

2025 年 4 月 25 日

The Emerging Markets Weekly

FRB 議長解任リスクや通商協議の進展有無に振られる

新興国市場:先週末 18 日は聖金曜日(グッドフライデー)のため多くの市場が休場のなか、全体として動意の薄い展開。大半が小幅な動きにとどまった。KRW と THB の下落が目立った。週初 21 日のアジア時間はトランプ米大統領によるパウエル FRB 議長の解任への懸念を背景にドルが軟調となったことを受けて上昇。THB は金価格の上昇も支えとなり前日比+1.1%、MYR も前日比+1.0%値を伸ばした。欧米時間もトランプ大統領のパウエル議長批判は継続し、新興国通貨は底堅く推移した。RUB や ZAR が買われた。22 日アジア時間、前日からドルの軟調が続くも新興国通貨は小幅に下落。SGD や MYR が売られた。欧米時間、ベッセント米財務長官発言を受けた中国との緊張緩和への期待の高まりや、トランプ大統領がパウエル議長を解任する意向はないと述べたことでドルが反発。中南米通貨は商品価格の上昇が支えとなった。BRL は前日比+1.4%上昇。ZAR や MXN も堅調な動きとなった。23 日アジア時間はドルが堅調となり概ね下落。THB が軟調。欧米時間も米中貿易摩擦の緩和の兆しやトランプ大統領の発言を受けドルが底堅く推移し、新興国通貨は下押しされた。RUB が前日比▲1.8%下落。24 日のアジア時間、米政権の対中関税に対する姿勢に変化が見られるも警戒感から大半は小幅な値動き。MYR が上昇する一方、KRW は冴えない経済指標の結果が重しに。欧米時間、米中の緊張緩和に進展がみられないことからドル売り。中南米通貨は商品市況の堅調が支援材量となった。BRL と MYR が上昇する片や、ZAR は値を下げた。

アジア:18 日公表のマレーシア 1~3 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.4%と 10~12 月期から減速し、市場予想(同+4.8%)を下回った。21 日、バンス米副大統領とインドのモディ首相は会談した。両国とも貿易協定を巡る交渉で大きな進展があったと述べた。22 日、インド北部のカシミール地方で武装勢力が民間人を銃撃し少なくとも 26 人が死亡。23 日、インド政府はパキスタンとの国境閉鎖などの措置を講じており、両国の関係が悪化している。同日発表のマレーシア 3 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.4%と市場予想を下振れた。同日公表のシンガポール 3 月 CPI も前年比+0.9%と市場予想を下回った。インドネシア中央銀行(BI)は同日政策金利を 5.75%に据え置くことを決定した。据え置きは 3 会合連続。ペリーBI 総裁の会見では、IDR の安定化やインフレ情勢、米国の関税政策によるグローバルな不確実性への言及などが目立った。トランプ大統領は交渉次第で、累計 145%の対中追加関税を下げる可能性もあるとしたうえで「公正な取引」を求め、交渉に応じるよう中国に連日呼びかけている。24 日公表の韓国 1~3 月期実質 GDP 成長率は前年比▲0.1%とマイナスの伸び率となり、市場予想(同+0.0%)を下振れた。

中東欧・アフリカ:23 日公表の南アフリカ 3 月 CPI は前年比+2.7%と前月から鈍化し、市場予想を下回った。南アフリカ財務省は 24 日、付加価値税(VAT)の引き上げの計画を撤回することを表明した。

国際為替部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

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

市場概観(インド)

米印関税交渉～優先度が高いことは朗報だが、前途は多難～

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

米バンス副大統領は 21 日、インドでモディ首相と会談した。会談後に米ホワイトハウスは「貿易協定を巡る交渉で大きな進展があった」と声明を発しており、インド首相府も「大きな進展があった」と同様の趣旨の声明を公表している。

なお、今回の協議は貿易を巡る議論が中心であったようだが、それ以外にもエネルギー・防衛・先端技術など幅広い分野が議論の対象になった模様だ。なお、今回の会談にあたってモディ首相はトランプ氏の訪印を楽しみにしていると述べている。年内にはクアッド (Quad、日米豪印戦略対話) の首脳会議がインドで開かれるが、これにはトランプ氏も出席予定だ。今回のバンス氏訪印はその「地ならし」と捉える向きが大勢である。

