

2025年3月28日

The Emerging Markets Weekly

IDR が財政悪化懸念を背景にアジア通貨危機以来となる最安値を更新

新興国市場:先週末 21 日のアジア時間は米金利の上昇が重しとなり大半が軟調となった。THB や PHP が下落する一方、INR は値を伸ばした。欧米時間、トランプ米大統領が 4 月 2 日発動予定の相互関税について「柔軟性がある」と述べ、リスクオフが後退するも大半は下げ幅を取り戻すことはできなかった。BRL や MXN が売られた。週初 24 日、アジア時間はリスク志向が抑制されるなか、概ね小幅下落。インドネシアの財政健全性を巡る懸念を受けて IDR が値を下げた。欧米時間、米 3 月 PMI が市場予想より改善したことでドルが上昇、新興国通貨は大半が下押しされた。TRY や BRL が軟調。他方、MXN は前日比 ▲1.0% 値を下げた。25 日アジア時間、米国の関税を巡る懸念を背景に軟調な動き。PHP や IDR が下落。IDR は財政への不安が重しとなりアジア通貨危機以来となる安値を更新した。欧米時間、米経済指標の冴えない結果が支援材料となり反発。BRL は前日比+1.1% 上昇した。26 日はアジア時間から欧米時間にかけて概ね下落。トランプ大統領の自動車関税を発表すると発言が嫌気され東欧通貨や資源国通貨が売られた。BRL の下落が目立つ一方、RUB は上昇した。27 日のアジア時間、米国の自動車関税発表を受けてリスク心理は悪化し、まちまちな動きとなった。PHP と KRW は堅調。欧米時間、東欧通貨は概ね底堅い推移となるも、米国自動車関税の発動は中南米通貨の重しに。MXN は前日比 ▲1.0%、RUB も下落した。

アジア:21 日公表のマレーシア 2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+1.5%と前月から鈍化し、市場予想通りとなった。24 日発表のシンガポール 2 月 CPI は前年比+0.9%と前月から鈍化し、市場予想も下振れた。IDR は 25 日、1998 年のアジア通貨危機以来となる安値 (16653) をつけた。インドネシア株式市場の軟調や、財政の悪化を巡る懸念が IDR を下押しした。インドネシア中央銀行 (BI) は同日、IDR 安定化のため市場に介入していると述べた。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行 (CBR) は 21 日、政策金利を 21.00% に据え置くことを決定。据え置きは 3 会合連続。CBR は、インフレ圧力は弱まっているが、基調的な部分では依然として強く、更なる利上げの可能性もあるとの見方を示した。米政府は 25 日、ロシアとウクライナが黒海での船舶の安全航行の確保や武力行使の排除、エネルギーインフラへの攻撃禁止 (3 月 18 日から 30 日間有効) に合意したと発表した。ロシアは米国に対して肥料と穀物の輸出に関する制裁解除、ロシア農業銀行の国際的な資金決済網である国際銀行間通信協会 (SWIFT) へのアクセス回復などを求めた。

ラテンアメリカ:メキシコ中央銀行 (Banxico) は 27 日政策金利を全会一致で ▲50bp 引き下げ、9.00% にすることを決定した。▲50bp の引き下げは 2 会合連続。Banxico は先行きに関しては金融政策の調整を継続し、同様の規模での調整を検討する可能性があることを示唆した。

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(インドネシア)

今世紀最安値を更新した IDR～BI の利下げ再開は遠のく～

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

IDR は 3 月 25 日も売られて取引をスタートし、1998 年 6 月以来の安値水準を更新した(図表 1)。すなわち、アジア通貨危機以来の安値を更新したことになる。本欄はその背景について説明していく。まず、IDR は基本的に米金利との相関が強いのだが、2025 年に入って以降はその相関が完全に崩れている。よって、足許の IDR 安はドル要因ではなく、IDR 固有の要因と解釈するのが妥当である。

そのような背景を踏まえ要因を探ると、①株安との連動、②域内財政の悪化懸念、の 2 点が大きいと考えられる。まず、インドネシア金融市場においては、IDR 安以上に最近株安が目立っている。最近でも、サーキットブレーカーが発動する場面も見られた。かかる中で海外投資家もインドネシア株式市場から資金を引き揚げる傾向が強まっており、こうした動きが IDR 安に寄与していることは間違いなさそうだ(図表 2)。

