

2025 年 3 月 3 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:トランプ政権の脅威は関税強化だけでない	2
中国:米国に対する報復関税を決定	3
インド:RBI は 5 年ぶりの利下げを実施	4
インドネシア:BI は再び様子見姿勢に移行	5
韓国:政治・経済とも KRW 買い材料に欠く	6
マレーシア:次の相場材料を探る地合いに	7
フィリピン:副大統領の弾劾訴追案が下院で承認	8
シンガポール:SGD 上昇に関する要因整理	9
タイ:トランプ関税を警戒し、追加利下げを決定	10
ロシア:ウクライナ停戦期待が唐突に高まる	11
南アフリカ:米国との関係が悪化	12
トルコ:トルコ中銀はインフレ予測値を引き上げ	13
ブラジル:大きくなるスタグフレーションリスク	14
メキシコ:Banxico は利下げ幅を拡大	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:トランプ政権の脅威は関税強化だけでない

シニアマーケット・エコノミスト

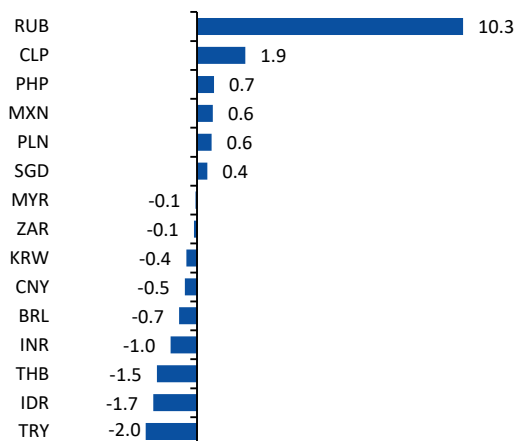
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

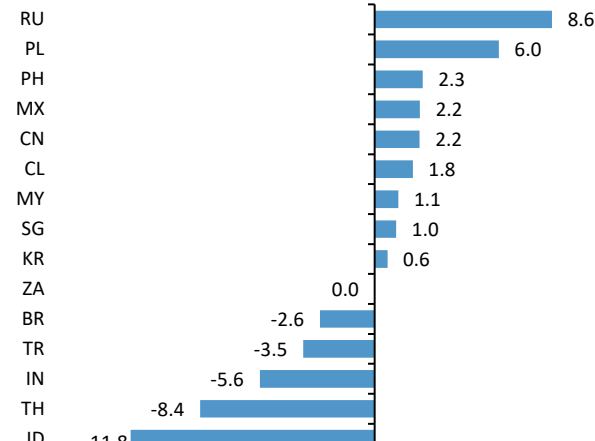
- 2 月の MSCI 新興国通貨指数は前月末比で横ばい。同指数は 1730 台半ばで取引を開始。月初、カナダ・メキシコへのトランプ関税発動回避が支援材料となり、上値を伸ばした。中旬は米金利低下を横目に堅調も、米露間でのウクライナ戦争の停戦交渉の進展に対して一進一退の動き。下旬、米国経済指標の軟化もあって米金利が続落すると、同指数は月高値の 1756 台を記録。月末にかけては、トランプ関税の追加発動が見込まれる中で、1740 付近を推移した。
- トランプ関税は早速中国に対して実施され、カナダ・メキシコに対しては 3 月 4 日にも追加関税が発動される見込みだ。これ以外にも、同盟国に対して中国への関税強化を促すなど独自の政策を展開している。対中規制は投資分野も含めて強化かつ広範に実施される方針で、中国も応戦していく展開が想定される。今後 1~2 四半期はかかる状況を受けた市場心理の悪化に備えたい。
- 長期化するウクライナ戦争の戦況にも変化の兆しが見えている。戦争の早期終結を訴えるトランプ米大統領がロシアに譲歩しながら停戦を持ち掛けており、ロシアもこれに前向きな反応を示している。一方、当事国であるウクライナは資源協定の合意巡る会談で米国との関係に亀裂が入り、米露間の交渉にも立ち会うことは出来ない状況が続く。結局、ロシアはウクライナの属国化、アメリカはウクライナへの軍事支援の見返りに、鉱物資源の権益を取得するといった幕引きになるとの見方も強まっている。仮にそうなった場合、トランプ政権のロシアに対するディール外交が結実したかたちであるが、戦争に巻き込まれたウクライナや米国と同様に支援を継続してきた欧州との関係には遺恨が残ることになる。こうした状況を受けて欧州首脳は、停戦後のウクライナを巡る有志国連合の協議を開始。ロシア・ウクライナの国境間の安全保障確立に努める姿勢だが、どれだけの実効力が生まれるかには疑問が残る。
- 大国間の権益を優先した格好での戦争の終結は、最悪、一国の軍事侵攻を肯定しかねない。世界を見渡すと東・南シナ海域における領土・権益問題、中東・パレスチナをはじめ国境間での緊張が高まる地域は数多く、どこが次の紛争の舞台となっても不思議はない。こうした中で、米国が戦争の仲裁に入ることもあるだろうが、今回の様に大国の思惑が重要視され小国の救済が蔑ろにされるケースも想定せざるを得ない。あくまで現段階では想像の域を出ないが、今後軍事侵攻を受けた国がトランプ政権のディール外交の駒になってしまう怖さはある。これは新興国通貨の相場見通し作成上でも大きなリスク要因である。

図表 1:新興国通貨騰落率(2025 年 2 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 2 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 米国に対する報復関税を決定

シニアマーケット・エコノミスト

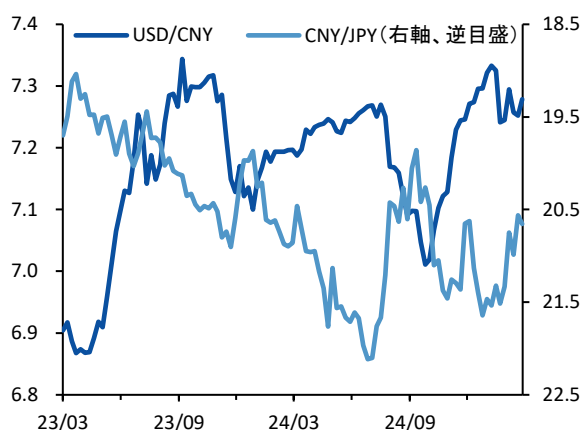
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