なお、両国とも関税の主な所管は財務相であるが、シタラマン・ベッセントの両氏はワシントンで協議を行う予定だ。これに合わせ、インド側の通商交渉官も渡米する運びだ。米印通商交渉がよいよ開始される、ということだろう。

いずれにしても、通商交渉に関しては成り行きを見極めるしかないのだが、少なくともインドが他国に比べ優先されているのは間違いない。同盟国である日本ですら具体的な交渉が行われているようには見えない中、副大統領自らインドに赴いたというのは重要だろう (もちろん、今回の訪問は私的なものであり、会談が主たる目的ではない)。米国としても、対中包囲網構築という観点では、インドを無下に扱うことはできない、という事情があるのだろう。

そして、既にインドは通商交渉の「ギフト」を積み上げている。例えば 21 日、インド政府は一部の鉄鋼輸入に 12% の追加関税を設けることを公表している。時限措置ではあるが、各種報道に基づけば、中国からの輸入抑制が主たる目的であるようだ。対中包囲網を構築したい米国にとっては、望ましい決定だろう。今後も、インド側から何かしらの譲歩や提案がみられると想定したい。当然、米国側からの圧力も予見される。例えば、米 FT 誌は 22 日、米国がインドに対し e コマース市場への米企業のフルアクセスを求める、と報じている。各国の非関税障壁に対し強い嫌悪感を抱いている米政権だけに、あってもおかしくない要求だろう。

なお、今回の通商交渉は米相互関税公表以前から計画・予定されていたものであり、シタラマン財務相の発言によれば、通商協定の第一段階は秋までの合意が目標とされているようだ。また時間は残されているため、各種ニュースフローに注意を払いたい。

市場概観(インドネシア)

4 月金融政策会合～IDR 安を前に身動きを縛られる BI～

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

インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 4 月 22～23 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 5.75% で据え置いた(図表 1)。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も、それぞれ 6.50%、5.00% で維持されている。1 月会合ではサプライズで利下げ再開に動いたが、2 月会合以降は 3 会合連続で様子見姿勢を維持している。なお、ブルームバーグ集計の事前予想では調査対象者のほぼ全員が据え置きを予想していた。

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、米国の関税政策によるグローバルな不確実性への言及などが目立った。BI は米国の相互関税を受けて世界経済の不確実性が高まったと述べた。一方、IDR の動きに関しては「アンダーコントロール」「貿易パートナー国の通貨と比較し安定的」と表現している。IDR は 4 月 7 日に 1998 年のアジア通貨危機の安値を更新し、17224 と史上最安値をつけた。BI は通貨防衛のため為替介入実施を発表し、その後 IDR は 16800 台で安定推移している(図表 2)。BI は引き続き IDR 安定化への強い姿勢を示している。

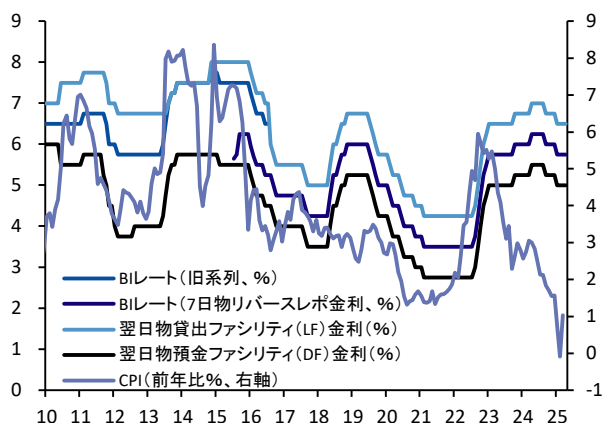
物価動向を見ると、直近公表の 3 月消費者物価指数(CPI)は+1.03%(前年比、以下同様)と 2 月の▲0.09%のマイナスの伸び率からプラスに転じたが、市場予想の+1.20%を下回った(図表 3)。引き続き BI のインフレ目標(+1.5～+3.5%)の下限を下回って推移している。1 月と 2 月は電力補助金の影響が大きかったが、3 月は電気料金に反発がみられる。変動の激しい食料品価格と政府の統制価格を除くコア CPI については、+2.48%と 2 月から横ばいとなり、インフレ目標の中央値(+2.5%)とほぼ一致している。基調的物価の伸びの水準は依然低いとはいえ、足許では緩やかに加速していると考えべきだ。かかる中 BI は、インフレは引き続き低水準であり「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。

