

2025年5月2日

The Emerging Markets Weekly

米国の関税政策への緩和期待が支援材料に

新興国市場:先週末4月25日のアジア時間は、中国が対米報復関税125%から一部の商品を適用除外する検討をしているとの報道が一部の新興国通貨の支えとなった。PHPが上昇する一方、KRWは下落した。欧米時間、米中貿易摩擦の緩和への期待からドルが買われ、東欧通貨は大半が軟調。中南米通貨は堅調な株式市場が支えとなった。RUBやMXNが値を伸ばした。週初28日、新規材料に欠くなか、まちまちな動き。THBが売られたが、INRは上昇。欧米時間、米金利の低下が支援材料となり、ZARが前日比+1.0%値を伸ばした。片や、MXNは前日から反落した。29日アジア時間は前日からの流れが続き底堅い動き。MYR、THB、TWDが上昇。欧米時間、米経済指標の市場予想下振れを背景にドルが下落、新興国通貨は買われた。RUBやBRLが値を伸ばした。30日アジア時間、トランプ米大統領が自動車関税の軽減措置に署名したことを背景に、今後の関税緩和への期待が支えとなり概ね上昇した。IDRは前日比+1.0%、INRやKRWも堅調な動き。欧米時間、米1~3月実質GDP成長率が市場予想を下振れドルは一時的に軟化するも反発。新興国通貨は反落した。BRLの下落が目立った。5月1日アジア時間は多くの市場が休場のため目立った動きはなかった。欧米時間、米4月ISM製造業景況感指数の結果後、米金利が上昇。引き続き多くの市場が休場のなか米金利の動きを受けて下押しされるも小幅な下落にとどまった。

アジア:パキスタンのアシフ国防相はカシミール地方で4月22日に起きた観光客襲撃事件を受けて、インドによるパキスタンへの軍事侵攻が迫っていると述べ、両国の対立は一段と悪化した。ベッセント米財務長官は29日、韓国との通商交渉について合意案がまとまりつつあると述べた。30日発表の中国4月製造業購買担当者景気指数(PMI)は受注・生産が減速したことを受けて49.0と前月から低下し、景気拡大・縮小の分け目となる50を3か月ぶりに下回った。一方で、非製造業PMIは50.4と前月から低下するも50を上回った。同日、タイ中央銀行(BOT)は政策金利を▲25bp引き下げ1.75%にすることを決定。利下げは2会合連続。BOTは米関税政策による景気悪化を織り込み、2025年の経済成長率見通しを+2.5%から+2.0%に引き下げた。同日発表の台湾1~3月期実質GDP成長率は前年比+5.37%と市場予想(同+3.60%)を大きく上回った。関税強化前の駆け込み輸出がGDP押し上げに寄与した格好だ。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行(CBR)は4月25日に政策金利を市場予想通り21.00%に4会合連続で据え置いた。先行きの金融政策に関しては、CBRは2026年にインフレ率を目標に戻すために必要な限り金融引き締めを維持する方針を示し、声明文では金融引き締めが長い間続くことが言及された。

ラテンアメリカ:4月30日公表のメキシコ1~3月期実質GDP成長率は前年比+0.8%と2024年10~12月期から加速し、市場予想(同+0.7%)を上回った。

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(BRICS)

BRICS 外相会合レビュー～共同声明採択を見送り～

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

～BRICS 外相会合を振り返る～

4月28～29日の日程で、ブラジルのリオデジャネイロで BRICS の外相会合が開催された。米関税政策への対応策について議論があるとされていたので、注目度はそれなりに高かった。本欄は外相会合の顛末を振り返りたい。

結果として、期待された共同声明の採択は見送られた。マウロヴィエイラ・ブラジル外務大臣のコメントを踏まえる限り、米国の保護主義に対する批判姿勢では各国が合意に達したものの、国連安保理の常任理事国選出に関する議論が紛糾した模様だ。7月には BRICS 首脳会議が予定されており、共同声明も持ち越しになったとのことである。

米関税政策に対するスタンスは、ホスト国であるヴィエイラ・ブラジル外務大臣による会合冒頭における会見発言が参考になる。以下に、主要なコメントをまとめた。

「私たちは、紛争の代わりに外交を、単独行動主義の代わりに協力を擁護する」

「BRICS は誰に対しても、他のブロックに対しても、他の国に対しても反対しているわけではない。BRICS は各国を団結させ、いわゆる"グローバル・サウス"の発展を促進することに賛成している」

