

2025 年 2 月 3 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 25 年もドル優勢の相場となるのか	2
中国: 注目される対米貿易交渉の行方	3
インド: 2 月利下げの機運が高まる	4
インドネシア: BI は経済成長支援のため利下げ	5
韓国: 政情不安は長期化の様相を呈する	6
マレーシア: 景気は堅調も警戒されるトランプ関税	7
フィリピン: BSP は今年合計 50bp の利下げを示唆	8
シンガポール: MAS は約 4 年ぶりに金融緩和を実施	9
タイ: 好転を期待したい THB 需給環境	10
ロシア: 停戦協議開始を睨んだ展開に	11
南アフリカ: 利下げ継続への慎重姿勢を強める	12
トルコ: トルコ中銀は 2 会合連続で利下げ	13
ブラジル: 予告通り+100bp 利上げを実施	14
メキシコ: 米新政権との各種交渉に要注意	15
為替相場見通し	16

金融市場部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

長谷川 久悟
マーケット・エコノミスト
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜
+81 3 3242 7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

東アジア資金部
チーフアジア FX ストラテジスト
Ken Cheung
ken.cheung@mizuho-cb.com

アジア・オセアニア資金部
チーフエコノミスト
Vishnu Varathan
vishnu.varathan@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト
Tan Boon Heng
boonheng.tan@mizuho-cb.com

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
+44 20 7786 2505
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

新興国:25 年もドル優勢の相場となるのか

シニアマーケット・エコノミスト

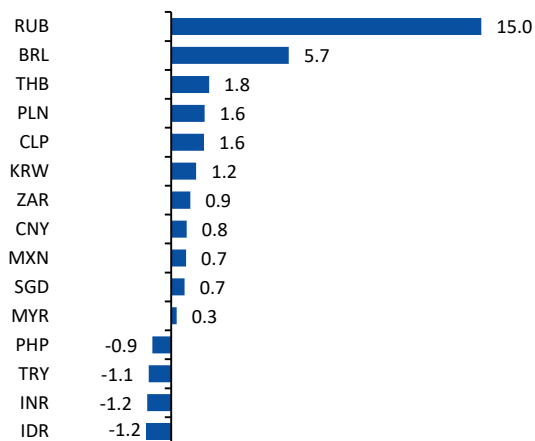
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

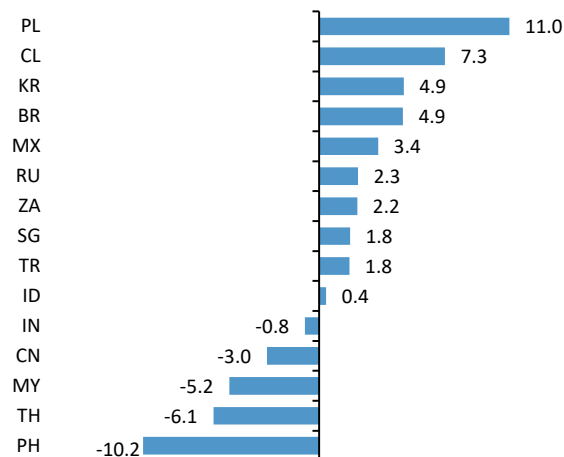
- 1 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+0.8%。同指数は 1720 台後半で取引を開始。月初、米 12 月雇用統計をはじめ米経済指標の結果が堅調で米金利が騰勢を強めたことが重しとなり、1720 付近まで下落。中旬は就任を間近に控えるトランプ次期政権の動向や 1 月 FOMC における利下げ期待の後退もあって上値重く推移した。下旬、トランプ大統領の就任会見は無難に終わったこととテック産業をはじめ米株安が進んでドルが反落、その後トランプ関税発動に関する報道が意識されつつ、同指数は月末にかけて、1740 台を推移した。
- 1 月 FOMC では市場予想通り利下げが見送られた。パウエル FRB 議長は足許の経済が堅調であり、金利を調整するにあたって急ぐ必要はないと総括しており、前回 12 月会合に続きインフレ長期化を警戒する姿勢に変化はなかった。トランプ政権の動き次第で、先行きの米経済にも変化が出る可能性は念頭に置きたいが、前回会合で提示された「25 年は 2 度の利下げ」という前提は変わっていない印象を受ける。市場では既に 3 月や 5 月も現状維持を見込む向きが支配的であり、年央以降に 2 度目の利下げが実施された段階で、次は「いつ米国が利下げを終了するか」に市場の注目が移っていくだろう。
- 政治面ではトランプ大統領の就任式を終え、トランプ政権はパリ協定や WHO からの離脱、不法移民を巡る対応の厳格化、メキシコ・カナダ・中国への関税強化など既に独自色を出している。関税政策に対しては他の地域、国々に対象が広がることが予想される。今後も金融市場によるトランプ政権への警戒は続き、仮に米国第一主義に基づく政策運営によって世界政治経済が保護主義色を強めるのであれば、特に今後数四半期にかけて金融市場がリスクオフに傾く時間帯が随所に現れることは不可避であろう。
- IMF が 1 月に更新した世界経済見通し(WEO)では 25 年の世界経済成長見通しが前年比+3.5%と 24 年 10 月時点から+0.1%ポイント上方修正された。先進国は同+1.9%、新興国は同+4.6%と共に微修正に留まったが、国別に見ると米国が同+2.7%と+0.5%ポイント引き上げられており、こうした点も米国経済の堅調さを裏打ちし、ドルの強さを下支えする材料にも映る。一方で、ドル安リスクを挙げるのであれば、トランプ政権の政策運営が自国のインフレ加速と他国の景気鈍化を招き、将来の米経済に跳ね返ってくるケースだ。このシナリオの下で米景気が後退し、FRB が政策運営を修正するに至ればドル安にも繋がるが、現時点ではその可能性は限定的と考えている。

図表 1:新興国通貨騰落率(2025 年 1 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:新興国株式騰落率(2025 年 1 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 注目される対米貿易交渉の行方

シニアマーケット・エコノミスト

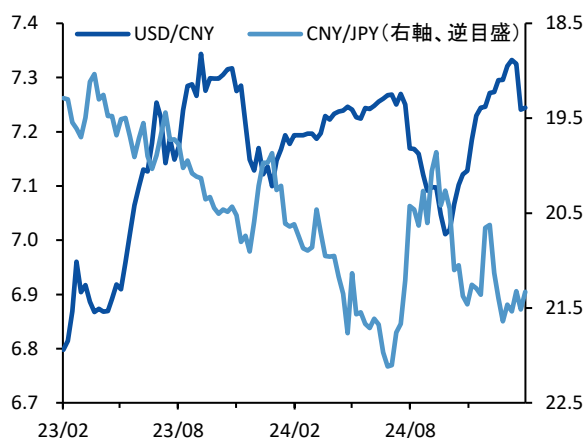
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

