

2025 年 7 月 18 日

The Emerging Markets Weekly

底堅い米国経済指標を受けて上値の重い動き

新興国市場:先週末 11 日アジア時間、トランプ米大統領はカナダがフェンタニルの密輸対策に協力的ではなく、米国産の乳製品などに高税をかけているなどと批判し、8 月 1 日から 35%の関税を賦課すると発表。これが重しとなり小幅に下落。欧米時間、米金利の上昇が続き下押しされた。RUB は前日比▲5.0%、ZAR も同▲1.1%値を下げた。週初 14 日のアジア時間、12 日の EU とメキシコに対する 30%の関税通知が嫌気され軟調。KRW や TWD が下落する一方、THB は上昇。欧米時間、トランプ大統領はロシアが 50 日以内に停戦交渉で合意しなければ制裁を科すと表明したが為替への影響は限定的。MXN と BRL が軟調。15 日アジア時間、米 6 月消費者物価指数(CPI)の発表を控え様子見ムードが広がり小幅な値動き。MYR と INR が上昇も KRW と SGD は下押しされた。欧米時間、米 6 月 CPI の下げ止まりを受け米利下げ期待が後退するとドルが上昇、大半が値を下げた。ZAR が売られ、BRL は値を伸ばした。16 日のアジア時間は前日の流れが続き軟調。TWD や PHP の下落が目立った。欧米時間は、トランプ大統領がパウエル FRB 議長の解任を検討しているとの報道を受けてドルが急落し反発。その後、トランプ大統領がその可能性は低いと言及したことでドルは反発したが、相場の動きは限定的となった。ZAR と MXN が値を伸ばした。17 日アジア時間は前日のパウエル FRB 議長を巡るトランプ大統領の発言が重しに。IDR と SGD が売られた。欧米時間、米 6 月小売売上高や新規失業保険申請件数といった数字が底堅かったことを受けてドルが優勢となり、新興国通貨は総じて上値の重い動きとなった。

アジア:14 日発表のインド 6 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.10%と前月から鈍化し市場予想も下回り 2019 年 1 月以来の低水準となった。15 日公表の中国 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+5.2%と 1~3 月期から減速したが、市場予想は上回った。同日発表の中国 6 月小売売上は前年比+4.8%と前月から鈍化、市場予想も下振れた。同日公表の中国 6 月鉱工業生産は前年比+6.8%と前月から加速、市場予想も上回った。タイ政府は同日、タイ中央銀行の次期総裁の指名を来週に延期することを発表した。ピチャイ財務相は閣議後に延期は中銀総裁人事の提案が遅れたことを理由として挙げた。トランプ大統領は同日、インドネシアと関税交渉で合意したと発表した。米国はインドネシアに 19%の関税を課す一方、米国がインドネシアに輸出する製品は無関税となる。インドネシア中央銀行(BI)は 16 日に政策金利を▲25bp 引き下げ 5.25%にすることを決定した。BI は経済成長支援のため利下げを実施したとしている。

中東欧・アフリカ:トランプ大統領は 14 日、ロシアが 50 日以内に停戦交渉で合意しなければ、100%の 2 次関税を課すと表明した。

ラテンアメリカ:米国政府は 12 日、書簡にてメキシコに対して 30%の関税を課すことを表明した。

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(インドネシア)

米国との関税交渉が妥結に至った模様

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

サマリー

既報の通り 15 日、トランプ米大統領はインドネシアとの関税交渉妥結を公表した。米国による相互関税率は、従前提示の 32%から 19%に引き下げられることに。そのほか、迂回輸出への関税上乘せ、エネルギー・農産品輸入拡大、防衛装備品購入拡大なども合意に含まれた。インドネシアは貿易関係においては米国よりも中国との関係が深く、外需依存度も新興国平均よりも明確に低いので、マクロ的に見た影響は軽微だろう。もっとも、合意内容を踏まえる限り、貿易黒字が若干引き下がることは避けられず、IDR の実需環境には不安も残る。