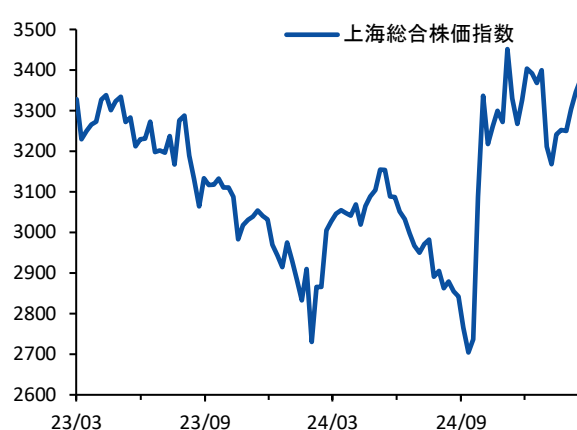
- 2 月の CNY は対ドルで▲0.5%下落。春節明け 5 日、7.27 台前半で取引を開始。月前半は米国に対する報復措置公表など、米中貿易摩擦の深刻化が嫌気され 7.31 付近まで上昇。月半ばにかけて軟調な米経済指標や米金利低下が支援材料となり、一時 7.22 台まで持ち直した。しかし、月後半にはトランプ政権による対中規制強化やユーロ圏やカナダ・メキシコに対しての関税強化を示唆する報道が重しとなり 7.29 台まで反落し、その水準で取引を終えた。
- トランプ米大統領は 4 日、中国からの全ての輸入品に 10%の追加関税を課すことを決定。対して中国はこの対応を強く非難し、10 日、米国から輸入する石炭や液化天然ガス(LNG)などに最大 15%の追加関税を課すことを決定した。この報復関税については、米国に対して経済・貿易の問題を政治化することを止めさせる意図があると表明した。中国は対話による協議が重要だとの考えを示しているが、トランプ大統領は習近平国家主席との協議については急がない方針で、交渉が長期化する場合は追加関税を賦課する姿勢を一貫している。
- また両国の対立は通商面だけでなく、政治面にも波及しつつある。米務省は米台関係に関する情報をまとめたファクトシートを更新し、台湾独立を支持しないとの文言を削除した。これに対し中国はこの文言の修正を求める旨の表明をしており、米中間の外交問題は地政学方面にも拡がっている。
- 国内経済について、春節の影響で複数の経済指標の公表が持ち越されているが、状況に大きな変化はない。1 月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.5%、コアベースでは同+0.6%とそれぞれ前月から加速したが、これらは春節の一時的な影響とみられる。不動産市況については住宅販売価格が前月比で新築・中古ともマイナス圏を推移、郊外部での価格下落が足を引っ張った格好だ。
- 3 月の CNY 相場について、引き続き米中貿易摩擦に関連するヘッドラインに市場が神経質となりながら方向感の見えにくい推移が続くと予想される。過去、中国経済の先行き不透明感を受けて各国の対中投資に関する姿勢が悪い方向に変わりつつある点を言及したが、中国から米国向けの投資も減速していることが顕在化しつつある。両国の関係悪化は経済面で双方にマイナスに働くことは避けづらく、CNY の買い要素を探るには内需部門の好転が必要不可欠だろう。3 月には全人代が予定されるが、既に市場ではまとまった規模での景気刺激策を予想する声が多い。ここでの情報発信が市場期待に沿えば買い戻しの動きも出る時間帯はあろうが、CNY 高トレンドの定着には至らないだろう。

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: RBI は 5 年ぶりの利下げを実施

マーケット・エコノミスト

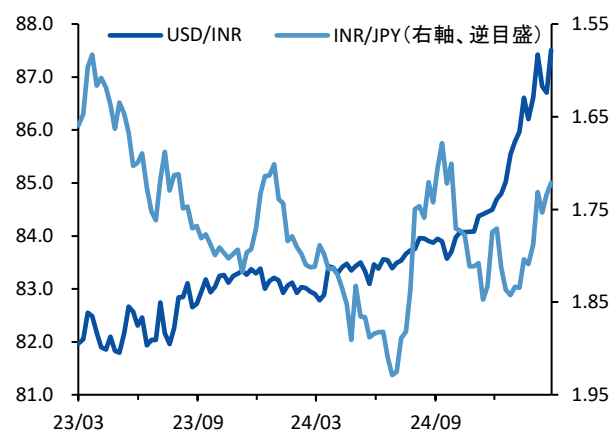
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 2 月の INR は▲1.02%と続落した。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、過去最安値を更新するなど上値の重い印象が強かった。
- RBI は 2 月金融政策委員会 (MPC) で政策金利のレポレートを市場予想通り▲25bp 引き下げ、6.25%とした。利下げは 2020 年 5 月の臨時会合以来、約 5 年ぶり。RBI はインフレ見通しを据え置いた一方で、成長率見通しを引き下げた。声明文でも、インフレ高進よりも景気軟化へ配慮する段階に入っているので利下げに着手したことが示唆されている。マルホトラ総裁も、「より制限的ではない金融政策が適切」と利下げ着手の理由を説明した。
- 市場の注目は、今後の利下げペースに集まる。この点、筆者は毎会合の連続利下げは見込んでいない。理由は主に 3 点だ。まず 1 点目だが、2 月会合の声明文や総裁会見では、利下げ継続の示唆はなかった。2 点目に、今回の見通しに基づけば、消費者物価指数 (CPI) が目標中心 (+4.0%) を明確に割り込むのは、2025 年 10~12 月期である。利下げを急ぐ段階にはない。3 点目に、今年度と来年度の GDP 見通しはそれぞれ+6.4% (前年比、以下同様)、+6.7% だが、決してこれは低い水準ではない。比較対象となる 2023-24 年度の+8.2% という数字が高すぎるだけで、例えばパンデミック期までの 10 年間の平均成長率は約+6.6%である。巡航速度に戻るだけで、正常な景気循環と言える。
- 以上の要素に鑑み、筆者は向こう 1 年間に開催予定の 6 回の MPC で、2~3 回の利下げが行われると想定する。この前提に立てば政策金利は、5.50%か 5.75%になる。パンデミック後でさえ政策金利が 4.00%もあったこと、上記の通り経済物価情勢がハイペースな利下げを支持しないことなどに鑑みれば、妥当な水準と考えている。
- 3 月の INR は、上値の重い推移を予測する。2 月も海外投資家によるインド株式市場からの資金流出が続いたが、そのペースは確実に軟化しつつある。資金フローに伴う INR 安圧力は徐々に剥落に向かう。3 月は RBI の MPC は予定されておらず、FOMC も無風とみられる。金利面での売り買いに変化はないと想定される中、貿易フローに伴う恒常的な INR 売り圧力が引き続き重しになる。その一部が証券投資フローで相殺されるとの想定の下、緩やかな INR 安が続くと想定したい。

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 は再び様子見姿勢に移行

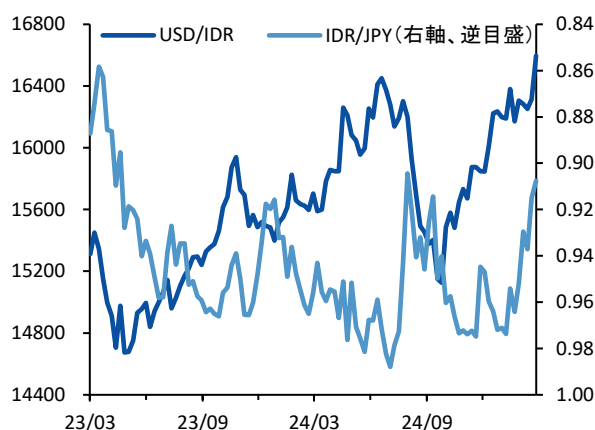
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

