

2025年1月10日

The Emerging Markets Weekly

トランプ関税への懸念の高まりが重し

新興国市場:先週末3日のアジア時間はドルが堅調だったことが重しとなり大半は下落し、THB や PHP が売られた。また、CNY も 7.30 を突破し、23 年 11 月以来の安値をつけた。欧州時間、欧州金利の上昇が支えとなりユーロに連れて東欧通貨は小幅に上昇。米国時間、米 12 月 ISM 非製造業景気指数が市場予想を上振れ米金利が上昇し軟調となった。BRL が下落。週初 6 日アジア時間はドルの底堅さが継続し、下押しされた。欧米時間、トランプ次期大統領が関税範囲を縮小する可能性があるとの報道を受けてドルが急落、新興国通貨は上昇。しかし、その後トランプ氏が報道を否定しドルが反発したため上昇幅を縮小した。RUB は前日比+2.9%、MXN と BRL は前日比+1.0%超値を伸ばした。7 日のアジア時間は概ね堅調。KRW は韓国株式市場の上昇が支えに。MYR や TWD も買われた。欧米時間、良好な米経済指標が重しとなった。ZAR が下落。8 日アジア時間、前日の流れが継続し軟調。KRW や TWD が値を下げた。欧米時間、トランプ次期大統領が経済緊急事態宣言検討との報道を受けて関税への警戒感が高まり、下押しされた。ZAR が前日比▲1.1%下落。9 日のアジア時間は方向感なく小幅な動きとなった。欧米時間も特段目新しい材料はなく、東欧通貨は概ね小動き。中南米通貨は堅調な中南米株式が支えとなった。RUB は前日比+2.2%、BRL は前日比+1.2%上昇。MXN は値を下げた。

アジア:12月31日公表の中国12月製造業PMIは50.1と市場予想を下回るも景気拡大・縮小の分け目となる50を3か月連続で上回った。中国12月非製造業PMIは52.2と前月から加速し、市場予想を上振れた。同日発表の韓国12月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.9%と市場予想を上回った。1月2日公表のインドネシア12月CPIは前年比+1.57%と市場予想を下振れた。6日発表のタイ12月CPIは前年比+1.23%と市場予想を下回った。同日公表のベトナム24年10~12月期実質GDP成長率は前年比+7.55%と市場予想(同+6.70%)を大幅に上回り、22年7~9月期以来の高い伸び率となった。8日発表のフィリピン12月CPIは前年比+2.9%と前月市場予想を上振れた。9日公表の中国12月CPIは前年比+0.1%と市場予想通り、中国12月生産者物価指数(PPI)は前年比▲2.3%と市場予想よりマイナス幅が小幅となった。

中東欧・アフリカ:3日公表のトルコ12月CPIは前年比+44.38%と市場予想を下回った。トルコ中央銀行は12月26日に政策金利を▲250bp引き下げ47.50%とした。利下げは23年2月以来。エルドアン大統領は、利下げを支持し、25年の追加利下げに期待感を示した。CPI鈍化を受け、1月23日の金融政策会合で12月同様▲250bpの利下げを実施するとの見方が強まっている。RUBは8日まで休場と商い薄のなか、週間で+8.1%上昇した。

ラテンアメリカ:9日発表のメキシコ12月CPIは前年比+4.2%とほぼ市場予想通りとなり、2021年2月以来の低水準となった。

金融市場部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

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

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

市場概観(新興国)

製造業 PMI は中立水準割れに再転落

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

S&P Global 社が集計するグローバル購買担当者指数 (PMI) によれば、12 月製造業 PMI は 49.6 と 11 月 (50.0) から低下し、2 か月ぶりに中立水準 (=50) を割り込んだ。先進国 (48.4→48.2) は新規受注や生産の悪化が重しになり、27 か月連続で中立水準割れを記録。片や、新興国 (51.6→50.9) は生産や新規受注の悪化が響いたものの、3 か月連続で中立水準超えを確保した (図表 1、2)。一方、グローバル非製造業 PMI (53.1→53.8) は上昇。内訳を確認すると、先進国 (53.3→54.0)、新興国 (52.8→53.2) と好調だった。

これらを合わせたコンポジット PMI は 52.6 と前月 (52.4) から上昇し、23 か月連続で中立水準超えを維持。世界の GDP 成長率は 7~9 月期に +2.75% (前期比年率) と、前四半期から伸びが反発した (図表 3)。PMI の推移を確認する限り、10~12 月期も 7~9 月期並みの成長率を確保していると推察される。

