

2025年4月11日

The Emerging Markets Weekly

米国の通商政策を巡る報道を受けて荒い値動きが継続

新興国市場:先週末4日のアジア時間は大半が小幅に上昇。トランプ米大統領が厳しい関税を課したことで景気後退懸念が高まりドルが下押された。PHPが堅調となる一方、KRWは下落。欧米時間、中国が対米報復措置を発表しリスクオフとなった。その後、米3月雇用統計やパウエルFRB議長の発言を受けてドルが反発し、軟調に。BRLは前日比▲3.6%、MXNとZARは同▲2.0%超値を下げた。週初7日、トランプ大統領の関税を巡る発言がリスクオフを招き、世界的な株安となり新興国通貨も概ね下落。ZARとRUBは前日比▲2.0%超、BRLとMXN、PHP、MYRは同▲1.0%超値を下げた。8日アジア時間は引き続き軟調。長い休場明けのIDRは休場前から▲1.8%、THBも前日比▲1.7%値を下げた。欧米時間、米国が9日から中国に重い関税を施すとの報道を受けてリスク心理は悪化し続落。BRLは前日比▲1.6%下落した。9日アジア時間、予定通り相互関税が発動されまちまちな動き。INRはインド準備銀行(RBI、中央銀行)の利下げを背景に売られた。KRWも2009年以来の安値となる1487をつけた。欧米時間、トランプ大統領は報復措置を講じていない国・地域に対し上乗せ分を90日間停止することを明らかにする一方、対中相互関税を125%に引き上げると述べた。一連の報道で新興国通貨は急反発をみせ、BRLとMXNは前日比+3.0%超、ZARは同+2.0%超上昇した。10日のアジア時間は前日の流れが継続し堅調に推移。THBやKRWは前日比+1.0%超値を伸ばした。欧米時間、トランプ関税を巡る懸念が再燃し、リスクオフの動きから中南米通貨は売られた。MXNとBRLが前日比▲1.0%値を下げた。

アジア:韓国憲法裁判所は4日、非常戒厳の布告を巡り弾劾追訴された尹錫悦大統領を罷免する決定をした。伊氏は失職し、6月3日に大統領選が実施されることとなった。同日発表された、タイ3月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.84%と市場予想を下振れた。また、フィリピン3月CPIも前年比+1.8%と市場予想を下回った。6日発表のベトナム1~3月期実質GDP成長率は前年比+6.93%と10~12月期から鈍化し、市場予想(同+7.10%)を下振れた。IDRは3月28日~4月7日まで休場のなか、7日に過去最安値を更新し一時17224をつけた。8日発表のインドネシア3月CPIは前年比+1.03%と市場予想を下振れた。RBIは9日に政策金利を▲25bp引き下げ6.00%にすることを決定。政策スタンスを中立から緩和的に変更した。10日発表の中国3月CPIは前年比▲0.1%と市場予想を下振れ、前月からマイナスの伸び率が続いた。今週のCNYは米中貿易摩擦の深刻化の端を発した景気減速懸念も相まって、7.35台まで上昇し年初来安値を更新している。同日、フィリピン中央銀行(BSP)は政策金利を▲25bp引き下げ5.50%にすることを決定。先行きの景気下振れリスクを考慮して利下げを再開した。

ラテンアメリカ:9日発表のメキシコ3月CPIは前年比+3.8%と市場予想を小幅に下回った。インフレ目標の上限+4%を3か月下回っている。

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(アジア)

トランプ政権の相互関税発動に対する為替相場の反応

国際為替部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

多額の対米貿易黒字を計上する国ほど高い税率に

4月2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(現在は報復関税を控えた国に対して発動は延期されている)。米政府は各国の非関税障壁が勘案された上で決定していると説明されているが、図表1に示される通り、簡単な理解としては対米貿易黒字を稼ぐ国に対してより厳しい税率が設定されたと読んで差し支えなさそうだ。上記の決定を受けて、高い税率の賦課が決定した国の通貨はヘッドライン先行で売りが先行している。

米中貿易摩擦の深刻化の影響を受けた側面も

図表1の内容を確認すると、中国の対米貿易黒字は他の追随を許さない水準にあるものの、2018年以降下火となり、23、24年は過去10年で最低水準まで落ち込んでいる。代わって大きく黒字を伸ばしたのがベトナム、タイをはじめとするASEAN諸国であり、これには米中貿易摩擦の激化と中国間における地政学リスクの回避が背景にあった。特にベトナムやタイについてはトランプ政権が中国からの迂回輸出への警戒感を強めていることもあって、高水準の税率を決めた可能性はある。その他の国についても中国経済の不振の影響で財取引における米国の存在感は相応にあり、決して影響は小さくはない。また、ASEAN諸国のみならず、台湾・韓国も例外ではなく、両国の対米依存度は近年上昇しており、台湾は半導体部門、韓国は自動車部品への打撃が大いに懸念される状況だ。総じて、アジア諸国の対米貿易黒字拡大は米中貿易摩擦の深刻化に端を発する貿易取引網の再編ではあることは否めないが、その経緯はどうあれトランプ大統領の目についてしまったところであろう。

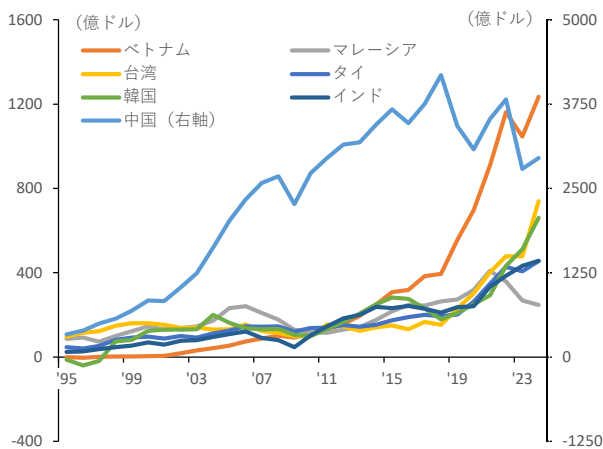
為替見通し上のポイントは？

報道によれば、トランプ大統領は「仮に他国・地域が何か驚くべき条件を提示することが出来れば関税引き下げにオープンである」といった旨の発言をしている。国別の関税賦課率の算出根拠も極めて簡素なものであるという巷説もある中で、これはトランプ政権が仕掛けたディールであるのかもしれない。トランプ政権の動きが非常に読みづらいのも事実であるが、今後の交渉が各国の経済・為替動向の明暗を分けることとなる。こうした中で、国益を守りつつ米国との正面衝突を避けるような立ち回りが要求されるのだろう。本欄では触れていないが、これは日本も例外ではない。

また今回の発表を受けて、年初からのドル1強の様相が崩れていくかが今後重要となってくる。相互関税発表直後のドルインデックスに目を向けると、昨年10月以来の水準まで下落している(図表2)。足許の軟調な米国経済指標に加えて、米関税政策の強化が外需の減速や輸入物価上昇といった経路で米国経済にも波及することで、経済・為替とも引き続き米国優勢といった見方は後退しつつあるようだ。この点、今月

