

2025 年 7 月 25 日

The Emerging Markets Weekly

通商交渉の進展を好感し大半が上昇

新興国市場:先週末 18 日のアジア時間は、ウォラーFRB 理事のハト派な発言や、米インフレ期待が低下したことを受け大半が小幅に値を伸ばした。THB が上昇。欧米時間、トランプ米大統領の「ドルの下落を放置しない」などの発言を受けドルが反発。東欧通貨は堅調だったが中南米通貨は下落。BRL はブラジルの政治情勢が嫌気され売られた。週初 21 日アジア時間、日本が休場のなかまちまちな動き。KRW が買われた。欧米時間、米金利低下を支えとして上昇。ZAR や RUB、MXN が値を伸ばした。22 日のアジア時間はドルが安定推移し、総じて小幅な値動きとなった。欧米時間、米金利が低下し東欧通貨は概ね上昇。中南米通貨は大半が小動き。ZAR が値を伸ばす一方、RUB は下落した。23 日のアジア時間は日本やフィリピンが米国との通商交渉で合意したとの報道が好感され、大半が小幅に上昇した。THB や KRW、TWD が堅調。欧米時間、米金利が上昇する動きに連れてドルが買われる場面もみられたが、米 6 月中古住宅販売件数が市場予想を下回る結果となったことがドルを下押しした。また、EU と米国の通商合意への期待が高まったことが支援材料となり上昇。BRL や MXN が値を伸ばした。24 日アジア時間、前日の流れが続き大半が堅調。THB はタイとカンボジアの軍事衝突が嫌気され下落。欧米時間、米金利が上昇し重しとなり RUB や TRY、ZAR が下落した。

アジア:18 日公表されたマレーシア 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比 +4.5%と 1~3 月期から加速し、市場予想(同+4.2%)を上回った。中国人民銀行は 21 日、ローンプライムレートの 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。22 日発表のマレーシア 6 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.1%と市場予想を下振れ、2021 年 2 月以来と低水準となった。同日、トランプ大統領はフィリピンと貿易協定で合意に達したと発表。フィリピンに対する関税率は 9 日に書簡で示した 20%から 19%に引き下げられた。タイ政府は同日、タイ中央銀行の新総裁に政府貯蓄銀行のウィタイ・ラタナコン社長兼最高経営責任者を起用する人事を承認した。23 日発表のシンガポール 6 月 CPI は前年比+0.8%と市場予想を下振れ、2021 年 2 月以来の低水準を維持している。24 日公表の韓国 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+0.5%と 1~3 月期から加速し、市場予想(同+0.4%)を上振れた。

中東欧・アフリカ:23 日公表の南アフリカ 6 月 CPI は前年比+3.0%と前月から加速し、市場予想通りとなった。トルコ中央銀行(TCMB)は 24 日、政策金利を ▲300bp 引き下げ 43.00%にすることを決定。政治的な混乱を背景に中断していた利下げを再開した。

ラテンアメリカ:ブラジル連邦警察は 18 日、ボルソナロ前大統領の自宅などを家宅搜索した。ボルソナロ氏は 2022 年大統領選での敗北を覆すためにクーデターを計画した罪で公判中である。

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(フィリピン)

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 22 日、トランプ米大統領はフィリピンとの関税交渉妥結を公表した。米国による相互関税率は、7 月に提示された 20%から 19%へ僅かに引き下げられることに。本稿執筆時点では、両国元首の主張に齟齬が見られるため合意の詳細を待ちたいが、フィリピンが対米貿易黒字ながら全体では貿易赤字国である点などに鑑みれば、PHP の需給環境にとって良い話とは言えまい。

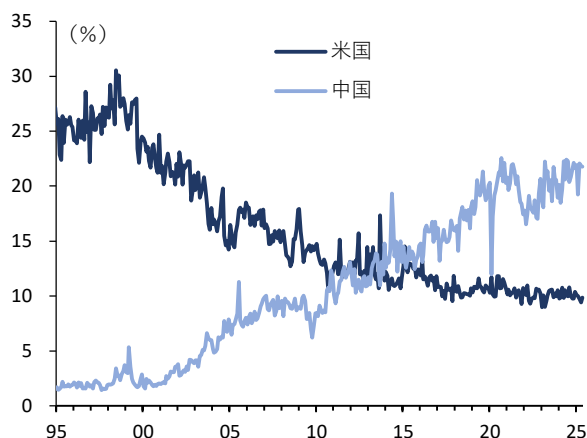
関税交渉で妥結〜アジアではベトナム、インドネシアに続き 3 か国目〜

既報の通り 22 日、トランプ米大統領はフィリピンとの関税交渉妥結を公表した。今回公表された相互関税率は 19%であり、4 月に示された 17%からは上昇しているものの、7 月に入って新たに提示されていた 20%からは僅かながら低下したことになる。もともと、これらの数字は大同小異であって、意味を見出すことは不毛だろう。19%はインドネシアと同様の相互関税率であり、やはり 20%近傍が新たなベンチマークになっているように映る。もちろん、これは対米貿易黒字国ということが前提であって、例えば英国は例外的である。

