

2025年2月28日

The Emerging Markets Weekly

米追加関税を巡る報道を受け上値の重い動き

新興国市場:先週末 21 日のアジア時間は大半が小幅な値動きとなった。MYR と IDR が堅調。欧米時間、ユーロ圏 2 月総合 PMI が市場予想を下振れたことを受けてユーロに連れて東欧通貨も値を下げた。米経済指標の冴えない結果を背景に米金利は低下、米株も下落する動きにリスクオフとなり軟調。MXN や BRL が売られた。週初 24 日アジア時間は概ね小幅に上昇。THB と KRW が買われた。欧米時間はトランプ米大統領が対カナダとメキシコへの関税発動について予定通りだと述べると、新興国通貨は上げ幅を縮小。BRL が下落する一方、RUB は上昇した。25 日のアジア時間、前日からの関税への懸念が重しとなり大半が小幅下落。THB や INR が売られた。欧米時間、米 2 月消費者信頼感指数が市場予想より悪化したことを受けて米金利が低下し支援材料となった。RUB は前日比+1.6%、BRL も上昇。26 日アジア時間は方向感なく小幅な値動きにとどまった。SGD や IDR が小幅下落。欧米時間、トランプ大統領の対 EU 関税発言を受けてユーロに連れて東欧通貨も値を下げた。一方、対カナダ・メキシコへの関税発動を 4 月 2 日に延期すると発言が中南米通貨の支えとなった。MXN は小幅に上昇。他方、BRL は前日比▲1.0%下落した。27 日のアジア時間は米国の関税を巡る不透明感を背景に下押された。KRW や SGD、THB が売られた。欧米時間、トランプ大統領が 3 月 4 日に対カナダ・メキシコ追加関税を実施と共に対中国にも 10%の追加関税を発動すると発言を受けドルが急伸、新興国通貨は下げ足を速めた。RUB は前日比▲1.0%値を下げた。

アジア:21 日公表のマレーシア 1 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.7%と前月から横ばい、市場予想を下回った。24 日発表のシンガポール 1 月 CPI は前年比+1.2%と前月から鈍化した。韓国銀行(BOK、中央銀行)は 25 日に政策金利を▲25bp引き下げ 2.75%にすることを決定した。利下げは 2024 年 11 月以来となる。また、BOK は 2025 年の経済成長見通しを従来の+1.9%から+1.5%に下方修正した。BOK の李総裁は、追加利下げは先行きの成長懸念に対応するものとした。タイ中央銀行(BOT)は 26 日に金政策金利を▲25bp引き下げ 2.00%にすることを決定した。利下げは 2024 年 10 月以来となり、ブルームバーグの事前予想では現状維持の予想が有力であったためサプライズとなった。BOT は長期的に持続可能な成長、金融市場の安定性を維持する必要性を強調し、利下げについては経済成長に関する下振れリスクが強まったことが要因と説明した。

ラテンアメリカ:メキシコのシェインバウム大統領は 24 日、米国の対メキシコへの 25%関税を回避するため、中国への新たな課税を検討していることを明らかにした。25 日発表のブラジル 2 月前半消費者物価指数は前年比+4.96%と 1 月後半から加速したが、市場予想は下回った。トランプ大統領は 26 日に対カナダ・メキシコ追加関税発動を 4 月 2 日延期すると発言するも、27 日には予定通り 3 月 4 日に発動するとした。

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 將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

市場概観(韓国)

追加利下げを実施した BOK、経済・物価見通しも下方修正

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

韓国銀行(中央銀行、BOK)は 25 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レポ金利)を従来の 3.00%から 2.75%に引き下げた(図表 1)。BOK の利下げは 24 年 11 月会合以来の決定で、昨年利下げ路線に転換してから 3 度目の実施となった。なお、ブルームバーグの事前予想では▲25bp の利下げが優勢であった。

声明文では世界経済の成長について、米国の関税強化への懸念やロシア・ウクライナ戦争における戦況の変化、主要国の政治動向の不透明性などを要因に下振れリスクが強まっている点を指摘した。国内経済については、見通しをまとまった幅で下方修正した。昨年 11 月時点では 25 年の成長率を前年比+1.9%と設定していたが、国内の政情不安や内需の減速及び輸出鈍化が懸念される中で、従前よりも▲0.4%ポイント下方修正し同+1.5%とした(図表 2)。直近の実質 GDP 成長率を見ても、昨年 1~3 月期以降頭打ちの様相を呈しており(図表 3)、前期比での比較では直近 2 四半期において+0.1%とほぼゼロ成長に留まっている。また、25 年の貿易黒字は昨年比▲20%程度縮小する見込みで(図表 4)、この点も韓国経済にとっては不安の種と言える。BOK のコメントを見てもトランプ関税のインパクトをどこまで織り込んでいくかは不透明で、今後の交渉を含めてどこまで实体经济に影響が及ぶかは確認する必要がある。