「多国間主義の擁護は、国連や WTO といった組織の維持に直結している」

具体的に明言はしていないものの、米トランプ政権の各種政策を念頭に置いた発言であることは間違いない。本来は新興国に対し市場開放・自由貿易などを要求してきたはずの米国が、BRICS にこのような批判を受けることは非常に皮肉である。もっとも、共同声明採択が見送られたことからわかる通り、BRICS とて一枚岩とは言えない。特に、加盟国が増えた以上、全体としてのプレゼンスが高まった反面、内部での意思統一は今後も難航することは想像に容易い。

～新興国の脱ドル化とトランプ政策～

なお、筆者は毎年の BRICS 首脳会議を必ず確認してきたが、近年の注目点は"脱ドル化"である。既報の通り、トランプ氏は新興国のドル離れに対し神経質である。例えば1月末、「新たな BRICS 通貨を創設せず、また強力な米ドルに代わる他の通貨を支持しないという約束を求める。さもなければ、100%の関税に直面することになるだろう」と SNS に投稿した。ここで言及されている"BRICS 通貨"は BRICS 共通通貨構想を指しているのだが、毎年の BRICS 首脳会議を確認している筆者からすれば、その実現可能性は限りなくゼロに近い。ヴィエイラ・ブラジル外務大臣も、「新しい通貨に取って代わったり、作ったりするプロジェクトはない。より低いコストで取引を行うことだけに興味がある」と述べている。逆説的に言えば、論理的に考えて起こりえない事象に対し過剰な反応を示している以上、トランプ氏にとってドルの基軸通貨性の維持は至上命題なのだろう。この点は、今後も米政権のアキレス腱になりうる。

今回の外相会合では、通貨は議題の中心ではなかった。ただし、各種報道によれ

ば、貿易や金融取引における自国通貨の利用を促進することが支持されたようだ。この流れは近年のトレンドであって、特段驚きはない。"BRICS 共通通貨"は絵に描いた餅だが、現地通貨の利用拡大やそれに伴うドル離れは既に起きている。例えば、セルゲイ・ラヴロフ露外務大臣は28日、ロシアとBRICS諸国との貿易における自国通貨利用のシェアが、2024年末までに90%に達したと述べた。西側の決済システム(SWIFT)から除外されたロシアが経済活動を継続できているという事実は、重要である。

現状、ドルに代わる基軸通貨、あるいは米国債に匹敵する安全資産が他の国・地域から出る見込みはないが、その地位は決して未来永劫約束されたものではない。むしろ、米国が現在のような身勝手な態度を続ければ、ドルの基軸通貨性や米国債の安全資産性は毀損される可能性が高い。現在、トランプ氏はBRICSに対し批判姿勢をそれほど示していないが、おそらくBRICS首脳会議前後には何かしらの反応が期待できるだろう。最終的にはトランプ氏はドルの基軸通貨性を捨てきれず、関税政策などで融和方向に舵を切ることになると想定される。ただし、面子を気にする現政権の特性に鑑みれば、そう単純にはなるまい。BRICSのような第三世界連合においては、ドルの基軸通貨性のある種の人質にしつつ、米国の面子も気かけながら、米政策の方針転換を促す役割を期待したい。加盟国やパートナー国の拡大を考慮に入れば、それを成しうるだけの発言力は身に着けつつあるだろう。

※現在のBRICS加盟国は、首脳会談および外相会談に際し立ち上げられた公式サイトによれば、「ブラジル」「中国」「エジプト」「エチオピア」「インド」「インドネシア」「イラン」「ロシア」「サウジアラビア」「南アフリカ」「UAE」の11か国である

市場概観(タイ)

4月金融政策委員会～追加利下げを継続、成長見通しは下方修正

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

タイ中央銀行(BOT)は4月30日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の2.00%から▲25bp引き下げ1.75%とした(図表1)。今回の利下げは7人のメンバーのうち5人が賛成した。なお、利下げは前回2月会合に続く決定となった。ブルームバーグの事前予想でも追加利下げの予想が有力であった。