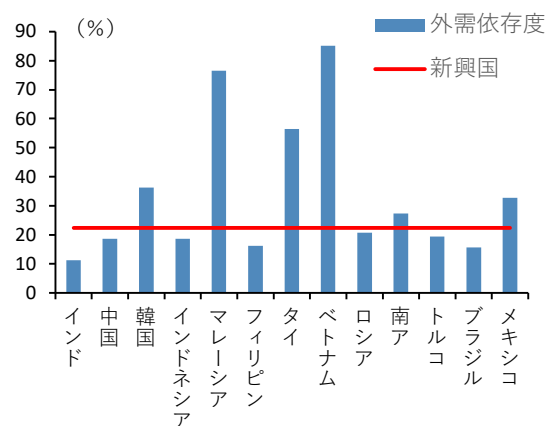
フィリピンによる米国向けの輸入関税の扱いに関しては情報に乏しい。トランプ氏は「フィリピンは市場を開放し、関税をゼロにする」とあたかも完全な市場開放を主張しているが、マルコス・フィリピン大統領は米国へのゼロ関税は「自動車など特定の品目にのみ適用」と述べている。筆者が両元首の発言を確認した限り、マルコス氏の発言の方が正しい可能性が濃厚だ。トランプ氏が事実を誇張するのは通常運転だ。その他、フィリピンが米国からの農産品や医薬品の輸入を増やすことも合意に含まれている模様だ。

フィリピン経済への影響は〜全体としての影響は限定的と想定するものの、PHP の需給環境への悪影響は不可避か〜

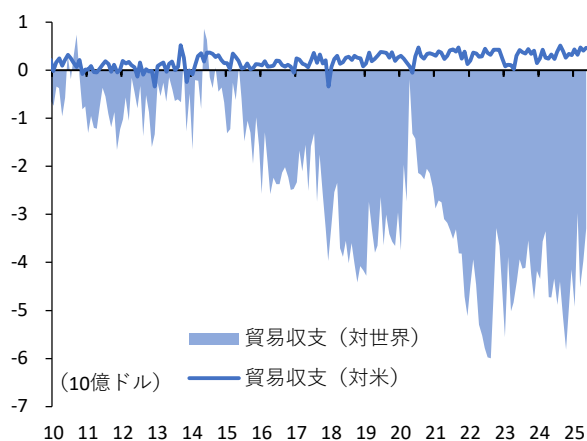
交渉妥結を踏まえ、フィリピンは経済への影響度を考えよう。フィリピンは貿易関係においては今となっては米国よりも中国との関係が深く、外需依存度も新興国平均よりも明確に低い(図表 1、2)。それこそ、ベトナムなどと比べれば直接的影響は限定される可能性が高い。マクロ経済全体への影響はそこまで大きくないと考えたい。もともと、PHP の需給環境には不安が残る。フィリピンは恒常的に貿易赤字を計上しているが、上記の通り対米では黒字である(図表 3)。対米貿易黒字が削られれば、当然全体としての貿易赤字は拡大するほかない。経常収支全体でも赤字が定着しているため、貿易赤字の更なる拡大は PHP の重しになる可能性が高い(図表 4)。なお、フィリピンが稼げる主たる外貨は海外労働者による郷里送金(≒第二次所得収支)なのだが、米国を中心に排外主義の様相を呈する中で、アップサイドはどれほどあるのかは疑問である。