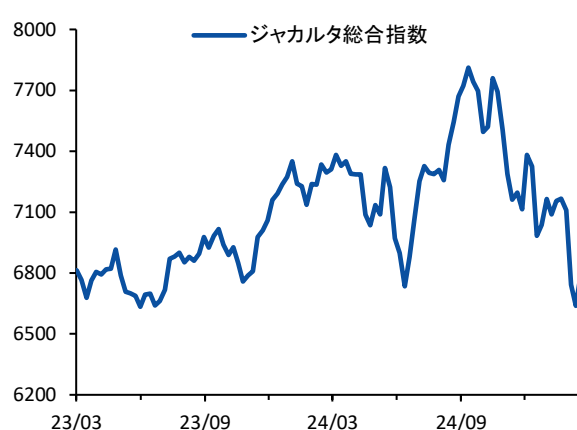
- 2月のIDRは▲1.7%下落した。月初は米政権による追加関税を巡る懸念が重しとなり16500を突破した。しかし、カナダ・メキシコへの関税発動が延期されると16300台へ反発。ウクライナ情勢改善への期待などもリスク心理を改善させ一時16200台まで上昇も、月末は16500台後半まで反落した。
- インドネシア10～12月期実質GDP成長率は前年比+5.02%と7～9月期から加速し、市場予想(同+4.96%)も上回った。個人消費の底堅さが全体を押し上げた。年間の実質GDP成長率は同+5.03%と2023年(同+5.03%)から僅かに鈍化しほぼ市場予想通りとなるも、3年ぶりの低い伸び率となった。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は2月18～19日に開催した金融政策会合で、政策金利を従来の5.75%で据え置いた。1月会合ではサプライズで利下げ再開に動いたが、再び様子見姿勢に移行した格好だ。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などが目立った。
- 物価動向に関し、1月消費者物価指数(CPI)は+0.76%と12月および市場予想の+1.86%を下回った。ただこれは電力補助金の影響が大きく、変動の激しい食料品価格と政府の統制価格を除くコアCPIは、+2.36%と12月および市場予想の+2.29%を上回っている。基調的物価の伸びの水準は依然低いとはいえ、足許では下げ止まりあるいは反発している。かかる中BIは、「2025年および2026年にかけてインフレ率を目標圏内に抑制する努力を約束する」と自信を示している。ペリー総裁は、今回の据え置き決定は「物価目標への努力、IDRの安定維持、および経済成長を支える必要と一致する」と理由を説明した。先行きに関してペリー総裁は、「更なる利下げ余地を評価する」と述べており、利下げ路線の継続を示唆している。そのタイミングは結局為替と米金融政策動向次第だろう。2025年半ばにかけて▲25bp×1～2回の利下げが行われ、政策金利が5.25%程度まで引き下げられるとの従前予想を維持する。
- 3月のIDRは引き続き上値の重い展開を想定する。米国との通商関係は強くないにせよ、米関税動向次第では新興国市場が下押しされる局面ではIDRも他のアジア新興国通貨に連れて軟調となるだろう。BIは3月も金融政策会合を開催予定であるが、引き続き様子見姿勢を維持する公算が大きい。そのため2月同様に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: 政治・経済とも KRW 買い材料に欠く

シニアマーケット・エコノミスト

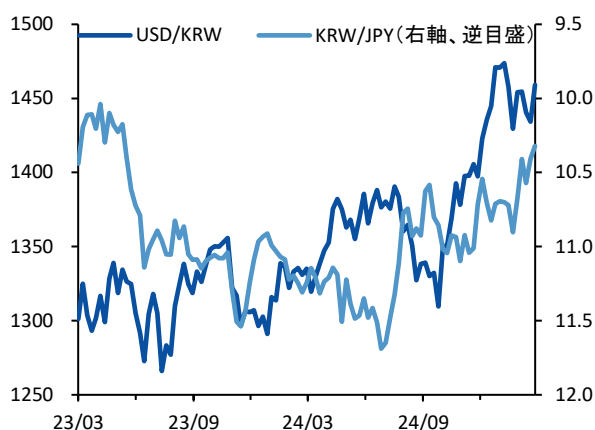
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

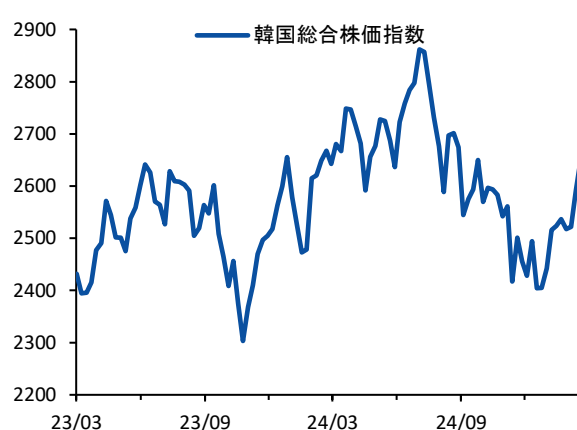
- 2 月の KRW は月間で▲0.4%の下落。月初、1470 付近で取引を開始。月前半は米国によるカナダ・メキシコへの追加関税発動延期が支援材料となるも、中国向けの関税強化が決定すると 1450 近辺でのみ合いになった。月半ばにかけては、ウクライナ情勢についての地政学リスクが後退し、KRW は一時 1420 台まで上昇。月後半は韓国銀行(中央銀行、BOK)の利下げや米通商政策に関する不透明感が嫌気されて、1460 台まで急落した。
- 25 日、尹錫悦大統領は自身の弾劾裁判の最終弁論を終えた。同氏は、非常戒厳令が発布の必要性を改めて訴えた上で、職務に復帰した場合は対外関係に重点を置き、国内の問題は首相に大幅な権限を渡すと述べ、憲法改正と政治改革を進める方針を示した。弾劾裁判の結果は 3 月にも下される予定であるが、現状では尹氏が罷免されるという見方が強い。
- BOK は 25 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%から 2.75%に引き下げた。BOK の利下げは 24 年 11 月会合以来の決定で、昨年 11 月の利下げ開始から 3 度目の実施となった。
- また、BOK は今回経済物価見通しを更新。国内経済については、見通しをまとまった幅で下方修正した。昨年 11 月時点では 25 年の成長率を前年比 +1.9%と設定していたが、国内の政情不安や内需の減速及び輸出鈍化が懸念される中で、従前よりも▲0.4%ポイント下方修正し同+1.5%とした。物価動向について、総合・コアベースとも BOK のインフレ目標近辺での推移が続くが、上昇基調にある。その要因は原油価格の反転上昇や KRW の下落に伴う輸入インフレが大部分を占めており、短期的なインフレ加速には引き続き注意したい。なお、25 年の物価見通しは、総合ベースを同+1.9%、コアベースを同+1.8%に設定し、インフレは穏当な水準に収束するとの見方を示した。
- 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るという方針を維持したが、金融政策の主眼が明確に景気支援にシフトしている印象を受ける。一方で、今後の利下げペースについては意見が割れており、米国の関税政策をはじめ、外部環境の変化を見極めた上で判断されるだろう。
- 為替見通し上では、BOK の見通しで示された通り、貿易黒字の縮小懸念がネックとなる。米国の韓国に対する関税が強化されれば、これを嫌気した売りが強まることも考えられる。加えて、韓国の政治及び外交機能が少なくとも数か月は正常に機能しないであろうことも不安材料で、KRW の買い材料は多くはない。