関税交渉で妥結 ～アジアではベトナムに続き 2 か国目～

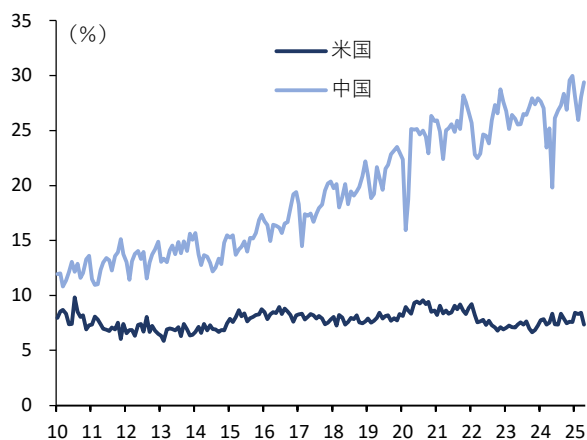
既報の通り 15 日、トランプ米大統領はインドネシアとの関税交渉妥結を公表した。4 月の「相互関税」、および 7 月に入って公表された「新関税率」双方が 32%に設定されていたが、今回インドネシアへの関税は 19%に引き下げられることになる。一方、トランプ氏の発言に基づけば、インドネシアによる米国への関税はゼロになるようだ。交渉妥結は英国、ベトナムに続き 3 か国目で、新たな関税率はベトナム(20%)とほとんど等しい。20%付近、というのが新たなベンチマークになっている印象を受ける。当然ながら、英国は対米貿易赤字国なので例外だろう。

米・インドネシア間の関税交渉に際しては、迂回輸出への関税上乘せ、エネルギー・農産品輸入拡大、防衛装備品購入拡大なども合意に含まれた。エネルギー・農産品購入は、合計で 195 億ドル相当に達する見込みだ。日本もほとんど同様のカードを差し出しているが、自動車関税の取り扱いが交渉を難しくしているのだろう。これまでの流れを見る限り、相互関税率引き下げのハードル自体は高くはないと思われる。

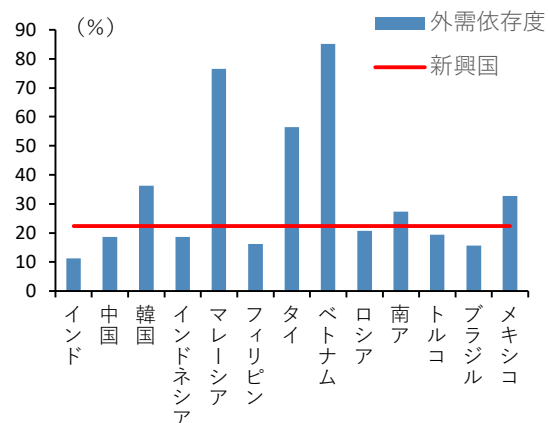
インドネシア経済への影響は～全体としての影響は限定的と想定～

交渉妥結を踏まえ、インドネシア経済への影響度を考えよう。2024 年における米国の輸入平均関税率(インドネシア向け)は 5%弱であったが、今回の妥結を反映すれば、22%付近に上昇する計算になる。この数字だけを見ると危機感を煽る向きもあるだろうが、マクロ的に見た影響は軽微だろう。インドネシアは貿易関係においては米国よりも中国との関係が深く、外需依存度も新興国平均よりも明確に低い(図表 1、2)。それこそ、ベトナムなどと比べれば直接的影響は限定される可能性が高い。ブルームバーグの試算に基づけば、今回の交渉妥結の結果は、インドネシア経済を▲0.3%引き下げる可能性があるようだ。年率+5.0%付近の経済成長率があるインドネシアにとっては、少なくとも致命的な材料にはなるまい。