図表 1: フィリピンの貿易活動における米中のシェア


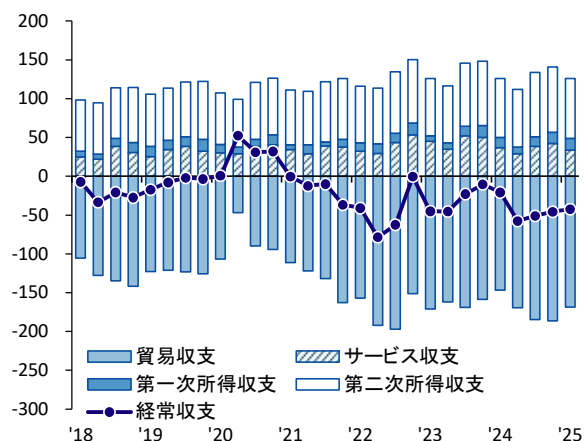
出所: Macrobond、みずほ銀行

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: フィリピンの貿易収支


出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: フィリピンの経常収支(億ドル)


出所: CEIC、みずほ銀行

市場概観(中国)

上半期経済・為替の総括～米国による中国封じ込めを回避出来るか

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

政府目標は維持も、景気はやや停滞気味

25 年 4～6 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.2%と 1～3 月期の同+5.4%から減速したものの、市場予想の同+5.1%を上回った(図表 1)。上半期は政府目標の+5.0%前後を維持した格好だが、足許の景況感を確認する限り目に見えて景気が回復しているとも言い難い状況だ(図表 2、3)。業種別でみると、第 3 次産業が同+5.7%と前四半期の同+5.3%から加速したが、内需の持ち直しを示唆するデータに乏しいのも事実だ。図表 4 に示される通り、小売売上高は 25 年に入り増勢を維持してきたが、直近の 6 月には政府の補助金効果がありながらも伸びが鈍化、PMI から近年の課題である雇用の持ち直しが確認されない中で、消費者信頼感指数の持ち直しも限定的である。また、不動産市況についても低迷が続いており(図表 5)、逆資産効果の影響で景気や消費者心理が押し上げられない状況と読める。総じて数字ほどの力強さがあるようにも映らず、引き続き政府の財政出動を通じた景気支援が必要なものと考えられる。

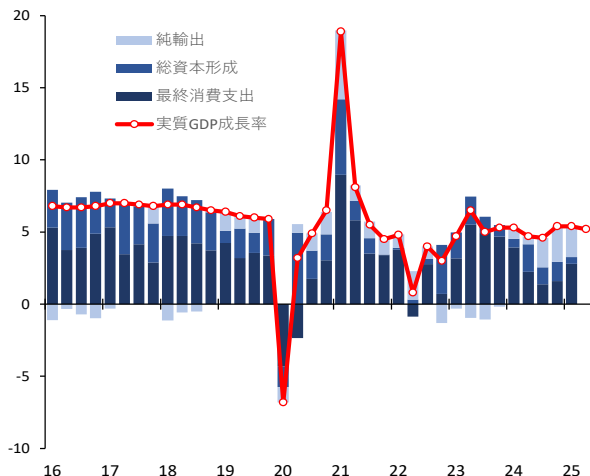
米国の中国封じが目下のリスク

輸出状況に目を向けると、健闘が続いているというのが正直な印象である。従前の予想通り、米国向けの輸出は米中貿易摩擦の激化に伴って大きく数字を落とすかたちとなっているが、これを他の地域への輸出で補っている構図になっている(図表 6)。25 年に入り ASEAN などの近隣国や欧州への輸出増加が目立っている。こうした中で警戒されるのは、米国が中国からの迂回輸出に対する関税を強化することであるが、その動きはにわかに進んでいる。ベトナムは 7 月上旬に米国との間で関税交渉が合意に至ったが、4 月には 46%と高い相互関税率が提示されたものの、20%で着地したと報じられている。しかし、迂回輸出に対しては 40%の税率が設定されることにもなっており、これは明らかに中国からベトナムを経由した輸出が意識されているだろう。その他、同様の動きがタイなどの迂回輸出国でも進む可能性があり、結果的に中国の輸出にも打撃となることも想定される。GDP 統計でも示唆されるように、ここ数年の中国経済は外需頼りの様相を呈しており、中国自身だけでなく周辺国の米国との交渉の行方が年間の目標達成のポイントになってきそうだ。