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: 次の相場材料を探る地合いに

シニアマーケット・エコノミスト

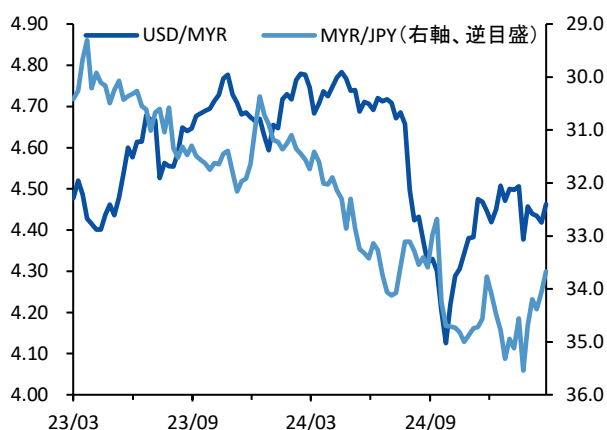
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のMYRは対ドルで前月比▲0.1%の下落。月初4.47台で取引を開始し、メキシコ・カナダに対するトランプ関税発動が延期され、その安堵感から4.41台まで上昇。中旬は、タカ派なFRBの情報発信や米政府が相互関税の導入を検討するとの報道に一進一退の動きが続いた。下旬は複数の米国経済指標の軟化と米金利低下を受けて、一時月高値の4.39台まで上値を戻したが、月末にかけてトランプ関税を巡り、リスク心理が悪化すると4.47台に急落した。
- 10～12月期の経常収支は+114億リンギの黒字を記録。2024年の経常収支は+328億リンギの黒字となり、前年の+282億リンギから増加した。内訳をみると、貿易黒字が+1171億リンギと23年から▲14.0%縮小したが、サービス収支の改善も目立った。財輸出について、中国向けはやや伸び悩んだが、米国や近隣のASEAN諸国向けが堅調に推移した。特に米国については年間の輸出額が中国を上回り、シンガポールに次ぐ第2位の輸出相手国となった。また、輸入についても堅調な内需を背景に、前年比で+10.6%を記録した。国別ではこちらも米国からの輸入増加が顕著だった。金額ベースでは中国、シンガポールに次ぐ第3位であるが前年比では+42.1%と大きな伸びを見せた。
- 投資分野においても米国からの投資が加速しており、こうした状況から24年年間の第1次所得収支は統計で遡れる2005年以降で最大となる▲615億リンギの赤字を記録。近年マレーシアの経常黒字が縮小傾向にあるが貿易黒字の縮小のほか、第1次所得収支赤字の拡大による影響も大きくなっている。
- 統計上からも、マレーシアは中国依存からの脱却を図っていることが窺えるが、米国との関係が深まることによって、次はトランプ政権による関税強化の影響が必然的に懸念される。マレーシアの対米貿易黒字は21年をピークに縮小し、直近の米国為替報告書の監視リストからも除外されているが、トランプ大統領からのけん制は想定されよう。こうした中で、マレーシアは今年に入りEUとのFTA交渉を再開しており、その影響を最小限に留める構えだ。
- 3月のMYRは引き続き方向感を欠く展開を予想する。10～12月期実施GDP成長率の上方修正など、国内景気について前向きな報道も見られ、個別要因で手放される可能性は周辺国通貨と比べて低い。トランプ関税を巡る市場心理の悪化に抗えるものでもない。また、3月にはマレーシア中銀の金融政策会合を控えるが、ここで金融政策の方向感が大きく変わることも予想しづらい。やはり主な相場材料となるのは米国の通商政策や金融政策の動きとなる。

図表 11: マレーシアリンギ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、みずほ銀行

フィリピン: 副大統領の弾劾訴追案が下院で承認

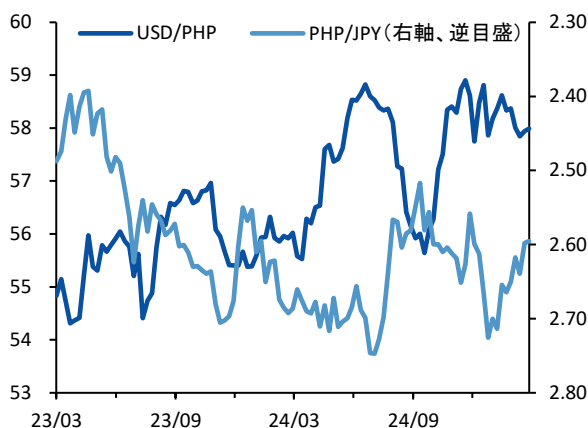
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 2月のPHPは+0.7%と上昇した。米国の追加関税発動への懸念を受けて58.70台まで下落するも、関税発動が回避され58台前半まで買い戻された。フィリピン下院によるサラ・ドゥテルテ副大統領の弾劾訴追の承認は為替への影響は限定的だった。米経済指標の冴えない結果やウクライナ情勢改善への期待から一時57.70台まで上昇。月末は58.00台付近で推移した。
- 下院はロドリゴ・ドゥテルテ前大統領の長女サラ・ドゥテルテ副大統領の弾劾訴追案を5日に承認した。弾劾訴追案は上院に送られ、上院議員による弾劾裁判が行われる見通しだ。マルコス大統領とサラ・ドゥテルテ副大統領の関係悪化が一線を越えたのはサラ・ドゥテルテ副大統領の物議を醸す発言が発端だ。2024年11月23日に記者会見でサラ・ドゥテルテ副大統領は自分が殺されるようなことがあれば、マルコス大統領夫妻とロムアルデス下院議長を暗殺するよう殺し屋を雇ったと述べた。両者の関係悪化はマルコス政権が「麻薬戦争」と呼ばれる強硬な違法薬物対策を展開したロドリゴ・ドゥテルテ前大統領に対する国際刑事裁判所の捜査に協力する姿勢を示したこと。また、憲法改正を進めていることや、副大統領の機密費の不透明な使用が問題視され議会在2024年度予算で副大統領の機密費を承認しなかったことなどが背景にある。
- フィリピン中央銀行(BSP)は、13日に金融政策会合の結果を公表し、政策金利を5.75%に据え置くことを決定した。2024年8月会合では、約4年ぶりに利下げに着手し、前回12月会合まで3会合連続で▲25bpの利下げを実施してきた。ブルームバーグの事前予想では、調査対象者のほぼ全員が▲25bpの利下げを見込んでいたため、据え置きはサプライズとなった。
- レモナ総裁は今回の決定について、依然として緩和サイクルにあるものの、世界貿易の動向を踏まえ、現時点ではインフレ及び経済成長の見通しは不透明と指摘した。先行きの金融政策に関しては、次回4月会合はデータ次第とし、据え置きの可能性もあるとしつつ、利下げを実施しても▲25bpにとどまらうと述べた。貿易を含め様々なことが不透明なため、慎重に見極めていく姿勢を強調した。不確実性は大きいですが、BSPは緩和姿勢に変化はないことから、前半と後半に▲25bpずつの利下げを予想する。
- 3月のPHPは引き続き米国の関税政策や金融政策の動向に影響されるものの、過度な下落は見込まない。ただ、マルコス家とドゥテルテ家の支持者間による抗争が起きた場合、情勢悪化を招きPHPの重しとなるリスクに注視したい。

