

2025年2月21日

The Emerging Markets Weekly

ウクライナ情勢、トランプ関税を巡り一進一退の動きが続く

新興国市場:先週末14日のアジア時間は新規材料に欠く中で、大半が小幅に上昇。THB や IDR が堅調な動き。欧米時間、米1月小売売上高が市場予想を下振れ米金利が低下、新興国通貨の追い風となった。BRL は前日比+1.2%値を伸ばす一方、RUB は同▲2.0%下落した。週初17日アジア時間は先週末の冴えない米経済指標の結果が支えとなり概ね小幅に上昇。IDR や TWD が堅調な動き。他方、PHP と VND が小幅に下落した。欧米時間は米国が休場のため商い薄のなか、目新しい材料もなく動意に乏しい展開。BRL が小幅に値を下げた。18日アジア時間、ウォラーFRB 理事の発言を受けて総じて下落。IDR や PHP が売られた。欧米時間は米露間でウクライナ危機の停戦交渉が実施され、トランプ大統領がロシアに譲歩を示す姿勢が報じられると、東欧通貨は軟調な動きで反応した。一方で、資源高や米株高が支援材料となって、中南米通貨は概ね上昇した。19日アジア時間、前日の米露の交渉を受けて、上値の重い推移が継続。欧州時間、1月FOMC 議事要旨が公表され、タカ派なFRB の姿勢が再確認されるとドルが優勢の地合いに。MXN は前日比▲1.0%の下落、東欧通貨も続落した。20日、アジア時間は日銀の追加利上げ観測の強まりからドル/円の下落が支援材料になった。CNY は前日比+0.5%上昇。欧州時間、米金利の低下と資源価格の上昇が追い風となり新興国通貨は概ね堅調、ZAR は同+1.0%値を上げた。

アジア:14日公表のマレーシア10~12月期実質GDP成長率は前年比+5.0%と7~9月期から加速し、市場予想を上振れた。17日発表のタイ10~12月期実質GDP成長率は前年比+3.2%と7~9月期から加速するも市場予想を下回った。2024年の実質GDP成長率も前年比+2.5%と2023年から加速したが市場予想を下振れた。インドネシア中央銀行(BI)は19日に政策金利を従来の5.75%に据え置いた。1月会合ではサプライズで利下げに動いたが、再び様子見姿勢に移行した。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行(CBR)は14日に政策金利を21.00%に据え置くことを決定した。2024年7月から3会合連続で利上げを実施後、12月から2会合連続で政策金利を据え置いている。CBR は、インフレ圧力は依然として強いが、融資の冷え込みを据え置ききの理由とした。CBR はインフレの減速速度と持続性を考慮して利上げの必要性を評価するとし、追加利上げの可能性は排除しなかった。同日発表のロシア1月消費者物価指数(CPI)は前年比+9.92%と前月から加速し、市場予想を僅かに上回った。

ラテンアメリカ:メキシコ中央銀行(Banxico)は19日に四半期のインフレ報告書を、20日に2月金融政策決定会合の議事要旨を公表した。前者では本年の経済見通しが大幅に引き下げられ、後者でも景気の弱まりへの懸念が見え隠れするなど、総じてハト派的な情報発信が目立った。

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(インドネシア)

2月金融政策会合～再び様子見姿勢に回帰するBI～

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

インドネシア銀行(中央銀行、BI)は2月18～19日に開催した金融政策会合で、政策金利のBIレートを従来の5.75%で据え置いた(図表1)。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も、それぞれ6.50%、5.00%で維持されている。1月会合ではサプライズで利下げ再開に動いたが、再び様子見姿勢に移行した格好だ。なお、ブルームバーグ集計の事前予想では据え置きが優勢だったが、▲25bpの利下げを見込む向きもそれなりにあった。

声明文およびペリーBI 総裁の会見では、IDRの安定化やインフレ情勢、FRBの動向に対する言及などが目立った。BIは声明文の中で、米国経済の強さに伴い米国に資金が集まり、ドルを押し上げ、それ以外の通貨を圧迫していると述べた。一方IDRに関しては、金融政策の一貫性や継続的な資本流入を受け底堅いと説明した。実際、IDRは前回会合以降、16300を挟んだレンジ推移に終始している(図表2)。BIも、IDRの動きに関して「アンダーコントロール」「貿易パートナー国の通貨と比較し安定的」と表現している。

