

2025年3月14日

The Emerging Markets Weekly

リスクオフムードの拡がりが重しとなり軟調

新興国市場:先週末 7 日のアジア時間の新興国通貨はトランプ米大統領の関税を巡る方針が不透明なことが重しとなり大半が小幅な値動き。MYRとTHBが小幅上昇。欧米時間、米 2 月雇用統計が市場予想を下振れドルが低下するも、パウエル FRB 議長の発言を受けて反発した。新興国通貨はまちまちな動き。RUB は前日比▲1.1%、ZAR も値を下げた。週初 10 日、前日のトランプ大統領の発言を背景に米景気減速への懸念が高まりリスクオフで総じて下落。INR が値を下げた。欧米時間もリスク回避が継続し、BRL が前日比▲1.1%下落。MXN や ZAR も売られた。11 日アジア時間は目新しい材料はなく概ね小幅な値動きにとどまった。欧米時間、独財政拡大への期待回復や、ウクライナ停戦期待の高まりが支援材料となった。RUB が前日比+2.5%、BRL や ZAR も上昇した。12 日のアジア時間は米 2 月消費者物価指数 (CPI) の発表を控えていること、米国の関税を巡る懸念も重しとなり軟調。MYR が下落した。欧米時間、米 2 月 CPI は市場予想を下振れ、EU とカナダが対米報復関税を発表しリスクオフムードが高まった。RUB は前日比▲1.9%、ZAR も値を下げた。一方、MXN は上昇した。13 日のアジア時間、新規材料に欠くなか、方向感なく推移した。大半が小幅な値動き。欧米時間、米国の関税やウクライナ停戦を巡る不透明感が嫌気されリスクオフムードとなった。新興国通貨は大半が売られるも、RUB は前日比+1.0%、MXN も上昇した。

アジア:7 日公表の中国 1-2 月貿易統計では輸出は前年比+2.3%、輸入は同▲8.4%とそれぞれ市場予想を大幅に下振れた。中国政府は 8 日、カナダ産の菜種油やエンドウ豆などの農水産物に最大 100%の追加関税を課すと発表した。20 日から実施予定となっている。9 日に発表の中国 2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比▲0.7%と 1 月からマイナスに転じ、市場予想よりもマイナス幅を拡大した。中国政府は 10 日に米国から輸入する大豆やトウモロコシなどに最大 15%の追加関税を発動した。国際刑事裁判所 (ICC) は 11 日、フィリピンのドゥテルテ前大統領に対して逮捕状を発行した。大統領在任中に進めた違法薬物対策を巡り、ICC が人道に対する罪の疑いで捜査をしていた。ドゥテルテ氏は 9 日に ICC から逮捕状が出された場合は逮捕に応じる用意があると述べていた。12 日発表のインド 2 月 CPI は前年比+3.6%と市場予想を下回った。

中東欧・アフリカ:13 日発表のロシア 2 月 CPI は前年比+10.06%と前月から加速し、市場予想を僅かに上回った。ロシアのプーチン大統領は 13 日、米国が提案したウクライナでの停戦案について「紛争の根本的な原因を取り除くものでなければならない」などと述べ、一時停戦案の受け入れに条件を付けた。

ラテンアメリカ:7 日発表のメキシコ 2 月 CPI は前年比+3.77%と前月から加速し市場予想を上振れた。12 日公表のブラジル 2 月消費者物価指数 (IPCA) は前年比+5.06%と市場予想通りとなった。

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(中国)

全人代を終えて～国内景気回復のための課題は？

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

経済成長目標は 24 年と同様、「前年比+5.0%程度」を維持

11 日、中国の最重要政治会議である全国人民代表大会(全人代)が閉会した。本欄ではその概要につき振り返ることとした。

まず、経済成長目標について、政府は実質 GDP 成長率目標を 23、24 年と同様、前年比+5.0%前後に据え置いた(図表 1)。24 年は同+5.0%での着地となり、数字上では目標を達成したかたちとなった。目標達成に至った要因としては、年央以降の輸出部門の加速、財政出動を通じた耐久消費財の買い替え促進政策が GDP を押し上げたと推測されるが、共に一過性要因である可能性が高い。特に前者については、本欄でも過去に指摘してきた通り、米大統領選挙でのトランプ氏勝利を見込む動きから米国向け輸出を大きく伸ばしており、24 年下半年は前年同期比で+7.7%増加した。上半期が同▲0.8%であったことを踏まえればその差は歴然だ。既報の通り、米中間での貿易摩擦は 25 年に入り深刻化し、世界の貿易取引も縮小することが大方の予想であるため、昨年のような外需頼みの状況に陥れば目標達成の難易度は必然的に上がるだろう。

