

2025 年 5 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:ドルは軟化もリスクオフの相場が重しに	2
中国:対米関税交渉の目処は立たず	3
インド:RBI は連続利下げを実施	4
インドネシア:史上最安値を更新 BI は身動きとれず	5
韓国:大統領選挙は 6 月 3 日に実施.....	6
マレーシア:1~3 月期 GDP は若干の減速.....	7
フィリピン:BSP は利下げを再開.....	8
シンガポール:4 月 MAS 会合のポイントは?	9
タイ:BOT は連続利下げを決定	10
ロシア:停戦交渉の停滞が RUB 相場のリスクに	11
南アフリカ:米関税を巡る混乱を受け最安値を更新.....	12
トルコ:トルコ中銀はサプライズ利上げを実施	13
ブラジル:財政懸念や株式投資フローが重しに.....	14
メキシコ:軟調推移が続く域内経済	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

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

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:ドルは軟化もリスクオフの相場が重しに

シニアマーケット・エコノミスト

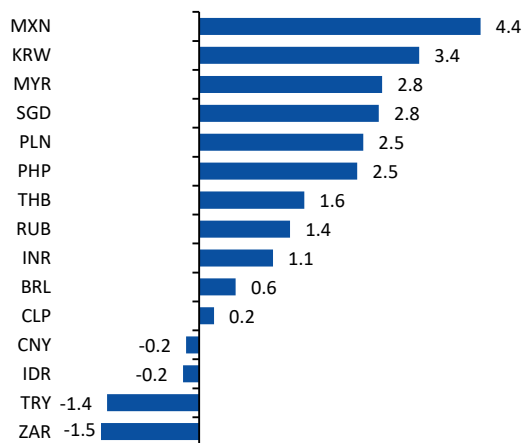
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

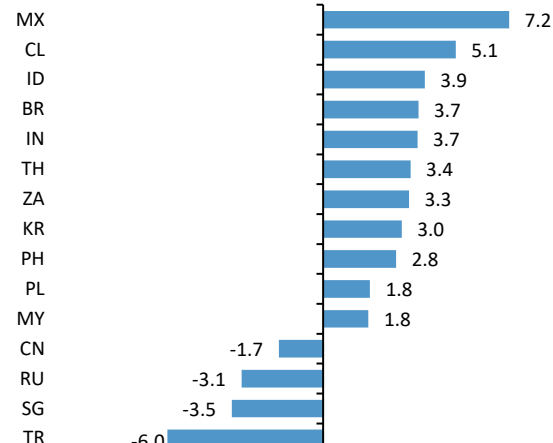
- 4 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+1.7%。同指数は 1750 台後半で取引を開始。月初、トランプ米政権の相互関税発動に対してドル安で反応。その後一部の国を除き発効は延期となったが、各国の対米貿易の先行きが不安視される中で、月安値の 1730 台まで下落した。中旬は、米国景気停滞懸念が支援材料となり、同指数は昨年 10 月以来となる 1770 台まで続伸。月後半にかけては、パウエル FRB 議長の解任検討報道からドル安が継続、米自動車関税の負担軽減措置を受けリスク心理が改善し、1780 台で取引を終えた。
- トランプ政権の相互関税公表以降、世界貿易の縮小を通じた景気減速懸念、米国自身のスタグフレーション懸念が同時に強まったことで、為替相場も荒い動きが見られた。トランプ政権の一貫性のない情報発信も金融資産の米国離れの一因と推測されるが、後述の IMF 世界経済見通し(WEO)を踏まえても米経済の 1 強という従前のシナリオは崩れつつあり、ドルの軟化というかたちで為替相場にも反映された。実際、ドルインデックスは一時 22 年 4 月以来の水準まで急落し、円やユーロをはじめ持ち直した通貨も多い。しかし、市場が急速にリスクオフに傾く状況下、新興国通貨が積極的に買われるには至らなかった。
- 22 日、IMF は世界経済見通し(WEO)を更新した。25 年 GDP 成長率見通しに関して、前回 1 月の+3.3% (前年比、以下同様)から+2.8%に下方修正された。国別では米国が前回より▲0.9%ポイント引き下げられ、+1.8%と関税政策が米国経済に与える打撃の大きさを示唆した。IMF はリスクバランスが「短期的にも中期的にも下方に傾斜」していると述べた。具体的には、下振れリスクとして、①貿易戦争の激化②金融市場の変動③長期金利の上昇④社会不安の高まり⑤国際協力体制の不足⑥労働供給の減少、などを提示した。その上で、貿易摩擦の早急な解決、国際協力の維持、為替変動の抑制、需要と供給の両面を睨んだ金融政策の執行、中期的な財政健全化などを提言した。
- かかる中、各国の中央銀行の動きを見ても米通商政策に端を発した景気悪化に構えると同時に急激な為替変動に警戒を強める動きが目立っている。景気支援の観点からは政策運営がハト派に傾いていくことが予想されるが、FRB はトランプ大統領の圧に屈せず、実体経済の動きを見極めた上での政策決定を貫く姿勢だ。短期的にはトランプリスクに起因するドル離れが警戒される地合いにあるが、インフレ高止まりを理由に FRB が利下げを見送る展開となれば、年後半以降、新興国通貨にとって下押し要因となることも考えられる。

