

2025年4月4日

The Emerging Markets Weekly

米相互関税を背景としたドル全面安を受けて反発

新興国市場:先週末3月28日アジア時間は米国による自動車関税が重しとなりまちまちな動き。KRWやMYRが下落する一方、INRは上昇。欧米時間、発表された米経済指標の結果からスタグフレーションへの懸念が高まりドルが軟調となるも積極的な買いに繋がらず、ZARは前日比▲1.1%下落。週初31日のアジア時間は4月2日の米政権による相互関税の発表を控え、方向感欠く動き。TWDは33.218と2016年以来の安値をつけた。欧米時間、トランプ米大統領の発言を受けて一時米金利が低下するも、その後反発。新興国通貨は引き続きまちまちな動きとなった。MXNが下落も、RUBは前日比+2.2%、BRLは同+1.0%上昇した。4月1日アジア時間は総じて軟調。THBはタイのGDP成長率が地震の影響で+3.0%に達しない可能性があるとの見方が重しとなり下落した。欧米時間、欧州金利の低下を背景に軟調に推移するも、中南米株式の堅調な動きは中南米通貨を支えた。MXNとBRLが買われた。2日のアジア時間はトランプ大統領による相互関税発表を控えまちまち。KRWの上昇が目立った。欧米時間、トランプ大統領が相互関税を発表しリスクオフとなった。ZARは前日比▲2.2%下落。片や、MXNはメキシコとカナダが相互関税の対象外となったことを受けて値を伸ばした。3日アジア時間、米国の相互関税が重しに。VNDは高い関税賦課を嫌気して売られ、過去最安値となる25808をつけた。欧米時間、世界的な株安、主要国の金利低下となりドルの全面安。新興国通貨は反発。前日に続きMXNは堅調となり前日比+1.3%値を伸ばした。

アジア:中国国有大手銀行4行は3月30日に、資本増強計画を発表した。増資額は最大5200億元で、政府が新たに発行する特別国債で調達した資金などを活用する。31日公表の中国3月製造業購買担当者景気指数(PMI)は50.5と前月に続き景気拡大・縮小の分け目である50と共に市場予想も上振れた。また中国3月非製造業PMIも50.8と前月から改善し市場予想も上回った。韓国の憲法裁判所は4月1日、尹大統領の罷免の是非を判断する弾劾審判の決定を4日に言い渡すと発表した。2日公表の韓国3月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.1%と前月から加速し、市場予想も上振れた。同日、トランプ大統領は相互関税を公表した。ロシア・カナダ・メキシコを除く全て国一律に10%の最低課税を課した上で主要新興国である、ベトナム(46%)、タイ(36%)、中国(34%)、台湾(32%)、インドネシア(32%)、南アフリカ(30%)、インド(26%)、韓国(25%)、マレーシア(24%)、フィリピン(17%)それぞれに賦課した。

中東欧・アフリカ:4月3日発表のトルコ3月CPIは前年比+38.1%前月から鈍化し、市場予想も下回った。2021年12月以来の低水準となった。

ラテンアメリカ:メキシコのシェインバウム大統領は4日の定例記者会見にて、トランプ大統領が前日発表した相互関税の対象から外れたことを「他国より優遇されている」と評価し、報復関税の発動は見送った。

国際為替部
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)

2024 年通年の国際収支統計を受けて～増勢を強める「デジタル黒字」～

国際為替部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

3月28日、インドの2024年10～12月期国際収支統計が公表された。同四半期の経常収支は▲115億ドルの赤字と、7～9月期の▲167億から赤字幅が縮小した(図表1)。貿易赤字縮小、およびサービス黒字拡大の双方が経常赤字縮小に寄与した格好だ。特に、サービス黒字は+512億ドルを記録し、過去最高を更新している。

他方で金融収支(外貨準備除く、以下同様)に目を移せば、2024年10～12月期に▲266億ドルとなり、こちらは過去最大の流出超を記録した(図表2)。特に、証券投資は7～9月期の+199億ドルから▲114億ドルに変化しており、落差が凄まじい。同期間のINRは対ドルで史上最安値をじりじりと更新していたが、証券投資フローに伴う資金流出が主因であろう。もともと、この点は日次で確認できる海外投資家の資金フローからも判断できたことであり、新味があるわけではない。

以上が現状の国際収支の外観だが、話を経常収支に戻そう。筆者はインドの経常収支に関し、特にサービス収支に着目している。過去の『通貨ニュース』(*)において筆者は、インドのサービス収支、特に「通信・コンピュータ・情報サービス収支」に注目しつつ、インドが世界トップクラスの「デジタル黒字国」であると論じた。

