

2025年6月27日

The Emerging Markets Weekly

イスラエルとイランの停戦合意を受けてリスクオンに

新興国市場:先週末 20 日アジア時間は、米国がイランへの軍事介入は 2 週間以内に決定するとしたことを受けてリスク心理が和らぎ、概ね堅調。KRW が上昇。一方、THB はタイの政局混迷が重しとなった。欧米時間、目新しい材料はなく、ドルが一時上昇する場面では下押しされた。MXN や BRL が値を下げた。週初 23 日のアジア時間、22 日に米国がイランの核施設を攻撃したことを受けて全面ドル高、総じて軟調。MYR や KRW、PHP、THB が大幅に下落。欧米時間、イランがカタールにある米軍事施設を攻撃したが事前通告があったことや、ホルムズ海峡封鎖には至らず、事態の悪化への懸念が後退し、原油価格は急落しドルも反落した。また、パウマン FRB 理事の発言を受けて更にドルは軟化、新興国通貨は反発。ZAR や BRL、MXN が値を伸ばした。24 日はトランプ米大統領がイランとイスラエルの停戦合意を発表しリスクオン。また米経済指標が市場予想を下振れたことやパウエル FRB 議長の議会証言がドルを下押し、新興国通貨は上昇した。KRW や MYR、THB は前日比+1.0%超値を伸ばした。25 日アジア時間、イスラエルとイランの停戦が好感され大半が堅調。PHP や TWD が買われた。欧米時間、米経済指標の軟調を背景に米金利が低下し支援材料となった。MXN が上昇。26 日のアジア時間は、トランプ大統領がパウエル FRB 議長の後任を前倒しで発表する可能性を示唆するとドル売りが進み、総じて堅調。TWD や KRW が買われた。欧米時間も同様の流れが継続。BRL は前日比+1.4%値を伸ばした。他方、ZAR と RUB は軟調となった。

アジア:中国人民銀行(PBoC)は 20 日、ローンプライムレートを 1 年物を 3.00%、5 年物を 3.50%にそれぞれ据え置くことを決定した。同日、タイの上院議会は憲法裁判所にペートンタン首相の解任を求める請願書を提出。カンボジアとの国境問題を巡る対応が憲法の規定に違反したと主張している。この件を背景にタイ連立政権の第 2 党「タイの誇り党」は 18 日、連立枠組みから離脱すると発表している。23 日公表のシンガポール 5 月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.8%と前月から鈍化し、市場予想通りとなった。24 日発表のマレーシア 5 月 CPI は前年比+1.2%と前月から鈍化し市場予想も下振れた。韓国銀行(BOK、中央銀行)の高官は同日、現行の政策金利水準は BOK が推定する中立金利に近いと指摘し、金融政策は構造的な低金利によって制約を受けておらず、引き続き有効であると示唆した。タイ中央銀行(BOT)は 25 日に市場予想通り政策金利を 1.75%に据え置くことを決定した。

ラテンアメリカ:ブラジル中央銀行(BCB)は 24 日公表した議事要旨で、引き締めサイクルの効果がまだあまり感じられないとし、効果を見極めるために利上げの一時停止をする可能性を示唆した。メキシコ中央銀行(Banxico)は 26 日に政策金利を▲50bp 引き下げ 8.00%にすることを決定。▲50bp の利下げは 4 会合連続。声明文から「同程度の規模での調整」との文言は削除され、利下げペースの鈍化が示唆された。

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(タイ)

6 月金融政策委員会～現状維持、外部要因の見極めを継続

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25日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の1.75%に据え置いた(図表1)。現状維持は7人のメンバーのうち6人の賛成で、残りの1人は追加利下げを主張していた。なお、BOTは前回4月会合で利下げを決定していた。ブルームバーグの事前予想でも現状維持の予想が有力であった。