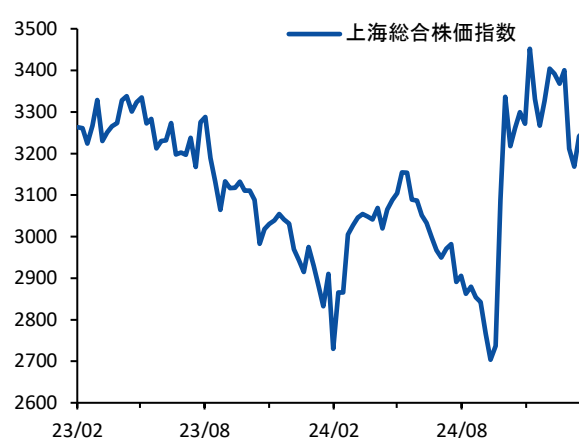
- 1 月の CNY は対ドルで+0.8%上昇。月初 7.29 台で取引を開始。月前半は堅調な米国経済指標を横目に対米金利差が拡大、一時 7.33 台まで安値を更新した。中旬はトランプ政権の動きが意識される中で上値重く推移したが、米国による即時の対中関税発動が回避されると CNY は急上昇し、一時 7.25 台を記録した。下旬にかけては、米株安を受けたドル下落も支援材料となり、上値を伸ばし、7.24 台で春節を迎えた。
- 24 年 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.4%と7~9 月期の+4.6%から加速した。業種別でみると、懸案の不動産業が 7 四半期ぶりにプラスを回復した。また、24 年年間の実質 GDP 成長率は前年比+5.0%となり、政府が掲げた「+5.0%程度の成長」を達成した格好だ。もっとも、中国経済の先行き懸念が払拭されたと判断するのは尚早だろう。実質 GDP 成長率の内訳をみると、上半期から内需の寄与度が縮小しており、外需に支えられた印象が強い。
- 特に 12 月の貿易黒字に目を向けると、+1048 億ドルと単月では過去最高を記録した。輸出は前年比+10.7%となっており、地域別に見ると、米国向けの輸出は同+15.6%と大きく加速した。これは、トランプ勝利を見越して輸出を前倒した可能性が高い。なお、24 年年間の貿易黒字も+9920 億ドルと過去最高を記録したが、米国がこうした状況を看過するとは思えない。トランプ大統領は 2 月 1 日から対中関税を強化することを発表しており、対中関税の厳格化が中国の先行きの輸出にも及ぶことはまず間違いない。
- 物価動向に関して、12 月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.1%、生産者物価指数(PPI)についても引き続きマイナス圏で推移した。また、年間の CPI 上昇率は同+0.2%とデフインフレが定着する結果となった。24 年も「消費者心理の悪化や不動産価格の低下の伴う逆資産効果→個人消費の減速→インフレの下方硬直」といった負のスパイラルから脱却出来なかったようだ。
- 先行きの CNY 相場について、個々のヘッドラインで短期的な為替相場の変動を逐一予想するのは困難と言わざるを得ない。一方で、CNY 相場を見る上で注視してきた金利の動きは引き続きドルが優勢と予想される。タカ派な FRB に対して、中国側は 25 年の経済政策について、積極的な財政政策と緩和的な金融政策を実施していく方針を示している。トランプ政権の出方次第では 3 月の全人代でも追加景気支援策を打ち出すとの見方もあり、この点も 1~3 月期の CNY 相場の動きを探る材料となりそうだ。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インド:2月利下げの機運が高まる

マーケット・エコノミスト

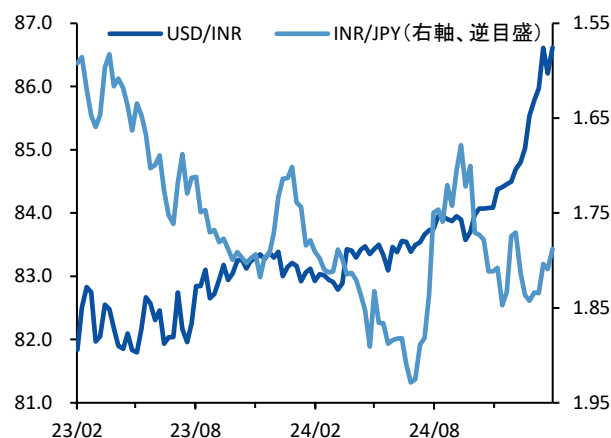
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 1月のINRは▲1.16%と下落した。インド準備銀行(RBI)の為替介入もあり値動きには乏しかったものの、株式市場からの資金流出が目立つ中、過去最安値をじりじりと更新する流れとなった。
- 本欄は資金フローが1月のINR安の主因と考えているが、RBIのハト派傾斜期待も、INRの重しになっている公算が大きい。RBIは2月5~7日に金融政策委員会(MPC)を開催するが、足許の金融市場では、利下げを見込む向きが台頭しているように見える。実際に利下げ着手に至った場合、2020年5月の臨時会合以来となる。
- 市場の利下げ期待が高まっている背景としては、RBIが市場の流動性ひっ迫に対し大規模な対策を公表したことが挙げられよう。1月に入って以降、銀行部門の流動性は歴史的な水準までひっ迫した。政府支出の鈍化、およびRBIによるINR買い介入が背景にあると思われる。このような環境下、RBIは1月27日、1.5兆INR規模の資金供給策を公表した。流動性の不足を放置すれば、短期金利の上昇を通じ金融引き締め効果が過度に強まってしまうため、RBIの判断は妥当といえよう。
- このような経緯もありRBIの2月利下げ予測が台頭しているが、筆者は決定は五分五分と考えている。景気動向に目を移せば、PMIを見る限り明白に鈍化傾向にある。昨年後半のインフレ高進を招いた野菜価格上昇に関しても、年初以降の日次小売価格データを見る限り、落ち着きを取り戻している。このようなデータに基づけば、利下げは支持される。ただし、2月MPC時点で参照できる公的な最新のデータは、あくまで12月時点の消費者物価指数(CPI)であり、利下げは積極的には支持されない。加えて、2月MPCはマルホトラ体制初の会合である。予断を持つことは難しいと言わざるを得ない。
- 2月のINRは、引き続きじり安の展開を予測する。1月は海外投資家によるインド株式市場からの資金流出が特に大きかったが、過去の推移をみる限り長続きはしないだろう。資金フローに伴うINR売りは弱まると考えている。ただし、RBIは2月MPCでハト派に傾く確度は相応に高い。利下げを見送ったとしても、利下げを示唆する構えは見せると考えている。早くも「利下げの終わり」すら意識されるFRBとの対比は鮮明であり、RBIの金融政策動向は、2月MPCの利下げ有無を問わず、INR安を支持しそうだ。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア:BI は経済成長支援のため利下げ

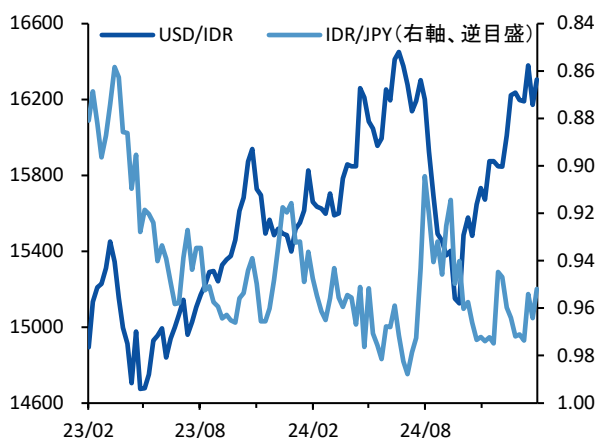
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

