

2025年2月7日

## The Emerging Markets Weekly

### 米国の対カナダ・メキシコ関税発動の延期が支援材料に

**新興国市場:**先週末1月31日のアジア時間は米国の対カナダ、メキシコ、中国への関税への懸念が重しとなり軟調。KRWとMYRが前日比▲1.0%超下落した。欧米時間、米国の対カナダ、メキシコへの関税発動は2月1日ではなく3月1日との報道を受けて一時ドルが急落するも、レビット米大統領報道官が同報道を否定しドルが反発。新興国通貨もボラタイルな動きとなった。ZARが下落する一方、BRLとMXNは買われた。週初2月1日、アジア時間は追加関税を巡る懸念が重しとなり軟調。THBが前日比▲1.1%、TWDやVNDも下落した。欧米時間、トランプ大統領がメキシコに対する関税発動を1か月延期し、カナダも同様に1か月延期すると発表しドルが続落、新興国通貨は反発した。MXNは前日比+1.5%値を伸ばした。4日のアジア時間は前日の流れが継続し上昇。米国の対中追加関税は発動し、中国も対抗措置を発表したが市場への影響は限定的。KRWやMYRが堅調。欧米時間、米12月JOLT求人件数の市場予想を下振れたことも支えとなり、BRLは値を伸ばした。5日アジア時間は概ね堅調。THBとMYRが上昇。欧米時間、米1月ISM非製造業景気指数が市場予想を下振れ米金利が低下、東欧通貨は上昇するも中南米通貨は軟調となった。RUBは前日比+2.5%、ZARも上昇。他方、BRLは下落した。6日のアジア時間は総じて小幅に下落。THBが値を下げた。欧米時間、東欧通貨と中南米通貨は概ね堅調。RUBやBRLやZARが買われた。

**アジア:**トランプ米大統領は2月1日に中国に10%の追加関税を賦課する大統領令に署名し、4日から実施された。中国商務省は2日に世界貿易機関(WTO)への提訴と、相応の対抗措置の発動を表明した。同日、インド財務省は25/26年度(2025年4月~2026年3月)の予算案を公表した。財政収支は2024年度でGDP比▲4.8%着地見込み、25/26年度で同▲4.4%と設定された。3日発表のインドネシア1月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.76%と前月から鈍化し、市場予想も下回った。5日発表の韓国1月CPIは前年比+2.2%と市場予想を上振れた。同日公表のフィリピン1月CPIは前年比+2.9%と市場予想を上回った。同日発表のインドネシア10~12月期実質GDP成長率は前年比+5.02%と市場予想(同+4.96%)を僅かに上回った。同日にフィリピン下院はサラ・ドゥテルテ副大統領の弾劾訴追案を承認した。6日公表のタイ1月CPIは前年比+1.32%と市場予想を上振れた。

**ラテンアメリカ:**トランプ大統領は2月1日、対カナダ、メキシコからの輸入品に25%の追加関税を課す大統領令に署名した。メキシコのシェインバウム大統領は同日、報復関税を含む対抗措置をとると表明した。しかし、3日トランプ大統領はカナダとメキシコへの関税発動を1か月延期した。メキシコ中央銀行(Banxico)は6日、政策金利を▲50bp引き下げ9.50%にすることを決定。利下げは5会合連続、利下げ幅は前回までの▲25bpから▲50bpに拡大された。

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(インド)

### 予算案レビュー、および2月 MPC プレビュー

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

#### 可もなく不可もない来年度予算案～バランスの取れた内容～

2月1日(土)、インド財務省は来年度(25/26年度、25年4月～26年3月)の予算案を公表、シタラマン財務大臣によるスピーチも開催された。政権の財政へのスタンスを評価する観点で市場の注目度も高いので、本欄において軽くレビューしたい。

まず最も注目を集める財政赤字予測に関し、25/26年度は▲4.4%(GDP対比、以下同様)と設定された(図表1)。24/25年度の着地見込みは▲4.8%なので、まとまった幅で改善する見通しになっている。ただ、これに関しては歳入見込みがやや甘いとの指摘もあるので、若干割り引いて評価する必要がある。特に所得税の受け取りは、24/25年度の12.6兆INRから14.4兆INRに増加する見通しになっている。次に注目を集める国債発行額(ネット)は11.5兆INRとされており、24/25年度の11.6兆INRから僅かに減額される見通しだ。なお、グロスでの発行額見通しは14.8兆INR(24/25年度は15.2兆INR)である。財政赤字および国債発行額見通しに関しては、おおむね事前の市場予想並みの結果に落ち着いているので、サプライズはない。

ヘッドラインで注目を集めるのは以上の数字だが、財務大臣スピーチや財務省公表資料を確認し筆者が注目したポイントは、所得税減税、インフラ投資・補助金抑制の共存である。今回予算案では、所得税の免除水準の引き上げが盛り込まれた。従前は年間70万INRが基準になっていたのだが、これが120万INRに引き上げられる。これに伴って、1兆INRの減税効果が発生する見込みだ。それと対するよう、近年の歳出拡大をけん引した資本的支出に関しては、11.2兆INRと24/25年度当初予算案の11.1兆INRからほぼ変わらない水準に設定されている。実際は同項目の24/25年度着地見込みは10.1兆INRなのだが、それでも過去の伸びと比較すれば緩やかである。そのほか、補助金の抑制も目に付く。肥料や食料品、石油への補助金は、24/25年度の3.8兆INRからほぼ横ばいとなっている。これらは名目値なので、実質的には削減と言い換えてもよい。結果、これらが上手く相殺する格好で、財政赤字が改善する見込みになっているようだ。

なお、予算案公表後、米大手格付会社のアナリストがインタビューに応じた。発言を要約すると、今回予算案はインド国債の信用格付引き上げには不十分であり、歳出抑制だけでなく歳入拡大に努めるべき、ということだ。特に、中央銀行からの配当増加などを指摘し、恒久的な歳入拡大措置が求められる、と指摘した。実際、インド準備銀行(RBI、中央銀行)からの配当金は24/25年度、25/26年度といずれも2兆INRの大台に乗る見込みであり、それまで1兆INRを超すことがほとんどなかったことを考えれば、ここもとの伸びは確かにサステイナブルではないだろう。ただし、格下げや格付見直し引き下げに言及しているわけではなく、おおむねニュートラルと考えて良さそうだ。表題の通り、「可もなく不可もない」と総括したい。

