

2025年5月23日

The Emerging Markets Weekly

アジア通貨を中心に堅調、KRWは6か月ぶりの高値に

新興国市場:先週末 16 日のアジア時間は前日発表された米経済指標が冴えない結果となったことを受けてドルが軟調となり概ね上昇。IDR や MYR が買われる一方、MYR や KRW は値を下げた。欧米時間、米 5 月ミンガン大消費者調査が米スタグフレーションリスクの大きさを再確認させる内容となったものの、期待インフレが市場予想を上振れドル高で反応。新興国通貨は下押された。その後、大手格付け会社が米国の長期発行体格付けを引き下げたことを受けてドルは反落するも、新興国通貨の積極的な買いには繋がらず。RUB は前日比 ▲1.2% 下落。週初 19 日は前週末の流れが継続し、ドルが軟調。新興国通貨は大半が上昇した。MXN や KRW、RUB が値を伸ばしたが、ZAR は売られた。20 日、目新しい材料はなく新興国通貨は方向感無く推移。ZAR は南アフリカのラマポーザ大統領とトランプ米大統領の会談を控え上昇した。片や、RUB は値を下げた。21 日のアジア時間、イスラエルがイラン核施設への攻撃を準備との報道を背景にドルが軟調推移となり総じて上昇。THB や MYR が堅調。欧米時間、米国が対韓通貨高を要求との報道をうけて KRW が急騰し前日比+1.7% 上昇するも、その他通貨への影響は限定的となった。RUB が前日比+1.5% 値を伸ばすも、MXN は下落した。22 日、前日の KRW 上昇の影響からかアジア通貨は幅広く堅調に推移、IDR は前日比+0.6%と 2 か月ぶりの高値をつけた。欧米時間もドル安の流れが継続し、中南米通貨を中心に値を伸ばした。一方で、東欧通貨はユーロの下落を受けて、軟調に推移した。

アジア:19 日公表の中国 4 月小売売上高は前年比+5.1%と前月から鈍化し、市場予想も下振れた。同日発表の中国 4 月鉱工業生産は前年比+6.1%と前月から減速するも市場予想は上回った。同日公表の中国 1~4 月固定資産投資は前年比+4.0%と 1~3 月から伸び率が縮小し、市場予想も下振れた。同日発表されたタイ 1~3 月期実質 GDP 成長率は前年比+3.1%と 10~12 月期から減速するも市場予想(同+2.9%)は上振れた。フィリピン中央銀行(BSP)は同日、PHP の相場管理が米国政府との通商交渉における材料の一部になっていることを示す兆候はないとの認識を示した。中国人民銀行(PBoC)は 20 日、ローンプライムレートを▲10bp 引き下げ、1 年物を 3.00%、5 年物を 3.50%にすることを決定した。引き下げは 2024 年 10 月以来となった。同日、タイ政府は閣議で 1570 億バートの景気刺激策を承認した。インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 21 日、政策金利を▲25bp 引き下げ 5.50%にすることを決定。BI は IDR 押し下げ圧力は緩和し、経済成長への支援や必要とし利下げを再開した。

中東欧・アフリカ:ロシア 16 日発表のロシア 4 月消費者物価指数(CPI)は前年比+10.23%と前月から鈍化し、市場予想を僅かに下回った。同日公表のロシア 1~3 月期実質 GDP 成長率は前年比+1.4%と 10~12 月期から大幅に減速し、市場予想(同+1.7%)を下振れた。21 日発表の南アフリカ 4 月 CPI は前年比+2.8%と前月から小幅に加速、市場予想も僅かに上回った。

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(インドネシア)

5 月金融政策会合～BI は利下げを再開～

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 5 月 20～21 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI レートを▲25bp 引き下げて 5.50%にすることを決定した(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 6.25%、4.75%に同じ幅だけ引き下げられている。1 月会合でサブプライズ利下げした後は 3 会合連続で利下げが見送られたが、今会合で利下げを再開した格好。なお、ブルームバーグ集計の事前予想では調査対象者 35 人中、22 人が▲25bp の利下げを予想していた。利下げ予想が優勢であったが、据え置きを見込む声も相応にあった。