かかる中、図表 1 に示される通り、中国政府は 25 年の重点項目の筆頭に消費の押し上げと投資効果の向上に注力し、内需を全面的に拡大することを挙げている。これは足許の景気動向について政府が内需の弱さを自認していることの現れであると思われる。今次公表された超長期国債発行をはじめとする景気支援は、24 年との比較では拡張方向にあるものの、引き続き補助金政策を通じた耐久消費財の買い替え支援などが中心となりそうで、潜在的な消費を前倒しするような結果に終わる可能性も懸念される。懸案の不動産部門に関しても、同様の印象である。低所得層向けの資金繰り支援、銀行部門の資本強化や在庫不動産の買い取りなどを掲げるものの、ここまでの住宅市況の需給ギャップを解消するにはインパクトに欠ける内容であったとの見方が強い。

若年層の雇用悪化は多方面に影響が波及？

一方、物価目標については、前年比+2.0%前後に設定された。これについては、24 年の同+3.0%前後から▲1.0%ポイント下方修正された格好であるが、24 年の消費者物価指数(CPI)は前年比+0.2%に留まっていたことを踏まえれば、決して目標達成の確度が高いとは言えない(図表 2)。やはり消費者心理の悪化に伴う内需の停滞が物価の低迷を招く状況から 1 年経っても脱却できていないようだ。特に、近年社会問題化しつつある若年層の雇用動向も景気・物価両面に負の影響を与えているようだ。図表 3 の通り、都市部労働者失業率は政府目標の 5%近辺で推移しているが、若年層について言えばその 3 倍程度の数字となっている。23 年後半以降、学生を除く値に変更されたことを勘案すれば、実態は更に悪いことが推測される。主な要因として、国内社会情勢の変化に伴って大卒生の数が増えているものの、大卒生を中心に雇用のミスマッチが発生していることが指摘されている。雇用の不安定化は短期的な若年層の購買意欲を減退させるほか、中長期的には結婚や出産に対してのリスク意識を高めることにも繋がりがかねない。現に中国は 22 年以降、人口減少社会に突

入しており、全般的な外れな指摘ではないように思える。かかる状況下、社会保障制度の見直しの必要性も強まっているが、目先の景気停滞懸念が払拭出来ない以上、こうした課題への対応は後手を踏んでしまっている印象だ。

地政学リスクの高まりに伴い、求められる先進産業の自給化

外交政策については、概ね昨年の方針を踏襲した。しかしながら、政府活動報告では、覇権主義や強権政治に対抗し、あらゆる形の一国主義、保護主義にも反対するといった内容もあり、これは明確にトランプ米政権の動きを意識したものであろう。また、中国の国防費は前年比で+7.2%増加する見込みで、東・南シナ海をはじめとした海域や大陸部の国境付近における権益を主張する動きは今後も継続しそうだ。先述の通り、米国をはじめ各国の対中政策は厳格化することが濃厚であるが、図表 4、5 に示される通り、貿易のみならず投資の面でもその傾向は強まっている。これに対し、政府活動報告ではサービス業やインターネット、文化面で秩序ある開放を推し進める方針を示したほか、AI 関連の新興産業をはじめとした科学技術と産業のイノベーションを融合させることに一層注力していくことも強調した。特に後者に関しては若年層の雇用改善にも直結しえる政策指針であるが、過去を振り返ると大手 IT 企業が政府の規制強化によって経営環境の悪化を余儀なくされた事例もあり過信はしにくい。海外マネーの中国離れが懸念される状況下、先進分野における民間企業の台頭は中国経済の起爆剤にもなり得るが、政府がどの程度彼らの権利や利益を保護していくかも、今後の成長を占う材料となっていくものと考えられる。