図表 1:新興国通貨騰落率(2025 年 4 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:新興国株式騰落率(2025 年 4 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 対米関税交渉の目処は立たず

シニアマーケット・エコノミスト

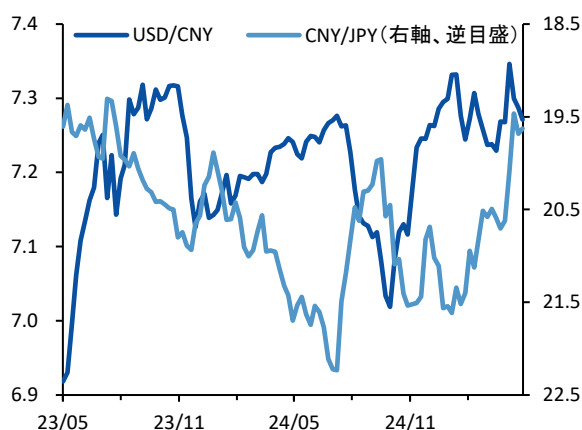
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の CNY は対ドルで▲0.2%下落。月初、7.25 台後半で取引を開始。月前半はトランプ政権の相互関税公表後に CNY 安が進行、中国側も報復関税を公表し、米中貿易摩擦の深刻化が嫌気される中で、7.35 台まで値を下げた。その後はドル安の裏で持ち直すも、積極的な CNY 買いには繋がらず、7.30 を挟んだ推移が継続。月末にかけては、米自動車関税の負担軽減措置が発表されると CNY は上昇し、7.27 台で取引を終えた。
- 16 日に公表された 25 年 1～3 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.4%となった。業種別でみると、第 2 次産業が同+5.9%と堅調さを維持。第 3 次産業は同+5.3%と前四半期の同+5.8%から減速。引き続き不動産業が足を引っ張ったと推測され政府は複数の支援策を実施したものの、政策効果は限定的だ。片や、3 月小売売上高は市場予想の前年比+4.3%を上回る、同+5.9%を記録した。こちらは政府の耐久財の買換え政策の効果が一定程度現れた格好だが、消費者心理が低位安定している中、勢いが持続するかは疑問が残る。
- 3 月の輸出は前年比+12.4%と昨年 10 月以来の強い数字を記録。しかし、この結果は米中貿易摩擦の深刻化を見越した動きであると推測され、一過性要因として将来剥落していく可能性は高い。米国向けの輸出は前年比では同+9.1%となっているものの、金額ベースでは旧正月の影響があった 2 月を除いて約 1 年ぶりの低水準に留まっている。米国は対中関税強化を継続していくことから、前年からの反動が一層強まるものと予想される。
- 米中両国が貿易摩擦解消に向けた交渉が好転することは期待しにくく、こうした状況下で神経質な相場となっている。こうした相場環境は第 1 次トランプ政権下において米中貿易摩擦がテーマ化した 2019 年の相場にも近い印象がある。当時は金利差の観点で人民元にとって有利な状況が続いたものの、実際にはドルが優勢な値動きとなった。直近の相場も同様に、為替の説明要因となってきた両国の金利差や需給動向があまり機能しない可能性が出てきている。
- 4 月に入りドルインデックスの急落を受けて円やユーロなど幅広くドル高方向に推移しているが、CNY をはじめ新興国通貨にまで影響が波及しているとは言い難い。市場が急速にリスクオフに傾く状況下、その渦中にある CNY が積極的に買われる展開は今のところ想定しにくい。当局がある程度の通貨安を受け入れつつある中で、米国経済の一層の減速懸念や米国の通商政策の変化などに起因するドルの下落が数少ない拠り所になっていくと思われる。