声明文では、米国の関税政策による世界経済及びタイ経済への下押し懸念が強調された。特に国内経済については、既に25年の成長見通しを下方修正するなど、その可能性は一層高まっていることが示唆された(図表2)。BOTはいくつかのシナリオを提示しており、従来、前年比+2.5%を少し上回る水準としていたが、ベースシナリオでは同+2.0%、最悪のシナリオでは同+1.3%とかなり幅を持った予測に変更された。特に輸出については金額ベースで▲4.1～▲8.3%減少するとされ、GDPに置き換えると▲0.4～▲1.0%ポイント引き下げる可能性がある試算された。これらはひとえに米国の通商政策の動向が極めて不明確であることが要因と思われるが、4月初頭の米国が提示したタイへの相互関税税率が36%と世界的に見てもかなり高い水準であったことも影響していると思われる。タイ政府は米国と通商交渉の最中にあり、これがタイ経済の今後にも大きく関わっていくことは議論の余地がないだろう。

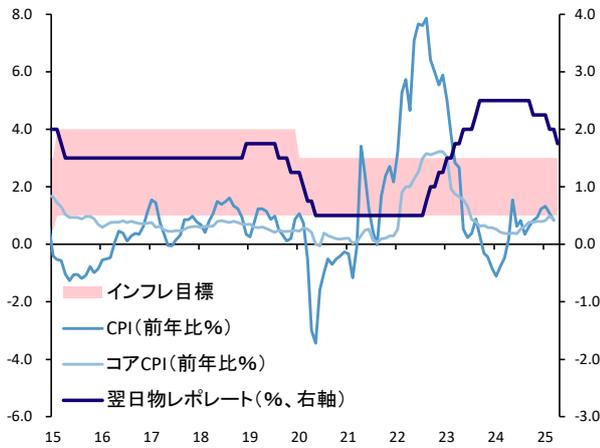
物価動向について、直近3月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.84%、生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+0.86%となった。総合・コアベースともBOTの目標レンジ(+1.0～+3.0%)を下回った(図表3)。BOTは原油価格の下落や政府の補助金政策がインフレを引き下げたことを要因に挙げており、これらの影響は今後も継続していくとの見方を示している。先行きの見通しを見ても、インフレリスクは下方に傾いており、ベース・最悪シナリオのどちらを見ても26年いっぱいにはBOTが掲げる目標レンジの下限に達しないようである。景気減速懸念もあいまってデイスインフレの定着が危惧される状況と言える。

かかる中、BOTは物価の安定と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があると表明した。声明文の書きぶりは、2月時点と大きな差はないものの、経済成長に関する下振れリスクが強まっていることは明確で、政策指針も一層ハト派に傾いている印象だ。今後の金融政策について、経済や物価見通しやそのリスクを注視しつつ適切な対応を講じると述べており、米国との通商交渉をはじめ、今後の外部環境の変化に応じて追加緩和の可能性も高まっている。

足許のTHB相場については、トランプ関税に関する報道を機に米国の景気減速懸念が意識された中でドル安が進み、底堅い動きとなった(図表4)。短期的には、米国の通商政策をはじめドル側の要因でTHBも方向感のない動きが続きそうだ。また、BOTは貿易政策を巡る不確実性が金融市場の安定化を妨げることを背景に、THB相場の動向を注視する必要性が高まっていると言及している。国内要因に目を向けても景気減速とインフレ鈍化懸念が燦る中で、金利の先高観は弱まってきており、米国の金融政策動向次第では再度THB安圧力が強まる可能性はある。4月単月のパフォーマンスを見てもASEAN通貨の中でやや劣後しており、総じてドル安に助けられた側面が強い。ここまで詳述したように、個別要因での買い要素に乏しいこ

とも事実であり、年央以降も THB が大きく上昇することは現状想定していない。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率



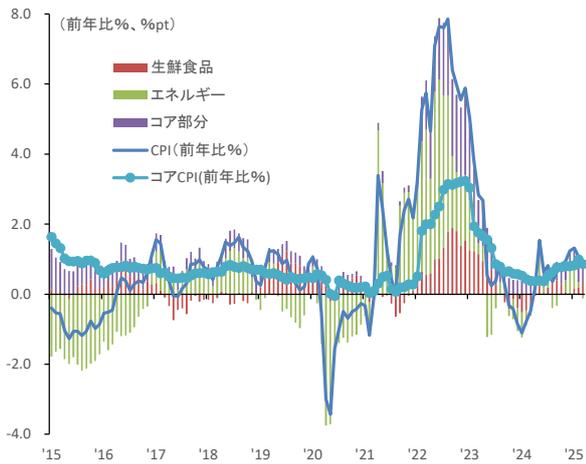
出所: タイ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: BOT 公表の経済・物価見通し