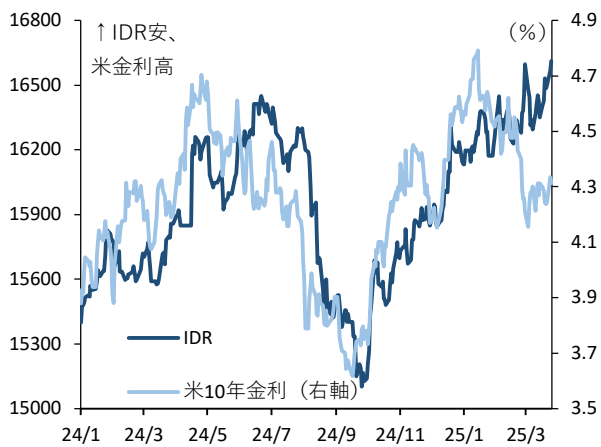
次に、より大きな要因としては、②域内財政の悪化懸念が挙げられる。そもそも、月次の財政データの公表が遅れるなどして、3 月に入って以降のインドネシア金融市場では財政をめぐる不透明感が台頭していた。3 月 13 日には 2 月末時点の財政データが遅れて公表されたのだが、結果財政収支は▲0.13% (GDP 対比)と 2024 年 2 月時点の+0.1%から顕著な悪化を見せた(図表 3)。特に税収の減少が凄まじい(図表 4)。資源価格の軟調推移、2024 年末に突如公表された付加価値税引き上げの緩和(*)などを受けた動きと考えられる。そのほか政治周辺では、20 日に軍部の権限を強化する改正国軍法が国会で制定されており、現政権の強権的な姿勢に市場が嫌気している側面もある。

以上のような要因で売りに晒されている IDR だが、そのほかの要因としては、休場を前にした流動性の薄さも指摘できる。インドネシア金融市場は、3 月 28 日から 4 月 7 日まで休場の予定だ。

いずれにしても、IDR 安が加速している以上、インドネシア銀行(中央銀行、BI)も厳しい金融・通貨政策を迫られよう。25 日には、BI は「IDR 安定化のため市場に介入している」とコメントを残している。金融政策に目を移しても、最新の 3 月金融政策会合でも政策金利を据え置いたが、短期的な焦点が IDR の安定であることが強調されていた。よって、足許の IDR 売りが一服しない限りにおいては、BI は利下げ再開を検討すらできない、と解釈するのが妥当ではないか。

(*)詳細は、2025 年 1 月 16 日発行の通貨ニュース、『インドネシア:1 月金融政策会合～経済成長支援のためサプライズ利下げ～』をご覧ください。

図表 1: IDR 相場と米金利の動向



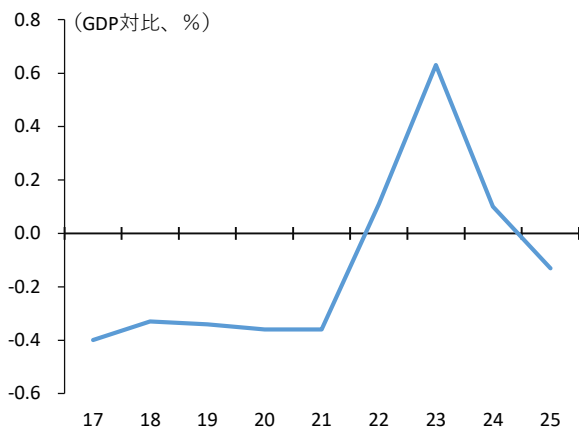
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 海外投資家によるインドネシア株式投資動向



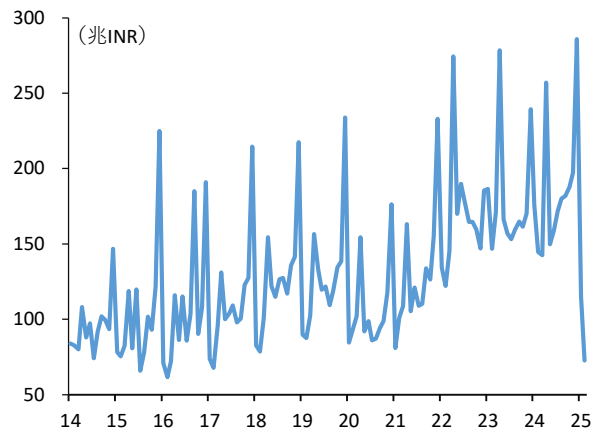
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 ※5 営業日移動平均