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、FRB の動向に対する言及に加え、経済成長への支援の必要性への言及がみられた。前回会合で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ていたが、今会合では米国と中国の間で 90 日間に渡る追加関税の引き下げ合意を受けて、不確実性は幾分か緩和されたとした。IDR の動きに関しては BI による安定化の政策や、世界の不確実性が若干緩和されたことにより、安定を維持し、主要貿易相手国の通貨に対しても堅調に推移していると述べた。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が、その後は BI の安定政策やドルの軟調を背景に足許では 16300 台で推移している(図表 2)。そのうえで、BI は引き続き IDR 安定化への強い姿勢を示した。

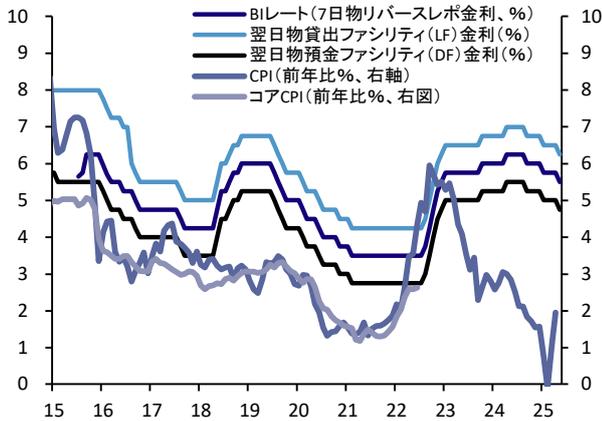
物価動向を見ると、4 月の消費者物価指数(CPI)は+1.95%(前年比、以下同様)と 3 月の+1.03%から加速し、市場予想の+1.50%を上回った(図表 3)。4 か月ぶりに BI のインフレ目標内(+1.5～+3.5%)に収まった。1 月と 2 月は電力補助金の影響が大きかったが、3 月からその影響は剥落している。変動の激しい食料品価格と政府の統制価格を除くコア CPI については、+2.50%と 3 月から小幅に加速し、インフレ目標の中央値(+2.5%)と一致した。基調的物価の伸びの水準は依然低いとはいえ、足許では緩やかに加速していると考えべきだ。かかる中 BI は、インフレは引き続き低水準であり「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 などは失速傾向にある。最新のインドネシア 1～3 月期実質 GDP 成長率は+4.87%と 2024 年 10～12 月期から鈍化し、市場予想(同+4.92%)を下回った(図表 4)。BI は 2025 年の成長率見通しを+4.7～5.5%から+4.6～5.4%へ引き下げ、若干景気認識を弱めた。4～6 月期の成長率はより強い内需や政府支出の増加によってより良好なものになるとの認識を示した。一方、米国の相互関税による世界の不確実性の影響を軽減するためにも経済成長を支える必要があるとし、引き続き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性と一致する」と理由を説明した。今回会合で BI が利下げを再開できた要因のひとつに財政悪化懸念の後退もあるだろう。1～3 月の財政収支は大幅な赤字を記録していたが 4 月末時点では黒字に転じた。財政悪化懸念が IDR 売り要因のひとつであったため、その後退は IDR の支えともなるだろう。先行きに関しては、ペリー総裁は「経済成長を支える余地を探る」としてお

り、追加利下げに含みを持たせた。なお、FRBの動向に関しては、利下げを9月と12月に想定していると述べた。FRBがBIのシナリオ通り利下げを行い、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1~2回行われ、年末までに政策金利が5.00%~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



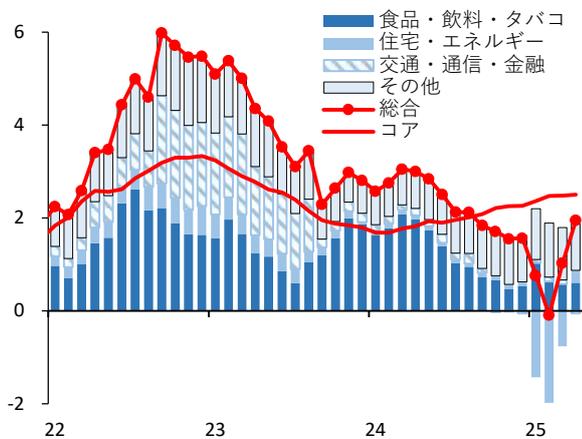
出所: インドネシア銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行
注: 2025年2月のCPIは前年比▲0.09%

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: 実質 GDP 成長率(前年比%、%ポイント)