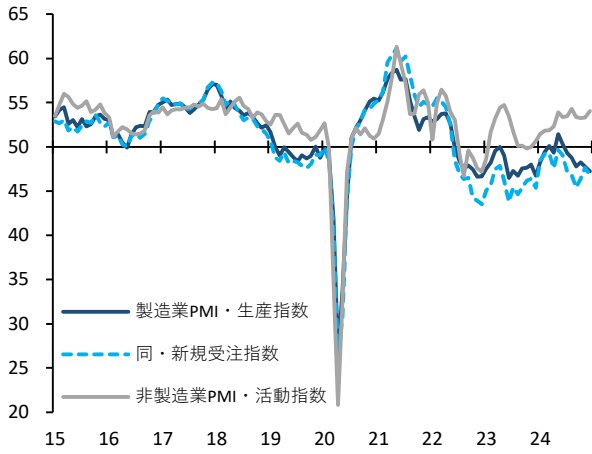
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な、価格関連の指数を確認したい。仕入れ価格・出荷価格は、12 月にまちまちな方向感となった (図表 4)。なお、先進国・新興国で見ると、前者では仕入れ価格・出荷価格がいずれも上昇した一方で、新興国では双方が低下した。かかる中、ブルームバーグが算出する政策金利指数を確認すると、先進国では 2024 年 1~3 月期を境に低下基調にあるのに対し、新興国は未だにじり高が続いている。金融政策サイクルのずれが、PMI の価格関連指数における水準の差異に直結しているのだろう。

製造業 PMI の構成指数別では、雇用以外の 4 項目が PMI の低下に寄与した。生産指数は新興国主導で悪化し、3 か月ぶりに中立水準を割り込んだ (図表 5)。新規受注は総じて低下し、2 か月ぶりに中立水準を割り込んだ (図表 6)。一方、雇用は総じて改善も、5 か月連続で中立水準割れを記録 (図表 7)。半面、購買品在庫は新興国主導で低下し、10 か月連続で中立水準を割り込んでいる (図表 8)。生産見通しの停滞が、在庫圧縮の流れに寄与している。翻って、入荷遅延 (逆インデックス) は新興国主導で上昇も、7 か月連続で中立水準を割り込んでいる。引き続き世界的な海運ルートの流れなどを反映している可能性が高いだろう。

個別の新興国では、フィリピン製造業 PMI の堅調さに着目したい。12 月分は 54.3 となり 2016 年 12 月以来実に 9 年ぶりの高水準を付けた。構成項目を確認すると、購買品在庫の大幅上昇 (48.6→54.0) が PMI の改善に寄与したようだ。完成品在庫の低下が目立つことや、新規受注の改善も踏まえて考えれば、企業が見通し改善を受け仕入れ増加を急いだ可能性が非常に高い。なお、物価関連の指数は特に川上で 11 月から大きく下がったが、これも在庫復元に寄与している可能性がある。他方、雇用指数が 4 か月ぶりに中立水準を割り込んだことは気がかりである。公表元は一時的とのコメントをしているが、今後消費マインドの悪化に寄与しかねないだけに、注意を払いたい。

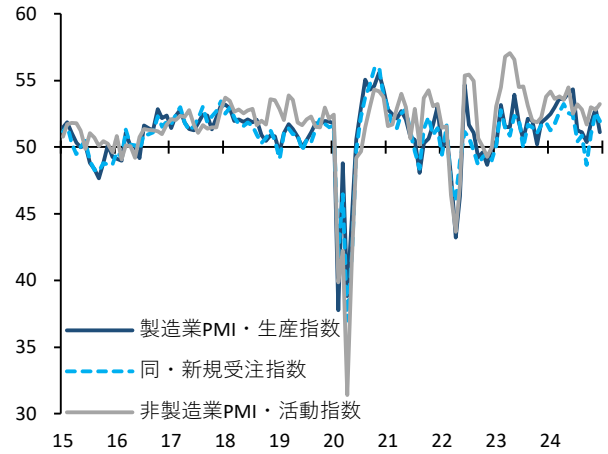
(注) 各国・地域別の PMI のグラフについては、1 月 7 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 先進国