最新の経済動向に関して、消費者信頼感や製造業 PMI などは若干頭打ち感も見られるが、急速な悪化は確認されていない(図表 4)。もっとも、BI は 2025 年の成長率見通しを+4.7～5.5%の中間点をやや下回ると述べ、若干景気認識を弱めた。インドネシアの 1～3 月期経済成長率は良好だとの見解を示すも、米国の相互関税や中国の報復関税はインドネシアの経済成長に影響する可能性にも言及した。そのうえで、「経済成長を支える必要がある」とし、景気を下支えする意向を示している。

以上を踏まえペリー総裁は、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、短期的な優先事項は IDR の安定化であるとした。IDR 安定が維持されれば利下げ余地が広がり、今後の金融政策について決定できると述べた。半年程度のスパンで考えれば利下げが再開される可能性が高いと考えるものの、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。経済・物価情勢はここ数か月大きな局面変化を見せておらず、利下げ再開の主因にはなりにくい実情がある。FRB が BI の想定通りに年内 2 回の利下げを実施し、尚且つ IDR 安が回避されるのであれば、2025 年半ば以降▲25bp の利下げが 2 回行われ、年末までに政策金利が

5.25%程度まで引き下げられるとの従前予想を維持したい。

図表 1: 政策金利と消費者物価指数(CPI)の推移



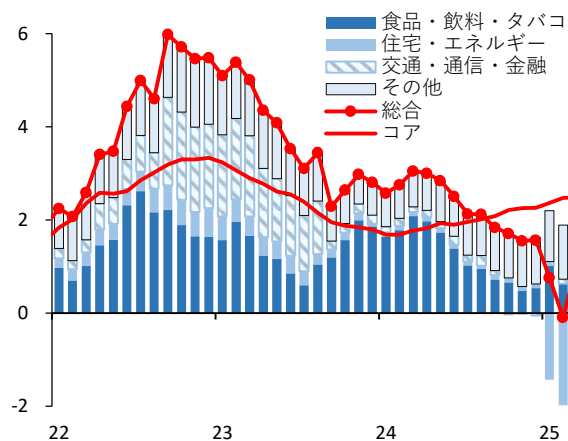
出所: インドネシア銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: IDR 相場と米金利の動向



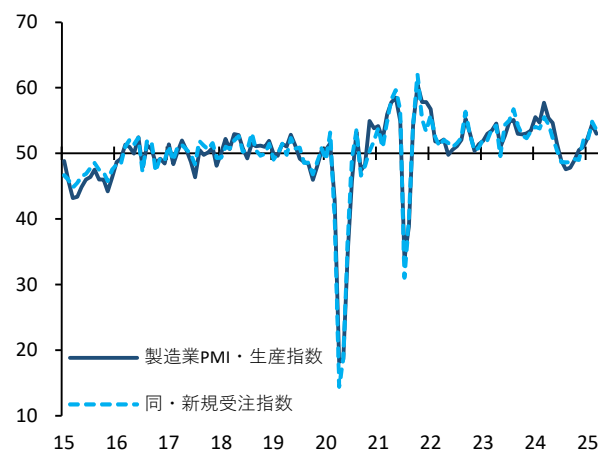
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価の動向 (前年比%, %ポイント)



