

2025 年 4 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:総じてトランプ関税に備える姿勢	2
中国:全人代は早期景気回復への期待に繋がらず	3
インド:RBI の連続利下げへ向け青信号	4
インドネシア:アジア通貨危機以来の最安値を更新.....	5
韓国:外需部門の減速懸念が強まる.....	6
マレーシア:金融政策の次の 1 手も材料待ち	7
フィリピン:ドゥテルテ前大統領が逮捕される.....	8
シンガポール:特殊な動きを見せる SGD	9
タイ:政治・経済面で浮き彫りとなる不安材料.....	10
ロシア:停戦交渉では安易な妥協は行わない姿勢.....	11
南アフリカ:SARB は利下げ局面を終了	12
トルコ:政治リスクの高まりを受け急落.....	13
ブラジル:利上げペース鈍化を示唆した BCB	14
メキシコ:倍速利下げを継続した Banxico.....	15
為替相場見通し.....	16

国際為替部

シニアマーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

長谷川 久悟

マーケット・エコノミスト

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

東アジア資金部

チーフアジア FX ストラテジスト

Ken Cheung

ken.cheung@mizuho-cb.com

アジア・オセアニア資金部

チーフエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト

Tan Boon Heng

boonheng.tan@mizuho-cb.com

欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

新興国：総じてトランプ関税に備える姿勢

シニアマーケット・エコノミスト

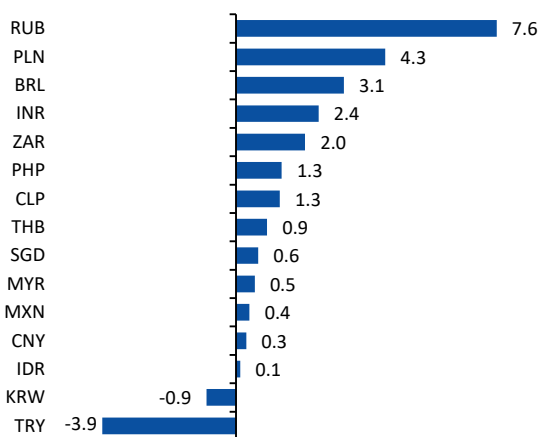
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

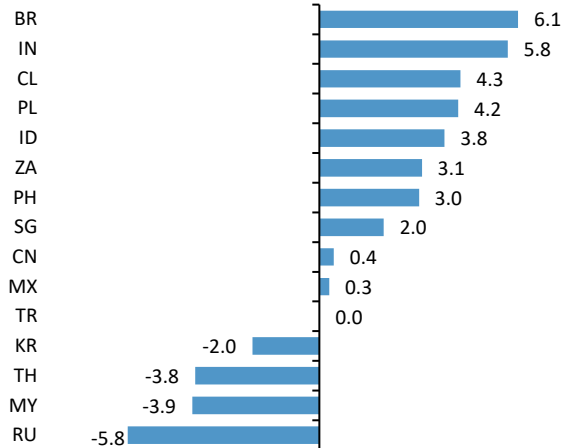
- 3 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+0.9%。同指数は 1740 台前半で取引を開始。月初、複数の米国経済指標の軟化を受けてじりじりと上昇したが、中旬は中国全人代後の人民元の動きにやや足を引っ張られた格好となった。下旬は、欧米のウクライナ支援を巡る報道に一時市場心理が悪化したが、3 月 FOMC 前後に月高値の 1760 台まで上昇。その後はトランプ政権の通商政策を巡る動きにやや下押しされて、同指数は月末にかけて 1760 を割り込んだ。
- 3 月もやはりトランプ米政権の動向が主な相場材料となった。しかし、関税政策については引き続き方向性の見えない情報発信が続いている。4 月 2 日に発表されると報じられている相互関税や自動車への関税の詳細に市場の注目が集まるが、対米貿易黒字を多く計上する国を中心に厳格な対応を実施する可能性も示唆しており、これが個別通貨の選好にも影響が及ぶことも考えられる。
- 3 月 FOMC では利下げが見送られたが、パウエル FRB 議長は先行きの経済・物価見通しに関する不透明感が急速に高まっていると述べた。今回更新された米国の経済・物価見通しでは、経済成長については下方修正、物価については上方修正されている。本欄では関税競争に勝者はなく、米関税政策の強化は外需の減速や輸入物価上昇といった経路で米国経済にも波及すると指摘してきたが、その警戒が強まっているようにも映る。一方で、ドットチャートの更新内容を見ると、「25 年で 2 回の利下げ」には変更はなく、FRB は拙速な利下げに対しては距離を置く立場を維持した。米通商政策の不透明性も相まって、FRB の政策運営は総じて膠着状態にある。
- かかる中、為替見通し上では年初からのドル 1 強の様相が崩れていくかが今後重要となってくる。上述の米国の政治・金融政策動向を受けて、新興国中銀も様子見せざるを得ない状況となっており、4 月の相場もドル主導で動く予想される。ドルインデックスに目を向けると、3 月は一時昨年 11 月以来の低水準を記録しており、経済・為替とも米国優勢といった見方は後退しつつある。米国経済の停滞懸念の他にも、欧州において財政拡張の機運が高まっていること、日銀の追加利上げ観測などをを受けて劣勢であった通貨が持ち直していることも影響しているだろう。もっとも、FOMC で示された通り、引き続きインフレの高止まりが警戒される状況において、米金利低下が持続的と確信するには材料不足であるのも事実である。不透明な米政権運営は確かにドルのリスク要因ではあるが、新興国経済にも打撃を与える可能性はやはり念頭に置きたい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2025 年 3 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2025 年 3 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: 全人代は早期景気回復への期待に繋がらず