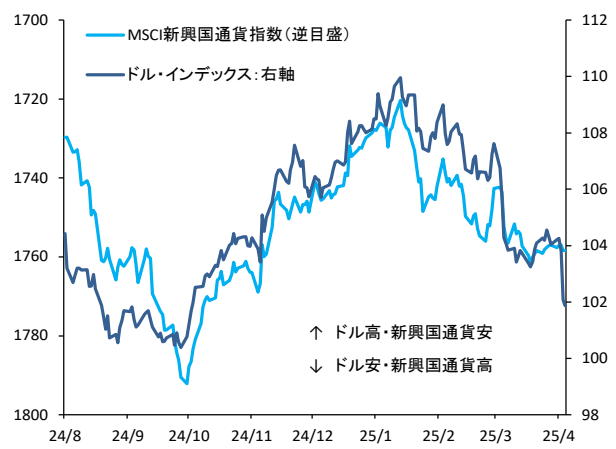
の IMF による世界経済見通し(WEO)の更新内容も含めて状況を整理したいところだ。この他、今回の米相互関税発動が世界的なサプライチェーンの変化を促す引き金となることも考えられる。IMF の見解によれば、リショアリング(国内回帰)は勿論、フレンドショアリングも世界貿易取引の縮小を招くとしている。一部の国を除きインフレが収束傾向にある中で、この見解が現実となれば新興国中央銀行は先行きにかけて景気支援的な政策運営に傾いていくことが予想される。一方で、トランプ大統領就任以降のドル高の調整が進んでいるが、インフレの高止まりを理由に FRB が利下げを見送る展開となれば、年後半以降新興国通貨にとって下押し要因となることも考えられる。しかし、ここまでの想定もトランプ政権の今後の出方ひとつで変わり得ることは念頭に置きたい。新興国通貨インデックスの動きを見ても積極的にリスクを取りにいけない地合いになく、本件に関する報道に一喜一憂する相場は続きそうだ。

図表 1: 対米貿易黒字の推移



出所: Macrobond、みずほ銀行
注: 財取引のみの金額

図表 2: 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

市場概観(韓国)

尹大統領は罷免、大統領選実施へ

国際為替部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

韓国憲法裁判所は 4 日、尹錫悦大統領を罷免する決定を下した。尹氏は昨年 12 月に宣布した「非常戒厳」を巡って、憲法裁判所による審査の結果を待っていたが、審議に参加した裁判官の 8 人全員が罷免に賛成した。現職大統領が罷免された事例は、2017 年の朴槿恵(パク・クネ)元大統領以来であった。

2 月末に尹氏の弾劾審判が結審し判決を待つ間にも、複数の高官が弾劾訴追裁判を受けていた。代表的な例として、先月 24 日、憲法裁判所は昨年 12 月の非常戒厳令に関与したとされた韓憲洙首相の弾劾訴追を棄却していた。そのため、既に韓首相は尹大統領の代行として職に復帰しており、今回の尹氏の罷免を受けて大統領選挙の実施までは尹氏の代行としての役割を担うこととなる。なお、現行のルールでは大統領が辞任した(今回の場合は罷免された)場合には 60 日以内に大統領選挙を実施すると定められており、6 月 3 日に実施されることが決まっている。

こうした流れに乗じたいのは、最大野党「共に民主党」である。同党の李在明代表も公職選挙法違反に関する控訴審判決を先月末に受けており、一審判決を覆し、無罪を言い渡された。検察側は最高裁へ上告する方針を示しており、有罪となった場合は大統領選挙への被選挙権を失うが、大統領に就任すれば、在任中は内乱罪と外患罪を除きは刑事訴追を受けない。過去の世論調査を見ても李代表が次期大統領候補の中でも支持を得ているようで、与党側も早急に候補者を選出し、有権者にアピールしていく必要があり、厳しい状況に立たされている。このままいけば大統領選挙は李代表を中心に展開されると予想される。

もともと、昨年 12 月以降、韓国政治は実質的に機能している状況になく、与党・野党のいずれが勝利しても課題が山積みであることに相違はない。最大の事案はトランプ米政権とどう対応していくかである。既報の通り、韓国も相互関税の対象国となっており、一刻も早く政局混乱を収束させ、国家間の交渉に本腰を入れる必要がある。また、北朝鮮との関係悪化も近年目立っており、貿易のみならず安全保障面でも政策の見直しが求められる局面にある。こうした外部要因に目が行きがちであるが、国内景気も足許でやや勢いを欠いており、正しく内憂外患と言わざるを得ない状況だ。本稿作成時点では、尹氏の罷免を受けた、大きな国内での動乱は確認されていないものの、韓国政局混乱の長期化は韓国金融市場の不安定化に直結しうる話であるため、大統領選挙に関する報道には一層市場の注目が集まることとなる。

市場概観(インド)

4月金融政策会合～連続利下げを実施し、スタンスも「緩和的」に変更～

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

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は7～9日に実施された金融政策委員会(MPC)で、市場予想通りに政策金利のレポレート▲25bp引き下げ、6.00%とした(図表1)。前回2月会合では5年ぶりに利下げに動いたが、それに続いた格好だ。決定は、政策委員メンバー6人の全員一致。注目を集めていた政策スタンスは、こちらも全員一致で「中立」から「緩和的(accommodative)」に変更された。政策スタンスが「緩和的」に変化するのは2022年2月以来である。

声明文や総裁会見では、インド経済・物価見通しについての言及が目立った。最新のGDP統計は2024年10～12月期だが、PMIの推移や電力需要データを確認する限り、足許にかけても景気持ち直しの動きは限定的に思える(図表2)。先行きに関しRBIは、2025-2026年度(2025年4月～2026年3月)の実質GDP成長率予測を+6.5%(前年比、以下同様)とし、前回会合時点の+6.7%から下方修正した。先行きに関しては、政府支出増大や民間部門の健全なバランスシートに加え、サービス輸出の好調などが成長率を支えると指摘した。他方で、財輸出に関しては「不確実」と述べるにとどめている。成長率見通しのリスクバランスは、引き続き均等が取れていると言及されている。

域内の物価動向に関して、4月MPC時点で最新のデータである2月消費者物価指数(CPI)は+3.61%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.98%を大きく下回った(図表3)。一方、食料品および燃料を除いたコアは+4.1%とむしろ15か月ぶりの高水準をつけていることからわかる通り、総合ベースの下押しは非コア項目による寄与で説明できる。昨年秋にかけて騰勢を極めた野菜価格が落ち着きを取り戻していることが最大の要因だ(図表4)。いずれにせよ、RBIの物価目標中心(+4.0%)を下回っていることは朗報だ。1～2月のCPIは平均で+3.9%となっており、前年比効果の裏が出る格好で3月分が若干強く出そうなことを考慮に入れても、1～3月期のCPIは2月MPC時点の中銀予測(+4.4%)を下回る可能性が濃厚である。こうした流れを受けRBIは先々の見通しに関し、2025-2026年度のインフレ率について+4.0%と公表し、前回会合時点の+4.2%から下方修正した。なお、インフレのリスクバランスに関しては、均等が取れているとの認識に変化はなかった。