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

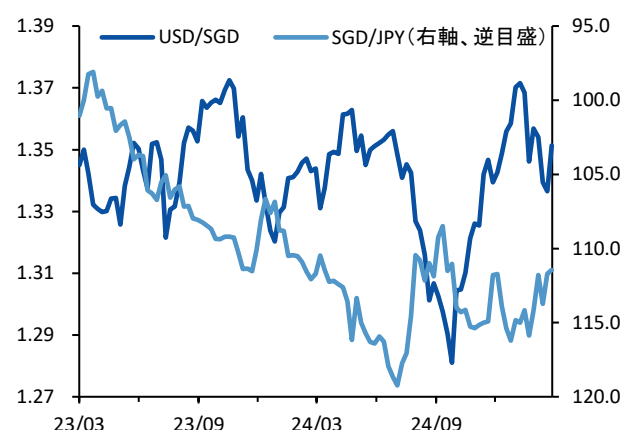
シンガポール:SGD 上昇に関する要因整理

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

- 2 月の SGD は対ドルで+0.4%上昇した。トランプ米大統領が関税賦課を打ち出したことを受け、本欄では SGD が軟化する可能性を考慮していたが、実際は ASEAN 通貨での比較ではアウトパフォームした格好だ。
- トランプ政権が相互関税の導入を検討していることから、シンガポールが米国製品に課している輸入関税のレベルを検証する必要がある。実のところ、シンガポールは米国と FTA を結んでいるため、米国からの輸入品には事実上、関税がかからない。また、ASEAN 諸国の中では珍しく、シンガポールは対米貿易収支が赤字であり、報復を受ける可能性も比較的低いとの見方もあるようだ。日々のトランプ関税にかかる報道や米国債利回り低下を背景にリスクオフムードが強まっている中で、域内のリスクオフ通貨として SGD の魅力を高めている。
- MAS の金融政策に目を向けると、インドネシア銀行(BI)、フィリピン中央銀行(BSP)といった周辺国中銀と比べ、MAS にとってさらなる金融緩和のハードルは高い。S\$NEER(シンガポールドル名目為替レート)の政策バンド中央点の引き下げには、世界経済の急減速などの非常事態が発生することが条件となる。一方、MAS は 25 年にかけてインフレが収束していくとの見方を示しているが、関税強化や通貨安を通じた輸入インフレに対する警戒を解いていない点も留意が必要だ。
- 景気支援という観点では、基礎的財政収支が GDP 比▲0.6%の赤字となっているように、適度な財政拡張が景気に良い刺激を与え、金融政策のみに頼ることなく、成長への逆風に対するバッファにもなることが期待される。この前提の下で、MAS は現行の政策を維持して先行き不透明なこの時期を乗り切っていくことをメインシナリオとしており、仮に世界的な保護貿易の潮流が成長を妨げることが明らかになった場合に限り、救済策を打ち出すものと予想される。
- ここまで MAS の金融政策を詳述したが、為替の面ではやはりドルの動きが SGD の方向感を左右すると引き続き予想する。25 年上半期は特に米国の金融政策と通商政策に市場が一喜一憂しながら双方向に値が動く可能性を残す。一方で、25 年後半は段階的な持ち直しを見込む。3 月の全人代で打ち出されるだろう大規模な内需支援策を通じて、中国経済が前向きになっていく点にも期待したい。こうした中で、リスク心理が改善し CNY が安定することや MAS が現政策の方向性を維持することが SGD 相場を下支えすると予想する。

図表 13:シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14:シンガポール ST 指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ:トランプ関税を警戒し、追加利下げを決定

シニアマーケット・エコノミスト

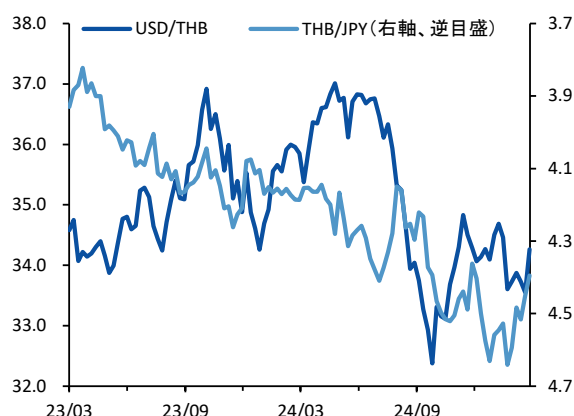
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

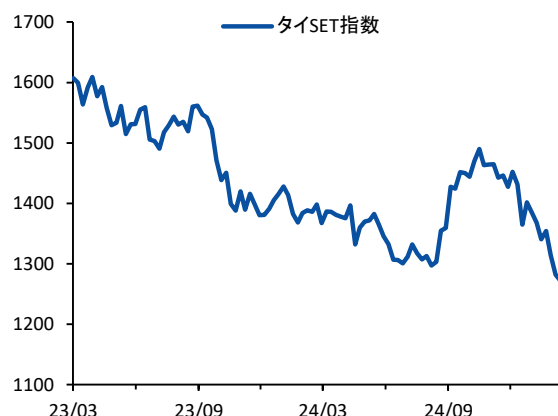
- 2 月の THB は対ドルで前月比▲1.5%の下落。月初、33 台後半で取引を開始。月前半は米国によるカナダ・メキシコへの追加関税発動延期が支援材料となるも、中国向けの関税強化決定が重しに。月半ば、複数の米国経済指標の軟化や米金利の低下が支援材料となり、一時 33 台前半まで上昇。以降は、トランプ政権の関税強化を示唆する発言やタイ中央銀行(BOT)による利下げを決定などが材料視されて THB は急落、月末は 34 台で取引を終えた。
- BOT は 26 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の 2.25%から▲25bp 引き下げ 2.00%とした。今回の利下げは 7 人のメンバーのうち 6 人が賛成し、昨年 10 月会合以来の決定となった。
- 声明文では、国内の景気動向について景気減速に対する懸念を強めた。会合の 1 週前に公表された 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+3.2%と前四半期の同+3.0%から数字の上では加速した。しかし内訳をみると、実体経済の停滞感が強まっているのが実情に思える。GDP を押し上げた主因は外需部門となっており、内需部門について、個人消費は前年比との比較ではプラスとなっているものの、前期比では僅かながらマイナス成長となっている。なお、BOT は 25 年の成長率予想について、今年(同+2.5%)を少し上回る水準としたが、昨年 12 月会合時点の同+2.9%から下方修正された。先述の内需部門の減速に加えて、米国の関税強化に伴う輸出の鈍化を盛り込んだ格好だ。
- 物価動向について、25 年の総合 CPI は BOT の目標レンジに収束するとの見方を示した。インフレリスクは下方方向に傾いており、原油価格の動向や輸入品との価格競争が物価を押し下げる可能性があることに言及した。
- かかる中、BOT は長期的に持続可能な成長、金融市場の安定性を維持する必要性を強調し、利下げについては経済成長に関する下振れリスクが強まったことが要因と説明した。一方、BOT は今回の決定が継続的な利下げに繋がるものでなく、追加利下げのハードルは高いとの見解を示した。
- 3 月の THB 相場も引き続き短期的な米国の景気や金融政策動向に揺れる展開が続くそう。一方で、年央以降で警戒したいリスクは貿易黒字の下振れによる需給環境の悪化だ。本欄では観光業の完全復活を背景に THB のサービス収支は改善を見込むが、貿易黒字の縮小によって相殺される懸念が残る。この点は世界経済の動向のみならず、米国の通商政策にも大きく左右される論点であるため、関連するヘッドラインは引き続き注視したい。