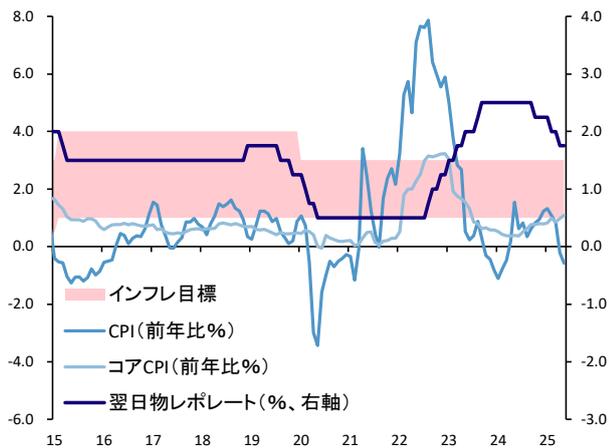
国内経済について声明文では、25年上半期は製造業をはじめ輸出部門が堅調で従前の予想以上の成長が見込まれると総括した。片や、先行きについては米国の通商政策や国内の政治リスク、地政学リスクなど不確実性が強まる地合いにあり、段階的に減速するとの見方を示した。具体的には、25年の成長見通しは前年比+2.3%、26年は同+1.7%とした。もともと、これらは米国が4月に表明した相互関税率(36%)と比較して、半分の数字を前提としているため、7月以降の適用関税率次第では下方修正も視野に入る状況だ。この他、外国人観光客の受入実績もやや減速していることにも言及されており、1人当たりの消費額の増勢を維持していくことの必要性も強調された。

物価動向について、直近5月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.57%、生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+1.09%となった。総合・コアベースともBOTの目標レンジ(+1.0~+3.0%)を下回り、特に総合ベースは2か月連続でマイナス圏を推移している(図表2)。BOTは食品価格や原油価格の下落を要因に挙げており、地政学リスクの高まりによってエネルギー価格が再上昇する可能性は残るものの、今後インフレは目標レンジ近辺で安定的に推移するとの見方を示している。25年、26年のインフレ予想については、総合ベースが同+0.5%、+0.8%とし、コアベースでは同+1.0%、+0.9%と見込んでいる。

かかる中、BOTは緩和的な金融環境を維持しつつ、経済を下支えしていく姿勢を強調した。米通商政策を巡る不確実性が燦る中で、4月会合では前倒しで利下げを実施したことも今回利下げを見送った要因と考えられる。今後の金融政策については前回同様、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、今後の外部環境の変化に応じて追加緩和の可能性も示唆している。仮に景気後退懸念が強まった場合においても、家計債務比率の低下に触れながらタイの金融市場は安定的であると強調し、今後も金融市場の動きに配慮しつつ政策を策定していくと総括した(図表3)。

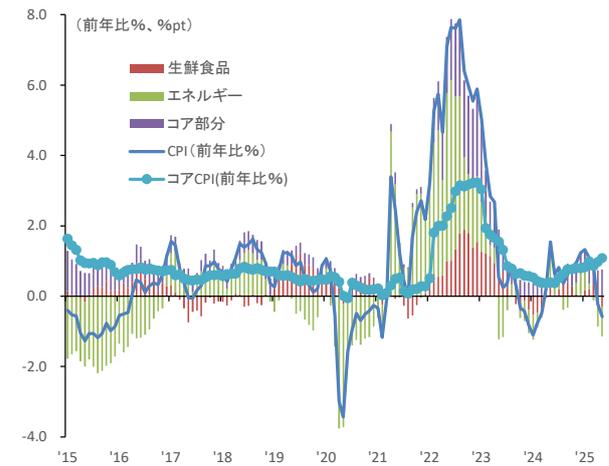
足許のTHB相場については、トランプ関税に関する報道に一進一退の動きが続く(図表4)。7月は米国による相互関税発動延期が今後どうなるかが最大の注目点となるだろうが、タイが米国と個別に交渉が合意に達する可能性は限定的だろう。このため、本件のヘッドラインを巡り引き続き方向感を探る相場は続きそうだ。25年上半期のTHBは総じてドル安に助けられた側面が大きいだが、国内要因に目を向けると、先述の景気後退懸念のほか、タイ・カンボジア国境間での紛争を機にタイ上院がペー・トントン首相の解任を求める請願書を提出する事態に至るなど政情不安も浮上している。個別要因での買い要素に乏しく、足許では中東リスクもあいまって市場心理が悪化しつつある中で、ドルの続落に賭けたTHBの続伸は期待しにくくなっている。

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: 消費者物価の推移(前年比%、%ポイント)



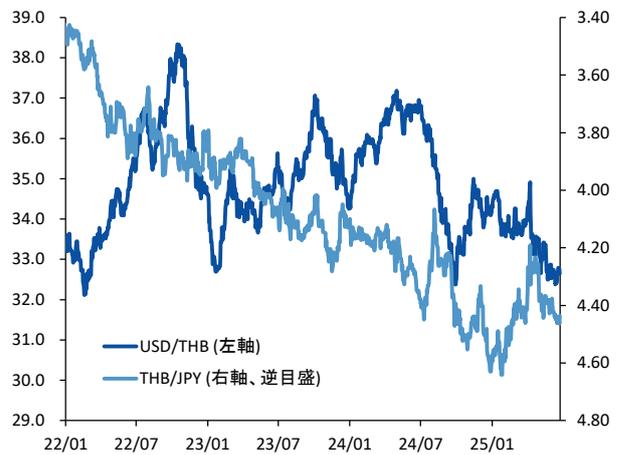
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 家計債務比率の推移(対 GDP 比)



