

ドル円・東アジア通貨為替見通し

～トランプ大統領再選で進展する世界の多極化、為替相場への影響は？～

2025年2月

みずほ銀行

金融市場部

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

G3通貨・新興国通貨に関する相場情報を中心に毎日更新中

<https://www.mizuhobank.co.jp/forex/report.html>

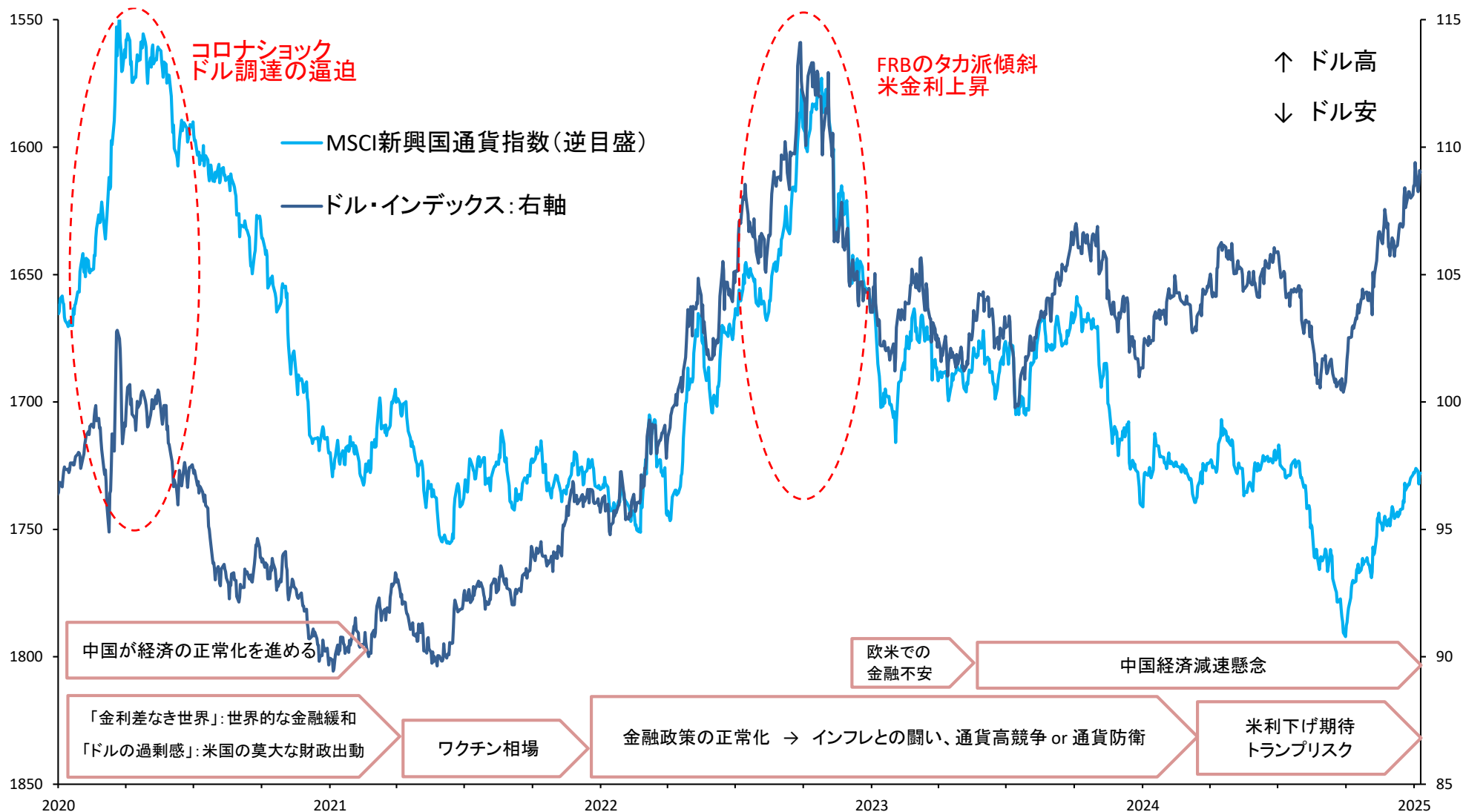
<https://www.mizuhogroup.com/bank/insights/exchange> (English)

レポート	レポート作成日	更新頻度
▶ みずほCustomer Desk Report	5月10日	毎営業日
▶ みずほマーケット・トピック	5月9日	週数回
▶ 今週の為替相場見通し	5月7日	毎週月曜日
▶ エマージングマーケットマンスリー	5月1日	月初3営業日以内
▶ エマージングマーケットウィークリー	5月2日	毎週金曜日
▶ IMM通貨先物のポジション動向	5月7日	毎週月曜日
▶ みずほディーラーズアイ	5月1日	月初3営業日以内
▶ 中期為替相場見通し	5月1日	毎月末
▶ 対外・対内証券投資の動向	4月8日	月一回
▶ 本邦企業が関係するクロスボーダーM&Aの状況	4月2日	四半期
▶ 通貨ニュース	5月10日	不定期
▶ 海外拠点レポート	随時	随時

その他の現地からの中国関連情報等は[中国情報](#)からご覧ください。

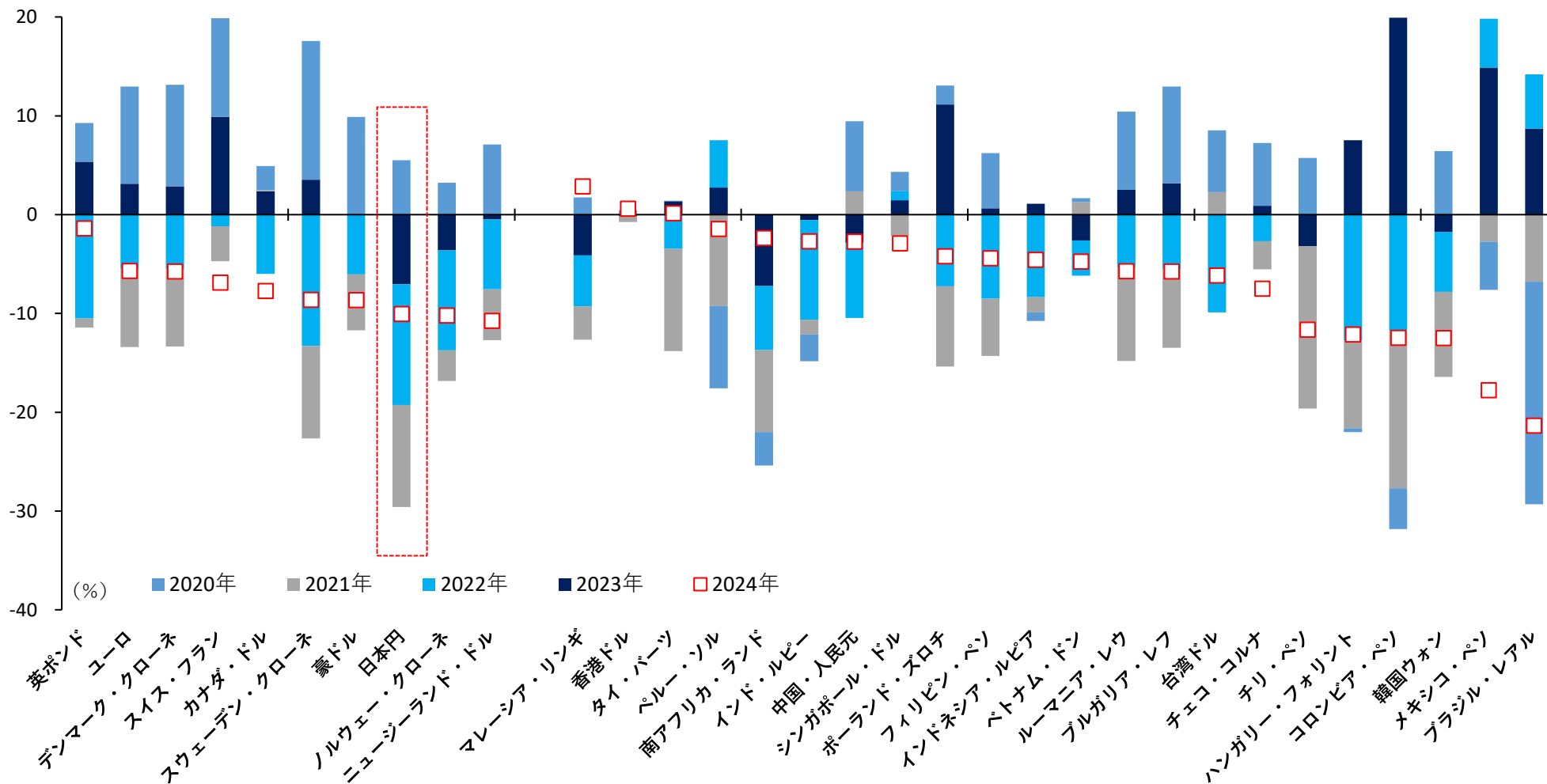
Weekly Economic Reportは廃止致しました。関連情報はみずほリサーチ&テクノロジーズの調査レポート「[MHRT Global Watch](#)」をご覧ください

ドルインデックスと新興国通貨インデックス



(出所):ブルームバーグ、みずほ銀行

各通貨の対ドルパフォーマンス



2024年12月30日時点
 (出所):ブルームバーグ、みずほ銀行

		現在 (%)	政策転換期		最近の政策変更		直近の政策動向	
			日付	水準 (%)	日付	変更幅	日付	決定事項
先進国								
米国	FFレート誘導目標	4.25-4.50	緩和: 2024/9/18	5.25-5.50	2024/12/18	-25bp	2024/12/18	-25bp
日本	当座預金残高の政策金利	0.25	引き締め: 2024/3/19	-0.10	2024/7/31	+15bp	2024/12/19	現状維持
ユーロ圏	預金ファシリティレート	3.00	緩和: 2024/6/6	4.00	2024/12/12	-25bp	2024/12/12	-25bp
英国	バンク・レート	4.75	緩和: 2024/8/1	5.25	2024/11/7	-25bp	2024/12/19	現状維持
豪州	キャッシュ・レート	4.35	引き締め: 2022/5/3	0.10	2023/11/7	+25bp	2024/12/10	現状維持
カナダ	翌日物金利	3.25	緩和: 2024/6/5	5.00	2024/12/11	-50bp	2024/12/11	-50bp
エマージングアジア								
中国	1年物最優遇貸出金利(LPR)	3.10	緩和: 2012/6/8	6.31	2024/10/21	-25bp	2024/12/20	現状維持
インド	翌日物レポ金利	6.50	引き締め: 2022/5/4	4.00	2023/2/8	+25bp	2024/12/6	現状維持
インドネシア	BI金利	6.00	緩和: 2024/9/18	6.25	2024/9/18	-25bp	2024/12/18	現状維持
韓国	7日物レポ金利	3.00	緩和: 2024/10/11	3.50	2024/11/28	-25bp	2024/11/28	-25bp
マレーシア	翌日物金利	3.00	引き締め: 2022/5/11	1.75	2023/5/3	+25bp	2024/11/6	現状維持
フィリピン	翌日物金利	5.75	緩和: 2024/8/15	6.50	2024/12/19	-25bp	2024/12/19	-25bp
台湾	再割引金利(公定歩合)	2.000	引き締め: 2022/3/17	1.125	2024/3/21	+12.5bp	2024/12/19	現状維持
タイ	翌日物レポ金利	2.25	緩和: 2024/10/16	2.50	2024/10/16	-25bp	2024/12/18	現状維持
ベトナム	リファイナンス金利	5.00	緩和: 2023/3/31	6.00	2023/5/23	-50bp	2023/5/23	-50bp
中東欧・アフリカ								
ロシア	1週間物レポ金利	21.00	引き締め: 2023/7/21	7.50	2024/10/25	+200bp	2024/12/20	現状維持
南アフリカ	レポ金利	7.75	緩和: 2024/9/19	8.25	2024/11/21	-25bp	2024/11/21	-25bp
トルコ	1週間物レポ金利	47.50	緩和: 2024/12/26	50.00	2024/12/26	-250bp	2024/12/26	-250bp
ラテンアメリカ								
ブラジル	SELIC金利	12.25	引き締め: 2024/9/18	10.50	2024/12/11	+100bp	2024/12/11	+100bp
メキシコ	翌日物金利	10.00	緩和: 2024/3/21	11.25	2024/12/19	-25bp	2024/12/19	-25bp

(注) インドネシア中銀は2023年12月21日に政策金利を7日物リバースレポレートからBI金利に変更

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

注: 24年12月末時点

ポイント：FRBの利下げ開始に伴う円相場の調整度合いは？

【各通貨ごとのポイント】

【ドル】FRBの大幅利下げ期待は後退、25年後半にも利下げ終了が争点化か？

【ユーロ】ECBの利下げペースはFRBよりも早まる。需給は引き続き堅調も、中核国の政情不安次第ではパリティ割れも視野に

【円】需給面の円売りはやや落ち着く。年央以降は金利主導の円安に。FRBが「利下げの終わり」を視野に入れる中、**「米利下げでもこの程度の円高」**を知る局面に

G3為替相場見通し（12月25日公表値）

	2024年 1～12月(実績)	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期
ドル/円	139.58 ～ 161.96 (157.30)	152 ～ 160 (154)	153 ～ 162 (156)	154 ～ 163 (157)	154 ～ 163 (160)	155 ～ 164 (162)
ユーロ/ドル	1.0332 ～ 1.1214 (1.0408)	1.01 ～ 1.06 (1.04)	1.00 ～ 1.05 (1.03)	0.98 ～ 1.03 (1.01)	0.96 ～ 1.01 (0.98)	0.98 ～ 1.03 (1.00)
ユーロ/円	154.94 ～ 175.42 (163.35)	157 ～ 165 (160)	157 ～ 165 (161)	155 ～ 163 (159)	153 ～ 161 (157)	157 ～ 165 (162)

(注) 1. 実績の欄は12月25日までで、カッコ内12月25日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