かかる中、総裁会見は「インフレ見通しが決定的に改善している」「インフレは目標を下回っているが、経済成長は回復軌道にある」「インフレ目標達成への信頼感が高まっている」、と利下げ継続の理由を説明した。そして、今後の政策運営に関し、「スタンス変更は金融政策の方向性を示す」「据え置きか利下げを検討」と述べ、次の一手が利下げであることを強調した。

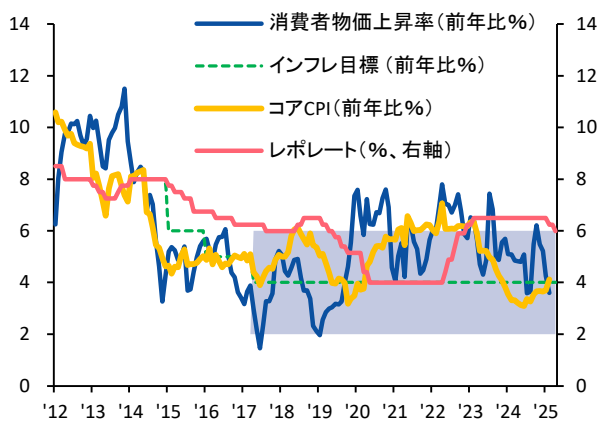
以上を踏まえ市場が注目するのは、引き続き今後の利下げペースだろう。この点、筆者は向こう1年間に渡って連続利下げが続くとは考えていない。まず、今回の見通しに基づけば、CPIは2026年1～3月期には+4.4%とRBIの目標中心である+4.0%を上回る見込みだ。次に、今年度のGDP見通しは+6.5%となっているが、(下方修正されたとはいえ)決して低い水準ではない。比較対象となる2023-24年度の+9.2%という数字が高すぎるだけで、例えばパンデミック期までの10年間の平均成長率は約+6.7%である。巡航速度に戻るだけで、正常な景気循環と言える。危機対応での

大幅利下げが必要な状態ではなかろう。他方で、今回合会においては経済物価見通しが下方修正されており、尚且つ2月会合では確認できなかった明白な利下げ継続のシグナルも確認されている。利下げ路線そのものが続くことに違和感は全くない。

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回程度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5.25%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。

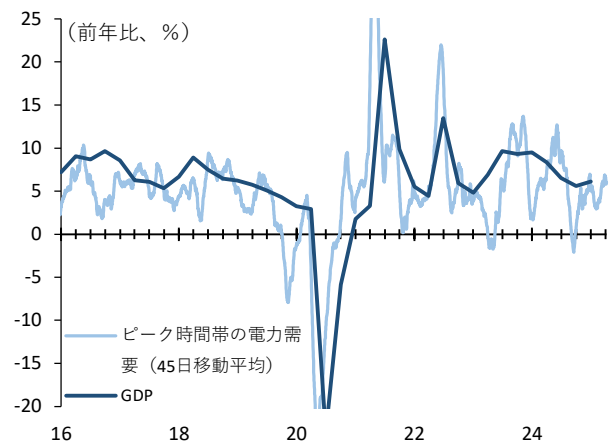
4月に入ってからMPCまでのINR相場は、やや売りが優勢だ(図表5)。海外投資家によるインド株売りが重しになる一方で、資源価格下落はINRの下支えになっているようだ(図表6)。今年上半期のINR相場に関しては、軟調推移を想定する。米印金融政策に関しては劇的な転換は想定しておらず、金利面での動意には乏しくなろう。足許の金融市場は米相互関税のヘッドラインに振らされる展開が続くが、INRは比較的底堅く、なおかつ変動性にも乏しい。インド株式が急落を強いられていることとは対照的な動きだ。引き続き、RBIが為替介入でINRの変動性を抑制しているのだろう。もっとも、今後に関しては①足許の資源価格下落が継続するとは見込まないこと、②インフレ高進リスクが低下する中で関税賦課に対し通貨安で対応する可能性があること、③インド株式の調整局面がすぐに反転しなさそうなこと、などを総合的に考慮しINRの弱含みを想定したい。

図表 1:レポレートと物価水準の推移



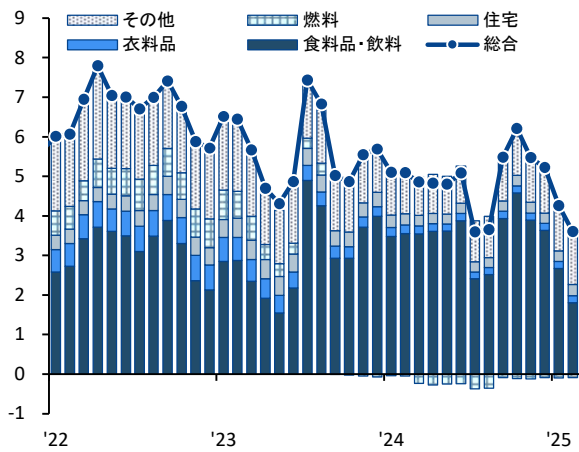
出所:インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注:青枠は目標レンジ

図表 2:実質 GDP 成長率と電力需要



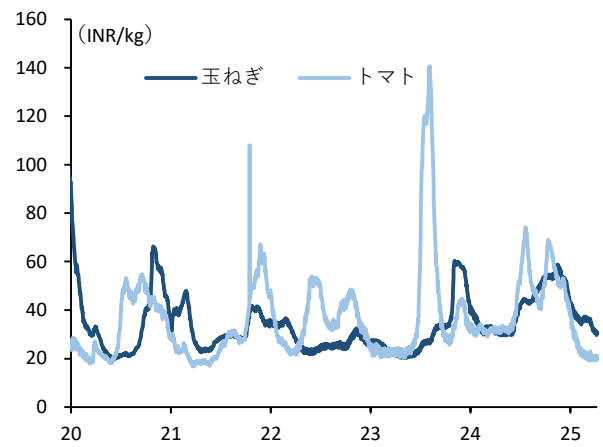
出所:Macrobond、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価指数の推移(%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: 玉ねぎとトマトの小売価格の推移



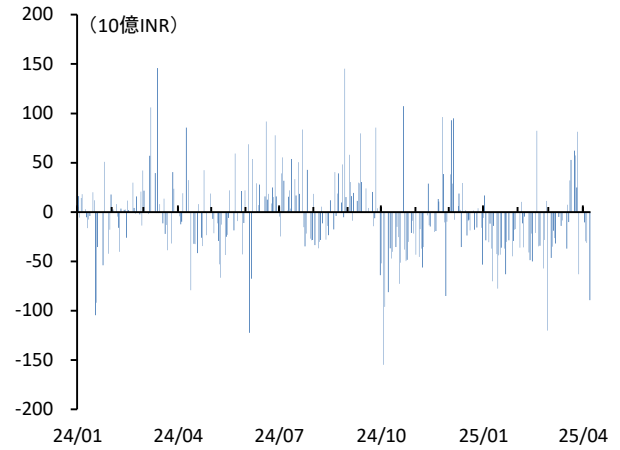
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 5: INR 相場動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 海外投資家によるインド株式市場への資金流出入