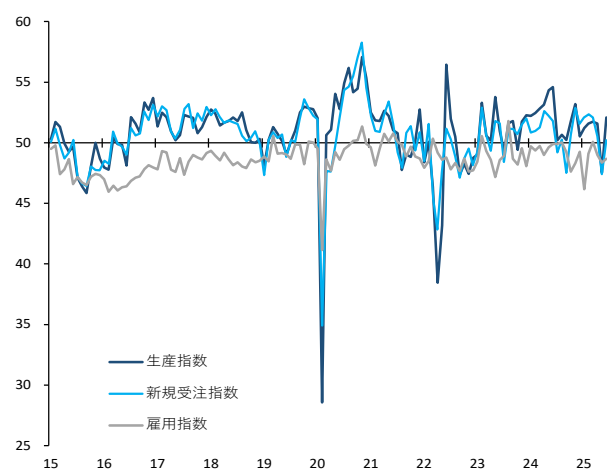
相対的に安い CNY

上半期の CNY 相場について、米国との関税交渉が難航した局面において 7.35 近辺を推移する時間帯が見られたものの、それ以降は持ち直した(図表 7)。もっとも、これは対ドルでの動きであり、上半期にこれまでのドル高が大きく修正されたことを踏まえれば、やや特殊なものであったと読める。実際に東アジア通貨の比較では CNY の上昇幅は限定的であり(図表 8)、これは他のアジア通貨との比較でも同様だ。この要因の 1 つには中国人民銀行(PBoC)の政策スタンスがあると考えている。上半期を通じ相場の急変には警戒感を示すものの、貿易交渉の過程で生じた一時的な CNY 安を許容してきた。また、PBoC は景気支援の観点から今後も必要に応じて追加の金融緩和を実施する姿勢を示している。足許の貿易実績が堅調であるのも、CNY 安相場が継続したことと決して無関係ではないだろう。もっとも、足許の相場を米国が看

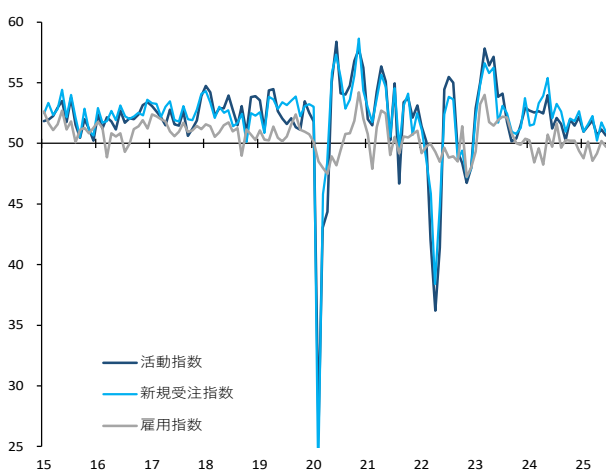
過するとも考えにくく、6 月に公表された為替報告書では、主要貿易相手国の中でも為替政策やその慣行に関する透明性が欠如している点を指摘し、その修正を要求している。その上で今後、CNY 相場に対して公式または非公式の手段を通して介入しているとの証拠が得られた場合、為替操作国として認定する可能性も示唆していることから、トランプ政権と習近平政権の罅迫り合いは貿易交渉のみならず為替にも波及することも考えられる。下半期について、財政出動や金融緩和を通じて、景気の押し上げを図る方針は続こうが、先述の通貨政策を踏まえても CNY 上昇余地が限られると予想する。目下のリスクは米中貿易交渉の行方であることは当面変わらない。

図表 1: 実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)


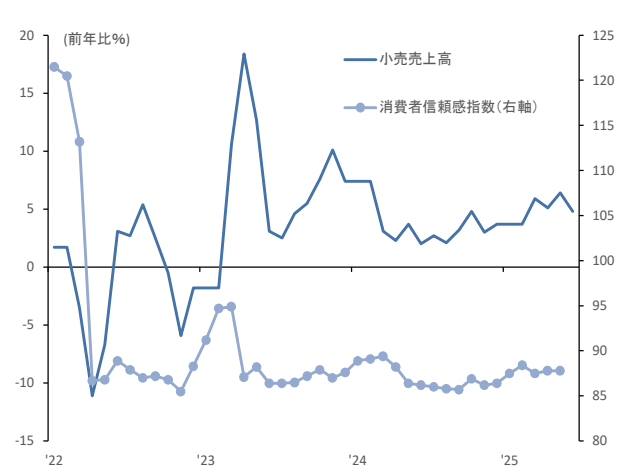
出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 25 年 1~3 月期は成長率のみ