出所: Macrobond、みずほ銀行

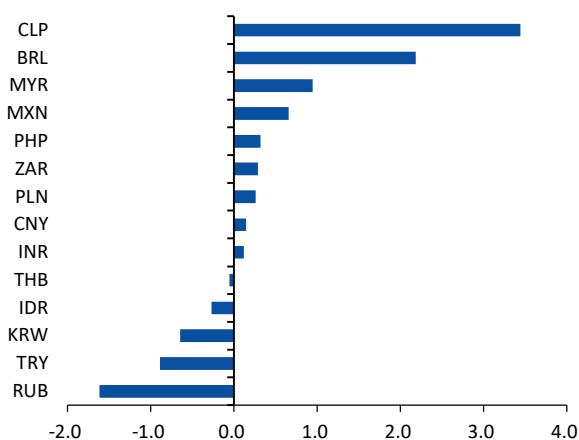
図表 4: 製造業 PMI の推移 (中立水準=50)



出所: S&P Global、みずほ銀行

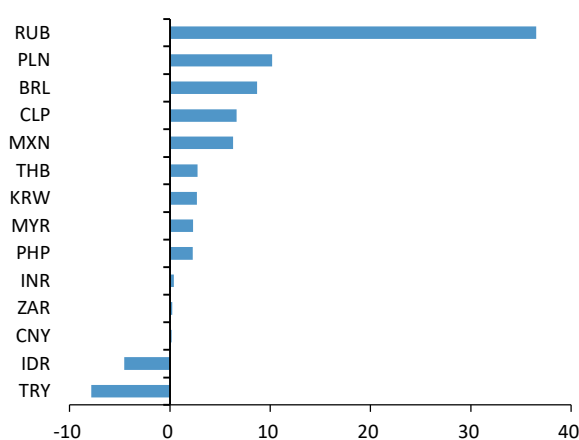
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



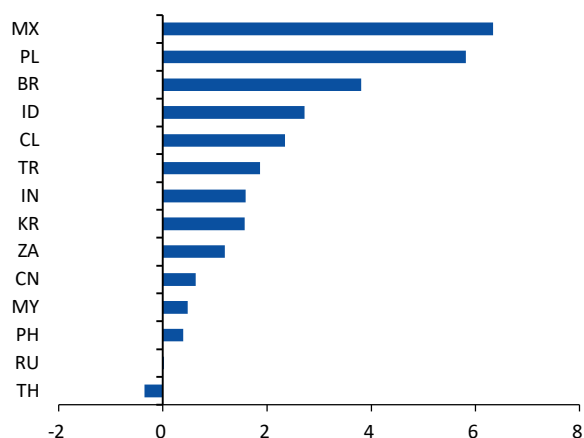
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



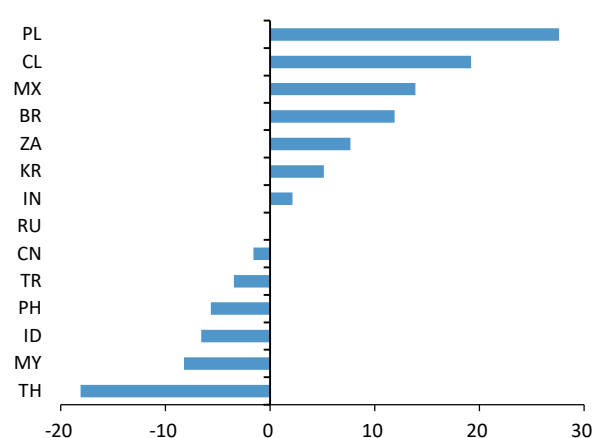
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



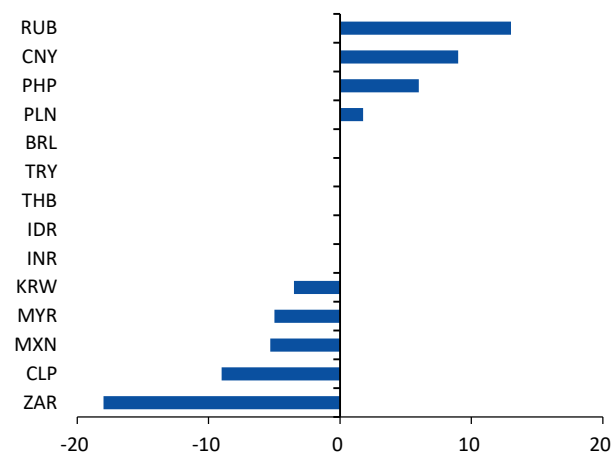
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