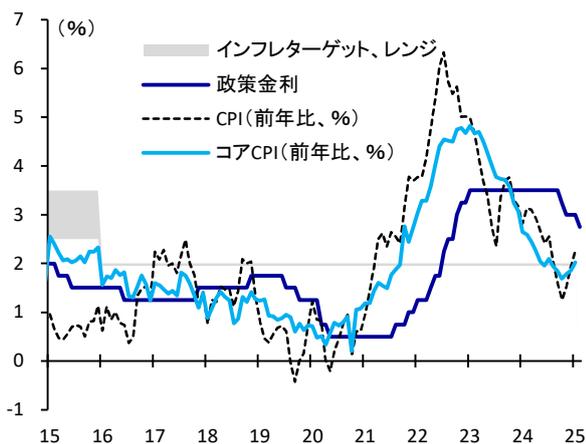
物価動向について、直近の 1 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.2%、農産品や石油類を除いたコア CPI は同+1.8%となった(図表 5)。内訳をみると総合・コアベースとも BOK のインフレ目標近辺での推移が続くが、ともに上昇基調にある。その要因は原油価格の反転上昇や KRW の下落に伴う輸入インフレが大部分を占めており、短期的なインフレ加速には引き続き注意したい。この他、引き続き住宅価格の上昇リスクに言及しながらも、今回の物価見通しは、総合ベースを同+1.9%、コアベースを同+1.8%に設定しており、インフレは穏当な水準に収束するとの見方を示している。

かかる中、BOK は景気動向を注視しつつ物価や金融市場の安定性を維持するという方針を維持した。もっとも、追加利下げを決定したことを踏まえれば、金融政策の主眼が明確に景気支援にシフトしている印象を受ける。李 BOK 総裁は会見で今回の利下げは先行きの成長懸念に対応するもので、米国の関税政策は輸出部門への打撃を通じて、一層成長を鈍化させる可能性があるといった旨の発言をしている。一方で、今後の利下げペースの見解については意見が割れている。今後 3 か月以内の利下げを支持する委員会メンバーは少数派であり、米国の関税政策をはじめとした外部環境の変化を見極めた上で判断をしたい姿勢も窺える。また、足許の KRW 安が輸入インフレに繋がっている状況を踏まえても安直な利下げが韓国経済にとってプラスに働かない可能性も考慮しているのかも知れない。今回会合では利下げが濃厚であったが、次回 4 月会合はライブなものになりそうだ。

前回 1 月会合以降、KRW は対ドルで若干値を戻しているが、政情不安を背景に積極的に買われる状況には至っていない(図表 6)。金利の面では、米国の金融政策が依然タカ派であるが、BOK は米国の政治や金融政策動向を睨みつつ、四半期に 1 度程度の利下げを検討していくものと予想する。一方、為替見通し上では、貿易黒字の縮小懸念が KRW にとってネックとなる。韓国に対しても関税が強化されるような

流れとなれば、これを嫌気した売りが強まることも考えられる。加えて、韓国の政治及び外交機能が少なくとも数か月は正常に機能しないであろうことも不安材料で、米国の関税政策関連のヘッドラインで相場が上下する時間帯は今後も続いていこう。

図表 1: 政策金利とインフレ率



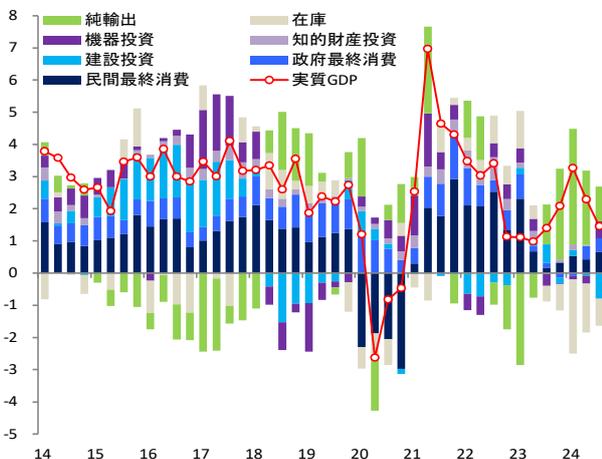
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2: BOK による経済・物価見通し①