	2024	2025		2026	
		ベースシナリオ	最悪シナリオ	ベースシナリオ	最悪シナリオ
実質GDP成長率	2.5	2.0	1.8	1.3	1.0
CPI	0.4	0.5	0.8	0.2	0.4
コアCPI	0.6	0.9	0.9	0.7	0.7
経常収支 (億ドル)	111	130	140	110	90
外国人観光客数 (万人)	3550	3750	4050	3700	3900
原油予想価格 (ドル)	79.7	71.0	68	68	60

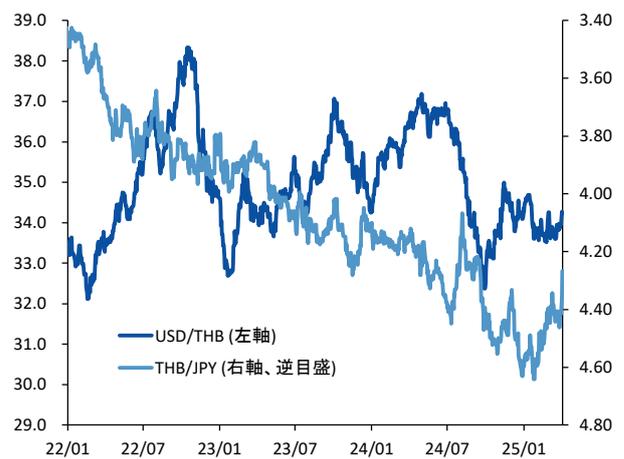
出所: BOT、みずほ銀行 ※GDP、CPI は前年比%

図表 3: CPI の動向 (前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

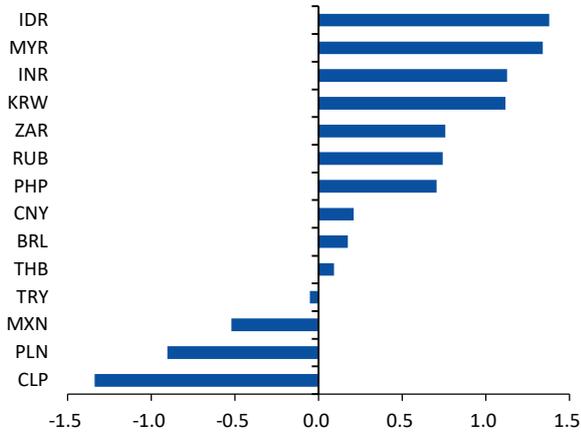
図表 4: THB の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

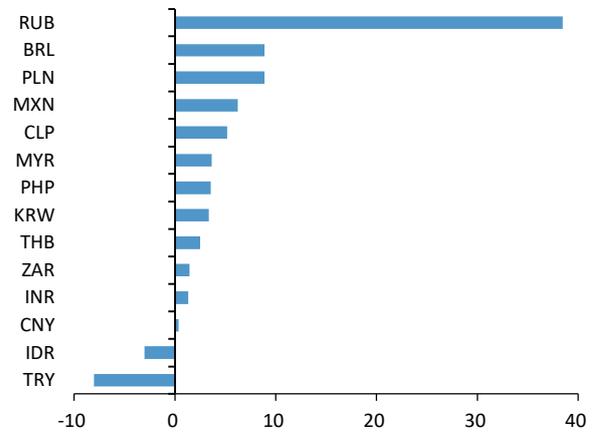
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



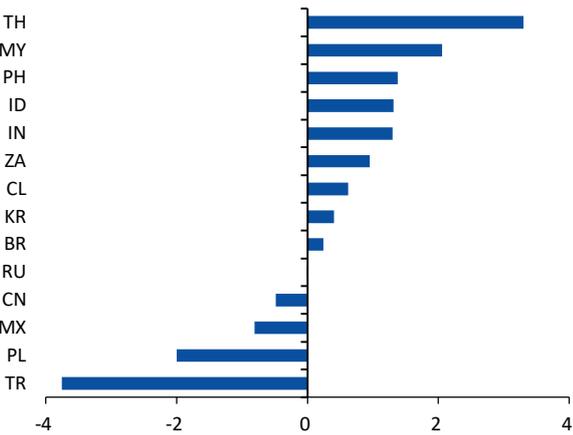
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