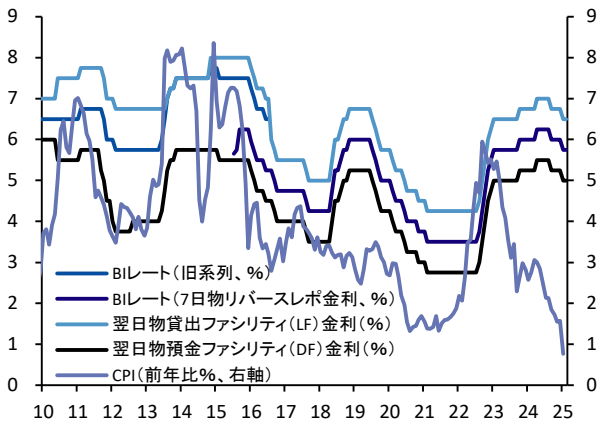
物価動向を見ると、直近公表の1月消費者物価指数(CPI)は+0.76%(前年比、以下同様)と12月の+1.57%および市場予想の+1.86%を大きく下回った(図表3)。BIのインフレ目標(+1.5～+3.5%)の下限を下回って推移している。ただ、これは電力補助金の影響が大きく、実勢を反映してはいない。実際、変動の激しい食料品価格と政府の統制価格を除くコアCPIについては、+2.36%と12月の+2.26%および市場予想の+2.29%を若干上回っている。基調的物価の伸びの水準は依然低いとはいえ、足許では下げ止まりあるいは反発していると考えべきだ。かかる中BIは、「2025年および2026年にかけてインフレ率を目標圏内に抑制する努力を約束する」と自信を示している。

最新の経済動向に関して、消費者信頼感や製造業PMIなどは持ち直しの動きがみられる(図表4)。かかる中で、BIは2025年の成長率見通しを従来の+4.7～5.5%で据え置いている。投資は改善が見込まれると強気の考えを見せつつ、家計消費に関してはやや弱気な言及が目立った。そのうえで、「経済成長を支える必要がある」とし、景気を下支えする意向を示している。

以上を踏まえペリー総裁は、決定は「物価目標への努力、IDRの安定維持、および経済成長を支える必要性と一致する」と理由を説明した。先行きに関してペリー総裁は、「更なる利下げ余地を評価する」と述べており、利下げ路線の継続を示唆した。半年程度のスパンで考えれば利下げが再開される可能性が高いと考えるものの、そのタイミングは結局為替と米金融政策動向次第だろう。経済・物価情勢はここ数か月大きな局面変化を見せておらず、利下げ再開の主因にはなりにくい実情がある。実際、ペリー総裁は「利下げタイミングは世界の経済情勢次第」と述べている。当然そのうちの1つがFRBの金融政策だが、この点ペリー総裁は「4～6月期に▲25bpの利下げが見込まれる」と自身の考えを披露した。為替に関しては、足許の水準は決してIDR高とは言えないのだが、昨年と比べれば通貨安への警戒度は明らかに後退している。以上の情勢を踏まえ、2025年半ばにかけて▲25bp×1～2回の利下げが

行われ、政策金利が5.25%程度まで引き下げられるとの従前予想を維持したい。

図表 1: 政策金利と消費者物価指数(CPI)の推移



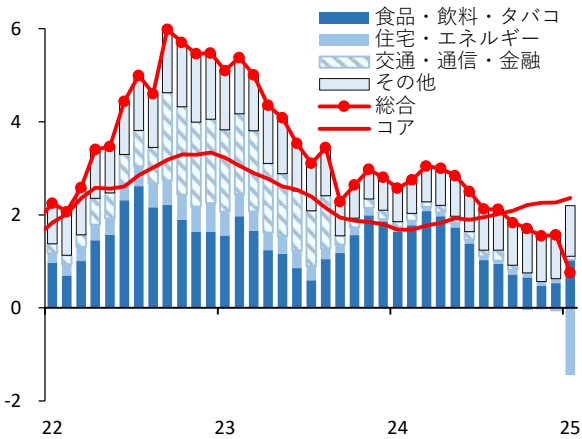
出所: インドネシア銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: IDR相場と米金利の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価の動向 (前年比%、%ポイント)