シニアマーケット・エコノミスト

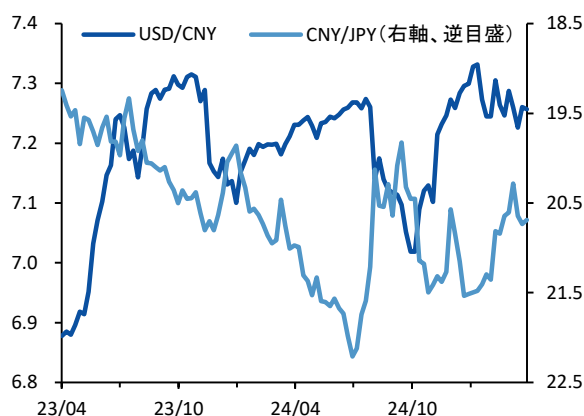
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の CNY は対ドルで+0.3%上昇。月初、7.28 台で取引を開始。月前半は米中貿易摩擦の深刻化が嫌気され 7.29 付近に下落。全国人民代表大会(全人代)前後に荒い動きとなるも、月半ばにかけて軟調な米経済指標や米金利低下が支援材料となり、一時 7.22 台まで持ち直す。月後半はトランプ関税の動向が注視される中で 7.27 を目指し下落も、一巡後は 7.26 前後でレンジ推移した。
- 米中関税競争は 3 月も激化した。トランプ政権が中国からの輸入品に対して追加関税を 10%から 20%に引き上げると発表。中国政府も 10 日、米国産の一部の農産物などに追加関税を課すことを決定した。25 年 1~2 月対米輸出は、前年比+2.9%であったが、24 年下半期の前年同期比+7.7%から大きく劣化する結果になっている。米中貿易摩擦の激化を見越して 24 年下半期の対米輸出が増加した側面もあり、4 月以降もその反動が生じる懸念が強まる。
- 全人代では、実質 GDP 成長率目標が 23、24 年と同様、前年比+5.0%前後に設定された。24 年は同+5.0%での着地となったが、年央以降は外需部門の押し上げが目標達成に寄与していた。先述の通り、米中間の貿易摩擦は深刻化し、世界の貿易取引も縮小することが大いに懸念される中で、外需頼みの状況に陥れば目標達成の難易度は必然的に上がる。
- 政府は 25 年の重点項目の筆頭に消費の押し上げと投資効果の向上に注力し、内需を全面的に拡大することを挙げている。今次公表された超長期国債発行をはじめとする景気支援は、24 年との比較では拡張方向にあるが、引き続き補助金政策を通じた耐久消費財の買い替え支援などが中心となりそうで、潜在的な消費を前倒しするような結果に終わる可能性も懸念される。不動産部門に関しても、低所得者層向けの資金繰り支援、銀行部門の資本強化や在庫不動産の買い取りなどを掲げるが、ここまでの住宅市況の需給ギャップを解消するにはインパクトに欠ける内容であったとの見方が強い。
- CNY 相場について、足許の米国経済の先行き不透明感に起因した米金利低下が一定程度 CNY の持ち直しに寄与している。しかし、FRB は拙速な利下げに対しては距離を置く指針を示しており、インフレの脅威が去らない場合においては FRB の政策転換が早期に議論される可能性は限定的と考える。一方で、中国人民銀行は当面金融緩和の姿勢を維持していることから対米金利差は今後も継続的に縮小していくことは考えにくい。米中貿易摩擦のヘッドラインに一喜一憂しながら方向感の出ない相場は 4 月も続きそうである。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インド: RBI の連続利下げへ向け青信号

マーケット・エコノミスト

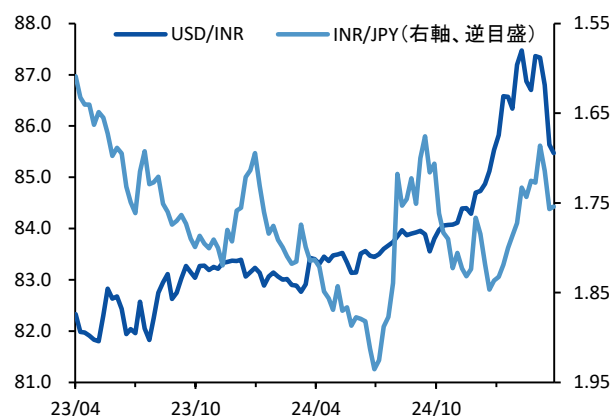
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

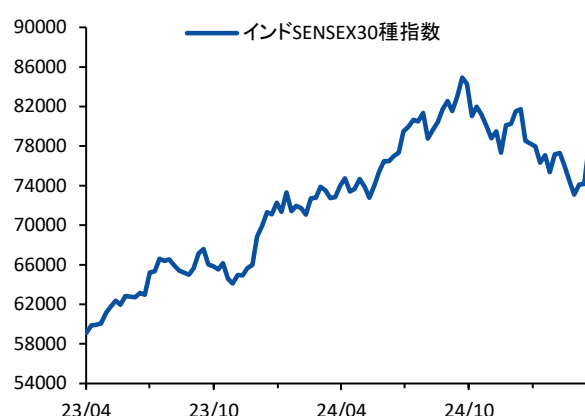
- 3 月の INR は+2.40%と大きく反発した。インド準備銀行 (RBI) の為替介入もあり変動性には乏しかったが、インド株式の底入れに加え、軟調に推移する原油価格などが好感された可能性がある。特に月後半の INR 上昇が目立ったのだが、ちょうど同期間は、海外投資家によるインド株式市場への資金流入が目立っていた。年初以降の売り越し傾向の逆進も、INR の支えになっていよう。
- 域内の物価動向に関し、2 月消費者物価指数 (CPI) は+3.61% (前年比、以下同様) と市場予想の+3.98%を大きく下回った。一方、食料品および燃料を除いたコアは+4.1%とむしろ 15 か月ぶりの高水準をつけていることからわかる通り、総合ベースの下押しは非コア項目による寄与で説明できる。昨年秋にかけて騰勢を極めた野菜価格が落ち着きを取り戻していることが最大の要因だ。いずれにせよ、RBI の物価目標中心 (+4.0%) を下回っていることは朗報だ。
- かかる中、4 月 7 日～9 日に RBI は 4 月金融政策委員会 (MPC) を開催する。1～2 月の CPI は平均で+3.9%となっており、前年比効果の裏が出る格好で 3 月分が若干強く出そうなことを考慮に入れても、1～3 月期の CPI は 2 月 MPC 時点の中銀予測 (+4.4%) を下回る可能性が濃厚である。景気動向に目を移しても、PMI や電力需要等のオルタナティブデータを確認する限りにおいては、1～3 月期も経済の持ち直しはさほど見られていないように思える。以上の情勢を踏まえれば、RBI は 4 月 MPC でも連続利下げに動けるであろう。
- なお、既報の通り、4 月 2 日には米政権の相互関税が公表される予定だ。米高官がインドの高関税に不満を抱いていることは各種報道からも明らかであり、この点について双方の対応が注目される。ロイターは 3 月 25 日、インドが米国からの輸入品に関し 55%の関税を引き下げる方針と報道。足許でも両政府による交渉が続いていると推察されるが、4 月初旬には間に合わずその後も交渉が継続される可能性にも注意すべきだ。4 月 2 日をもって非連続的に関税政策が変わると主張する向きもあるが、実際にはその後も流動的なのではないかな。
- 4 月の INR は、上値の重い推移を予測する。貿易赤字縮小やインド株式の底入れもあって INR は最安値を断続的に更新する流れを回避している。この傾向は短期的には続くのだろうが、その反面で金融政策動向に目を移せば、4 月に米印の政策金利格差は縮小する公算が非常に大きい。関税を巡り米利下げ織り込みが大きく進展することなどが無い限りにおいては、積極的に INR を買い進める流れは続かないと考えている。

図表 5: インドルピー相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア: アジア通貨危機以来の最安値を更新