図表 3: 各年における2月時点の財政収支推移(年初来累計)



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 月次の税收推移



出所: Macrobond、みずほ銀行

市場概観(メキシコ)

倍速利下げを継続した 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3月27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、9.00%にすることを決定した(図表1)。市場予想通りであり、決定は全会一致。利下げは6会合連続で、▲50bp利下げは前回2月会合に続き2会合連続だ。前回会合声明文で▲50bp利下げの継続が示唆されていたことから、想定通りの決定である。

懸案のインフレ動向について Banxico は、足許までのデイスインフレの順調さを強調した。物価動向に関し、3月24日に公表された3月前半の消費者物価指数(CPI)は、+3.67%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.70%および前回の+3.81%を下回った(図表2)。12月後半以降は、Banxicoの目標レンジ(前年比+3%±1%)に収まって推移している。また、コアベース(+3.66%→+3.56%)も確りと鈍化を見せている。懸案のコアサービス価格も、+4.25%と実に3年以上ぶりの低い伸び率を記録している。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2月時点のものを据え置いた(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ものの、「改善している」と前向きな表現が今回は見られている。アップサイドリスクとして、通貨安、紛争や貿易に伴う混乱、コアインフレ上昇の持続などを提示した。

かかる中 Banxico は、「より低い政策金利は、世界的な貿易政策の変更による影響の可能性を含め、現在の段階がもたらす課題と整合的である」と述べ、倍速利下げ継続の理由を説明した。細かい点だが、「現在の段階がもたらす課題」は2月会合でも見られたワードであったが、具体的な要素の提示はなかった。今回会合では、それが「世界的な貿易政策の変更による影響の可能性」を指すことが示された。もちろん、声明文で「メキシコ経済は、1~3月期に再び弱体化する」と述べられている通り、「現在の段階がもたらす課題」には域内経済の弱まりも含まれている可能性が非常に高い。実際、経済活動指数やGDPのナウキャストを確認する限り、1~3月期のGDPも弱めの結果になる可能性が非常に高い(図表4)。

以上、Banxicoは倍速利下げの継続を決定した。先々の決定に関し声明文では、「同程度の調整」を検討する可能性がある」「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」とし、▲50bp利下げの継続を示唆した。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。

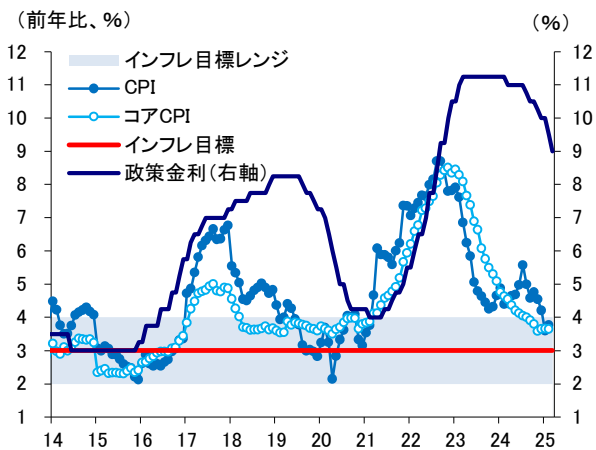
しかしながら、次回5月会合でも▲50bp利下げが続いたとしても、果たしてその後も同様のペースで利下げできるのだろうか。Banxicoの見通しでは、年内いっぱいCPIは+3.0%台半ばで推移する見込みだ。インフレ目標内ではあるが、その中心(+3.0%)には届かない。そのような環境下、引き締めのと言えない政策金利水準は支持されるのだろうか。例えば、1年先期待インフレ率が+3.50%程度に落ち着くと仮定し、それに中立実質政策金利上限である+3.60%を足すと、7.00%程度になる。年内にこの水準まで利下げが行われるとは現状考えにくく、同水準に政策金利が達するのはインフレ目標達成がほぼ見えていることが期待される2026年半ばではない