出所: Macrobond、みずほ銀行

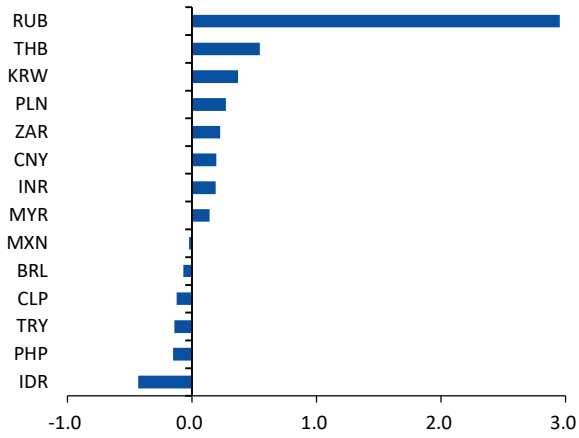
図表 4: 消費者信頼感指数の推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

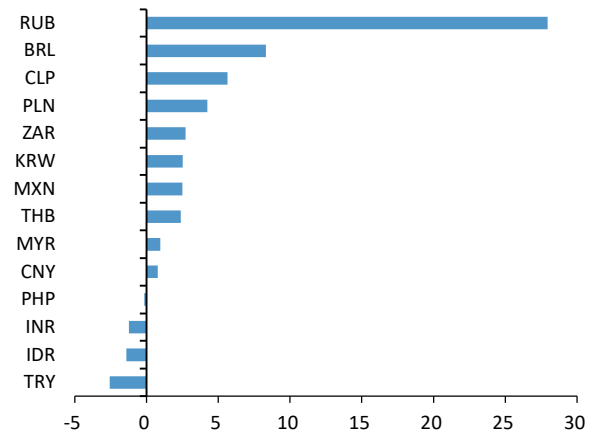
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



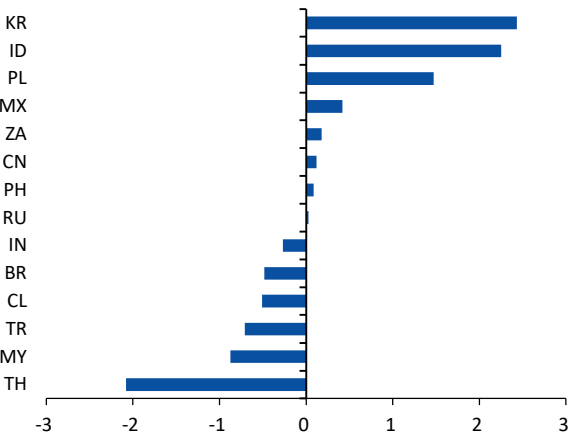
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



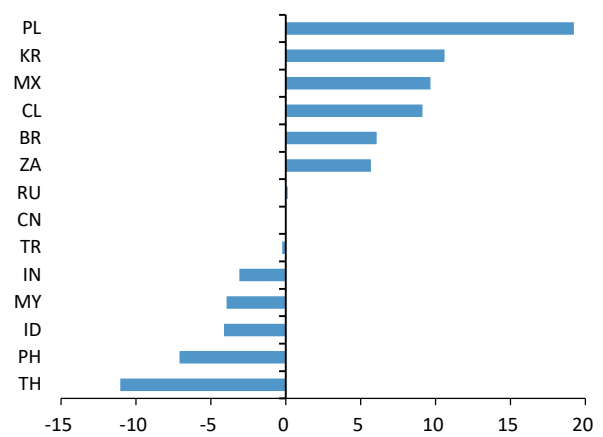
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