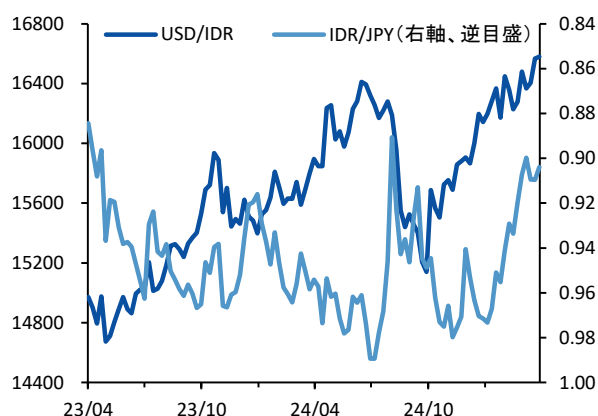
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の IDR は+0.1%上昇した。月上旬は米経済指標の下振れや関税への懸念が和らぎ一時 16200 台をつけた。しかし、域内の財政悪化への懸念が高まると IDR 安圧力が強まり、25 日には 1998 年のアジア通貨危機以来の最安値となる 16653 をつけた。インドネシア中央銀行 (BI) は通貨防衛のため介入したことを発表。月末は 16500 台で推移した。
- BI は 3 月 18~19 日に開催した金融政策会合で、政策金利を従来の 5.75% で据え置いた。据え置きは前回 2 月会合に続き 2 会合連続。1 月会合ではサプライズで利下げ再開に動いたが、2 月会合から引き続き様子見姿勢をみせた。
- 声明文では据え置きの決定理由としてグローバルな不確実性を背景に経済のファンダメンタルズに沿って IDR 相場の安定を維持することなどを挙げた。物価動向に関し、2 月消費者物価指数 (CPI) は▲0.09% と 1 月および市場予想の +0.55% を下回った。ただこれは前月に続き、電力補助金の影響が大きく、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 は、+2.48% と 1 月および市場予想の +2.42% を上回った。基調的物価の伸びの水準は依然低いとはいえ、足許では下げ止まりあるいは反発している。かかる中、BI は、「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。先行きに関して BI は、IDR の動きに配慮しつつも追加利下げの余地を検討していくと述べ、利下げ路線の継続を示唆した。そのタイミングは結局為替と米金融政策動向次第だろう。2025 年半ばにかけて▲25bp の利下げが 1~2 回行われ、政策金利が 5.25% 程度まで引き下げられるとの従前予想を維持する。
- 25 日に IDR はアジア通貨危機以来の最安値を更新した。海外投資家のインドネシア株式市場から資金を引き上げる傾向が強まっており、株安に繋がっていることが IDR 安に寄与している模様だ。また、プラボウォ政権が徐々に財政拡張に乗り出しており、財政悪化への懸念も高まっている。加えて 20 日に軍部の権限を強化する改正国軍法が国会で制定されており、現政権の強権的な姿勢に市場が嫌気している側面も IDR を下押ししている可能性がある。
- 4 月の IDR は引き続き軟調な動きを予想する。米関税動向に加え、インドネシア財政悪化への懸念や、強権的な政治姿勢が引き続き重しとなり緩やかながらも減価していくだろう。

図表 7: インドネシアルピア相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: ジャカルタ総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国：外需部門の減速懸念が強まる

シニアマーケット・エコノミスト

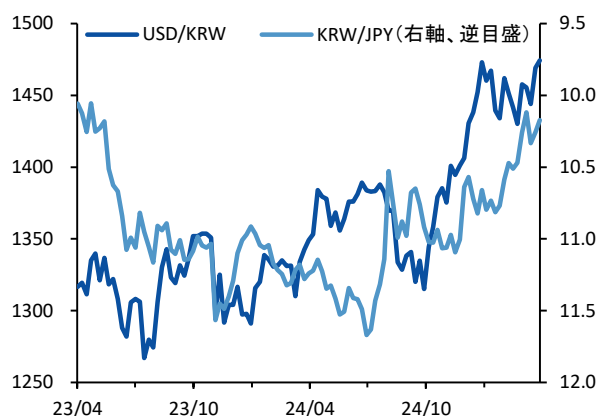
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の KRW は月間で▲0.9%の下落。月初、1460 付近で取引を開始。月前半は複数の米国経済指標の軟化を受けた米金利低下が支援材料となった。中旬は米中貿易摩擦の深刻化によって市場心理が悪化し上昇は一服、FOMC を控える中で、動意を欠いた。FOMC 後はトランプ政権の関税政策強化に関する報道によって、リスクオフの動きが加速。月末にかけては国内の政情不安も意識された中、1470 台で取引された。
- 憲法裁判所は 24 日、昨年 12 月の非常戒厳令に関与したとされた韓恵洙首相の弾劾訴追を棄却した。これにより、韓首相は弾劾訴追裁判の判決を待つ尹大統領代行として職に復帰することとなる。また、最大野党「共に民主党」の李在明代表は公職選挙法違反に関する控訴審判決で 26 日、一審判決を覆し、無罪を言い渡されたが、検察側は最高裁へ上告する方針を示している。有罪報告を受けた場合は尹大統領が弾劾訴追された際に実施される大統領選挙への被選挙権を失うため、野党側は早期に選挙に漕ぎ着ける動きが見込まれる。なお、尹大統領の弾劾裁判の結果は近日中に判決される見込みである(3 月 31 日、午前 7 時時点)。
- 2 月貿易黒字は+43 億ドルの黒字を記録したが、輸出は前年比+1.0%に留まった。昨年は半導体市況の上向きに伴い増勢が続いたが、米通商政策の不透明感も相まって、半導体チップの輸出が鈍化している。既に米政府は自動車に関する関税強化のほか、対米貿易黒字額が大きい国に対してもメッセージを強めている。韓国経済は貿易依存度が大きく、近年米国への輸出シェアが増加していることを踏まえると、米国の通商政策は今後の経済を左右する。米国の関税政策に対し、既に企業単位では米国への投資を強化する動きが見られているが、政局が混乱する中で、国家間の交渉に本腰を入れられないことは、韓国の輸出全般に影響が及ぶことも懸念される。
- 以上、KRW にとって相場環境は引き続き厳しい状況が続く。4 月には韓国中銀の政策会合が実施されるが、先述の要因を踏まえれば景気支援的な方針が維持されようが通貨安への対応も重要度が増す中で積極的に動くことは難しく思われる。特に政局をめぐる混乱は再度市場でも材料視される地合いにあり、一過性ながら KRW 売り要因としてその動向を注視したい。かかる中、4~6 月の想定レンジは対ドルで 1420~1500 を見込む。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア: 金融政策の次の 1 手も材料待ち

シニアマーケット・エコノミスト

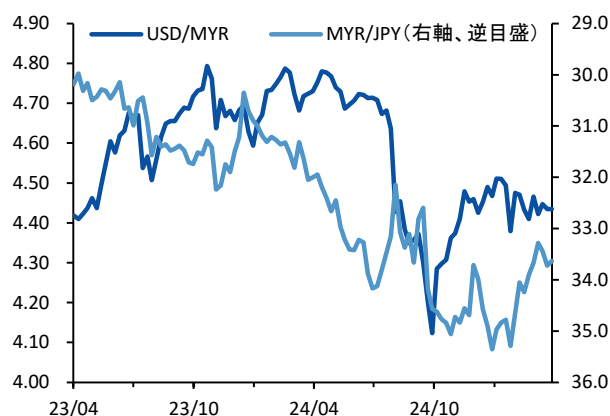
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