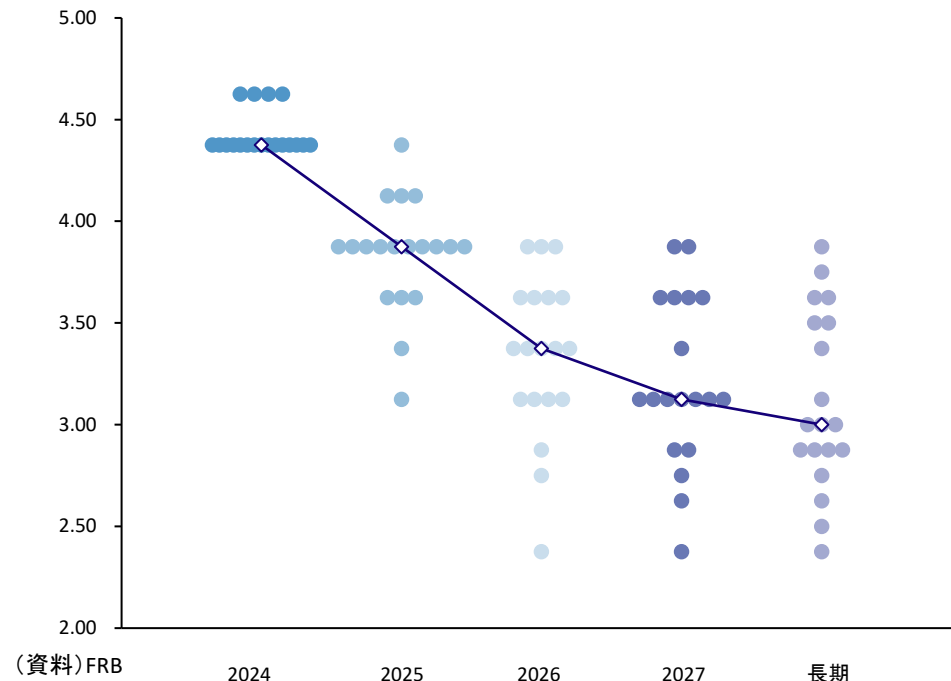
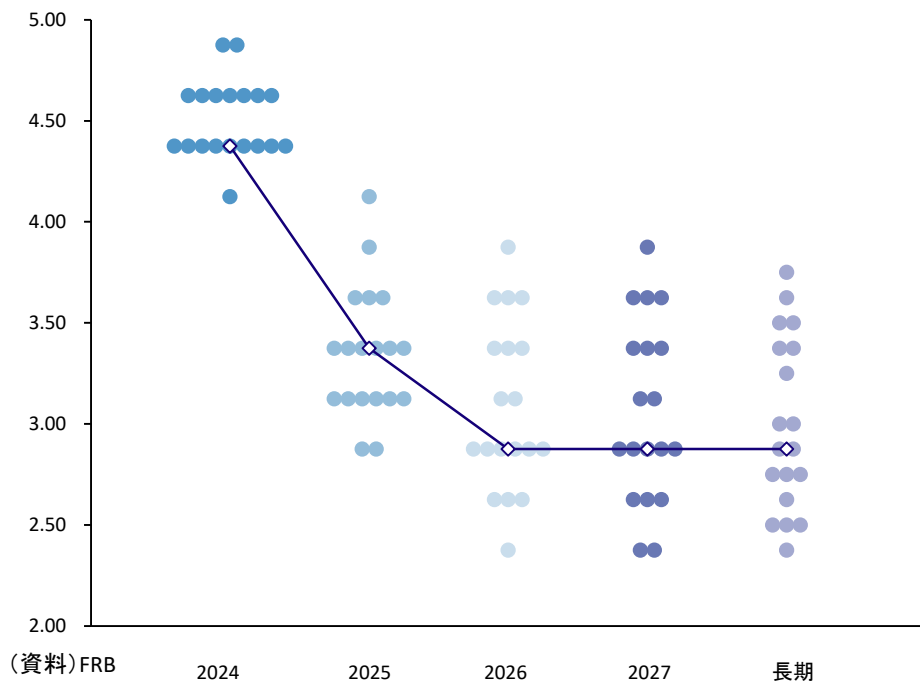
- 年前半の日米の金融政策について「日本は利上げ、米国は利下げ」が見込まれるもそのペースは不透明。懸念されるのは年後半以降のその次の動き
- 円の需給環境は24年から大きな変化は無さそうだが、円需給の強さが戻る訳ではない。数字の上では経常黒字国であるが、その源泉である対外直投で出て行った円はその大半が「戻らない円」として為替取引には直結せず

2025年のドル/円相場見通し、金利・需給のイメージ

		メインシナリオ	穏当なリスクシナリオ	極端なリスクシナリオ
金利	FRB	上半期中に2回利下げ	ノーランディングで利下げ無し	利上げ観測浮上
	日銀	上半期中に2回利上げ	政治的配慮で利上げ無し	通貨防衛で複数回利上げ
需給	経常収支	貿易収支主導でやや改善	原油急騰で悪化	輸出鈍化で悪化
	金融収支	「家計の円売り」は引き続き旺盛	「家計の円売り」に急ブレーキ	「家計の円売り」の巻き戻し
含意		押し目（円高）はQ1/Q2のみか	160円台定着シナリオ	170円台定着シナリオ

- 12月FOMCは▲25bpsの利下げを決定。利下げはほぼ既定路線であったが、25年の利下げ回数縮小が示唆されるなど、内容はタカ派であった
- パウエルFRB議長は利下げ路線継続を示唆したが、景気下振れリスクが弱まっている点にも言及。こうした中でインフレ率が2%近辺での動きが続けば中立金利が現在の想定よりも高止まりする可能性はある。ドットチャートでは25年いっぱいには利下げ継続が示されたが、早くて25年後半には利下げ終了が争点化することもある

FOMCメンバーによるドットチャート（%、左：24年9月時点、右：24年12月時点）



- 今回会合で更新された経済・物価見通しでは共に上方修正が施された。FRBが利下げ幅縮小を示唆したことも含めて、米経済の堅調さを追認しているとも読める
- 一方で物価見通しの上方修正について、一部トランプ次期政権による追加関税措置に対する影響を織り込み始めた点にも言及。米国第一主義に基づく関税強化はインフレ加速と景気鈍化という結果で将来の米経済に跳ね返ってくる可能性にも警戒したい

FRBによる経済・物価見通し（%、左：24年9月時点、右：24年12月時点）

	2024	2025	2026	2027	長期見通し
実質GDP成長率 (6月時点)	2.0 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0	1.8 (1.8)
失業率 (6月時点)	4.4 (4.0)	4.4 (4.2)	4.3 (4.1)	4.2	4.2 (4.2)
PCEインフレ率 (6月時点)	2.3 (2.6)	2.1 (2.3)	2.0 (2.0)	2.0	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	2.6 (2.8)	2.2 (2.3)	2.0 (2.0)	2.0	

(資料)FRB

	2024	2025	2026	2027	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	2.5 (2.0)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)	1.9 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率 (9月時点)	4.2 (4.4)	4.3 (4.4)	4.3 (4.3)	4.2 (4.2)	4.2 (4.2)
PCEインフレ率 (9月時点)	2.4 (2.3)	2.5 (2.1)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	2.8 (2.6)	2.5 (2.2)	2.2 (2.0)	2.0 (2.0)	

(資料)FRB

内政

- ①減税政策
- ②脱炭素政策

①米景気回復へ一定の寄与も、サービス物価再上昇の可能性？
②エネルギー価格の安定が期待できるが、抑え込むべきはエネルギー価格なのか

外交

- ①安全保障政策
- ②通商政策
- ③移民政策

①各国の国防負担増加、地政学リスクの高まりと財政圧迫
②高関税政策に伴う輸入物価の上昇
③移民排斥によって、逼迫する米労働市場を支えた外国人労働者の流入停止



インフレ再燃

**利下げ期待の後退
(or 利上げ再開)**

**国際協調の希薄化
(リスクオフ傾斜)**

本当にトランプ氏が目指すドル高の修正は達成されるのか？

◆ 利上げ姿勢は維持も、実施時期の見極めは現段階では難しい

- 国内の経済・物価動向は概ね日銀の思惑通りに推移も、米政治動向に関する不確実性は残るとし、国内のインフレの持続性や春闘の動向をはじめリスク諸要因を点検の上、利上げを検討していく方針を示した
- 総裁会見では、為替変動が物価へもたらす影響が強まっていることを認める。年末にかけて円安が再加速している状況に鑑みて日銀が早い段階で追加利上げに着手する可能性もあるが、市場がそれを許容するかには疑問が残る

日銀による経済・物価見通し(10月展望レポート)

日銀短観 仕入価格判断DI (大企業)

日銀政策委員の大勢見通し

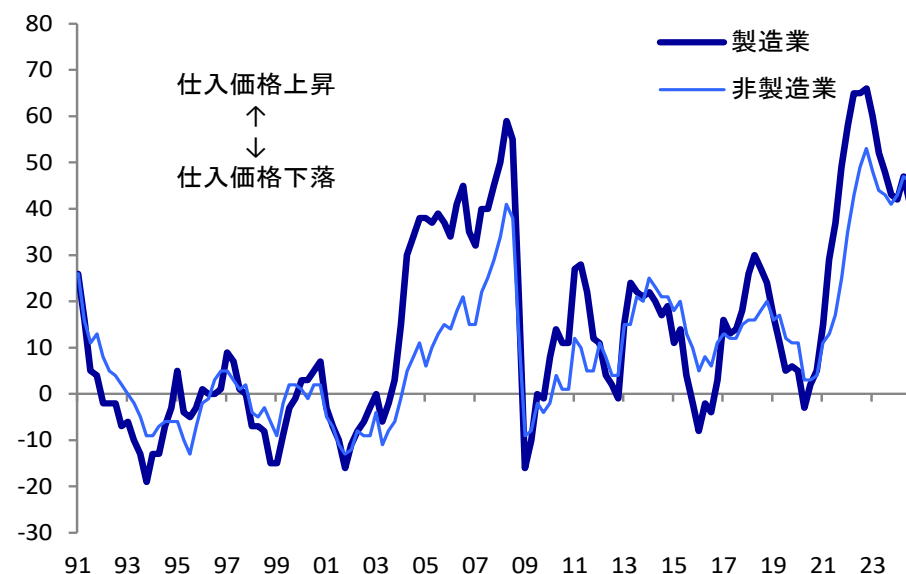
(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2024年度	0.5~0.7 <0.6>	2.4~2.5 <2.5>	1.9~2.1 <2.0>
7月時点の見通し	0.5~0.7 <0.6>	2.5~2.6 <2.5>	1.8~2.0 <1.9>
2025年度	1.0~1.2 <1.1>	1.7~2.1 <1.9>	1.8~2.0 <1.9>
7月時点の見通し	0.9~1.1 <1.0>	2.0~2.3 <2.1>	1.8~2.0 <1.9>
2026年度	0.8~1.1 <1.0>	1.8~2.0 <1.9>	1.9~2.2 <2.1>
7月時点の見通し	0.8~1.0 <1.0>	1.8~2.0 <1.9>	1.9~2.2 <2.1>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

(%ポイント)

仕入価格判断(大企業)

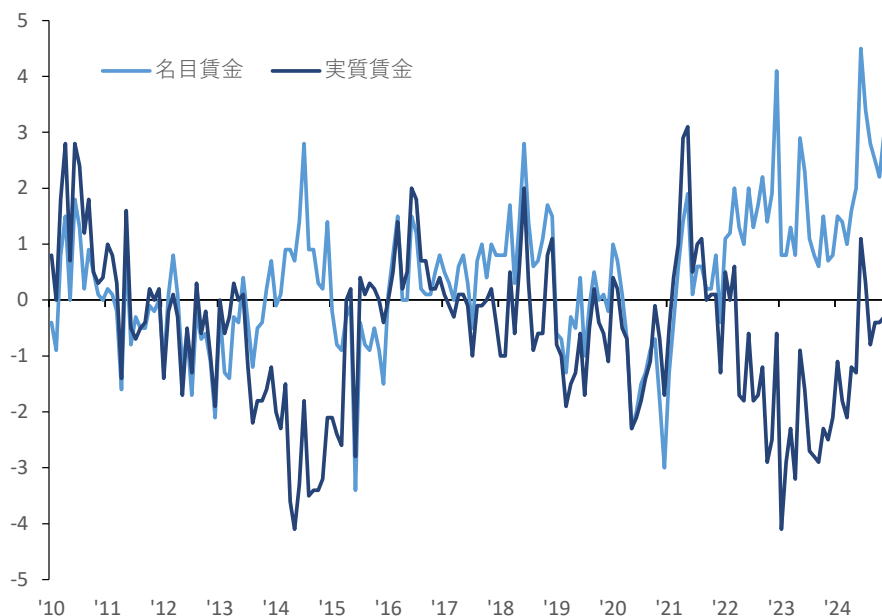


(資料) 日本銀行、INDB、みずほ銀行

◆ 市場に対して追加利上げが通貨政策でないという根拠を提示できるか

- 昨年も日銀は円安進行に伴い金融政策の修正を余儀なくされたが、その際の市場の反応は円売りであった。25年も日銀がこうした状況に置かれれば、金融政策が縛られることは大いに想定される
- 12月会合では利上げを見送った要因を複数指摘したが、利上げに際してはこうした不確実性が払拭出来ている根拠を示していくことが必要で、円安防衛の利上げであるという印象を市場に与えない立ち回りが要求される

名目賃金と実質賃金の推移（前年比%）



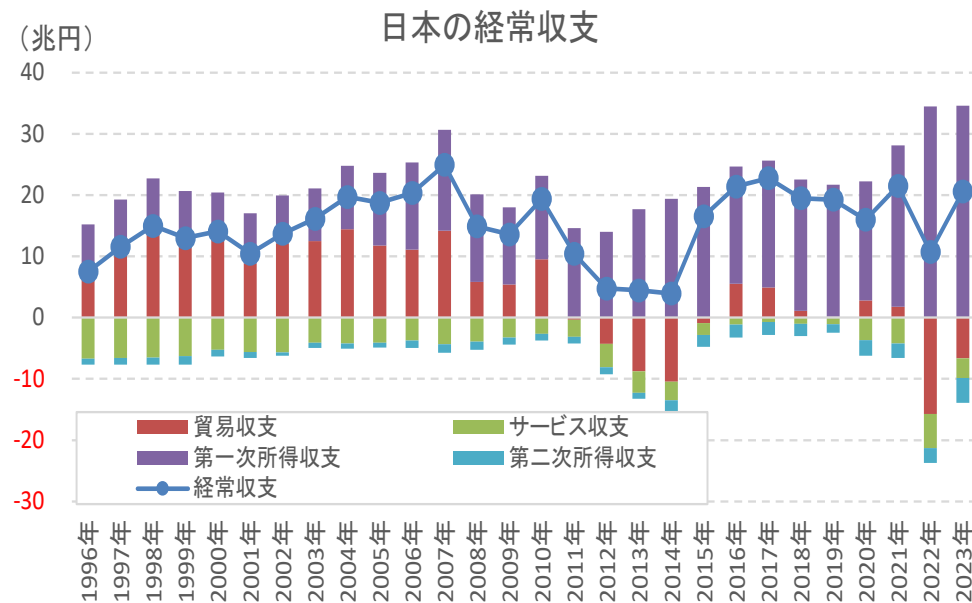
Source: Bloomberg

個人消費の動向



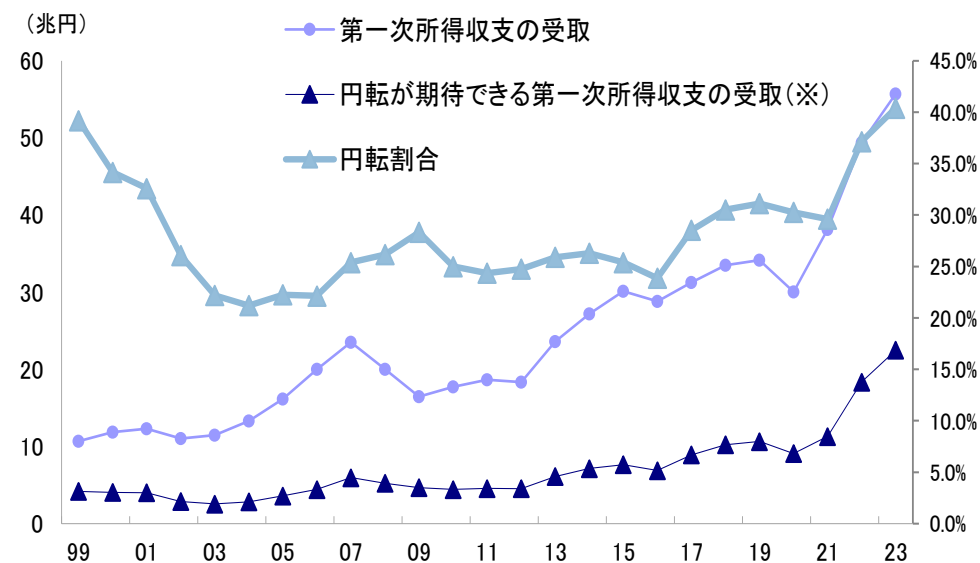
- 貿易黒字が消滅した現在、経常収支の黒字項目は第一次所得収支のみ
- 第一次所得収支とは対外保有資産から生じる利子・配当金等の収支状況を示すが、第一次所得収支（受取）は外貨のまま再投資される場合が多く（≒為替取引が発生しにくい）、貿易取引と比較して円買い需要に直結しにくい
- 近年では直接投資、再投資収益の比率も高まり、対外直投で出て行った円は「戻らない円」として存在感が高まっている