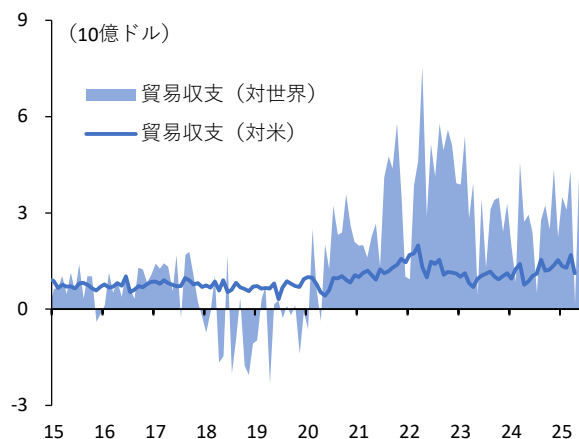
もっとも、貿易収支悪化の可能性は高いと見た方が良いだろう。インドネシアは資源輸出国であり恒常的な貿易黒字を計上する環境にあるが、上記のパッケージ内容が確実に履行されるなら、黒字額が引き下がる公算は大きい(図表 3)。もっとも、貿易赤字への転落が常態化するような規模の合意内容ではない。IDR の実需環境が急速かつ大幅に悪化することも想定されないだろう。

図表 1: インドネシアの貿易活動における米中のシェア


出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 2: 新興国の外需依存度(財輸出額÷GDP、2024 年)


出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行 ※財輸出額は 24 年 1～9 月実績を年率化、GDP は実績値

図表 3: インドネシアの貿易収支


出所: Macrobond、みずほ銀行

市場概観(インドネシア)

7 月金融政策会合～BI は経済成長支援のため利下げ～

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 7 月 15～16 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 5.25%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 6.00%、4.50%に同じ幅だけ引き下げられている。昨年 9 月に始まった累積の利下げ幅は▲100bp になった。なお、ブルームバーグ集計の事前予想では調査対象者 33 人中、15 人が▲25bp の利下げを予想し、18 人が▲据え置きを見込んでおり、予想は割れていた。

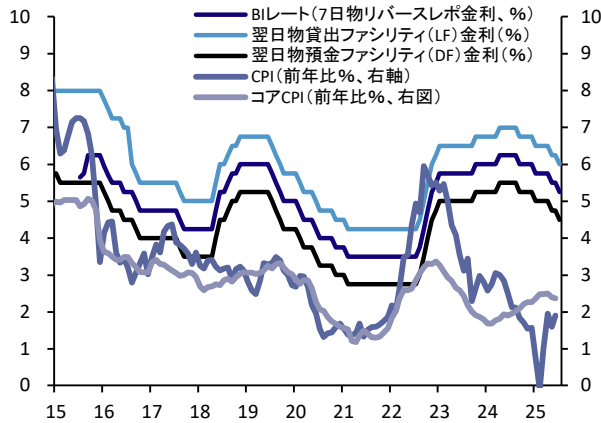
声明文およびペリーBI 総裁の会見では、IDR の安定性の維持やインフレ情勢、経済成長への支援の必要性への言及がみられた。今回会合では 8 月 1 日から予定される、米国によるいくつかの国に対する相互関税の引き上げ発表後、再び世界経済の不確実性が高まっていると述べた。米国の関税政策は、特に先進国における経済活動を弱める可能性があるとの見方を示した。IDR の動きに関してはグローバルな不確実性が高まるなかで安定を維持しているとの認識を示し、主要貿易相手国の通貨やドル以外の先進国通貨と比較しても堅調な動きを維持していると述べた。また、IDR の安定推移はインドネシアの輸出を支えているとした。先行きに関しても引続き安定した動きとなるとの見解を述べた。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 7 月は 16200 台を中心として推移している(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、6 月の消費者物価指数(CPI)は+1.87%(前年比、以下同様)と 5 月の+1.60%から加速し、市場予想の+1.80%を上回った(図表 3)。3 か月連続で BI のインフレ目標内(+1.5～+3.5%)に収まった。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、+2.37%と 5 月からほぼ横ばい、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十分に低い。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は目標範囲内でさらに低下するとの見通しを示した。また、コアインフレ率の先行きに関しては目標範囲内の中心値より低くなるとの見解を述べた。