出所: インドネシア中央統計局、CEIC、みずほ銀行

市場概観(メキシコ)

注目したい労働者送金の先行き～米政権は海外労働送金課税を強化する方針～

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

筆者の予測に反し、MXN は対ドルで堅調に推移している(図表 1)。MXN 固有の買い材料は目立ったものも指摘できず、米関税政策におけるメキシコの立ち位置が相対的に改善する中で、「投機の MXN 買い」および相場全体のドル売りに支えられた格好だ(図表 2)。何度も論じている通り、メキシコのファンダメンタルズが再評価されての MXN 高ではないことは強調しておきたい。よって今後の MXN に関しては売り戻りに警戒したいのだが、本欄はその確度を高めうる要因を一つ紹介したい。MXN の需給に関する話題だ。

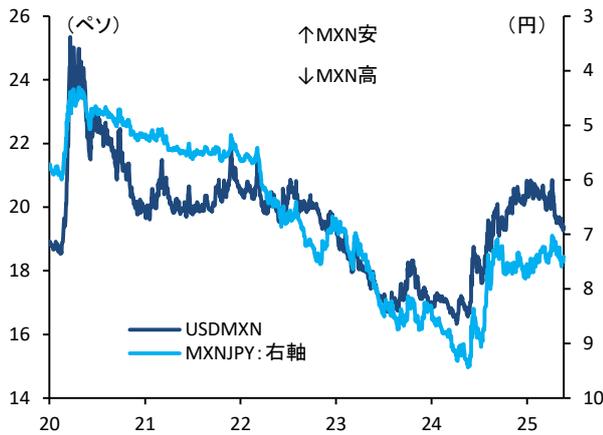
現在米議会では減税に関する議論がなされており、その大幅減税法案は"One Big Beautiful Bill Act"と名付けられている。ちょうど 5 月 18 日には、下院の予算委員会がこの法案を承認している。内容は多岐に渡るため詳細は記載しないが、海外送金に対する課税が強化されるとの項目は注目に値する。具体的には、非居住者および外国人による海外送金に対し、5%の追加税率を上乗せする、というものだ。同法案の骨子は 389 ページにも上るが、海外送金に関する項目はその 327 ページから登場している。

過去の『通貨ニュース』(*)でも論じた通り、MXN の需給環境において、米国における労働者からの郷里送金は無視できる規模ではない(図表 3)。郷里送金は第二次所得収支に計上され、実需面で MXN を支えてきた構図がある。送金額そのものも、GDP の 4%に相当している。既に、メキシコ政府高官も相次いで米政権の方針を批判している。言うまでもなく、郷里送金に 5%の追加税率が上乗せされるのであれば、その分送金額は減少することになる。一部の労働者は、米国から拠点を移し、メキシコに戻ることを選択してもおかしくない。よって、郷里送金全体に与える影響は、「少なくとも」5%と見積もるべきである。

パンデミック後の急速な MXN 高の背景に郷里送金の増勢があったことはコンセンサスと言ってもよいが、米労働市場が減速すると見込まれること、上述の通り郷里送金に対する課税が強まる可能性があることを考慮に入れれば、郷里送金全体のリスクは明らかに下方に傾いている。よって、第二次所得収支黒字が圧縮される可能性が指摘される中、MXN の需給環境も弱まる懸念されよう(図表 4)。

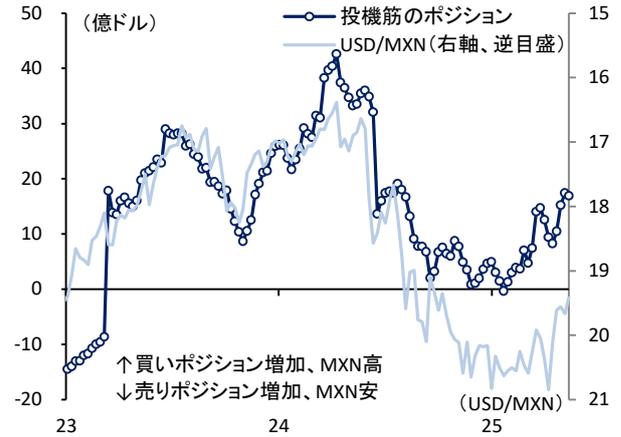
(*)詳細は、2024 年 4 月 3 日発行の通貨ニュース、『メキシコ:海外労働者送金について～米労働市場の分析とともに～』をご覧ください。