この点、上記の通り2024年通年の国際収支統計が揃ったので、振り返っておきたい。通年の通信・コンピュータ・情報サービス収支は+1540億ドルと前年比+9.5%を記録した(図表3)。2023年に同項目で圧倒的一位の黒字を計上したのはアイルランドであり、2024年に関しては筆者試算で+2746億ドル(前年比+17.9%)であった。原系列はEUR評価のため、為替差異で多少のブレは生じるだろうが、圧倒的最大には変わりがない。

過去の『通貨ニュース』(*)で記載した通り、通信・コンピュータ・情報サービス収支は所謂「デジタル収支」の最大かつ主要の項目であり、アイルランドとインドは他国とはけた違いの水準の黒字を記録している。国際的な横比較は、必要なデータセットが揃い次第行いたいだが、この2トップは揺るぎようがない。

この2か国の大きな違いは、ITサービスに関し国内にビジネス拠点が実際にあるかどうかだ。アイルランドは、税務上の観点から本社機能が置かれている可能性が非常に高い。例えば、誰もが知る世界最大のコンサルティング会社の本社は、アイルランドにある。ただ、ビジネス上の本社機能がアイルランドにあるわけでは全くない。つまり、アイルランドが有する巨額の通信・コンピュータ・情報サービス収支黒字は、実際にアイルランドに還元されているとは言い難い。

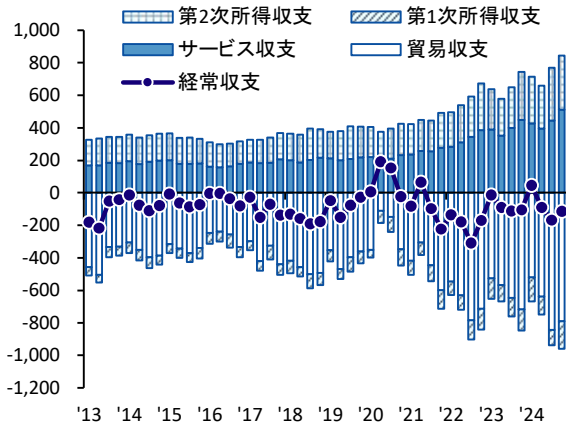
逆に、インドに関しては、実態を伴った黒字を稼げている可能性が高い。インド発のITグローバル企業もあり、そもそも節税の観点からインドに登記を移すというスキームは少なくとも筆者は聞いたことがない。よって、筆者は通信・コンピュータ・情報サービス収支に関し、インドのそれは「中身がある」のに対し、アイルランドのそれは「中身がない」と考えている。つまり、実質的にインドは「世界最大のデジタル黒字国」と評することも可能なのだ。

いずれにしても、サービス黒字は2025年に入って以降もその水準を切り上げている

(図表4)。現在は貿易赤字を打ち返せる規模とは言い難いが、貿易サービス収支全体で見た赤字規模を抑制していることは確かである。中長期的な INR 相場に関しては、この綱引きが重要なファクターになると筆者は考えている。

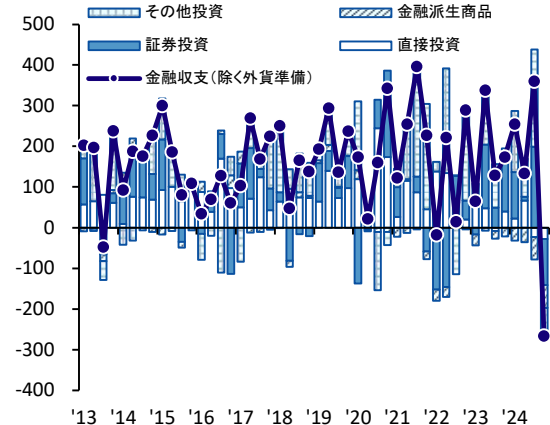
(*)詳細は、2024年9月9日発行の通貨ニュース、『インド:貿易サービス収支の動向について～貿易赤字 vs デジタル黒字～』をご覧ください。

図表 1: インドの経常収支(億ドル)



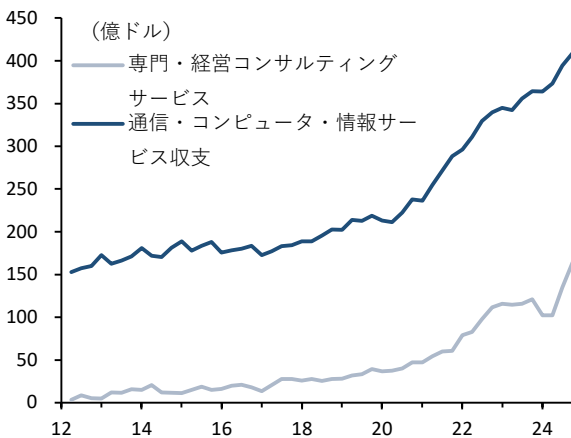
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 2: インドの金融収支(億ドル)