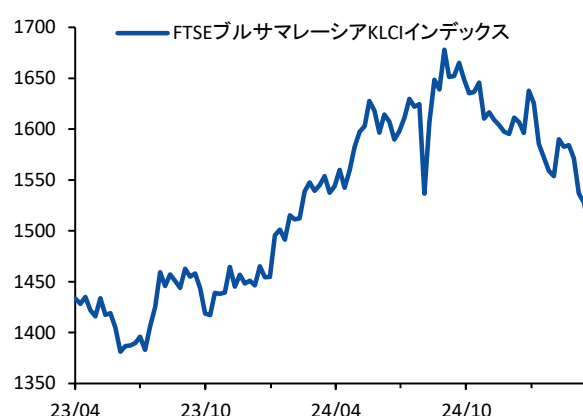
- 3 月の MYR はやや動意を欠いた。月初 4.46 台で取引を開始。月前半は複数の米国経済指標の軟化を受け、トランプ関税の米経済への影響が懸念されるとドル売りが加速。MYR は一時月高値の 4.40 台まで上昇した。ドル売り一巡後は、CNY の下落に連れ安となりつつ、FOMC を待つような動きとなった。FOMC 後は FRB の様子見姿勢から相場への影響は限定的で、トランプ関税に関する報道も相まって方向感なく推移した。月末は 4.43 台で取引された。
- マレーシア中銀 (BNM) は 6 日の金融政策委員会 (MPC) で、政策金利を従来の 3.00% に据え置いた。政策金利の現状維持は 23 年 7 月以降、11 会合連続での決定となった。声明文では、マレーシア経済は内需主導で成長が継続していると総括。24 年の実質 GDP 成長率は前年比 +5.1% で着地しており、25 年についても、成長率予想は据え置かれた。堅調な個人消費、労働市場の回復、民間・政府における投資の活性化、電子製品輸出の持ち直し、観光業の本格化など複数の景気押し上げ要因に触れつつ、前年比 +4.5~5.5% の間で底堅く推移するとの見方を示した。
- 物価動向に関しても、引き続き制御可能な水準で推移するとの見解を示した。直近 2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +1.5%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースは同 +1.9% を記録した。25 年については資源価格の軟化がインフレ抑制の支援材料となりつつ、最低賃金上昇がインフレ動向にもたらす影響は軽微であるとしている。インフレ基調は上にも下にも傾いておらず、当面は外部環境の変化に伴う短期的なリスクを警戒していくと予想される。
- かかる中、BNM は現行の金利水準は引き続き景気を下支えし、現行の物価と経済の評価と整合的であるとして、政策金利を維持した。全般的な景気・物価に関する認識は前回 1 月会合から変わっておらず、まずは先述した外部環境の不確実性を見極める時間帯が継続していきそうだ。引き続き、市場では BNM の政策運営が現状維持を中心に検討されていくものとの見方が強い。
- 4 月の MYR 相場についても、もみ合いが予想される。主な相場材料となるのは引き続き米国の通商政策や金融政策の動きとなろう。BNM 会合以降の MYR 相場は一進一退の動きとなっており、国内で真新しいイベントがない中で、次の材料を探る状況だ。先述の景気・物価動向を踏まえると、ASEAN 通貨の中では個別要因で手放される可能性は低いと思われるものの、トランプ関税を巡る市場心理の悪化に抗えるものでもないというのが現段階での評価だ。

図表 11: マレーシアリング相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:ドゥテルテ前大統領が逮捕される

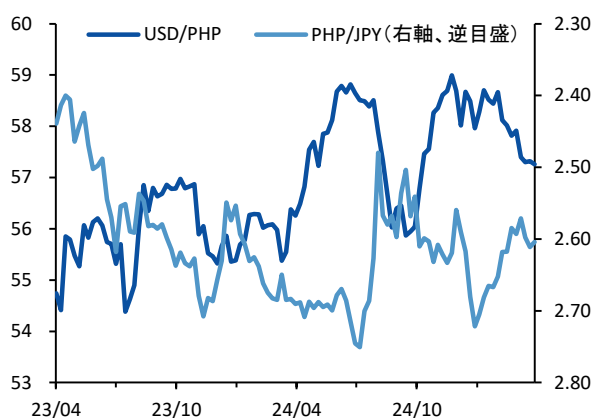
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の PHP は+1.3%と上昇した。月後半までは PHP は 57 台前半で堅調に推移。25 日にフィリピン中央銀行(BSP)のレモナ総裁が 4 月の利下げの可能性に言及すると一時、57 台後半まで下落。月末は 57.20 台で推移した。
- フィリピン 2 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.1%と 1 月および市場予想の同+2.6%を下回った。食料品価格の下落が全体を押し下げた。また、食品とエネルギーを除くコア CPI は同+2.4%と 1 月から鈍化し、BSP の目標圏内(+2.0~+4.0%)の低位で安定推移していると判断できる。
- BSP は、4 月 10 日に金融政策会合を予定している。前回の 2 月金融政策会合では政策金利を 5.75%に据え置くことを決定した。先行きの金融政策に関しては、次回 4 月会合はデータ次第とし、据え置きの可能性もあるとしつつ、利下げを実施しても▲25bp にとどまるだろうと述べていた。レモナ総裁は 3 月 25 日に、2 月のインフレは鈍化し、インフレ率は 7 か月連続で BSP の目標範囲内に収まっているとした。また、PHP 相場は 3 月に+1%近く上昇しており、アジアのなかでも堅調に推移しているとし、利下げ余地が拡大したと述べた。インフレは 2025 年と 2026 年は上昇リスクがあるとしつつも、4 月に利下げ再開の可能性を示唆した。依然として不確実性は大きい、BSP の緩和姿勢に変化はないことから、引き続き前半と後半に▲25bp ずつの利下げを予想する。
- フィリピン政府は 11 日、国際刑事裁判所(ICC)からの逮捕状に基づきドゥテルテ前大統領を「人道に対する罪」の容疑で逮捕した。ドゥテルテ氏は身柄を拘束され ICC の所在するオランダ・ハーグへ移送された。同氏は 2016~2022 年の大統領在任中に「麻薬戦争」と呼ばれた違法薬物対策を断行し、麻薬の密売人などに対する超法規的な処刑を容認した。ドゥテルテ氏が逮捕された背景にはマルコス政権とドゥテルテ家の関係悪化がある。2 月にはドゥテルテ氏お長女であるサラ・ドゥテルテ副大統領の弾劾訴追が下院で承認されている。マルコス家とドゥテルテ家の確執が修復不可能な状況に進展しており、今回の逮捕もその延長線上にあると言えるだろう。政治情勢は不透明であり、サラ氏の弾劾裁判の行方にも注視が必要だ。
- 4 月の PHP は引き続き米国の関税政策や金融政策の動向に影響されるものの、大幅な下落は見込まない。ただ、マルコス家とドゥテルテ家の支持者間による抗争が起きた場合、情勢悪化を招き PHP の重しとなるリスクに注視したい。

図表 13:フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14:フィリピン総合指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