か。以上の要素に鑑み、政策金利は2025年末で7.50%、2026年6月末時点で7.00%と想定したい。

3月に入って以降のMXN相場は、対ドルで一時20.0を割り込んで推移するなど堅調だ(図表6)。全般的なドル安に加え、メキシコが米国の関税賦課に対し強硬姿勢を取らなかったことがMXNの支えになった模様だ。年央に向けてのMXNは、上値の重い推移を想定する。目先、米国の相互関税方針が4月2日に示される予定であり、残念ながらそれを見ないことにはMXNの水準感は予想できない。

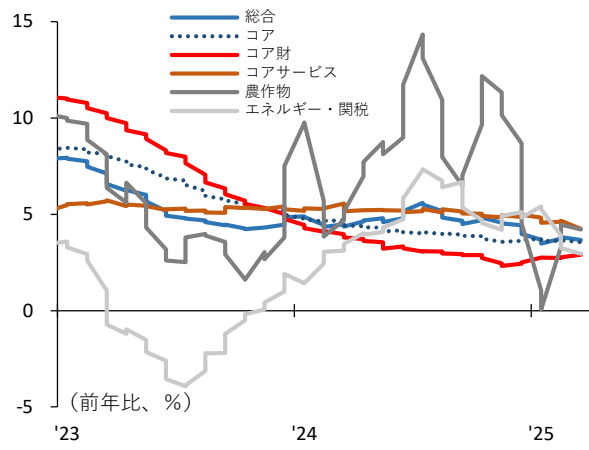
ただし、目先の関税賦課がどうなるにせよ、①少なくとも年央にかけては米墨金融政策格差がさらに広がる見込みであること、②IMM通貨取引を見る限り「投機のMXN買い」が相応に積み上がっていること、③米国メキシコカナダ協定(USMCA)見直しを控える中で米国との通商関係が早期に完全に回復される可能性が低いこと、などを総合的に評価すれば、目先は積極的にMXNを買い進める流れは続かない公算が大きい。米景気の旧失速、米政権による関税賦課方針の完全な撤回などがない限りにおいては、例えば19.0を割り込む水準のMXN高は今後1年程度のスパンで見ても難しいというのが筆者の基本認識である。

図表1: 政策金利とインフレ率



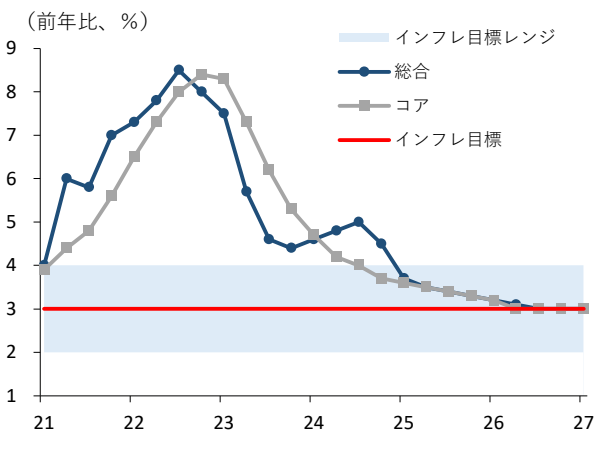
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表2: 消費者物価指数(隔週)の推移



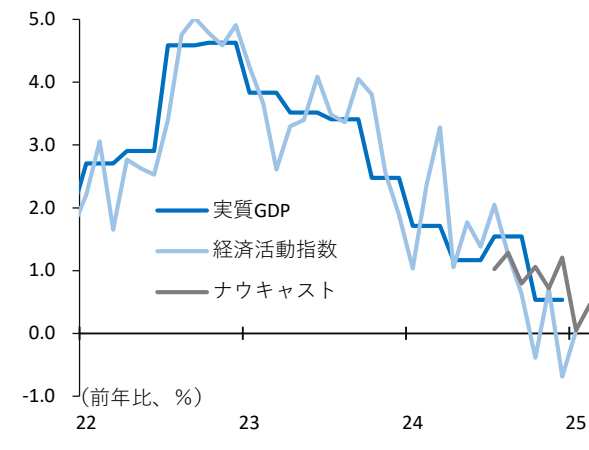
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表3: BanxicoのCPI見通し(3月会合時点)