図表 1:MXN 相場の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2:IMM 通貨先物における MXN のポジション



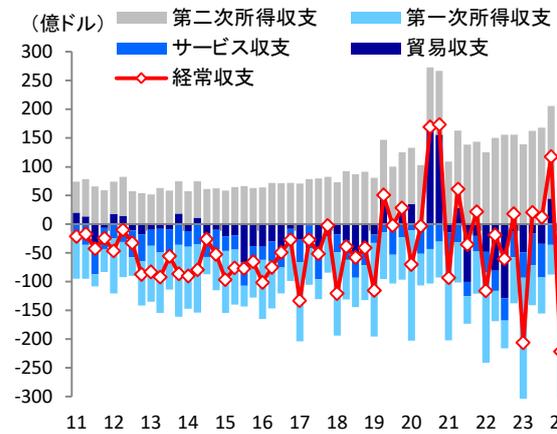
出所: CFTC、Bloomberg、みずほ銀行 ※ネット、非商業部門

図表 3:米 JOLT 求人件数とメキシコの海外労働送金



出所: Bloomberg、みずほ銀行 ※3 か月移動平均

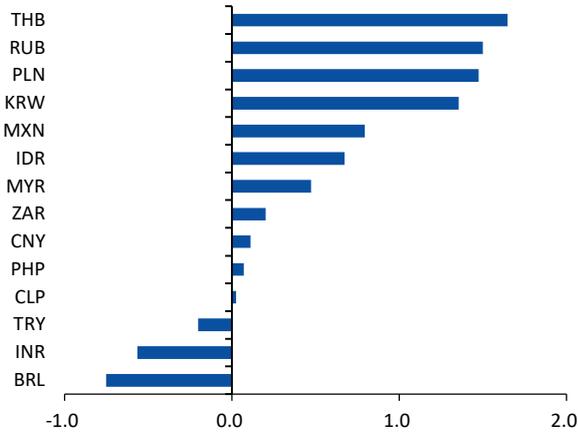
図表 4:事業活動指数と経済活動指数



出所: CEIC、みずほ銀行

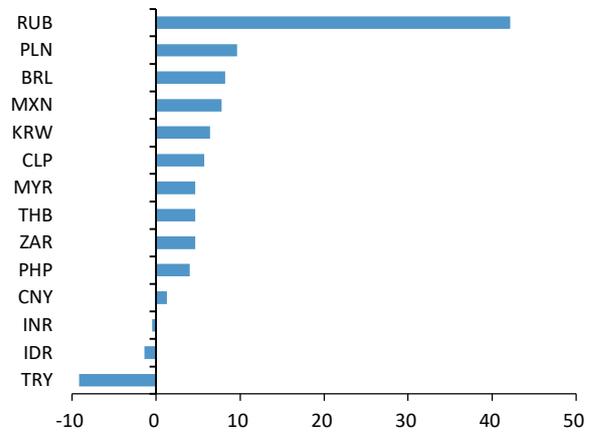
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



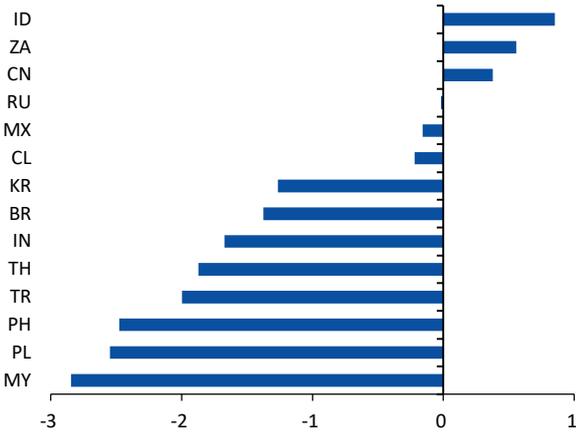
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



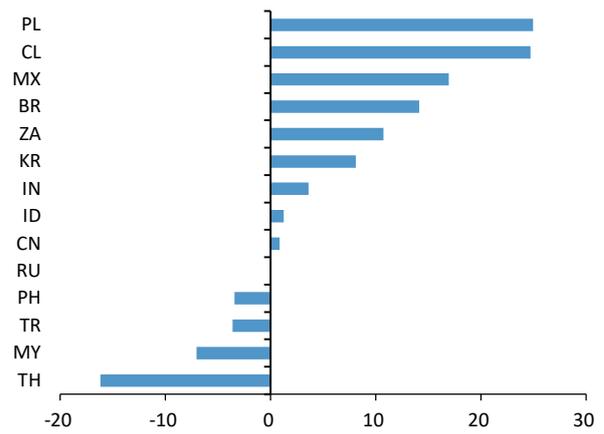
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