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 ※日次データ、4月7日まで

市場概観(中国)

米中貿易摩擦の激化に伴い、大幅下落の人民元

国際為替部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

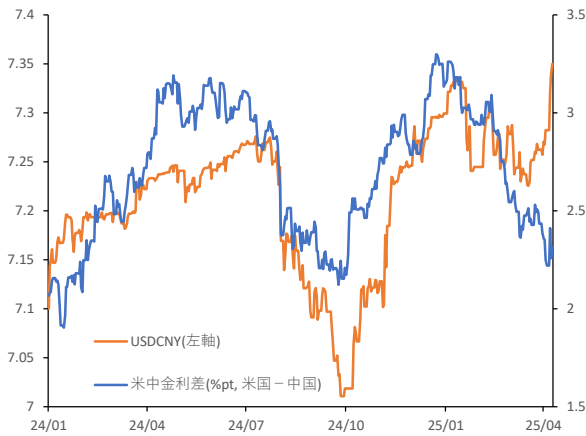
人民元(CNY)相場は9日、23年9月以来となる7.35台まで値を下げた(図表1)。また、8日のオフショア市場(CNH相場)では過去最安値となる7.4290を記録しており、上値の重い取引が継続している。

足許の中国経済を見ると、依然として景気停滞感が残る状況であるものの、劇的に悪化を示唆するような指標は確認されていない。また、人民元相場は長らく対米金利差と一定程度の相関性を持ちながら推移してきたが、年初以降は両国の金利差に反した動きとなっている(図表1)。よって、足許の人民元売り要因は素直にトランプ政権の相互関税発動(現在は一部延期中)を受けた市場のリスクオフの動きと捉えたい。トランプ政権は全ての貿易相手国に対して10%の関税を課したことに加えて、中国に対しては相互関税125%と合成麻薬フェンタニル流入を理由に課した20%関税も含め累計で145%が賦課されている。今回の米国の対応について、中国商務省は全面的に抗戦していく方針を示しており、米国が関税を引き上げれば、自国の権益を守るため報復措置をとると表明した。現段階では米中双方が歩み寄りを見せることに期待は出来ず、更なる関税競争の激化が見込まれる状況だ。

かかる中、金融市場全体にリスクオフムードが高まっており、為替のみならず株式や債券市場までボラティリティは急上昇している(図表2)。短期的な目線ではトランプ関税の動向に一喜一憂しながら各資産は変動していくことが推測されるため、中国をはじめ新興国資産への選好は弱まることが考えられる。人民元相場に話を戻すと、中国人民銀行は足許の相場動向について、一定程度人民元安を許容しているようにも映る。毎営業日公表される基準値は次第に人民元安方向に傾いており、人民元の基準値設定に伴う調整措置「逆周期因子(カウンターシクリカルファクター、CCF)」も過去との比較でそれほど強くないと予想される(図表3)。人民元安は米国の強烈的な関税措置に対して多少の緩和効果もあるだろうが、対中投資の目線からは中国資産の価格下落の側面もあるためリスクオフ相場に乗じて「中国売り」が加速すれば、一層の人民元安に繋がる恐れもある。よって、ここでの人民元安容認は一過性であると考えている。

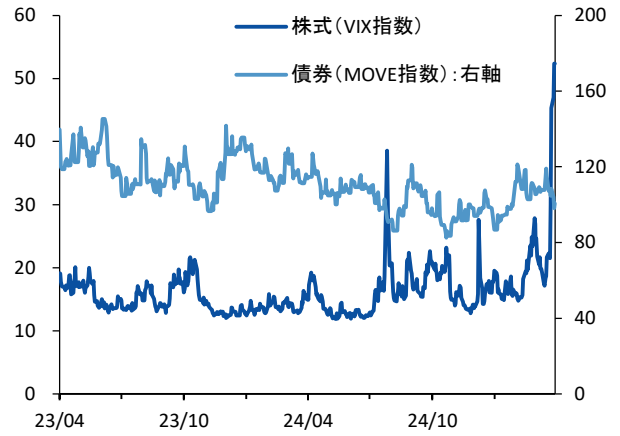
本欄では、今年の成長率目標達成には、外需依存からの脱却が条件になると指摘してきたが、早速正念場に立たされている。報道によれば、当局は近日中にも景気支援と資本市場の安定化に向けた協議を実施するとされており、本件に関する情報発信を待ちたい。もっとも、先月の全人代で公表された超長期国債発行をはじめとする景気支援は、24年との比較では拡張方向にあるものの、米中貿易摩擦の激化による中国経済のダメージを埋め合わせるにはインパクトに欠けるとの指摘も散見される。また、景気支援策が講じられた場合も関税強化と同様にラグをもって効果が現れることから、現段階では劇的な相場環境の変化を期待しにくい。以上を踏まえて、4~6月期は米中の交渉次第では更に人民元安圧力が強まる時間帯も出ると予想している。

図表 1: CNY 相場と米中 10 年金利差



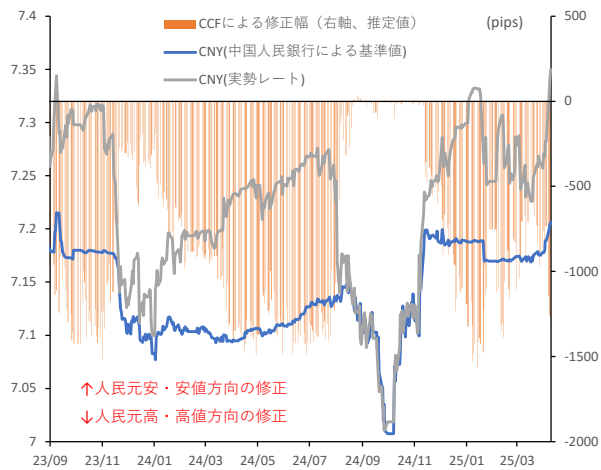
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: VIX と MOVE 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 中国人民銀行公表の基準値と実勢レート



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(フィリピン)

4 月金融政策会合～利下げを再開～

国際為替部
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

フィリピン中央銀行(BSP)は、10 日に金融政策会合の結果を公表し、政策金利の翌日物リバースレポレートを従来の 5.75%から 5.50%へ▲25bp 引き下げた(図表 1)。2024 年 8 月会合では、約 4 年ぶりに利下げに着手し、12 月会合まで 3 会合連続で▲25bp の利下げを実施してきたが前回 2 月会合では予想外の据え置きとなったが、利下げを再開した格好だ。また、上限金利の翌日物貸出ファシリティ(OLF)レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ(ODF)レートも同じ幅だけ引き下げられており、それぞれ 6.00%、5.00%とした。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。