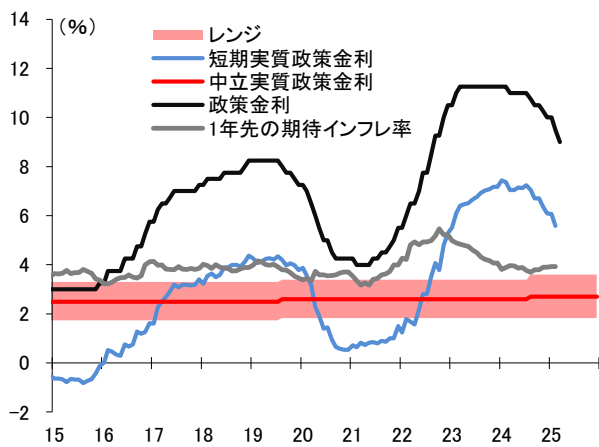
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表4: 実質GDP、経済活動指数、ナウキャスト(GDP)



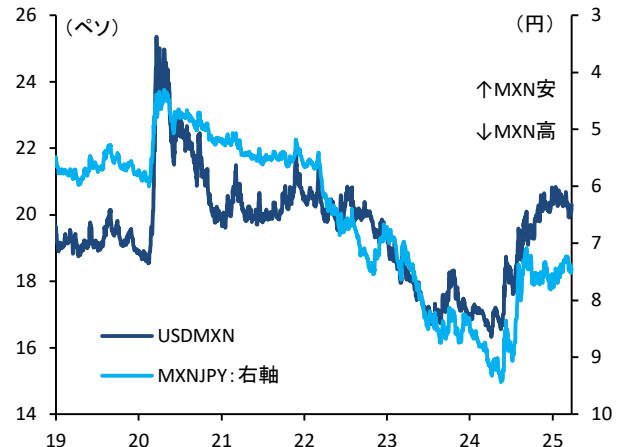
出所: Macrobond、みずほ銀行 ※いずれも季節調整済み

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

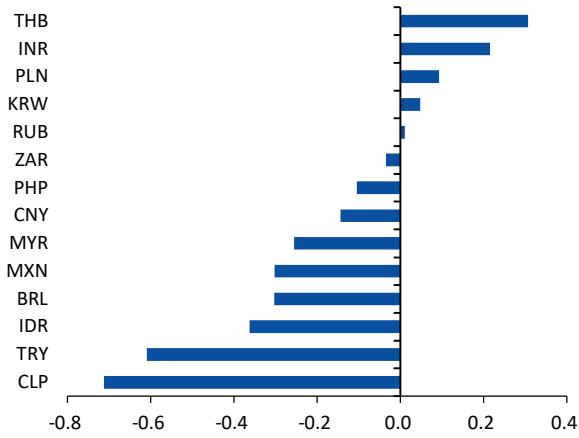
図表 6: MXN 相場



出所: Bloomberg、みずほ銀行

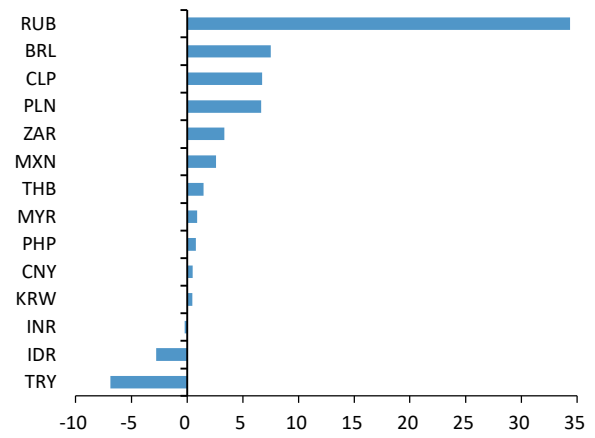
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