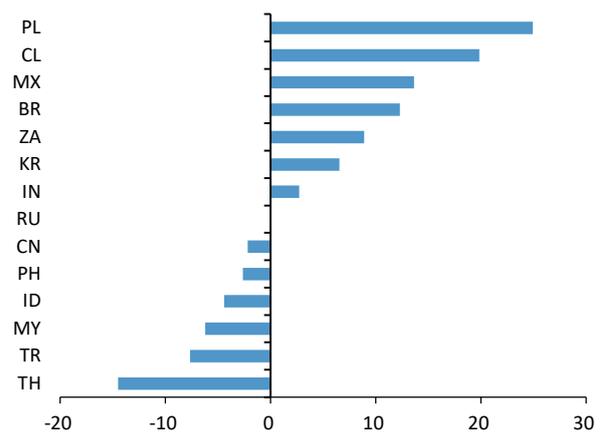
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



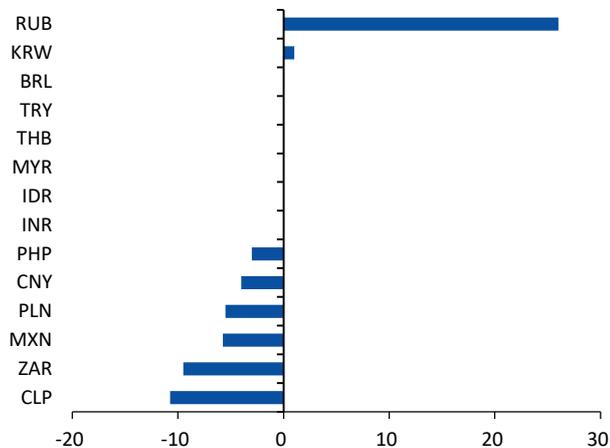
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

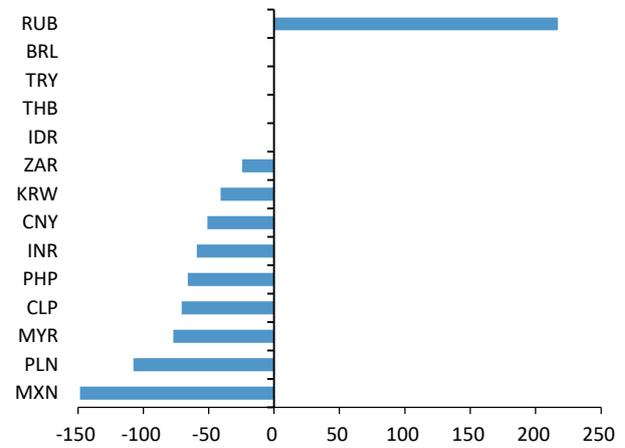
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

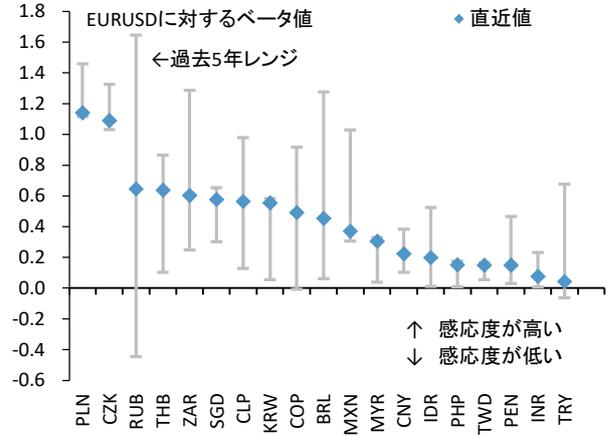
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



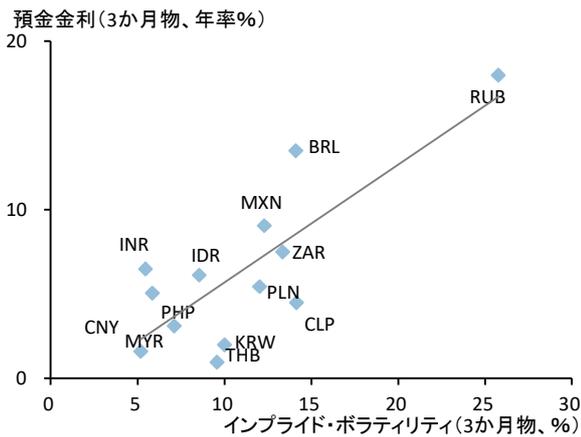
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