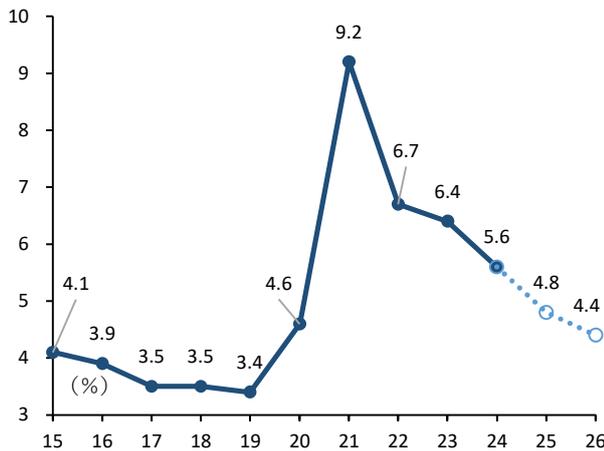
#### 利下げ期待が高まる中で迎える2月 MPC

ところで、RBIは2月5～7日に金融政策委員会(MPC)を開催する。2月1日に参照した限りでは、ブルームバーグの調査では▲25bpの利下げが市場予想の中心になっている。前回12月会合終了時点では、2月MPCでの利下げ開始はコンセンサ

スとは言い難かった。この変化は、RBIによる最近の信用緩和策に起因しているのだろう。年初以降、インド金融市場では銀行部門の流動性ひっ迫が歴史的水準に達していた(図表2)。政府支出の急速な鈍化が背景にある模様だが、こういった動きを受けRBIは1月27日、1.5兆INR規模の資金供給策を公表した。流動性不足を放置すれば、短期金利急騰を通じ引き締め効果を過度に強めてしまう可能性があるため、RBIの判断は妥当だ。

かかる中で迎える2月MPCだが、決定は五分五分だろう。景気動向に目を移せば、足許明確に鈍化している(図表3)。昨年後半のインフレ高騰を招いた野菜価格に関しても、ここもとでは落ち着きを取り戻しつつある(図表4)。これらの情勢を踏まえれば利下げ着手も否定はされない。ただしMPC時点で参照できる公的な物価統計は、12月時点の消費者物価指数(CPI)であり、残念ながら利下げが積極的に支持される内容とは言い難い。加えて2月MPCはマルホトラ体制で初の会合だ。予断を持つことは困難と言わざるを得ない。ただし、筆者のような為替アナリストにとって、2月MPCでの利下げ有無はさほど重要ではない。足許のINR安は株式市場からの資金流出や貿易フローに伴うものと考えており、現状RBIの金融政策動向はINRの動きの主要な説明変数とは言い難いからだ。落ち着いた姿勢で2月MPCを迎えたい。

図表 1: インド財政赤字の実績と予測 (GDP 対比)



出所: インド財務省、みずほ銀行 ※26年は25/26年財政年度を指す

図表 2: インド銀行部門の資金流動性



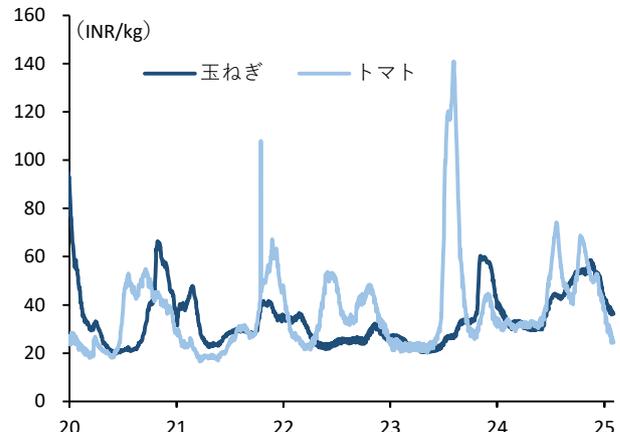
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: インドの電力需要と GDP



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 野菜の小売価格推移



出所: Macrobond、みずほ銀行

## 市場概観(メキシコ)

### 米政権移行前後における各種センチメント指標の変化を探る

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

既報の通り、MXN は米新政権の関税政策に振らされる展開が続いている。数日単位で新たな情報が入ってくるため、その都度大きめに分析を行うことに筆者はそれほど意味を感じない。俯瞰的に両政権の交渉を見守りつつ、あくまで中期的な目線からメキシコ経済、および MXN への影響を探りたい。そういった意味では、MXN 相場の反応というより、経済指標の動きを確認するほうが有意義だろう。

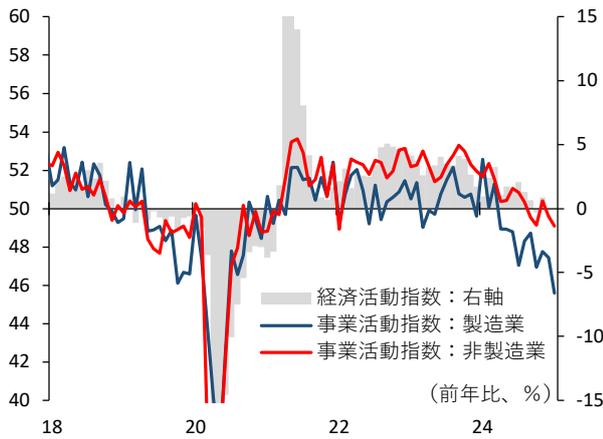
この点、2月4日には、財務行政機構(IMEF)より事業活動指数が、メキシコ中央銀行(Banxico)より市場サーベイが公表されている。いずれも、月次で行われているアンケート調査であり、特に今回は米新政権誕生後初の主要なソフトデータとなるため、本欄で取り上げたい。

まず事業活動指数に関しては、製造業・非製造業いずれも低下したものの、特に製造業の悪化が著しい(図表1)。1月分は45.6となり、パンデミック以後で最低水準を更新している。製造業と非製造業との格差は2024年からのトレンドであるが、足許でそれがさらに拡大している格好である。なお、非製造業の相対的な頑健さには、勢いを見せるインバウンド需要もあると筆者は考えている。これは別に機会に筆を改めたい。いずれにしても、メキシコの経済動向に関しては、製造業の失速は既に顕著ではあるものの、ソフトデータを見る限りこのトレンドは暫く続きそうだ。この背景には、過去にも指摘しているように、製造業部門における「投資不足」があると考えている(図表2、3)。米新政権に配慮し、一部の海外企業がメキシコへの新規投資を控えている事実もあるだけに、こうした動きが実体経済の重しになっている可能性が高い。

次に、Banxico のエコノミストサーベイを取り上げたい。ヘッドラインで取り上げられるのはインフレ率見通しなどではあるが、今回筆者が注目したのは、「今後半年間におけるメキシコ経済の阻害要因」を問うた項目である。調査対象者のうち、「貿易政策」を挙げた割合は1月に12.5%となり、2018年9月以来の高水準に達した(図表4)。要するに、「トランプ1.0」以来の水準、である。今回調査は1月13~29日に実施されているため、まだ2月1日(大統領令への署名実施)の前である。過去の推移に鑑みても、「貿易政策」に対する不安は一定のアップサイドがあると考えたほうが無難だろう。