図表 2: 製造業 PMI


出所: Markit、みずほ銀行

図表 3: 非製造業 PMI


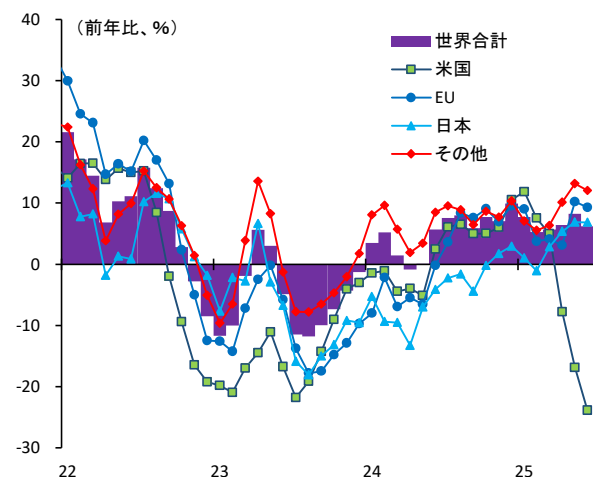
出所: Markit、みずほ銀行

図表 4: 小売売上高と消費者マインドの動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 不動産投資と新築住宅販売価格

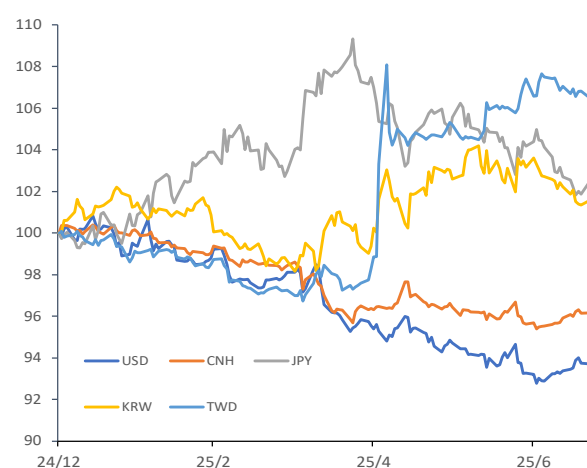

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 国・地域別の輸出実績


出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均

図表 7: CNY の動向

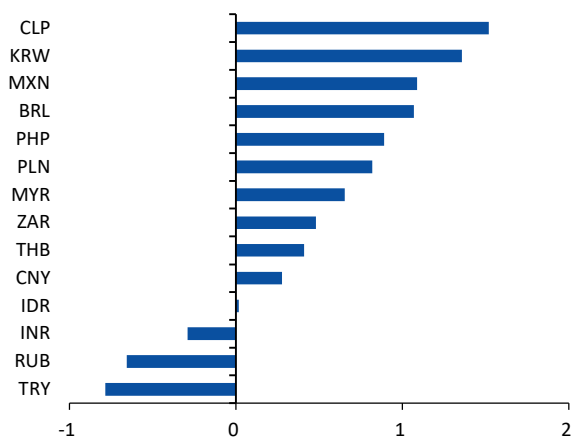

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: 各国の名目実効為替レート


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 注: 2024/12=100 とした

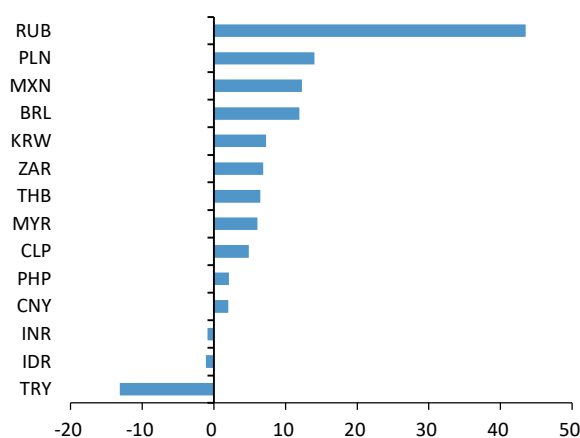
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



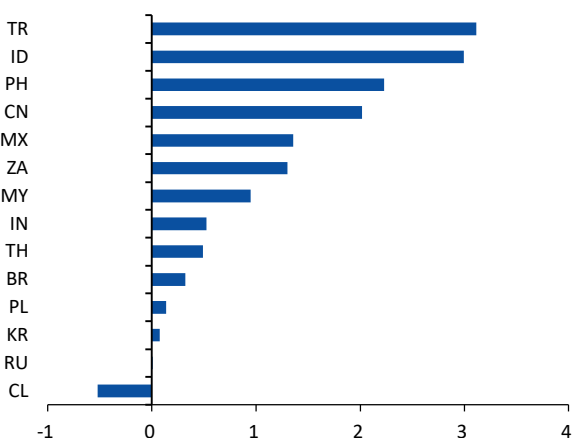
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



