

2025年3月7日

The Emerging Markets Weekly

米経済指標の下振れや関税懸念の和らぎを受けて上昇

新興国市場:先週末 2 月 28 日のアジア時間は米国の追加関税を巡る懸念が重しとなり、総じて下落。KRW や IDR が軟調。欧米時間、米ウクライナ首脳会談の決裂が嫌気されリスクオフとなり、更に下げ足を速めた。RUB と ZAR が前日比▲1.0%超の下落。週初 3 月 3 日アジア時間は引き続き米国の関税への警戒感からまちまちな動き。IDR が上昇する一方、TWD が下落した。欧米時間、ユーロ圏2月消費者物価指数(HICP)の市場予想の上振れや、米2月ISM製造業景気指数の弱めの結果、トランプ米大統領の発言などが支えとなった。ZAR が堅調。他方、MXN はトランプ大統領が関税発動の意向を維持したことが重しとなり売られた。4 日のアジア時間は関税発動への懸念が継続も総じて底堅く推移。THB や SGD が買われた。欧米時間、対カナダ・メキシコに加え中国にも追加関税が発動されたが、EU による防衛費増額への期待からユーロに連れて上昇した。ZAR や MXN が値を伸ばした。5 日のアジア時間は引き続き堅調。KRW や IDR が買われた。欧米時間、独財政支出期待やラトニック米商務長官の発言が支援材料に。休場明けの BRL が前日比+2.2%上昇。6 日のアジア時間は大半が小幅な値動きにとどまった。THB が小幅に下落。欧米時間、トランプ大統領が対メキシコ・カナダに対する関税を一部の輸入品について 4 月 2 日まで適用除外としたことが好感され、新興国通貨は上昇。RUB と ZAR は前日比+1.0%超、MXN も値を伸ばした。

アジア:2 月 28 日公表のインド 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年比+6.2%と 7~9 月期から加速し、市場予想通りとなった。3 月 1 日発表の中国 2 月製造業購買担当者景気指数(PMI)は 50.2 と前月から改善し、景気拡大・縮小の分け目の 50 を上回った。同日公表の中国 2 月非製造業 PMI も 50.4 と前月から改善、市場予想通りとなった。4 日に米政府は予定通り、10%の対中国追加関税引き上げを実施した。5 日に中国の全人民代表大会(全人代)が開幕した。閉幕は 11 日となる。マレーシア中央銀行(BNM)は 6 日、政策金利を 3.00%に据え置くことを決定した。政策金利は 2024 年 5 月から 3.00%に維持されている。BNM は世界経済のリスクへの警戒感を示した。

中東欧・アフリカ:2 月 28 日発表のトルコ 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年比+3.0%と 7~9 月期から加速し、市場予想(同+2.5%)を上振れた。3 月 3 日公表のトルコ 2 月消費者物価指数(CPI)は前年比+39.05%と前月から鈍化し、市場予想を下回った。トルコ中央銀行(TCMB)は 6 日、政策金利を▲250bp 引き下げ 42.50%にすることを決定。利下げは 3 会合連続。TCMB は声明文でインフレが鈍化傾向にあると述べた。

ラテンアメリカ:米政府は 6 日、メキシコ・カナダに発動した 25%の関税に関して、米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)に適合した輸入品については、相互関税を発表する 4 月 2 日まで追加関税を猶予するとした。

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 将行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

市場概観(メキシコ)

耐久性を見せる MXN～市場は関税賦課持続に疑問符～

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、現地時間 4 日未明、トランプ米大統領はメキシコ・カナダに対する関税賦課および中国への追加関税を発動した。カナダ、中国は即座に報復関税を発動した一方、メキシコに関しては対抗措置が 9 日に公表される見込み。このような報道を受け MXN は一時対ドルで 21.0 に限りなく近づいて弱含んだ。ただし、2 月 3 日に付けた年初来最安値の更新には至っていないどころか、4 日の引けにはむしろ上昇し、前日比では MXN 高となっている(図表 1)。

4 日の NY 時間引け付近における急速な MXN 高に関しては、ラトニック米商務長官が「カナダとメキシコについて 4 月 2 日に関税の変更がある」「トランプ大統領がカナダとメキシコと関税を巡り妥協案をまとめる見通し」「カナダとメキシコの関税縮小を大統領が明日(5 日)発表する可能性」などと述べたことが背景にあるのだろう。