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

市場概観(メキシコ)

利下げペースの鈍化を示唆した Banxico

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

メキシコ中央銀行(Banxico)は 6 月 26 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を▲50bp 引き下げ、8.00%にすることを決定した(図表 1)。市場予想通りであり、決定は多数決で、ヒース副総裁は据え置きを支持した。利下げは 8 会合連続で、▲50bp 利下げは前回 5 月会合に続き 4 会合連続だ。前回会合声明文で▲50bp 利下げの継続が示唆されていたことから、想定通りの決定である。

懸案のインフレ動向について Banxico は、直近の上昇傾向を強調した。物価動向に関し、6 月 24 日に公表された 6 月前半の消費者物価指数(CPI)は、+4.51%(前年比、以下同様)と市場予想に一致し、前回の+4.62%から伸びが鈍化した(図表 2)。3 回連続で(1 か月半)、目標レンジ(前年比+3%±1%)を上振れて推移する。また、コアベース(+4.15%→+4.20%)は加速し、1 年以上ぶりの高い伸び率を記録している。懸案のコアサービスも+4.61%と 2 月後半以来の伸び率を記録しており、基調的物価の情勢はなお厳しい。かかる中、Banxico はインフレ見通しに関し、総合・コアベースいずれも 5 月時点のものから、特に 2026 年 1~3 月期にかけての数字を明確に上方修正している(図表 3)。一方で、総合ベースのインフレ率が目標近傍に達する時期に関しては、2026 年 7~9 月期で不変である。見通しのリスクバランスが上方へ傾いている旨の判断に変化はなかったが、過去のバイアスに比べれば改善している認識も同時に示された。

かかる中 Banxico は、「金融スタンスの調整継続が適切」と述べ、倍速利下げ継続の理由を説明した。声明文を読む限り、Banxico が利下げ判断で重視したのは、為替レート、域内経済の軟調さ、米関税政策に纏わる不確実性であるようだ。実際、域内事業活動は足許にかけても軟調に推移しており、市場では 4~6 月期のマイナス成長を予測する向きも多い(図表 4)。

以上、Banxico は倍速利下げの継続を決定した。先々の決定に関し声明文では、「政策金利の更なる調整を評価する」とし、利下げ継続を示唆した。他方で、これまで見られてきた「同程度の規模での調整」との文言は削除されていることから明らかな通り、▲50bp 利下げ継続のガイダンスは撤回されている。これは、年央以降における利下げペースの鈍化を予見していた筆者の見方と整合的である。例えば、政策金利から 1 年先期待インフレ率を差し引いた短期実質政策金利は、依然として Banxico の想定する中立実質政策金利を大きく上回って推移しているものの、徐々にその水準に接近してきている(図表 5)。インフレ見通しの悪化も踏まえれば、利下げペースの鈍化は妥当な判断だ。以上の要素に鑑み、政策金利は 2025 年末で 7.00%、2026 年 6 月末時点で 6.50%と想定したい。当面は▲25bp の利下げが続いた後、2026 年には据え置きをまぶす展開を予想している。

6 月に入って以降の MXN 相場は、筆者の想定に反し対ドルで節目の 19.0 を割り込むなど堅調に推移する(図表 6)。資源価格の上昇に加え、米墨通商交渉に纏わる楽観的なムードが支えになっているようだ。向こう 1 年程度の MXN に関しては、引き続き筆者は弱めの見方を維持している。第一に、両国通商交渉に関し、現状は楽観ムードが行き過ぎているように思える。中東情勢や他国との交渉もあって米国にとってのメキシコ(やカナダ)の優先度が落ちていると推察しているが、周辺の情勢が落ち着けば 3 か国を巻き込んだ通商交渉は再び相場でも話題になろう。特に、2026 年