今会合までの BSP の情報発信を振り返ると、前回の 2 月金融政策会合では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 にとどまるだろうと述べていた。レモロナ総裁は 3 月 25 日に、2 月のインフレは鈍化し、インフレ率は 7 か月連続で BSP の目標範囲内に収まっているとした。また、PHP 相場は 3 月に+1%近く上昇しており、アジアのなかでも堅調に推移しているとし、利下げ余地が拡大したと述べた。インフレは 2025 年と 2026 年は上昇リスクがあるとしつつも、4 月に利下げ再開の可能性を示唆していた。

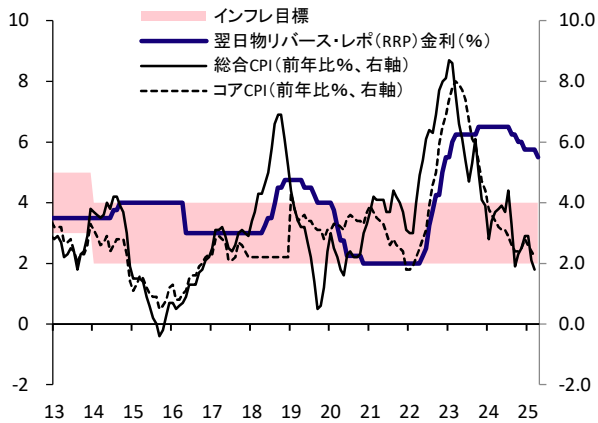
物価動向については、4 日公表の 3 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.8%と 2 月から鈍化し、市場予想(同+2.0%)を下回り 2020 年 5 月以来の低水準となった(図表 2)。食品とエネルギーを除くコア CPI は同+2.2%となり、2 月の同+2.4%から伸びが鈍化した。3 月 CPI は総合ベースでは BSP 目標範囲(+2.0~4.0%)を下回り、コアベースでも引き続き目標圏内に収まっており、物価情勢は総じて低位で安定しているといえよう。BSP は引き続き物価は目標範囲内に収まるとの見方を示した。先行きの予想インフレ率(リスク調整後)については、2025 年の見通しを+2.3%と前回会合から▲1.2%ポイント、2026 年については+3.3%と前回会合から▲0.4%ポイントそれぞれ下方修正した。2027 年については 3.2%とした。なお、インフレのリスクバランスに関しては、緩和したとし、2 月会合同様に「均衡している」との見方を示した。BSP のインフレへの警戒感は弱まったと言えよう。

レモロナ総裁は今回の決定について、米国の関税政策も考慮されているとした。より厳しい外部環境が世界の実質 GDP 成長率を抑制し、国内経済活動に下振れリスクをもたらすことを指摘した。先行きの金融政策に関してはデータ次第とし、管理可能なインフレ見通しと成長のリスクは、より緩和的な金融政策の転換を可能にすると述べ緩和継続の姿勢を示した。なお、利下げペースについては▲25bp ずつと段階的に行うとした。低いインフレ率は自由度をもたらすとし、毎回会合引き下げる必要はないと指摘しつつも、あと数回利下げ行う姿勢をみせた。また、BSP は 2025 年に緩和サイクルは完了する見込みと述べた。引き続き不確実性はあるものの、BSP は緩和姿勢に変化はなく 2025 年は後 2 回の利下げ(合計▲50bp)が妥当と判断している。なお、昨年 10 月の金融政策会合の際にレモロナ総裁は名目中立金利について「5.00%」と言及しているため、必要に応じて更なる利下げの余地はあると考える。

4 月に入ってからの PHP 相場は、57 前半を中心として安定的に推移している(図表 3)。2 日に発表された米国による相互関税は、フィリピンは 17%と他のアジア諸国より低かったことが PHP 相場の支えとなった可能性がある。相互関税は予定通り 9 日

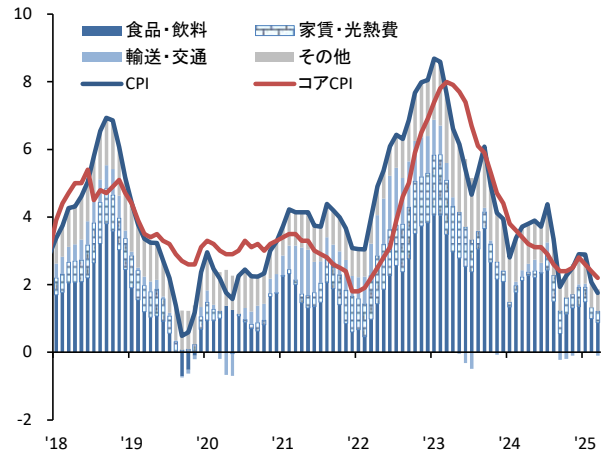
に発動されたが、同日トランプ米大統領は報復措置を講じていない国・地域(中国以外)に対し上乗せ分を90日間停止することを明らかにしたことも相場の支援材料となるだろう。一方、2月5日にサラ・ドゥテルテ副大統領の弾劾訴追案が下院で承認されたことに続き、3月11日に国際刑事裁判所(ICC)からの逮捕状に基づきドゥテルテ前大統領が「人道に対する罪」の容疑で逮捕された。政治情勢の不安定化は引き続きリスクとなり得るだろう。

図表 1: 政策金利水準とインフレ目標



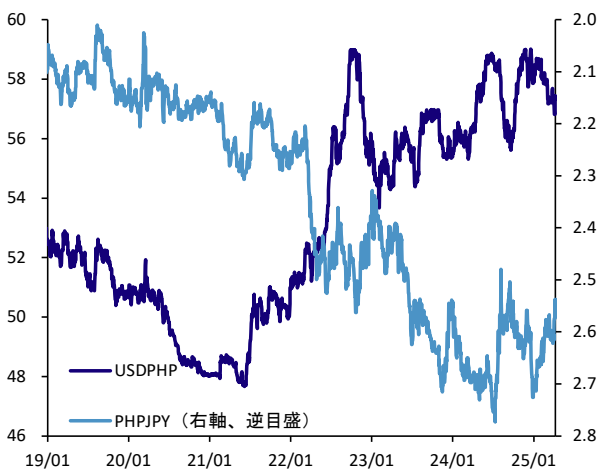
出所: フィリピン中央銀行、フィリピン国家統計局、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 消費者物価上昇率の推移(前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: PHP 相場動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(新興国)

ドル全面安でも新興国通貨は軟調に推移

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

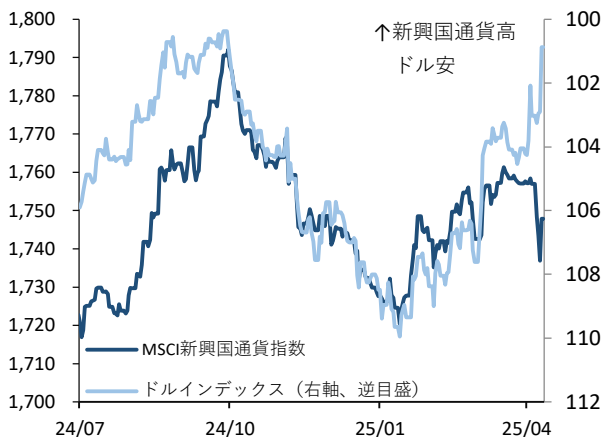
既報の通り、金融市場はトランプ米大統領の関税政策に振らされる展開が続いている。通貨市場においてはドル全面安の様相だが、新興国通貨は特に買われてはいない(図表 1)。例えば、相互関税が公表された4月2日から4月10日までのドルインデックスは▲2.8%も下落したが、MSCI 新興国通貨指数はむしろ▲0.5%と下落している。市場全体のセンチメントが悪い中、リスク資産が全般的に手放されている格好だろう。