ただし、MXN の買い戻しは商務長官発言よりもだいぶ前に始まっており、値動きの全てを説明はできない。4 日の為替市場を見るに、市場が関税賦課持続に疑問符を持っていることは明らかであろう。実際、関税に関するヘッドラインを受けた MXN 安の値幅は、ここ 1 か月で大きく縮小している。

市場がそれほど MXN 安で反応しなくなっている背景としては、①関税賦課の継続を見込んでいない、②米政権の情報発信が二転三転しており信頼していない、③ドル安で一部が相殺されている、ことなどが挙げられよう。

このうち、①や②は説明不要だろう。2 月にカナダ・メキシコへの関税賦課が直前で延期されたことからわかる通り、両国への関税賦課はあくまで「ディール」である。既報の通りこの 3 か国は米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)を締結しており、米政権の関税賦課はこれに明確に抵触する。米産業界でも反発の声も大きく、関税賦課が長引けば、訴訟が行われる可能性もあろう。何しろ、国際緊急経済権限法(IEEPA)を法的根拠とした長期間の関税賦課は、過去に前例がない。トランプ氏の発言も二転三転しており、閣僚発言と整合性が取れないことも多い。市場参加者はもはや関税報道に付き合い切れていない印象も強い。

③に関しても、ここもの金融市場を見れば明らかであろう。関税の影響もあり中期的に米経済失速の可能性が高まるなら、米利下げ期待台頭とともにドル安が支持される。短期的に関税がインフレもたらすとしても、購買力平価の考えに基づけばそもそも物価上昇は通貨安を示唆する。トランプ氏就任前後には「関税＝ドル高」といった単純な思惑が市場で支配的であったように思うが、現実はその単純ではない。

過去の本欄および『エマージングマーケットマンスリー』などでも述べてきた通り、筆者のメインシナリオは、北米 3 か国を巻き込んだ貿易紛争は回避されるものの、関税賦課の懸念が一掃されることは短期的には見通せない、というものだ。よって大幅な MXN 安は見込んでおらず、徐々に米墨の経済ファンダメンタルズに即した値動きに移行すると考えている。両国中銀はともに利下げ局面にあるが、少なくとも年央にかけてはメキシコ中央銀行(Banxico)が先行する可能性が濃厚だ。ただし、その後 Banxico は利下げペースの鈍化をせざるを得ないと見込んでいる。よって MXN は年

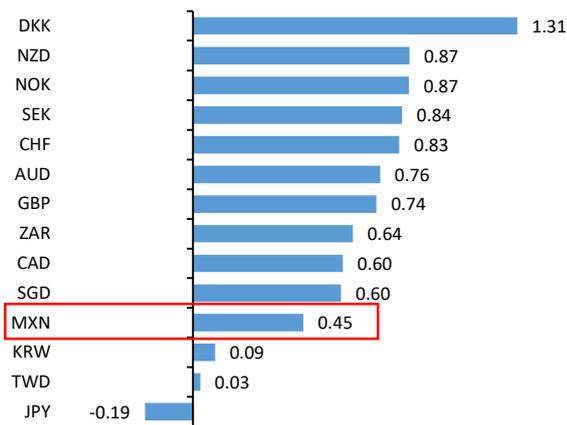
央にかけて 21.0 付近に弱含むものの、その後は緩やかな買い戻しを見込んでいる。

ただし、年央以降に期待される MXN 高は、限定的になると見込んでいる。特に製造業部門における投資不足が鮮明になる中、経済の地力は落ちている可能性が非常に高い。この点は、過去の『通貨ニュース』(*)で詳細に論じているので、参考にされたい。象徴的なのは、対内直接投資フローに占める新規投資の割合の急減であろう(図表 2)。米企業がメキシコへの投資を見直すといった報道は最近多く見られており、整合的だ。「ニアショアリング」の潮流が 2024 年半ばまでの MXN 高を支えたことは明白であり、それが一部であれ後退している以上、MXN の水準も戻りきらないと考えるのが妥当ではないか。よって弊行の予測期間(~26 年 3 月末)までに対ドルで 19 台を付ける場面は期待できると考えているものの、それ以上の MXN 高は難しい、というのが筆者の見方だ。