	2024年	2025年		2026年
	(前年比) 通年	上半期	下半期	通年
実質GDP成長率	2.0%	0.8%	2.2%	1.5%
民間最終消費支出	1.1%	1.0%	1.7%	1.4%
建設投資	-2.7%	-6.7%	1.1%	-2.8%
設備投資	1.8%	5.7%	-0.2%	2.6%
知的財産投資	0.7%	2.5%	4.9%	3.7%
輸出(財)	6.3%	0.7%	1.2%	0.9%
輸入(財)	1.2%	2.0%	0.2%	1.1%
消費者物価指数(CPI)	2.3%	2.0%	1.9%	1.9%

出所: BOK、みずほ銀行

図表 3: 実質 GDP 成長率の推移(前年同期比%、%ポイント)



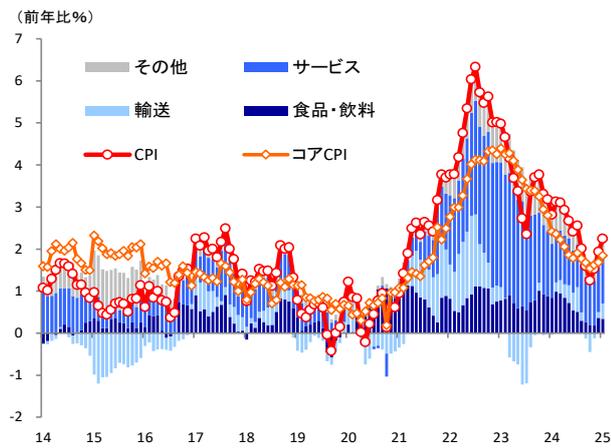
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: BOK による経済・物価見通し②

	2024年	2025年		2026年
	(10億ドル) 通年	上半期	下半期	通年
経常収支	99.0	28.5	46.5	75.0
(11月時点)		37.6	42.5	80.0
貿易収支(財)	100.1	35.1	45.0	80.1
(11月時点)		44.4	43.2	87.6
サービス収支	-23.7	12.0	12.7	24.6
(11月時点)		-12.2	-13.4	-25.6
所得収支	22.6	5.4	14.2	19.6
(11月時点)		5.4	12.7	18.1

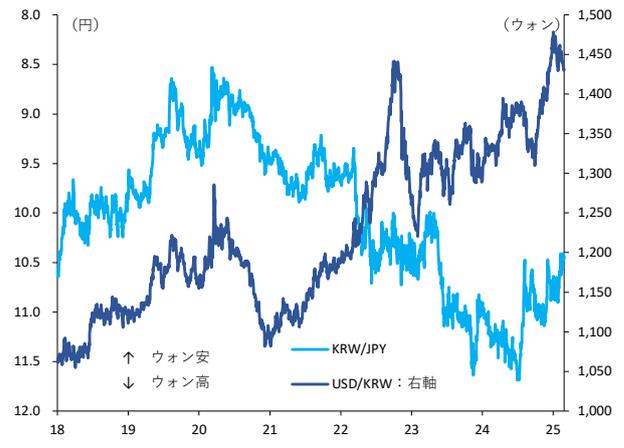
出所: BOK、みずほ銀行

図表 5: 消費者物価指数の動向(前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 6: KRW 相場の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(タイ)

2月金融政策委員会～景気減速懸念が強まる中で、追加利下げを実施

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

タイ中央銀行(BOT)は26日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の2.25%から▲25bp引き下げ2.00%とした(図表1)。今回の利下げは7人のメンバーのうち6人が賛成した。なお、利下げは昨年10月会合以来の決定となった。ブルームバーグの事前予想では現状維持の予想が有力であった。