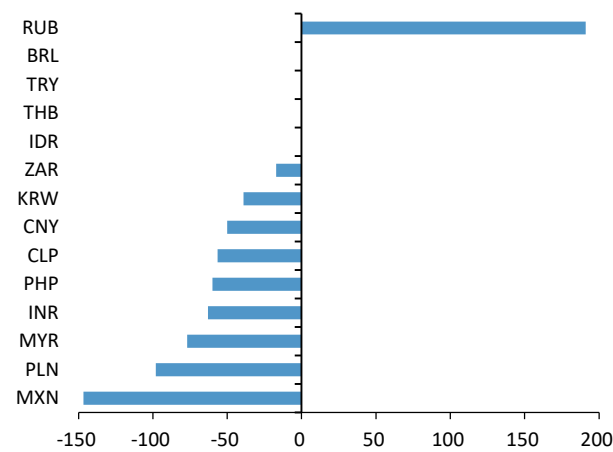
5 年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5 年物スワップレート年初来変化(bp)

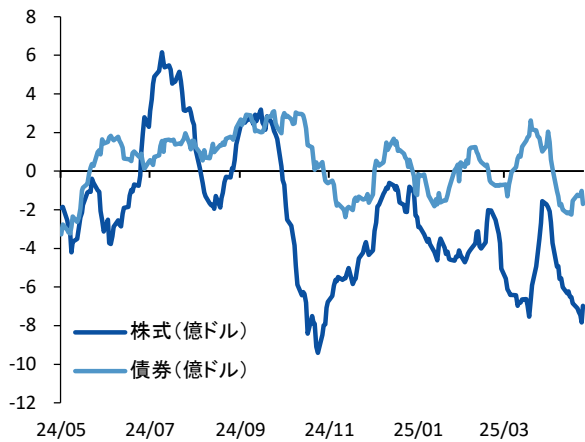


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

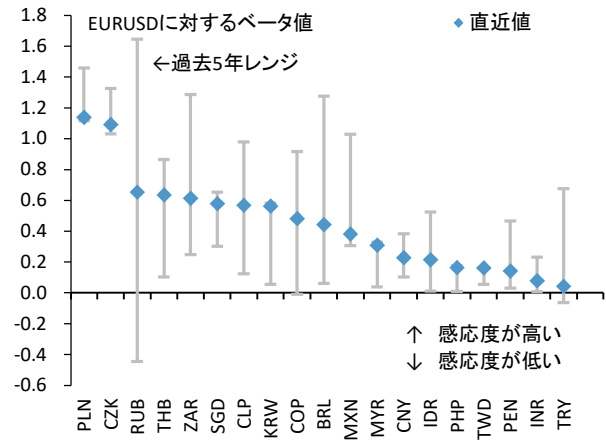
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



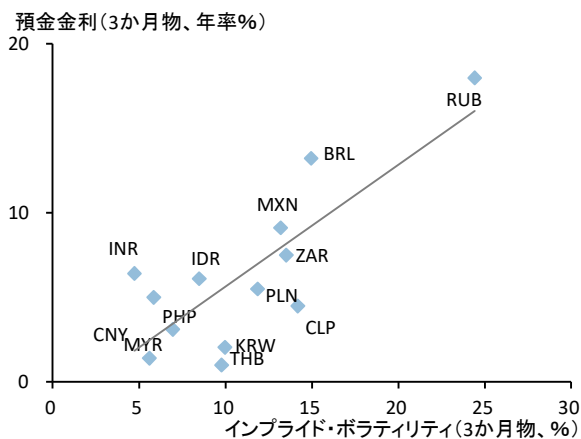
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