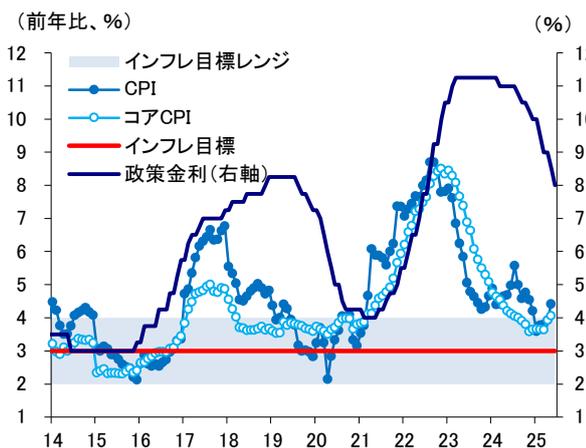
には USMCA (米国メキシコカナダ協定) 見直しを控える中で、年内にも協議が開始される可能性が高い。米政権のこれまでの挙動を踏まえる限り、メキシコにとって不利な条件が提示されるだろう。この点は、対内直接投資の減退とそれに伴う域内製造業部門の停滞に直結するため、経済および通貨にもたらす悪影響は甚大である。

第二に、海外労働送金の減少が継続すると見込まれる。既に海外労働送金は減少基調にあるものの、米政権の移民厳格化政策、および米労働市場の一層の冷え込みを受け、今後も軟調推移を辿る可能性が高い。この点は、第二次所得収支黒字の圧縮を通じ、実需面で MXN の重しになろう。

第三に、投機的な MXN ロングポジションの持続性は疑わしい。2025 年に入って以降、IMM 通貨先物取引における MXN のポジションは、相応のネット・ロングが溜まっている。しかし、今後も政策金利の引き下げが濃厚な中で、現状のポジションが長期的に続くのだろうか。

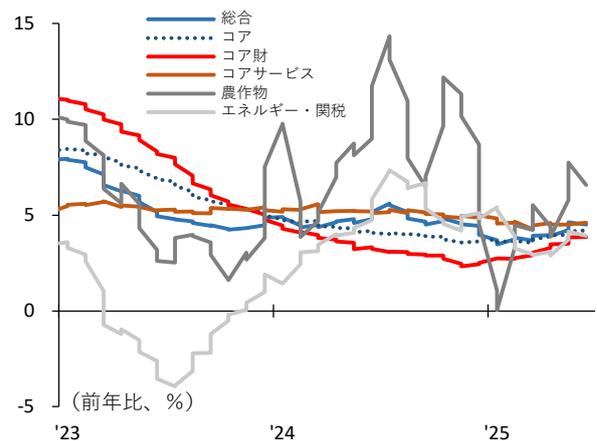
以上の要素を踏まえ MXN 安を想定するが、メキシコ中銀による利下げペースの鈍化、および場合によっては打ち止めも 1 年スパンでは視野に入る。見通し期間の後半にかけては、対ドルでやや値を戻す展開を想定したい。具体的なレートに関しては 7 月 1 日発刊予定の『エマージングマーケットマンズリー』で提示したい。

図表 1: 政策金利とインフレ率



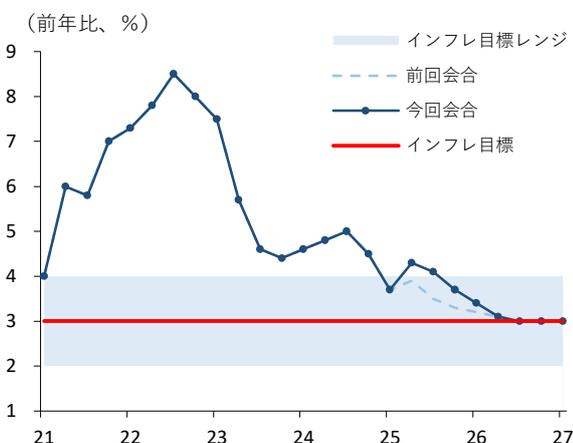
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 消費者物価指数(隔週)の推移



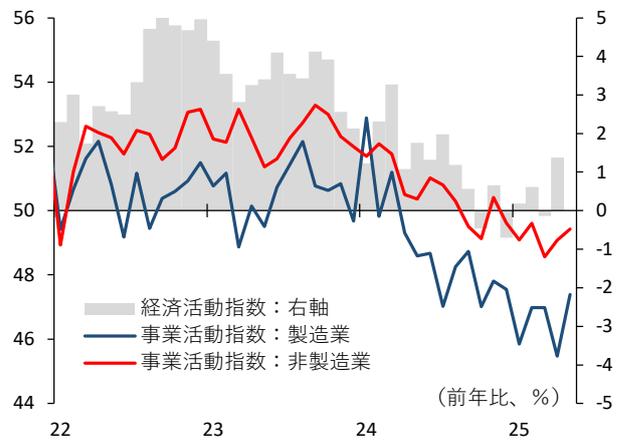
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 3: Banxico の CPI 見通し(総合ベース)