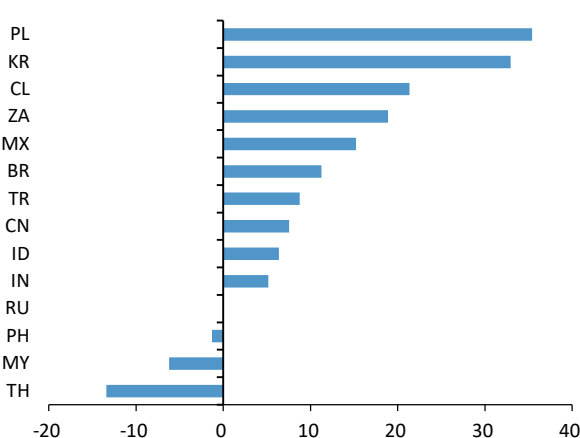
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



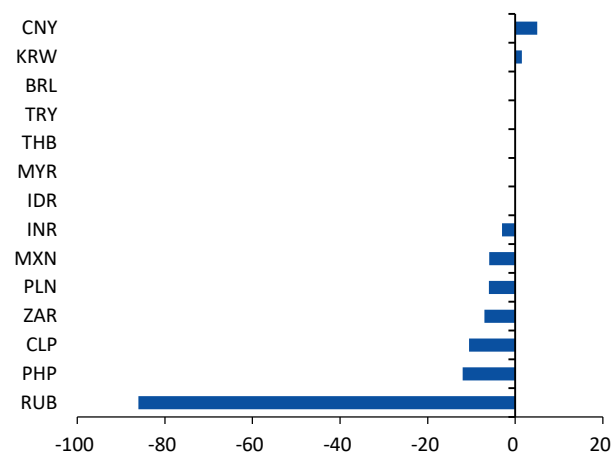
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

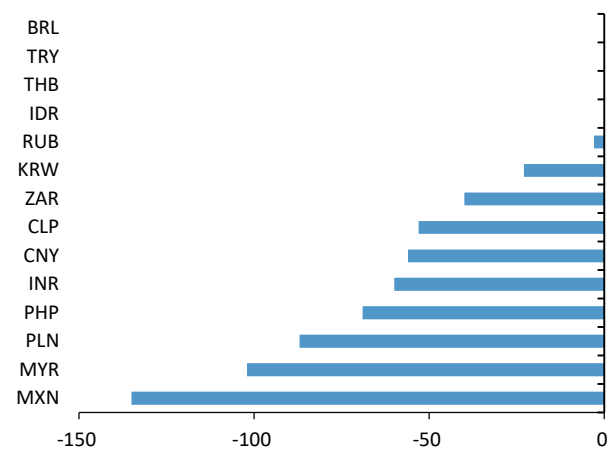
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

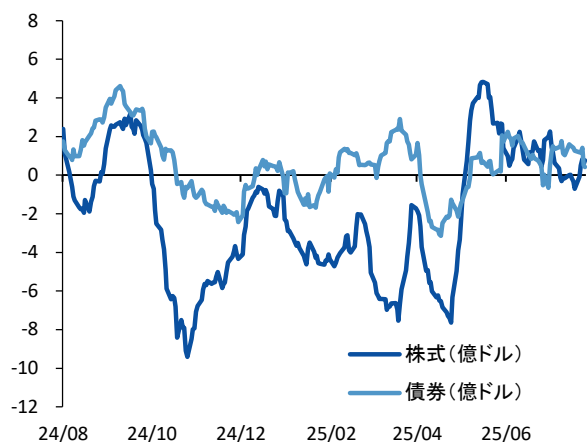


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

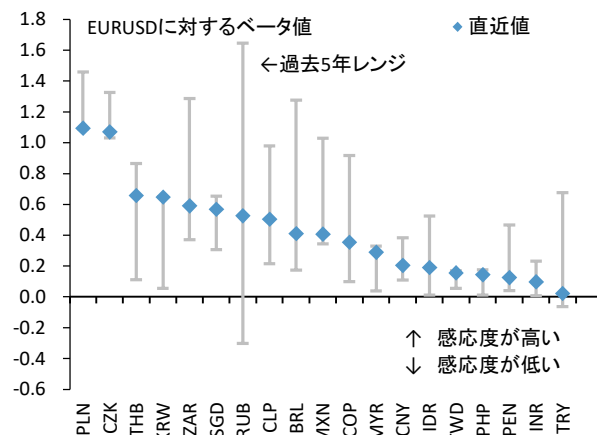
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