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 は連続利下げを実施

マーケット・エコノミスト

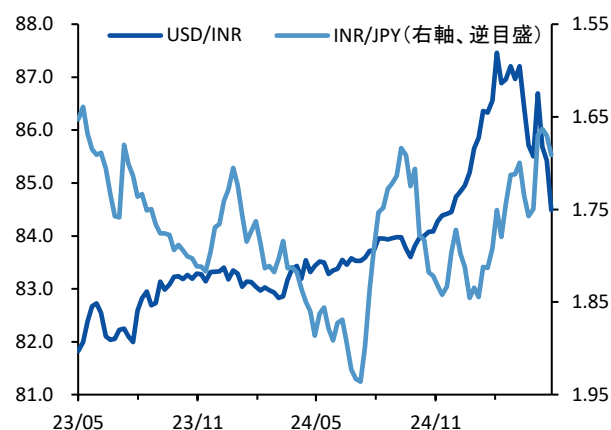
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

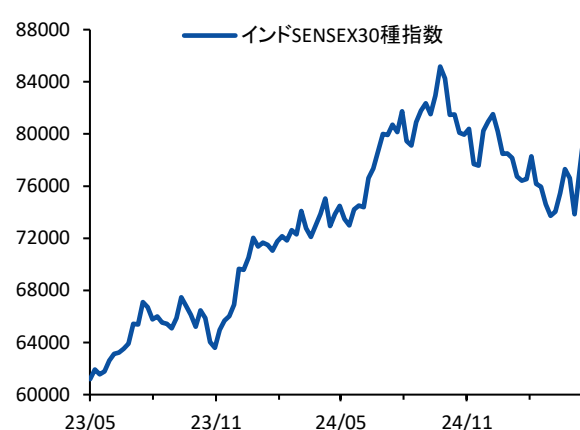
- 4 月の INR は+1.15%と続伸した。インド準備銀行 (RBI) の為替介入もあり変動性には乏しく、1 か月を通してみれば 85.5 を中心としたレンジ推移に留まった。上旬にはインド株安や市場心理の悪化を受けて一時 86 台後半を付ける場面もあったが、その後は資源価格低迷や海外投資家の資金流入が支えになり、下落分を取り戻した格好だ。
- RBI は 4 月金融政策委員会 (MPC) で政策金利のレポレート▲25bp 引き下げ、6.00%とした。利下げは 2 会合連続。注目を集めていた政策スタンスは、「中立」から「緩和的 (accommodative)」に変更された。政策スタンスが「緩和的」に変化するのは 2022 年 2 月以来である。物価経済見通しに関しては、双方まとまった幅で下方修正されており、ハト派姿勢が見て取れた。
- 総裁会見は「インフレ見通しが決定的に改善している」「インフレは目標を下回っているが、経済成長は回復軌道にある」「インフレ目標達成への信頼感が高まっている」、と利下げ継続の理由を説明した。そして、今後の政策運営に関し、「スタンス変更は金融政策の方向性を示す」「据え置きか利下げを検討」と述べ、次の一手が利下げであることを強調した。声明文、経済物価見通し、総裁会見、いずれもハト派的であったと総括できる。
- 4 月 MPC 開催後に公表された 3 月消費者物価指数 (CPI) は、+3.34% (前年比、以下同様) と市場予想の+3.50%および 2 月の+3.61%を大きく下回った。また、食料品および燃料を除いたコアは+4.0%と 3 か月ぶりに伸びが鈍化した。総合ベースの顕著な鈍化は、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。3 月には▲7.0%と大きく下落している。いずれにせよ、総合ベースでは RBI の物価目標中心 (+4.0%) を明確に下回っており、今後の利下げ余地も残されている。
- 5 月の INR は、上値の重い推移を予測する。ここもとの INR の底堅い動きの背景には原油価格の低迷が挙げられるが、4 月上旬に見られた非連続的な下落は持続可能とは思えない。貿易赤字縮小を見込んだ INR 買いは早晚萎むだろう。さらに、上述の通り RBI は 6 月 MPC で連続利下げに動く可能性が非常に高いことから、金利先安観も INR 安を維持するだろう。もっとも、足許においても RBI は為替介入を機動的に行っている模様であり、一方向の INR 安は想定しない。