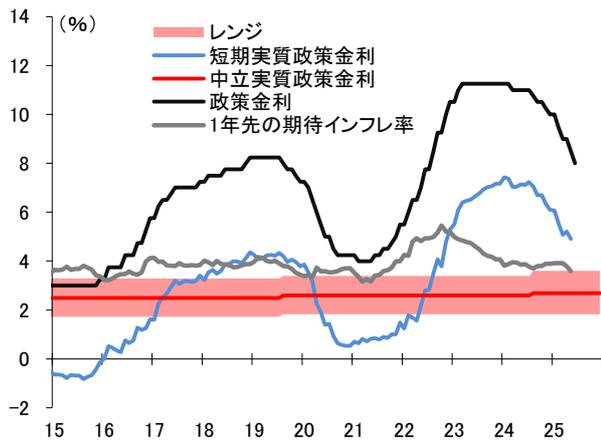
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 事業活動指数と経済活動指数



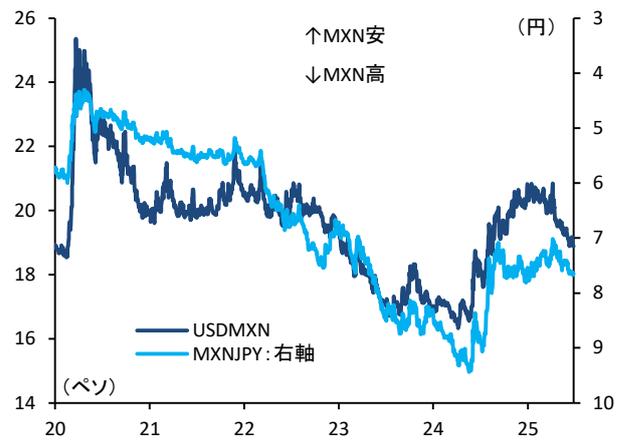
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 5: Banxico の想定する中立実質政策金利



出所: Macrobond、みずほ銀行

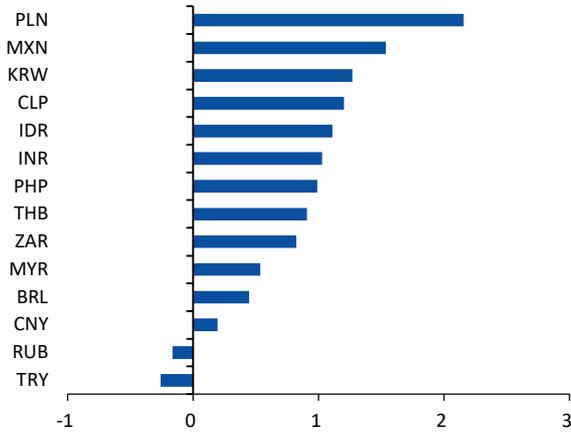
図表 6: MXN 相場



出所: Bloomberg、みずほ銀行

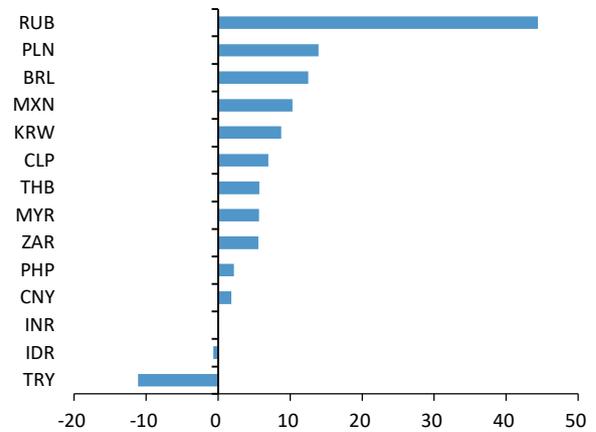
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