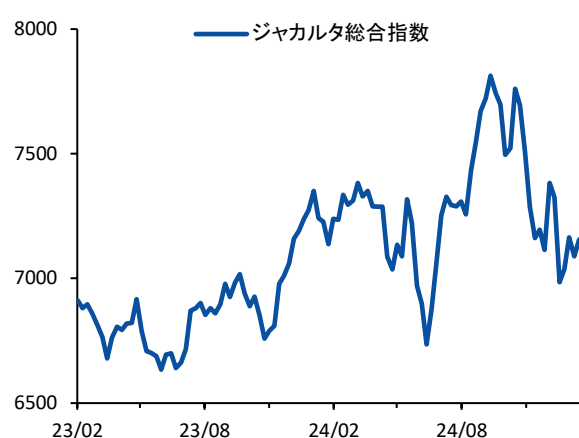
- 1 月の IDR は▲1.2%下落した。月初は 16200 台で取引を開始した。16 日にインドネシア銀行 (BI、中央銀行) がサプライズ利下げを決定すると一時 16412 まで下落。しかし、トランプ米大統領が就任初日に関税発動を回避し、総じて新興国通貨は反発。IDR も 16100 台まで反発をみせるも月末は 16300 台で取引されている。
- BI は 1 月 14~15 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI レートを従来の 6.00% から▲25bp 引き下げ 5.75% にすることを決定。ブルームバーグ集計の事前予想では調査対象者全員が政策金利の据え置きを予想していたため、サプライズとなった。声明文およびペリー BI 総裁の会見では、IDR の安定化やインフレ情勢、FRB の動向に対する言及に加え、経済成長への支援の必要性への言及がみられた。前回 12 月会合では IDR の下落を回避しようと努力している様子が強くみられたが、今回会合では相対的な IDR の安定を強調した。
- ペリー総裁は、今回の利下げは「2025 年と 2026 年の低インフレ予測と、IDR の安定維持及び、経済成長を支える必要性と一致する」と理由を説明した。また、BI は政府の財政政策とマクロプルーデンス政策のポリシーミックスにより持続可能な経済成長を支援していく姿勢を示した。この点、2024 年末には、付加価値税引き上げの緩和が公表されている。かかる中での BI のサプライズ利下げだったので、金融・財政政策の相乗効果を狙ったとの解釈も可能だろう。BI は IDR の安定に自信をみせ、焦点は通貨防衛から景気下支えに移り、この転換が利下げの判断に大きく寄与した模様だ。先行きに関しては、ペリー総裁は「経済成長をさらに促進する余地に注目している」と述べており、これは事実上利下げ路線継続の示唆と解釈して差し支えない。先々の金融政策に関しては IDR 安の懸念もあるものの、経済成長を支えるため年央にかけて▲25bp の利下げが 2 回程度実施されると予測したい。
- 2 月の IDR は引き続き上値の重い展開を見込む。米国との通商関係は強くないにせよ、米関税動向への警戒感が高まり新興国市場が下押しされれば IDR も他のアジア新興国通貨につられて売られるだろう。BI は 2 月も金融政策会合を開催予定であるが、FRB が 1 月 FOMC で政策金利の据え置きを決定しハト派姿勢を弱めているなか、BI は IDR 安への不安から 2 月会合では据え置きを選択する公算が大きい。そのため IDR の大幅な減価は回避され则认为る。

図表 7: インドネシアルピア相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: ジャカルタ総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国: 政情不安は長期化の様相を呈する

シニアマーケット・エコノミスト

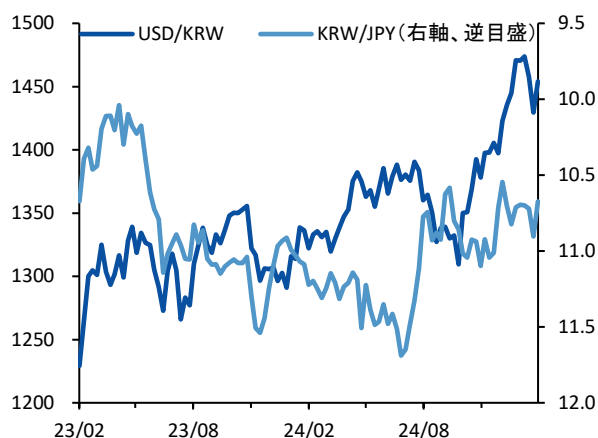
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1 月の KRW は月間で+1.2%の上昇。月初、1470 台後半で取引を開始。上旬は国内政治の混乱を巡るヘッドラインに相場が上下、強い米経済指標の結果も重しとなった。中旬は米国インフレ関連指標の軟化や FRB 高官のハト派発言を受け KRW 安が一服、トランプ大統領の就任会見以降、リスクオフムードが一時的に後退したことで月高値の 1420 台まで上昇。下旬はトランプ政権の新たな関税計画表明が重しとなり 1440~1450 台を推移し取引を終えた。
- 韓国検察は 26 日、尹錫悦大統領を内乱罪で起訴した。今後はこれまでの捜査を基に内乱罪を立証出来るか否かが争点となるが、弁護団は捜査の不適切性なども含めて抗戦する姿勢を示している。なお、刑事訴訟は尹大統領の弾劾訴追裁判と並行して実施される見込み。世論調査によれば与党・野党の支持率は拮抗しており、韓国政治の不透明性は当面継続しそうだ。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は 16 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%に据え置いた。声明文では、国内経済について、政情不安や昨年末に発生した航空機事故などの影響もあって内需の減速が懸念される中で、従前よりも成長が下振れする可能性を指摘した。24 年 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+1.2%と市場予想の同+1.4%を下回っており、詳細を見ても半導体装置などの設備投資が景気をけん引したが、内需の減速や財輸出の鈍化が確認される結果となった。
- 物価動向について、直近の 12 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.9%、農産品や石油類を除いたコア CPI は同+1.8%と、BOK が掲げるインフレターゲットを共に下回ったが、原油価格の反転上昇や短期的な食料品価格の変動には注意を払う必要がある。
- 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べく金利を据え置くことを決定した。昨年 10 月、11 月の連続利下げ自体もサプライズな決定であったため、まずは利下げの効果を確認する意図が感じられた。また、BOK は足許の KRW の動向を大きく意識したと考えられる。年末年始の政情不安の影響で断続的に安値を更新しており、KRW 安は輸入物価の加速というかたちで韓国経済に跳ね返ることも考えられる。また、米国の金融政策がタカ派色を強める中で、安易に利下げを決定できないといった事情も推察される。政情不安は KRW 売りに直結する材料と捉えており、これが当面リスク材料となる。かかる状況下、3 月までの想定レンジを 1420~1500 としたい。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア: 景気は堅調も警戒されるトランプ関税

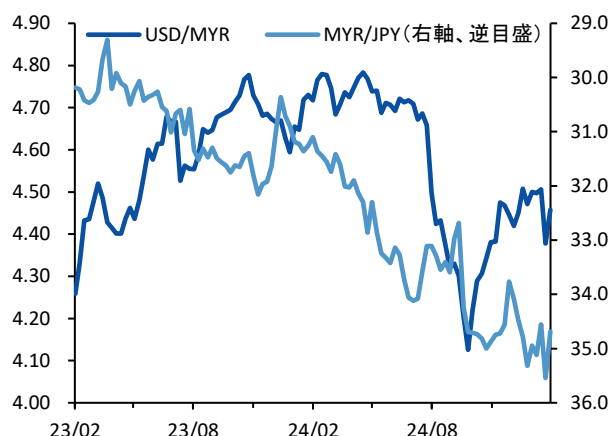
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