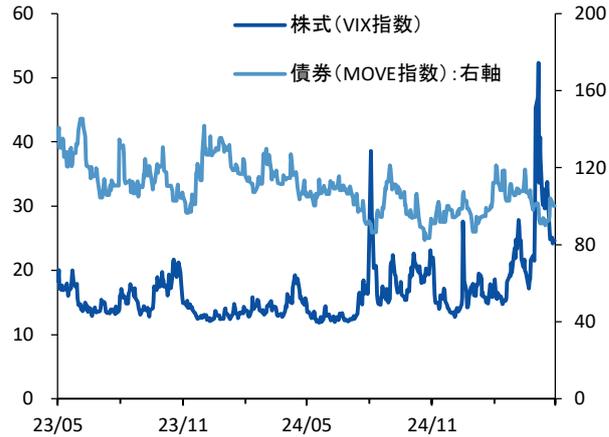
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



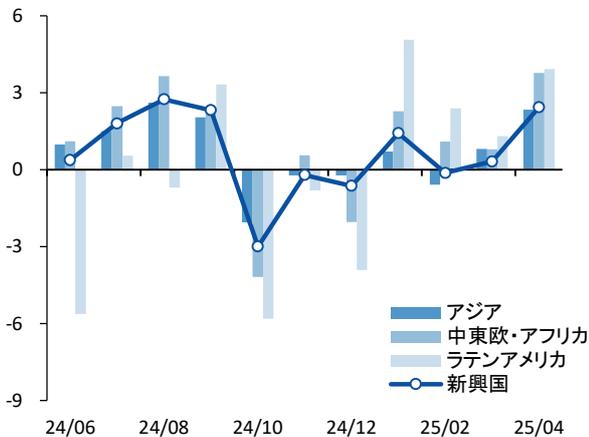
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



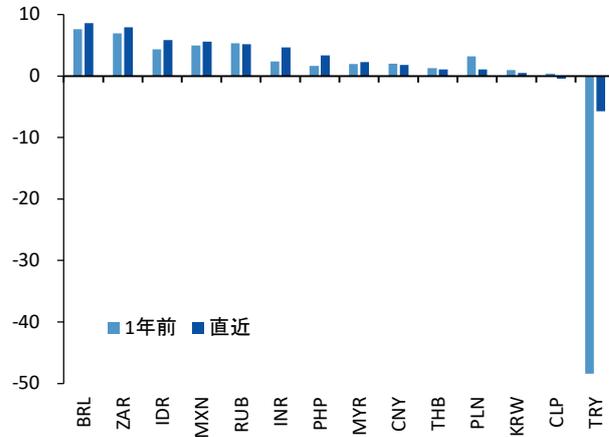
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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28日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	3.3%	3.0%	2.9%	2.7%
29日 (火)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-2.1%	-3.6%	--
30日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	2.9%	2.3%	7.0%	7.1%
30日 (水)	フィリピン	貿易収支	-\$4372m	-\$4128m	-\$3155m	--
30日 (水)	中国	製造業PMI	49.7	49.0	50.5	--
30日 (水)	中国	非製造業PMI	50.7	50.4	50.8	--
30日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	49.8	50.4	51.2	--
30日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	\$2625m	\$2328m	\$5490m	--
30日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.75%	1.75%	2.00%	--
30日 (水)	台湾	GDP(前年比)	3.4%	5.4%	2.9%	--
5月1日 (木)	韓国	貿易収支	\$4300m	\$4884m	\$4985m	\$4922m
2日 (金)	韓国	CPI(前年比)	2.0%	--	2.1%	--
2日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	1.4%	--	1.0%	--
2日 (金)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.6	--
5日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	--	--	5.0%	--
5日 (月)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-3.6%	--
6日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	1.8%	--
6日 (火)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.8	--	51.9	--
7日 (水)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.3%	--
7日 (水)	タイ	CPI(前年比)	--	--	0.8%	--
8日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	--	--	5.2%	5.30%
8日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.5%	--
8日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.00%	--
8日 (木)	台湾	貿易収支	--	--	\$6.95b	--
9日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$7177.7m	--
9日 (金)	中国	貿易収支	--	--	\$102.64b	--
中東欧・アフリカ						
4月30日 (水)	トルコ	貿易収支	-7.30b	-7.20b	-7.77b	--
30日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	14.9b	24.8b	20.9b	--
5月1日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.6%	2.2%	2.2%	--
5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	38.10%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	23.50%	--
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.20%	--
9日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.90%	--
ラテンアメリカ						
4月28日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$3200m	-\$2245m	-\$8758m	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	2850.1m	3442.0m	2212.4m	--
30日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	61.5%	61.6%	61.4%	--
30日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	0.7%	0.8%	0.5%	--
5月3日 (土)	メキシコ	送金総額	\$5000.0m	--	\$4458.5m	--
7日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.5%	--
8日 (木)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$8155m	--
8日 (木)	ブラジル	SELICレート	--	--	14.25%	--
8日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	3.8%	--
9日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	5.5%	--