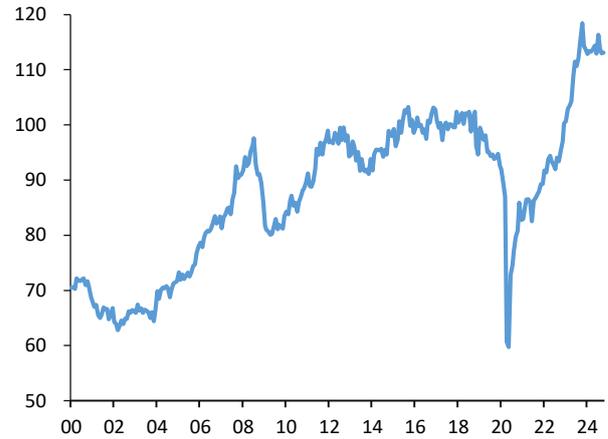
以上、米政権移行後における各種センチメント指標の変化を確認した。いずれも、メキシコ経済にとっては中期的にネガティブな印象が強い。目先、米関税政策にかかる不安の後退などから MXN が買い戻される時間帯があることは想定内である。ただし、関税賦課のリスクが完全に解消されることがない限りにおいて、筆者は USD/MXN が昨年7月までの水準(19.0以下)に戻すことは2025年においては難しいと考えている。

図表 1: 経済活動指数と事業活動指数



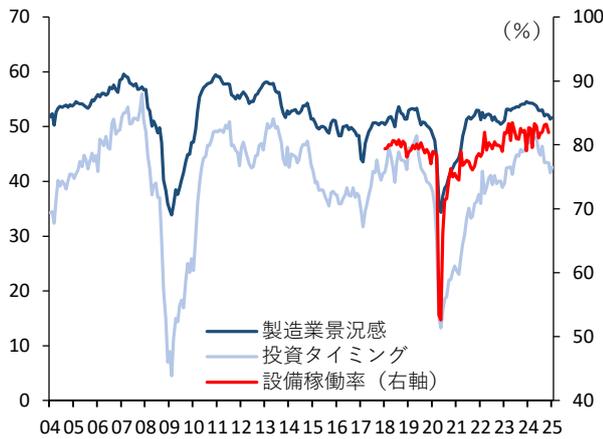
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 2: 総資本固定形成(2018年=100、季節調整済み)



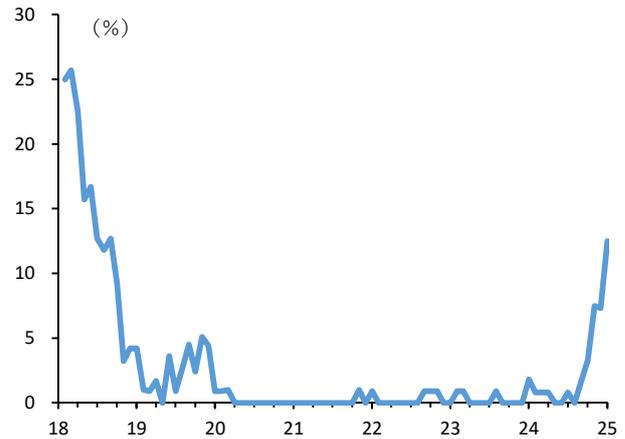
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 製造業景況感と設備稼働率



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 「今後半年間におけるメキシコ経済の阻害要因」として「貿易政策」を挙げた調査対象者の割合



出所: Macrobond、みずほ銀行 ※メキシコ中銀のエコノミスト調査

## 市場概観(フィリピン)

### サラ・ドゥテルテ副大統領の弾劾訴追案が下院で承認

金融市場部  
大島 由喜  
03-3242-7065  
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

フィリピン下院はロドリゴ・ドゥテルテ前大統領の長女サラ・ドゥテルテ副大統領の弾劾訴追案を2月5日に承認した。ベラスコ事務総長は下院本会議で306人の議員のうち215人が弾劾訴追案を支持したことを明らかにした。なお、弾劾訴追には下院議員の3分の1の賛成が必要とされる。弾劾訴追案は上院に送られ、23人の上院議員による弾劾裁判が行われる見通しだ。5月の統一国政・地方選挙(中間選挙)を前に、マルコス政権とドゥテルテ家の対立がさらに激化した格好となる。

マルコス大統領とサラ・ドゥテルテ副大統領の関係悪化が一線を越えたのはサラ・ドゥテルテ副大統領の物議を醸す発言が発端だ。2024年11月23日に記者会見でサラ・ドゥテルテ副大統領は自分が殺されるようなことがあれば、マルコス大統領夫妻とロムアルデス下院議長を暗殺するよう殺し屋を雇ったと述べた。その後、複数の市民団体から副大統領の弾劾を求める請書が下院に提出されていた。

サラ・ドゥテルテ氏は2022年の大統領選挙でマルコス候補と共闘し、両者とも当選を果たした。当初はマルコス大統領とサラ・ドゥテルテ副大統領の関係は良好だったが、マルコス政権が「麻薬戦争」と呼ばれる強硬な違法薬物対策を展開したロドリゴ・ドゥテルテ前大統領に対する国際刑事裁判所(ICC)の捜査に協力する姿勢を示した。また、憲法改正を進めていることや、副大統領の機密費の不透明な使用が問題視され議会が2024年度予算で副大統領の機密費を承認しなかったことなどが、両者だけにとどまらず、マルコス家とドゥテルテ家の対立を招いた。蜜月関係にあったはずの両家の政治的な連携に亀裂が生じ、2024年には関係悪化が露呈した。現行の憲法規定ではフィリピン大統領は1期6年とされている。この任期の制限はマルコス大統領の父親の故マルコス元大統領による独裁政権の反省から設けられた。このため、現状2028年の次期大統領選にマルコス氏は出馬できない。マルコス政権は大統領の任期制限の緩和を狙っている。仮に憲法が改正されれば、長期独裁政権を危惧する声もある。また、次期大統領選への出馬を狙う副大統領にとっても不都合があるだろう。ロドリゴ・ドゥテルテ前大統領もサラ氏と共にマルコス政権を批判している。なお、サラ・ドゥテルテ副大統領は2024年6月に兼務していた教育相の辞任を発表し、マルコス政権から距離を置く姿勢を示している。

副大統領の弾劾訴追案の承認を受けたPHPの反応は現時点では限定的となっている。しかし、マルコス家は首都マニラにあるルソン島を地盤とし、ドゥテルテ家はミンダナオ島のダバオ市を地盤とし両家の対立が支持者間での抗争勃発の引き金になり、治安悪化を招くことも考えられる。治安悪化はPHPの重しとなる可能性があり、今後も利下げを検討しているフィリピン中央銀行(BSP)の足枷となるリスクもあるため、今後の情勢に注視が必要となるだろう。