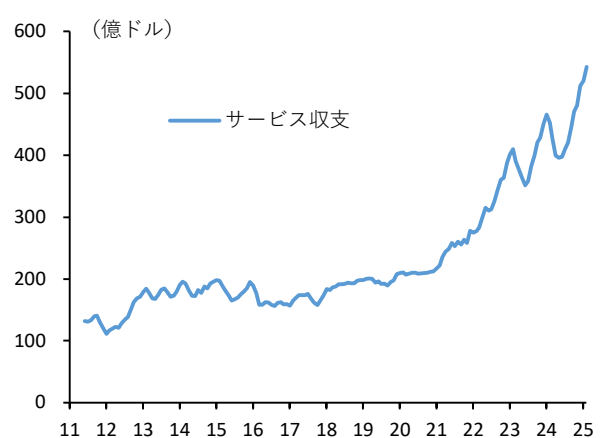
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: インドのサービス収支: 主要項目の推移



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: インドのサービス収支(月次)



出所: Macrobond、みずほ銀行

市場概観(新興国)

メキシコ製造業 PMI が急落

国際為替部
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、3月製造業 PMI は 50.3 と 2月(50.6)からは低下も、3か月連続で中立水準(=50)を上回った。先進国(50.0→49.1)は生産や新規受注が悪化し、2か月ぶりに中立水準を割り込んだ。片や、新興国(51.2→51.3)はまちまちの結果も、6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(51.5→52.7)は上昇。内訳を確認すると、先進国(50.9→52.5)、新興国(52.7→53.1)と総じて好調だった。

これらを合わせたコンポジット PMI は 52.1 と前月(51.5)か上昇し、26か月連続で中立水準超えを維持。世界の GDP 成長率は 2024年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、1~3月期は落ち込みを見せているようだ。

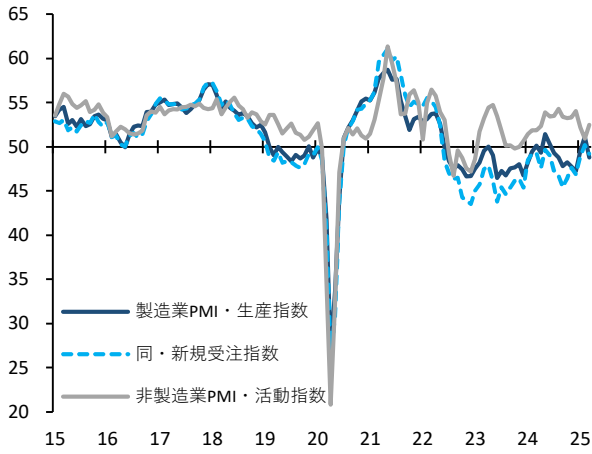
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な、価格関連の指数を確認したい。仕入れ価格・出荷価格は、3月にまちまちの結果になった(図表 4)。ただし、先進国・新興国に分けて確認すると、先進国は双方で上昇が確認されたのに対し、新興国では逆に低下している。特に、先進国の仕入れ価格指数は 59.7 と 2022年12月以来の高水準を付けている。関税賦課の影響はそこまで反映されていない可能性が高い。ここにもし関税コストが乗ることになれば、川上におけるインフレ圧力は相当の規模になろう。逆に新興国の価格関連指数は低下を継続させている。この点は、先進国対比で新興国中銀の利下げがより進んでいることと整合的であろう。

製造業 PMI の構成指数別では、生産と新規受注の2項目が PMI の低下に寄与した。生産指数は先進国主導で悪化も、3か月連続で中立水準を維持した(図表 5)。新規受注も先進国主導で悪化するも、3か月連続で中立水準を維持(図表 6)。一方、雇用は全体的に上昇するも、8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、13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。加えて、入荷遅延(逆インデックス)は新興国主導で低下し、10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関税賦課を前にした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、メキシコ製造業 PMI の軟調さに着目したい。3月分の結果は 46.5 となり、2022年1月以来の低水準に落ち込んでいる。構成項目やサブインデックスを確認すると、生産や新規受注の落ち込みに加え、仕入れ価格の上昇も目立つ。スタグフレーションを意識させる中身であろう。米国による関税賦課の影響であることは疑いようがなく、実際に公表元も関税に言及している。メキシコ中銀は倍速(▲50bp)での利下げを続けているが、域内景気見通しの弱さに鑑みれば、当面は利下げ路線が続くだろう。