※上記は 3 月 5 日付レポートの再掲であり、3 月 5 日日本時間午前 7 時時点で取得可能な情報に基づきます。

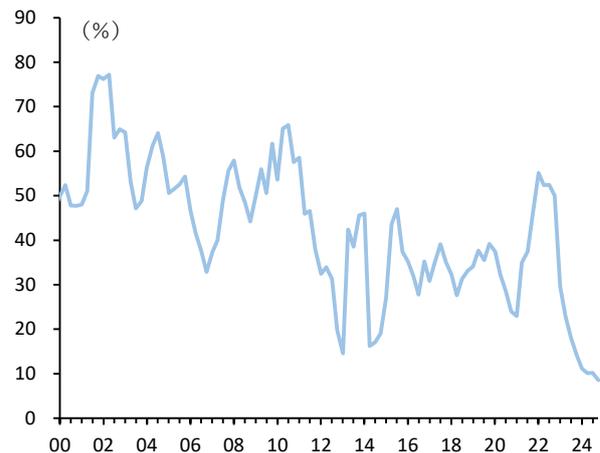
(*)詳細は、2025 年 2 月 5 日発行の通貨ニュース、『メキシコ:米政権移行前後における各種センチメント指標の変化を探る』をご覧ください。

図表 1: 3 月 4 日のスポットレート変化率(対ドル、%)



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 対内直接投資に占める新規投資の割合



出所: Macrobond、みずほ銀行

市場概観(新興国)

製造業 PMI は 8 か月ぶりの水準に上昇

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、2月製造業 PMI は 50.6 と 1月(50.1)から上昇し、前月に続き中立水準(=50)を上回った。先進国(49.3→50.4)は購買品在庫や生産が上昇をけん引し、29 か月ぶりに中立水準を回復。片や、新興国(50.8→51.2)は、雇用が上昇をけん引し、5 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(52.2→51.6)は低下。内訳を確認すると、先進国(52.2→50.9)、新興国(52.1→52.7)とまちまちの結果だった。

これらを合わせたコンポジット PMI は 51.5 と前月(51.8)から低下も、25 か月連続で中立水準超えを維持。世界の GDP 成長率は 10~12 月期に+3.36%(前期比年率)と前四半期から伸びが僅かに加速(図表 3)。PMI の推移を確認する限り、1~2 月は落ち込みを見せているようだ。

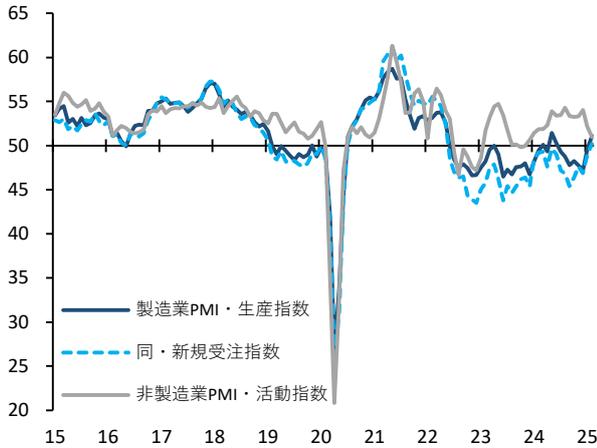
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な、価格関連の指数を確認したい。仕入れ価格・出荷価格は、2月に揃って上昇した(図表 4)。仕入れ価格は、25 か月ぶりの高水準となっている。特に、先進国での上昇が著しい。先進国でのインフレ圧力が相対的に強まっているのは、ここもとのトレンドでもある。もちろん、水準としてはそれほど高いというわけではなく、ここ 1~2 年のレンジ圏には収まっている。ただし、今後関税賦課の影響が上乘せされる事態になれば、このレンジを上抜ける可能性は非常に高いと言わざるを得ない。インフレのリスクバランスはやはり上に傾いていると判断すべきだ。