## 市場概観(新興国)

### 25年のコンポジット PMI は軟調なスタートに

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、1月製造業 PMI は50.1と12月(49.6)から上昇し、2か月ぶりに中立水準(=50)を上回った。先進国(48.2→49.3)は新規受注や生産の上昇がけん引したものの、28か月連続で中立水準割れを記録。片や、新興国(50.9→50.8)は雇用の悪化が下押しになったが、4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 (53.8→52.2)は低下。内訳を確認すると、先進国(54.0→52.2)、新興国(53.2→52.1)と総じて軟調だった。

これらを合わせたコンポジット PMI は51.8と前月(52.6)から低下も、24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月期は持ちこたえたものの、1月は落ち込みを見せているようだ。

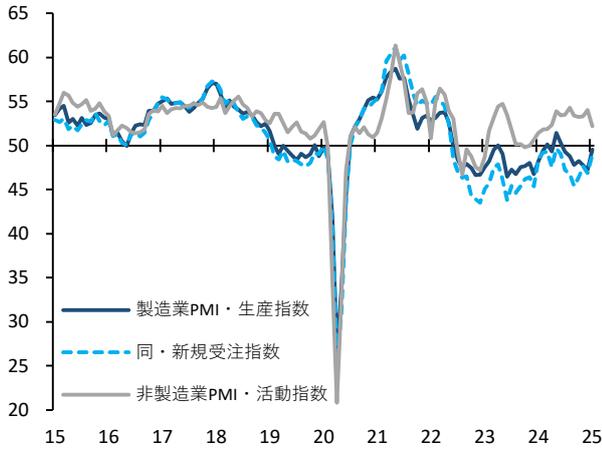
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な、価格関連の指数を確認したい。仕入れ価格・出荷価格は、1月に揃って上昇した(図表4)。特に仕入れ価格は、5か月ぶりの高水準となっている。いずれも、先進国では上昇した一方、新興国では低下を見せている。各国金融政策に関し、先進国では利下げのペースダウンを、新興国では利下げ継続をしている印象が強いが、この傾向は当面続きそうである。弊社公表の新興国通貨見通しにおいても、この傾向に鑑み、少なくとも前半の新興国通貨は全体的に弱気なレートを示している経緯がある。

製造業 PMI の構成指数別では、新規受注と生産の2項目が PMI の改善に寄与した。生産指数は先進国主導で改善し、2か月ぶりに中立水準を回復した(図表5)。新規受注も先進国主導で上昇し、2か月ぶりに中立水準を回復(図表6)。一方、雇用は新興国の低下が響き、6か月連続で中立水準割れを記録した(図表7)。また、購買品在庫は先進国主導で低下し、11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、8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乱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、タイ製造業 PMI の軟調さに着目したい。1月分は49.6となり、9か月ぶりに中立水準を割り込んでいる。構成項目を確認すると、新規受注と生産指数の急落が PMI の悪化に寄与したようだ。新規輸出受注はむしろ改善したことから、企業は主に内需の短期的な見通しを悲観的にみていると考えられる。そのほか、完成品在庫が11か月ぶりの高水準を記録したことも注目に値する。仕入れ価格上昇と出荷価格低下の併存も考慮に入れれば、在庫をため込んだ企業が川上のコスト増を引き受け、在庫処理のために販売価格をむしろ引き下げている、と解釈できよう。

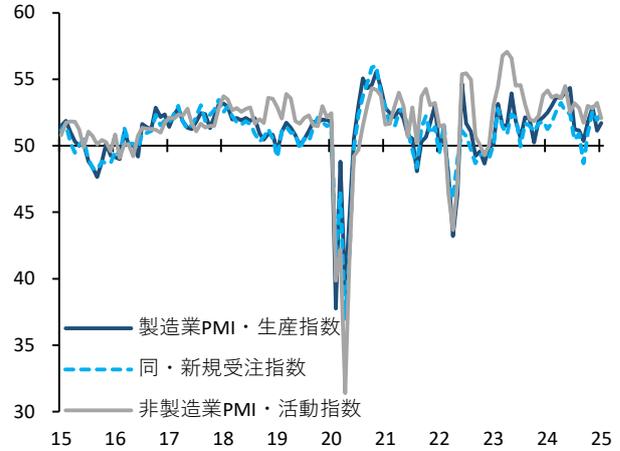
(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、2月6日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 先進国



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国



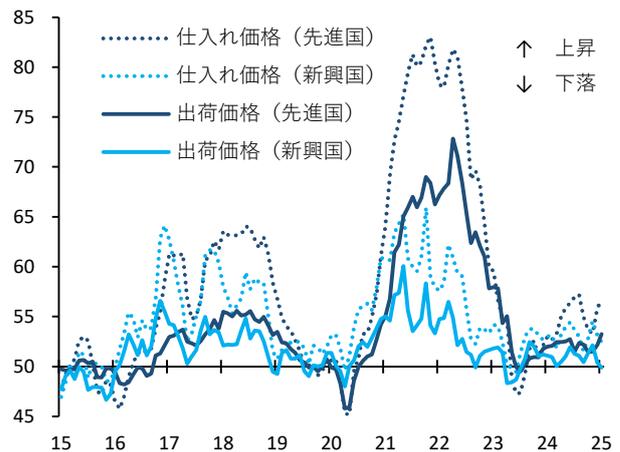
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



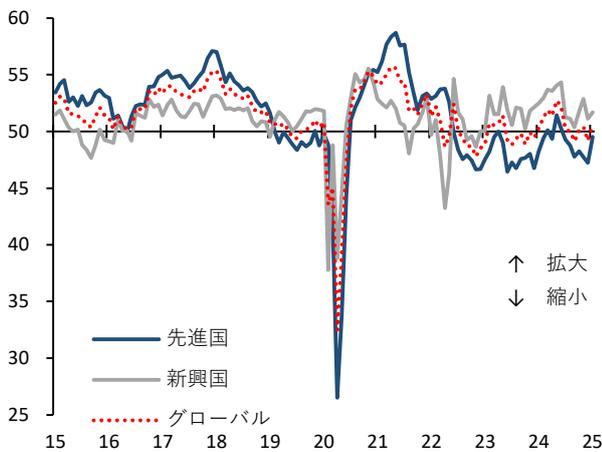
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・価格指数



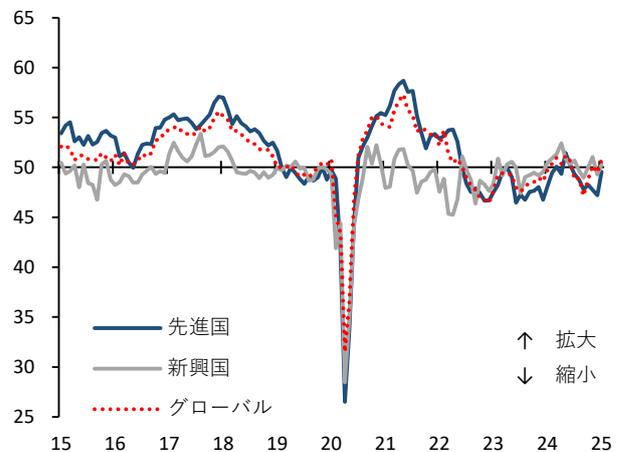
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・生産指数