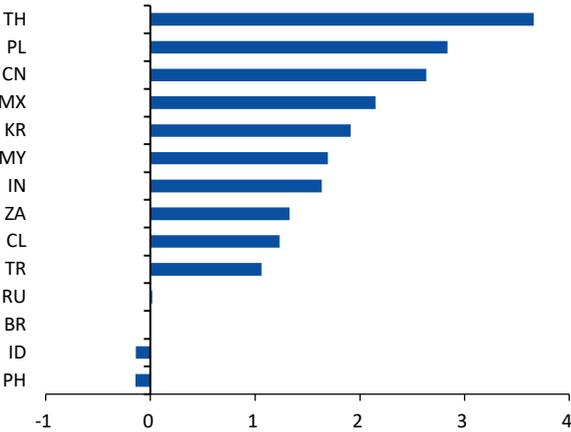
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



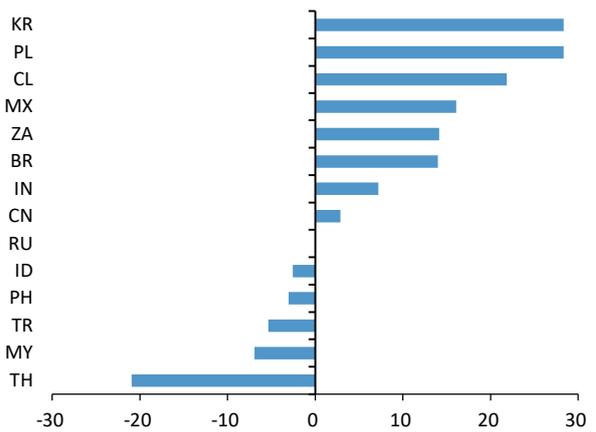
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



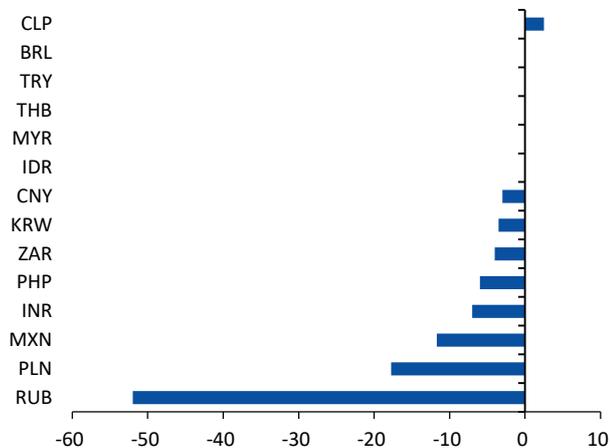
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

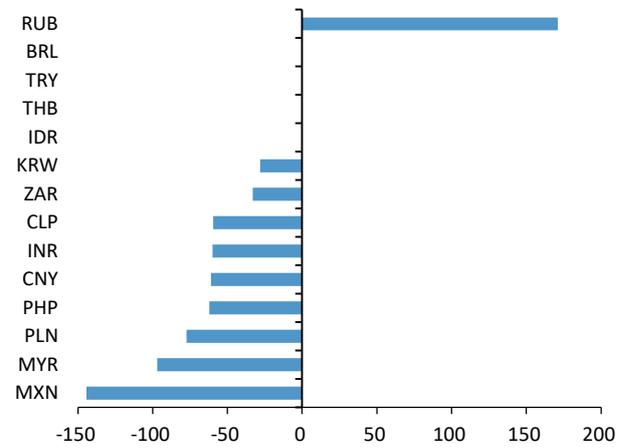
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

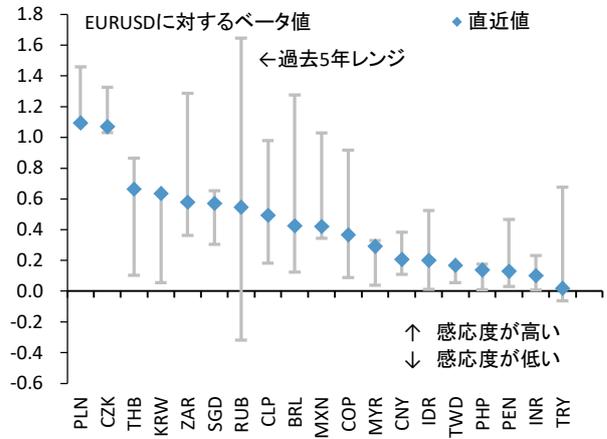
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