製造業 PMI の構成指数別では、全 5 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、前月に続き中立水準を維持した(図表 5)。新規受注も先進国主導で上昇し、前月に続き中立水準を維持した(図表 6)。加えて、雇用は新興国主導で上昇も、7 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上昇も、12 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)は新興国主導で低下し、9 か月連続で中立水準を割り込んでいる。海運ルートの乱れや駆け込み需要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、インド製造業 PMI の軟調さに着目したい。2月分は 56.3 と 1月の 57.7 から低下した。2023 年 12 月以来、14 か月ぶりの低水準である。新規受注は 58.8 も 14 か月ぶりに低水準に位置しており、軟調さが目立つ。ただし、新規輸出受注も同程度の落ち込みを見せているため、短期的な内需の見通しはそれほど弱含んではいないように見受けられる。実際、雇用も 1 月からは小幅に低下したとはいえ、過去 1 年平均を+1.6 ポイント上回って推移している。内需の見通し、雇用環境の調査などに鑑みれば、それほど懸念すべき内容でもない。昨年来インド経済に関しては悲観論が目立つのだが、本欄は正常な景気循環と判断しており、そうした向きには懐疑的である。

(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、3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



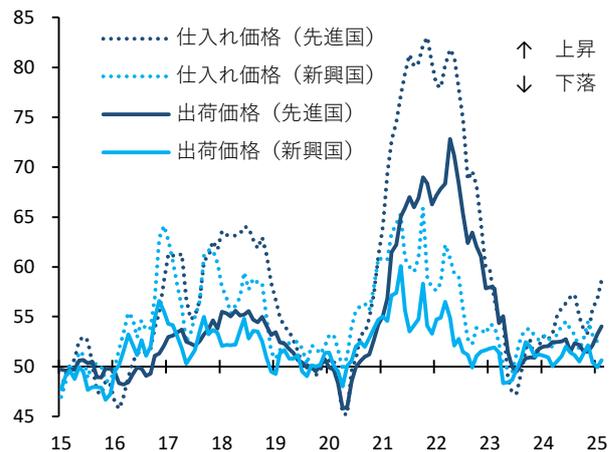
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



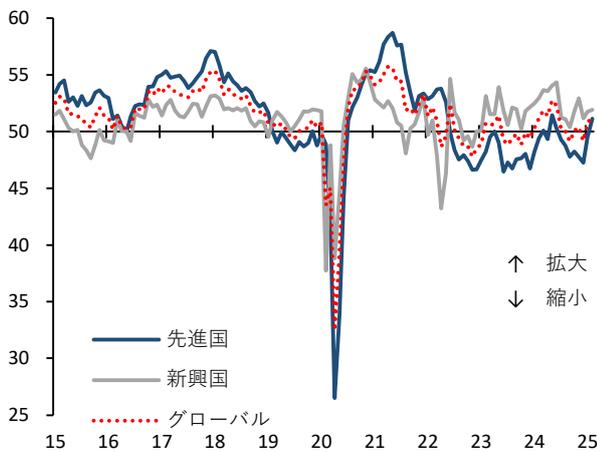
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・価格指数



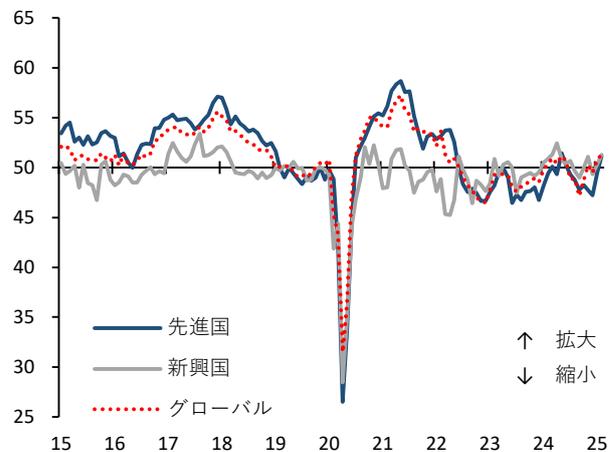
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・生産指数