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(図表 4)。BI は 2025 年の成長率見通しを+4.6～5.4%に維持した。国内需要の改善、米国政府との関税交渉の成果による輸出改善が寄与し、経済見通しの支えとなっているとした。一方、世界経済見通しが弱まる中で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。

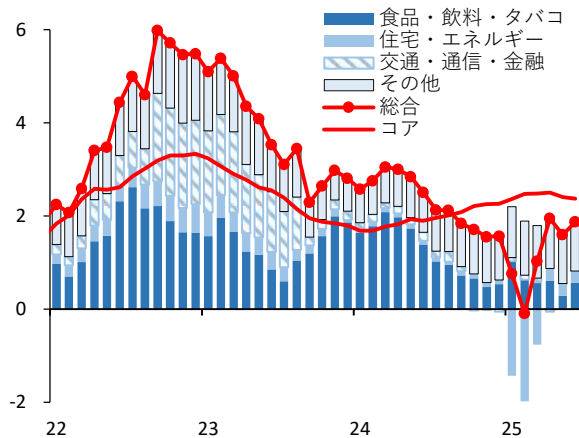
以上を踏まえペリー総裁は、今回の据え置き決定は「物価目標への努力、IDR の安定維持、および経済成長を支える必要性と一致する」と理由を説明した。前回会合では外部の不確実性の高まりも相俟って慎重な姿勢を示していたが、IDR 相場が安定的に推移したことに加え、米国との関税交渉が 15 日に合意に至り、相互関税率が従前提示の 32%から 19%に引き下げられたことも今会合での利下げを後押しした可能性がある。先行きに関しては、ペリー総裁は「経済を支援する余地を探る」としており、追加利下げに含みを持たせた。米国との関税交渉の合意は GDP 押し上げ要

因となるとの認識を示した。GDP 押し上げは利下げ余地を狭める可能性があるものの、米国との合意内容を踏まえれば貿易黒字が若干引き下がることは避けられず、利下げを支援するだろう。大幅な IDR 安が回避されるのであれば、向こう一年で▲25bp の利下げが 1～2 回行われ、政策金利が 4.75%～5.00% 程度まで引き下げられると予想する。

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

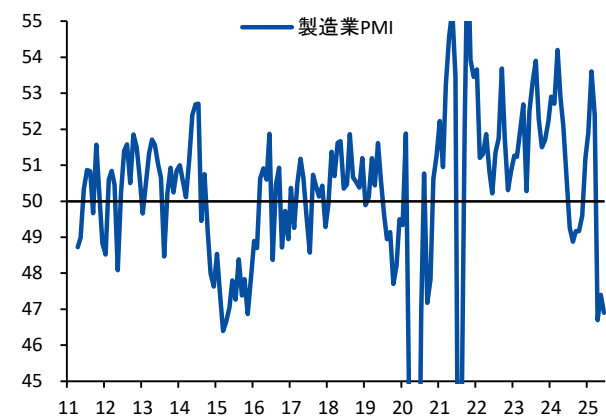
注: 2025 年 2 月の CPI は前年比▲0.09%

図表 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 2: IDR 相場と米金利の動向

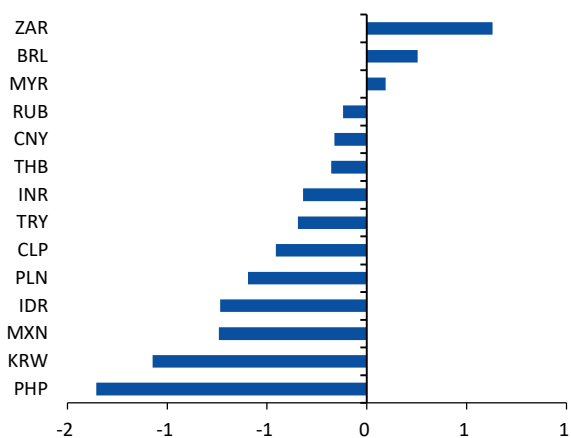

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI の推移(中立水準=50)