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: 史上最安値を更新 BI は身動きとれず

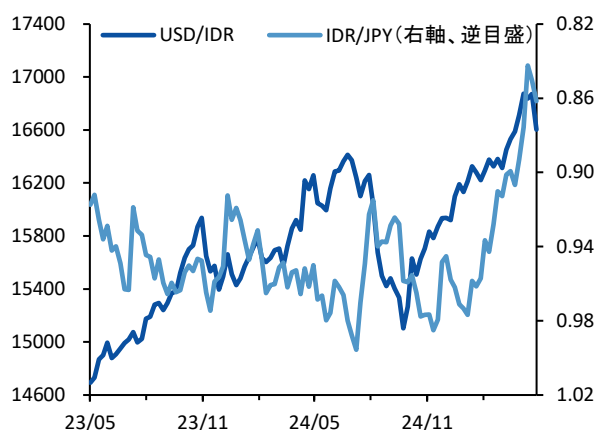
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の IDR は▲0.3%下落した。2 日にトランプ米大統領が相互関税を発表し、リスクオフの動きとなった。7 日に IDR は 1998 年のアジア通貨危機以来の最安値を更新し、17224 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を発表。その後は 16800 台で推移し、月末は 16600 台で取引された。
- BI は 4 月 22~23 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。1 月会合ではサプライズで利下げ再開に動いたが、2 月会合以降は 3 会合連続で様子見姿勢を維持している。
- 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、米国の関税政策によるグローバルな不確実性への言及などが目立った。物価動向に関し、3 月消費者物価指数 (CPI) は+1.03% (前年比、以下同様) と 2 月の▲0.09%のマイナスの伸び率からプラスに転じたが、引き続き BI のインフレ目標 (+1.5~+3.5%) の下限を下回って推移している。1 月と 2 月は電力補助金の影響が大きかったが、3 月は電気料金に反発がみられる。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、+2.48%と 2 月から横ばいとなり、インフレ目標の中央値とほぼ一致している。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、「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。
- 先行きに関して短期的な優先事項は IDR の安定化であるとした。IDR 安定が維持されれば利下げ余地が広がり、今後の金融政策について決定できると述べた。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。FRB が BI の想定通りに年内 2 回の利下げを実施し、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 2 回行われ、年末までに政策金利が 5.25%程度まで引き下げられるとの従前予想を維持したい。
- 7 日に IDR は史上最安値を更新した。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、IDR 安に寄与している模様だ。また、プラボウォ政権の財政拡張により財政懸念の高まりも引き続き下押し要因となっている。
- 5 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が重しとなるものの、BI による介入の可能性もあり減価は緩やかなものとなるだろう。