シンガポール: 特殊な動きを見せる SGD

アジア・オセアニア資金部
シニアエコノミスト
Vishnu Varathan
vishnu.varathan@mizuho-cb.com

アジア・オセアニア資金部
マーケット・エコノミスト
Tan Boon Heng
boonheng.tan@mizuho-cb.com

- 3 月の SGD は対ドルで+0.65%上昇。SGD は 2 月下旬以降、域内他通貨をアウトパフォームし続けている。過去の本欄で指摘したように、米国から相互関税を課される危険が遠のいたこと、域内でのリスクオフ通貨としての魅力が高まった点などが要因として挙げられる。
- シンガポールは米国と FTA を結んでいるため、米国からの輸入品には関税がかからない。さらに、「対象を対米貿易黒字国に絞る」とベッセント米財務長官が明言したことから、対米貿易赤字を抱えるシンガポールが名指しで標的となる可能性は低い。しかし、トランプ政権は、単なる「貿易上の」関税に留まらず、付加価値税や非関税障壁も考慮している点には注意が必要だ。9%というシンガポールの物品サービス税は、ASEAN 地域の中でもかなり高水準である。さらに、貿易ハブであるシンガポールが米国の課した関税および制裁措置から中国製品を救うパイプ役として目を向けられる危険性は残っている。
- 4 月はシンガポール通貨管理局 (MAS、中央銀行) の定例会合が予定されている。既報の通り、2 月消費者物価指数は前年比+0.9%、コアベースでは同+0.6%と約 4 年ぶりの低水準となったことから、MAS による追加的緩和の可能性が取り沙汰されている。しかし、本欄ではその可能性は限定的と予想する。広範にわたってディスインフレが見られるが、24 年半ば以降のディスインフレの約 3 分の 1 は、医療補助金や公共料金の割り戻しといった政府主導の措置に起因し、食料品の輸入物価指数も再上昇の基調が見られる。よって、輸入インフレを抑制するために、MAS は政策バンドの傾きを上方向に維持する必要があるのではないか。ディスインフレは今後も続き、MAS の金融緩和の下地が形成されようが、実施に至るには向こう数か月の間に成長が鈍化した場合という条件がつく。明らかに高い相互関税がシンガポールにも賦課されること、交渉の見通しが立たないまま米国の対中制裁が連続的に厳格化しない限り、MAS が行き過ぎた政策修正を施すとは考えにくい。
- 4~6 月期の SGD は対ドルで 1.32~1.39 を見込む。目先は米国の通商政策と周辺諸国の反応が相場材料となろうが、交渉スケジュールは依然不透明で短期的な動きは非常に読みづらい。また、関税強化の影響が实体经济に現れるのは下半期になってからとなろうが、ここでも貿易交渉への期待感ないし景気減速懸念に SGD 相場は上下していくだろう。足許では域内通貨との比較で底堅いが、上昇余地はさほど大きくはないように映る。

図表 13: シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 14: シンガポール ST 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

タイ: 政治・経済面で浮き彫りとなる不安材料

シニアマーケット・エコノミスト

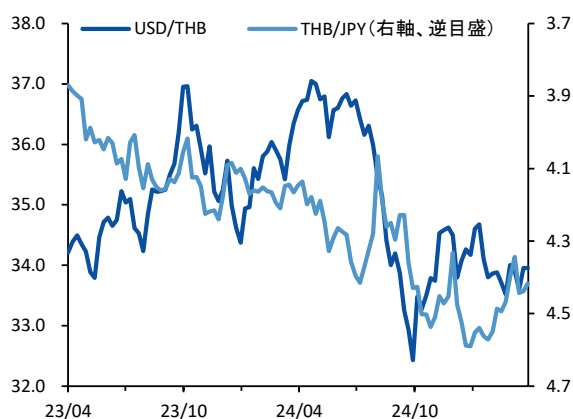
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の THB は対ドルで前月比+0.9%の上昇。月初、34 台前半で取引を開始。月前半は米国によるカナダ・メキシコへの追加関税発動延期が支援材料となるも、中国向けの関税強化決定が重しに。月半ば、複数の米国経済指標の軟化や米金利の低下が支援材料となり、一時 33 台前半まで上昇。以降は、トランプ政権の関税強化を示唆する発言やタイ中央銀行 (BOT) による利下げを決定などが材料視されて THB は下落、月末は 34 付近で取引を終えた。
- 1~2 月における外国人観光客の受入実績は 683 万人と前年同期の 639 万人を上回った。中国をはじめ近隣国の春節期間における動向が注目されていたが、中国人観光客は 103 万人と前年から▲15 万人減少した。代わって、欧州からの入国が前年から+35 万人増加しており、コロナ前のピークを超える水準を記録している。受入割合の高い ASEAN 諸国からの訪問も前年以上のペースとなっていることもあり、タイ中銀の予想である+3950 万人の達成には、夏場にかけての中国人観光客の持ち直しが鍵となりそうである。
- 26 日、タイ議会はペートンタン首相率いる内閣に対する不信任案を否決した。最大野党の国民党が首相の脱税疑惑や経済政策の失敗を理由に不信任案を提出していた。ペートンタン首相が属するタイ貢献党と国民党は 23 年に実施された総選挙後の連立交渉が決裂した経緯もあり、国民党は現政権に揺さぶりをかける意図もあったと見られる。不信任案否決の決め手となったのは与党第 2 党のタイ誇りの党が支持に回った点が大いだが、タイ貢献党との関係性は良好とは言えず、引き続き不安定な政策運営は続く。
- 4 月の THB 相場は外部環境に揺れながら上値の重い推移を予想、4~6 月期の THB は対ドルで 33.4~36.2 を見込む。第一に注目されるのが、4 月 2 日のトランプ政権による情報発信である。タイの対米貿易黒字は第 1 次トランプ政権以降、中国の代替取引国として着実に増加しているため、トランプ関税の標的となり得る点は注意が必要だ。また、タイ政府は 25 年の GDP 成長率は 3%を上回る見通しを示しているが、2 月製造業生産や自動車生産台数など複数の指標で弱い結果が出ており、内需・外需ともに不安材料が出てきている。かかる中、政策方面からのサポートを期待したいところではあるが、先述の通りタイ貢献党が議会をコントロールする難易度は高い。タイ中銀は 4 月末に金融政策会合を控えるが、前回 2 月会合で利下げを実施したこと、トランプ関税発動の影響を見極めたい観点からも利下げには積極的でないかと推測する。

図表 15: タイバツ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 停戦交渉では安易な妥協は行わない姿勢