日本の経常収支



(資料)財務省

第一次所得収支（受取）の円転需要イメージ

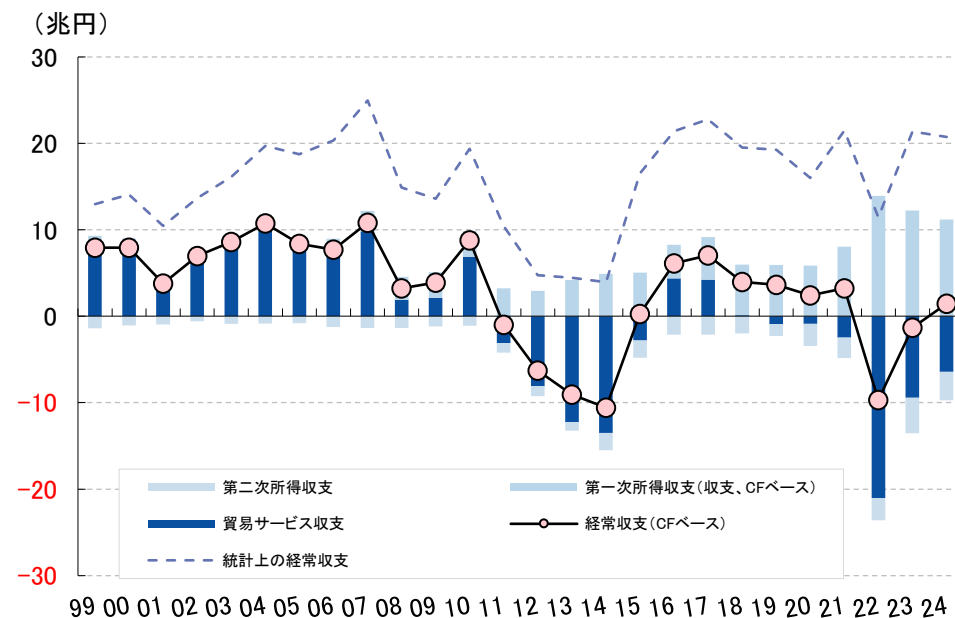


(資料)日本銀行

※第一次所得収支の受取から「再投資収益および債券利子」を控除したもの

- 為替相場にとって重要なのは経常収支の符号や水準ではなく、キャッシュフロー（≒実際に為替取引が発生するか）である。CFベース経常収支の推移を振り返ると、特に大きく赤字に落ち込んだのはアベノミクス初期の13～14年と22～23年にかけての期間で、これは過去の円安局面と合致する
- 25年に関しては貿易収支は原油価格下落に伴い改善も、旅行収支の頭打ちとデジタル赤字の拡大によってサービス収支は悪化を見込む。結果として24年と大差ない水準に

日本の経常収支（CFベース）



(資料)日本銀行

※第一次所得収支の受取・支払に関し、直接投資収益の「再投資収益」、証券投資収支収益の「配当金」および「債券利子等」は為替取引が発生していないものとし控除している。

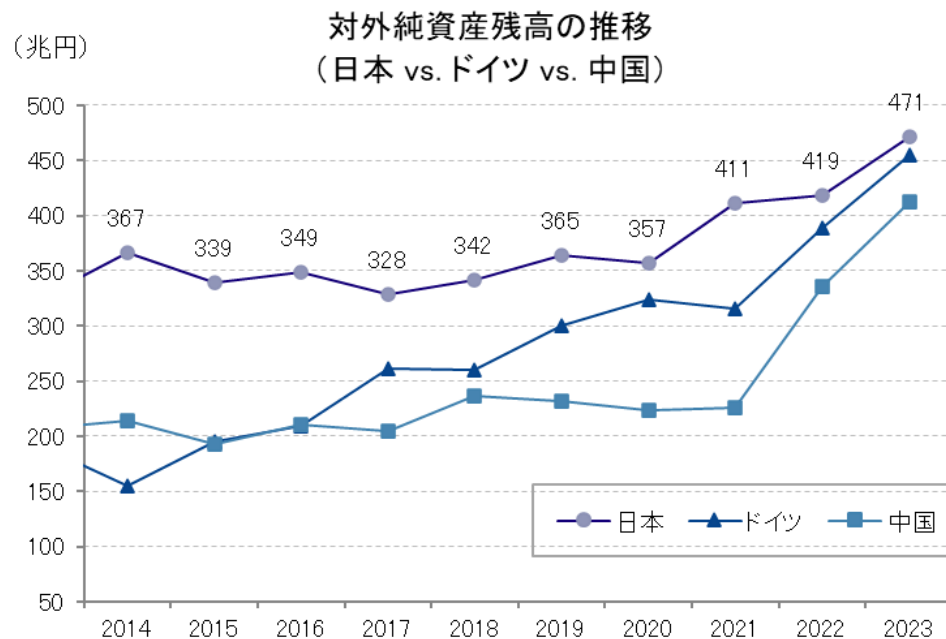
CFベースでの経常収支予測（25年）

項目	金額 (兆円)	備考
① 貿易収支	-4.0	原油価格下落で改善
② サービス収支	-3.6	
旅行	5.0	増勢がストップ。遂にピークアウトか？
輸送	-0.6	例年並み(※)
その他	-8.0	デジタル赤字は▲7兆円台後半へ？
③ 第一次所得収支	40.0	24年並みを想定(※)
④ 第一次所得収支 (CFベース)	13.0	※過去5年平均の円転率(37%)を想定
⑤ 第二次所得収支	-4.1	24年並みを想定(※)
経常収支 (CFベース)	1.2	①+②+④+⑤
経常収支 (統計上)	28.3	①+②+③+⑤

(資料)日本銀行より筆者作成、※24年1-9月合計に23年10-12月期を足した数字で仮置き。

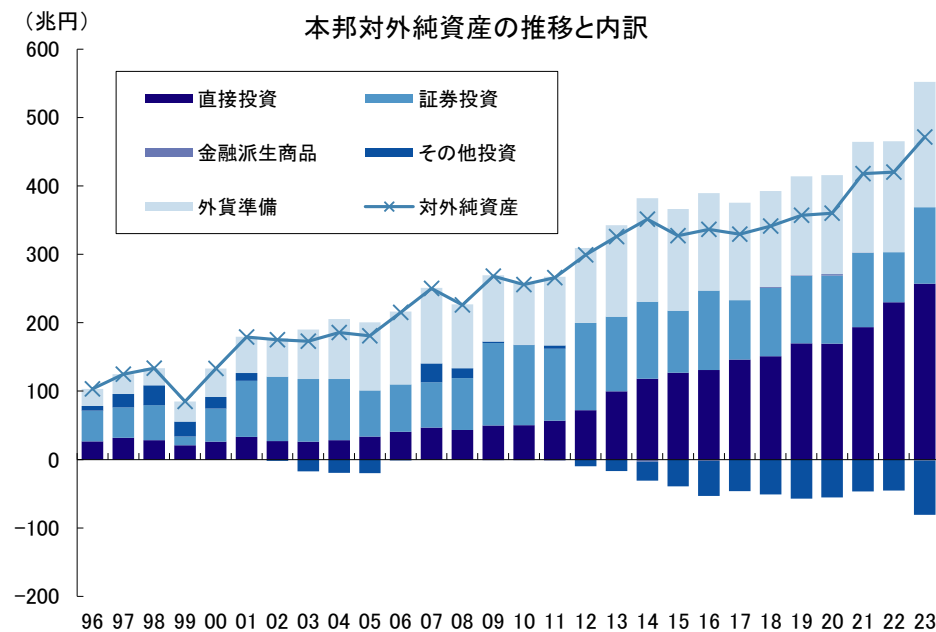
- 過去、金融危機をはじめリスクオフ局面において「リスクオフの円買い」というフレーズを耳にすることが多かったが、近年ではリスクオフ時にも円の存在感は強まらず
- 日本は過去33年にわたり世界最大の対外純債権国の地位を維持してきたが、近年はドイツが肉薄しており、逆転も視野に入る状況に。流動性に乏しい直接投資比率が増加している点もリスクオフ資産としての魅力を弱めているか

主要国の対外純資産残高の推移



(資料)財務省

日本の対外純資産の推移と内訳

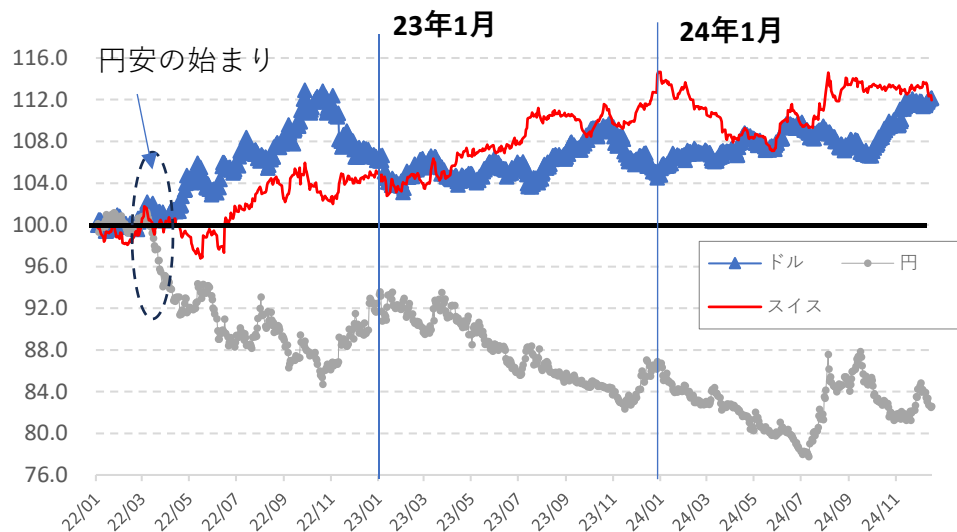


(資料)財務省

- 他のリスクオフ通貨と比較しても円が選好されていないという事実は鮮明に。特にスイスフランとの比較では大きく明暗が分かれている
- 先の対外純資産の議論に加えて、外貨を継続的に稼ぐことができる能力が結局は通貨の強さに繋がっている。仮に市場が大きくリスクオフに傾いても、円以外に選好される通貨があるという点は重要な視点に

ドル、円、スイスフランの名目実効為替相場

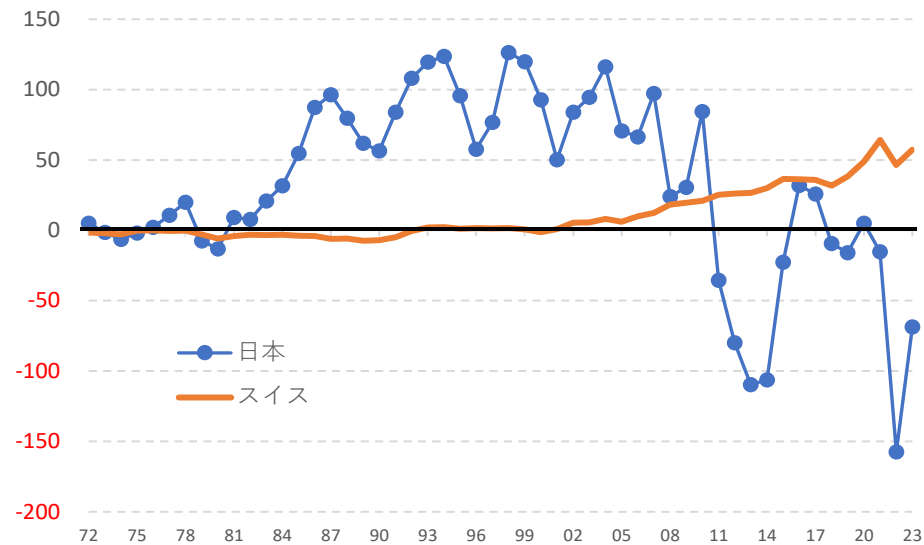
(22年1月1日=100) 米国、日本、スイスの名目実効為替相場



(資料) macrobond、24年12月17日時点まで。

日本とスイスの貿易収支比較

(10億ドル) 日本とスイスの貿易収支



(資料) macrobond

	2024年 1～12月(実績)	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期
USD/CNY	7.0048 ～ 7.2998 (7.2993)	7.10 ～ 7.55 (7.32)	7.15 ～ 7.60 (7.38)	7.05 ～ 7.45 (7.23)	6.98 ～ 7.37 (7.12)	6.97 ～ 7.26 (7.12)
USD/JPY	139.58 ～ 161.95 (157.20)	152 ～ 160 (154)	153 ～ 162 (156)	154 ～ 163 (157)	154 ～ 163 (160)	155 ～ 164 (162)
CNY/JPY	19.666 ～ 22.256 (21.56)	20.1 ～ 22.5 (21.04)	20.1 ～ 22.7 (21.14)	20.7 ～ 23.1 (21.72)	20.9 ～ 23.4 (22.47)	21.3 ～ 23.5 (22.75)

(注) 1. 実績の欄は12月31日まで。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

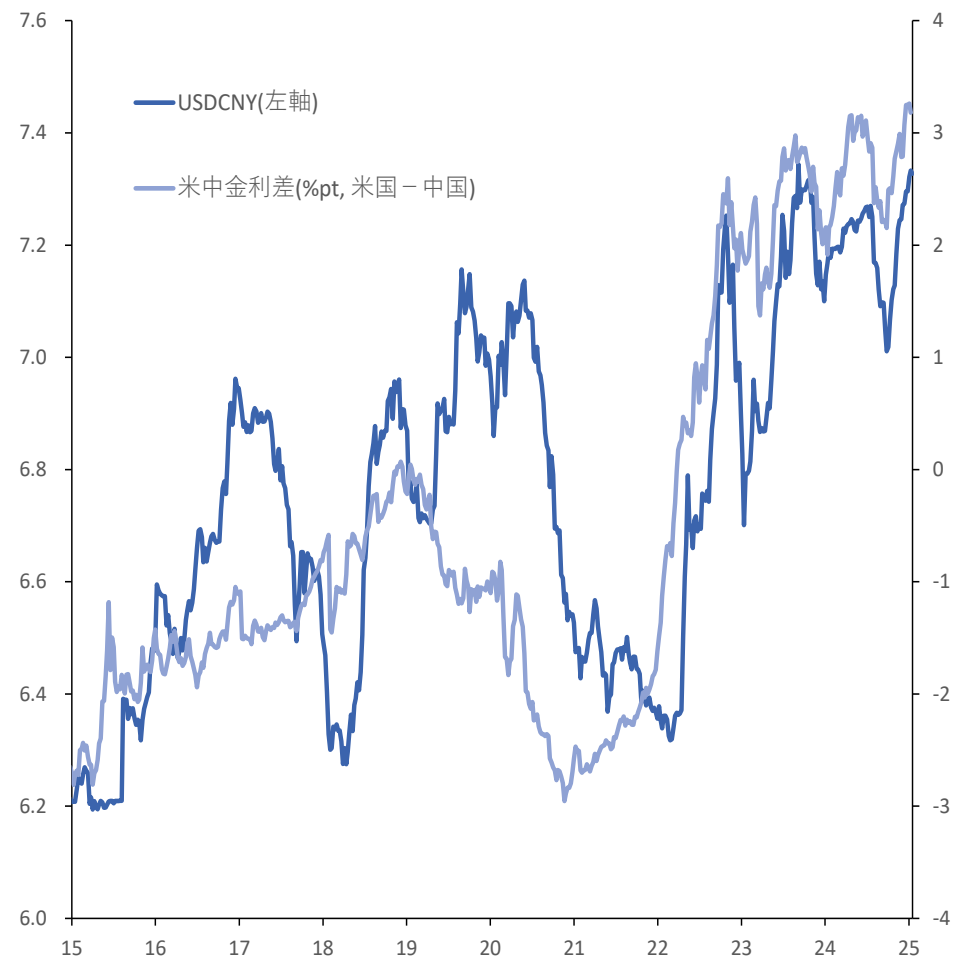
USD/CNYの方向感を探る上での諸要因

人民元安要因	テーマ	人民元高要因
危機対応の流動性供給 クレジットリスク 中国人民銀行による追加金融緩和	金利 債券投資 為替取引	<u>米利下げ継続</u> 経済正常化への期待、資金需要の高まり
サービス収支赤字の拡大 <u>対内直接投資の減速</u> チャイナプラスワン 金融市場のリスクオフ	実需 経常収支 直接投資 証券投資	貿易収支黒字水準の維持 成長株への証券投資 グローバル債券インデックスへの組入れ
ディスインフレの定着	物価	資源価格、輸入物価の高騰
<u>西側諸国による対中追加関税・投資規制</u> <u>米中経済のデカップリング</u> 中国当局による経済・社会の統制強化	その他	<u>当局による人民元サポートの動き</u> 「双循環」の経済発展モデル 人民元の国際化