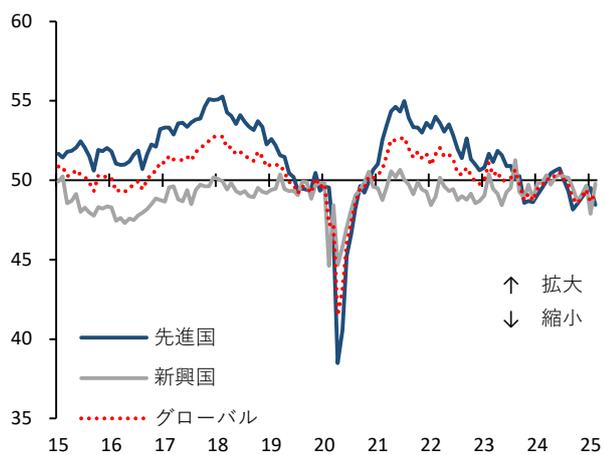
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 製造業 PMI・新規受注指数



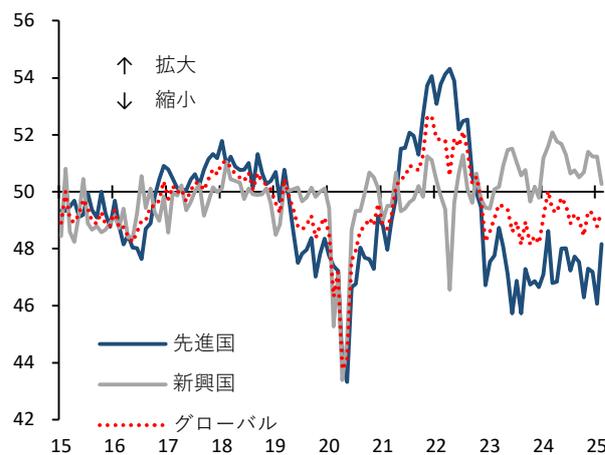
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 7: 製造業 PMI・雇用指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

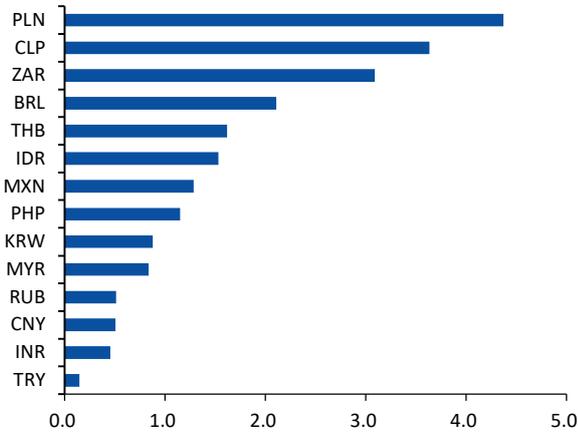
図表 8: 製造業 PMI・購買品在庫指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

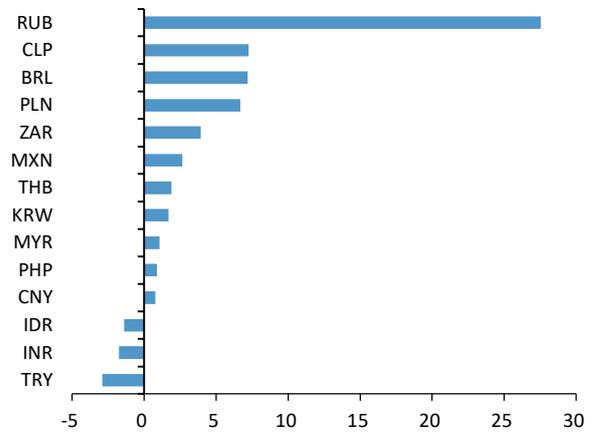
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



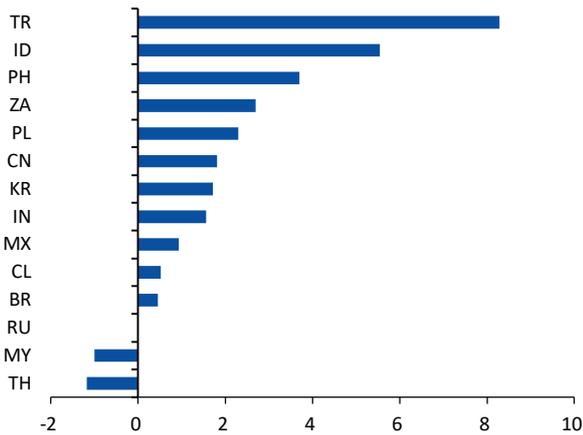
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