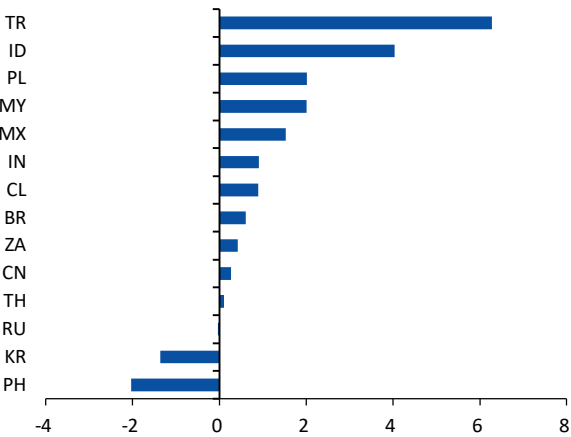
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



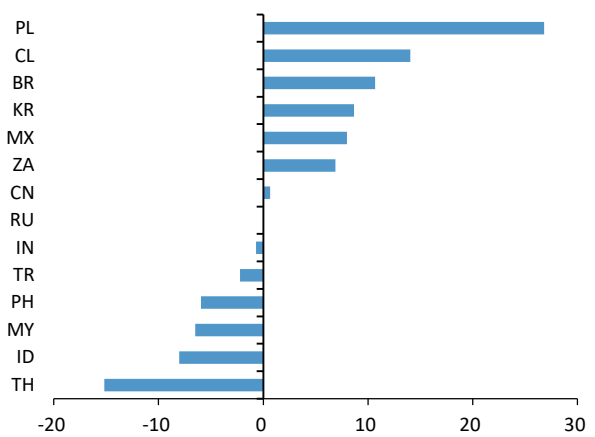
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



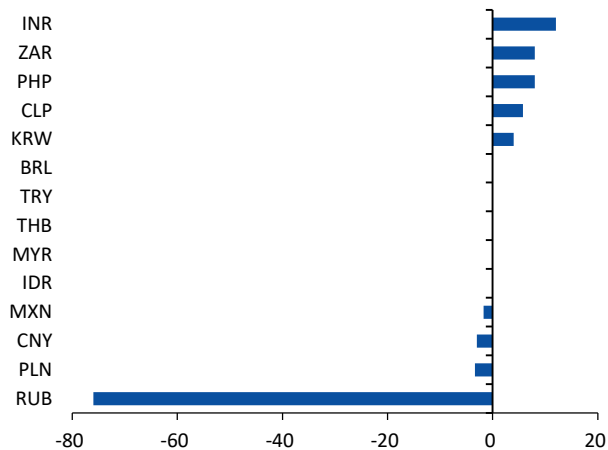
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

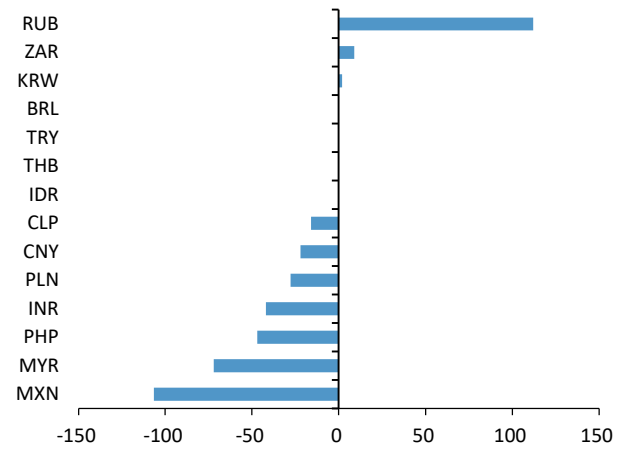
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

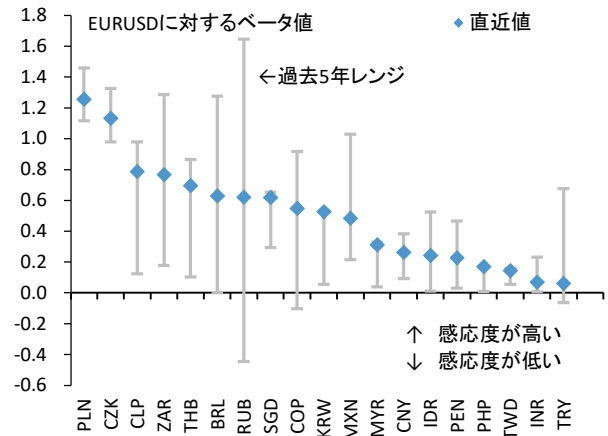
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