CNY相場



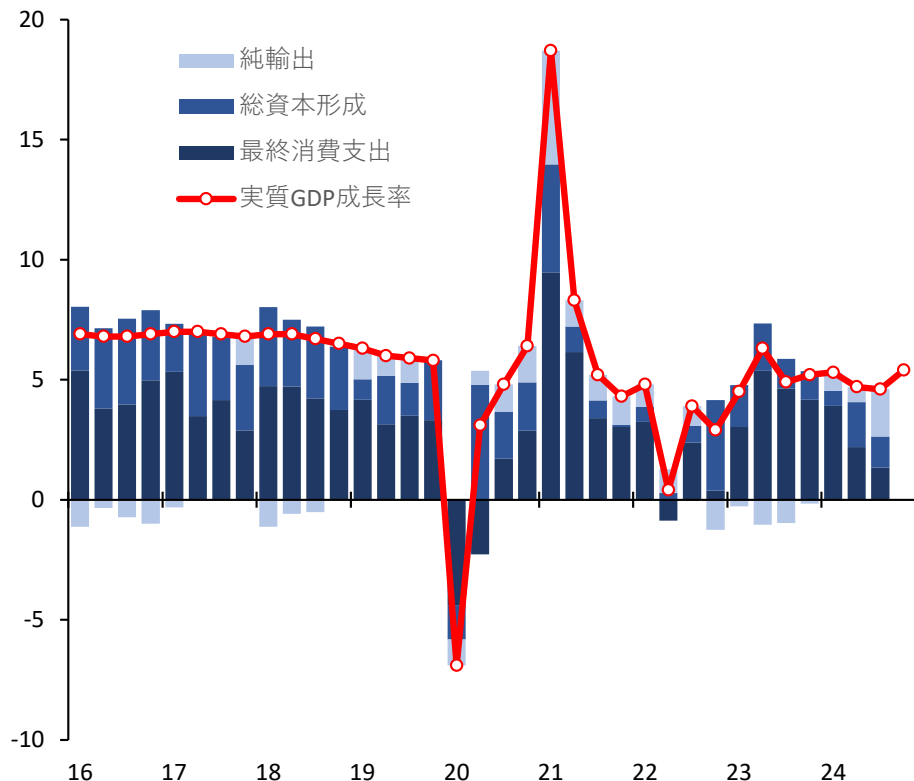
対米金利差とCNY相場



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

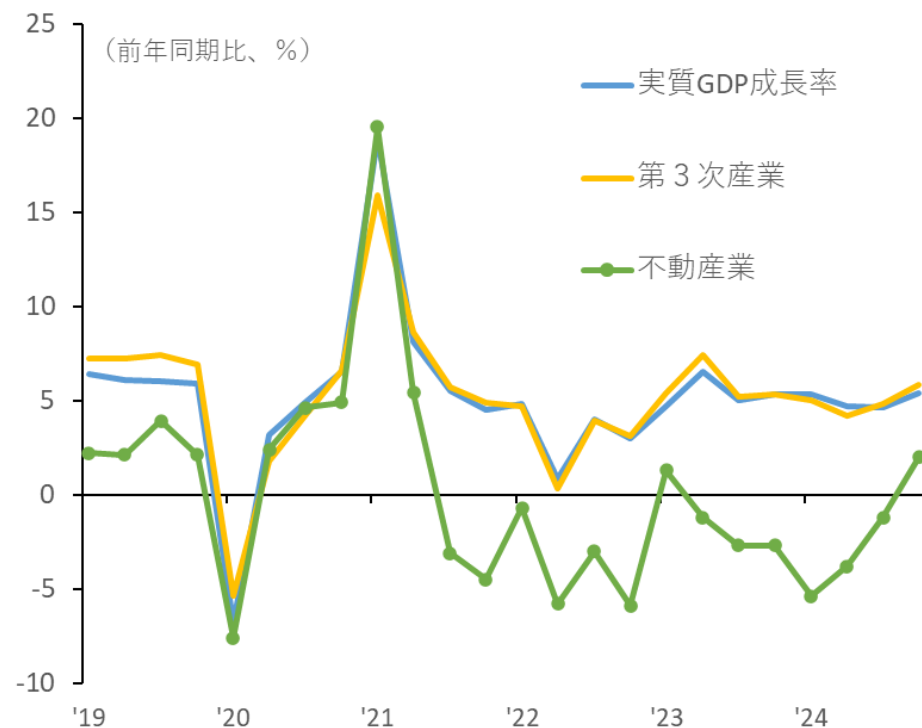
- 24年の実質GDP成長率は前年比+5.0%。政府が掲げた「+5.0%程度の成長」に沿った結果に
- 内訳をみると、上半期から内需の寄与度が縮小し、外需に支えられた印象も。また、懸案の不動産業は中国经济回復の足かせとなっている状況は変わらず

実質GDP成長率（年初来、前年比、%）



出所：中国国家统计局、CEIC、みずほ銀行

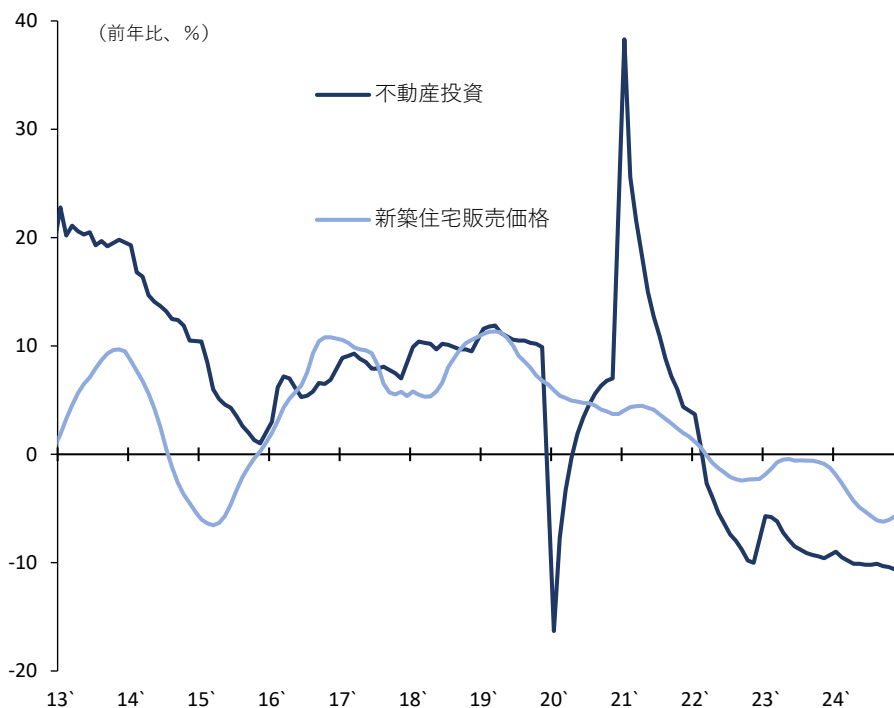
実質GDP成長率（業種別）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

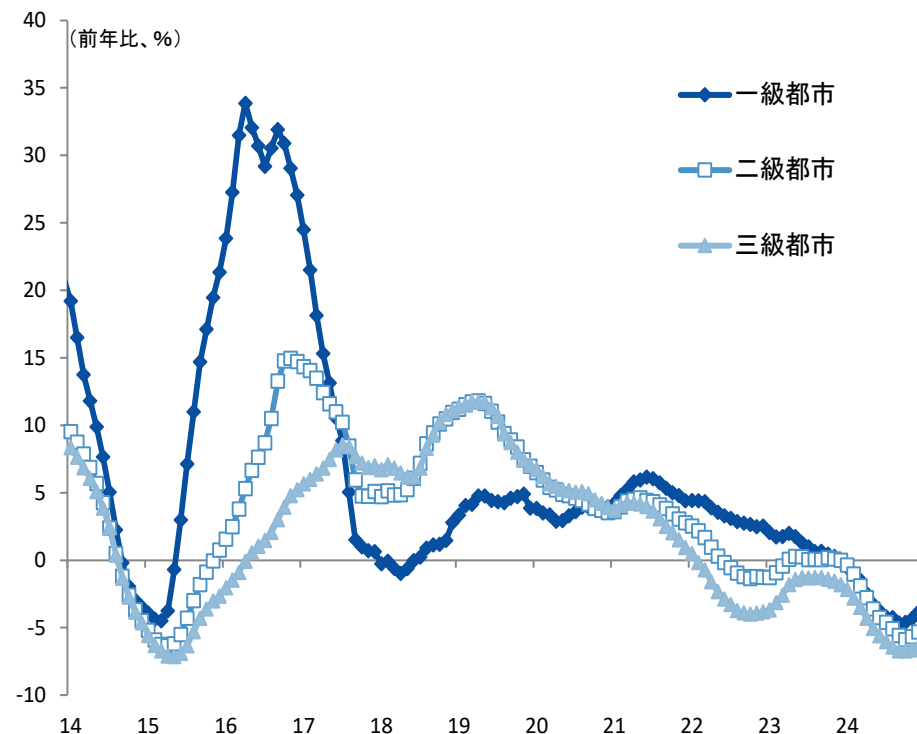
- 年初以降の不動産関連指標を見ても市況の底打ちが見込めない状況。24年の不動産投資実績は前年比▲10.6%と2ケタ台のマイナス幅となっているほか、直近の新築住宅価格についても前年比▲5.73%、前月比では▲0.08%と19か月連続でマイナス圏を推移している
- 特に地方都市での住宅価格の下落が顕著で、土地所有権による税収減は地方財政を圧迫している。需給ギャップによる不動産価格の調整は25年も継続する見通し

不動産投資と新築住宅販売価格（前年比%）



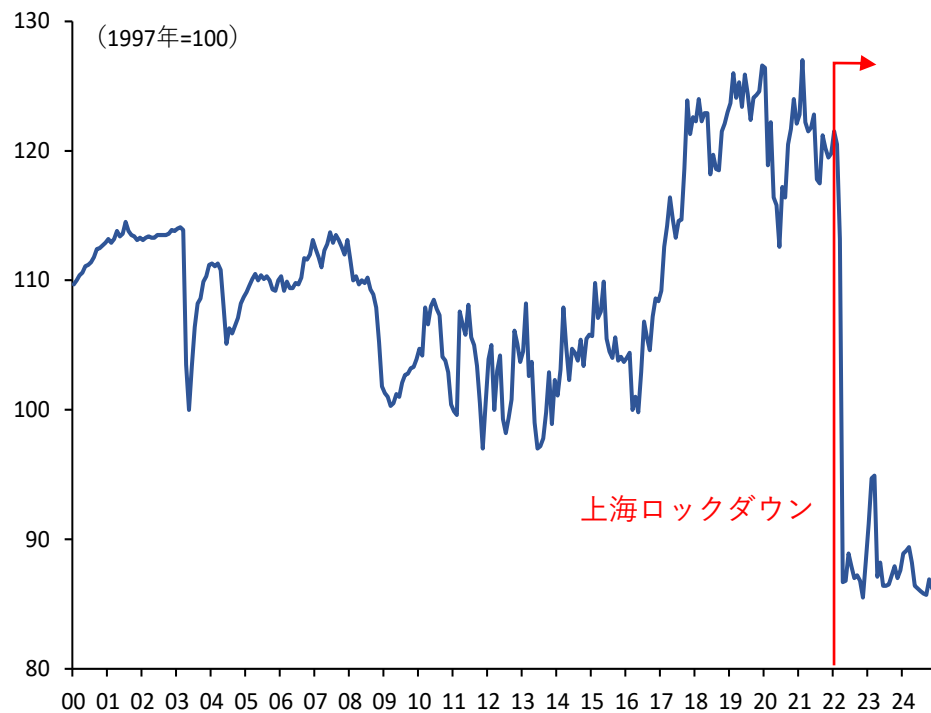
(出所)ブルームバーグ、みずほ銀行

Tier別の新築不動産価格の動向（前年比%）



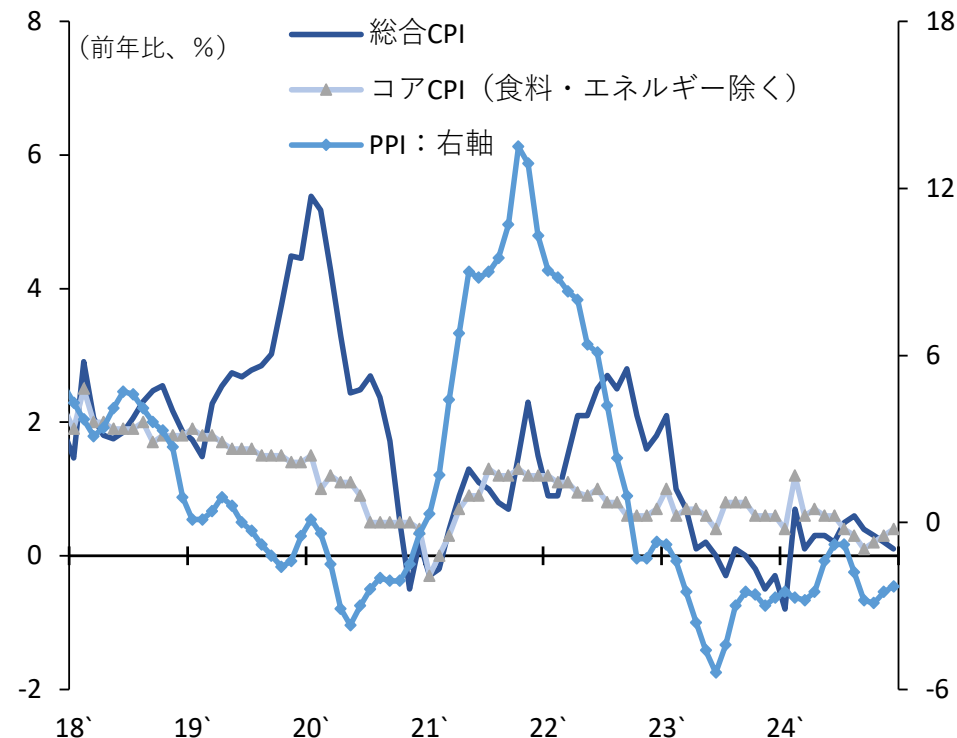
- 消費者心理に改善の兆しが見えず、上海ロックダウンを契機に急落したまま底ばいが継続。
- リベンジ需要が拡大した局面もあったが、先行き不安が高まり、家計の節約志向が強まっている
- 24年の消費者物価指数上昇率は23年と同じく、前年比+0.2%の上昇に留まった。ディスインフレは定着しており、政府による支援の必要性は高まる