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:ウクライナ停戦期待が唐突に高まる

シニア為替ストラテジスト

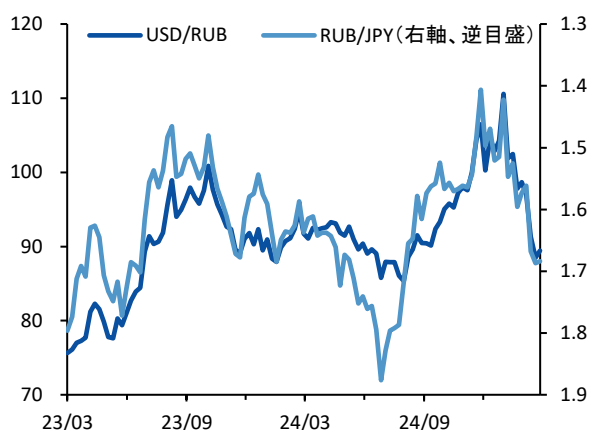
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

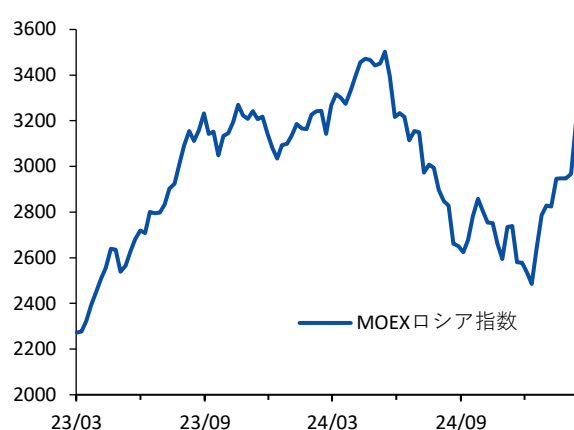
- 2 月の RUB は対ドルで急騰。1 月末の対ドル 100 前後から、2 月下旬には 85 前後まで一気に 15% 近く上昇する場面が見られた。RUB の上昇はウクライナ戦争の停戦期待を反映したものと見られる。
- ウクライナ情勢を巡っては、米国とロシアが欧州、ウクライナの頭越しに直接交渉を始めている。12 日にトランプ米大統領がプーチン大統領と電話で協議したほか、18 日にサウジアラビア、27 日にトルコで両国の高官が会談した。
- 欧州はフランスのマクロン大統領、英国のスターマー首相が 2 月、相次いでワシントンを訪問し、トランプ氏の説得に努めている。トランプ政権はウクライナに対し、支援継続の見返りに鉱物資源の権益を要求している。ゼレンスキー大統領はいったん拒否したものの、その後は合意に前向きな姿勢を示し、28 日にワシントンを訪問し、協定に署名する見込みである。ただし、ゼレンスキー氏はこの二国間協定は暫定的なものとして、ロシアの新たな侵略行為を阻止することを目的としたアメリカによる安全保障の保証を含む、さらなる合意を望んでいると述べている。
- RUB への影響という観点では、ロシアが停戦協議の一環として米国に制裁解除を要求しているという話が出ていることが焦点となる。ロシアからの要求には、ドル決済からの排除などの金融制裁の緩和も含まれていると見られる。
- 仮に米国とロシアでそういった合意があったとして EU が追随するかは不透明ながら、米露の直接協議開始を受けて、欧州のガス価格が下落するなど、市場ではロシア産エネルギーの欧州への流入拡大を期待するような動きとなっている。RUB もしばらくは上昇の流れが続く可能性はあるだろう。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 18: MOEX ロシア指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

南アフリカ: 米国との関係が悪化

シニア為替ストラテジスト

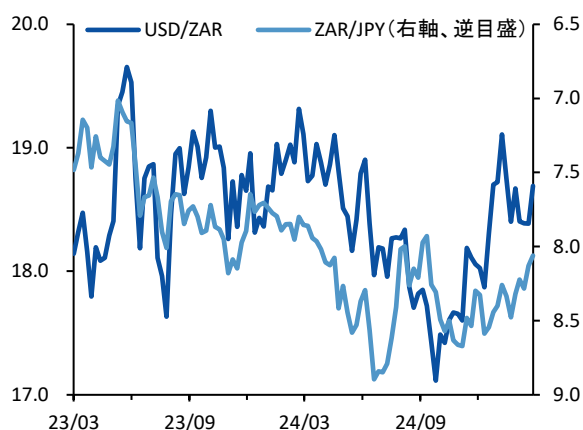
中島 將行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 2 月の ZAR は外交面・政治面の混乱を受けて上下に乱高下したものの、月間を通して対ドル、対ユーロレートを見ればほぼ変わらずとなった。
- トランプ米大統領が 2 月 2 日、南アフリカで先月成立した土地収用法に抗議し、同国への資金援助を全面停止すると発言したことが注目を集めている。南アフリカでは、1 月にラマポーザ大統領が、国家が公的利益のために私有地を収用しやすくする法案に署名した。収用法はアパルトヘイト全盛期にあった 1975 年施行の旧法に替わるもの。旧法がもたらした人種間での富不均衡は現在も続いており、南アでは人口のわずか 7% を占める白人が、農地の 4 分の 3 近くを保有している。もっとも、新法で私有地の接収が可能なのは極めて限定的なケースに限られる。トランプ氏の発言の背後には、トランプ氏の選挙を巨額資金で支援した南ア出身の富豪イーロン・マスク氏の存在があるとも指摘されている。同氏は南アでは白人農家に対するジェノサイドが行われているとする陰謀論を拡散している。
- 米政府は調査を行ったうえで結論を出すとしているほか、米政府による資金援助の規模がそれほど大きくないことを考慮すれば、経済的悪影響は小さいと見られる。ZAR は対ドルで一時▲2% 程度下落したが、その日のうちに下げ幅を縮小した。
- 一方、南ア国内の政治情勢では、2 月 19 日に予算案の発表が延期されたことが注目を集めた。連立政府の主要パートナーである民主同盟 (DA) と折り合わなかったことが要因だ。DA は、アフリカ民族会議 (ANC) が提案した付加価値税 (VAT) の +2% ポイントの引き上げに反対したことが理由であると説明し、政府は増税の前に効率化をまず図るべきと主張している。修正予算案は 3 月 12 日に発表される予定とされる。
- 先行きの ZAR は、南アフリカ準備銀行 (SARB) の慎重な金融政策のスタンスを考慮すれば、米国との金利差が引き続きサポート要因となると見ている。ただし、外交面・政治面の混乱は今後も ZAR 相場の攪乱要因となりうる。また、トランプ政権は関税の発表と撤回・延期を目まぐるしく行っており、金融市場の攪乱要因となっている。ZAR は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れる展開が継続するだろう。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:トルコ中銀はインフレ予測値を引き上げ