出所: S&P Global、みずほ銀行

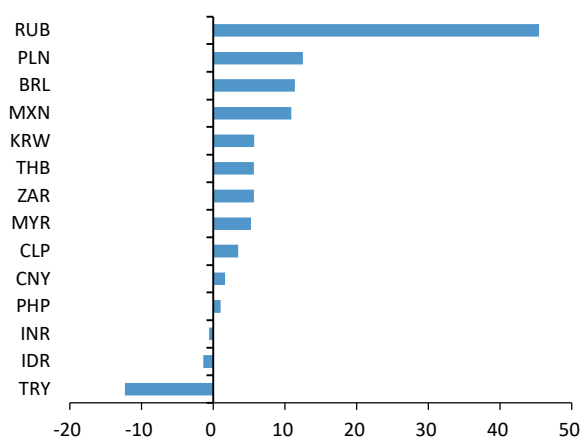
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



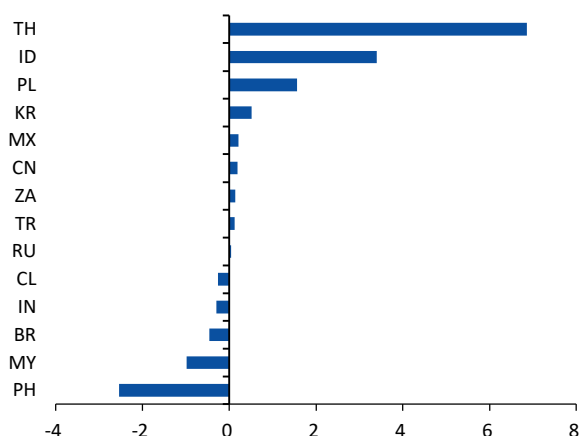
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



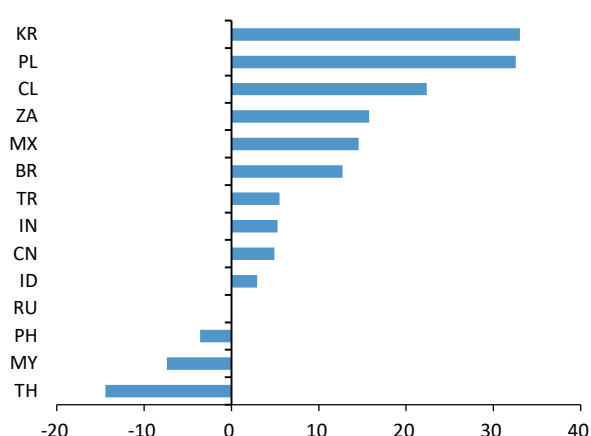
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



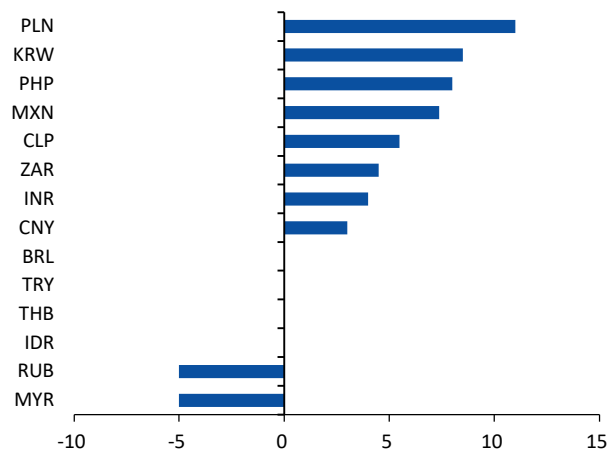
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