消費者信頼感指数



(出所) 中国国家统计局、ブルームバーグ、みずほ銀行

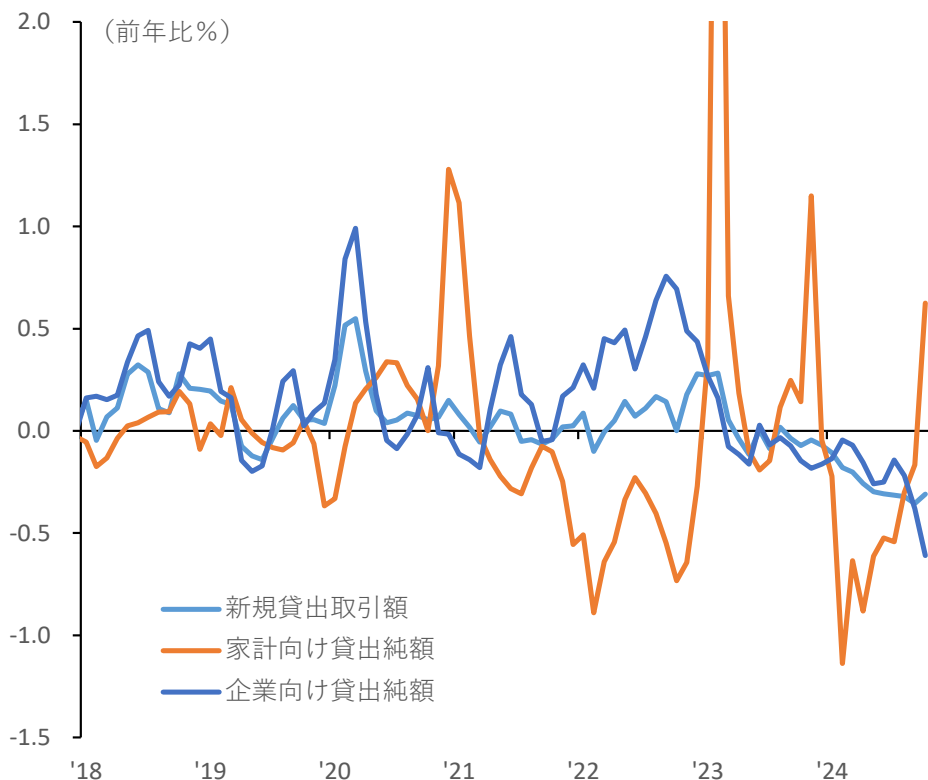
消費者物価指数と生産者物価指数



(出所) Macrobond、みずほ銀行

- PBoCは積極的な金融緩和を維持する方針も、銀行の貸出は伸び悩み。逆資産効果の影響で企業・家計は積極的な借入を避けていることで資金循環が滞り、これが不況の原因と指摘する声も
- 金融緩和で潤沢になった資金は借り手が見つからない状況。銀行は投資先として国債を購入せざるを得ず、国債利回りは短期・長期とも下落ペースが強まっている

銀行の貸出状況



(出所)Macrobond、みずほ銀行 注:後方3か月移動平均

中国国債利回り



(出所)Bloomberg、みずほ銀行

- 景気減速懸念が払拭できない中で、中国当局は大規模金融緩和をはじめ景気支援策を公表。今後はこれらの政策について波及ルートとともにその効果を確認するフェーズに入る
- 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た。金融政策については「適度に緩和的」と形容しており、これはリーマンショック時に使われたフレーズでもある。追加の利下げや金融緩和が実施されれば、FRBが利下げを継続しようとも対米金利差の縮小はあまり進まない可能性はある

24年9月公表の景気支援策の概要（一部抜粋）

【金融緩和】

- ・ 預金準備率を▲0.5%ポイント引き下げ、加重平均で6.6%に
- ・ 7日後の売却条件付き債券購入（リバースレポ）金利を▲0.2%ポイント下げ1.5%に、14日物のリバースレポ金利を▲0.1%下げ1.85%に
- ・ 市中銀行に1年間の資金を融通する中期貸出制度（MLF）の金利を▲0.3%ポイント引き下げて2.0%に

【不動産支援】

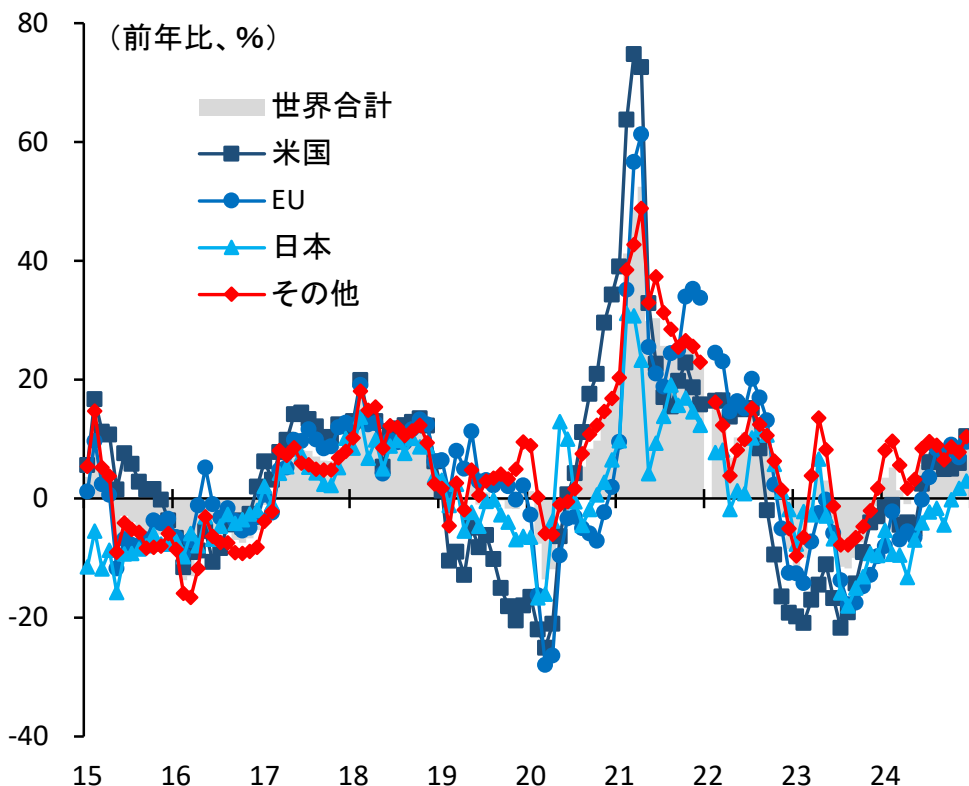
- ・ 既存の住宅ローン金利を平均で▲0.5%ポイント引き下げ
- ・ 2軒目の住宅購入時の頭金比率の下限を25%から15%に引き下げ
- ・ 売れ残っている住宅取得に向け中国人民銀が支援拡大

【株式市場支援】

- ・ 政府系ファンド、中国投資（CIC）傘下の中央匯金投資（匯金）による上場投資信託（ETF）などの保有増を引き続き支援。新たな政府系ファンド組成も検討
- ・ 機関投資家による株式投資や企業の自社株買い資金の調達を支援
- ・ 企業のM&A（合併・買収）を推進する新たな施策を近く発表へ
- ・ 主要な商業銀行の中核的自己資本（普通株式等Tier1資本）を増強へ

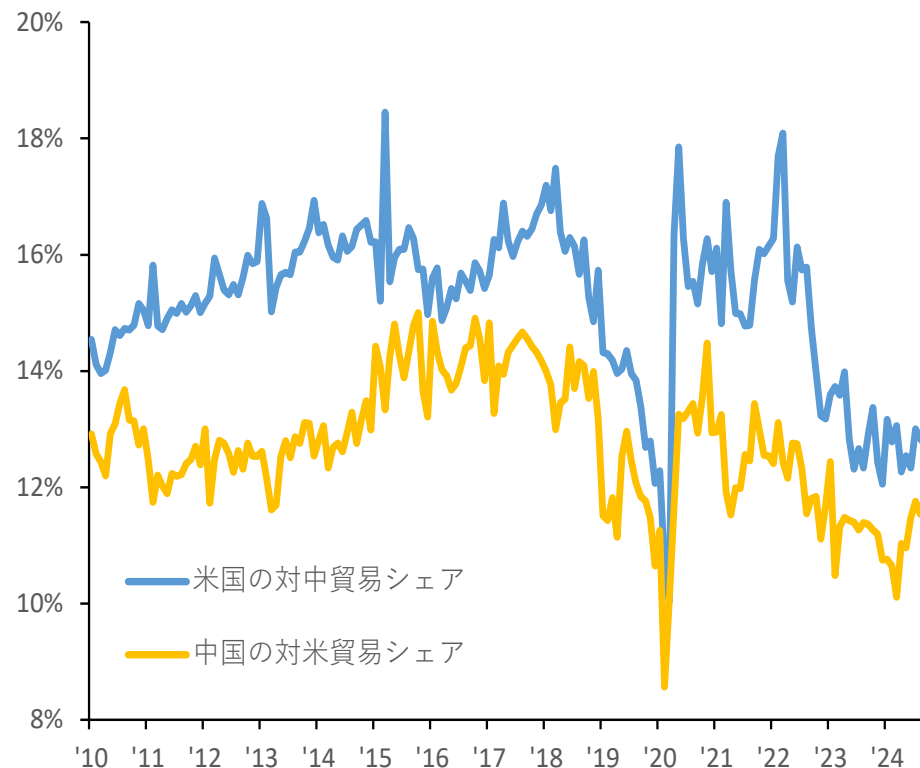
- 12月の貿易黒字は+1048億ドルと単月では過去最高を記録した。輸出は前年比+10.7%、地域別に見ると、米国向けの輸出は同+15.6%と大きく加速した。これはトランプ氏勝利を見越して輸出を前倒ししていると推察される。 24年年間の貿易黒字も9920億ドルと過去最高を記録した
- 一方で、トランプ氏がこうした状況を看過するとは思えない。対米貿易は減速することは濃厚だが、PC、スマホなど対米輸出主力製品は中国の存在感が強く短期的な代替は困難か

国・地域別の輸出実績



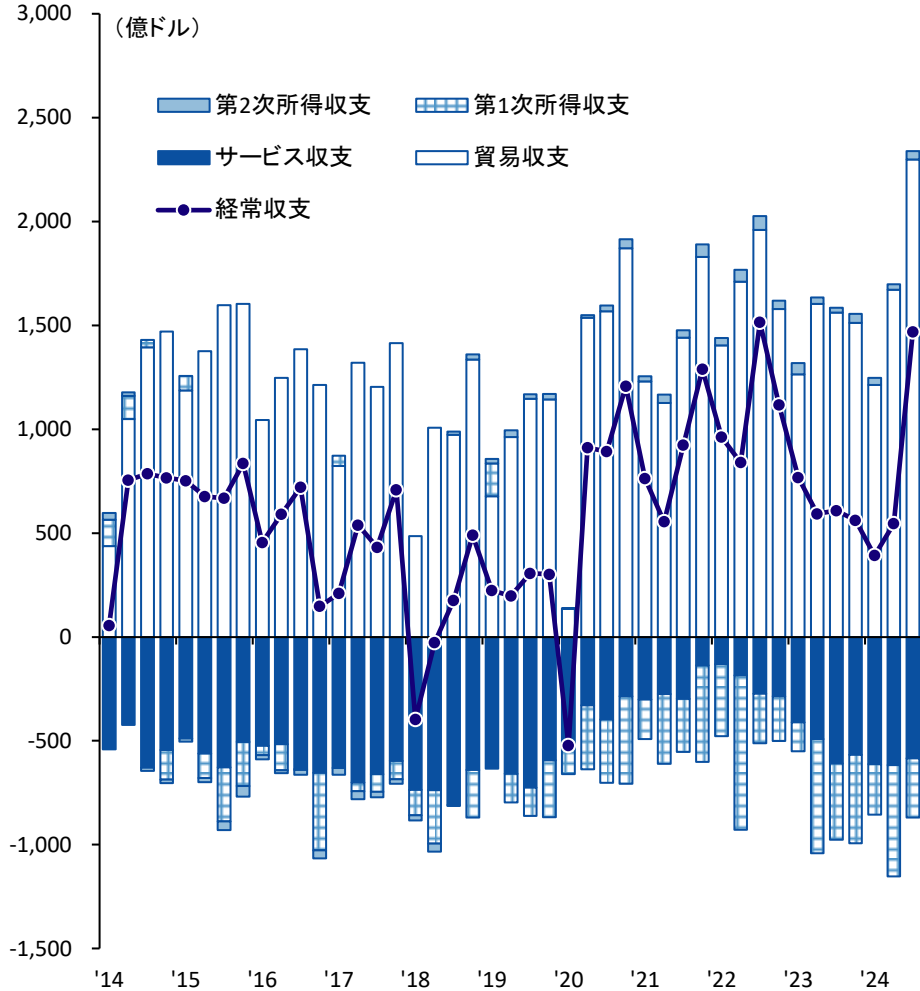
(出所) Macrobond、みずほ銀行 注: 後方3か月移動平均

米中両国間の貿易シェア（輸出と輸入の合計）

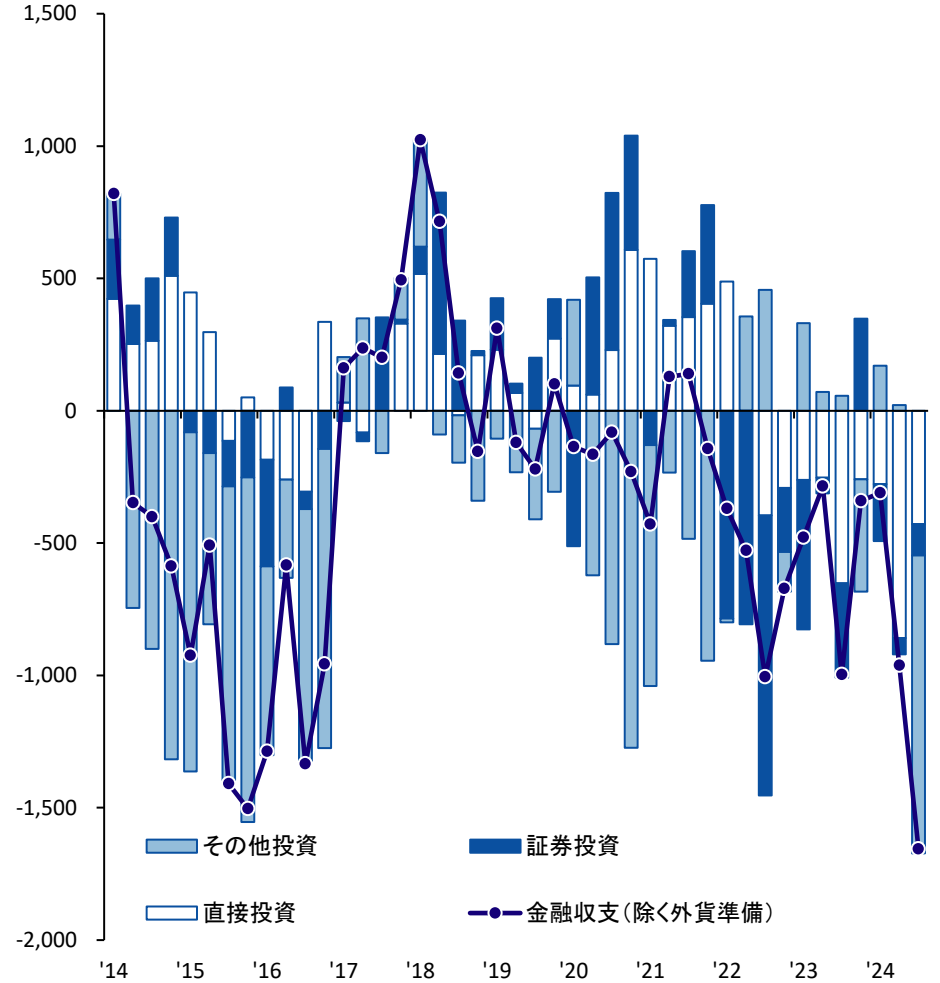


(出所) Macrobond、みずほ銀行

経常収支 (億ドル)