ちょうど4月10日、国際金融協会(IIF)は3月分の新興国証券投資フローを公表した。確認すると、株式・債券の双方について新興国資産は外国人投資家に手放されたことがわかる(図表 2、3)。株式に関しては、2025年に入って以降常に軟調だ。そして、弊行が各国統計から日次データを集計したところ、4月に入って以降も新興国の証券投資フローは失速を加速させている(図表 4)。

ドル安と新興国通貨安が併存する状況に関しては、市場センチメントの悪化が新興国資産の売りに寄与していることがやはり背景にあるのだろう。この点、筆者は今年上半期においては新興国通貨の軟調推移は継続すると考えている。相互関税の上乗せ部分の停止は朗報ではあるのだが、あくまで90日の時限措置だ。この間、各国の交渉が進むものと思われるが、金融市場においては積極的なリスクテイクは考えにくいだろう。

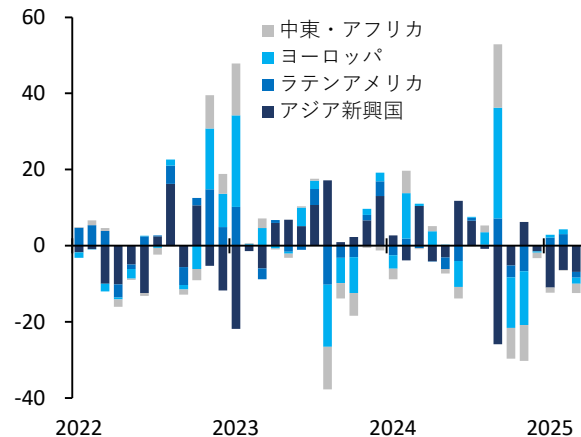
他方、筆者は関税戦争が今後1年に渡って続くとも考えていない。今後の交渉で、各国との「落としどころ」を探る、というのが基本線であろう。『エマージングマーケットマンスリー』などをご確認いただければわかる通り、弊行は年央以降における新興国通貨の緩やかな買い戻しを想定している。

図表 1:ドル指数と新興国通貨指数



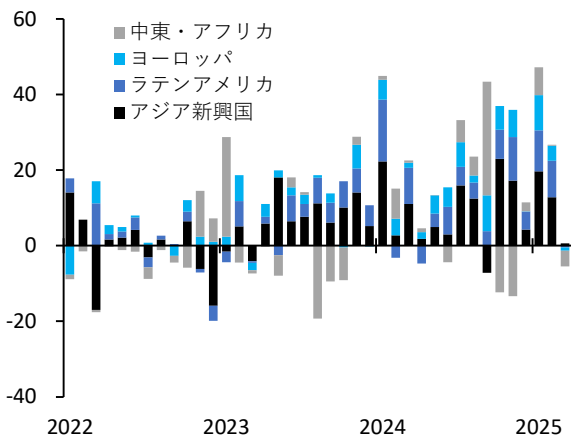
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:新興国株式への資金フロー



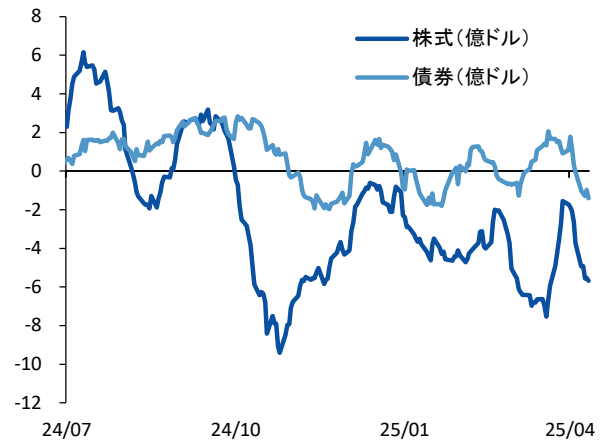
出所:IIF、みずほ銀行 ※10億ドル

図表 3:新興国債券への資金フロー



出所: IIF、みずほ銀行 ※10 億ドル

図表 4:主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)

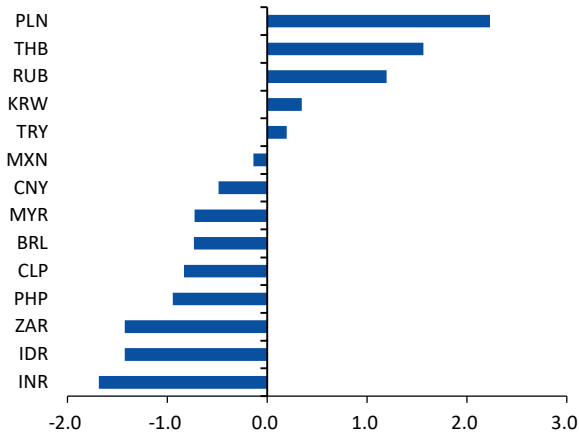


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

※株式投資はインド、インドネシア、韓国、タイ、南アフリカ、ブラジルの合計。債券投資はインド、インドネシア、タイ、ハンガリー、南アフリカの合計

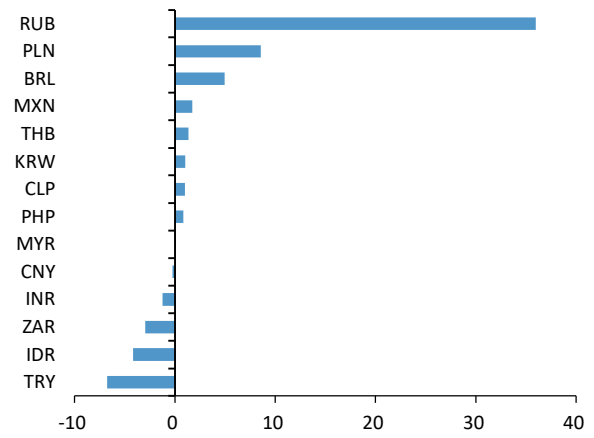
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



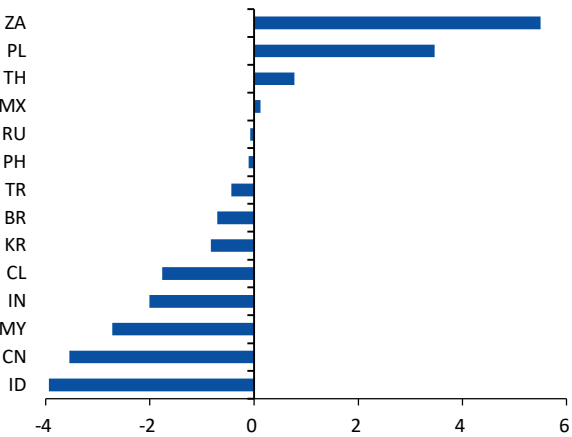
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