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国



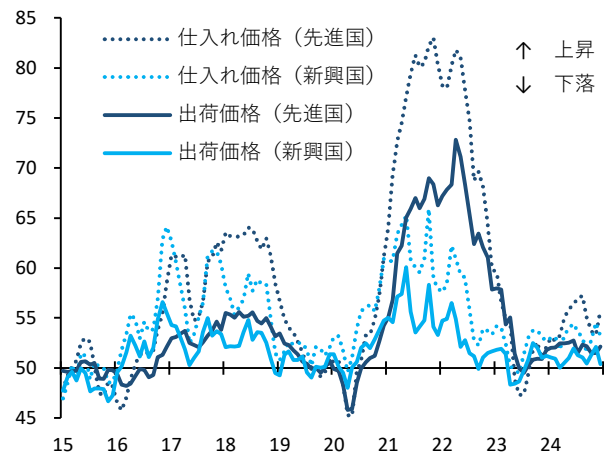
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



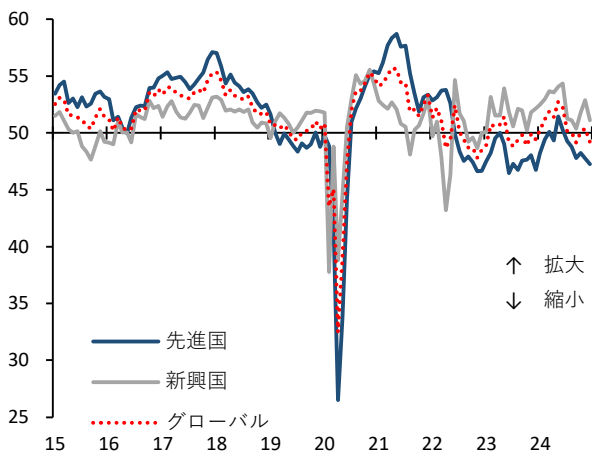
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・価格指数



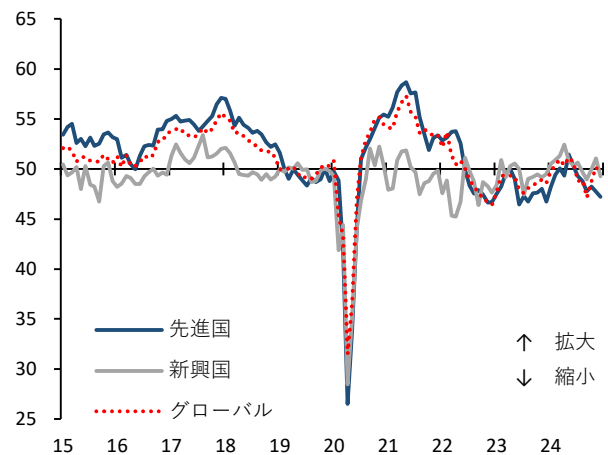
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・生産指数



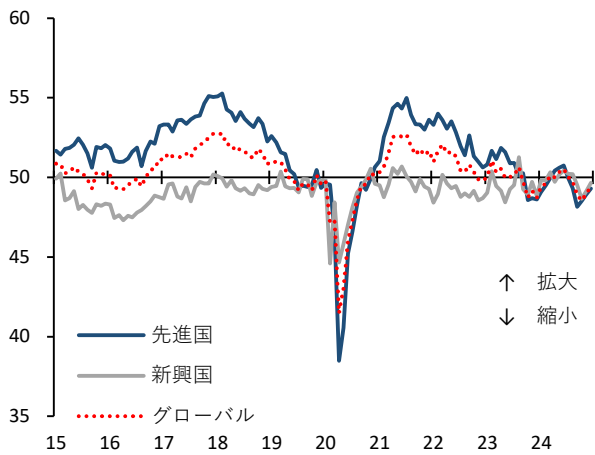
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 製造業 PMI・新規受注指数



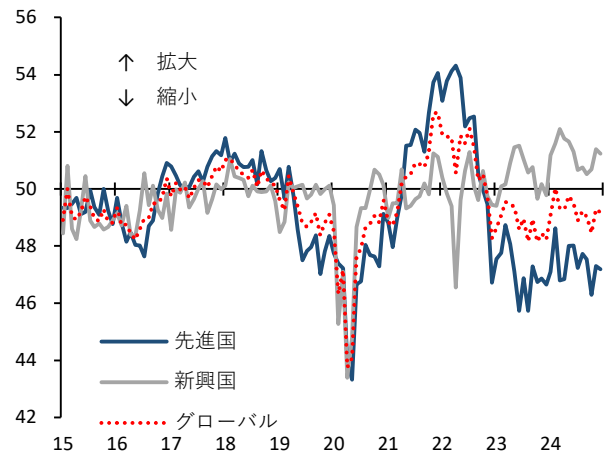
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 7: 製造業 PMI・雇用指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