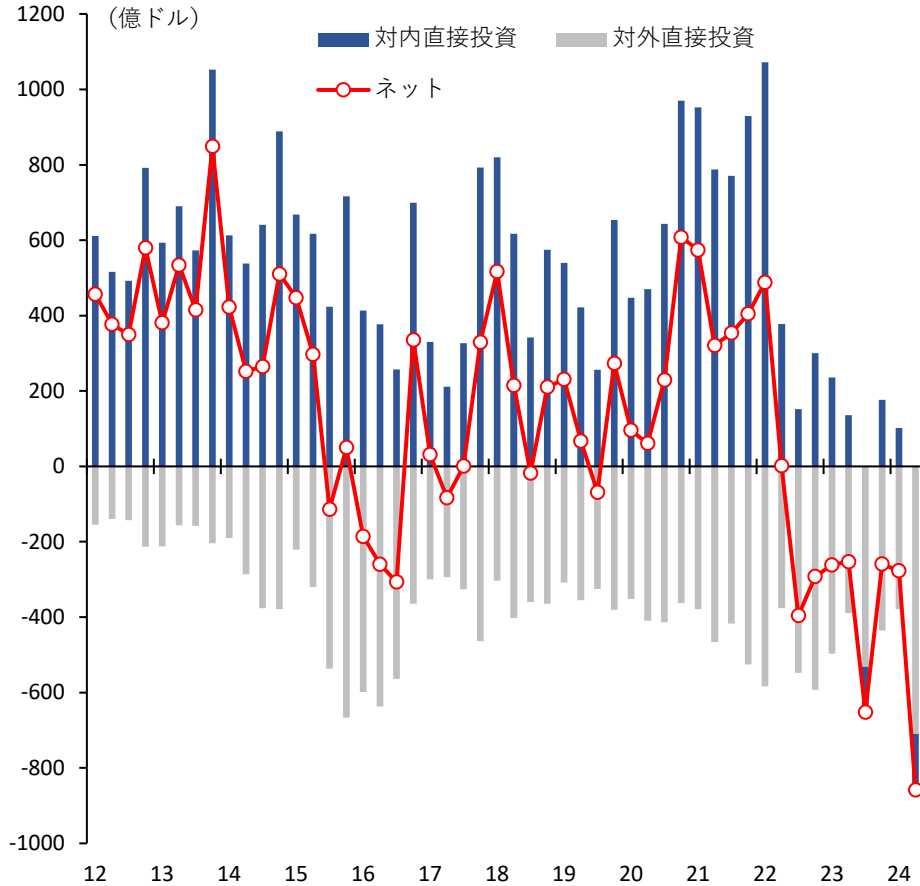


金融収支 (億ドル)



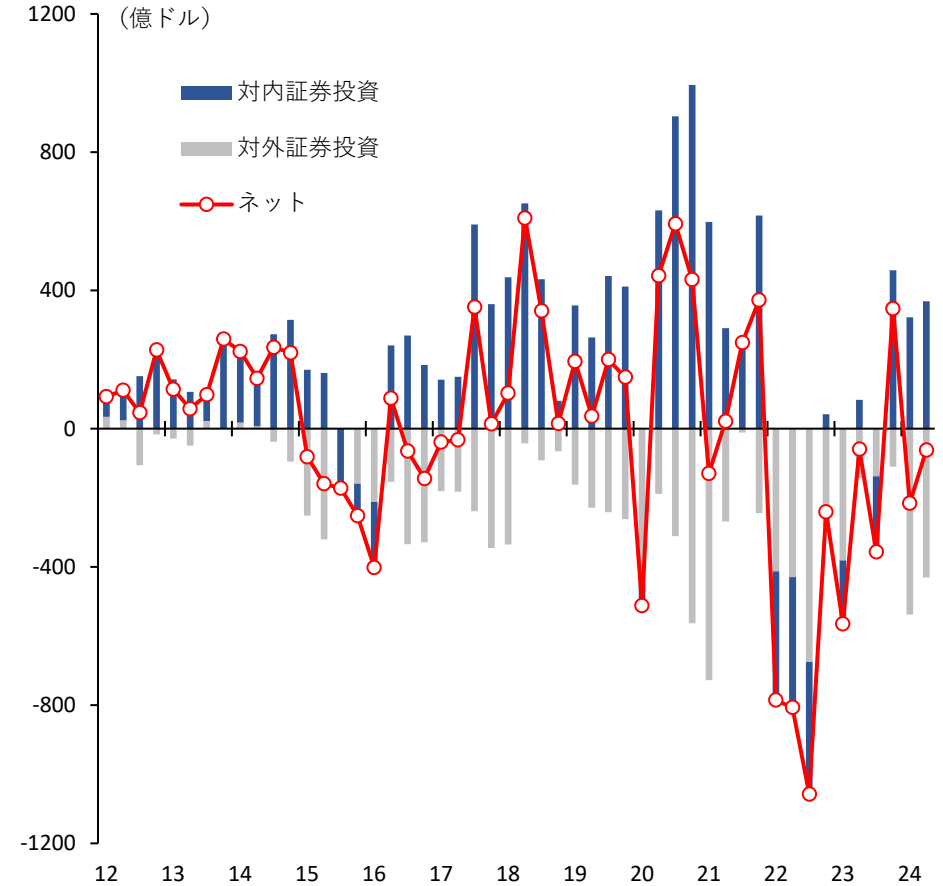
出所：中国国家外為管理局、CEIC、みずほ銀行

対内・対外直接投資



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

対内・対外証券投資



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

テーマ	概要
方向感	米国の利下げが支援材料もトランプ政権との関係悪化が大きなりリスク要因。節目の7.0割れには時間を要し、景気後退懸念の払拭が必須条件に
金利	<ul style="list-style-type: none"> ・ 24年年間の成長率は、何とか政府目標の前年比+5%を死守。もともと、足許では外需頼みの様相を呈しており、内需の底上げが喫緊の課題に ・ PBoCは景気支援を優先し金融緩和を継続、国内景気持ち直しが金融政策転換のための必要条件である。その一方で、FRBの利下げが来年前半にも続けば米中金利差の縮小が一定程度CNY安調整の支援材料となろう
実需	<ul style="list-style-type: none"> ・ 24年後半は米国向けをはじめ輸出が増加傾向だが、これはトランプ氏勝利を見越して輸出を前倒ししている可能性があり、一過性で無いかは確認が必要。トランプ氏就任後の対中関税引き上げに伴う景気下押し効果は現状で▲0.2%ptと想定 ・ 中国経済の正常化進展で海外旅行需要が回復してくれば、サービス収支の赤字幅拡大が見込まれるが、未だにコロナ前の水準には至っていない。この点も中国経済の回復ペースが緩慢であることを示唆する ・ 対内直接投資をはじめ米中対立に伴うデカップリングやグローバルなデリスキングの潮流は着実に進展しており、諸外国の対中投資への姿勢は一層慎重になりそう
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・ 米大統領選挙ではトランプ氏が勝利し、既に中国からの輸入品についての関税強化方針を示すなど対中政策については厳格化することがほぼ確実に。2国間に留まらず、世界的な供給網や国際貿易取引にも変化が出る可能性も

	2024年 1～12月(実績)	2025年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2026年 1～3月期
USD/TWD	30.5180 ～ 32.9220 (32.7920)	31.50 ～ 33.50 (33.00)	31.00 ～ 33.30 (32.70)	31.00 ～ 33.20 (32.50)	30.50 ～ 33.00 (32.30)	30.50 ～ 33.00 (32.30)
USD/JPY	139.58 ～ 161.95 (157.20)	152 ～ 160 (154)	153 ～ 162 (156)	154 ～ 163 (157)	154 ～ 163 (160)	155 ～ 164 (162)
TWD/JPY	4.335 ～ 4.976 (4.779)	4.54 ～ 5.08 (4.67)	4.59 ～ 5.23 (4.77)	4.64 ～ 5.26 (4.83)	4.67 ～ 5.34 (4.95)	4.70 ～ 5.38 (5.02)

(注) 1. 実績の欄は12月31日まで。

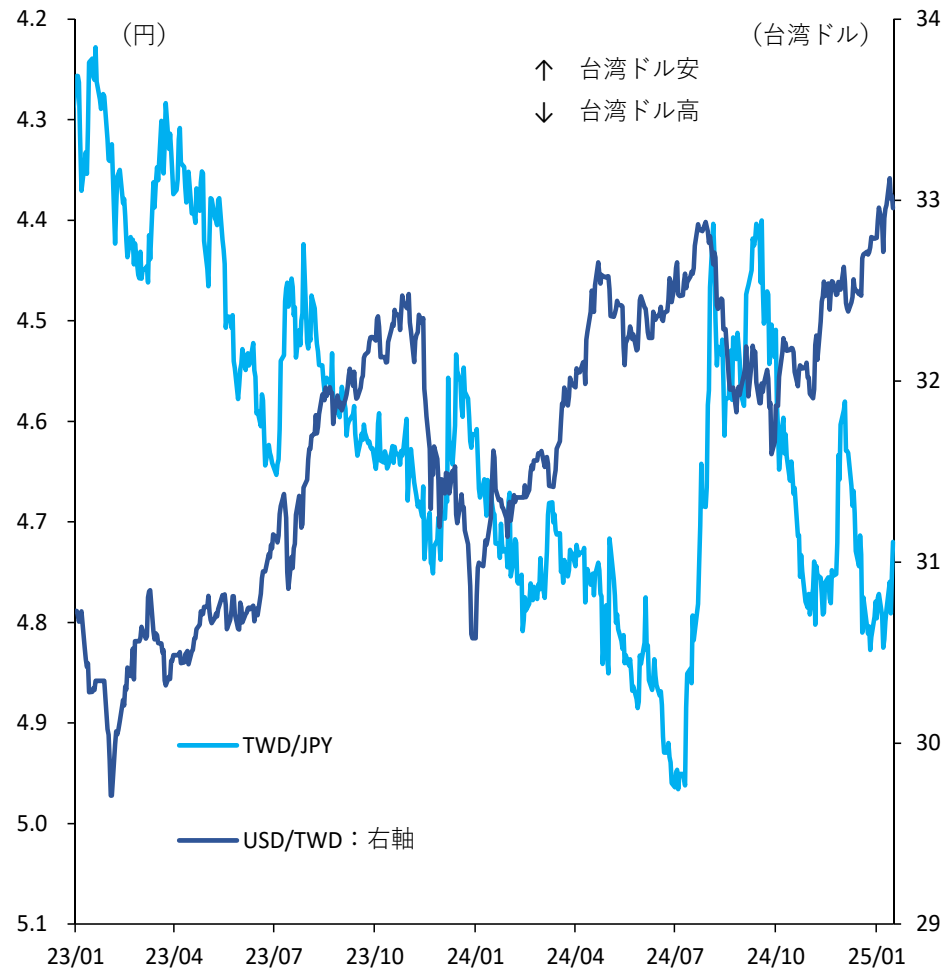
2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

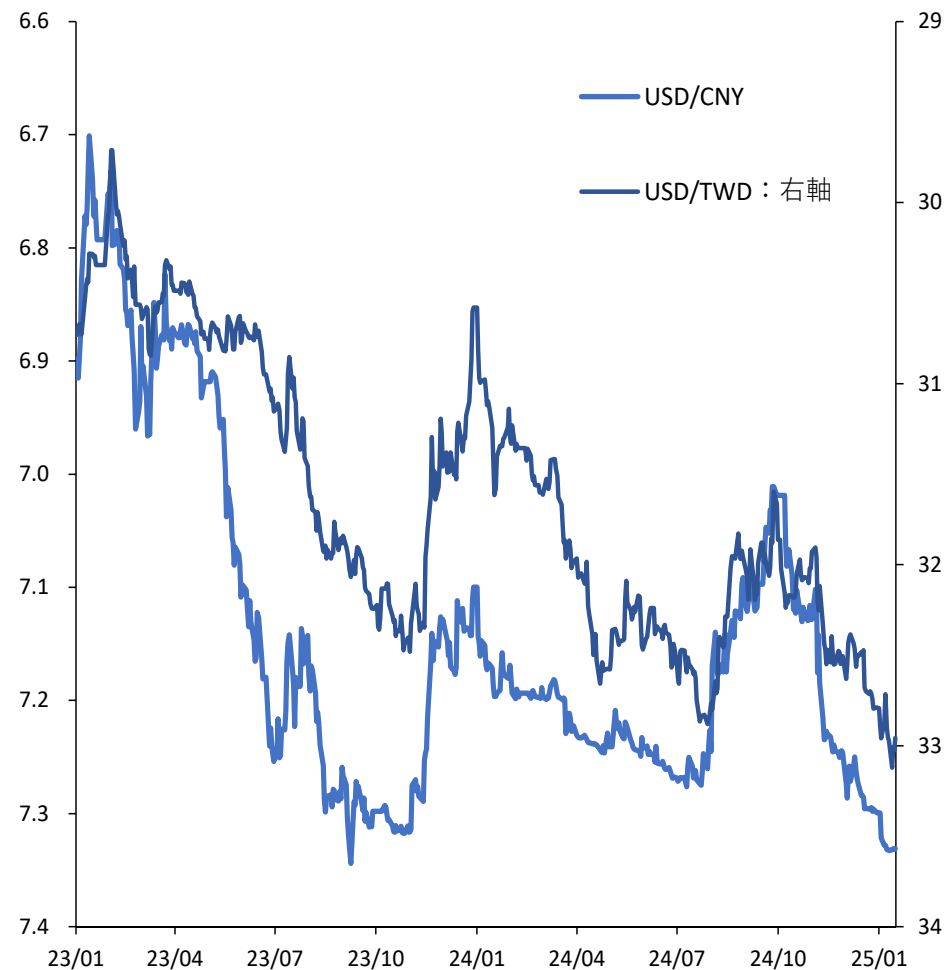
東アジア通貨の方向感を探る上での諸要因

東アジア通貨安要因	テーマ	東アジア通貨高要因
<p><u>中国景気の低迷</u></p> <p>FRBの早期利下げ終了 クレジットリスク</p>	<p>金利</p> <p>債券投資 為替取引</p>	<p>米利下げ継続</p> <p>各国のハト派傾斜観測の後退</p>
<p>外需の停滞</p> <p>金融市場のリスクオフ</p> <p><u>「トランプ2.0」に伴う関税強化</u></p>	<p>実需</p> <p>経常収支 直接投資 証券投資</p>	<p><u>半導体市況の持ち直し</u></p> <p>中国の代替先としての存在感の高まり</p> <p>サービス収支（旅行収支）の改善</p>
<p>資源価格、輸入物価の高騰</p>	<p>物価</p>	
<p><u>東シナ海・南シナ海域を含む領土問題</u></p> <p>不動産市況を巡る消費者心理の悪化</p>	<p>その他</p>	<p>金融当局による通貨安定化の措置</p>