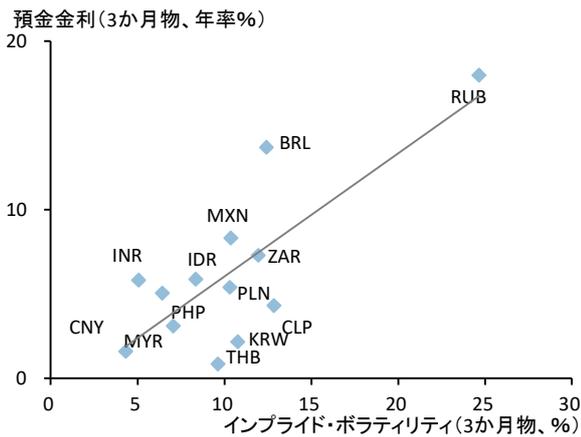
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



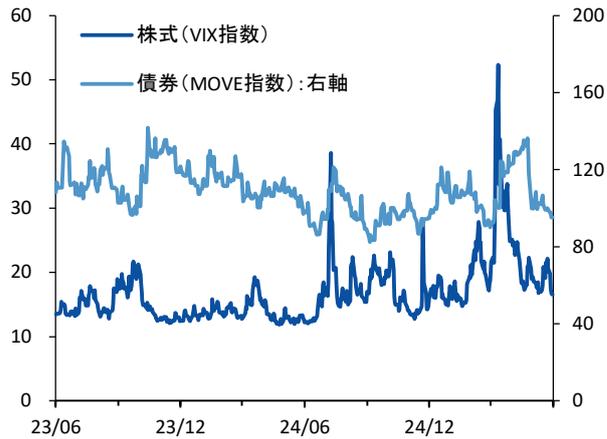
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



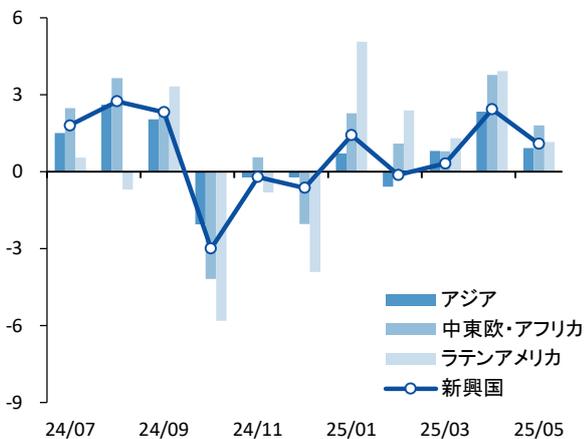
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



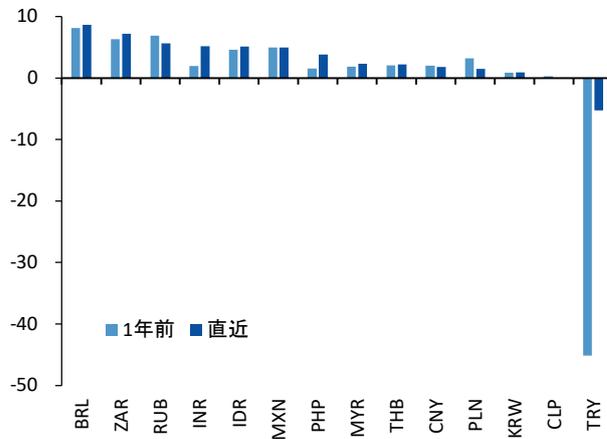
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
6月23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.8%	0.8%	0.9%	--
24日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	108.7	101.8	--
24日 (火)	マレーシア	CPI(前年比)	1.4%	1.2%	1.4%	--
25日 (水)	タイ	対中央銀行指標金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	2.2%	3.9%	5.9%	--
26日 (木)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-145.2b	67.3b	--
27日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$3900m	--	-\$3495m	--
27日 (金)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	3.0%	--
30日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	2.4%	--	2.7%	--
30日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.9%	--
30日 (月)	中国	製造業PMI	--	--	49.5	--
30日 (月)	中国	非製造業PMI	--	--	50.3	--
30日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-\$1545m	--
30日 (月)	タイ	貿易収支	--	--	-\$1398m	--
7月1日 (火)	韓国	貿易収支	--	--	\$6938m	\$6931m
1日 (火)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	48.3	--
1日 (火)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.6%	--
1日 (火)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$159m	--
2日 (水)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.9%	--
2日 (水)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	49.7	--
3日 (木)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	51.1	--
4日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$5701.7m	--
4日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	1.3%	--
4日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	0.3%	--
中東欧・アフリカ						
6月24日 (火)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	100.3	101.4	--
26日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	0.4%	1.8%	1.5%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	0.5%	0.1%	0.5%	--
30日 (月)	トルコ	貿易収支	--	--	-12.09b	--
30日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	14.1b	--
30日 (月)	ロシア	経常収支	--	--	19800m	--
7月3日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	1.9%	--
3日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	1.4%	--
3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	35.4%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	--	23.1%	--
ラテンアメリカ						
6月23日 (月)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-0.4%	-2.0%	4.3%	--
23日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	-1.9%	-1.6%	2.5%	--
25日 (水)	ブラジル	経常収支	-\$3200m	-\$2930m	-\$1347m	--
26日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	5.3%	5.3%	5.4%	--
26日 (木)	メキシコ	貿易収支	365.0m	1029.4m	-88.1m	--
26日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	8.00%	8.00%	8.50%	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	5.2%	--	7.0%	--
30日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	61.7%	--
7月2日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.3%	--
3日 (木)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	--	--	-0.2%	--