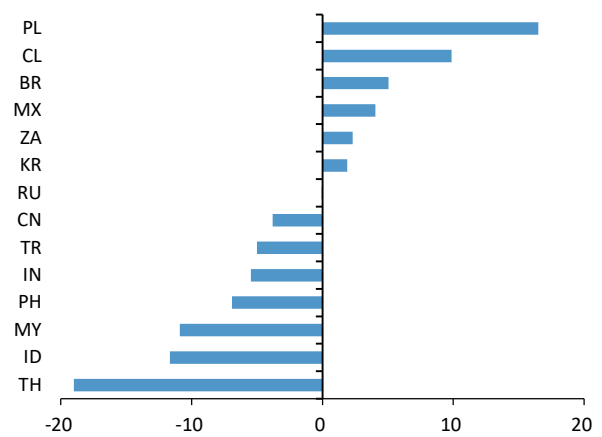
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



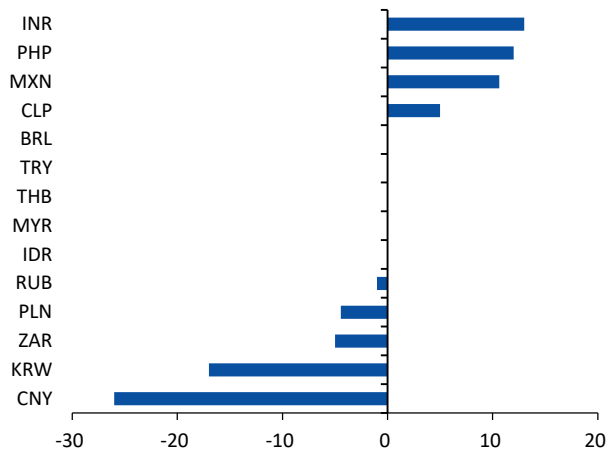
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

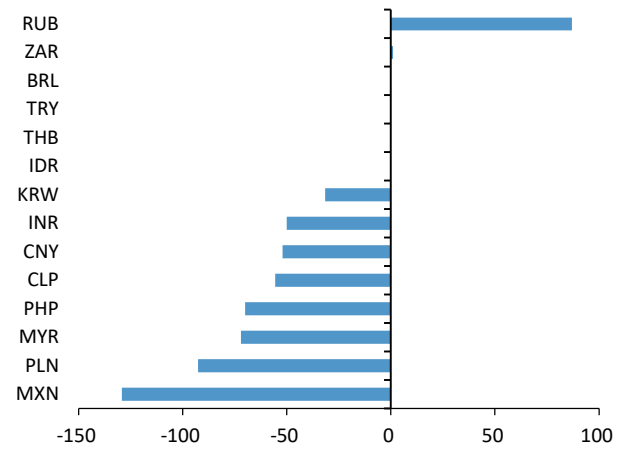
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

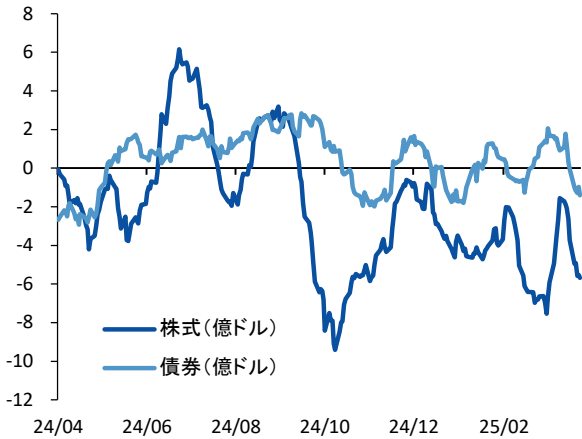


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

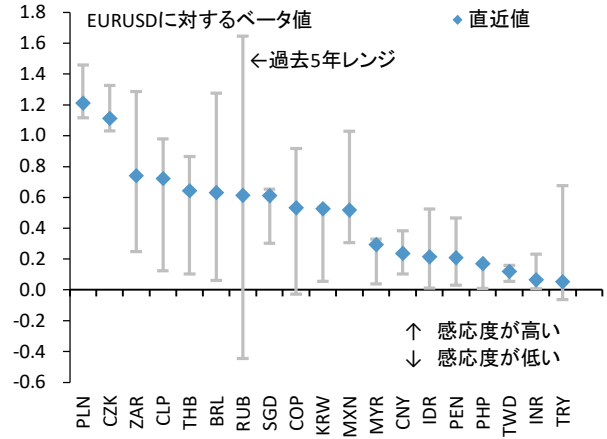
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



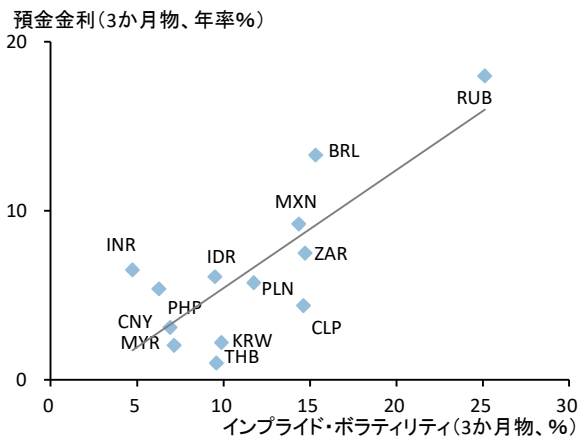
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



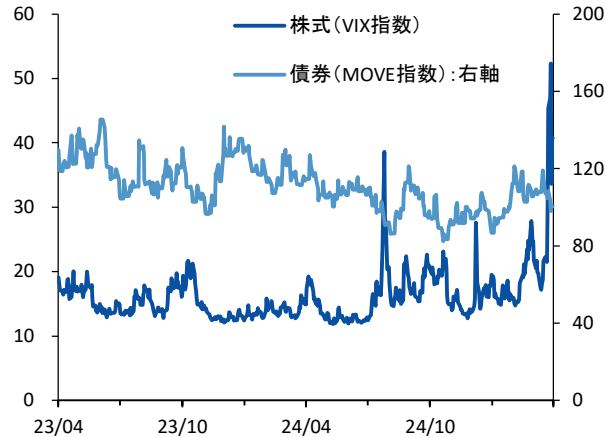
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



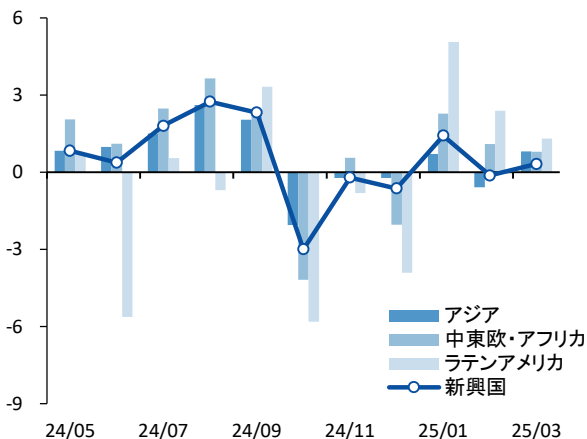
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