TWD相場

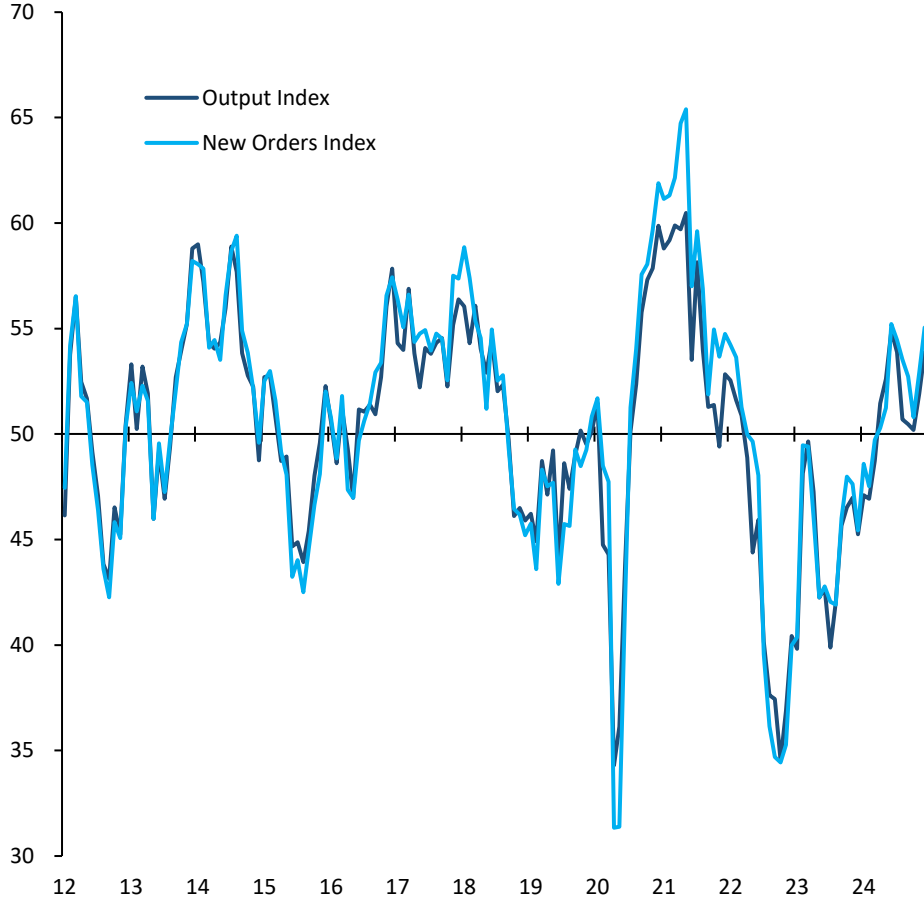


TWDとCNY相場

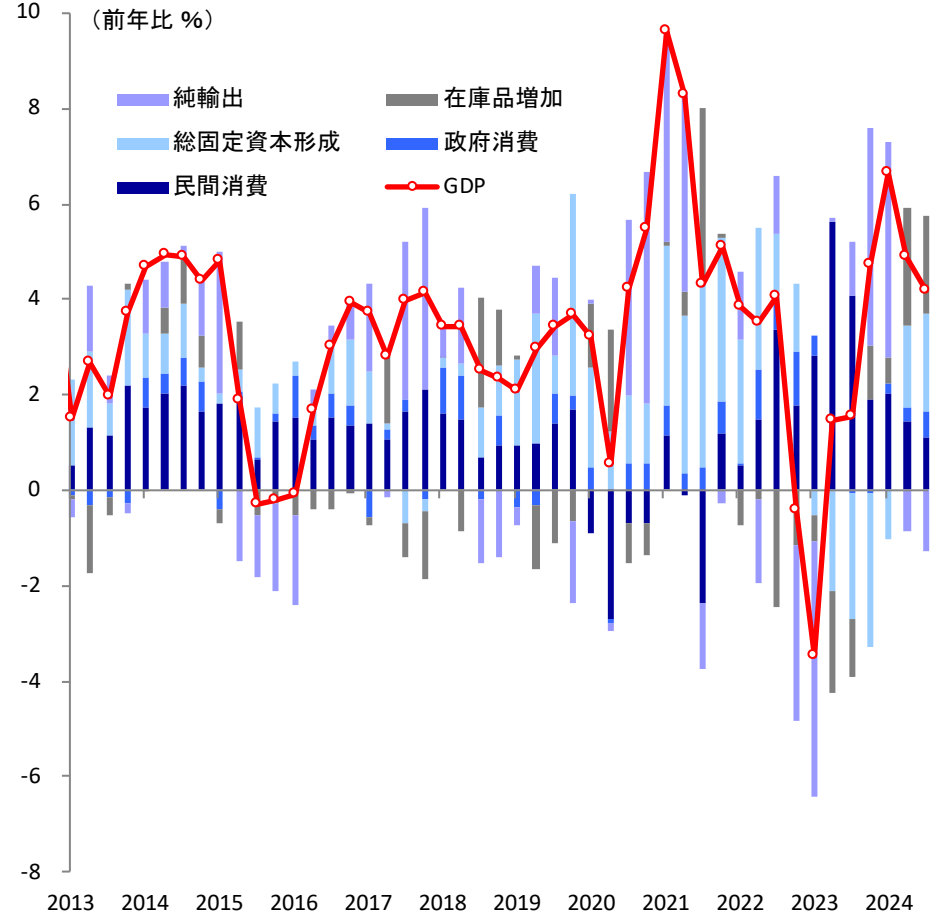


出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

製造業PMI（生産、新規受注）



実質GDP成長率（前年比、需要別内訳）



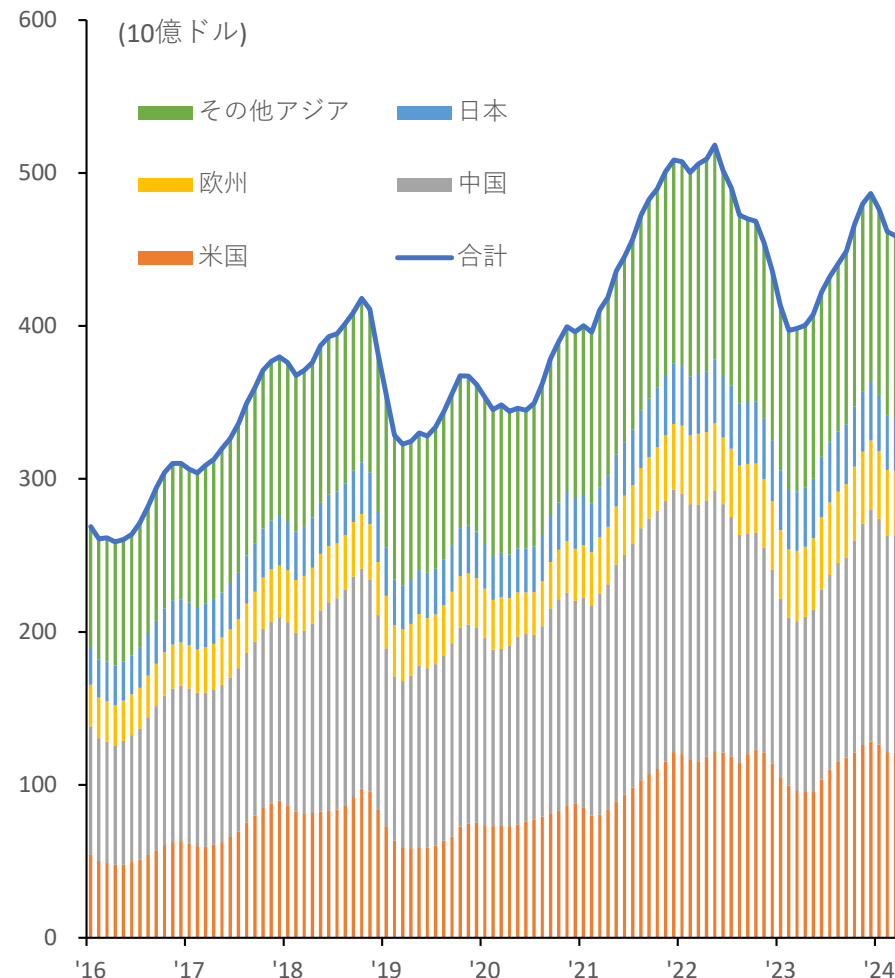
出所: Markit、台湾予算会計統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

WSTSの2024年秋季半導体市場予測(概要)

- 24年の半導体市場は前年比+19.0%と23年の同▲8.2%から大きく回復
- 今後、生成AIの恩恵を受けやすいロジック部門が成長をけん引も自動車用の半導体は伸び悩んだ
- 25年は前年比+11.2%と引き続き成長が続く見込み。ロジック部門に加えアナログ、マイクロ部門の回復も見込まれる

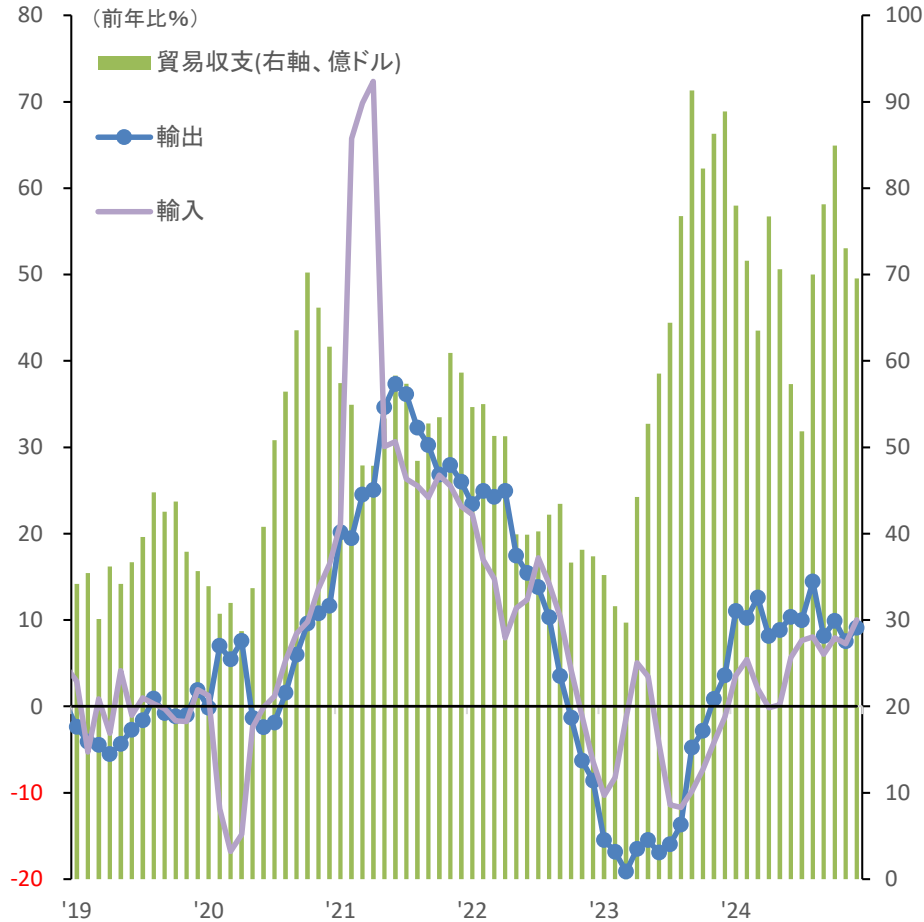
出所: WSTS (WORLD SEMICONDUCTOR TRADE STATISTICS: 世界半導体市場統計)

世界の半導体売上高



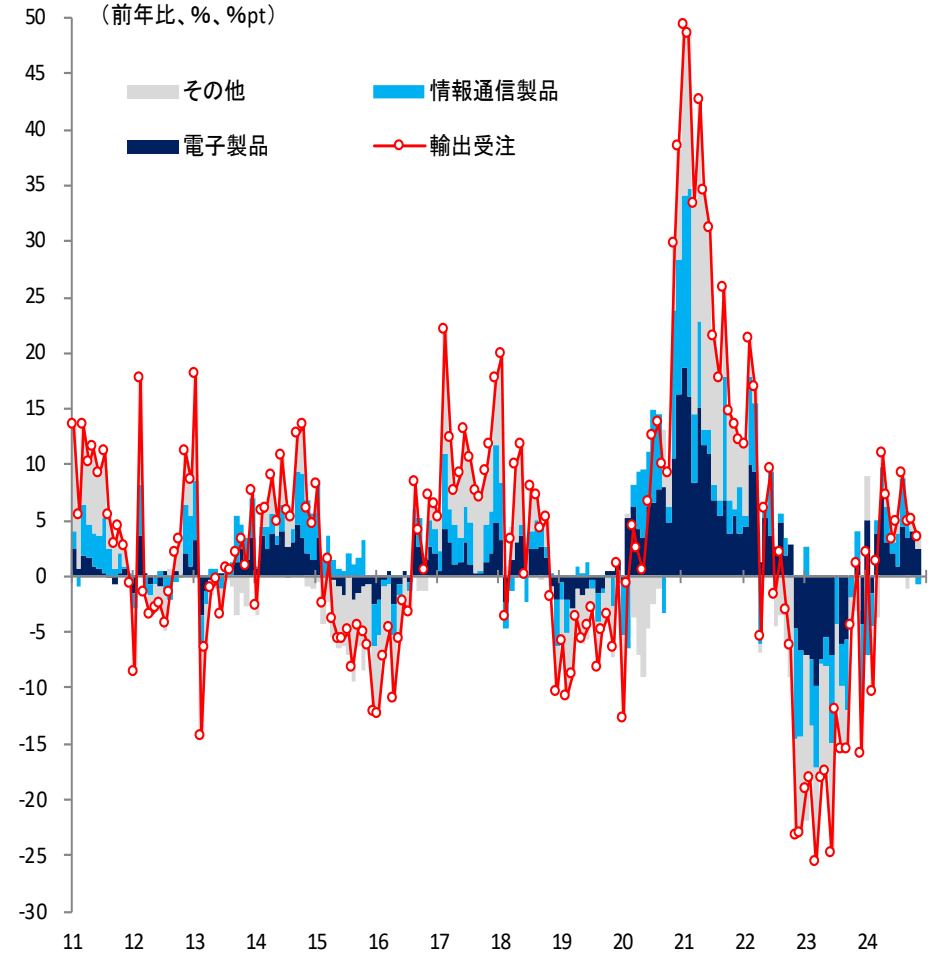
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

貿易関連統計



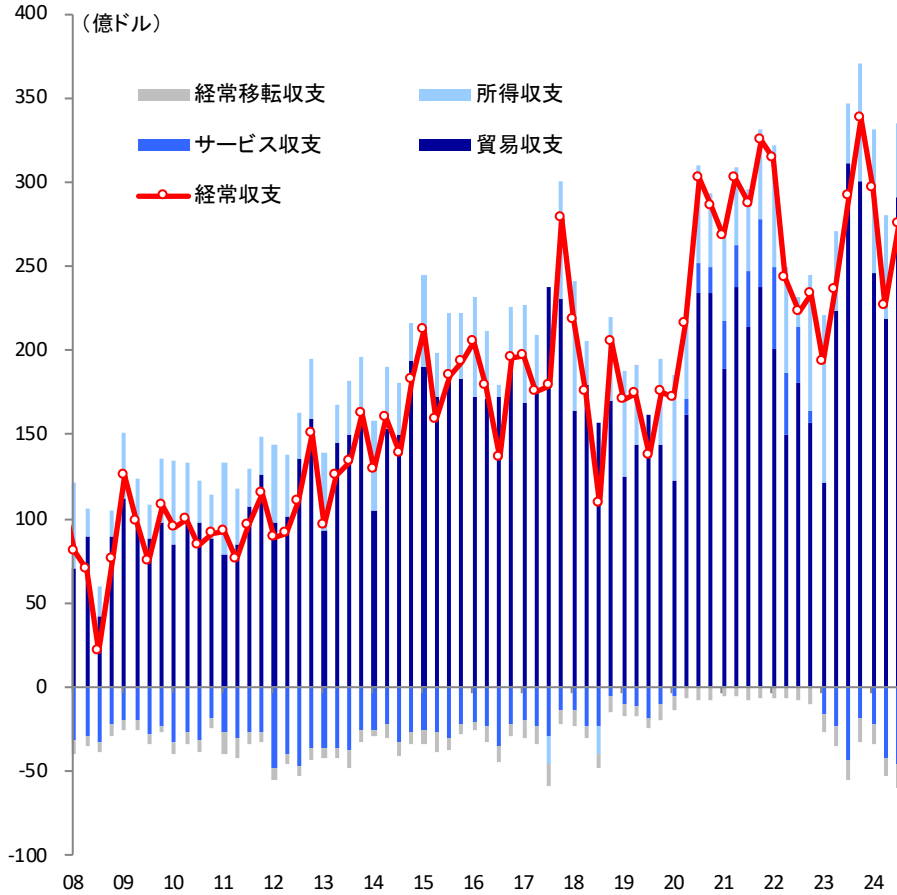
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行
注:後方3か月移動平均