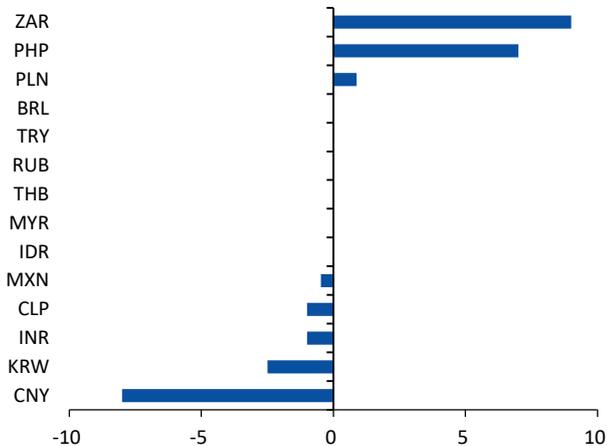
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

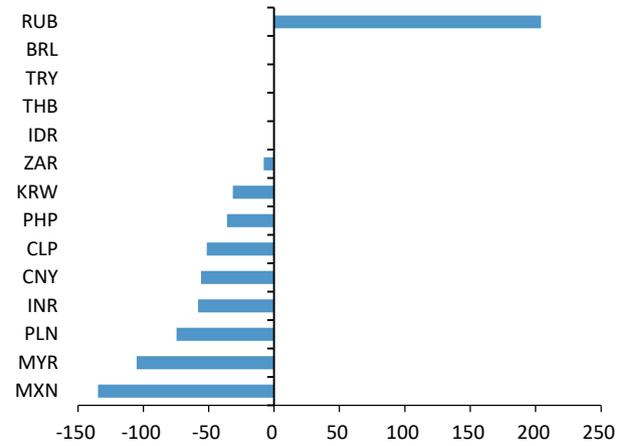
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

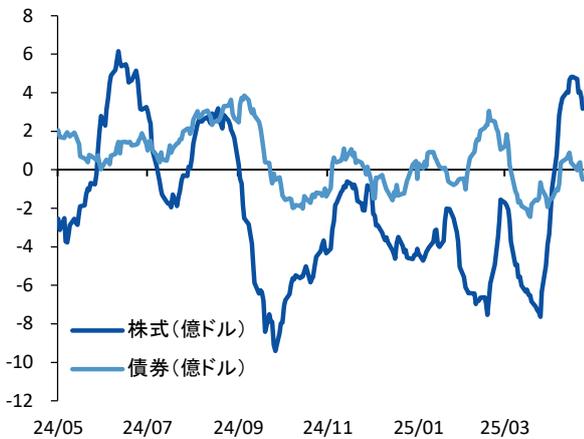


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

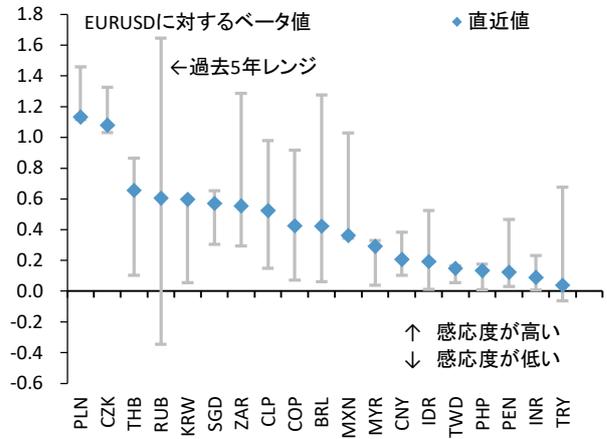
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