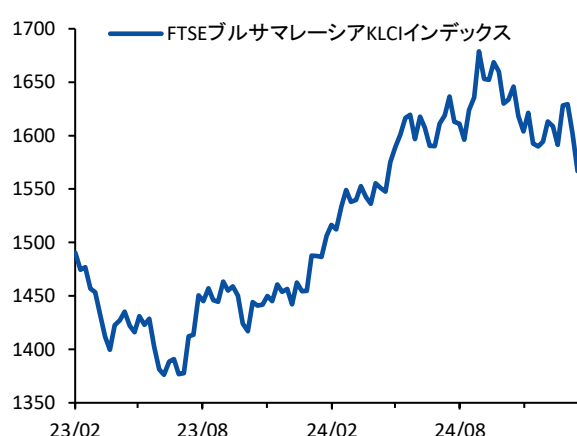
- 1月のMYRは対ドルで前月比+0.3%の上昇。月初4.47台で取引を開始。上旬は堅調な米12月雇用統計や米金利の上昇に押されるも、下値は限定的に推移。その後、堅調な国内経済指標やマレーシア中銀(BNM)の金融政策会合の結果もあってじりじりと上昇した。下旬は米株安を受けたドル安が追い風となり一時月高値の4.36台まで上昇したが、トランプ大統領による関税強化発言が重しとなって反落。月末にかけて4.46付近まで下落し取引を終えた。
- BNMは22日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の3.00%に据え置いた。政策金利の現状維持は23年7月以降、10会合連続での決定となった。BNMはマレーシア経済について想定通りの成長が継続していると総括。10~12月期実質GDP成長率(速報)は前年同期比+4.8%と前四半期の同+5.3%から鈍化したものの、サービス部門や製造業部門を中心に堅調さを保った。BNMは25年についても、堅調な個人消費、投資の活性化、電子製品輸出の持ち直し、観光業の本格化など複数の景気押し上げ要因に触れつつ、前年比+4.5~+5.5%の間で推移するとの見方を示した。
- 物価動向に関して、12月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.7%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースは同+1.6%を記録した。年初以降、総合・コアベースとも+2%近辺での動きが続き、年間で見ても、総合・コアベース共に同+1.8%の上昇となった。BNMは先行きのインフレに関して、制御可能であるとの見方を変えておらず、25年についても現行の水準を安定的に推移すると見込んでいる。かかる中、BNMは現行の金利水準は引き続き景気を下支えし、現行の物価と経済の評価と整合的であるとして、政策金利を維持した。声明文や会見の内容を踏まえても、少なくとも今後数回の会合は現状維持を中心に検討されていくものと推測される。
- また、BNMは現行のMYR相場について、引き続き主に外部要因に左右されているとし、先進国との金利差縮小はMYRにとってプラスと指摘した。足許の金利差変動はほとんどが米国側の要因であり、BNMが利下げを急がない理由として不確実性の強い米国の政治・金融政策動向も意識したと考えられる。1月FOMCの決定を踏まえ金利面での為替の動きは小休止するだろう。一方、米国による対中関税強化など個別のヘッドラインがリスクオフ材料となれば、MYRを含めたASEAN通貨にも影響が及ぶといった展開も想定される。2月もトランプ関税を巡る報道に対し神経質な相場になりそうだ。

図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン: BSP は今年合計 50bp の利下げを示唆

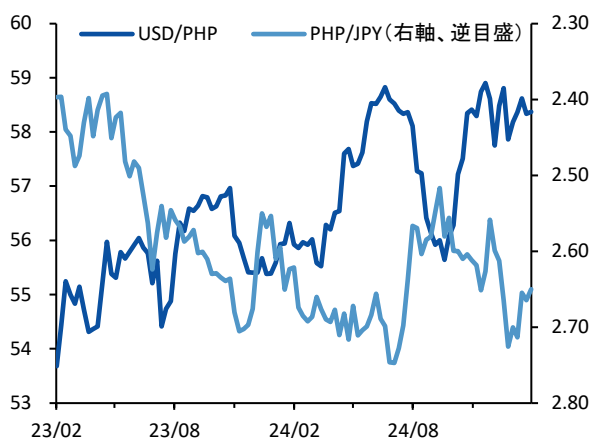
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

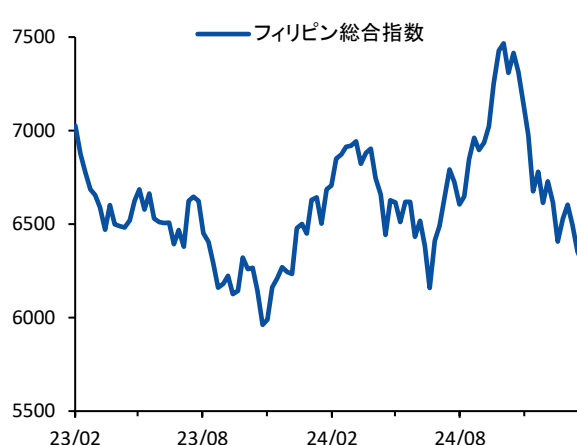
- 1月のPHPは▲0.9%と下落した。58.0付近で取引開始し、一時57.80台までPHP高が進む場面もみられた。トランプ米大統領による関税を巡る懸念の高まりで市場全体がリスクオフとなるなか、PHPも58.70台まで弱含む場面もみられた。しかし、トランプ大統領就任初日の関税発動は見送られたことで買い戻され、月末は58.40付近で取引された。
- フィリピン中央銀行(BSP)は12月19日の金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートを従来の6.00%から5.75%へ▲25bp引き下げた。レモロナ BSP 総裁は会見の中で、インフレ見通しが目標範囲内に収まっていること、インフレ期待も安定していること、経済成長率は堅調であるが抑制される公算が大きいことなどを利下げ継続の理由だと説明した。
- BSPは2025年初回の金融政策会合を2月13日に予定している。レモロナ総裁は1月9日、2024年の年間インフレ率が目標範囲(+2~4%)に収まったことを受けて、金融緩和に一定の余地があると述べた。トランプ政権による通商政策の不確実性がインフレ面で課題になるとの見方を示す一方、BSPの政策の方向性はFRBの動向に左右されないと述べた。また同氏は2月1日、次回の会合で利下げを検討していること、2025年の前半に▲25bp、後半に▲25bpの合計▲50bpの引き下げの可能性があることと述べた。加えて、年央には銀行の預金準備率を▲200bp引き下げることと議論しているとした。
- 1月30日公表の10~12月期実質GDP成長率は前年比+5.2%と7~9月期から横ばいで、市場予想(同+5.5%)を下回った。同日発表の2024年の実質GDP成長率は同+5.6%と2023年(同+5.5%)から加速するも、市場予想(同+5.8%)を下振れた。実質GDP成長率が予想より弱かったことがBSPに利下げを検討させているのだろう。加えて12月消費者物価指数(CPI)が前年比+2.9%と11月から加速し市場予想(同+2.6%)を上回る結果となったものの目標範囲内に収まっていることなどもBSPが2月会合で追加利下げを決定する可能性を高めている。もともと、決定は1月CPI(2月5日公表)次第だろう。
- 2月のPHPは引き続き軟調な動きを予想。BSP利下げの可能性や、マルコス大統領とサラ・ドゥテルテ副大統領の関係悪化を背景とした政治的な懸念などが、重しになるだろう。ただし、大幅安となればBSPが為替介入で対抗する可能性が高く、60.0を大きく上回る水準でのPHP安は見込んでいない。