図表 1: 全人代・活動報告書における 25 年の政策骨子

経済目標・政策	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経済成長目標は前年比+5.0%前後、「消費の押し上げと投資効果向上を通じ内需を拡大する」 ・ 現代的産業体系整備と科学教育興国戦略を通じ、新たな質の生産力創出と質の高い発展を実現 ・ 消費者物価指数目標は前年比+2.0%前後（前年比▲1.0%ポイント目標引き下げ） ・ 不動産部門については下落を食い止め、安定を取り戻す ・ 都市部失業率は5.5%へ縮小、新規雇用は1200万人の純増を目指す（前年並み）
予算・財政政策	<ul style="list-style-type: none"> ・ 財政赤字は対GDP比で▲4%（24年は同▲3%、特別国債の増発へ） ・ 1兆3000億元規模の超長期特別国債の発行を検討（前年比+3000億元の増発） ・ インフラ整備向けの地方政府専項債の新規発行額は4.4兆元に設定（前年比+5000億元の増発） ・ 国防費は前年比+7.2%、軍事強化の方針を維持（前年並み）
外交政策	<ul style="list-style-type: none"> ・ 独立自主の平和外交政策を堅持し、互恵的な開放戦略を断固として実行する ・ 覇権主義や強権政治に対抗し、あらゆる形の一国主義、保護主義にも反対する ・ 台湾や香港に対する姿勢は、従前のものを踏襲

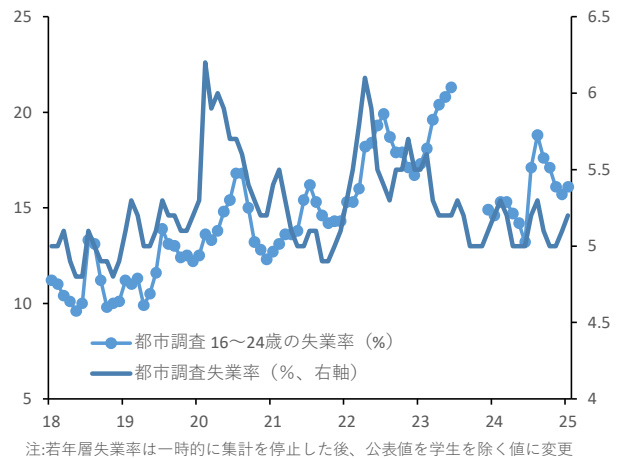
出所: 各種報道よりみずほ銀行

図表 2: 消費者物価指数(CPI)の動向



出所: Macrobond、みずほ銀行

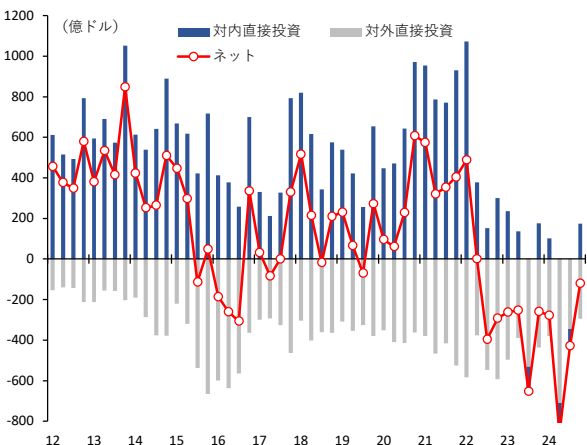
図表 3: 都市調査失業率の推移



注:若年層失業率は一時的に集計を停止した後、公表値を学生を除く値に変更

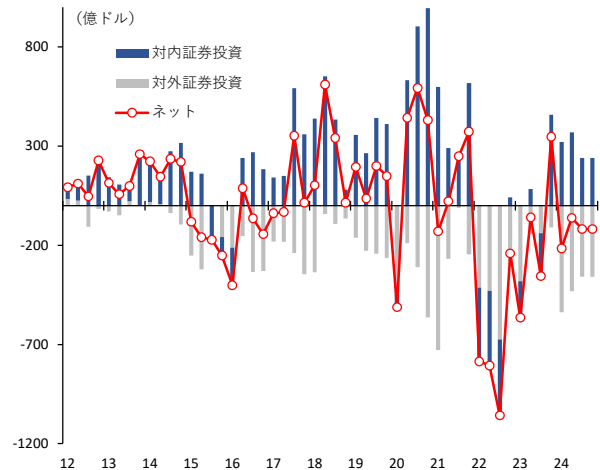
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 対外・対内直接投資の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