注: 2025年6月27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 1～5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							
中国人民幣 (CNY)	7.1679 ~ 7.3512	7.1675	7.18	7.23	7.12	7.14	7.11
香港ドル (HKD)	7.7500 ~ 7.8445	7.8492	7.84	7.83	7.81	7.80	7.80
インドルピー (INR)	83.764 ~ 87.950	85.713	85.2	85.5	86.2	85.2	84.3
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 17224	16209	16400	16300	16500	16250	16000
韓国ウォン (KRW)	1359.29 ~ 1487.45	1353.36	1400	1380	1360	1340	1320
マレーシアリング (MYR)	4.1873 ~ 4.5185	4.2327	4.27	4.18	4.26	4.14	4.07
フィリピンペソ (PHP)	55.158 ~ 58.715	56.598	55.8	55.4	56.1	55.2	54.4
シンガポールドル (SGD)	1.2802 ~ 1.3751	1.2744	1.30	1.32	1.33	1.32	1.30
台湾ドル (TWD)	29.458 ~ 33.280	29.109	30.5	31.0	30.7	30.3	30.0
タイバーツ (THB)	32.37 ~ 34.98	32.49	33.3	32.6	33.4	32.8	32.5
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 26125	26120	26200	26100	26200	26100	25800
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	76.8453 ~ 114.7788	78.6291	80.0	82.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	17.7565 ~ 19.9328	17.8571	17.6	17.4	17.8	18.0	18.2
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 41.2972	39.8647	39.5	40.5	41.0	42.0	43.0
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	5.5827 ~ 6.2270	5.4892	5.85	5.80	5.90	5.95	6.00
メキシコペソ (MXN)	19.1831 ~ 21.2932	18.8885	19.7	20.0	20.2	19.8	19.6
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	19.145 ~ 21.666	20.118	20.19	20.19	20.37	20.03	19.83
香港ドル (HKD)	18.031 ~ 20.403	18.401	18.49	18.65	18.57	18.33	18.08
インドルピー (INR)	1.644 ~ 1.848	1.685	1.70	1.71	1.68	1.68	1.67
インドネシアルピア (100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.891	0.884	0.896	0.879	0.880	0.881
韓国ウォン (100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.672	10.36	10.58	10.66	10.67	10.68
マレーシアリング (MYR)	31.951 ~ 35.699	34.050	33.96	34.93	34.04	34.54	34.64
フィリピンペソ (PHP)	2.470 ~ 2.726	2.546	2.60	2.64	2.58	2.59	2.59
シンガポールドル (SGD)	107.08 ~ 116.09	113.34	111.28	111.03	109.35	108.50	108.29
台湾ドル (TWD)	4.310 ~ 4.895	4.962	4.75	4.71	4.72	4.72	4.70
タイバーツ (THB)	4.150 ~ 4.653	4.446	4.35	4.48	4.34	4.36	4.34
ベトナムドン (100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5530	0.55	0.56	0.55	0.55	0.55
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.370 ~ 1.876	1.837	1.81	1.78	1.73	1.63	1.53
南アフリカランド (ZAR)	7.263 ~ 8.525	8.086	8.24	8.39	8.15	7.94	7.75
トルコリラ (TRY)	3.565 ~ 4.481	3.613	3.67	3.60	3.54	3.40	3.28
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	23.669 ~ 26.888	26.313	24.79	25.17	24.58	24.03	23.50
メキシコペソ (MXN)	6.845 ~ 7.790	7.648	7.36	7.30	7.18	7.22	7.19

注: 1. 実績の欄は2025年5月30日まで。SPOTは6月27日の7時00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。