声明文では、国内の景気動向について景気減速に対する懸念を強めた。会合の1週前に公表された10～12月期実質GDP成長率は前年同期比+3.2%と前四半期の同+3.0%から数字の上では加速した(図表2)。しかし内訳をみると、实体经济の停滞感が強まっているのが実情に思える。GDPを押し上げた主因は外需部門となっており、特に観光業をはじめサービス部門の持ち直しが目立った。一方で、内需部門について、個人消費は前年比との比較ではプラスとなっているものの、前期比では僅かながらマイナス成長となっている。政府・民間投資も同様の結果となっており、外需頼みの傾向が一層強まっている。また、24年通年の成長率は前年比+2.5%と23年の同+1.9%から加速したが、勢いの弱さが指摘される製造業については23年から鈍化した。なお、BOTは25年の成長率予想について、今年(同+2.5%)を少し上回る水準としたが、これは昨年12月会合時点の同+2.9%から下方修正されている。先述の内需部門の減速に加えて、米国の関税強化に伴う輸出の鈍化を盛り込んだ格好だ。

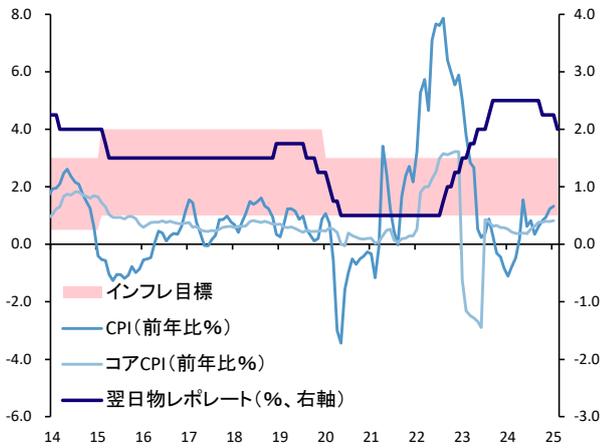
物価動向について、直近1月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.32%、生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+0.83%となった。総合ベースはBOTの目標レンジ(+1.0～+3.0%)内で推移したが、直近2か月のインフレの主因がエネルギー価格の上昇であったため、コアベースはインフレ目標を下回った(図表3)。先行きの見通しについて、25年の総合CPIはBOTの目標レンジに収束するとの見方を示した。インフレリスクは下方に傾いており、原油価格の動向や輸入品との価格競争が物価を押し下げる可能性があることに言及した。

かかる中、BOTは長期的に持続可能な成長、金融市場の安定性を維持する必要性を強調し、利下げについては経済成長に関する下振れリスクが強まったことが要因と説明した。一方、BOTは今回の決定が継続的な利下げに繋がるものでなく、追加利下げのハードルは高いとの見解を示した。やはり、米国をはじめ主要国の政策が不透明感を増す中で、今後の外部環境の変化に応じて利下げの糊代は残しておきたいとの思惑が見られた。BOTは引き続き政府の景気支援策に期待しつつ、今後の政策を策定していく指針である。

2月のTHB相場については、米国の金融政策や通商政策の動向に揺れつつ、方向感のない動きが続いた(図表4)。今回の会合後の為替相場の反応は若干のTHB高で反応したが、これはトランプリスクに対して先回りで対応するという周辺国中銀の決定にも沿った内容であり大きなサプライズは無かったと総括できる。今後の為替の動きも引き続き短期的な米国の景気や金融政策に揺れる展開が続くそう。一方で、年央以降で警戒したいリスクは貿易黒字の下振れによる需給環境の悪化だ。本欄では観光業の完全復活を背景にTHBのサービス収支は改善を見込むが、貿易黒字の縮小によって相殺される懸念が残る。この点は世界経済の動向のみならず、

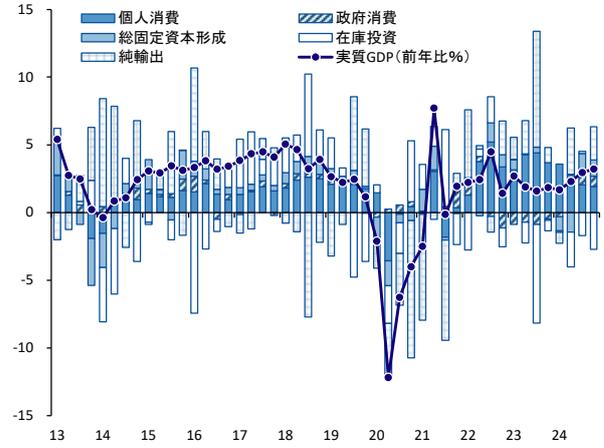
米国の通商政策にも大きく左右される論点であるため、関連するヘッドラインは引き続き注視したい。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率