シニア為替ストラテジスト

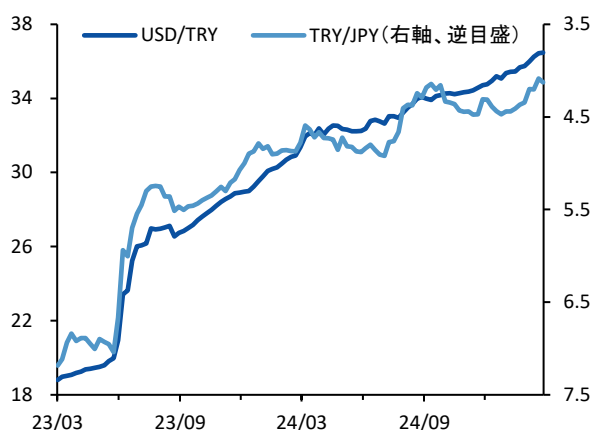
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

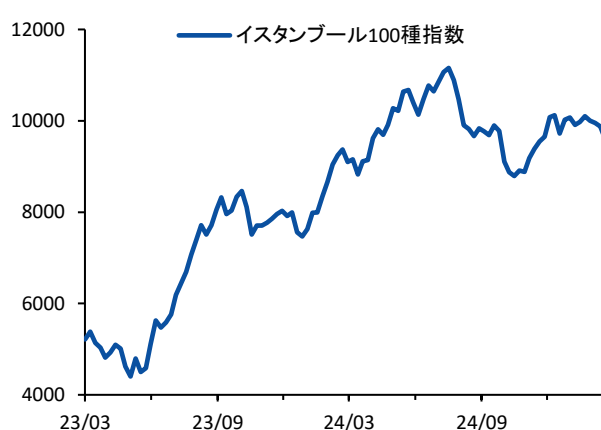
- 2月のTRYは対ドルで緩やかな下落傾向が続いている。トルコ中央銀行(CBRT)は12月に引き続き1月会合でも連続で▲2.5%の利下げを発表しているが、政策金利(45.0%)がインフレ率を上回る実質政策金利がプラスの状況が継続している。2月3日に発表された1月消費者物価指数(CPI)は前年比+42%と昨年12月の同+44%から再び鈍化した。
- インフレ率は足許で低下傾向にあるものの、先行きの高止まりへの懸念は根強い。トルコ中央銀行は2月7日に2025年末のインフレ予測を前年比+24%と、昨年11月時点の同+21%から引き上げた。カラハン総裁は「我々は自動操縦ではない。インフレ見通しが悪化するなら、あらゆる選択肢を検討する」と発言した。選択肢には利下げペースの変更、あるいは休止が含まれると述べており、マーケットではタカ派的(インフレ抑制的)と受け止められた。
- その後、2月25日に発表された家計の12か月先のインフレ期待は2月に年率+59.2%になった。1月の同+58.8%から上昇している。企業のインフレ期待は低下しつつある一方、家計のインフレ観測の根強さが浮き彫りに。インフレ期待の高止まりは、賃金の引き上げ要求などを通じて、実際のインフレ率の高止まりにつながる恐れがある。
- 一方、政治情勢ではクルド労働者党(PKK)の元指導者で服役中のオジャラン氏が27日に声明を出し、独立を求めるクルド人の勢力に対し武装解除を呼び掛けたことが注目を集めた。与党AKPや民族主義政党MHPは野党CHPの勢力拡大に対抗するため、クルド系の有権者の取り込みを図っていると見られている。トルコの次回の大統領及び議会総選挙は2028年6月に開催される予定だが、前倒し観測は根強い。
- インフレ期待の高止まりはリスク要因ではあるものの、実際のインフレ率が低下しつつある環境下では、次回3月6日に控える会合でも政策金利が引き下げられる公算が大きい。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。加えて、ウクライナ戦争の停戦期待の高まりに伴うエネルギー価格の下落はTRYのサポート要因である。TRYは先行き安定した展開を予想している。

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: 大きくなるスタグフレーションリスク

マーケット・エコノミスト

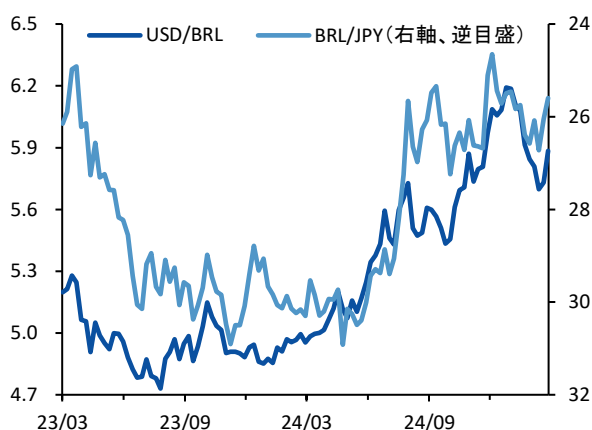
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 2 月の BRL は▲0.69%と下落した。5.8 台後半で取引開始後、18 日にかけては、財政悪化懸念の一巡やブラジル株高に連れる格好で上昇、一時 5.70 を割り込んで上昇した。その後は再びルラ大統領の情報発信などが嫌気され売り戻され、5.88 付近に下落して引けた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 2 月 4 日、1 月末に開催された金融政策委員会(Copom)の議事要旨を公表した。前回の本欄でも指摘した通り、声明文では、次回 3 月会合での+100bp 利上げの継続が示唆されていた。議事要旨においてもこのガイダンスが踏襲されており、3 月会合での+100bp 利上げはやはり堅い。ただ、その後の利上げパスに関しては明確な示唆は与えていない。
- 一方議事要旨からは、BCB が景気の先行きを不安視している様子も見て取れた。具体的には、景気減速の初期の兆候が見えていると指摘したうえで、予想以上の減速が進行した場合、デフインフレの効果を生み出す可能性がある、と説明している。確かに、小売売上高や月次経済活動指数は年末にかけて明確に下押し傾向にあり、足許で内需には陰りが見え始めている。
- これらの情勢に鑑みれば、BCB は 3 月会合以降、利上げペースを落とす可能性が高いのだろう。本欄では、6 月会合にかけ政策金利が 15.00%に達すると想定する。現行水準が 13.25%なので、5 月、6 月で計+75bp の利上げを行う計算だ。現在、市場参加者はこれより高い水準への利上げを見込む向きも多い。この点、筆者の見立てはややハト派的なのかもしれない。
- 3 月の BRL は上値の重い推移を想定。BCB は 3 月会合で+100bp 利上げを継続するだろうが、声明文などの情報発信はタカ派姿勢が弱まる可能性が高い。域内インフレ率は依然高いのだが、景気の弱まりへの配慮も必要な段階に入っているようにも映る。スタグフレーションのリスクは明確に高まっていよう。加えて、IMM 通貨先物のポジションを確認すると、2 月以降 BRL はネット・ロングに転じている。これは昨年 4 月末以来だ。財政にまつわる悪材料の出尽くしがショートポジションの撤退に寄与したのだが、だからと言って積極的に BRL のロングを積み増す状況とは思えない。金利、投機筋の動向を踏まえれば、年初以降の BRL 高が継続するとは考えにくいのが実情だ。同期間、財政に関する新規の悪材料は出てきていないのだが、当然この点も警戒が必要だ。