注: 2025年5月2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 1～4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 ~ 7.3512	7.2713	7.38	7.23	7.12	7.14	7.11
香港ドル (HKD)	7.7531 ~ 7.7955	7.7565	7.76	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー (INR)	84.470 ~ 87.950	84.491	86.2	85.2	86.2	85.6	84.3
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 17224	16577	16560	16400	16500	16250	16000
韓国ウォン (KRW)	1413.35 ~ 1487.45	1435.53	1440	1420	1400	1390	1380
マレーシアリング (MYR)	4.3050 ~ 4.5185	4.3158	4.33	4.25	4.29	4.21	4.14
フィリピンペソ (PHP)	55.845 ~ 58.715	55.849	56.3	55.6	56.1	55.7	55.5
シンガポールドル (SGD)	1.3011 ~ 1.3751	1.3123	1.33	1.32	1.33	1.32	1.30
台湾ドル (TWD)	31.927 ~ 33.280	32.077	32.5	32.3	32.0	31.7	31.5
タイバーツ (THB)	33.04 ~ 34.98	33.53	33.5	32.6	33.4	32.8	32.5
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 26125	25995	26200	26100	26200	26100	25800
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	78.1667 ~ 114.7788	81.8289	80.0	82.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	18.0018 ~ 19.9328	18.5794	18.4	18.2	18.6	18.8	19.0
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 41.2972	38.5722	39.0	40.0	41.0	42.0	43.0
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	5.5934 ~ 6.2270	5.6733	5.80	5.75	5.85	5.90	5.95
メキシコペソ (MXN)	19.4707 ~ 21.2932	19.6017	19.8	20.4	20.2	20.0	19.8
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	19.145 ~ 21.666	20.036	19.38	19.92	20.51	20.31	20.39
香港ドル (HKD)	18.031 ~ 20.403	18.740	18.43	18.58	18.81	18.66	18.64
インドルピー (INR)	1.644 ~ 1.848	1.720	1.66	1.69	1.69	1.69	1.72
インドネシアルピア (100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.877	0.864	0.878	0.885	0.892	0.906
韓国ウォン (100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.123	9.93	10.14	10.43	10.43	10.51
マレーシアリング (MYR)	31.951 ~ 35.699	33.178	33.03	33.88	34.03	34.44	35.02
フィリピンペソ (PHP)	2.470 ~ 2.726	2.585	2.54	2.59	2.60	2.60	2.61
シンガポールドル (SGD)	107.08 ~ 116.09	110.78	107.52	109.51	110.11	110.02	111.37
台湾ドル (TWD)	4.310 ~ 4.843	4.498	4.40	4.46	4.56	4.57	4.60
タイバーツ (THB)	4.150 ~ 4.653	4.335	4.27	4.42	4.37	4.42	4.46
ベトナムドン (100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5590	0.55	0.55	0.56	0.56	0.56
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.370 ~ 1.851	1.774	1.79	1.76	1.74	1.65	1.58
南アフリカランド (ZAR)	7.263 ~ 8.525	7.824	7.77	7.91	7.85	7.71	7.63
トルコリラ (TRY)	3.565 ~ 4.481	3.748	3.67	3.60	3.56	3.45	3.37
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	23.669 ~ 26.888	25.621	24.66	25.04	24.96	24.58	24.37
メキシコペソ (MXN)	6.845 ~ 7.790	7.414	7.22	7.06	7.23	7.25	7.32

注: 1. 実績の欄は2025年4月30日まで。SPOTは5月2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。