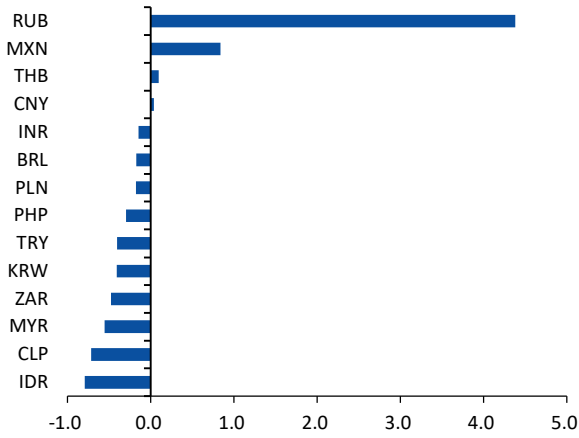
図表 5: 対外・対内証券投資の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

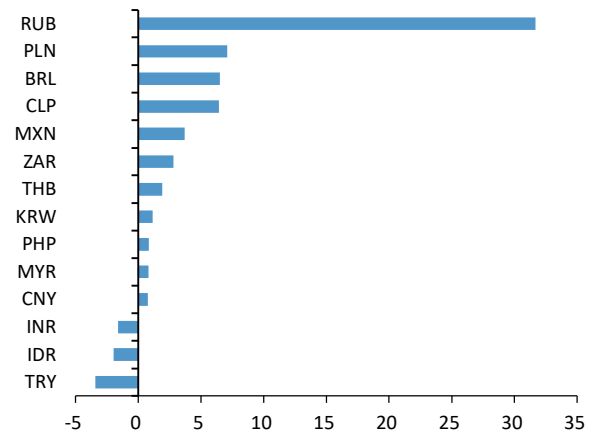
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



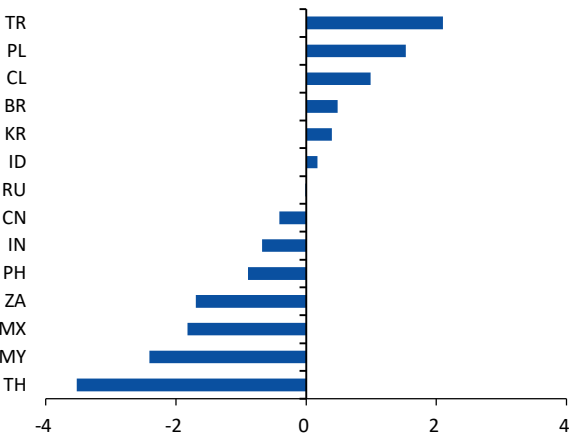
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



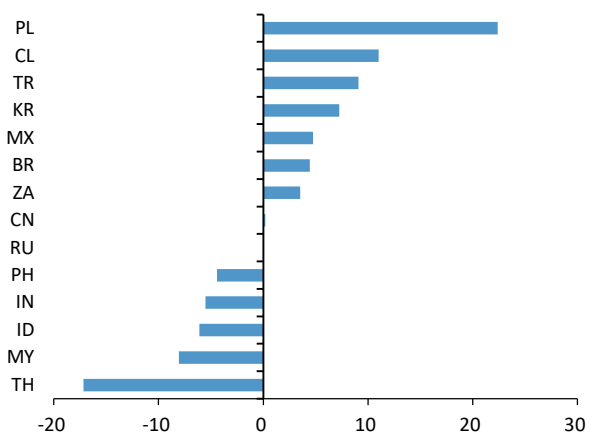
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