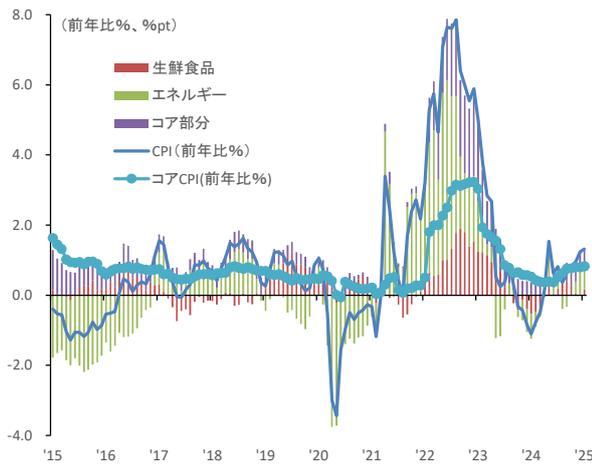
出所: タイ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率の推移 (前年同期比%、%ポイント)



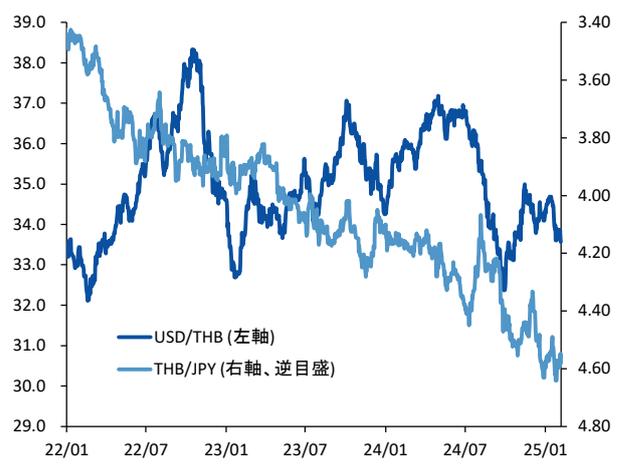
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: CPI の動向 (前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

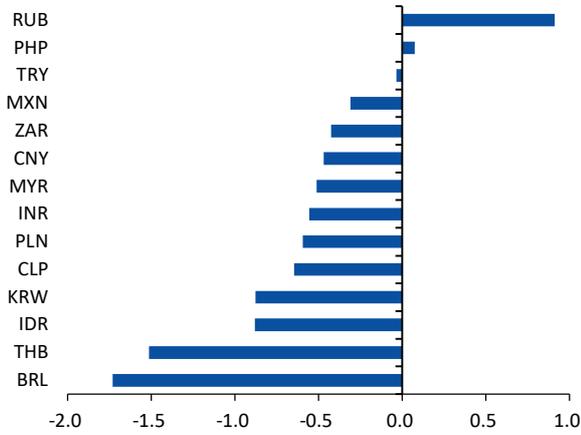
図表 4: THB の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

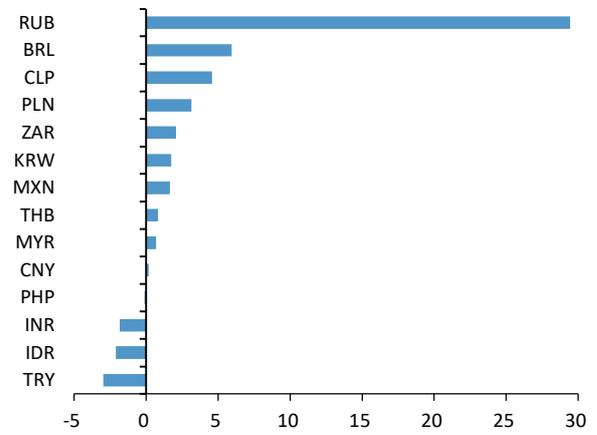
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



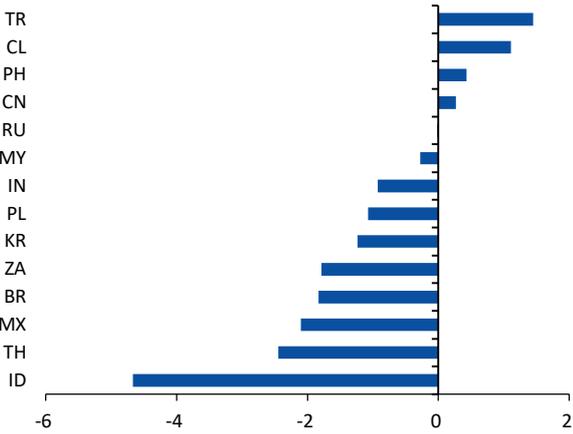
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