輸出受注（製品別寄与度）

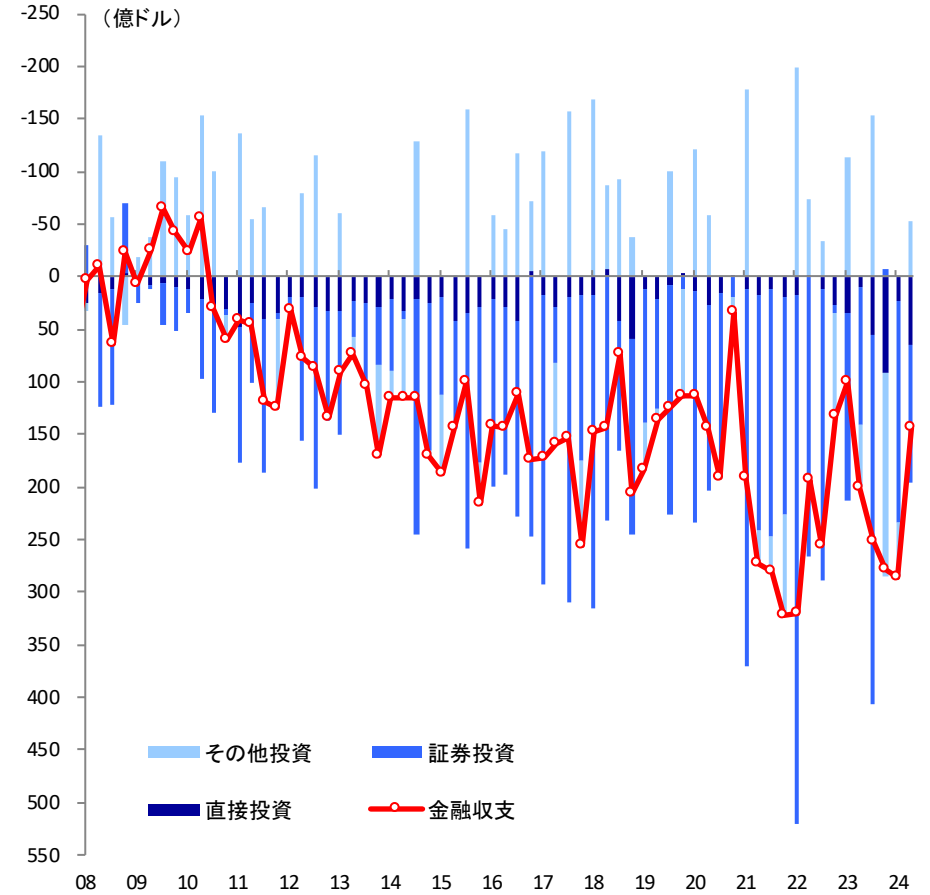


出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

経常収支および内訳



金融収支および内訳

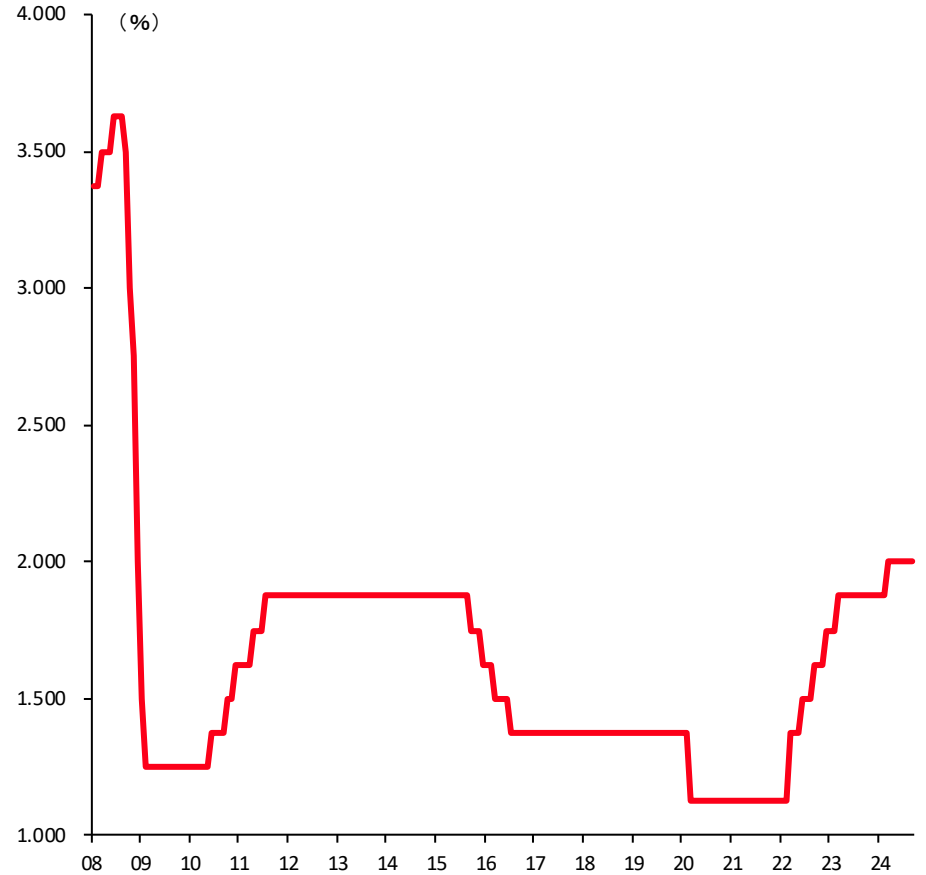


出所: 台湾中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

消費者物価指数



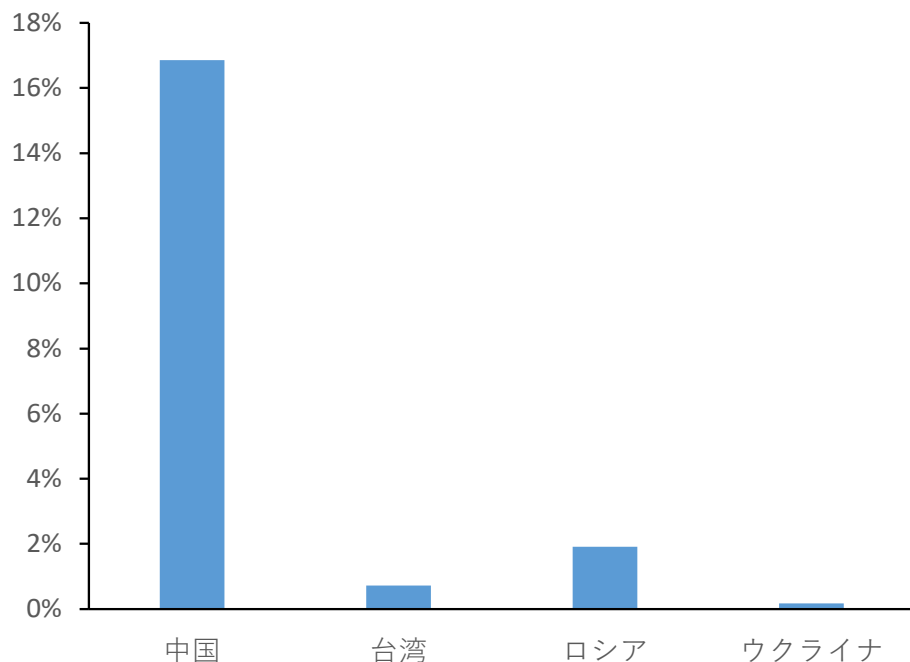
政策金利



出所: 台湾予算会計統計局、台湾中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

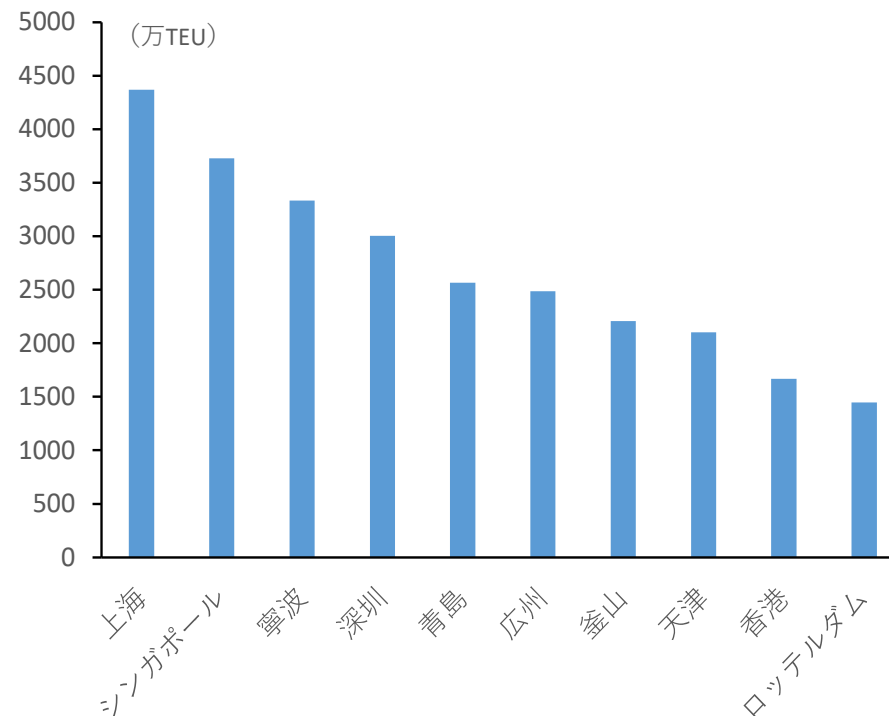
- 現大統領の頼清徳氏は対中関係の現状維持を強調。GDPの規模や半導体産業における台湾の存在感、東・南シナ海域の安全保障や物流などを考慮すれば、有事の際には世界中に影響が及ぶことが予想される
- トランプ氏の再選を受けて、台湾に国防費を捻出する代わりに相応の対価を求める「ディール外交」を進めるだろう。もっとも、米国としても対中政策を厳格化する方針を掲げる以上、中国の国境付近の動きには対しては何かのアクションを起こすであろう。現段階では口先への中国へのけん制を交えながら米国にとってメリットにも繋がる台湾への武器輸出を増加させる方針が有力か

各国のGDP比較（%、全世界におけるシェア）



(出所) みずほ銀行作成

世界の港湾別コンテナ取扱個数(上位10港)



(出所) 国土交通省

テーマ	概要
方向感	米利下げ期待の高まり、中国景気や半導体需要を睨みながら、予想期間においてTWD高に転じると想定
金利	<ul style="list-style-type: none"> ・23年の成長率は前年比+1.3%と14年ぶりの低水準に落ち込んだが、外需部門の持ち直しもあり、24年については同+4.3%を見込んでいる。台湾中銀は既に景気支援に政策の主眼をシフトしているが、短期的なインフレリスクや不動産価格の上昇への警戒を続けるほか、トランプ次期政権の動きを強く警戒。予想期間にかけては、FRBのハト派傾斜が支援材料となりつつ米台金利差は段階的な縮小を見込む
実需	<ul style="list-style-type: none"> ・世界景気の減速や半導体需要の変調もあり、23年は輸出が伸び悩むも、24年、25年は回復の見込み ・米国をはじめ半導体需要が持ち直したこともあり、昨年台湾株式指数は過去最高を記録。引き続き台湾の強みであるロジック部門の半導体需要は堅調と予想されるが、地政学リスクを巡る懸念は残ろう ・経済安全保障の潮流が高まる中で、対外直接投資は拡大を見込む。中国の代替相手国としての役割も今後高まる状況にあるが、世界的な保護主義化の潮流を受けて対内直接投資が縮小する展開には注意したい
その他	<ul style="list-style-type: none"> ・議会はねじれ状態にあり円滑な政策運営が滞る可能性もある。トランプ再選を受けて対中政策やディール外交の一環で台湾半導体産業へ圧力をかける懸念もあり、これが市場心理の悪化に繋がる場合も

エマージング通貨相場見通し（対ドル）

		2024年 1～12月（実績）		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)	7.0063	～ 7.2775	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル	(HKD)	7.7611	～ 7.8387	7.76	7.76	7.75	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	82.646	～ 84.508	85.8	86.0	84.8	84.3	84.3
インドネシアルピア	(IDR)	15070	～ 16478	16250	16300	15650	15200	15230
韓国ウォン	(KRW)	1290.40	～ 1410.70	1470	1470	1450	1420	1400
マレーシアリング	(MYR)	4.0947	～ 4.8053	4.53	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ	(PHP)	55.300	～ 59.021	59.5	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル	(SGD)	1.2789	～ 1.3670	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.663	～ 32.922	33.0	32.7	32.5	32.3	32.3
タイバーツ	(THB)	32.15	～ 37.18	34.8	35.2	34.3	33.6	33.5
ベトナムドン	(VND)	24260	～ 25477	25850	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	82.6604	～ 114.7119	106.0	108.0	110.0	112.0	114.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.0356	～ 19.3899	18.2	18.0	17.8	17.6	17.4
トルコリラ	(TRY)	29.6646	～ 34.7463	34.5	34.0	33.5	33.0	32.5
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8314	～ 6.1153	6.30	6.10	6.00	5.90	6.00
メキシコペソ	(MXN)	16.2616	～ 20.8313	20.7	21.0	20.7	20.5	20.3

出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

エマージング通貨相場見通し（対円）

		2024年 1～12月（実績）	2025年 3月	6月	9月	12月	2026年 3月
対円							
エマージングアジア							
中国人民元	(CNY)	19.666 ~ 22.256	21.04	21.14	21.72	22.47	22.75
香港ドル	(HKD)	17.905 ~ 20.733	19.85	20.10	20.26	20.62	20.88
インドルピー	(INR)	1.6637 ~ 1.9388	1.79	1.81	1.85	1.90	1.92
インドネシアルピア	(100IDR)	0.8760 ~ 0.9990	0.95	0.96	1.00	1.05	1.06
韓国ウォン	(100KRW)	10.368 ~ 11.735	10.48	10.61	10.83	11.27	11.57
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ~ 35.497	34.00	34.44	36.51	38.83	39.13
フィリピンペソ	(PHP)	2.4510 ~ 2.7764	2.59	2.62	2.74	2.83	2.88
シンガポールドル	(SGD)	106.653 ~ 120.028	112.99	113.79	117.60	121.40	122.91
台湾ドル	(TWD)	4.3345 ~ 4.9759	4.67	4.77	4.83	4.95	5.02
タイバーツ	(THB)	4.0183 ~ 4.5576	4.43	4.43	4.58	4.76	4.84
ベトナムドン	(100VND)	0.5646 ~ 0.6365	0.60	0.61	0.63	0.65	0.66
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル	(RUB)	1.323 ~ 1.907	1.45	1.44	1.43	1.43	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ~ 8.973	8.46	8.67	8.82	9.09	9.31
トルコリラ	(TRY)	4.071 ~ 4.978	4.46	4.59	4.69	4.85	4.98
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル	(BRL)	24.416 ~ 31.200	24.44	25.57	26.17	27.12	27.00
メキシコペソ	(MXN)	6.9908 ~ 9.4552	7.44	7.43	7.58	7.80	7.98

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。

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO