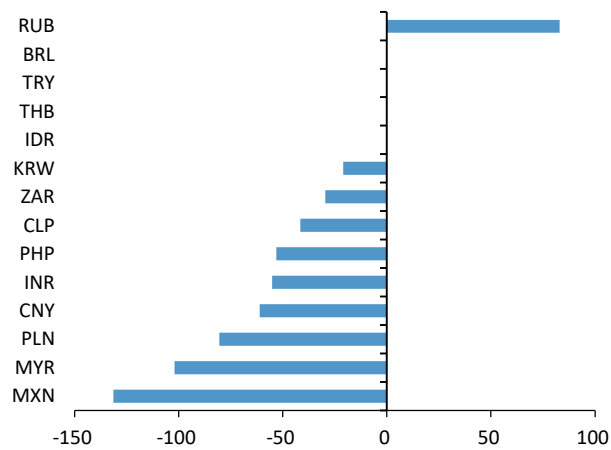
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

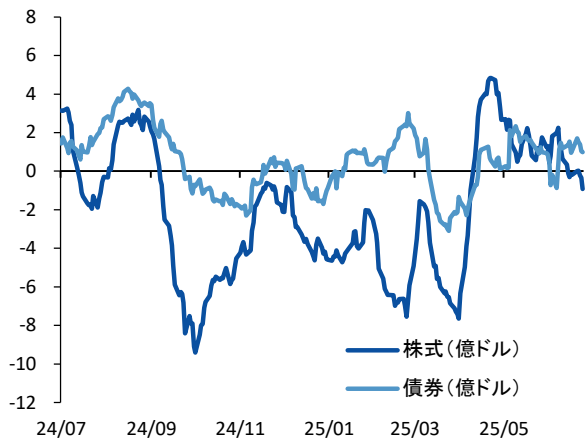


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

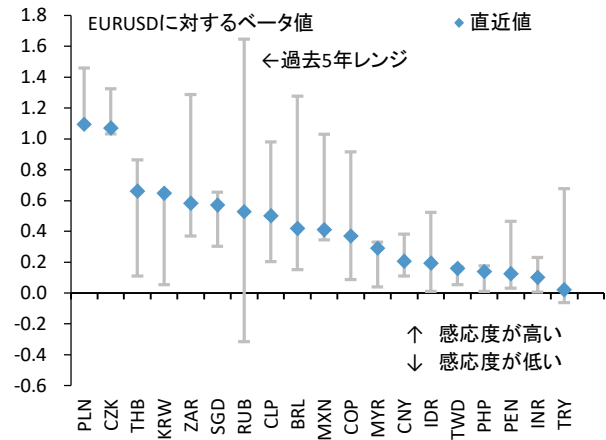
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



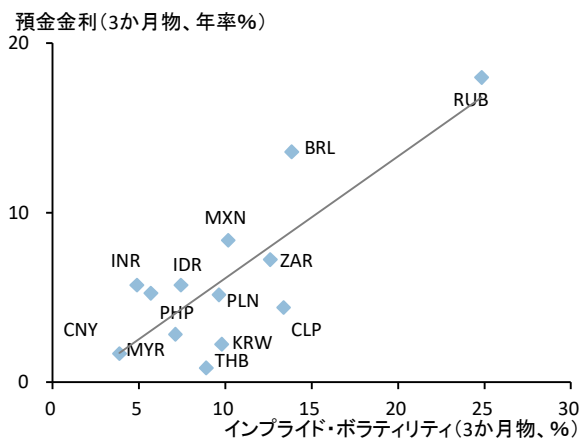
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