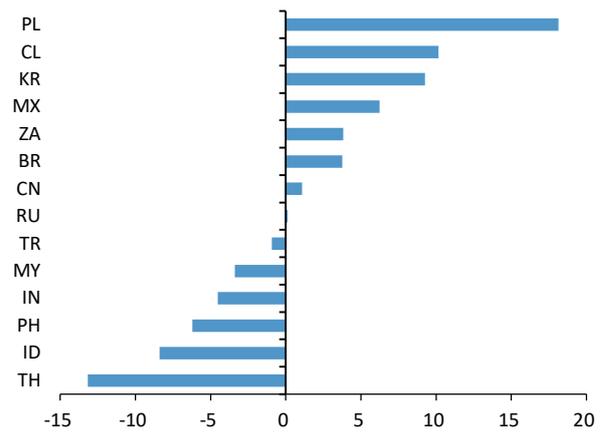
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



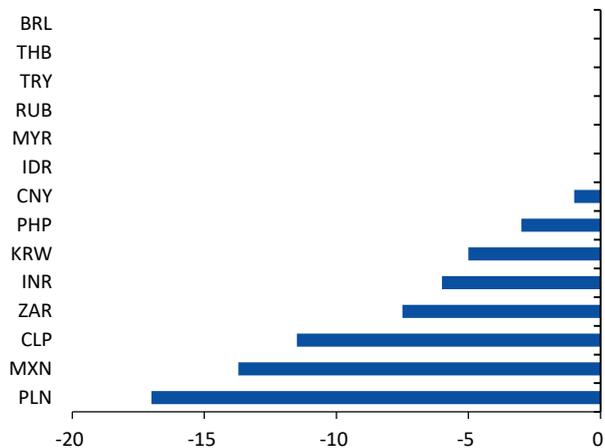
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

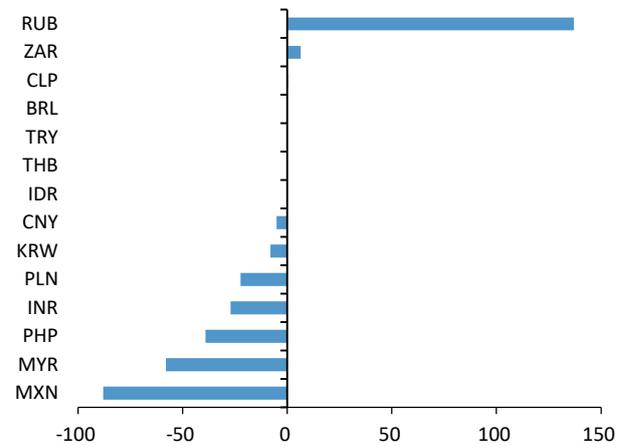
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

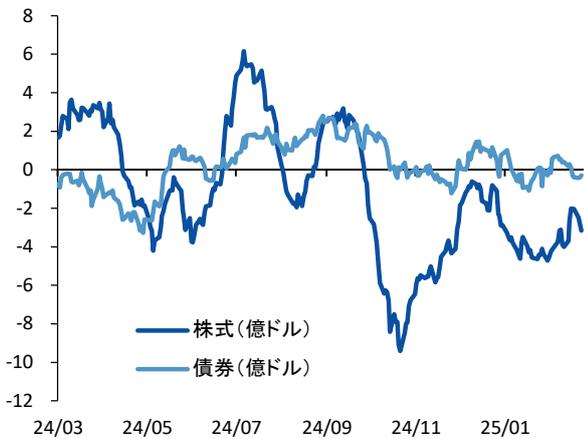


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

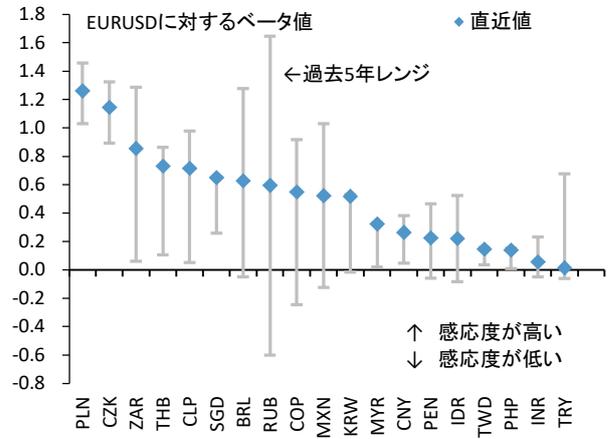
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