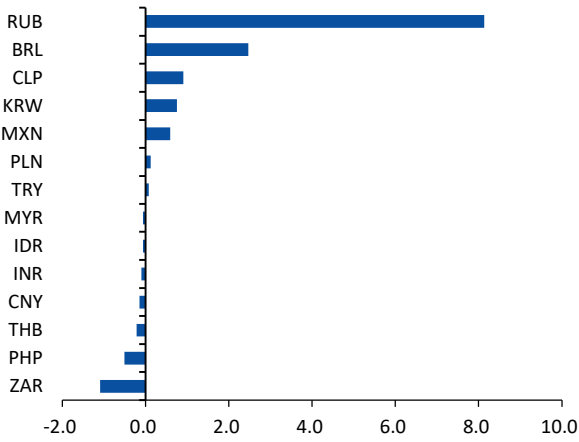
図表 8: 製造業 PMI・購買品在庫指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

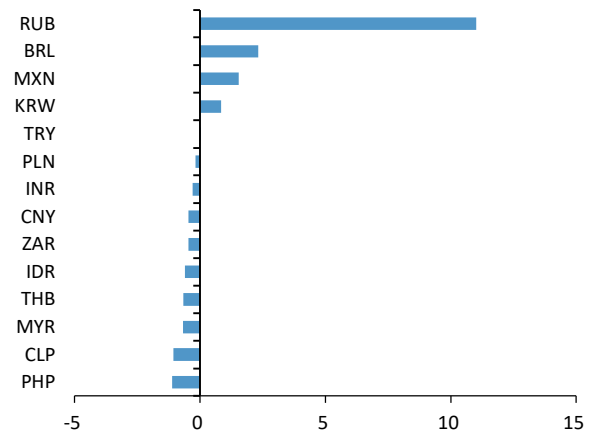
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



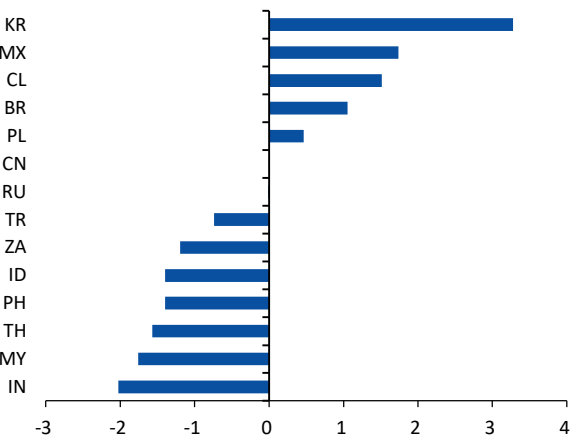
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



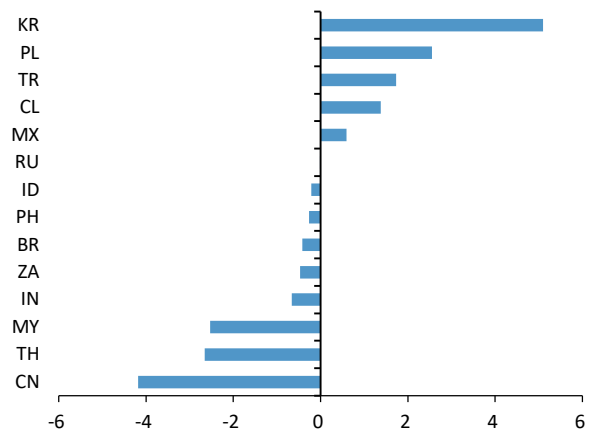
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