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: Banxico は利下げ幅を拡大

マーケット・エコノミスト

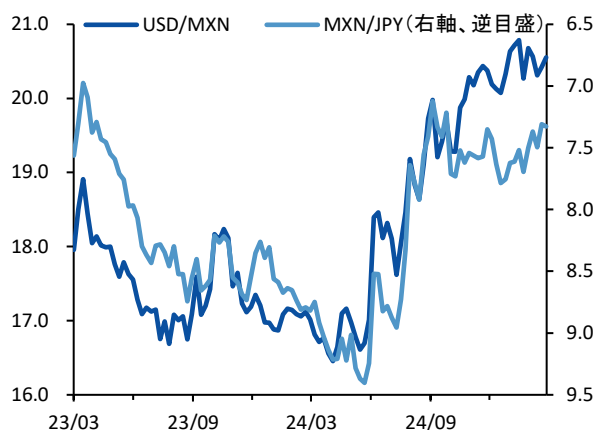
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 2 月の MXN は+0.62%と続伸した。月を通して 20.4 を中心としたレンジ推移に終始しており、総じて動意に乏しかった。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。
- メキシコ中央銀行 (Banxico) は 2 月金融政策決定会合で、政策金利 (翌日物金利) を▲50bp 引き下げ、9.50%にすることを決定した。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」と述べた。経済物価がある程度想定通り進めば、次回 3 月会合でも▲50bp の利下げを検討する、という宣言だろう。続けて、「インフレ環境を踏まえると、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みている」とも述べている。3 月会合以降も利下げ継続の意思は固い、と言い換えてよさそうだ。
- ハト派姿勢の強まりの背景には、足許の経済軟化、および経済見通しの悪化が挙げられよう。Banxico は 2 月 19 日に四半期インフレ報告書を公表したが、2025 年の実質 GDP 成長見通しに関し、前回 11 月時点の+1.2% (前年比、以下同様) から+0.6%に大きく下方修正した。また、この見通しは、米国による関税賦課に伴う直接的な影響を反映してはいない。もし実際に関税が発動されれば、一段と下方修正の余地があると考えられる。2 月会合直後時点では、筆者は年末時点の政策金利水準を 8.00%程度と予測していたが、想定以上の景気鈍化とともにディスインフレも進むのであれば、よりアグレッシブな利下げが支持されるのだろう。中期的な政策金利のパスは別問題にしても、3 月会合は▲50bp の利下げとともに、ハト派的な情報発信が期待できるのではないかと。
- 3 月の MXN は上値の重い推移を想定する。米墨金融政策動向の差は 3 月にさらに広がる見込みであり、金利面ではやはり MXN は買われにくいと考えられる。特に年半ばにかけてはこのような傾向は続く公算が大きい。もちろん、短期的には、金融政策動向より、米政権による関税方針のほうが MXN にとっては重要なだろう。本欄の基本シナリオは、実際の関税賦課は避けられるものの、あくまで「賦課延期」が当面続く、というものである。米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA) 見直しが 2026 年に控える中、トランプ氏によるメキシコ (とカナダ) への恫喝は当面続くと思われるのが無難であろう。一部では、早期の見直しの可能性も浮上しているようだ。

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 1～2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	7.2784	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル	(HKD)	7.7682 ～ 7.7955	7.7766	7.76	7.76	7.75	7.76	7.77
インドルピー	(INR)	85.653 ～ 87.950	87.513	87.1	87.8	86.5	86.0	86.0
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ～ 16598	16596	16400	16450	15800	15400	15230
韓国ウォン	(KRW)	1424.05 ～ 1477.46	1459.76	1470	1460	1450	1420	1400
マレーシアリング	(MYR)	4.3675 ～ 4.5185	4.4578	4.47	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ	(PHP)	57.783 ～ 58.715	57.957	58.8	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3312 ～ 1.3751	1.3492	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル	(TWD)	32.602 ～ 33.227	32.910	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ	(THB)	33.37 ～ 34.84	34.20	34.8	35.2	34.3	33.6	33.3
ベトナムドン	(VND)	25038 ～ 25594	25554	25550	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	85.2034 ～ 114.7788	89.4569	85.0	80.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	18.2981 ～ 19.2296	18.6155	18.4	18.2	18.0	17.8	17.6
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ～ 36.7157	36.5260	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	5.8846	5.95	5.90	5.90	5.95	6.05
メキシコペソ	(MXN)	20.1343 ～ 21.2932	20.4813	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	20.655	20.77	20.19	20.89	21.63	21.91
香港ドル	(HKD)	19.112 ～ 20.403	19.366	19.59	19.20	19.48	19.85	20.08
インドルピー	(INR)	1.706 ～ 1.848	1.721	1.75	1.70	1.75	1.79	1.81
インドネシアルピア	(100IDR)	0.900 ～ 0.981	0.907	0.927	0.906	0.956	1.000	1.024
韓国ウォン	(100KRW)	10.214 ～ 10.916	10.316	10.34	10.21	10.41	10.85	11.14
マレーシアリング	(MYR)	33.368 ～ 35.699	33.785	34.00	32.89	35.12	37.38	37.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.570 ～ 2.726	2.598	2.59	2.50	2.64	2.73	2.77
シンガポールドル	(SGD)	110.57 ～ 116.09	111.62	111.52	108.68	113.11	116.84	118.09
台湾ドル	(TWD)	4.531 ～ 4.843	4.576	4.61	4.54	4.65	4.77	4.83
タイバーツ	(THB)	4.380 ～ 4.653	4.403	4.37	4.23	4.40	4.58	4.68
ベトナムドン	(100VND)	0.5824 ～ 0.6253	0.5900	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	1.684	1.79	1.86	1.80	1.75	1.70
南アフリカランド	(ZAR)	8.034 ～ 8.525	8.089	8.26	8.19	8.39	8.65	8.86
トルコリラ	(TRY)	4.069 ～ 4.481	4.119	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	25.589	25.55	25.25	25.59	25.88	25.79
メキシコペソ	(MXN)	7.253 ～ 7.790	7.354	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 3 日の 10 時 05 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(2 月 28 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。