シニア為替ストラテジスト

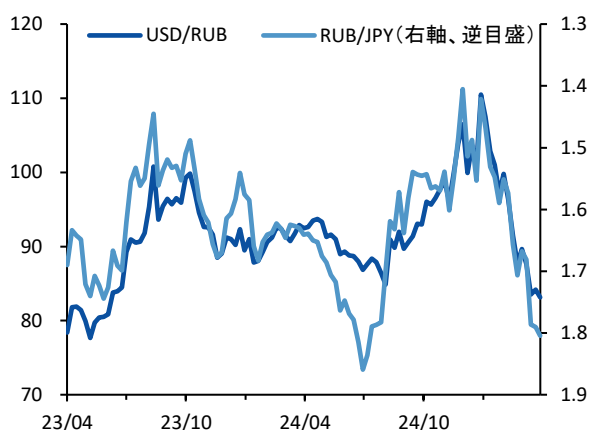
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 3 月の上下に振れを伴いながらも、RUB は今年 1 月以降の対主要通貨での反発が続いている。RUB の上昇には、ウクライナ戦争の停戦、さらには停戦協議を通じて、ロシアが米国から制裁緩和などの果実を得るのではないかという見方が背景にあるだろう。
- 3 月 19 日には米露首脳が電話会談を実施し、エネルギーインフラへの 30 日間の攻撃停止で合意と発表した。守られているかは不明だ。また、その後も 25 日には黒海での停戦で合意したが、ロシアは事前の制裁解除を要求しており、米国の主張との間で食い違いが見られる。
- ロシアは早期に結果を得たいトランプ米政権との交渉の中で、ウクライナ領内での支配地域の国際的な承認や、ウクライナでの大統領選挙の実施(とゼレンスキー大統領の排除)といった成果を得ようとしているものと見られる。強気の交渉を行い、安易な妥協は行わない姿勢が改めて鮮明となっている。トランプ米大統領はこうしたロシアの姿勢に対し、関税の引き上げを含む制裁強化の姿勢を示しているが、ロシアに通用するかは不明である。
- 一方、国内要因では 21 日にロシア中央銀行の金融政策決定会合があった。同中銀は政策金利を 21% で据え置いたうえで、声明文の中で、必要ならインフレ率を +4% 目標に戻すため追加利上げを検討すると述べている。年後半の利下げ開始の可能性を見込む向きも多いが、ナビウリナ総裁は、利下げについては全く議論されなかったと述べている。
- 対ドル 80 台まで RUB が上昇したことで、停戦・制裁緩和を期待した RUB 買いにもやや一服感が出ている。RUB 高に伴う輸出・財政への悪影響への懸念が出てきてもおかしくはないだろう。もっとも、ロシア中銀の金利据え置きにも見られるように、現時点では RUB 高の抑制をロシア当局が意図している兆しは見え、当面は底堅い推移が続くものと見られる。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: MOEX ロシア指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:SARB は利下げ局面を終了

シニア為替ストラテジスト

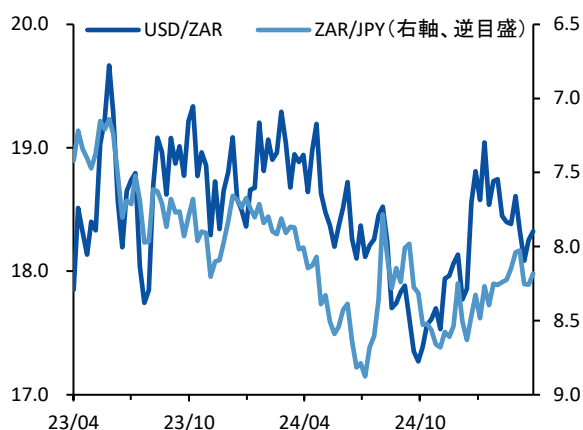
中島 將行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

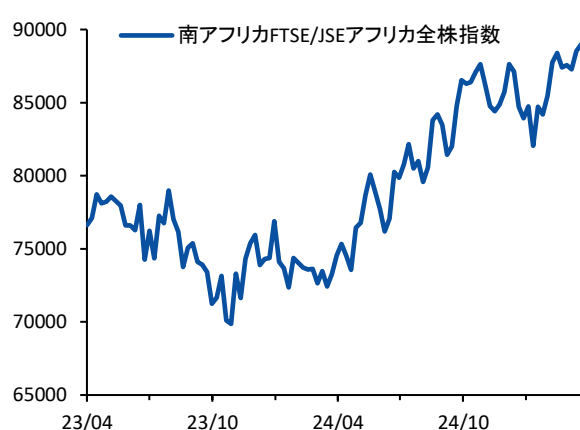
- 3 月の ZAR は、対ドル、対ユーロで底堅い展開となっている。米国と南ア政府の関係悪化、予算案を巡る連立与党内での対立、といった不安定要素はあるものの、南アフリカ準備銀行 (SARB) の高金利政策や中国の景気対策期待などを背景とする資源価格の底堅さがサポート要因となった格好だ。
- 米国と南ア政府の関係悪化は引き続き懸案材料となっている。南アフリカ政府が 1 月に国家による土地収用に向けた手続きを簡素化する法律を成立させたが、トランプ米大統領はこの法律が白人の農家をターゲットにしたものとして批判している。また南アフリカ政府が、イスラエルがパレスチナ自治区ガザでジェノサイドを行っているとして同国を国際司法裁判所 (ICJ) に訴えたことも、米国と南アの関係悪化につながっている。同氏は、2 月 7 日に南アへの資金援助を凍結する大統領令に署名した。3 月 14 日にはルビオ米務長官が、SNS において南アフリカのラスール駐米大使を「好ましからざる人物」と投稿、その後、ラスール氏は国外追放となった。
- そのほか、予算案を巡る連立与党内での対立も続いている。南ア政府は 3 月 12 日、25 年度予算案 (25 年 4 月～26 年 3 月) を公表した。予算案は当初 2 月 19 日に第一党のアフリカ民族会議 (ANC) 主導の政府が公表する予定だったものの、第二党の民主同盟 (DA) が付加価値税 (VAT) を 15% から 17% に引き上げることに反対し、予算案公表は 3 月 12 日に延期されていた。同案は 5 月にも採決されると見られるが、DA は増税よりも支出抑制をなおも主張しており、両者の隔たりは大きい。
- 一方、サポート要因となっているのが、SARB の高金利政策や中国の景気対策期待などを背景とする資源価格の底堅さだ。特に、SARB は 3 月 20 日に政策金利を 7.50% で据え置くと発表、2024 年 9 月会合から続けてきた利下げ局面を終了させた。
- ZAR は高金利政策もあり、底堅く推移している。とはいえ、内外の不透明感は根強く地合いは強いとは言えない。さらに、先行きでは、関税政策をはじめとするトランプ米政権の政策の不透明感が、世界経済の減速懸念につながり、資源価格の下押し圧力となるリスクに注意が必要であろう。

図表 19: 南アフリカランド相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 政治リスクの高まりを受け急落

シニア為替ストラテジスト

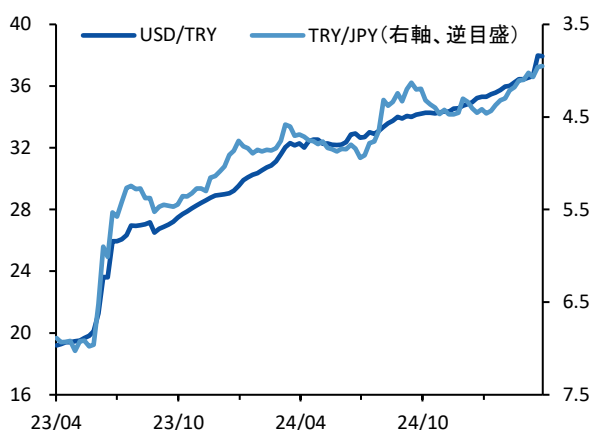
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