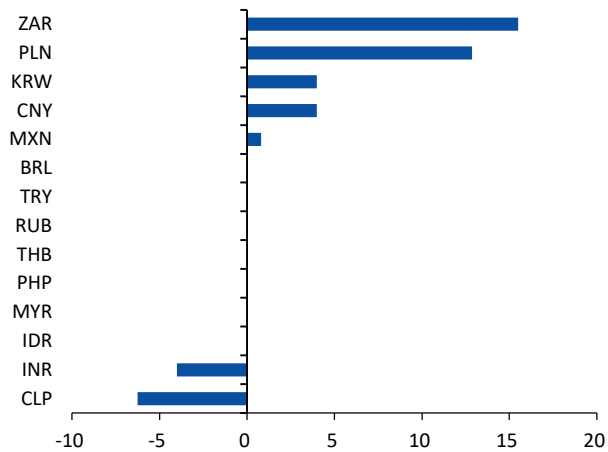
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

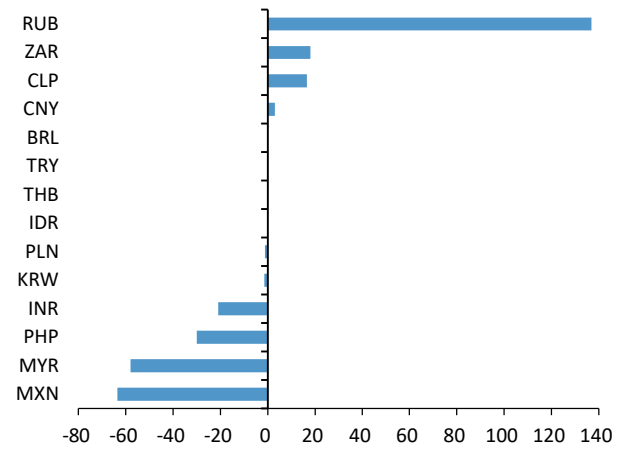
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

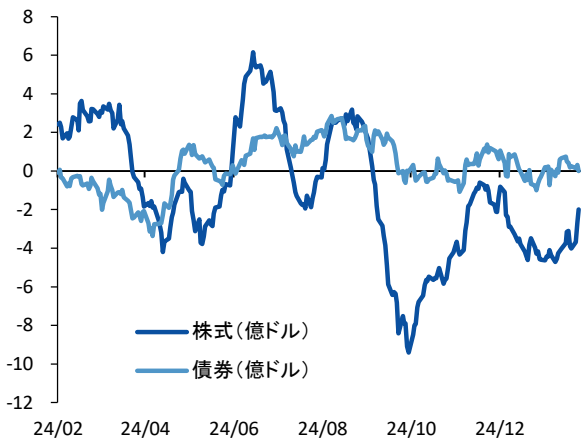


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

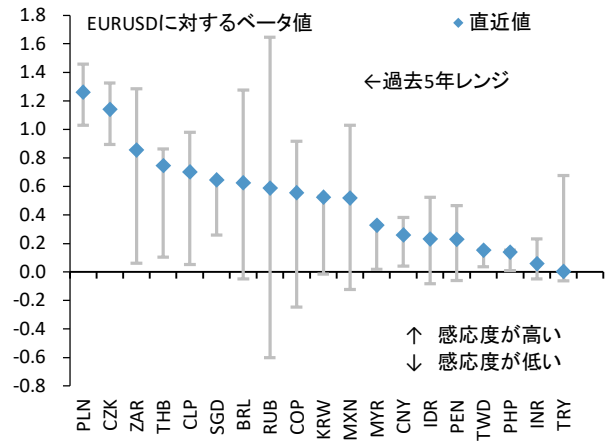
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



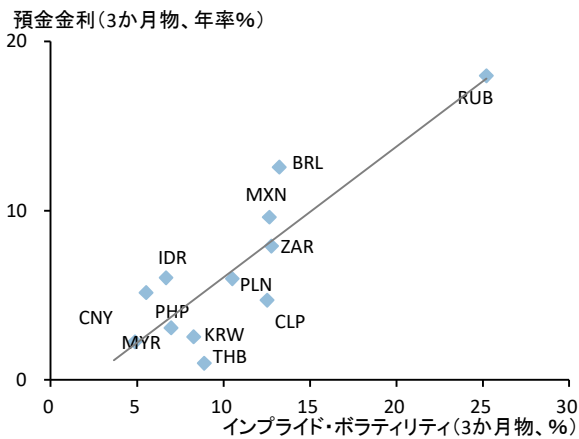
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