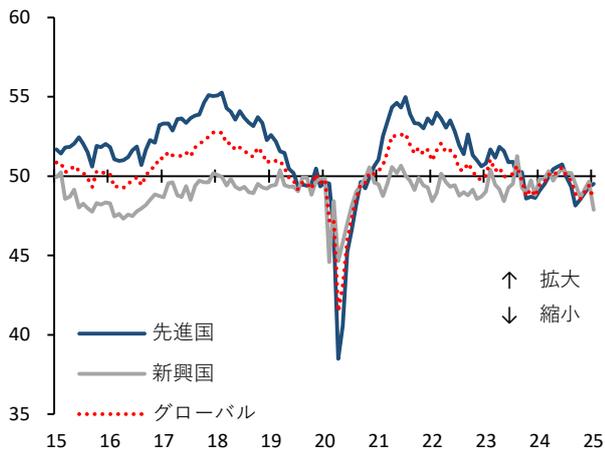
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 製造業 PMI・新規受注指数



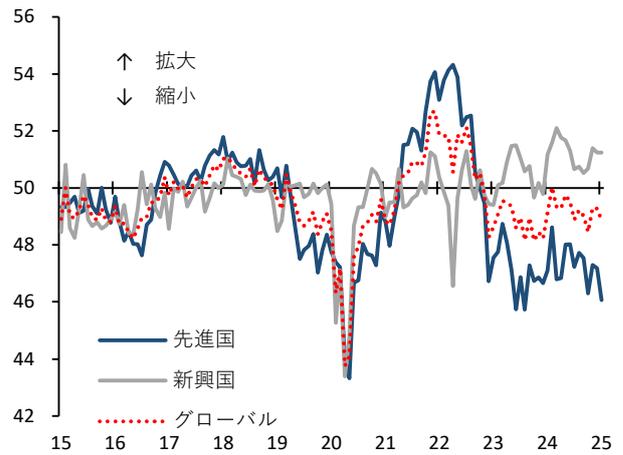
出所: S&P Global、みずほ銀行

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

## 市場概観(メキシコ)

### 倍速利下げを敢行した Banxico

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

メキシコ中央銀行(Banxico)は6日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を▲50bp引き下げ、9.50%にすることを決定した(図表1)。市場予想通りであり、決定は多数決、ヒース副総裁は▲25bpの利下げを支持した。利下げは前回12月会合に続き5会合連続だが、今次利下げ局面では初めて▲50bpの利下げを実施した格好だ。前回会合声明文で▲50bp利下げ可能性が示唆されたこと、以降の高官発言でも同様の予告があったことから、決定に違和感はない。

懸案のインフレ動向について Banxico は、足許のデysinフレを強調した。物価動向に関し、1月23日に公表された1月前半の消費者物価指数(CPI)は、+3.69%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.72%および前回の+3.99%を下回った(図表2)。Banxico の目標レンジ(前年比+3%±1%)に2回連続で収まって推移している。一方、コアベース(+3.69%→+3.72%)はやや下げ止まりの様相を見せている。もっとも懸案のコアサービス価格は、2022年7月前半以来、30か月ぶりの低い伸びになった。かかる中、Banxico はインフレ見通しに関し、総合・コアベースいずれも12月時点からはほぼ変えなかった(図表3)。総合ベースのインフレ率が目標近傍に達する時期に関しても、2026年7~9月期で不変である。見通しのリスクバランスは、上方へ傾いている旨の判断に変化はなかった。アップサイドリスクとして、コアインフレ上昇の持続、通貨安、紛争や貿易に伴う混乱などを提示した。

かかる中 Banxico は、「世界的なショックに起因するインフレ事象の解決における著しい進展を評価した」と説明したうえで、過去より低い政策金利が「現在の段階がもたらす課題(challenges posed by the present stage)と整合的である」と大幅利下げの理由を解説した。“challenges”の内容は明記されていないものの、声明文の記載を踏まえる限り、足許の景気の弱さ、および景気のダウンサイドリスクの大きさを指しているのだろう。実際、2024年10~12月期、メキシコは前期比でマイナス成長を記録した(図表4)。その後のソフトデータを見る限り、2025年に入って以降も景気は軟調である可能性が非常に高い。

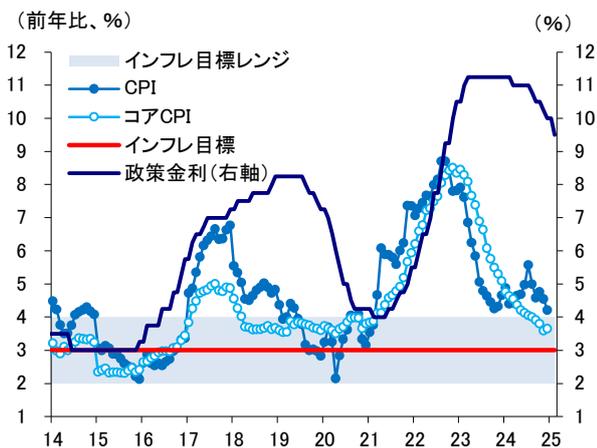
以上、Banxico は利下げ幅の拡大を決定した。先々の決定に関し声明文では、「同程度の調整(adjusting it in similar magnitudes)を検討する可能性がある」と述べた。経済物価がある程度想定通り進めば、次回3月会合でも▲50bpの利下げを検討する、という宣言だろう。続けて、「インフレ環境を踏まえると、引き締めスタンスは維持するものの、利下げサイクルの継続が可能になるとみている」とも述べている。3月会合以降も利下げ継続の意思は固い、と言い換えてよさそうだ。実際、政策金利から1年先期待インフレ率を差し引いた短期実質政策金利は、Banxico の想定する中立実質政策金利を大きく上回って推移している(図表5)。今後も利下げが継続すること自体には何の違和感もない。

しかしながら、仮に次回3月会合でも▲50bp利下げが続いたとしても、その後も同様のペースで利下げできるのだろうか。Banxico の見通しでは、年内いっぱい CPI は+3.0%台半ばで推移する見込みだ。インフレ目標内ではあるが、その中心(+3.0%)には届かない。そのような環境下、引き締めのと言えない政策金利水準は支持されるのだろうか。例えば、中立実質政策金利上限である+3.6%に、1年先期待インフレ率の+3.9%(直近1年の平均値)を足すと、7.50%程度になる。ただし、筆者はデイス