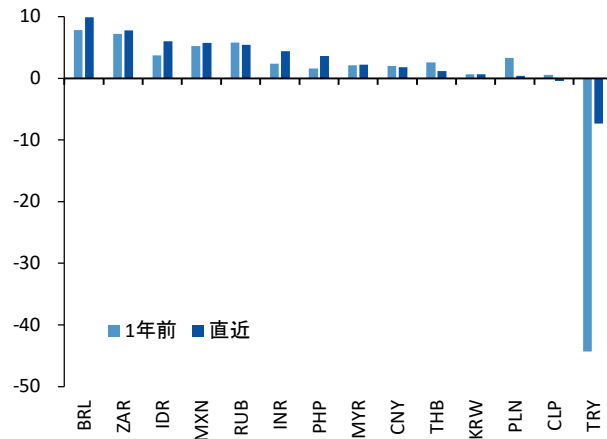
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
4月8日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$7177.7m	\$2940.1m	--
8日 (火)	フィリピン	失業率	--	3.8%	4.3%	--
8日 (火)	インドネシア	CPI(前年比)	1.2%	1.0%	-0.1%	--
8日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.2%	2.3%	1.6%	--
9日 (水)	インド	RBI政策金利	6.00%	6.00%	6.25%	--
10日 (木)	中国	PPI(前年比)	-2.3%	-2.5%	-2.2%	--
10日 (木)	中国	CPI(前年比)	0.0%	-0.1%	-0.7%	--
10日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	5.50%	5.50%	5.75%	--
10日 (木)	台湾	貿易収支	\$8.33b	\$6.95b	\$6.55b	--
10-14日	シンガポール	GDP(前年比)	4.9%	--	5.0%	--
11日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.0%	--	2.1%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	3.4%	--	5.0%	--
14日 (月)	中国	貿易収支	\$74.40b	--	\$31.72b	--
15日 (火)	インド	卸売物価(前年比)	2.6%	--	2.4%	--
15日 (火)	インド	CPI(前年比)	3.6%	--	3.6%	--
15日 (火)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	2.9%	--
15-17日	インド	輸入(前年比)	--	--	-16.3%	--
15-17日	インド	輸出(前年比)	--	--	-10.9%	--
16日 (水)	韓国	輸出物価指数(前年比)	--	--	6.3%	--
16日 (水)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.6%	--	--	--
16日 (水)	中国	GDP(前年比)	5.2%	--	5.4%	--
16日 (水)	中国	小売売上高(前年比)	4.2%	--	--	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	7.6%	--
17日 (木)	韓国	BOK Base Rate	--	--	2.75%	--
18日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	5.0%	--
18日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	6.2%	--
中東欧・アフリカ						
4月10日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	-1.9%	1.2%	--
10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-3.1%	-3.2%	-3.3%	-3.20%
11日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	13542m	--
12日 (土)	ロシア	CPI(前年比)	10.3%	--	10.1%	--
14日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-3.80b	--
16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	7.0%	--
17日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	--	9.8%	--
17日 (木)	トルコ	1週間レポート	--	--	42.50%	--
ラテンアメリカ						
4月8日 (火)	ブラジル	純債務対GDP比	61.7%	61.4%	60.8%	61.10%
9日 (水)	ブラジル	融資残高	--	6487b	6462b	--
9日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	1.4%	1.5%	3.1%	--
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	3.8%	3.8%	3.8%	--
11日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	5.5%	--	5.1%	--
11日 (金)	ブラジル	経済活動(前年比)	3.2%	--	3.6%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-3.8%	--	-2.9%	--

注:2025年4月11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							
中国人民元 (CNY)	7.2164 ~ 7.3328	7.3175	7.38	7.23	7.12	7.12	7.15
香港ドル (HKD)	7.7666 ~ 7.7955	7.7584	7.76	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー (INR)	85.408 ~ 87.950	86.695	87.8	86.5	86.0	86.0	86.3
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 16653	16823	16450	15800	15400	15230	15300
韓国ウォン (KRW)	1424.05 ~ 1477.46	1454.09	1460	1450	1420	1400	1380
マレーシアリング (MYR)	4.3675 ~ 4.5185	4.4700	4.53	4.30	4.12	4.14	4.15
フィリピンペソ (PHP)	57.130 ~ 58.715	57.332	59.6	57.2	56.5	56.3	56.5
シンガポールドル (SGD)	1.3279 ~ 1.3751	1.3303	1.37	1.34	1.32	1.32	1.32
台湾ドル (TWD)	32.602 ~ 33.227	32.868	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ (THB)	33.37 ~ 34.84	33.88	35.2	34.3	33.6	33.3	33.4
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 25651	25786	25750	25100	24700	24680	24700
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	80.9668 ~ 114.7788	83.5586	82.0	80.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	18.0018 ~ 19.2296	19.4412	18.2	18.4	18.6	18.8	19.0
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 41.2972	38.0397	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	5.8857	5.85	5.80	5.85	5.95	6.00
メキシコペソ (MXN)	19.8473 ~ 21.2932	20.4758	20.8	20.7	20.6	20.4	20.2
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	20.208 ~ 21.666	19.760	20.73	21.30	21.77	21.91	21.40
香港ドル (HKD)	18.867 ~ 20.403	18.582	19.72	19.87	19.97	20.08	19.67
インドルピー (INR)	1.678 ~ 1.848	1.663	1.74	1.78	1.80	1.81	1.77
インドネシアルピア (100IDR)	0.894 ~ 0.981	0.857	0.930	0.975	1.006	1.024	1.000
韓国ウォン (100KRW)	10.052 ~ 10.916	9.916	10.48	10.62	10.92	11.14	11.09
マレーシアリング (MYR)	33.082 ~ 35.699	32.674	33.77	35.81	37.62	37.68	36.87
フィリピンペソ (PHP)	2.552 ~ 2.726	2.552	2.57	2.69	2.74	2.77	2.71
シンガポールドル (SGD)	110.00 ~ 116.09	108.38	112.09	115.36	117.60	118.36	116.08
台湾ドル (TWD)	4.452 ~ 4.843	4.401	4.64	4.70	4.77	4.83	4.74
タイバーツ (THB)	4.322 ~ 4.653	4.254	4.35	4.49	4.61	4.68	4.58
ベトナムドン (100VND)	0.5743 ~ 0.6253	0.5592	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	1.726	1.87	1.93	1.85	1.77	1.66
南アフリカランド (ZAR)	7.960 ~ 8.525	7.416	8.41	8.37	8.33	8.30	8.05
トルコリラ (TRY)	3.613 ~ 4.481	3.782	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	24.501	26.15	26.55	26.50	26.22	25.50
メキシコペソ (MXN)	7.065 ~ 7.790	7.041	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11日の7時25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。