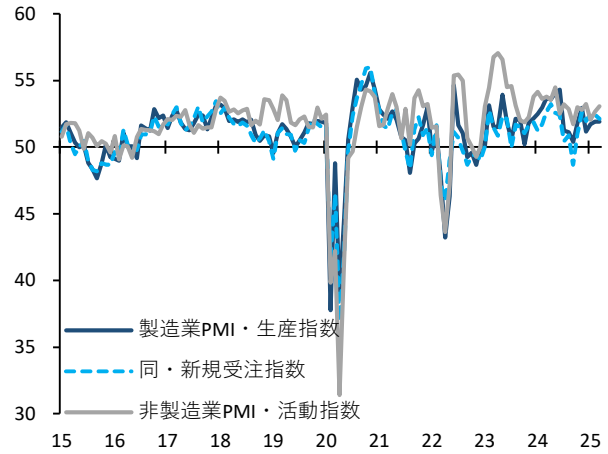
(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、4月4日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 先進国



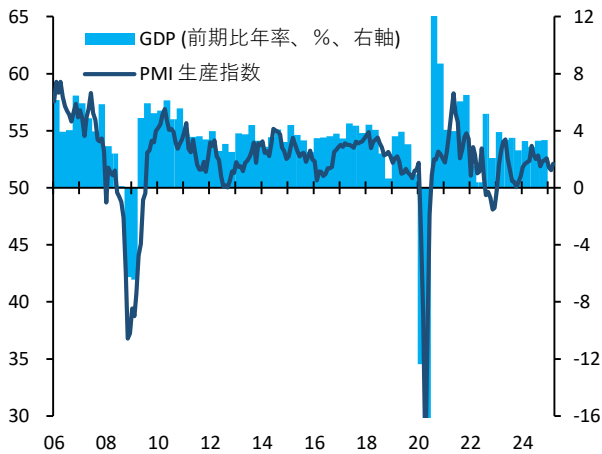
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国



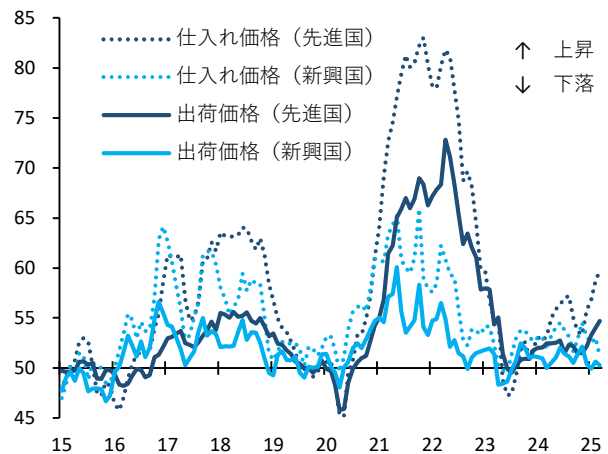
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



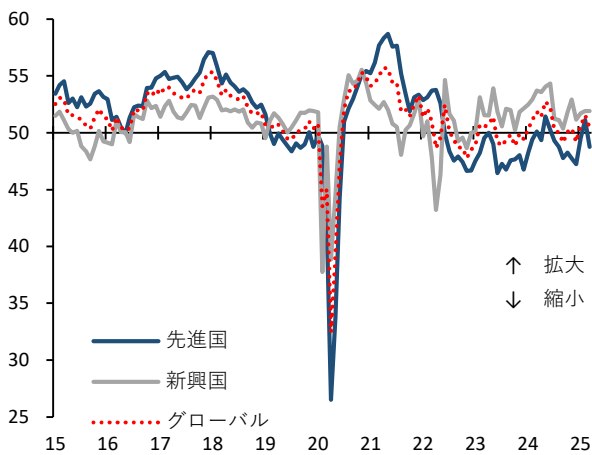
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・価格指数



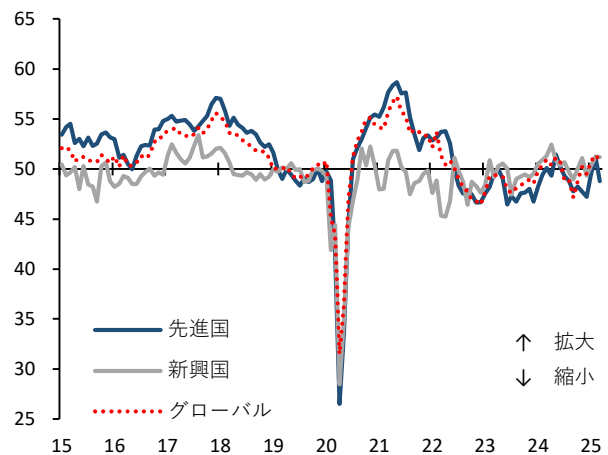
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・生産指数