インフレのパスが Banxico 想定より緩やかになると見込んでいることから、若干の糊代を加え、年末時点の政策金利が 8.00%程度との想定を維持したい。特に年後半は、政策金利の据え置きも選択肢に入ると考えている。

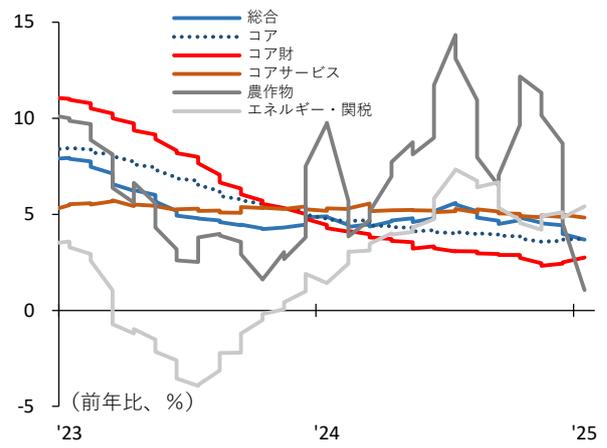
2月に入って以降の MXN 相場は、トランプ米大統領による関税賦課に関する大統領令署名を受け 21.0 台に弱含むも、その後は関税賦課方針の保留などもあり、買い戻しが優勢だ(図表 6)。今後の MXN に関しては、短期的には米関税賦課方針次第としか言いようがなく、予測のしようがない。数日おきに関連するヘッドラインが流れ、そのたびに MXN も動く以上、短期の分析に意味はない。本欄は、両国による通商紛争は回避されると見込んでいるものの、来年に USMCA(旧 NAFTA)見直しを控える中、関税賦課可能性が完全に解消されるとは考えていない。かかる中、3月末までの MXN に関しては、上値の重い推移が続こう。両国の経済ファンダメンタルズ、およびそれに連関した金融政策には大きな差異があり、金利面では MXN は弱いままだ。もともと、IMM 通貨先物ポジションを踏まえる限り、投機筋による MXN のポジションは、1 月末時点でほぼニュートラルである。高金利通貨としての特性に鑑みれば、売り持ちが大きく拡大するとは考えにくい。以上の要素に鑑み、MXN を弱気にみているが、それが大幅なものになるとは考えていない。

図表 1: 政策金利とインフレ率



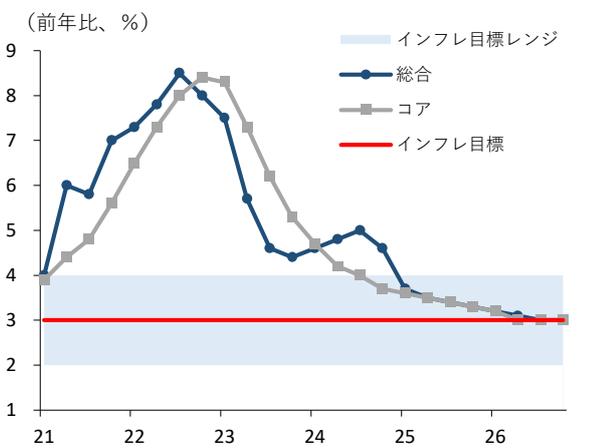
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 消費者物価指数(隔週)の推移



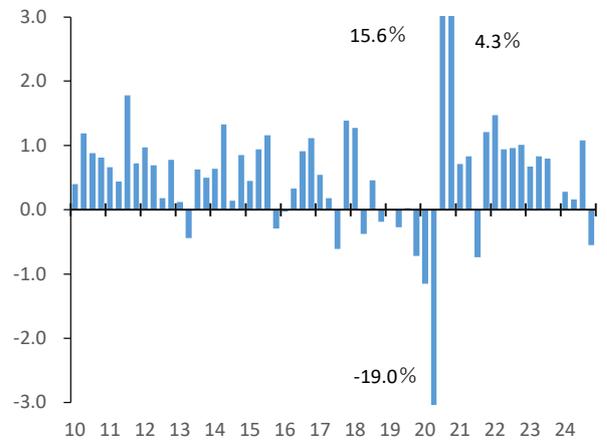
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 3: Banxico の CPI 見通し(2 月会合時点)



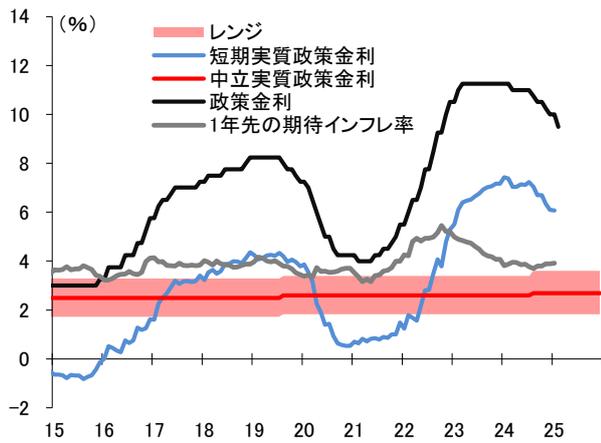
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 実質 GDP 成長率(前期比%、季節調整済み)



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 5: Banxico の想定する中立実質政策金利



出所: Macrobond、みずほ銀行

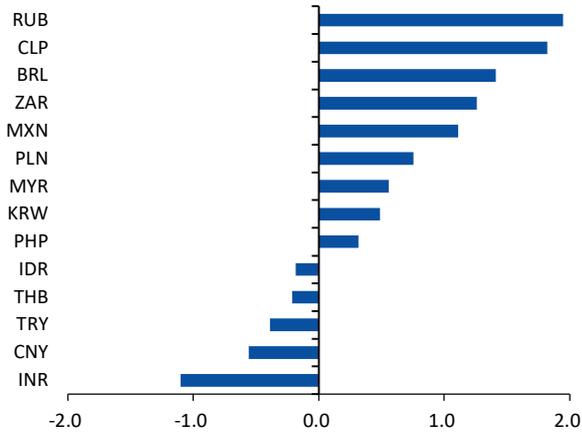
図表 6: MXN 相場



出所: Bloomberg、みずほ銀行

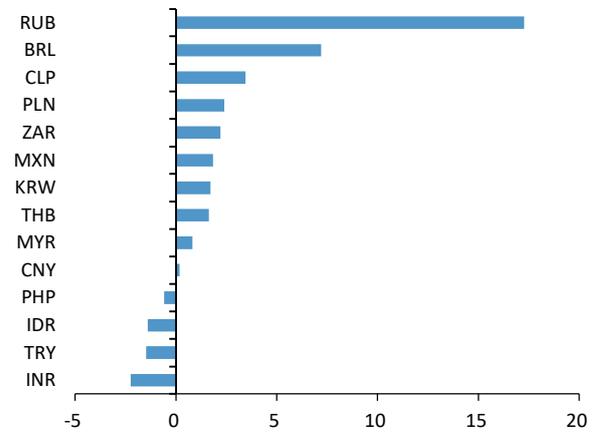
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