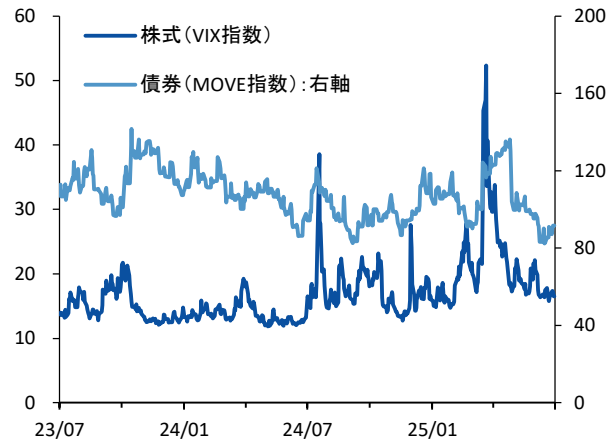
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



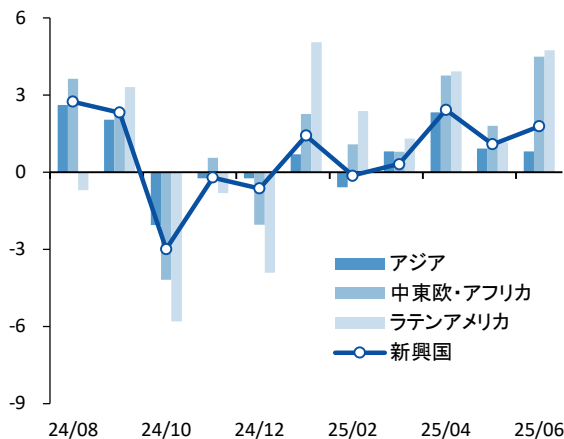
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



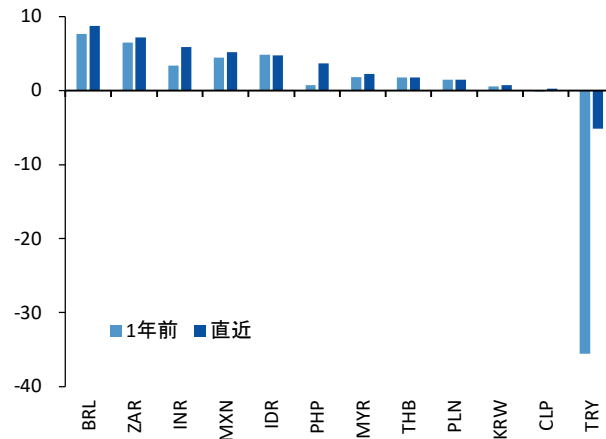
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、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						
7月14日 (月)	シンガポール	GDP(前年比)	3.6%	4.3%	3.9%	4.1%
14日 (月)	中国	貿易収支	\$112.10b	\$114.77b	\$103.22b	--
14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	0.5%	-0.1%	0.4%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	2.3%	2.1%	2.8%	--
15日 (火)	中国	GDP(前年比)	5.1%	5.2%	5.4%	--
15日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	5.3%	4.8%	6.4%	--
15日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.6%	6.8%	5.8%	--
15日 (火)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.6%	2.8%	3.7%	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	-0.1%	-2.2%	--
15日 (火)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.6%	2.9%	4.0%	--
15日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	-3.7%	-1.7%	--
16日 (水)	インドネシア	BI-Rate	5.50%	5.25%	5.50%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	5.0%	13.0%	-3.5%	--
18日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	4.2%	--	4.4%	--
18日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	5.4%	--	-1.1%	--
18日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$298m	--
18-26日	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1200m	--	\$1116m	--
21日 (月)	中国	1年貸出プライムレート	3.00%	--	3.00%	--
21日 (月)	中国	5年貸出プライムレート	3.50%	--	3.50%	--
22日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	--	0.3%	--
22日 (火)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.2%	--
22日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	18.5%	--
23日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	--	108.7	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.8%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	22.6%	--
24日 (木)	韓国	GDP(前年比)	--	--	0.0%	--
24日 (木)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-145.2b	--
24-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	2.3%	--
7月25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.9%	--
中東欧・アフリカ						
7月16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	4.5%	4.2%	5.1%	--
16日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	0.1%	0.3%	--
23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	2.8%	--
23日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.8%	--
24日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	46.0%	--
25日 (金)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	100.3	--
25日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	20.00%	--
ラテンアメリカ						
7月14日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	4.1%	3.2%	2.5%	--
19-22日	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	--	10.3%	--
22日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-2.0%	--
25日 (金)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$2930m	--
25日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	5.3%	--
25-8月1日	ブラジル	中央政府財政収支	--	--	-40.6b	--