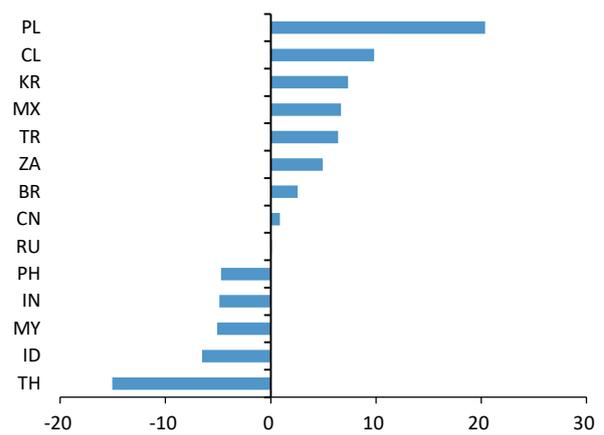
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



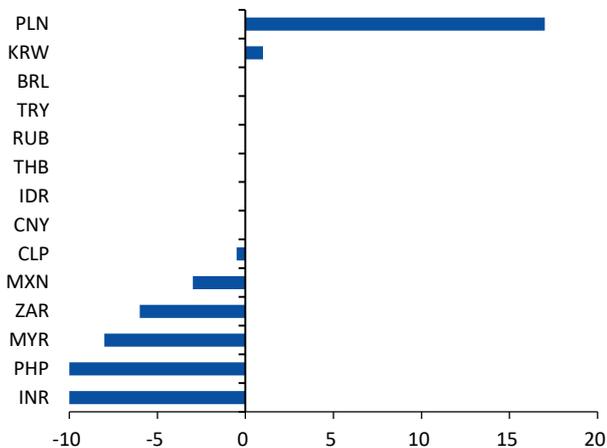
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

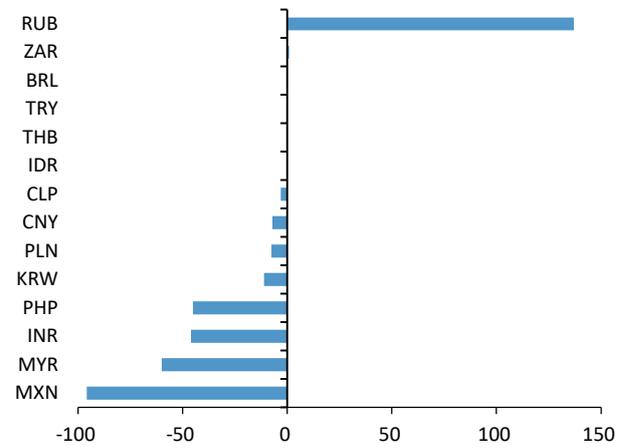
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

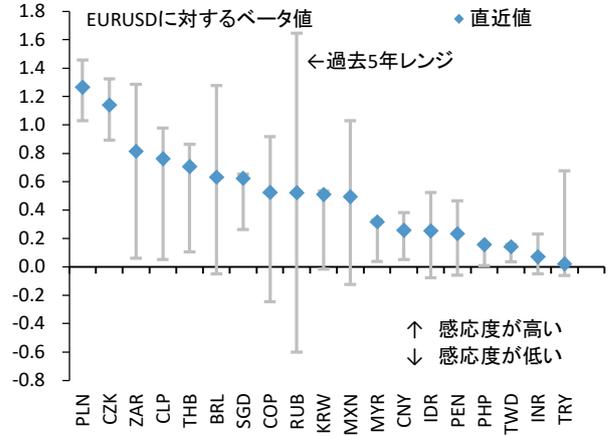
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



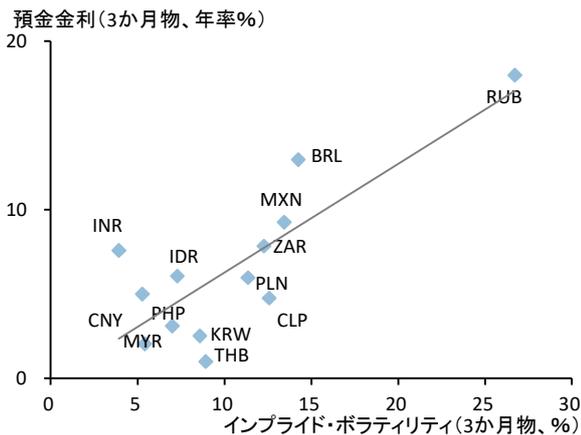
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