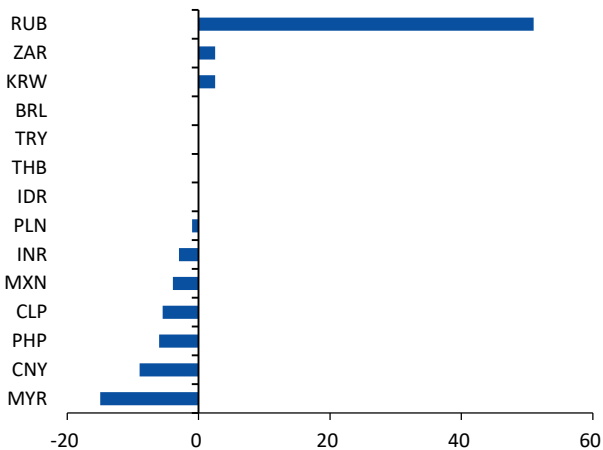
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

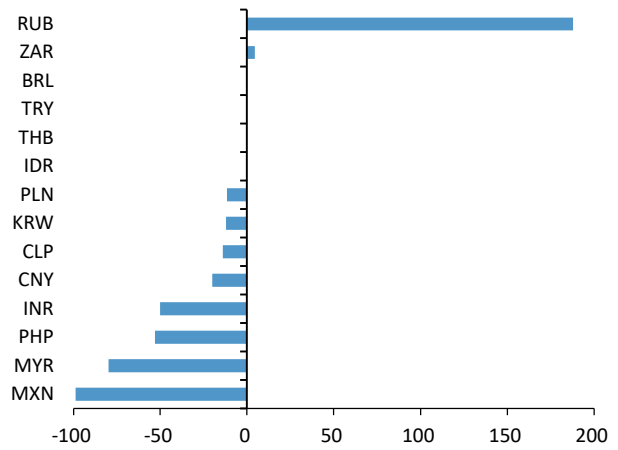
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

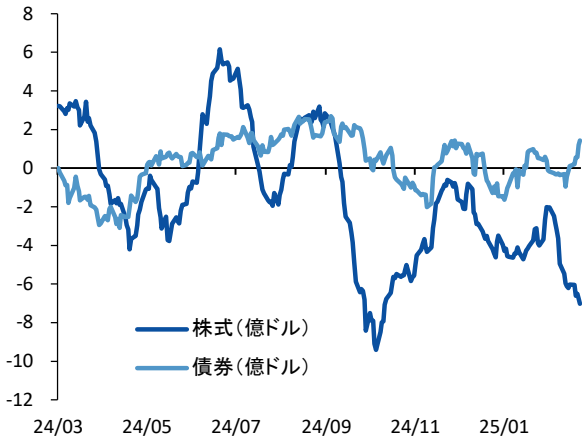


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

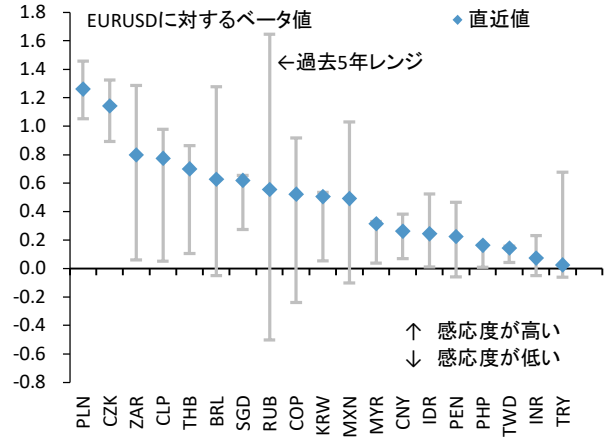
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



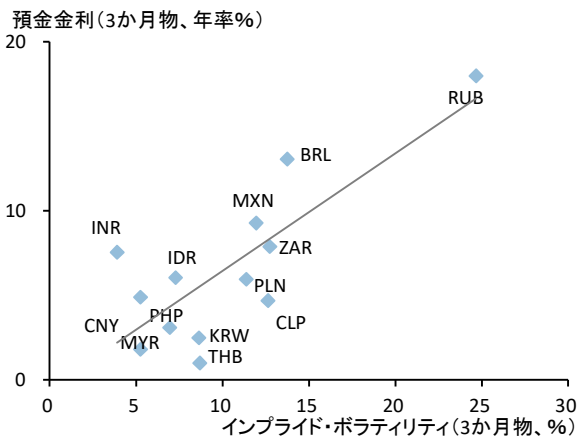
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