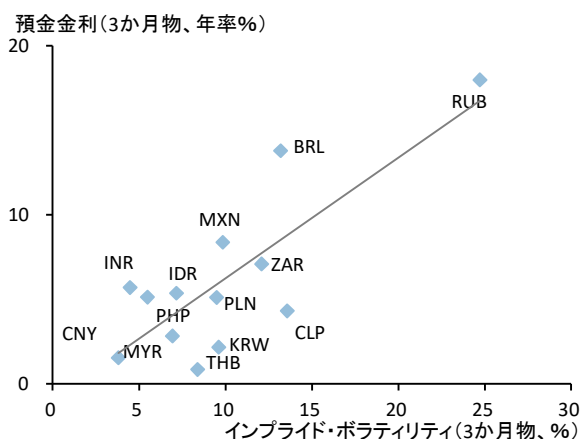
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



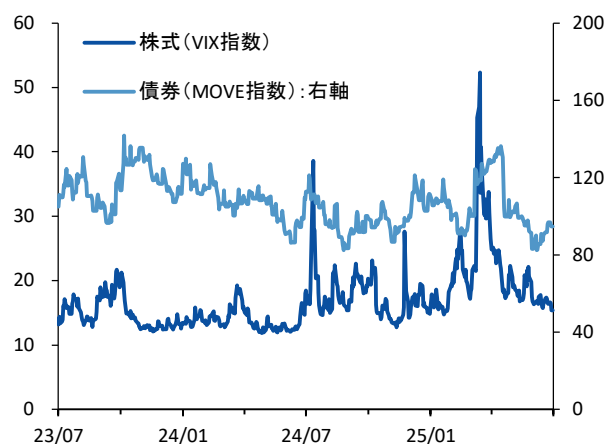
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



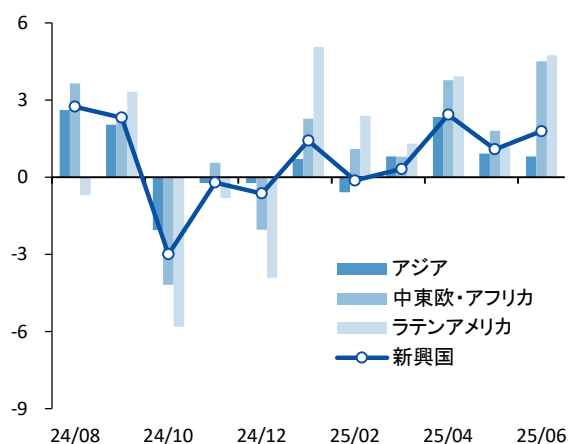
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



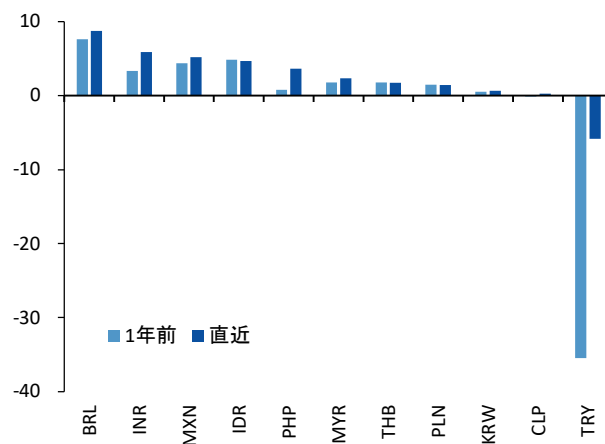
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
7月21日 (月)	中国	1年貸出プライムレート	3.00%	3.00%	3.00%	--
21日 (月)	中国	5年貸出プライムレート	3.50%	3.50%	3.50%	--
22日 (火)	韓国	PPI(前年比)	--	0.5%	0.3%	--
22日 (火)	マレーシア	CPI(前年比)	1.2%	1.1%	1.2%	--
22日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	23.2%	24.6%	18.5%	--
23日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	110.8	108.7	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	0.9%	0.8%	0.8%	--
24日 (木)	韓国	GDP(前年比)	0.4%	0.5%	0.0%	--
24日 (木)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-241.6b	-145.2b	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	7.1%	--	3.9%	--
27日 (日)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	-9.1%	--
28日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.2%	--
30日 (水)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3290m	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.2%	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	--	--	49.7	--
31日 (木)	中国	非製造業PMI	--	--	50.5	--
31日 (木)	タイ	国際収支・経常収支	--	--	-\$312m	--
31日 (木)	台湾	GDP(前年比)	--	--	5.5%	--
8月1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$9076m	\$9082m
1日 (金)	中国	S&P Global China PMI Mfg	--	--	50.4	--
1日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.9%	--
1日 (金)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$4300m	--
1日 (金)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.0	--
中東欧・アフリカ						
7月23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.1%	3.0%	2.8%	--
24日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.9%	2.0%	1.8%	--
24日 (木)	トルコ	1週間レホレート	43.50%	43.00%	46.00%	--
25日 (金)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	100.3	--
25日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	74.6%	--
25日 (金)	ロシア	主要金利	18.00%	--	20.00%	--
31日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	1.8%	--
31日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-6.65b	--
31日 (木)	南ア	PPI(前年比)	--	--	0.1%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	21.7b	--
31日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	7.25%	--
ラテンアメリカ						
7月22日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	1.1%	2.7%	-2.0%	--
22日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	0.4%	-0.2%	-1.6%	--
25日 (金)	ブラジル	経常収支	-\$4600m	--	-\$2930m	--
25日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	5.3%	--	5.3%	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	1029.4m	--
30日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	4.4%	--
30日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	0.8%	--
31日 (木)	ブラジル	SELICレート	15.00%	--	15.00%	--
31日 (木)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	62.0%	--
8月1日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.3%	--