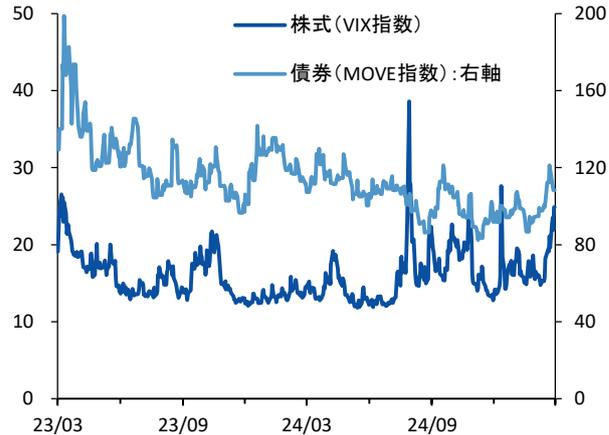
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



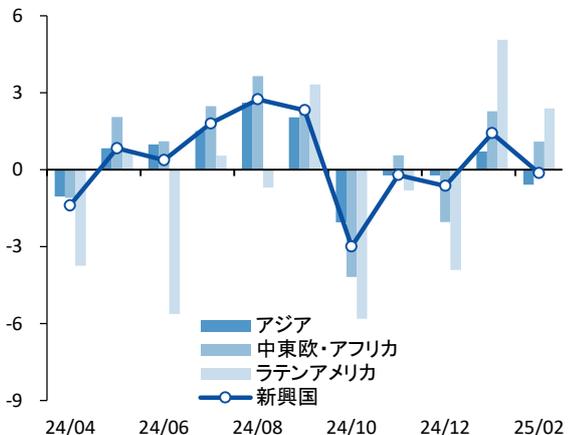
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



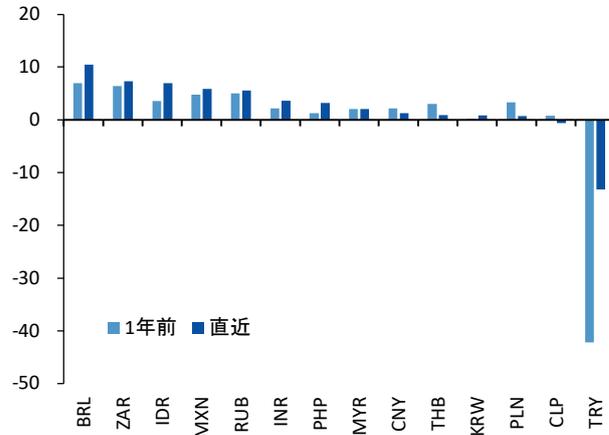
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
3月3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.4	50.8	50.1	--
3日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	0.6%	-0.1%	0.8%	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	50.7	50.9	--
4日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-2.0%	-4.1%	5.3%	4.40%
5日 (水)	韓国	GDP(前年比)	1.2%	1.2%	1.2%	--
5日 (水)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	2.6%	2.1%	2.9%	--
5日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	50.7	51.4	51.0	--
5日 (水)	シンガポール	小売売上高(前年比)	2.1%	4.5%	-2.9%	--
6日 (木)	韓国	CPI(前年比)	2.1%	2.0%	2.2%	--
6日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.00%	3.00%	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)	1.8%	--	2.7%	--
7日 (金)	台湾	貿易収支	\$8.10b	--	\$9.97b	--
9日 (日)	中国	PPI(前年比)	-2.0%	--	-2.3%	--
9日 (日)	中国	CPI(前年比)	-0.4%	--	0.5%	--
12日 (水)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.6%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.2%	--
12日 (水)	インド	CPI(前年比)	--	--	4.3%	--
12-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	10.3%	--
中東欧・アフリカ						
3月3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	39.9%	39.1%	42.1%	--
3日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	25.3%	27.2%	--
4日 (火)	南ア	GDP(前年比)	1.0%	0.9%	0.3%	0.40%
5日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	5.4%	5.4%	5.2%	--
6日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	-0.9%	-0.4%	-1.0%	-0.80%
6日 (木)	トルコ	1週間レホレート	42.50%	42.50%	45.00%	--
10日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.0%	--
12日 (水)	トルコ	経常収支	--	--	-4.65b	--
13日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	9.9%	--
13日 (木)	ロシア	CPIコア(前月比)	--	--	1.0%	--
13日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.2%	--
ラテンアメリカ						
3月3日 (月)	メキシコ	送金総額	\$4675.0m	\$4660.2m	\$5227.8m	--
5日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	-2.5%	-4.0%	-0.7%	-0.90%
7日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	4.0%	--	4.0%	--
7日 (金)	メキシコ	CPI(前年比)	3.8%	--	3.6%	--
7日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$1940m	--	\$2164m	--
10日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	0.1%	--
11日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.6%	--
12日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	61.0%	--	61.1%	--
12日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	4.6%	--
13日 (木)	ブラジル	融資残高	--	--	6427b	--
13日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.7%	--
14日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	2.0%	--