注: 2025 年 7 月 18 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 1～6月（実績）	SPOT	2025年 9月	12月	2026年 3月	6月	9月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	7.1574 ～ 7.3512	7.1817	7.23	7.12	7.14	7.11	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.8500	7.8489	7.82	7.81	7.79	7.79	7.80
インドルピー	(INR)	83.764 ～ 87.950	86.078	86.2	85.8	86.3	85.2	85.5
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ～ 17224	16341	16300	16500	16250	16000	16000
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ～ 1487.45	1390.24	1380	1360	1340	1330	1320
マレーシアリング	(MYR)	4.1873 ～ 4.5185	4.2460	4.18	4.26	4.14	4.07	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ～ 58.715	57.221	55.4	56.1	55.2	54.4	54.4
シンガポールドル	(SGD)	1.2709 ～ 1.3751	1.2843	1.30	1.31	1.30	1.29	1.29
台湾ドル	(TWD)	28.790 ～ 33.280	29.375	30.0	29.7	29.3	29.0	29.0
タイバーツ	(THB)	32.31 ～ 34.98	32.45	32.2	33.0	32.8	32.5	32.3
ベトナムドン	(VND)	25038 ～ 26203	26152	26100	26200	26100	25900	26000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	76.8453 ～ 114.7788	78.0922	80.0	82.0	84.0	88.0	90.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.5776 ～ 19.9328	17.8032	17.6	17.4	17.6	17.8	18.0
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ～ 41.2972	40.3447	40.5	41.0	42.0	43.0	44.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.4240 ～ 6.2270	5.5456	5.55	5.60	5.65	5.75	5.80
メキシコペソ	(MXN)	18.7400 ～ 21.2932	18.7523	18.9	19.4	19.5	19.6	19.4
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	19.145 ～ 21.666	20.709	20.06	20.51	20.17	20.39	20.56
香港ドル	(HKD)	18.031 ～ 20.403	18.922	18.54	18.69	18.49	18.61	18.72
インドルピー	(INR)	1.644 ～ 1.848	1.723	1.68	1.70	1.67	1.70	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ～ 0.981	0.909	0.890	0.885	0.886	0.906	0.913
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ～ 10.916	10.684	10.51	10.74	10.75	10.90	11.06
マレーシアリング	(MYR)	31.951 ～ 35.699	34.979	34.69	34.27	34.78	35.63	35.96
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ～ 2.726	2.596	2.62	2.60	2.61	2.67	2.68
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ～ 116.09	115.64	111.88	111.79	110.94	112.49	113.27
台湾ドル	(TWD)	4.310 ～ 5.018	5.057	4.83	4.92	4.91	5.00	5.03
タイバーツ	(THB)	4.150 ～ 4.653	4.577	4.50	4.42	4.39	4.46	4.52
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ～ 0.6253	0.5671	0.56	0.56	0.55	0.56	0.56
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.370 ～ 1.891	1.901	1.81	1.78	1.71	1.65	1.62
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ～ 8.525	8.343	8.24	8.39	8.18	8.15	8.11
トルコリラ	(TRY)	3.565 ～ 4.481	3.670	3.58	3.56	3.43	3.37	3.32
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.669 ～ 26.888	26.774	26.13	26.07	25.49	25.22	25.17
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ～ 7.790	7.919	7.67	7.53	7.38	7.40	7.53

注: 1. 実績の欄は 2025 年 6 月 30 日まで。SPOT は 7 月 18 日の 10 時 10 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。