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:大統領選挙は 6 月 3 日に実施

シニアマーケット・エコノミスト

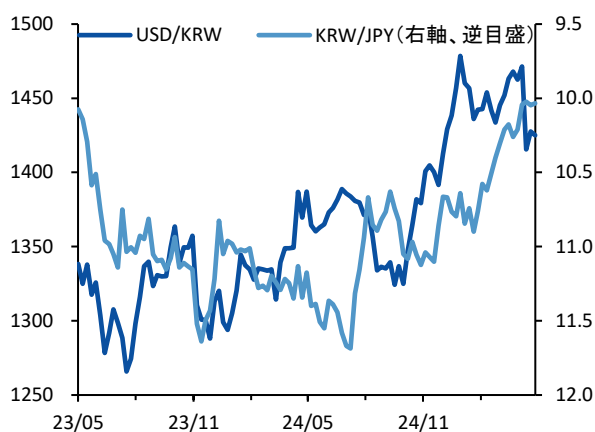
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の KRW は月間で+3.4%の上昇。月初、1470 台で取引を開始。月前半は米相互関税の発動を受けてドル売りが進行。尹大統領の罷免も KRW 高で反応し 1430 台まで値を上げた。その後は世界的な景気悪化が懸念され反落し、1480 台後半まで下落。中旬以降、米相互関税の延期が報じられるとリスク心理が改善し KRW は一時月高値の 1410 台まで急伸した。月後半は各国の対米貿易交渉の進捗が期待される中でドルが持ち直し、1420 台で取引を終えた。
- 韓国憲法裁判所は 4 日、尹錫悦大統領を罷免する決定を下した。昨年 12 月に宣布した「非常戒厳」を巡って、審議に参加した裁判官の 8 人全員が罷免に賛成した。今回の尹氏の罷免を受けて、6 月 3 日に大統領選挙が実施されることとなった。過去の世論調査を見ても、今回は「共に民主党」の代表を務めた李在明氏が有力とされており、与党側は金文洙前雇用労働相と韓東勲前代表の 2 人に候補を絞り込んで応戦する構図だ。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は 17 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レポ金利)を従来の 2.75%に据え置いた。声明文では米国の通商政策は国内経済にも影響が及ぶものとしており、前回 2 月会合の時点で前年比+1.5%としていた成長予測から更に下振れる可能性にも言及した。
- 物価動向について、直近の 3 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.1%、農産品や石油類を除いたコア CPI は同+1.9%となった。総合・コアベースとも BOK のインフレ目標(+2.0%)近辺での推移が続くが、短期的なインフレ期待は 2.7%と BOK の物価目標を上回る水準にある。一方で、年後半にかけて内需の鈍化や資源価格の軟化の影響で+2.0%近辺に収束すると予想している。
- かかる中、BOK は景気動向を注視しつつ、物価をインフレ目標に収束させるために金融政策の現状維持を決定した。今後の運営について、委員会メンバーの 6 人全員が今後 3 か月以内の追加利下げに前向きな姿勢を示している。また、李 BOK 総裁が景気成長を下支えする上で年内に少なくとも 2 回の利下げが必要と言及しており、金融政策運営がハト派に傾いていることは確実だ。
- ドルの下落で KRW 相場も押し上げられたが、風向きが変わったとは考えていない。米国の通商政策の動向、国内の政治動向など複数の不確実性が共存し、1~3 月期実質 GDP 成長率が 2020 年以来となるマイナス成長を記録するなど国内景気減速懸念も燃える。かかる中、大統領選挙が実施される 6 月いっばいは安値方向の動きに特に注意したいところだ。

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:1~3 月期 GDP は若干の減速

シニアマーケット・エコノミスト

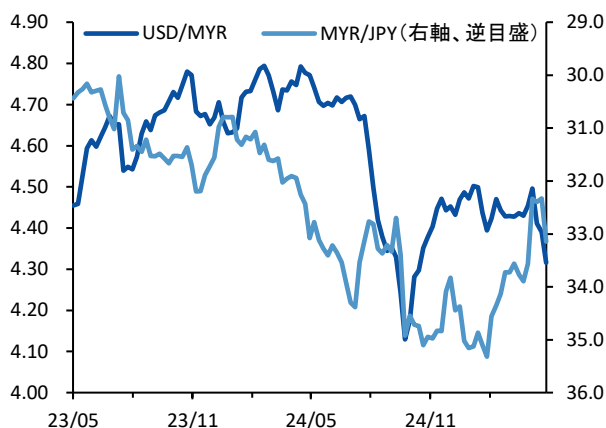
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