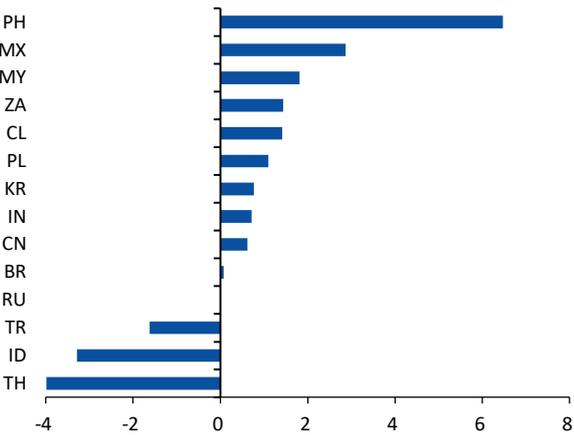
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



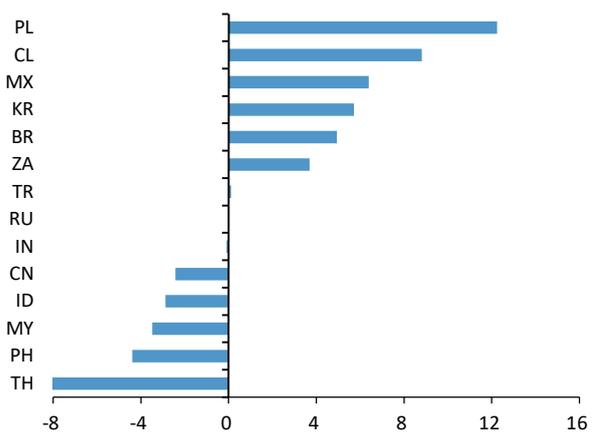
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



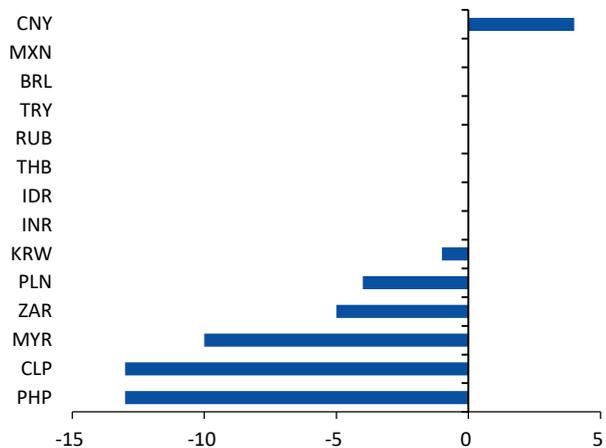
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

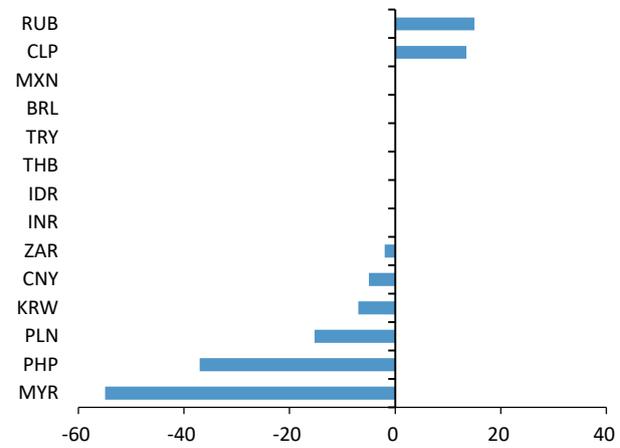
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

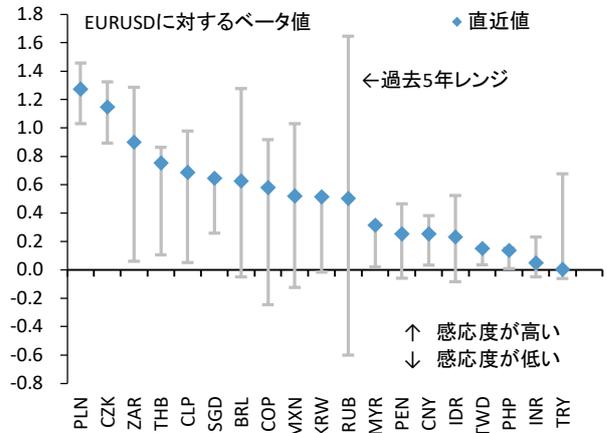
## チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



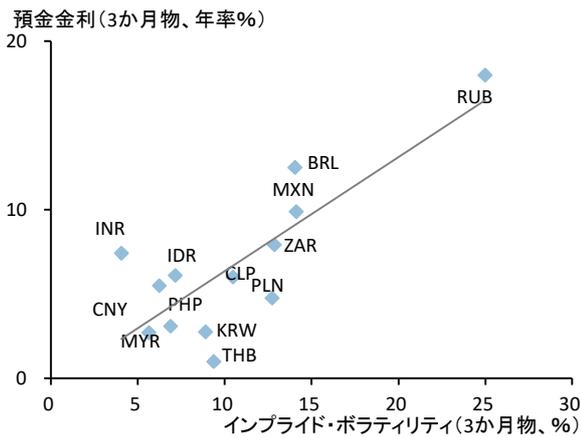
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



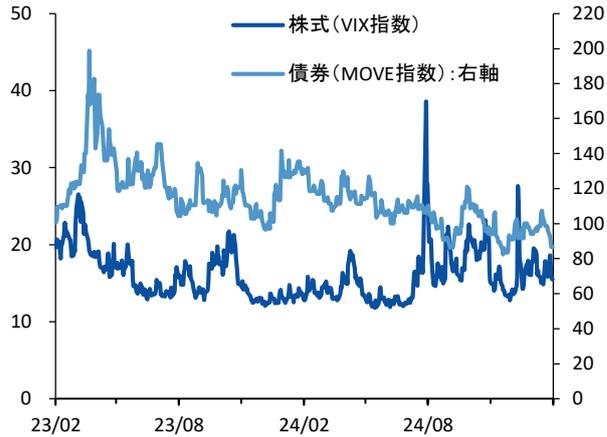
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



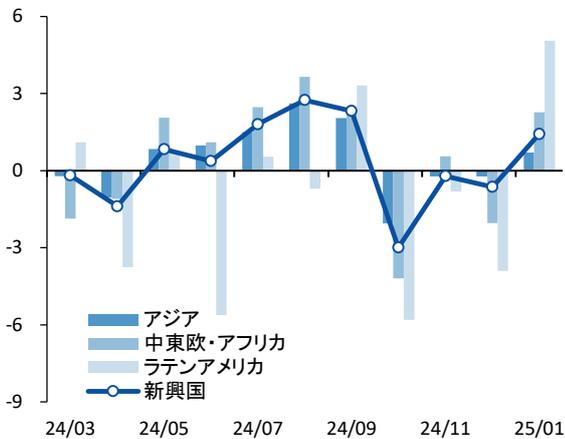
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