注: 2025年3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 1～2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)	7.2288 ~ 7.3328	7.2423	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル (HKD)	7.7682 ~ 7.7955	7.7719	7.76	7.76	7.75	7.76	7.77
インドルピー (INR)	85.653 ~ 87.950	87.116	87.1	87.8	86.5	86.0	86.0
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 16598	16340	16400	16450	15800	15400	15230
韓国ウォン (KRW)	1424.05 ~ 1477.46	1447.32	1470	1460	1450	1420	1400
マレーシアリング (MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4250	4.47	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ (PHP)	57.783 ~ 58.715	57.304	58.8	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル (SGD)	1.3312 ~ 1.3751	1.3334	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	32.602 ~ 33.227	32.868	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	33.37 ~ 34.84	33.73	34.8	35.2	34.3	33.6	33.3
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 25594	25493	25550	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	85.2034 ~ 114.7788	89.0000	85.0	80.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	18.2981 ~ 19.2296	18.1460	18.4	18.2	18.0	17.8	17.6
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 36.7157	36.4875	37.0	38.0	39.0	40.0	41.0
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	5.6757 ~ 6.2270	5.7631	5.95	5.90	5.90	5.95	6.05
メキシコペソ (MXN)	20.1343 ~ 21.2932	20.2925	20.7	21.0	20.6	20.4	20.2
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	20.457 ~ 21.666	20.406	20.77	20.19	20.89	21.63	21.91
香港ドル (HKD)	19.112 ~ 20.403	19.047	19.59	19.20	19.48	19.85	20.08
インドルピー (INR)	1.706 ~ 1.848	1.699	1.75	1.70	1.75	1.79	1.81
インドネシアルピア (100IDR)	0.900 ~ 0.981	0.906	0.927	0.906	0.956	1.000	1.024
韓国ウォン (100KRW)	10.214 ~ 10.916	10.226	10.34	10.21	10.41	10.85	11.14
マレーシアリング (MYR)	33.368 ~ 35.699	33.415	34.00	32.89	35.12	37.38	37.68
フィリピンペソ (PHP)	2.570 ~ 2.726	2.590	2.59	2.50	2.64	2.73	2.77
シンガポールドル (SGD)	110.57 ~ 116.09	111.01	111.52	108.68	113.11	116.84	118.09
台湾ドル (TWD)	4.531 ~ 4.843	4.497	4.61	4.54	4.65	4.77	4.83
タイバーツ (THB)	4.380 ~ 4.653	4.388	4.37	4.23	4.40	4.58	4.68
ベトナムドン (100VND)	0.5824 ~ 0.6253	0.5806	0.59	0.58	0.60	0.62	0.63
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.370 ~ 1.754	1.664	1.79	1.86	1.80	1.75	1.70
南アフリカランド (ZAR)	8.034 ~ 8.525	8.157	8.26	8.19	8.39	8.65	8.86
トルコリラ (TRY)	4.069 ~ 4.481	4.047	4.11	3.92	3.87	3.85	3.80
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	25.209 ~ 26.888	25.685	25.55	25.25	25.59	25.88	25.79
メキシコペソ (MXN)	7.253 ~ 7.790	7.302	7.34	7.10	7.33	7.55	7.72

注: 1. 実績の欄は2025年2月28日まで。SPOTは3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。