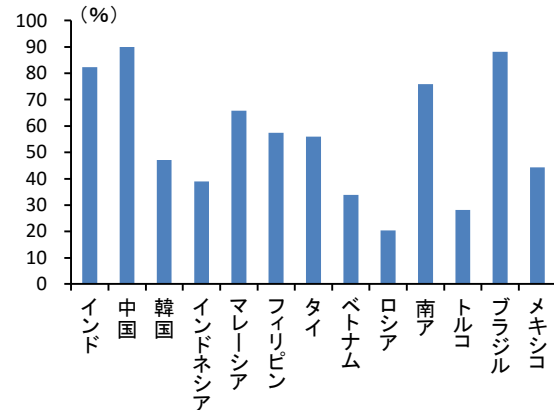
出所: IIF、みずほ銀行 ※24 年 7~9 月期時点

図表 6:新興国の資本フロー(ネット)


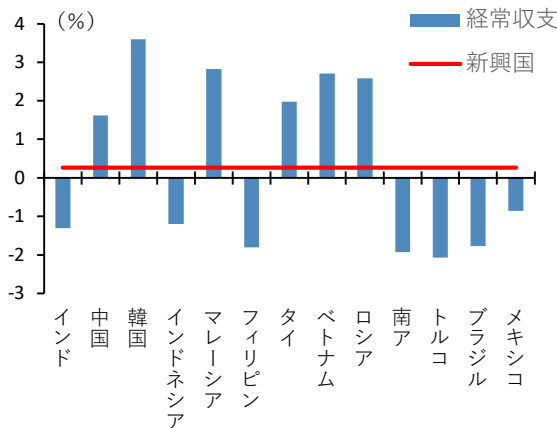
出所: IIF、みずほ銀行 ※3 か月移動平均

図表 7:新興国の資本フロー(ネット、中国を除くベース)


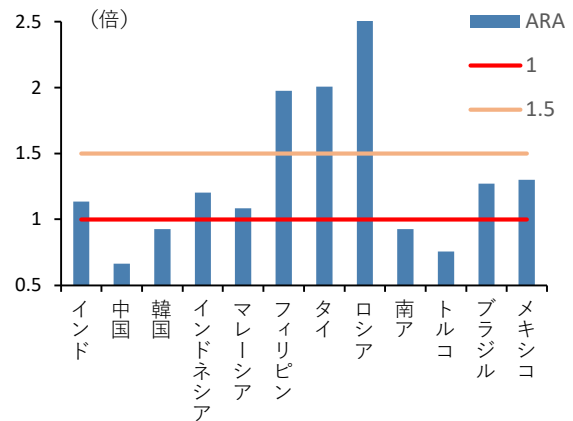
出所: IIF、みずほ銀行 ※3 か月移動平均

図表 8:政府債務残高(GDP 対比)


出所: IIF、みずほ銀行 ※24 年 7～9 月期時点

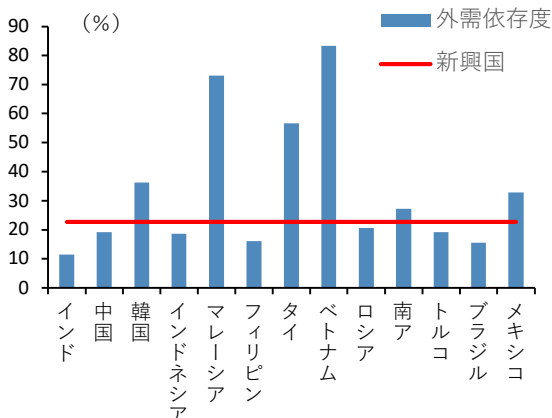
図表 9:新興国の経常収支(GDP 比、2025 年)


出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行 ※24 年 10 月時点の IMF 予測

図表 10:新興国の ARA の水準(2024 年)


出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行 ※24 年 10 月時点の IMF 推定値、ARA の適正水準は 1.0～1.5

注: 24 年末にドル売り介入を多く行ったブラジルやインドの ARA は、実際には上記水準より低い可能性が非常に高い

図表 11:新興国の外需依存度(財輸出額÷GDP、2024 年)


出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行 ※財輸出額は 24 年 1～9 月実績を年率化、GDP は 24 年 10 月時点の予測値

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。