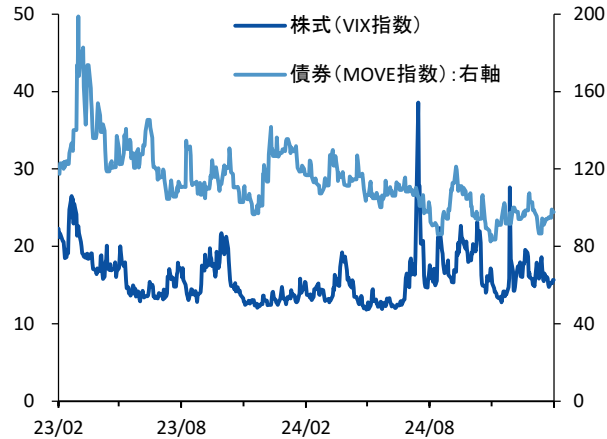
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



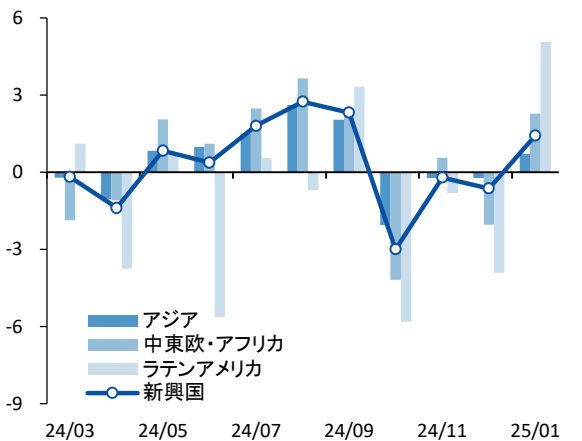
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



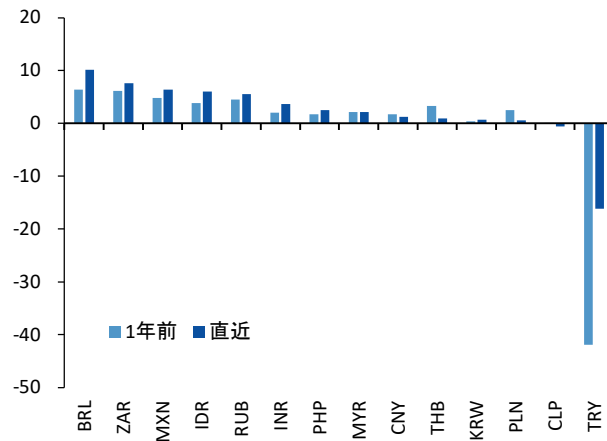
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
2月17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	0.3%	-2.1%	9.0%	--
17日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.1%	3.0%	3.3%	--
17日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.8%	3.2%	3.0%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$1774m	\$3452m	\$2239m	\$2240m
17日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	10.3%	4.9%	--
17日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	-2.4%	-1.0%	--
19日 (水)	インドネシア	BI-Rate	5.75%	5.75%	5.75%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$4078m	-\$1508m	--
20日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	1.7%	1.7%	--
20日 (木)	中国	1年貸出プライムレート	3.10%	3.10%	3.10%	--
20日 (木)	マレーシア	輸出(前年比)	5.0%	0.3%	16.9%	--
20日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	2.7%	-3.0%	20.8%	--
21日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	1.8%	--	1.7%	--
21-26日	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1425m	--	-\$111m	--
24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	1.6%	--
24-28日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	1.1%	--
25日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	20.0%	--
25日 (火)	韓国	BOK Base Rate	--	--	3.00%	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	10.6%	--
26日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	2.25%	--	2.25%	--
26日 (水)	台湾	GDP(前年比)	--	--	1.8%	--
28日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4136m	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$2925m	--
28日 (金)	インド	GDP(前年比)	--	--	5.4%	--
28日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-213.0b	--
中東欧・アフリカ						
2月19日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	3.1%	7.7%	--
20日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	9.7%	7.9%	--
21日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	4.2%	--
24日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	74.6%	--
27日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	8.2%	--
27日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-8.78b	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	0.7%	--
28日 (金)	トルコ	GDP(前年比)	--	--	2.1%	--
28日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	15.5b	--
ラテンアメリカ						
2月17日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	3.4%	2.4%	4.1%	--
20日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-1.5%	-0.2%	-1.9%	--
21日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	0.5%	--	0.6%	--
21日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	0.1%	--	0.5%	--
25日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	4.5%	--
27日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	6.8%	--
27日 (木)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$9033m	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	--	--	2566.8m	--
28日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	61.1%	--