図表 13: フィリピンペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

シンガポール: MAS は約 4 年ぶりに金融緩和を実施

アジア・オセアニア資金部
シニアエコノミスト
Vishnu Varathan
vishnu.varathan@mizuho-cb.com

アジア・オセアニア資金部
マーケット・エコノミスト
Tan Boon Heng
boonheng.tan@mizuho-cb.com

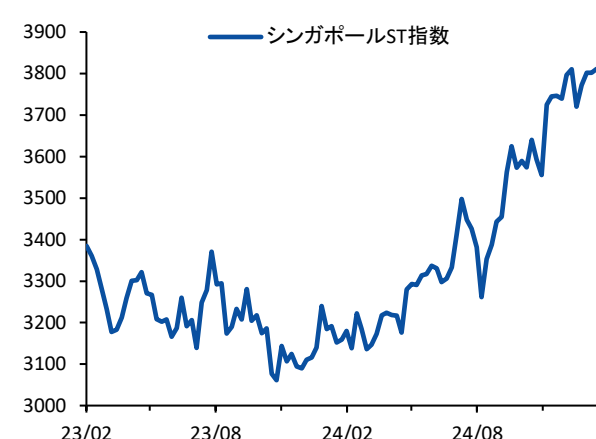
- 1 月の SGD は対ドルで+0.7%上昇した。月前半は米 12 月雇用統計をはじめ堅調な米国経済指標の結果がドル買いに繋がり、1.37 台まで安値を更新した。月後半はトランプ大統領の就任会見以降、リスクオフムードが一時的に後退したこと、米テック株下落に伴いドル高が一服し、SGD は 1.34 台まで持ち直した。月末にかけては、トランプ政権の追加関税に関する発言がアジア通貨全般の重しとなり、1.35 台まで反落して取引を終えた。
- シンガポール金融通貨庁 (MAS、中央銀行) は 24 日、定例の金融政策会合を開催し、2020 年以來の金融緩和を決定した。MAS は通常、会合の度に S\$NEER (シンガポールドル名目実効為替レート) の政策バンドの中央値及び幅、政策バンドの傾斜を検討するが、今回会合では政策バンドの上方向への傾斜を緩やかにすることを決定した。
- 24 年 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+4.3%と前四半期の同+5.4%から減速。MAS は今後の世界各国の貿易取引の姿勢の変化が製造業をはじめ外需関連部門に影響を与えると警戒感を示した。なお、24 年通年では前年比+4.0%での着地見込みで、23 年の同+1.1%から加速。25 年に関して、MAS は前述の懸念材料から同+1.0~3.0%と成長が鈍化すると予想した。
- インフレの状況について、直近公表の 12 月消費者物価指数 (季節調整後、CPI) は前年比+1.6%、MAS が物価動向の判断材料として重視する民間道路輸送と住居費を除くコアベースでは同+1.8%と 3 か月連続で下落した。25 年について、資源価格をはじめ輸入物価に左右される側面はあるものの、国内経済の鈍化に伴ってインフレも減速していくし、コアインフレ率については同+1.0~+2.0%と上限下限を▲0.5%ポイントずつ下方修正した。
- 今回の MAS の決定はインフレリスクが後退する中で、トランプ関税発動に伴う外需減速懸念に対し先手を取ったものと総括出来よう。金融緩和に踏み込んだものの、依然 MAS のスタンスはタカ派であり、政策バンドの傾斜が S\$NEER 上昇方向に維持されている以上、輸入物価の抑制にも一定程度寄与していくはずである。今回の決定が予防的な緩和であるならば、次回会合では MAS にとって想定外の景気物価情勢とならなければ追加緩和は考えにくい。
- SGD の先行きは引き続きドル次第の側面が強い。トランプ大統領の就任以降 S アジア通貨全般が方向感なく揺れている印象だ。SGD のボラティリティが強まる状況下、1~3 月期は 1.38 程度まで下値を更新する可能性はある。

図表 13: シンガポールドル相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 14: シンガポール ST 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

タイ: 好転を期待したい THB 需給環境

シニアマーケット・エコノミスト

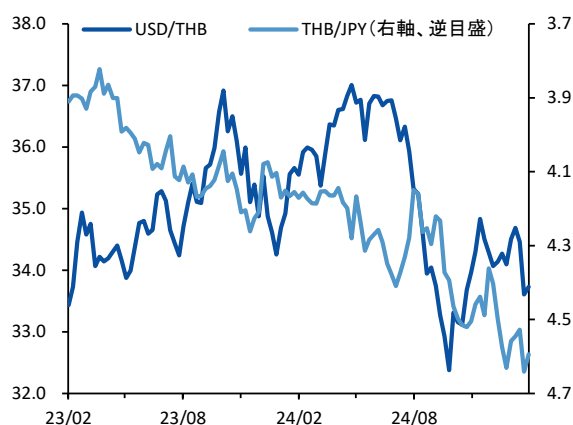
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

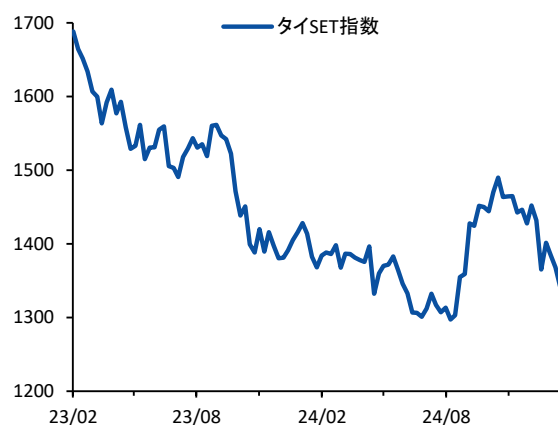
- 1 月の THB は対ドルで前月比+1.8%の上昇。月初、34.30 近辺で取引を開始。上旬は堅調な米国経済指標を横目に米金利が騰勢を強めたことで、一時月安値の 34.80 台まで上昇。中旬は米インフレ関連指標の鈍化や FRB 高官のハト派発言を受けて値を戻す展開。下旬にかけてはトランプ政権が誕生し、その動向にやや神経質な相場となる中、一時月高値の 33.5 台まで上昇。その後はトランプ関税発動のヘッドラインに 34 近辺まで反落した。
- 10～12 月期経常収支の結果は+1921 億バーツの黒字となった。年間では+4924 億バーツの黒字となり、前年の+2667 億バーツから増加した。内訳をみると貿易収支の変化は比較的小幅であったが、サービス収支の持ち直しが目立った。23 年の▲3214 億バーツの赤字に対して、統計が公表されている 24 年は 9 月時点では▲803 億バーツにまで縮小している。
- この大きな要因となったのは旅行収支の改善であり、24 年も観光業の本格再開に近づいたと総括出来る。24 年の外国人観光客受入実績は 3555 万人でタイ中銀の予想値である 3600 万人から大きな乖離のない結果となった。内訳をみると東アジアの訪問が約 33%、ASEAN 諸国からが全体の 30%を占めた。コロナ禍前に全体の 30%を占めていた中国人観光客の割合は 20%弱に留まっており、来年に観光業の完全再開を達成するには中国人観光客の増加が 1 つのポイントになりそう。まずは春節期間における動向が注目される。なお、タイ中銀は 25 年の受入予想を 3950 万人に設定しており、過去最高を記録した 19 年の 3987 万人に接近するとの見方を示している。
- 12 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+1.23%、生鮮食品とエネルギーを除いたコア CPI は同+0.79%となった。総合ベースについては 24 年 5 月以来となるタイ中銀の目標レンジ(+1.0～+3.0%)内で推移した。主な要因は食料品・燃料価格の上昇に伴うものだが、24 年年間では同+0.4%の上昇に留まっており、引き続き賃金上昇のペースは緩慢な状況である。
- 今年の THB 相場は対ドルで上昇してスタートしたが、これはトランプ政権の動向や米テック産業に対する懸念など米国 (ドル) 側の要因が影響したものだろう。ここまで議論してきた通り、観光業の本格再開が実現すれば年央にかけてサービス収支は黒字を回復し、需給環境の好転から対ドルでの持ち直しが期待される。片や、貿易黒字はトランプ関税発動により伸び悩むことが予想されるが、今後の動きを踏まえて THB 相場への影響を考慮する必要があるだろう。