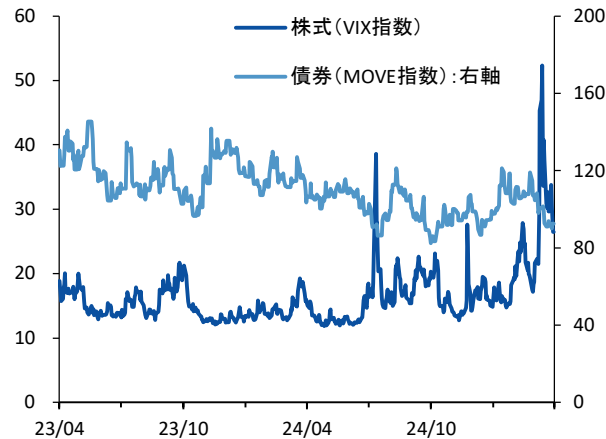
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



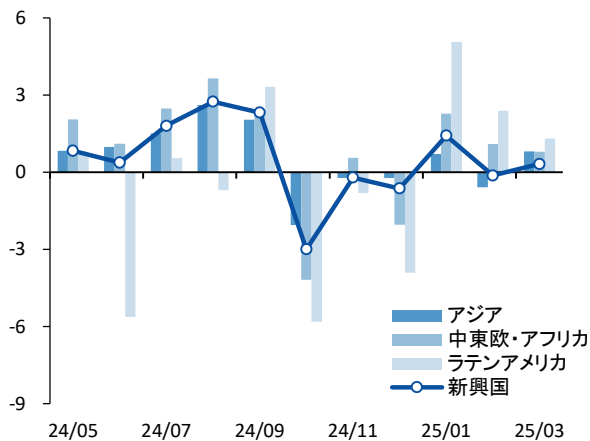
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



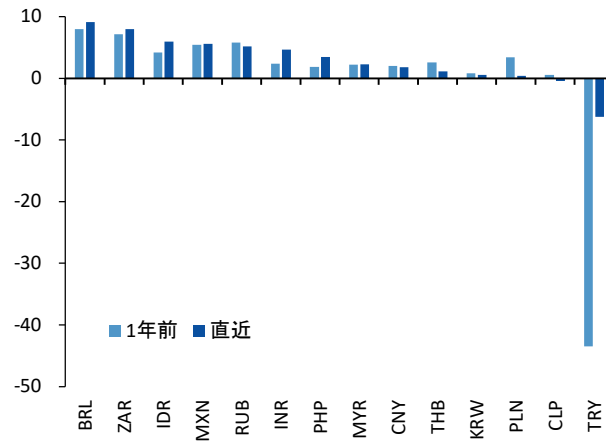
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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21日 (月)	中国	1年貸出プライムレート	3.10%	3.10%	3.10%	--
21日 (月)	中国	5年貸出プライムレート	3.60%	3.60%	3.60%	--
21日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$2868m	\$4329m	\$3117m	\$3095m
21日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	\$1966m	\$3086m	--
21-26日	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1100m	\$973m	\$1988m	--
22日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	1.3%	1.5%	--
23日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	93.8	93.4	--
23日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.6%	1.4%	1.5%	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	1.1%	0.9%	0.9%	--
23日 (水)	インドネシア	BI-Rate	5.75%	5.75%	5.75%	--
24日 (木)	韓国	GDP(前年比)	0.0%	-0.1%	1.2%	--
24-30日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-3.6%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	8.0%	--	-1.3%	--
27日 (日)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	11.0%	--
28日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.9%	--
29日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-171.4b	--
30日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.0%	--
30日 (水)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3155m	--
30日 (水)	中国	製造業PMI	--	--	50.5	--
30日 (水)	中国	非製造業PMI	--	--	50.8	--
30日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	51.2	--
30日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	2.00%	--	2.00%	--
30日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$5490m	--
30日 (水)	台湾	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
5月1日 (木)	韓国	貿易収支	--	--	\$4985m	\$4922m
2日 (金)	韓国	CPI(前年比)	--	--	2.1%	--
2日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.0%	--
2日 (金)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.6	--
中東欧・アフリカ						
4月23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.0%	2.7%	3.2%	--
24日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	0.8%	0.2%	--
24日 (木)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	103.2	104.1	--
24日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	74.3%	74.4%	--
24日 (木)	南ア	PPI 前年比	0.7%	0.5%	1.0%	--
25日 (金)	ロシア	主要金利	21.00%	--	21.00%	--
29日 (火)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	20.9b	--
30日 (水)	トルコ	貿易収支	--	--	-7.77b	--
5月1日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	2.2%	--
ラテンアメリカ						
4月23日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-0.1%	-1.1%	2.7%	--
25日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	5.5%	--	5.3%	--
25日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	-1.0%	--	-0.1%	--
28日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$8758m	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	2212.4m	--
30日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	61.4%	--
30日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	0.5%	--