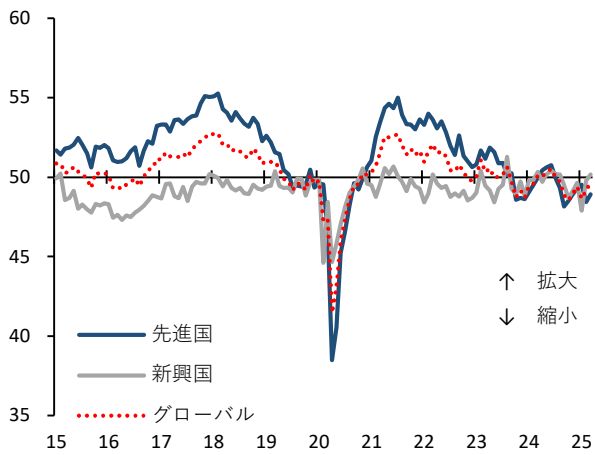
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 製造業 PMI・新規受注指数



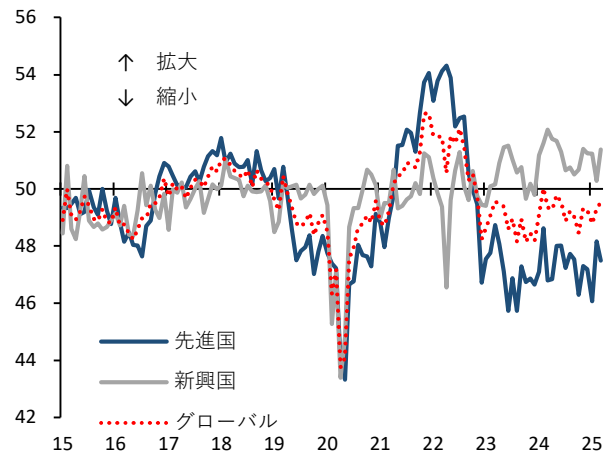
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 7: 製造業 PMI・雇用指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

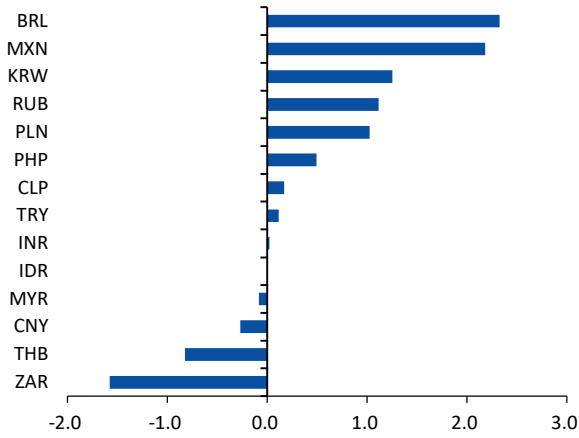
図表 8: 製造業 PMI・購買品在庫指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

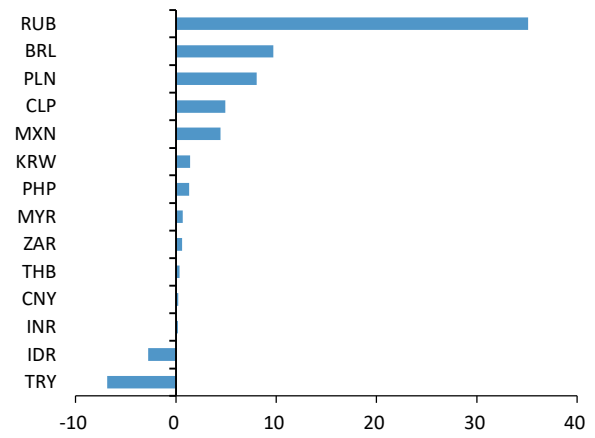
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



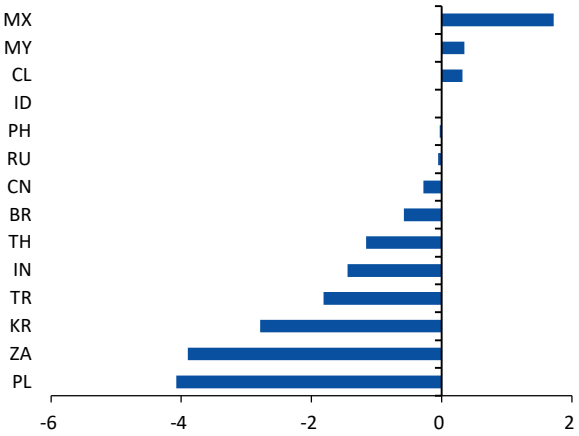
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