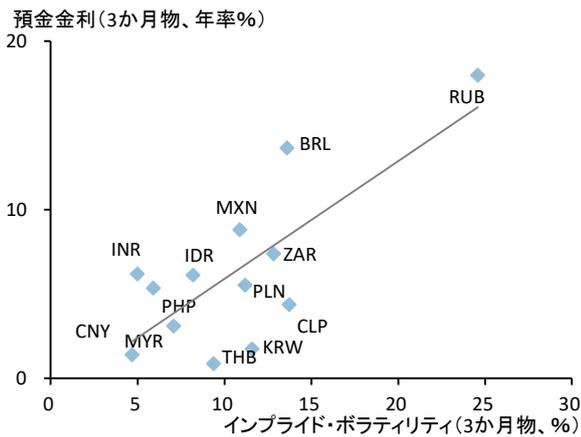
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



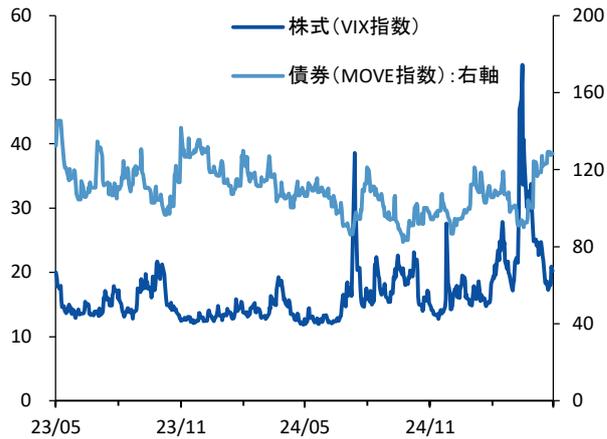
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



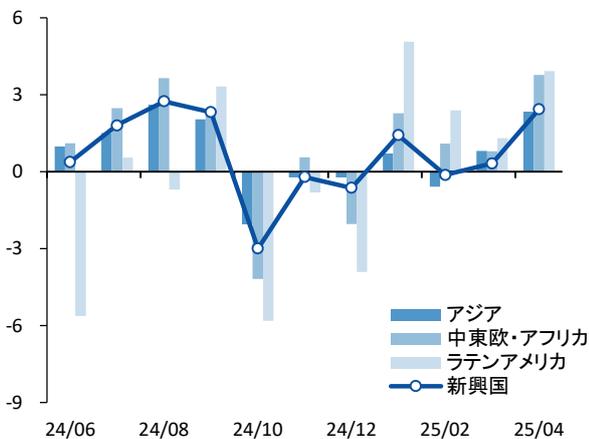
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



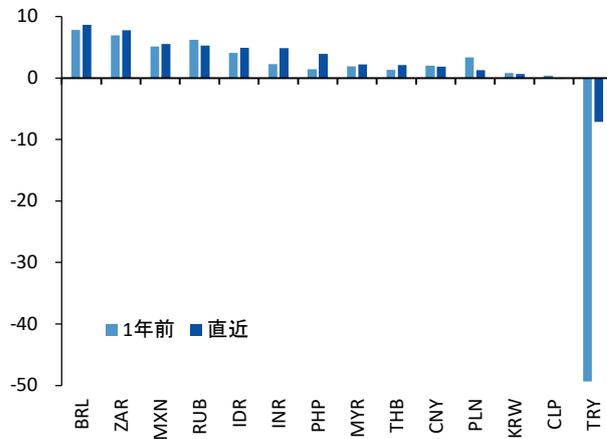
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
5月19日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	5.8%	5.1%	5.9%	--
19日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.7%	6.1%	7.7%	--
19日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	4.2%	4.0%	4.2%	--
19日 (月)	タイ	GDP(前年比)	2.9%	3.1%	3.2%	--
19日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$2558m	-\$1966m	--
19日 (火)	中国	1年貸出プライムレート	3.00%	3.00%	3.10%	--
20日 (火)	中国	5年貸出プライムレート	3.50%	3.50%	3.60%	--
20日 (火)	マレーシア	輸出(前年比)	7.5%	16.4%	6.8%	--
20日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	9.5%	19.8%	12.5%	--
21日 (水)	インドネシア	BI-Rate	5.50%	5.50%	5.75%	--
22日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	3.6%	3.9%	3.8%	--
22日 (木)	マレーシア	CPI(前年比)	1.4%	1.4%	1.4%	--
23日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	0.9%	1.3%	--
23日 (金)	シンガポール	CPI(前年比)	0.8%	--	0.9%	--
26日	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$800m	--	\$973m	--
27日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	93.8	--
27日 (火)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	2.6%	--
27日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-375.7b	--
28日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.0%	--
29日 (木)	台湾	GDP(前年比)	--	--	5.4%	--
29日 (木)	韓国	BOK Base Rate	--	--	2.75%	--
30日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.3%	--
30日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4128m	--
30日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$2328m	--
30日 (金)	インド	GDP(前年比)	--	--	6.2%	--
中東欧・アフリカ						
5月21日 (水)	南ア	CPI(前年比)	2.7%	2.8%	2.7%	--
21日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	3.2%	1.5%	3.9%	--
22日 (木)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	101.4	103.2	--
28日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	--	5.9%	--
28日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.8%	--
29日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-7.20b	--
29日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	0.5%	--
29日 (木)	南ア	SARB 政策金利発表	--	--	7.50%	--
30日 (金)	トルコ	GDP(前年比)	--	--	3.0%	--
30日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	24.8b	--
ラテンアメリカ						
5月19日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	2.9%	3.5%	4.1%	--
21日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.2%	4.3%	-1.1%	--
22日 (木)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	0.8%	0.8%	0.8%	--
22日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	2.9%	2.5%	-0.7%	--
23日 (金)	メキシコ	貿易収支	-675.0m	--	3442.0m	--
26日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$2245m	--
27日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	5.5%	--
30日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	61.6%	--
30日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	3.6%	--