図表 15: タイバツ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア：停戦協議開始を睨んだ展開に

シニア為替ストラテジスト

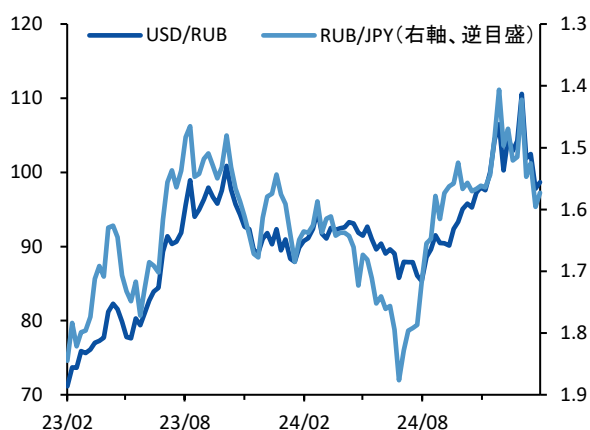
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

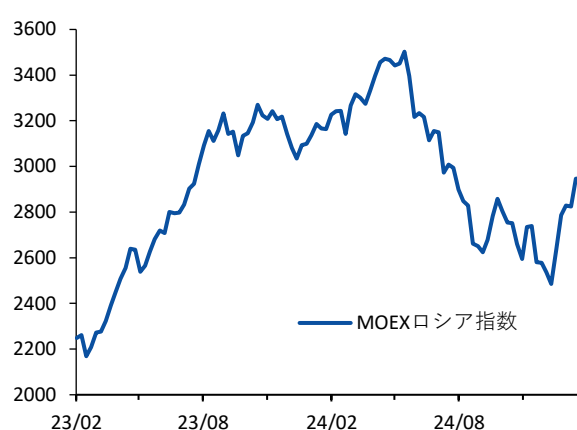
- 1 月の RUB は月間を通して見れば対ドル 100 をはさみ、じりじりと RUB 高となっている。もともと、時折、上下に大きく振れる動きも見られ、流動性の薄さを感じさせる。原油価格は年明け後、バイデン前政権による対ロシア追加制裁の発動を受けて急上昇後、トランプ大統領就任後は同氏が OPEC に対し増産を求めたこともあり急低下するなど、値動きの荒い展開となっているが、RUB が原油価格の乱高下に連られる動きは見られない。
- ロシア経済・金融市場・さらにはロシア・ウクライナ情勢の先行きを見極めるうえでは、停戦協議の進展の是非が焦点となるが、今のところあまり手がかりはない状況だ。
- トランプ米大統領は 1 月 22 日、ロシアによるウクライナ侵略について「今すぐ決着をつけ、このばかげた戦争を止める。悪化する一方だ」と停戦を要求し、「すぐに取り引かないなら、高水準の関税、制裁を科す以外に選択肢はない」と警告を発するコメントを残した。対するプーチン大統領は、1 月 24 日に国営テレビで放映された発言の中で、こうした脅しは受け流しつつ、「トランプ米大統領と会談し、ウクライナ情勢や原油価格などについて協議する用意がある」と発言している。プーチン氏はまた、「原油やエネルギーの問題について話し合うべきことはたくさんある」、「たとえ対ロシア追加制裁の可能性について耳にしていたとしても、トランプ氏が米国経済に打撃を与えるような決定を下すとは思えない」と続けた。
- ここもとの RUB はやや落ち着きを取り戻しつつあるものの、エネルギー輸出への打撃への懸念や、インフレ加速などの国内のファンダメンタルズ悪化などを考慮すれば、基調的な RUB 安は継続する公算が大きい。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: MOEX ロシア指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 利下げ継続への慎重姿勢を強める

シニア為替ストラテジスト

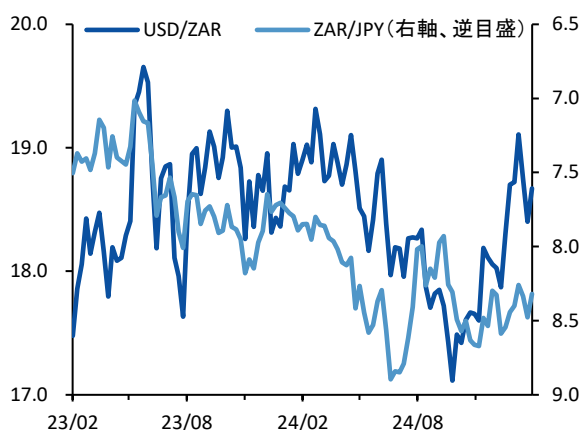
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 1 月の ZAR は上下に乱高下。年明け後は対ドル 18.84 から一時 18.43 まで増価したが、その後 1 月中旬にかけては 19.22 まで急激な ZAR 安となった。下旬以降は再び流れが変わり、1 月 24 日にかけては 18.30 まで反発し、その後も振幅は小さくなったものの上下動している。対ドルでの振幅の大きさで見れば、最大で約 5% にも達した。
- ZAR は、新興国通貨の中でも金利水準が高く、流動性もあるため、低金利通貨で資金調達をし、高金利通貨を買う、いわゆるキャリートレードの対象となりやすい。海外資金の存在感の大きさもあいまって、ZAR の値動きは海外の経済動向、とりわけ米経済・米金利の動向には敏感である。
- 1 月の乱高下はほぼ海外要因と見てよいだろう。1 月中旬までは 20 日に就任式を迎えたトランプ米新大統領の掲げる関税や移民制限といった政策がインフレ圧力となるという見方が米ドルを押し上げていた。ZAR が 1 月に対ドル 19 を超えて減価が進んだのも、そうした世界的なドルの上昇の裏返しという側面が大きいだろう。
- 逆に、1 月下旬にはドルの下落に伴い、ZAR は大きく反発した。発足直後のトランプ政権が、危惧されていたよりも関税の発動には慎重姿勢をとっていることが背景にあるだろう。さらには、中国発の AI モデルが、米国のハイテク産業の優位を脅かすのではないかとこの見方が広がったことも、一時、米株安、ドル安が大きく進む要因となった。
- 南アフリカ準備銀行 (SARB) はこうした海外要因の変動を受けて、利下げ継続に対する慎重姿勢を一段と強めている。SARB は 1 月 30 日、政策金利を▲25bp 引き下げ 7.50% としたが、クガニャゴ総裁は記者会見の中で、「米金融政策の見通しは変わった」とし、SARB の利下げ余地は今や限られているという見方を示している。
- SARB が利下げ継続に対する慎重姿勢を一段と強めていることは ZAR のサポート要因となろう。ただし、ZAR 相場は外部環境、とりわけ米国や中国の景気動向に左右される側面が大きい。当面は米金利の動向、さらにはトランプ政権の政策動向で上下に振らされる展開が継続するものと見られる。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