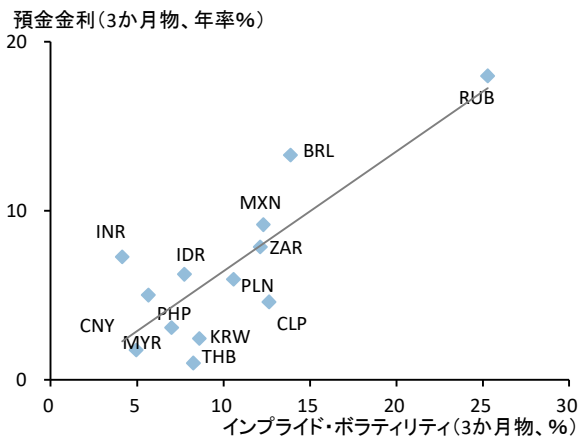
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



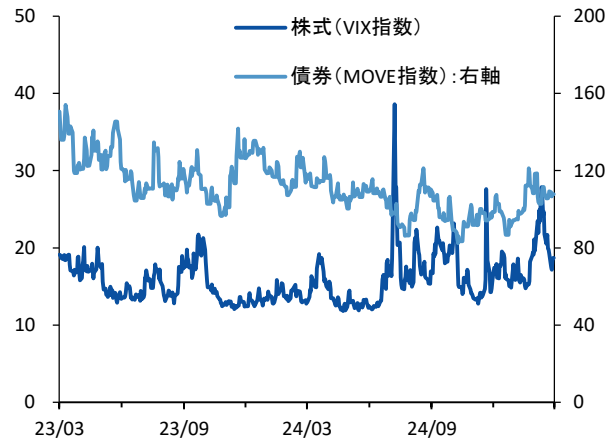
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



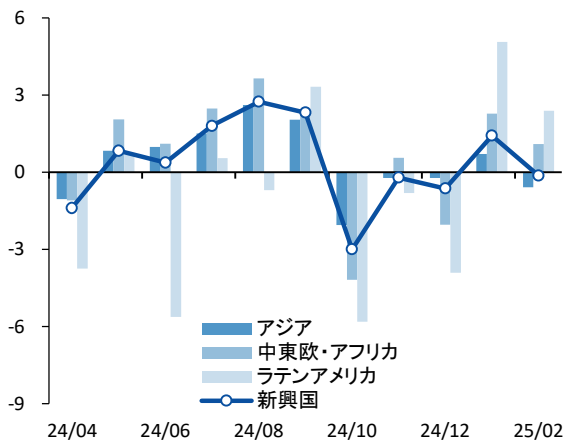
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



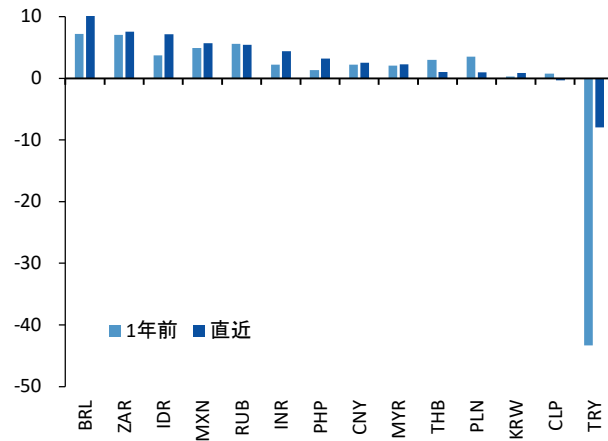
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
3月24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	1.0%	0.9%	1.2%	--
25日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	93.4	95.2	--
25日 (火)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-3.6%	10.3%	--
25日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	15.9%	17.9%	5.1%	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	7.9%	-1.3%	9.1%	--
28日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$4369m	--	-\$5089m	--
31日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.1%	--
31日 (月)	中国	製造業PMI	--	--	50.2	--
31日 (月)	中国	非製造業PMI	--	--	50.4	--
31日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$2700m	--
4月1日 (火)	韓国	貿易収支	--	--	\$4300m	\$4152m
1日 (火)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	50.8	--
2日 (水)	韓国	CPI(前年比)	--	--	2.0%	--
2日 (水)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.7	--
2日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	68.4b	--
3日 (木)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	51.4	--
4日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	2.1%	--
4日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	4.5%	--
4日 (金)	タイ	CPI(前年比)	--	--	1.1%	--
中東欧・アフリカ						
3月25日 (火)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	104.1	102.4	--
27日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.0%	0.2%	2.2%	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	1.3%	1.0%	1.1%	--
27日 (木)	トルコ	貿易収支	-8.20b	-7.77b	-7.54b	--
28日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	4800m	14900m
31日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	-16.4b	--
3日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	5.4%	--
3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	39.1%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	--	25.2%	--
ラテンアメリカ						
3月25日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	1.1%	2.7%	-0.2%	--
26日 (水)	ブラジル	経常収支	-\$9000m	--	-\$8655m	--
26-27日	ブラジル	中央政府財政収支	-28.9b	--	84.9b	--
27日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	5.3%	--	5.0%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	-527.5m	2212.4m	-4558.0m	--
27日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	9.00%	9.00%	9.50%	--
28日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	8.8%	--	8.4%	--
31日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	60.8%	--
4月2日 (水)	メキシコ	送金総額	--	--	\$4660.2m	--
2日 (水)	ブラジル	融資残高	--	--	6462b	--
2日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.4%	--
3日 (木)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	--	--	-4.0%	--
4日 (金)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	1.0%	--