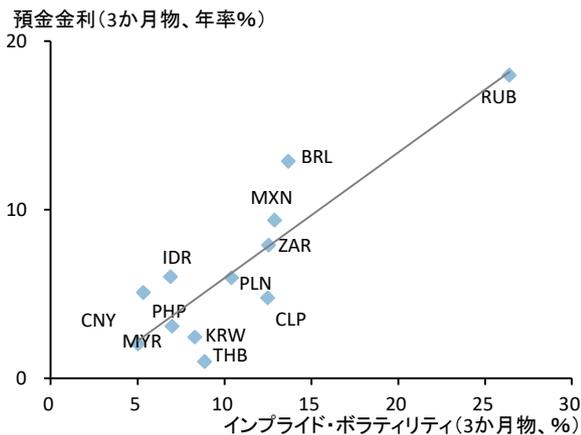
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



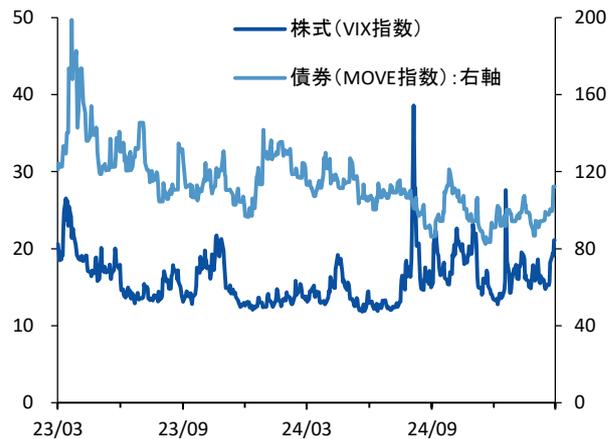
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



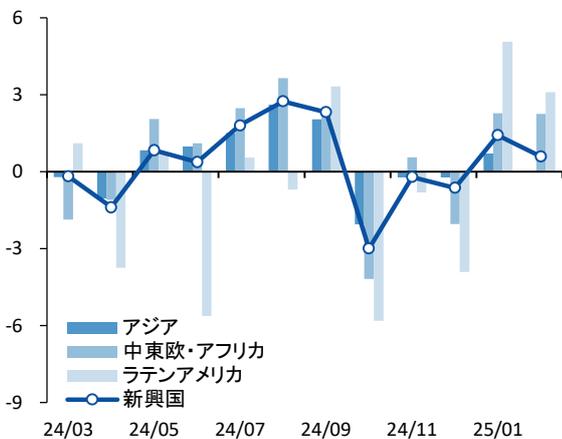
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



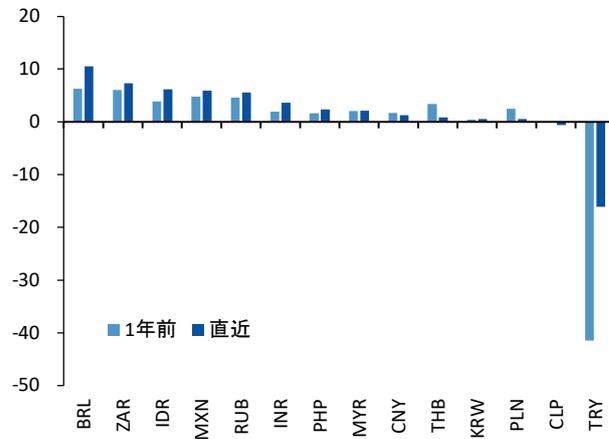
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	1.2%	1.5%	--
25日 (火)	韓国	BOK Base Rate	2.75%	2.75%	3.00%	--
25日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1500m	-\$1800m	-\$111m	--
26日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	2.25%	2.00%	2.25%	--
26日 (水)	台湾	GDP(前年比)	1.8%	2.9%	1.8%	--
28日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$4779m	--	-\$4136m	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$1646m	--	\$2925m	--
28日 (金)	インド	GDP(前年比)	6.2%	--	5.4%	--
28日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-213.0b	--
3月1日 (土)	韓国	貿易収支	\$5080m	--	-\$1886m	-\$1860m
1日 (土)	中国	製造業PMI	50.0	--	49.1	--
1日 (土)	中国	非製造業PMI	50.4	--	50.2	--
3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	50.1	--
3日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	0.8%	--
4日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.3%	--
5日 (水)	韓国	GDP(前年比)	--	--	1.2%	--
5日 (水)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	2.9%	--
5日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	51.0	--
5日 (水)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-2.9%	--
5日 (水)	タイ	CPI(前年比)	--	--	1.3%	--
6日 (木)	韓国	CPI(前年比)	--	--	2.2%	--
6日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.00%	--
7日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$12367.5m	--
7日 (金)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.7%	--
中東欧・アフリカ						
2月26日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.2%	3.2%	3.0%	--
27日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	5.4%	2.2%	8.2%	--
27日 (木)	トルコ	貿易収支	-7.70b	-7.54b	-8.78b	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	1.0%	--	0.7%	--
28日 (金)	トルコ	GDP(前年比)	2.5%	--	2.1%	--
28日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	15.5b	--
3月3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	42.1%	--
3日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	27.2%	--
4日 (火)	南ア	GDP(前年比)	--	--	0.3%	--
6日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	5.2%	--
6日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	--	--	-1.0%	--
6日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	45.00%	--
ラテンアメリカ						
2月25日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	5.1%	5.0%	4.5%	--
27日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	8.4%	8.4%	6.8%	--
27日 (木)	ブラジル	経常収支	-\$9000m	-\$8655m	-\$9033m	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	-3808.0m	-4558.0m	2566.8m	--
3月4日 (火)	メキシコ	送金総額	--	--	\$5227.8m	--
7日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	4.0%	--
7日 (金)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	3.6%	--