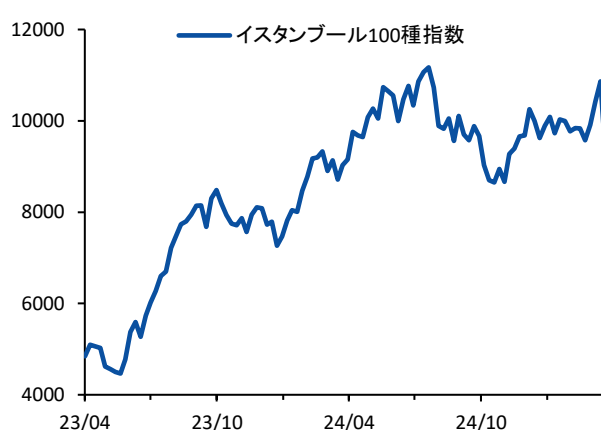
- 3 月 19 日、エルドアン大統領の主要な対立候補であるイマモール・イスタンブール市長が拘束された。政治リスクの高まりを受け、TRY は一時▲13% 下げた。国債価格、株価も急落し、トリプル安となった。その後持ち直したが、月間を通して対ドルで約▲3.9% 下落するなど軟調だった。
- イマモール氏は都市部で人気が高く、2028 年までに予定される大統領選挙でエルドアン氏の主要な対抗馬の 1 人と見られている。23 日には最大野党・共和人民党 (CHP) の次期大統領候補に指名される方向になっていた。イマモール氏の拘束を受けてトルコではデモが相次いでいる。
- 今後の焦点として、イマモール氏拘束の動きが 2028 年に予定される大統領選挙の前倒しを意識した動きではないかと見られる点は意識する必要がある。トルコでは憲法上、前倒し選挙は 6 か月前に発表する必要がある。ラムダン明けの 4 月上旬に何らかの発表がされる可能性がある。この他、格付け会社の動向や、国際的な非難 (特に EU) は意識する必要があるだろう。
- TRY は、急落後は落ち着きを取り戻している。まずは、トルコ国内の国営金融機関によるドル売りがきっかけとなった面が大きいと見られる。ブルームバーグは事情を直接知る中銀当局者の発言として、トルコの国内金融機関が 19 日に 80 億ドル～90 億ドルを売却し、TRY 相場の変動を押さえたと報じている。また、20 日には、トルコ中央銀行 (CBRT) が緊急会合を開催し、翌日物貸出金利を +2% ポイント引き上げ 46% とした。主要政策金利である 1 週間物レポレート引き上げではないので少し分かりにくいですが、これで CBRT から市中に資金を供給する際の金利の可動域がこれまでの 42.50～44.00% から、42.50～46.00% へと拡大する。CBRT は、金融市場の状況に応じて、金融政策の引き締め度合いをやや柔軟に調節できるようにした格好だ。その他、トルコ当局は 23 日に、株式の全銘柄を対象に空売り規制を発動している。
- こうした一連の動きを受けて少なくとも短期的な TRY 相場は安定に向かいつつある。昨年以降の資金流入を背景に外貨準備が積み増されていることもサポート要因であろう。ただし、今回の件が、トルコが取り戻しつつあった国際金融市場からの信認に影を落とすものであることは否めない。当面は、TRY 相場の先行きに対しても慎重な見方が必要となろう。

図表 21: トルコリラ (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブール 100 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 利上げペース鈍化を示唆した BCB

マーケット・エコノミスト

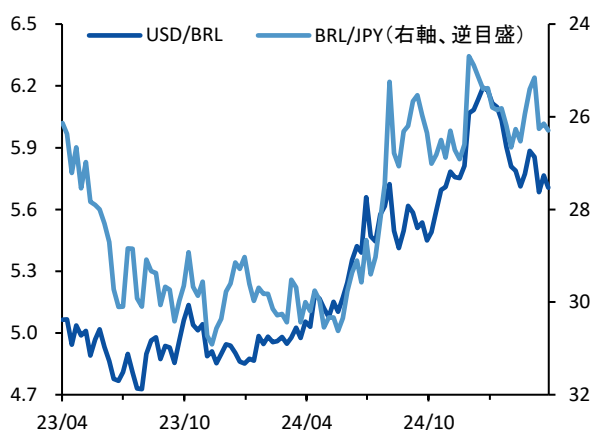
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の BRL は+3.13%と上昇した。5.8 台後半で取引開始後、19 日にかけてはドル全面安の流れや商品市況の好調推移、ブラジル株高などが好感され 5.63 付近に上昇した。その後は、米金利の底入れなどが嫌気される中で 5.8 を目指し売り戻されるも、月末にかけては 5.7 ちょうど付近に値を上げて引けた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 3 月 19 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の 13.25%から+100bp 引き上げ、14.25%とした。+100bp の利上げは 3 会合連続で、評決は全会一致。声明文では、今後の金融政策決定に関し、「シナリオが予想通りに進展した場合、次回会合で調整幅を縮小することを予想する」と述べた。即ち、5 月会合での利上げ幅縮小が示唆されたと解釈できよう。ただし、25 日に公表された議事要旨を確認する限り、不確実性の大きさに鑑み次回会合以降のガイダンスを示せないことが強調されており、6 月以降の不透明感是非常に大きい。
- インフレ環境が依然強い中で BCB が利上げペース縮小を示唆した背景としては、足許の景気の弱さが挙げられよう。実際、各種の基礎的経済指標を確認する限り、2024 年 10~12 月期から足許にかけては、内需の失速が確認されている。3 月会合声明文でも、「成長の初期減速を示唆するシグナルが観測されている」とやや弱気な記載が追加されている。
- 以上の情勢に鑑み、本欄においては BCB が 5 月会合以降に利上げペースを減速させつつ、政策金利は 15.25%程度でターミナルレートを迎えると想定したい。ただし、この水準は、インフレ期待の目標からの乖離や需給ギャップのタイト化を加味しても、明らかに「引き締め過ぎ」だ。景気も弱まっている中で過度な引き締め状態を維持することは難しく、2025 年 10~12 月期以降、逆に利下げに動くと考えている。
- 4 月の BRL は売り戻しに警戒したい。BCB の利上げサイクルも終わりに近づくと、金利の先高観を見込んだ BRL 買いは続かないとみる。IMM 通貨先物ポジションを見る限り投機の BRL 買いも相応に積み上がっており、今後は逆進に警戒すべきと考えている。加えて、足許では域内財政にかかる懸念はそれほど材料視されていないが、ルラ大統領の支持率低下が鮮明になっている。加えて、来年に大統領選挙を踏まえている現状も踏まえれば、再び財政悪化懸念が BRL の重しになる可能性にも警戒したい。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 倍速利下げを継続した Banxico

マーケット・エコノミスト

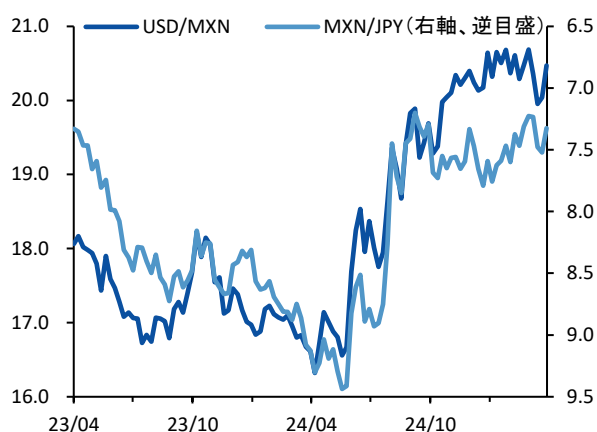
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