注:2025年5月23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	7.2056	7.38	7.23	7.12	7.14	7.11
香港ドル (HKD)	7.7531 ~ 7.7955	7.8286	7.76	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー (INR)	84.470 ~ 87.950	86.005	86.2	85.2	86.2	85.6	84.3
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 17224	16328	16560	16400	16500	16250	16000
韓国ウォン (KRW)	1413.35 ~ 1487.45	1380.27	1440	1420	1400	1390	1380
マレーシアリング (MYR)	4.3050 ~ 4.5185	4.2700	4.33	4.25	4.29	4.21	4.14
フィリピンペソ (PHP)	55.845 ~ 58.715	55.615	56.3	55.6	56.1	55.7	55.5
シンガポールドル (SGD)	1.3011 ~ 1.3751	1.2917	1.33	1.32	1.33	1.32	1.30
台湾ドル (TWD)	31.927 ~ 33.280	30.012	32.5	32.3	32.0	31.7	31.5
タイバーツ (THB)	33.04 ~ 34.98	32.87	33.5	32.6	33.4	32.8	32.5
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 26125	25976	26200	26100	26200	26100	25800
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	78.1667 ~ 114.7788	79.7025	80.0	82.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	18.0018 ~ 19.9328	17.9929	18.4	18.2	18.6	18.8	19.0
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 41.2972	39.0332	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	5.7078	5.80	5.75	5.85	5.90	5.95
メキシコペソ (MXN)	19.4707 ~ 21.2932	19.3169	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	20.006	19.38	19.92	20.51	20.31	20.39
香港ドル (HKD)	18.031 ~ 20.403	18.376	18.43	18.58	18.81	18.66	18.64
インドルピー (INR)	1.644 ~ 1.848	1.673	1.66	1.69	1.69	1.69	1.72
インドネシアルピア (100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.881	0.864	0.878	0.885	0.892	0.906
韓国ウォン (100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.421	9.93	10.14	10.43	10.43	10.51
マレーシアリング (MYR)	31.951 ~ 35.699	33.689	33.03	33.88	34.03	34.44	35.02
フィリピンペソ (PHP)	2.470 ~ 2.726	2.572	2.54	2.59	2.60	2.60	2.61
シンガポールドル (SGD)	107.08 ~ 116.09	111.37	107.52	109.51	110.11	110.02	111.37
台湾ドル (TWD)	4.310 ~ 4.843	4.794	4.40	4.46	4.56	4.57	4.60
タイバーツ (THB)	4.150 ~ 4.653	4.377	4.27	4.42	4.37	4.42	4.46
ベトナムドン (100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5537	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	1.805	1.79	1.76	1.74	1.65	1.58
南アフリカランド (ZAR)	7.263 ~ 8.525	7.995	7.77	7.91	7.85	7.71	7.63
トルコリラ (TRY)	3.565 ~ 4.481	3.686	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	25.202	24.66	25.04	24.96	24.58	24.37
メキシコペソ (MXN)	6.845 ~ 7.790	7.447	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23日の9時45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。