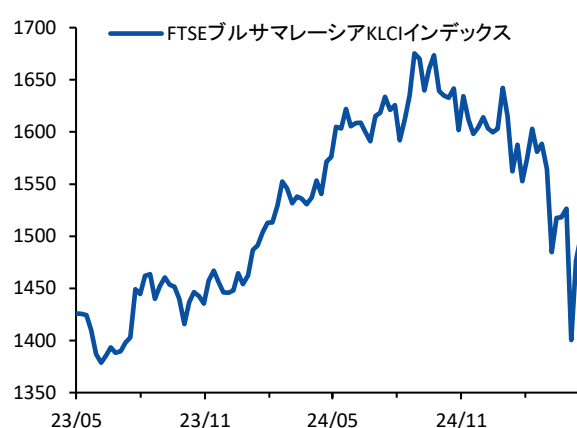
- 4 月の MYR は対ドルで+2.8%の上昇。月初 4.45 台で取引を開始。月前半はトランプ米政権の相互関税発が報じられると、一時月安値の 4.50 台まで急落した。MYR 売り一巡後は、米国の景気減速懸念が強まった中で、ドルが売られ、MYR は 4.41 台まで値を戻した。月後半はトランプ大統領のパウエル FRB 議長の解任検討報道からドル安の流れとなるも長続きせず。月末にかけて、米自動車関税の負担軽減措置を受けリスク心理が改善し、4.31 台まで値を上げた。
- 1~3 月期の実質 GDP 成長率(速報)は前年同期比+4.4%と前四半期の同+5.0%から減速した。業種別でみると、製造業、サービス業は前四半期から小幅な変化に留まったものの、鉱工業が同▲4.9%と前四半期の同▲0.9%からまとまった幅で下落した。政府と中銀は今年の経済成長率見通しを前年比+4.5~5.5%としているが、足許で最大のリスク要因は米国の通商政策である。
- 3 月貿易収支は+24.7 億リンギの黒字を記録、市場予想の+14.4 億リンギを大きく上回った。内訳を見ると、輸出は前年比+6.8%と昨年 12 月以来の強い数字を記録。国別では、景気が低調な中国向けの輸出が伸び悩むものの、米国向けの輸出は同+50.8%と大きく増加した。やはりトランプ政権による関税強化の決定を見越して輸出が前倒しされている感是否めず、昨年下半年から直近 3 月にかけて対米輸出が同+34.4%となっている。一方で、輸入については同▲2.8%と 23 年 10 月以来となるマイナスとなった。堅調な内需を背景に輸入も増勢であったことを踏まえ、かかる動きが一過性で無いかは確認すべきだろう。
- アンワル首相は 16 日、マレーシアに訪問した習近平国家主席と会談を実施し、両国の戦略的パートナーシップを深化させ、協力関係を強化することで合意した。習近平氏は 4 月にベトナム・カンボジアにも訪問しており、貿易投資の円滑化を推進する指針を示すことで、米国の関税政策に対抗している。多くの ASEAN 諸国に対して対米貿易黒字縮小を要求するトランプ政権の外交とは対照的な動きが目立っており、今後のマレーシア政府の対応も注目される。
- 5 月の MYR 相場も、外部要因に振られる時間帯が続くそう。5 月にはマレーシア中銀の会合が予定されている。米通商政策の不確実性は大きい一方で、保護主義色が強まる確度は高く、こうした点もマレーシア経済には逆風だ。世界経済減速懸念が強まる状況下で、GDP の減速やインフレ下押し懸念をはじめネガティブな材料が出つつある中で、政策転換のタイミングは近づきつつあり、近いうちに利下げがあっても不思議ではない状況だ。

図表 11: マレーシアリンギ相場(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: BSP は利下げを再開

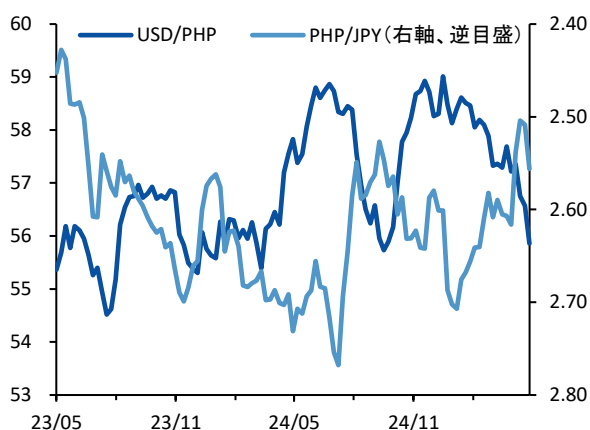
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