注:2025年2月21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
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	7.2376 ~ 7.3328	7.2428	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル (HKD)	7.7682 ~ 7.7937	7.7752	7.79	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー (INR)	85.653 ~ 86.688	86.664	85.8	86.0	84.8	84.3	84.3
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 16412	16338	16250	16300	15650	15200	15230
韓国ウォン (KRW)	1426.64 ~ 1477.46	1434.63	1470	1460	1450	1420	1400
マレーシアリング (MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4218	4.47	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ (PHP)	57.812 ~ 58.708	57.926	58.8	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル (SGD)	1.3421 ~ 1.3751	1.3343	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	32.602 ~ 33.151	32.780	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	33.54 ~ 34.84	33.57	34.8	35.2	34.3	33.6	33.3
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 25494	25527	25550	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	96.5673 ~ 114.7788	88.8099	100.0	102.0	104.0	106.0	108.0
南アフリカランド (ZAR)	18.3022 ~ 19.2296	18.3350	18.2	18.0	17.8	17.6	17.4
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 35.8707	36.3997	37.0	38.0	39.0	40.0	41.0
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	5.8114 ~ 6.2270	5.7032	5.95	5.90	5.95	6.00	6.05
メキシコペソ (MXN)	20.1343 ~ 20.9382	20.3158	21.0	21.4	21.0	20.8	20.6
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	21.157 ~ 21.666	20.661	21.04	20.73	21.72	22.47	22.47
香港ドル (HKD)	19.729 ~ 20.403	19.267	19.77	19.67	20.21	20.62	20.62
インドルピー (INR)	1.776 ~ 1.848	1.728	1.79	1.78	1.85	1.90	1.90
インドネシアルピア (100IDR)	0.944 ~ 0.981	0.918	0.948	0.939	1.003	1.053	1.051
韓国ウォン (100KRW)	10.583 ~ 10.916	10.445	10.48	10.48	10.83	11.27	11.43
マレーシアリング (MYR)	34.432 ~ 35.699	33.880	34.45	33.77	36.51	38.83	38.65
フィリピンペソ (PHP)	2.635 ~ 2.726	2.592	2.62	2.57	2.74	2.83	2.84
シンガポールドル (SGD)	113.45 ~ 116.09	112.27	112.99	111.60	117.60	121.40	121.40
台湾ドル (TWD)	4.701 ~ 4.843	4.571	4.67	4.66	4.83	4.95	4.95
タイバーツ (THB)	4.486 ~ 4.653	4.462	4.43	4.35	4.58	4.76	4.80
ベトナムドン (100VND)	0.6113 ~ 0.6253	0.5857	0.60	0.59	0.63	0.65	0.65
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.370 ~ 1.606	1.686	1.54	1.50	1.51	1.51	1.48
南アフリカランド (ZAR)	8.176 ~ 8.525	8.170	8.46	8.50	8.82	9.09	9.20
トルコリラ (TRY)	4.289 ~ 4.481	4.108	4.16	4.03	4.03	4.00	3.90
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	25.209 ~ 26.635	26.272	25.88	25.93	26.39	26.67	26.45
メキシコペソ (MXN)	7.428 ~ 7.790	7.372	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21日の9時40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。