注: 2025 年 4 月 25 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	7.2889	7.38	7.23	7.12	7.12	7.15
香港ドル	(HKD)	7.7666 ～ 7.7955	7.7583	7.76	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	85.408 ～ 87.950	85.269	87.8	86.5	86.0	86.0	86.3
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ～ 16653	16873	16450	15800	15400	15230	15300
韓国ウォン	(KRW)	1424.05 ～ 1477.46	1432.29	1460	1450	1420	1400	1380
マレーシアリング	(MYR)	4.3675 ～ 4.5185	4.3723	4.53	4.30	4.12	4.14	4.15
フィリピンペソ	(PHP)	57.130 ～ 58.715	56.562	59.6	57.2	56.5	56.3	56.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3279 ～ 1.3751	1.3118	1.37	1.34	1.32	1.32	1.32
台湾ドル	(TWD)	32.602 ～ 33.227	32.528	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ	(THB)	33.37 ～ 34.84	33.44	35.2	34.3	33.6	33.3	33.4
ベトナムドン	(VND)	25038 ～ 25651	26028	25750	25100	24700	24680	24700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	80.9668 ～ 114.7788	83.1508	82.0	80.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	18.0018 ～ 19.2296	18.7865	18.2	18.4	18.6	18.8	19.0
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ～ 41.2972	38.4219	38.0	38.0	40.0	41.0	42.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.6325 ～ 6.2270	5.6823	5.85	5.80	5.85	5.95	6.00
メキシコペソ	(MXN)	19.8473 ～ 21.2932	19.5885	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	19.582	20.73	21.30	21.77	21.91	21.40
香港ドル	(HKD)	18.867 ～ 20.403	18.387	19.72	19.87	19.97	20.08	19.67
インドルピー	(INR)	1.678 ～ 1.848	1.673	1.74	1.78	1.80	1.81	1.77
インドネシアルピア	(100IDR)	0.894 ～ 0.981	0.846	0.930	0.975	1.006	1.024	1.000
韓国ウォン	(100KRW)	10.052 ～ 10.916	9.960	10.48	10.62	10.92	11.14	11.09
マレーシアリング	(MYR)	33.082 ～ 35.699	32.581	33.77	35.81	37.62	37.68	36.87
フィリピンペソ	(PHP)	2.552 ～ 2.726	2.522	2.57	2.69	2.74	2.77	2.71
シンガポールドル	(SGD)	110.00 ～ 116.09	108.75	112.09	115.36	117.60	118.36	116.08
台湾ドル	(TWD)	4.452 ～ 4.843	4.377	4.64	4.70	4.77	4.83	4.74
タイバーツ	(THB)	4.322 ～ 4.653	4.267	4.35	4.49	4.61	4.68	4.58
ベトナムドン	(100VND)	0.5743 ～ 0.6253	0.5481	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	1.718	1.87	1.93	1.85	1.77	1.66
南アフリカランド	(ZAR)	7.960 ～ 8.525	7.592	8.41	8.37	8.33	8.30	8.05
トルコリラ	(TRY)	3.613 ～ 4.481	3.706	4.03	4.05	3.88	3.80	3.64
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.032 ～ 26.888	25.105	26.15	26.55	26.50	26.22	25.50
メキシコペソ	(MXN)	7.065 ～ 7.790	7.283	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 25 日の 7 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。

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。