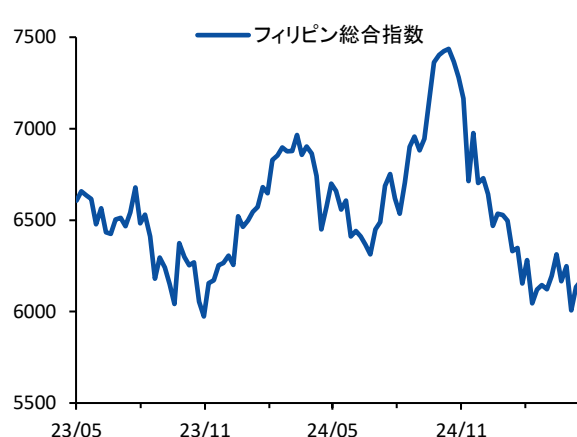
- 4 月の PHP は+2.5%と上昇した。月上旬に 57.50 台をつけるも、他のアジア諸国対比でフィリピンに賦課された米国の相互関税は低かったことや原油価格の下落も支えとなりその後は 56 台後半で推移。月末は 55 台後半で取引された。
- 4 日公表の 3 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.8%と 2 月から鈍化し、市場予想(同+2.0%)を下回り 2020 年 5 月以来の低水準となった。食品とエネルギーを除くコア CPI は同+2.2%となり、2 月の同+2.4%から伸びが鈍化した。3 月 CPI は総合ベースではフィリピン中央銀行(BSP)の目標範囲(+2.0~4.0%)を下回り、コアベースでも引き続き目標圏内に収まっており、物価情勢は総じて低位で安定しているといえよう。
- BSP は、10 日に金融政策会合の結果を公表し、政策金利の翌日物リバースレポレートに従来の 5.75%から 5.50%へ▲25bp 引き下げた。2024 年 8 月会合では、約 4 年ぶりに利下げに着手し、12 月会合まで 3 会合連続で▲25bp の利下げを実施してきた。前回 2 月会合では予想外の据え置きとなったが、利下げを再開した格好だ。BSP は引き続き物価は目標範囲内に収まるとの見方を示した。先行きの予想インフレ率(リスク調整後)については、2025 年の見通しを+2.3%と前回会合から▲1.2%ポイント、2026 年については+3.3%と前回会合から▲0.4%ポイントそれぞれ下方修正し、2027 年については 3.2%とした。なお、インフレのリスクバランスに関しては、緩和したとし、2 月会合と同様に「均衡している」との見方を示した。BSP のインフレへの警戒感は弱まったと言えよう。
- 先行きの金融政策に関してはデータ次第とし、管理可能なインフレ見通しと成長のリスクは、より緩和的な金融政策の転換を可能にすると述べ緩和継続の姿勢を示した。なお、利下げペースについては▲25bp ずつと段階的に行うとした。低いインフレ率は自由度をもたらすとし、毎回会合引き下げる必要はないと指摘しつつも、後数回利下げ行う姿勢をみせた。また、BSP は 2025 年に緩和サイクルは完了する見込みと述べた。引き続き不確実性はあるものの、BSP は緩和姿勢に変化はなく 2025 年は後 2 回の利下げ(合計▲50bp)が妥当と判断している。
- 5 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。なお、5 月 12 日に実施される中間選挙も注目されるなか、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