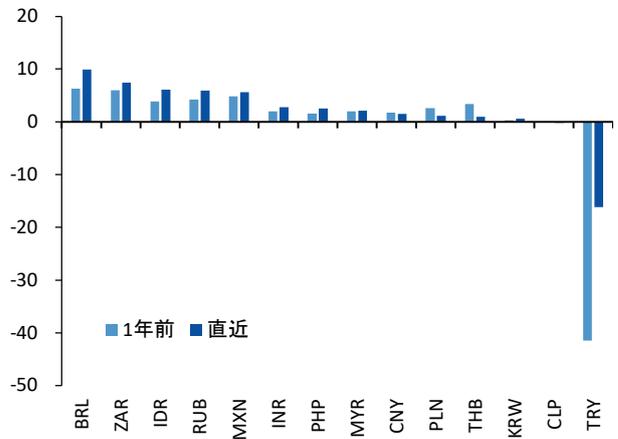
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
2月3日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.2%	5.3%	0.1%	--
3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.6	50.1	50.5	--
3日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	1.9%	0.8%	1.6%	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	50.9	51.1	--
5日 (水)	韓国	CPI(前年比)	2.1%	2.2%	1.9%	--
5日 (水)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	2.8%	2.9%	2.9%	--
5日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	52.4	51.0	52.2	--
5日 (水)	インドネシア	GDP(前年比)	5.0%	5.0%	5.0%	--
5日 (水)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-0.7%	--
6日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$12367.5m	\$9299.4m	--
6日 (木)	タイ	CPI(前年比)	1.3%	1.3%	1.2%	--
7日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	4.5%	--	3.6%	--
7日 (金)	インド	RBI政策金利	6.25%	--	6.50%	--
7日 (金)	台湾	CPI(前年比)	2.5%	--	2.1%	--
7日 (金)	台湾	貿易収支	\$4.45b	--	\$6.07b	--
9日 (日)	中国	PPI(前年比)	-2.2%	--	-2.3%	--
9日 (日)	中国	CPI(前年比)	0.4%	--	0.1%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.2%	--
12日 (水)	インド	CPI(前年比)	4.8%	--	5.2%	--
12-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	4.9%	--
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	-1.0%	--
13日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	5.75%	--
14日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	4.8%	--
14日 (金)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	2.4%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
2月3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	41.1%	42.1%	44.4%	--
3日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	27.2%	28.5%	--
6日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	4.2%	8.2%	3.7%	3.50%
10日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.5%	--
11日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.6%	--
13日 (木)	トルコ	経常収支	--	--	-2.87b	--
14日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	21.00%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
2月4日 (火)	メキシコ	送金総額	\$5731.7m	\$5227.8m	\$5435.2m	--
5日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	0.0%	--	1.7%	--
5日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	-1.2%	0.1%	-2.6%	--
6日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	9.50%	9.50%	10.00%	--
7日 (金)	メキシコ	CPI(前年比)	3.6%	--	4.2%	--
8日 (土)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$3000m	--	\$4803m	--
11日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	4.8%	--
11日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.4%	--
13日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	4.7%	--

注: 2025年2月7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

	2025年 1月(実績)	SPOT	2025年 3月	6月	9月	12月	2026年 3月
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	7.2376 ~ 7.3328	7.2852	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル (HKD)	7.7682 ~ 7.7937	7.7865	7.79	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー (INR)	85.653 ~ 86.688	87.583	85.8	86.0	84.8	84.3	84.3
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 16412	16341	16250	16300	15650	15200	15230
韓国ウォン (KRW)	1426.64 ~ 1477.46	1447.47	1470	1460	1450	1420	1400
マレーシアリング (MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4353	4.47	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ (PHP)	57.812 ~ 58.708	58.160	58.8	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル (SGD)	1.3421 ~ 1.3751	1.3509	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	32.602 ~ 33.151	32.848	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	33.54 ~ 34.84	33.80	34.8	35.2	34.3	33.6	33.3
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 25494	25257	25550	25750	25100	24700	24680
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	96.5673 ~ 114.7788	96.7500	100.0	102.0	104.0	106.0	108.0
南アフリカランド (ZAR)	18.3022 ~ 19.2296	18.4600	18.2	18.0	17.8	17.6	17.4
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 35.8707	35.9565	37.0	38.0	39.0	40.0	41.0
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	5.8114 ~ 6.2270	5.7626	5.95	5.90	5.95	6.00	6.05
メキシコペソ (MXN)	20.1343 ~ 20.9382	20.4537	21.0	21.4	21.0	20.8	20.6
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	21.157 ~ 21.666	20.779	21.04	20.73	21.72	22.47	22.47
香港ドル (HKD)	19.729 ~ 20.403	19.450	19.77	19.67	20.21	20.62	20.62
インドルピー (INR)	1.776 ~ 1.848	1.729	1.79	1.78	1.85	1.90	1.90
インドネシアルピア (100IDR)	0.944 ~ 0.981	0.927	0.948	0.939	1.003	1.053	1.051
韓国ウォン (100KRW)	10.583 ~ 10.916	10.462	10.48	10.48	10.83	11.27	11.43
マレーシアリング (MYR)	34.432 ~ 35.699	34.417	34.45	33.77	36.51	38.83	38.65
フィリピンペソ (PHP)	2.635 ~ 2.726	2.623	2.62	2.57	2.74	2.83	2.84
シンガポールドル (SGD)	113.45 ~ 116.09	112.10	112.99	111.60	117.60	121.40	121.40
台湾ドル (TWD)	4.701 ~ 4.843	4.617	4.67	4.66	4.83	4.95	4.95
タイバーツ (THB)	4.486 ~ 4.653	4.481	4.43	4.35	4.58	4.76	4.80
ベトナムドン (100VND)	0.6113 ~ 0.6253	0.5996	0.60	0.59	0.63	0.65	0.65
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.370 ~ 1.606	1.566	1.54	1.50	1.51	1.51	1.48
南アフリカランド (ZAR)	8.176 ~ 8.525	8.202	8.46	8.50	8.82	9.09	9.20
トルコリラ (TRY)	4.289 ~ 4.481	4.198	4.16	4.03	4.03	4.00	3.90
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	25.209 ~ 26.635	26.282	25.88	25.93	26.39	26.67	26.45
メキシコペソ (MXN)	7.428 ~ 7.790	7.401	7.33	7.15	7.48	7.69	7.77

注: 1. 実績の欄は2025年1月31日まで。SPOTは2月7日の7時10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。