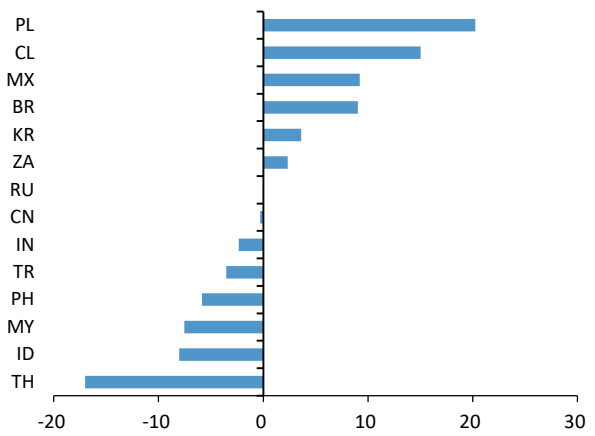
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



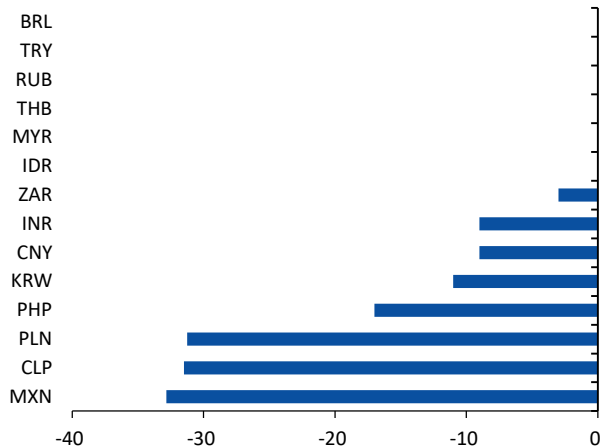
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

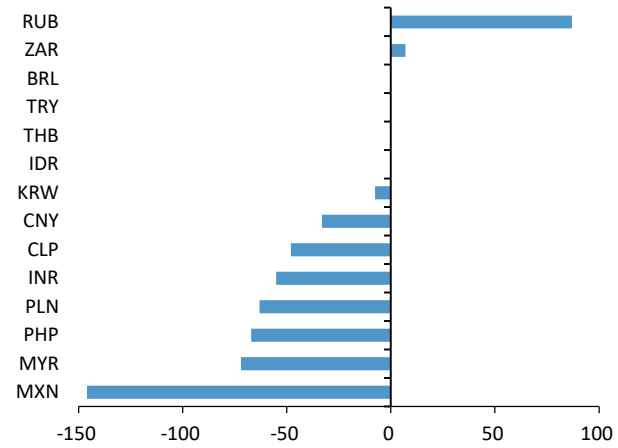
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

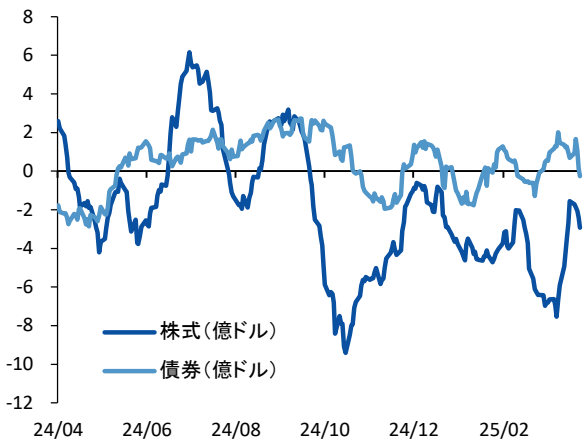


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

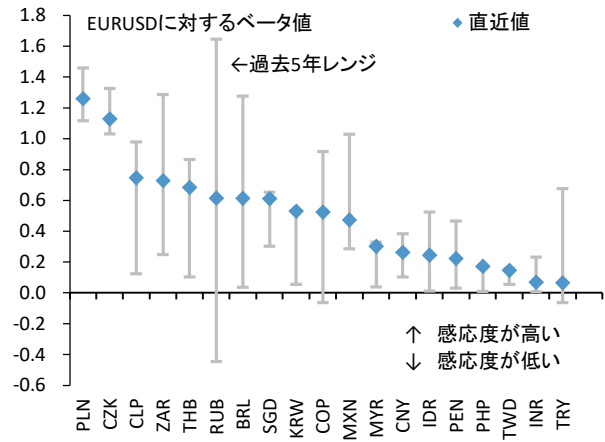
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