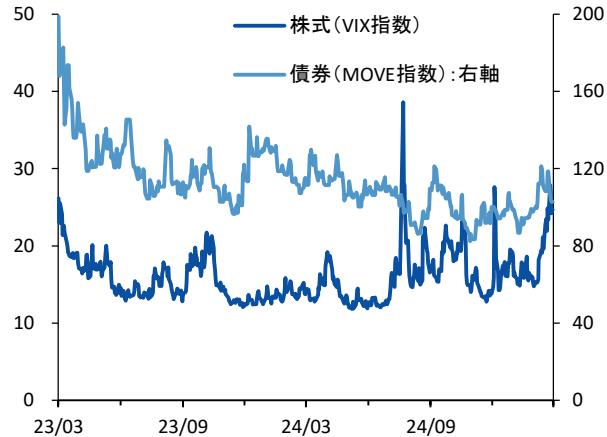
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



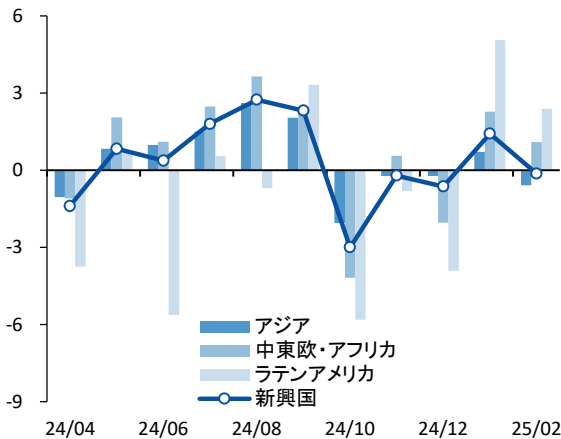
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



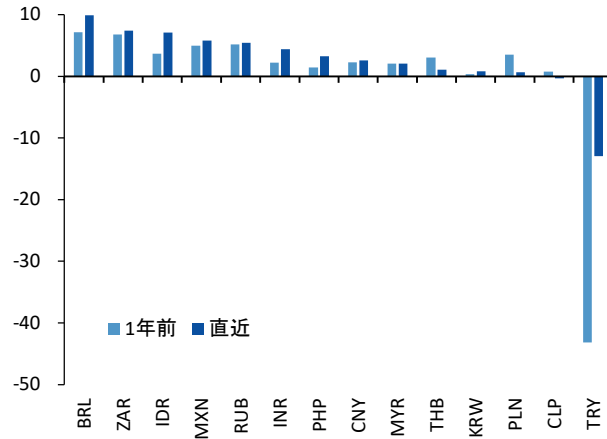
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
3月12日 (水)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.3%	2.1%	4.6%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	3.5%	5.0%	3.2%	3.50%
13-17日 (水)	インド	CPI(前年比)	3.9%	3.6%	4.3%	--
13-17日	インド	輸入(前年比)	--	--	10.3%	--
13-17日	インド	輸出(前年比)	--	--	-2.4%	--
14日 (金)	韓国	輸出物価指数(前年比)	--	--	8.5%	--
17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-2.1%	--
17日 (月)	中国	鉱工業生産(年初来/前年比)	5.3%	--	--	--
17日 (月)	中国	小売売上高(年初来/前年比)	3.8%	--	--	--
17日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.2%	--	--	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$3450m	--
17日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	2.3%	--	2.3%	--
17日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	3.0%	--
18日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-329.5b	--
19日 (水)	インドネシア	BI-Rate	--	--	5.8%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$4078m	--
20日 (木)	中国	1年貸出プライムレート	3.10%	--	3.10%	--
20日 (木)	中国	5年貸出プライムレート	3.60%	--	3.60%	--
20日 (木)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	0.3%	--
20日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	-3.0%	--
20日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	2.0%	--
21日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.7%	--
21日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.7%	--
21-26日	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$1880m	--
中東欧・アフリカ						
3月10日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	-2.3%	7.0%	--
12日 (水)	トルコ	経常収支	-3.20b	3.80b	-4.65b	--
13日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	10.0%	10.1%	9.9%	--
13日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-1.9%	-3.3%	-1.2%	--
19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	3.2%	--
19日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.1%	--
20日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	--	9.7%	--
20日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	7.50%	--
21日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	6.1%	--
21日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	21.00%	--
ラテンアメリカ						
11日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	2.1%	1.4%	1.6%	1.40%
12日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	5.1%	5.1%	4.6%	--
13日 (木)	ブラジル	融資残高	--	6462b	6427b	--
13日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-1.7%	-2.9%	-2.7%	--
14日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.2%	--	2.0%	--
17日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	2.4%	--
20日 (木)	ブラジル	SELICレート	14.25%	--	13.25%	--