注:2025年3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 1～2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	7.2623	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル (HKD)	7.7682 ~ 7.7955	7.7761	7.76	7.76	7.75	7.76	7.77
インドルピー (INR)	85.653 ~ 87.950	85.786	87.1	87.8	86.5	86.0	86.0
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 16598	16562	16400	16450	15800	15400	15230
韓国ウォン (KRW)	1424.05 ~ 1477.46	1464.64	1470	1460	1450	1420	1400
マレーシアリング (MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4320	4.47	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ (PHP)	57.783 ~ 58.715	57.400	58.8	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル (SGD)	1.3312 ~ 1.3751	1.3398	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	32.602 ~ 33.227	33.114	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	33.37 ~ 34.84	33.86	34.8	35.2	34.3	33.6	33.3
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 25594	25582	25550	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	85.2034 ~ 114.7788	84.4307	85.0	80.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	18.2981 ~ 19.2296	18.2342	18.4	18.2	18.0	17.8	17.6
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 36.7157	38.0123	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	5.7453	5.95	5.90	5.90	5.95	6.05
メキシコペソ (MXN)	20.1343 ~ 21.2932	20.3040	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	20.807	20.77	20.19	20.89	21.63	21.91
香港ドル (HKD)	19.112 ~ 20.403	19.424	19.59	19.20	19.48	19.85	20.08
インドルピー (INR)	1.706 ~ 1.848	1.760	1.75	1.70	1.75	1.79	1.81
インドネシアルピア (100IDR)	0.900 ~ 0.981	0.911	0.927	0.906	0.956	1.000	1.024
韓国ウォン (100KRW)	10.214 ~ 10.916	10.313	10.34	10.21	10.41	10.85	11.14
マレーシアリング (MYR)	33.368 ~ 35.699	34.047	34.00	32.89	35.12	37.38	37.68
フィリピンペソ (PHP)	2.570 ~ 2.726	2.622	2.59	2.50	2.64	2.73	2.77
シンガポールドル (SGD)	110.57 ~ 116.09	112.72	111.52	108.68	113.11	116.84	118.09
台湾ドル (TWD)	4.531 ~ 4.843	4.563	4.61	4.54	4.65	4.77	4.83
タイバーツ (THB)	4.380 ~ 4.653	4.460	4.37	4.23	4.40	4.58	4.68
ベトナムドン (100VND)	0.5824 ~ 0.6253	0.5904	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	1.790	1.79	1.86	1.80	1.75	1.70
南アフリカランド (ZAR)	8.034 ~ 8.525	8.283	8.26	8.19	8.39	8.65	8.86
トルコリラ (TRY)	4.069 ~ 4.481	3.963	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	26.304	25.55	25.25	25.59	25.88	25.79
メキシコペソ (MXN)	7.253 ~ 7.790	7.439	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28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。