トルコ:トルコ中銀は 2 会合連続で利下げ

シニア為替ストラテジスト

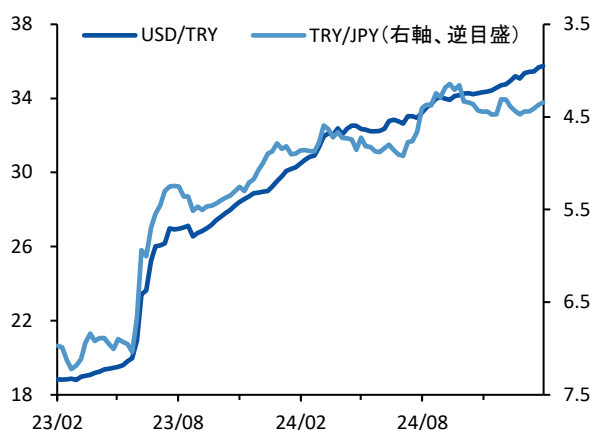
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

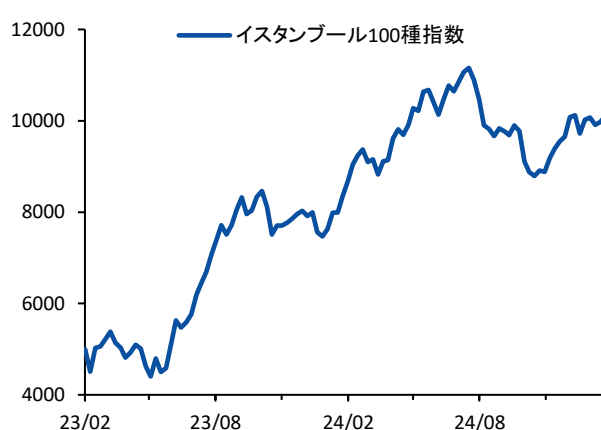
- 1 月の TRY は対ドルで緩やかな下落傾向が続いている。トルコ中央銀行 (CBRT) は 12 月に引き続き 1 月会合でも連続で▲2.50%ポイントの利下げを発表したが、市場への影響は限定的に留まっている。
- 1 月 23 日、CBRT は政策金利を▲2.50%ポイント引き下げ 45.00%とした。12 月消費者物価指数 (CPI) は前年同月比+44.38%と政策金利 (45.0%) がインフレ率を上回り、実質政策金利がプラスの状況が継続。先行きでは、ベース効果や高金利政策に伴う需要の抑制効果、さらには最低賃金の伸びを 2024 年と比較して抑制したことなど各種要因によりインフレ率は低下していく公算が大きく、トルコ中銀の利下げも継続すると見られる。
- 一方で、ややネガティブなニュースとしては、Moody's によるトルコ国債の格上げ見送りが挙げられる。同社は、現在 B1 の格付けの見通しをポジティブとしていたこともあり、格上げへの期待は高まっていた。Moody's は海外情勢の不透明感 (シリア・中東情勢やトランプ政権の政策などと見られる) のほか、国内の政治情勢を格付け据え置き理由に挙げており、最大都市イスタンブールのイマモール市長に対する刑事捜査開始も影響した可能性があるだろう。最大野党・共和人民党 (CHP) に所属するイマモール氏は、エルドアン大統領の主要なライバルと見られている。もっとも、Moody's は金融・財政政策への信認をはじめ、前向きな姿勢そのものは維持している (※Moody's の格付けは、日本では無登録格付け)。
- これまで本欄では、TRY 高への反転の見通しを示してきたが、実質政策金利のプラス転換後もトルコへの資金流入加速の動きがそれほど見られないこと、また、CBRT が外貨準備の復元後も外貨買い・リラ売りの手を緩めていないことを考慮し、緩やかな TRY が続く見通しに変更している。
- CBRT は利下げを開始したものの、同中銀の慎重姿勢を考慮すれば、少なくとも実質政策金利はプラスで維持されるものと見込まれる。利下げ継続を受けて TRY が不安定化するリスクは限定的であろう。加えて、今回、Moody's による格上げは見送られたものの、トルコの信用力・経済ファンダメンタルズは改善方向にあり、TRY の安定に寄与すると見ている。

図表 21:トルコリラ(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22:トルコイスタンブール 100 種指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 予告通り+100bp 利上げを実施

マーケット・エコノミスト

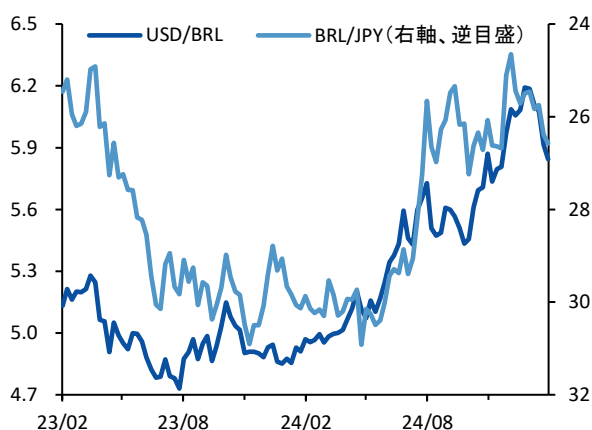
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 1 月の BRL は+5.70%と反発した。ただし、これは何か大きな材料があった訳でもない。2024 年末の急速な BRL 安の一部が、財政悪化懸念の一巡によって巻き戻されている、と解釈するのが妥当だろう。先々の財政悪化懸念も依然燃っているとはいえ、実績ベースで財政は最悪期を脱していることも材料視された可能性がある。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 1 月 29 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の 12.25%から+100bp 引き上げ、13.25%とした。前回 12 月会合の声明文は、1 月および 3 月の+100bp 利上げを事実上予告していたので、サプライズはない。BCB は、1 月会合で 2025 年のインフレ見通しを+4.5%(前年比、以下同様)から+5.2%へ大幅に引き上げたうえで、声明文では 3 月会合での+100bp 利上げ予告を堅持した。
- 声明文での記載も踏まえれば、3 月会合の+100bp 利上げは堅そうだ。この時点で、政策金利は 14.25%となり、2016 年 10 月以来の高水準に達する。その後の政策金利パスに関しては、非常に不確実性が大きい。+100bp の利上げが更に続く公算は小さいが、逆に一気に利上げ停止とも予測しにくい。5 月会合以降は利上げペースを減速させつつ、政策金利は 15.25%程度でターミナルレートを迎えると想定したい。ただし、この水準は、インフレ期待のデ-アンカリングや需給ギャップのタイト化を加味しても、明らかに「引き締め過ぎ」だ。政策金利から 1 年先の期待インフレ率を差し引いた短期実質政策金利は、1 月会合終了時点で+7.75%であり、BCB が想定する中立金利である+5.00%を大幅に上回っている。10~12 月期には、逆に小幅な利下げに動くと考えている。
- 2 月の BRL は、売り戻しに警戒したい。2 月はブラジル・米国いずれも金融政策会合は予定されておらず、域内財政に纏わる話題が再び焦点になろう。2 月 2 日には、議会が再開される。1 月の BRL 高には、皮肉にも「議会が休会していた」「ルラ大統領から情報発信が無かった」ことが背景にあると筆者は考えている。IMM 通貨先物のポジションを見る限り、BRL は既にネット・ショートに傾いており、高金利通貨としての特性に鑑みれば、再び過去最安値を更新する可能性は高くないと考えたい。もっとも、政権の財政健全化路線に市場は懐疑的であり、議会が再開し財政の話題が再びフォーカスを浴びると予見される中、ここまでの BRL 高は長続きしないと考える。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 米新政権との各種交渉に要注意