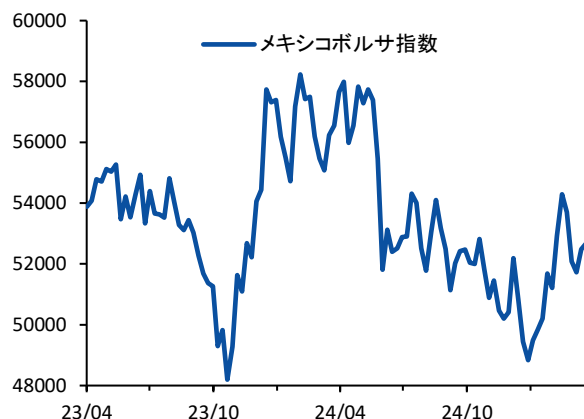
- 3 月の MXN は+0.39%と続伸した。対ドルで一時 20.0 を割り込んで推移するなど堅調だった。全般的なドル安に加え、メキシコが米国の関税賦課に対し強硬姿勢を取らなかったことが MXN の支えになった模様だ。もっとも、下旬にかけては両中銀のスタンスの差異も意識されてか、やや売り戻されている。
- メキシコ中央銀行 (Banxico) は 3 月 27 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利 (翌日物金利) を **▲50bp** 引き下げ、**9.00%** にすることを全会一致で決定した。先々の決定に関し声明文では、「同程度の調整」を検討する可能性がある」「引き締めスタンスは維持するものの、利下げサイクルの継続が可能になる」とし、**▲50bp** 利下げの継続を示唆した。
- 示唆通り 5 月会合でも **▲50bp** 利下げが実施されるとしても、果たしてその後も同様のペースで利下げできるのだろうか。Banxico の見通しでは、年内いっぱい消費者物価指数 (CPI、前年比) は+3.0% 台半ばで推移する見込みだ。インフレ目標内ではあるが、その中心 (+3.0%) には届かない。そのような環境下、引き締めのと言えない政策金利水準は支持されまい。
- 例えば、1 年先期待インフレ率が+3.50% 程度に落ち着くと仮定し、それに中立実質政策金利上限である+3.60% を足すと、7.00% 程度になる。年内にこの水準まで利下げが行われるとは現状考えにくく、同水準に政策金利が達するのはインフレ目標達成がほぼ見えていることが期待される 2026 年半ばではないか。以上の要素に鑑み、政策金利は 2025 年末で 7.50%、2026 年 6 月末時点で 7.00% と想定したい。
- 4 月の MXN は売り戻しを想定。言うまでもなく、4 月 2 日に公表される予定の米相互関税次第で MXN の反応は大きく変わるが、残念ながらこの点は予見できない。ただし、目先の関税賦課がどうなるにせよ、①少なくとも年央にかけては米墨金融政策格差がさらに広がる見込みであること、②IMM 通貨取引を見る限り「投機の MXN 買い」が相応に積み上がっていること、③米国メキシコカナダ協定 (USMCA) 見直しを控える中で米国との通商関係が早期に完全に回復される可能性が低いこと、などを総合的に評価すれば、目先は積極的に MXN を買い進める流れは続かない公算が大きい。米景気の旧失速、米政権による関税賦課方針の完全な撤回などがない限りにおいては、例えば 19.0 を割り込む水準の MXN 高は今後 1 年程度のスパンで見ても難しいというのが筆者の基本認識である。

図表 25: メキシコペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2025年 1～3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 ～ 7.3328	7.2570	7.38	7.23	7.12	7.12	7.15
香港ドル	(HKD)	7.7666 ～ 7.7955	7.7795	7.76	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	85.408 ～ 87.950	85.470	87.8	86.5	86.0	86.0	86.3
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ～ 16653	16580	16450	15800	15400	15230	15300
韓国ウォン	(KRW)	1424.05 ～ 1477.46	1474.25	1460	1450	1420	1400	1380
マレーシアリング	(MYR)	4.3675 ～ 4.5185	4.4342	4.53	4.30	4.12	4.14	4.15
フィリピンペソ	(PHP)	57.130 ～ 58.715	57.259	59.6	57.2	56.5	56.3	56.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3279 ～ 1.3751	1.3434	1.37	1.34	1.32	1.32	1.32
台湾ドル	(TWD)	32.602 ～ 33.227	33.198	33.0	32.8	32.5	32.3	32.3
タイバーツ	(THB)	33.37 ～ 34.84	33.98	35.2	34.3	33.6	33.3	33.4
ベトナムドン	(VND)	25038 ～ 25651	25577	25750	25100	24700	24680	24700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	80.9668 ～ 114.7788	83.1574	82.0	80.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	18.0018 ～ 19.2296	18.3104	18.2	18.4	18.6	18.8	19.0
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ～ 41.2972	37.9538	38.0	38.0	40.0	41.0	42.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.6325 ～ 6.2270	5.7058	5.85	5.80	5.85	5.95	6.00
メキシコペソ	(MXN)	19.8473 ～ 21.2932	20.4832	20.8	20.7	20.6	20.4	20.2
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	20.208 ～ 21.666	20.688	20.73	21.30	21.77	21.91	21.40
香港ドル	(HKD)	18.867 ～ 20.403	19.278	19.72	19.87	19.97	20.08	19.67
インドルピー	(INR)	1.678 ～ 1.848	1.754	1.74	1.78	1.80	1.81	1.77
インドネシアルピア	(100IDR)	0.894 ～ 0.981	0.904	0.930	0.975	1.006	1.024	1.000
韓国ウォン	(100KRW)	10.052 ～ 10.916	10.174	10.48	10.62	10.92	11.14	11.09
マレーシアリング	(MYR)	33.082 ～ 35.699	33.631	33.77	35.81	37.62	37.68	36.87
フィリピンペソ	(PHP)	2.552 ～ 2.726	2.604	2.57	2.69	2.74	2.77	2.71
シンガポールドル	(SGD)	110.00 ～ 116.09	111.63	112.09	115.36	117.60	118.36	116.08
台湾ドル	(TWD)	4.452 ～ 4.843	4.525	4.64	4.70	4.77	4.83	4.74
タイバーツ	(THB)	4.322 ～ 4.653	4.414	4.35	4.49	4.61	4.68	4.58
ベトナムドン	(100VND)	0.5743 ～ 0.6253	0.5861	0.59	0.61	0.63	0.63	0.62
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.370 ～ 1.851	1.805	1.87	1.93	1.85	1.77	1.66
南アフリカランド	(ZAR)	7.960 ～ 8.525	8.192	8.41	8.37	8.33	8.30	8.05
トルコリラ	(TRY)	3.613 ～ 4.481	3.946	4.03	4.05	3.88	3.80	3.64
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.032 ～ 26.888	26.303	26.15	26.55	26.50	26.22	25.50
メキシコペソ	(MXN)	7.065 ～ 7.790	7.321	7.36	7.44	7.52	7.65	7.57

注: 1.実績の欄は 2025 年 3 月 31 日まで。SPOT は 4 月 1 日の 8 時 5 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。

4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(3月31日発行)』に基づく。

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。