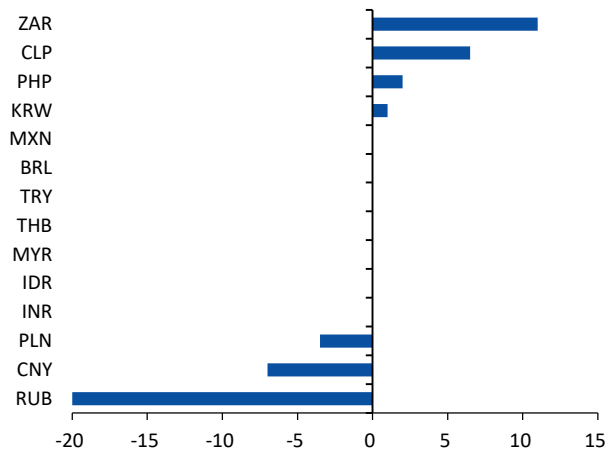
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

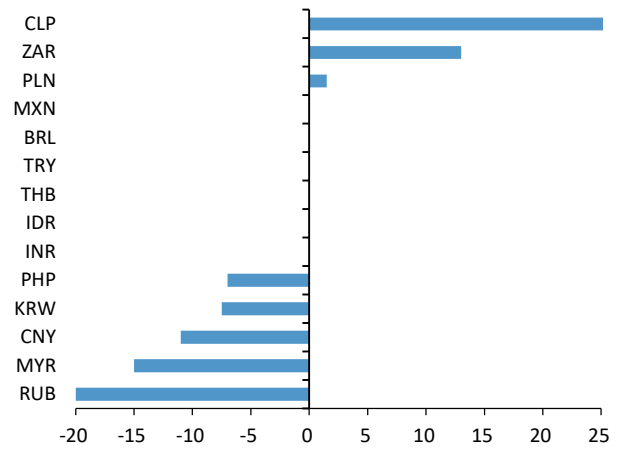
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5年物スワップレート年初来変化(bp)

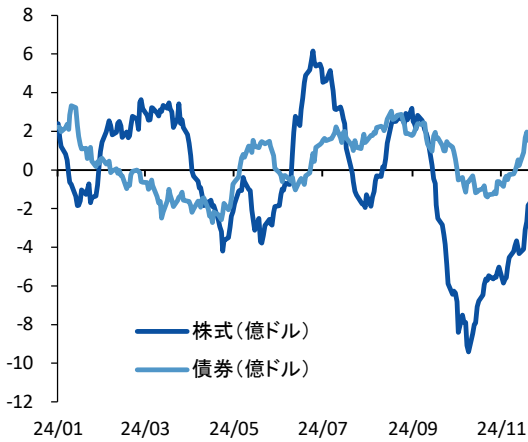


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

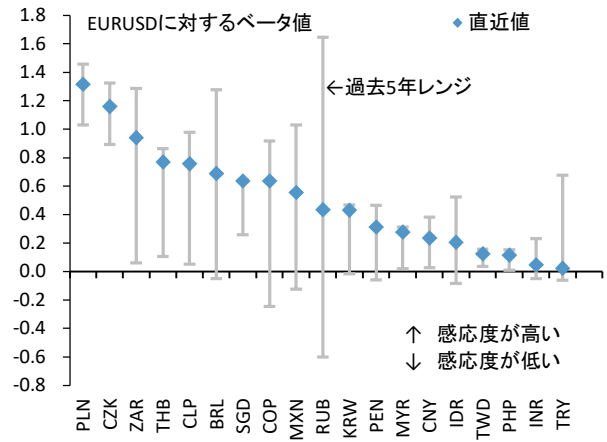
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



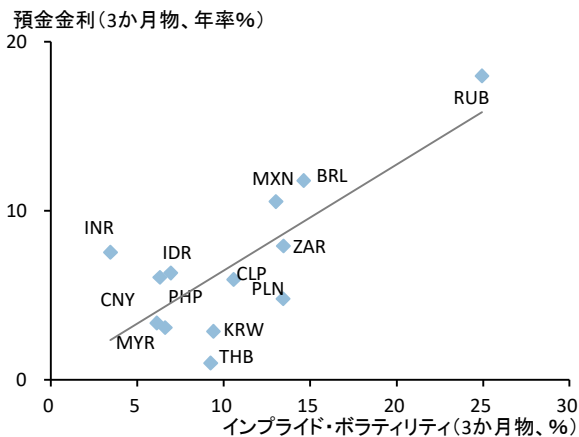
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