注:2025年2月28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							
中国人民元 (CNY)	7.2376 ~ 7.3328	7.2865	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル (HKD)	7.7682 ~ 7.7937	7.7776	7.79	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー (INR)	85.653 ~ 86.688	87.200	85.8	86.0	84.8	84.3	84.3
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 16412	16454	16250	16300	15650	15200	15230
韓国ウォン (KRW)	1426.64 ~ 1477.46	1447.76	1470	1460	1450	1420	1400
マレーシアリング (MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4445	4.47	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ (PHP)	57.812 ~ 58.708	57.897	58.8	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル (SGD)	1.3421 ~ 1.3751	1.3478	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	32.602 ~ 33.151	32.822	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	33.54 ~ 34.84	34.07	34.8	35.2	34.3	33.6	33.3
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 25494	25542	25550	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	96.5673 ~ 114.7788	87.7001	100.0	102.0	104.0	106.0	108.0
南アフリカランド (ZAR)	18.3022 ~ 19.2296	18.4538	18.2	18.0	17.8	17.6	17.4
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 35.8707	36.5058	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	5.8316	5.95	5.90	5.95	6.00	6.05
メキシコペソ (MXN)	20.1343 ~ 20.9382	20.4933	21.0	21.4	21.0	20.8	20.6
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	21.157 ~ 21.666	20.602	21.04	20.73	21.72	22.47	22.47
香港ドル (HKD)	19.729 ~ 20.403	19.255	19.77	19.67	20.21	20.62	20.62
インドルピー (INR)	1.776 ~ 1.848	1.717	1.79	1.78	1.85	1.90	1.90
インドネシアルピア (100IDR)	0.944 ~ 0.981	0.910	0.948	0.939	1.003	1.053	1.051
韓国ウォン (100KRW)	10.583 ~ 10.916	10.344	10.48	10.48	10.83	11.27	11.43
マレーシアリング (MYR)	34.432 ~ 35.699	33.741	34.45	33.77	36.51	38.83	38.65
フィリピンペソ (PHP)	2.635 ~ 2.726	2.578	2.62	2.57	2.74	2.83	2.84
シンガポールドル (SGD)	113.45 ~ 116.09	111.10	112.99	111.60	117.60	121.40	121.40
台湾ドル (TWD)	4.701 ~ 4.843	4.569	4.67	4.66	4.83	4.95	4.95
タイバーツ (THB)	4.486 ~ 4.653	4.396	4.43	4.35	4.58	4.76	4.80
ベトナムドン (100VND)	0.6113 ~ 0.6253	0.5863	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	1.708	1.54	1.50	1.51	1.51	1.48
南アフリカランド (ZAR)	8.176 ~ 8.525	8.118	8.46	8.50	8.82	9.09	9.20
トルコリラ (TRY)	4.289 ~ 4.481	4.092	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	25.676	25.88	25.93	26.39	26.67	26.45
メキシコペソ (MXN)	7.428 ~ 7.790	7.309	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28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。