注: 2025 年 7 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 1～6月（実績）	SPOT	2025年 9月	12月	2026年 3月	6月	9月
対ドル								
エマー・ジグアジア								
中国人民元	(CNY)	7.1574 ～ 7.3512	7.1547	7.23	7.12	7.14	7.11	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.8500	7.8495	7.82	7.81	7.79	7.79	7.80
インドルピー	(INR)	83.764 ～ 87.950	86.409	86.2	85.8	86.3	85.2	85.5
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ～ 17224	16295	16300	16500	16250	16000	16000
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ～ 1487.45	1371.81	1380	1360	1340	1330	1320
マレーシアリング	(MYR)	4.1873 ～ 4.5185	4.2172	4.18	4.26	4.14	4.07	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ～ 58.715	56.669	55.4	56.1	55.2	54.4	54.4
シンガポールドル	(SGD)	1.2709 ～ 1.3751	1.2780	1.30	1.31	1.30	1.29	1.29
台湾ドル	(TWD)	28.790 ～ 33.280	29.336	30.0	29.7	29.3	29.0	29.0
タイバーツ	(THB)	32.31 ～ 34.98	32.26	32.2	33.0	32.8	32.5	32.3
ベトナムドン	(VND)	25038 ～ 26203	26136	26100	26200	26100	25900	26000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	76.8453 ～ 114.7788	79.0322	80.0	82.0	84.0	88.0	90.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.5776 ～ 19.9328	17.6210	17.6	17.4	17.6	17.8	18.0
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ～ 41.2972	40.5599	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	5.5205	5.55	5.60	5.65	5.75	5.80
メキシコペソ	(MXN)	18.7400 ～ 21.2932	18.5480	18.9	19.4	19.5	19.6	19.4
対円								
エマー・ジグアジア								
中国人民元	(CNY)	19.145 ～ 21.666	20.534	20.06	20.51	20.17	20.39	20.56
香港ドル	(HKD)	18.031 ～ 20.403	18.747	18.54	18.69	18.49	18.61	18.72
インドルピー	(INR)	1.644 ～ 1.848	1.703	1.68	1.70	1.67	1.70	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ～ 0.981	0.903	0.890	0.885	0.886	0.906	0.913
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ～ 10.916	10.724	10.51	10.74	10.75	10.90	11.06
マレーシアリング	(MYR)	31.951 ～ 35.699	34.762	34.69	34.27	34.78	35.63	35.96
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ～ 2.726	2.584	2.62	2.60	2.61	2.67	2.68
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ～ 116.09	115.13	111.88	111.79	110.94	112.49	113.27
台湾ドル	(TWD)	4.310 ～ 5.018	5.014	4.83	4.92	4.91	5.00	5.03
タイバーツ	(THB)	4.150 ～ 4.653	4.560	4.50	4.42	4.39	4.46	4.52
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ～ 0.6253	0.5628	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	1.862	1.81	1.78	1.71	1.65	1.62
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ～ 8.525	8.350	8.24	8.39	8.18	8.15	8.11
トルコリラ	(TRY)	3.565 ～ 4.481	3.618	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	26.646	26.13	26.07	25.49	25.22	25.17
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ～ 7.790	7.931	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 25 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。