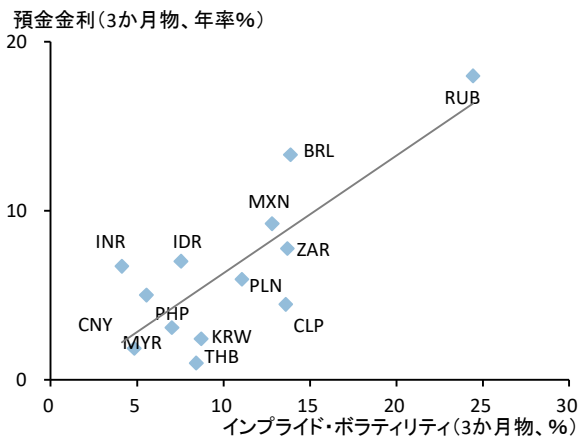
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



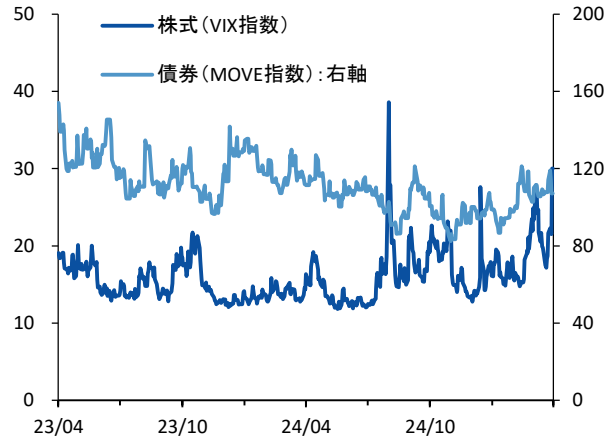
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



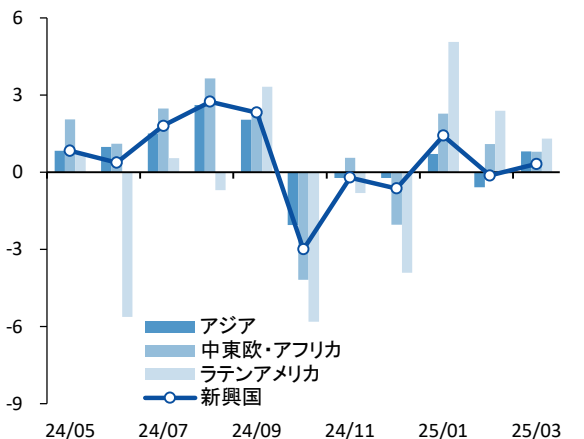
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



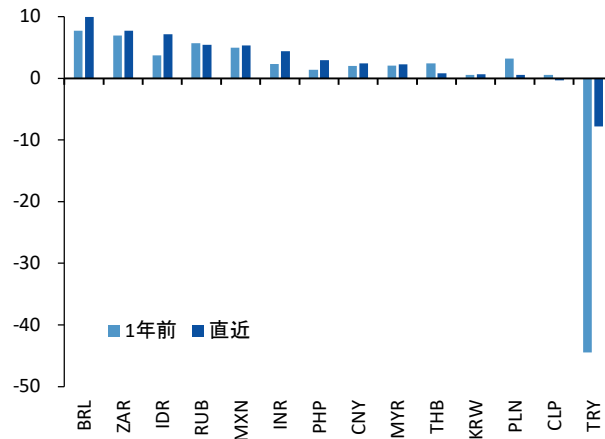
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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31日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	3.5%	7.0%	-4.1%	-4.70%
31日 (月)	中国	製造業PMI	50.4	50.5	50.2	--
31日 (月)	中国	非製造業PMI	50.6	50.8	50.4	--
31日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	\$4200m	\$5490m	\$2700m	--
4月1日 (火)	韓国	貿易収支	\$6044m	\$4985m	\$4300m	\$4152m
1日 (火)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.6	51.2	50.8	--
2日 (水)	韓国	CPI(前年比)	1.9%	2.1%	2.0%	--
2日 (水)	シンガポール	購買部景気指数	--	50.6	50.7	--
2日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-171.4b	68.4b	--
3日 (木)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.5	51.9	51.4	--
4日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	2.0%	--	2.1%	--
4日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	1.3%	--	4.5%	--
4日 (金)	タイ	CPI(前年比)	1.0%	--	1.1%	--
8日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$2940.1m	--
8日 (火)	インドネシア	CPI(前年比)	1.1%	--	-0.1%	--
8日 (火)	台湾	CPI(前年比)	--	--	1.6%	--
9日 (水)	インド	RBI政策金利	6.0%	--	6.3%	--
10日 (木)	中国	PPI(前年比)	--	--	-2.2%	--
10日 (木)	中国	CPI(前年比)	--	--	-0.7%	--
10日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	5.50%	--	5.75%	--
10日 (木)	台湾	貿易収支	--	--	\$6.55b	--
10-14日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	5.0%	--
11日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.1%	--
中東欧・アフリカ						
3月31日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	--	20.9b	-16.4b	-16.8b
4月3日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.8%	2.2%	5.4%	--
3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	38.8%	38.1%	39.1%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	23.5%	25.2%	--
10日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	3.1%	--
10日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.2%	--
10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.3%	--
11日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	13542m	--
ラテンアメリカ						
4月2日 (水)	メキシコ	送金総額	\$4578.6m	\$4458.5	\$4660.2m	--
2日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	2.2%	1.5%	1.4%	1.30%
4日 (金)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	-0.5%	--	1.0%	--
5日 (土)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$6650m	--	-\$324m	--
8日 (火)	ブラジル	純債務対GDP比	61.8%	--	60.8%	--
9日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	3.1%	--
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	3.8%	--
11日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	5.1%	--
11日 (金)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	3.6%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.9%	--