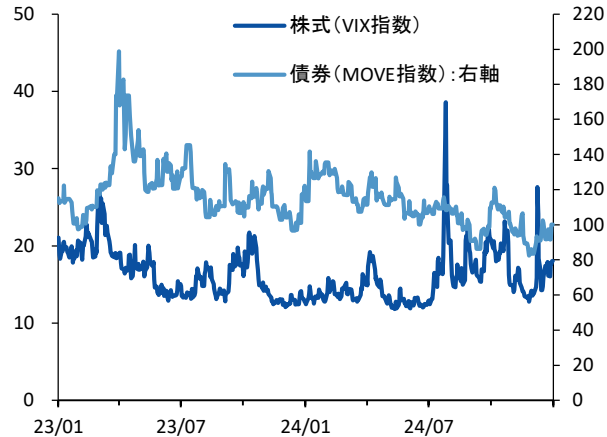
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



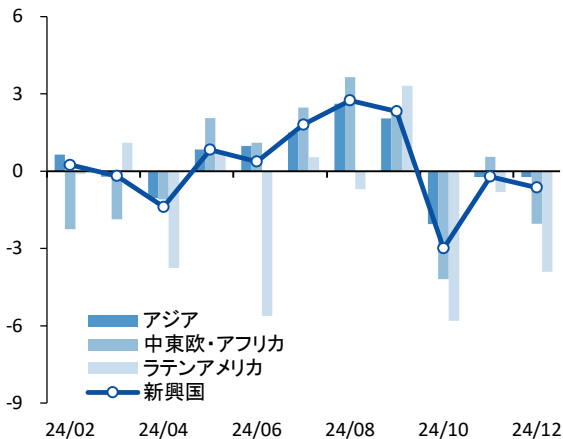
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



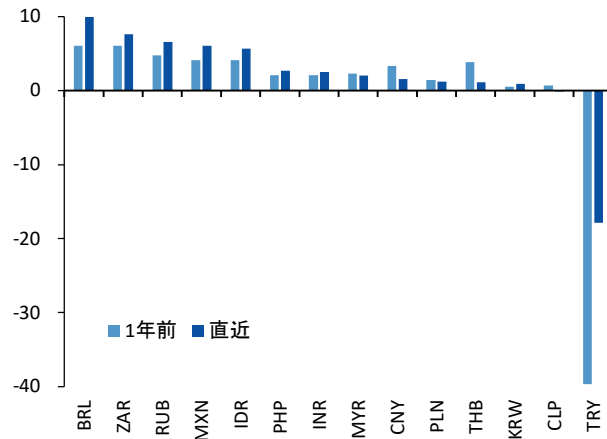
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

実質金利(10年物国債金利 - 消費者物価上昇率、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国経済カレンダー

日付	国	経済指標・イベント	市場予想	発表値	前回値	修正値
エマージングアジア						
1月6日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.4	52.2	51.5	--
6日 (月)	タイ	CPI(前年比)	1.4%	1.2%	1.0%	--
7日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	2.6%	2.9%	2.5%	--
7日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.1%	2.1%	2.1%	--
8日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$9299.4m	\$9783.6m	--
8日 (水)	フィリピン	失業率	--	3.2%	3.9%	--
9日 (木)	フィリピン	貿易収支	-\$5445m	-\$4767m	-\$5803m	--
9日 (木)	中国	CPI(前年比)	0.1%	0.1%	0.2%	--
9日 (木)	中国	PPI(前年比)	-2.4%	-2.3%	-2.5%	--
9日 (木)	台湾	貿易収支	\$8.79b	\$6.07b	\$7.93b	\$7.92b
10日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.3%	--	2.1%	--
10日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	3.9%	--	3.5%	--
13日 (月)	インド	CPI(前年比)	5.3%	--	5.5%	--
13日 (月)	中国	貿易収支	\$100.00b	--	\$97.44b	--
13-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	27.0%	--
13-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	-4.8%	--
14日 (火)	インド	卸売物価(前年比)	2.2%	--	1.9%	--
15日 (水)	インドネシア	BI-Rate	--	--	6.0%	--
15日 (水)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	2.7%	--
15-17日	インドネシア	貿易収支	--	--	\$4420m	--
16日 (木)	韓国	BOK Base Rate	--	--	3.0%	--
17日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	3.4%	--
17日 (金)	中国	GDP(前年比)	5.1%	--	4.6%	--
17日 (金)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.4%	--	5.4%	--
17日 (金)	中国	小売売上高(前年比)	3.5%	--	3.0%	--
17日 (金)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.3%	--	3.3%	--
17日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	5.3%	--
中東欧・アフリカ						
1月9日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	-2.6%	0.8%	0.9%
10日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.1%	--
13日 (月)	トルコ	経常収支	-3.40b	--	1.88b	--
16日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	8.9%	--
ラテンアメリカ						
1月7日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$3345m	\$4803m	\$7030m	--
7日 (火)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	0.8%	0.9%	1.2%	--
8日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	1.8%	1.7%	5.8%	--
9日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	4.7%	4.7%	6.5%	--
9日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	4.3%	3.7%	4.6%	--
10日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.9%	--	4.9%	--
10日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-1.0%	--	-2.2%	--
15日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	--	--	-3.3%	--
16日 (木)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	7.3%	--