注: 2025年3月14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							
中国人民幣 (CNY)	7.2288 ~ 7.3328	7.2432	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル (HKD)	7.7682 ~ 7.7955	7.7721	7.76	7.76	7.75	7.76	7.77
インドルピー (INR)	85.653 ~ 87.950	87.008	87.1	87.8	86.5	86.0	86.0
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 16598	16428	16400	16450	15800	15400	15230
韓国ウォン (KRW)	1424.05 ~ 1477.46	1454.01	1470	1460	1450	1420	1400
マレーシアリング (MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4342	4.47	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ (PHP)	57.783 ~ 58.715	57.362	58.8	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル (SGD)	1.3312 ~ 1.3751	1.3359	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	32.602 ~ 33.227	32.973	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	33.37 ~ 34.84	33.71	34.8	35.2	34.3	33.6	33.3
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 25594	25498	25550	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	85.2034 ~ 114.7788	86.2141	85.0	80.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	18.2981 ~ 19.2296	18.3159	18.4	18.2	18.0	17.8	17.6
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 36.7157	36.6921	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)	5.6757 ~ 6.2270	5.7997	5.95	5.90	5.90	5.95	6.05
メキシコペソ (MXN)	20.1343 ~ 21.2932	20.0882	20.7	21.0	20.6	20.4	20.2
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	20.457 ~ 21.666	20.400	20.77	20.19	20.89	21.63	21.91
香港ドル (HKD)	19.112 ~ 20.403	19.018	19.59	19.20	19.48	19.85	20.08
インドルピー (INR)	1.706 ~ 1.848	1.696	1.75	1.70	1.75	1.79	1.81
インドネシアルピア (100IDR)	0.900 ~ 0.981	0.900	0.927	0.906	0.956	1.000	1.024
韓国ウォン (100KRW)	10.214 ~ 10.916	10.167	10.34	10.21	10.41	10.85	11.14
マレーシアリング (MYR)	33.368 ~ 35.699	33.395	34.00	32.89	35.12	37.38	37.68
フィリピンペソ (PHP)	2.570 ~ 2.726	2.576	2.59	2.50	2.64	2.73	2.77
シンガポールドル (SGD)	110.57 ~ 116.09	110.65	111.52	108.68	113.11	116.84	118.09
台湾ドル (TWD)	4.531 ~ 4.843	4.479	4.61	4.54	4.65	4.77	4.83
タイバーツ (THB)	4.380 ~ 4.653	4.384	4.37	4.23	4.40	4.58	4.68
ベトナムドン (100VND)	0.5824 ~ 0.6253	0.5798	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	1.715	1.79	1.86	1.80	1.75	1.70
南アフリカランド (ZAR)	8.034 ~ 8.525	8.068	8.26	8.19	8.39	8.65	8.86
トルコリラ (TRY)	4.069 ~ 4.481	4.025	4.11	3.92	3.87	3.85	3.80
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	25.209 ~ 26.888	25.491	25.55	25.25	25.59	25.88	25.79
メキシコペソ (MXN)	7.253 ~ 7.790	7.358	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14日の7時5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。