注: 2025年4月4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 1～3月(実績)	SPOT	2025年 6月	9月	12月	2026年 3月	6月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	7.2164 ~ 7.3328	7.2823	7.38	7.23	7.12	7.12	7.15
香港ドル (HKD)	7.7666 ~ 7.7955	7.7769	7.76	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー (INR)	85.408 ~ 87.950	85.441	87.8	86.5	86.0	86.0	86.3
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 16653	16746	16450	15800	15400	15230	15300
韓国ウォン (KRW)	1424.05 ~ 1477.46	1450.99	1460	1450	1420	1400	1380
マレーシアリング (MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4430	4.53	4.30	4.12	4.14	4.15
フィリピンペソ (PHP)	57.130 ~ 58.715	57.095	59.6	57.2	56.5	56.3	56.5
シンガポールドル (SGD)	1.3279 ~ 1.3751	1.3337	1.37	1.34	1.32	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	32.602 ~ 33.227	33.219	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	33.37 ~ 34.84	34.22	35.2	34.3	33.6	33.3	33.4
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 25651	25798	25750	25100	24700	24680	24700
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	80.9668 ~ 114.7788	84.0130	82.0	80.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	18.0018 ~ 19.2296	18.7355	18.2	18.4	18.6	18.8	19.0
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 41.2972	38.0092	38.0	38.0	40.0	41.0	42.0
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	5.6325 ~ 6.2270	5.6302	5.85	5.80	5.85	5.95	6.00
メキシコペソ (MXN)	19.8473 ~ 21.2932	19.9483	20.8	20.7	20.6	20.4	20.2
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	20.208 ~ 21.666	20.107	20.73	21.30	21.77	21.91	21.40
香港ドル (HKD)	18.867 ~ 20.403	18.770	19.72	19.87	19.97	20.08	19.67
インドルピー (INR)	1.678 ~ 1.848	1.708	1.74	1.78	1.80	1.81	1.77
インドネシアルピア (100IDR)	0.894 ~ 0.981	0.872	0.930	0.975	1.006	1.024	1.000
韓国ウォン (100KRW)	10.052 ~ 10.916	10.060	10.48	10.62	10.92	11.14	11.09
マレーシアリング (MYR)	33.082 ~ 35.699	32.995	33.77	35.81	37.62	37.68	36.87
フィリピンペソ (PHP)	2.552 ~ 2.726	2.579	2.57	2.69	2.74	2.77	2.71
シンガポールドル (SGD)	110.00 ~ 116.09	109.44	112.09	115.36	117.60	118.36	116.08
台湾ドル (TWD)	4.452 ~ 4.843	4.408	4.64	4.70	4.77	4.83	4.74
タイバーツ (THB)	4.322 ~ 4.653	4.266	4.35	4.49	4.61	4.68	4.58
ベトナムドン (100VND)	0.5743 ~ 0.6253	0.5658	0.59	0.61	0.63	0.63	0.62
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.370 ~ 1.851	1.738	1.87	1.93	1.85	1.77	1.66
南アフリカランド (ZAR)	7.960 ~ 8.525	7.792	8.41	8.37	8.33	8.30	8.05
トルコリラ (TRY)	3.613 ~ 4.481	3.836	4.03	4.05	3.88	3.80	3.64
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	25.032 ~ 26.888	25.922	26.15	26.55	26.50	26.22	25.50
メキシコペソ (MXN)	7.065 ~ 7.790	7.317	7.36	7.44	7.52	7.65	7.57

注: 1. 実績の欄は2025年3月31日まで。SPOTは4月4日の7時00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。