マーケット・エコノミスト

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

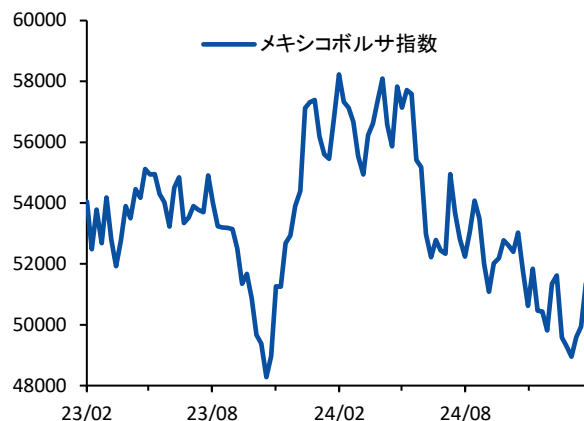
- 1月のMXNは+0.72%と上昇。月を通して20.5を中心としたレンジ推移に終始しており、動意に乏しかった。墨米の経済ファンダメンタルズや金融政策というより、米新政権の関税政策に関する報道に右往左往する展開に終わった印象である。ただし、2月3日のMXNは21.2付近と大幅安でオープンしている。
- 引き続き、米関税政策がMXNの短中期的な値動きを規定する環境に変化はなさそうだ。大々的に報じられた通り、トランプ大統領は2月1日、カナダ・メキシコ・中国に4日から関税を賦課する大統領令に署名した。メキシコ(とカナダ)も報復関税を再表明しており、一時的であれ北米関税戦争が勃発する確度が高くなった。ただ、筆者は北米関税賦課合戦が今後常態化するとは考えていない。あくまで今回の関税賦課は国際緊急経済権限法(IEEPA)が根拠になっており、中国には別途「通商法301条」を法的根拠とした貿易検証が進行中である。それぞれで状況は大きく異なる。カナダとメキシコが一定の譲歩をする格好で、最終的に追加関税賦課は撤回されるのではないかとみている。
- かかる中、メキシコ中央銀行(Banxico)は2月6日に金融政策決定会合を開催する。前回12月会合までは▲25bpの利下げが続いたが、直近声明文では目先の会合における▲50bp利下げ実施の検討可能性が示唆された。ロドリゲス総裁は1月27日、関税による経済悪化に警戒を示しつつ2月会合での▲50bp利下げに含みを持たせた。最新分の1月前半の消費者物価指数(CPI)は懸案のコアサービス物価の弱まりが確認されるなどBanxicoにとっては支援材料になりそうだが、物価目標の上限付近で推移している事実も重要だ。翻って月次の経済活動指数などを確認する限り、景気は明確に鈍化傾向にある。物価と景気どちらに配慮するかが論点になりそうだが、本欄では▲25bp利下げが続くと考えたい。ただし、仮に▲50bpであっても、MXNへの影響は限定的だろう。現在、Banxicoの金融政策はMXNの主要な説明変数とは言えない。
- 2月のMXNは上値の重い推移を想定。2月はFOMCも予定されておらず、米関税動向と墨金融政策次第の展開になろう。短期的には米関税政策次第としか言いようがないが、今後も関税賦課可能性が完全に払しょくされる確度は高くない。Banxicoの政策に関しても、2月会合における▲50bp利下げも否定はされない。3月以降の利下げ継続も示される可能性が高く、米墨金融政策動向は少なくとも上半期においてはMXNの下押し材料になるとみている。

図表 25: メキシコペソ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



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	7.2446	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル	(HKD)	7.7682 ~ 7.7937	7.7943	7.79	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	85.653 ~ 86.688	86.618	85.8	86.0	84.8	84.3	84.3
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ~ 16412	16305	16250	16300	15650	15200	15230
韓国ウォン	(KRW)	1426.64 ~ 1477.46	1454.03	1470	1460	1450	1420	1400
マレーシアリング	(MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4575	4.47	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ	(PHP)	57.812 ~ 58.708	58.371	58.8	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3421 ~ 1.3751	1.3664	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル	(TWD)	32.602 ~ 33.151	32.680	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ	(THB)	33.54 ~ 34.84	34.06	34.8	35.2	34.3	33.6	33.3
ベトナムドン	(VND)	25038 ~ 25494	25080	25550	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	96.5673 ~ 114.7788	98.6867	100.0	102.0	104.0	106.0	108.0
南アフリカランド	(ZAR)	18.3022 ~ 19.2296	18.8728	18.2	18.0	17.8	17.6	17.4
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ~ 35.8707	35.8869	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)	5.8114 ~ 6.2270	5.8443	5.95	5.90	5.95	6.00	6.05
メキシコペソ	(MXN)	20.1343 ~ 20.9382	21.2170	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	21.331	21.04	20.73	21.72	22.47	22.47
香港ドル	(HKD)	19.729 ~ 20.403	19.881	19.77	19.67	20.21	20.62	20.62
インドルピー	(INR)	1.776 ~ 1.848	1.789	1.79	1.78	1.85	1.90	1.90
インドネシアルピア	(100IDR)	0.944 ~ 0.981	0.951	0.948	0.939	1.003	1.053	1.051
韓国ウォン	(100KRW)	10.583 ~ 10.916	10.660	10.48	10.48	10.83	11.27	11.43
マレーシアリング	(MYR)	34.432 ~ 35.699	34.686	34.45	33.77	36.51	38.83	38.65
フィリピンペソ	(PHP)	2.635 ~ 2.726	2.650	2.62	2.57	2.74	2.83	2.84
シンガポールドル	(SGD)	113.45 ~ 116.09	113.42	112.99	111.60	117.60	121.40	121.40
台湾ドル	(TWD)	4.701 ~ 4.843	4.737	4.67	4.66	4.83	4.95	4.95
タイバーツ	(THB)	4.486 ~ 4.653	4.552	4.43	4.35	4.58	4.76	4.80
ベトナムドン	(100VND)	0.6113 ~ 0.6253	0.6180	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	1.571	1.54	1.50	1.51	1.51	1.48
南アフリカランド	(ZAR)	8.176 ~ 8.525	8.214	8.46	8.50	8.82	9.09	9.20
トルコリラ	(TRY)	4.289 ~ 4.481	4.316	4.16	4.03	4.03	4.00	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.209 ~ 26.635	26.528	25.88	25.93	26.39	26.67	26.45
メキシコペソ	(MXN)	7.428 ~ 7.790	7.305	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 3 日の 7 時 55 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。

4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(1 月 31 日発行)』に基づく。

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。