注:2025年1月10日現在、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、その正確性を全面的に保証するものではありません。
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

	2024年 1～12月(実績)	SPOT	2025年 3月	6月	9月	12月	2026年 3月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	7.0048 ~ 7.2998	7.3321	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル (HKD)	7.7592 ~ 7.8387	7.7822	7.76	7.76	7.75	7.76	7.76
インドルピー (INR)	82.649 ~ 85.813	85.861	85.8	86.0	84.8	84.3	84.3
インドネシアルピア (IDR)	15060 ~ 16481	16217	16250	16300	15650	15200	15230
韓国ウォン (KRW)	1290.39 ~ 1487.03	1459.59	1470	1470	1450	1420	1400
マレーシアリング (MYR)	4.0947 ~ 4.8053	4.5030	4.53	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ~ 59.041	58.485	59.5	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル (SGD)	1.2789 ~ 1.3680	1.3682	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	30.518 ~ 32.922	32.952	33.0	32.7	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	32.14 ~ 37.25	34.58	34.8	35.2	34.3	33.6	33.5
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 25512	25382	25850	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	82.6604 ~ 115.2001	102.2500	106.0	108.0	110.0	112.0	114.0
南アフリカランド (ZAR)	17.0356 ~ 19.3899	18.9304	18.2	18.0	17.8	17.6	17.4
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 35.5975	35.3843	34.5	34.0	33.5	33.0	32.5
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	4.8317 ~ 6.3156	6.0365	6.30	6.10	6.00	5.90	6.00
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ~ 20.9072	20.5060	20.7	21.0	20.7	20.5	20.3
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	19.666 ~ 22.256	21.561	21.04	21.14	21.72	22.47	22.75
香港ドル (HKD)	17.905 ~ 20.733	20.318	19.85	20.10	20.26	20.62	20.88
インドルピー (INR)	1.664 ~ 1.939	1.841	1.79	1.81	1.85	1.90	1.92
インドネシアルピア (100IDR)	0.876 ~ 0.999	0.975	0.948	0.957	1.003	1.053	1.064
韓国ウォン (100KRW)	10.314 ~ 11.735	10.834	10.48	10.61	10.83	11.27	11.57
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 35.497	35.110	34.00	34.44	36.51	38.83	39.13
フィリピンペソ (PHP)	2.451 ~ 2.776	2.704	2.59	2.62	2.74	2.83	2.88
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 120.03	115.58	112.99	113.79	117.60	121.40	122.91
台湾ドル (TWD)	4.335 ~ 4.976	4.799	4.67	4.77	4.83	4.95	5.02
タイバーツ (THB)	4.018 ~ 4.657	4.572	4.43	4.43	4.58	4.76	4.84
ベトナムドン (100VND)	0.5646 ~ 0.6365	0.6230	0.60	0.61	0.63	0.65	0.66
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.323 ~ 1.907	1.547	1.45	1.44	1.43	1.43	1.42
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 8.973	8.350	8.46	8.67	8.82	9.09	9.31
トルコリラ (TRY)	4.071 ~ 4.978	4.453	4.46	4.59	4.69	4.85	4.98
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	24.398 ~ 31.200	26.193	24.44	25.57	26.17	27.12	27.00
メキシコペソ (MXN)	6.991 ~ 9.455	7.709	7.44	7.43	7.58	7.80	7.98

注:1. 実績の欄は2024年12月31日まで。SPOTは1月10日の7時分頃。

2. 実績値はブルームバーグの値。

3. 予想の欄は四半期末の予想。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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。