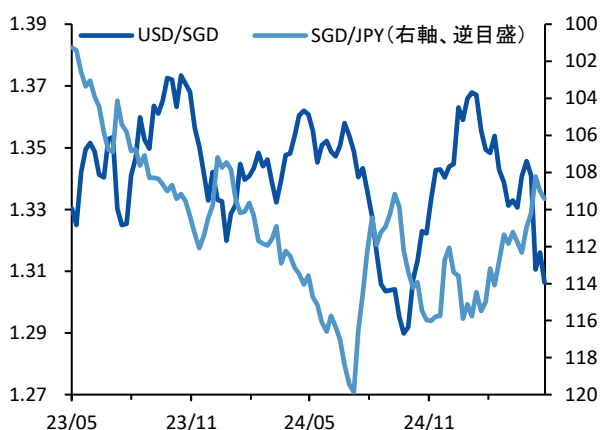
シンガポール: 4 月 MAS 会合のポイント？

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

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

- SGD はアジア通貨の中で KRW と日本円を除くアジア通貨を引き続きアウトパフォームしている。相互関税の発表とその延期を背景にリスクオフムードが広がり金融市場にも打撃が及んだ中、安全資産に準ずる SGD も選好された。
- シンガポール金融通貨庁 (MAS、中央銀行) は 14 日、定例の金融政策会合を開催し、前回 1 月会合に続いて金融緩和を決定した。もともと、決定自体は金融緩和であるが、政策バンドの傾斜を「わずかに」小さくただけで足許の金融環境は引き続きタカ派と言える。片や、MAS の声明を見る限り、ガイダンスはかなりハト派的で、生産ギャップがマイナスに転じることを示唆している。会合と同時に公表された 25 年 1～3 月期実質 GDP 成長率 (季節調整前) は前年同期比 +3.8% と前四半期の同 +5.0% から減速した。また、25 年通年の成長予想に関しても、MAS は 1 月の前年比 +1.0～3.0% から同 +0.0～+2.0% へ下方修正しており、足許の米国の通商政策と貿易摩擦の深刻化が今後も景気成長の重しになるとの見方を示している。MAS は米国の通商政策があまりに不透明であるため、積極的な対応をとれなかった印象があり、次回会合での追加緩和の可能性を大いに含むものであると思われる。
- 一方で、市場はトランプ関税に備えて、速やかな緩和に備えていた。MAS の次の一手は政策バンドの上方向への傾斜を抑えて、バンドを水平にすることが選択肢となろうが、政策の位置付けという点で 3 つの明確なメリットがあったはずだと見る。第一に、どちらに転んでもショックに対応しやすい「中立・ハト派」のスタンスが明確に伝えられること。シンガポールドル名目実効為替レートが既に高水準であることを考えれば特にそれが言える。第二に、暫定的な景気減速懸念に対する対応が期待出来る点である。最後に、ハト派的なガイダンスとともにバンド傾斜がフラットになれば、さらに次の大きな転換点とも言える政策バンド中央点の見直しにも布石を打てるようになることだ。
- 5 月の SGD は引き続きドルの動きに左右される時間が続きそうだ。相互関税発動以降、ドル安圧力が強まるものの、これは市場がトランプリスクを織り込み切れていなかったこと、一貫性のないトランプ大統領の発言に市場が過度に反応していることも一因と見られる。従って、現在の動きのペースや変動から直線的なドル安を予想するのは見当違いかもしれない。むしろ、関税に関する大げさな見出しが引き起こす混乱の中で、ドルは振れやすいものの、おそらく下値は守られると考えており、SGD も対ドルで 1.30～1.35 の間で動く予想する。

図表 13: シンガポールドル相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: シンガポール ST 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ: BOT は連続利下げを決定

シニアマーケット・エコノミスト

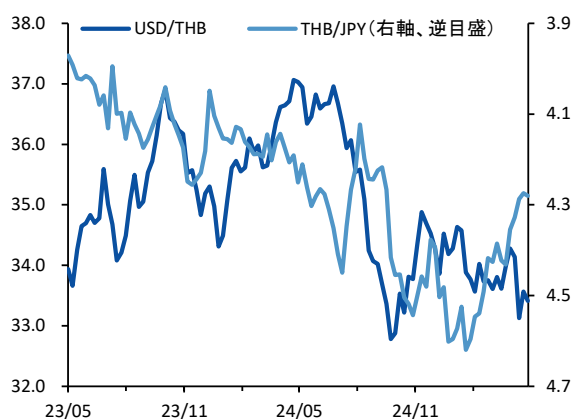
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

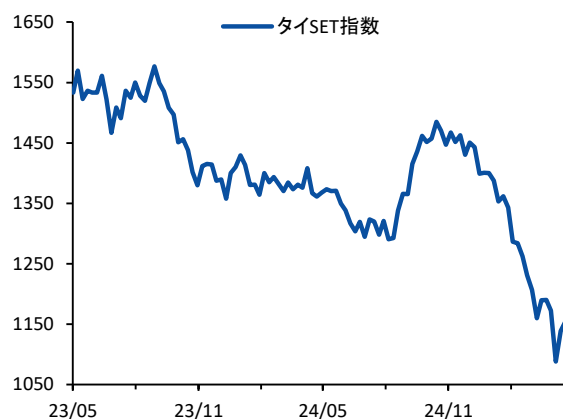
- 4 月の THB は対ドルで前月比+1.6%の上昇。月初、34 台前半で取引を開始。月前半は米国の相互関税に関するヘッドラインに上下し、一時月安値の 35 近辺まで下落。その後、相互関税発動の延期を受けてリスク心理が改善し、ドルの軟化や金価格上昇が支援材料となりつつ、33 台前半まで反発。月後半はパウエル FRB 議長の解任懸念から月高値となる 33 近辺まで上昇したが、以降は米中貿易摩擦の緩和期待からドルが持ち直し、33 台半ばで取引を終えた。
- タイ中央銀行 (BOT) は 30 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の 2.00%から▲25bp 引き下げ 1.75%とした。利下げは前回 2 月会合に続く決定。声明文では、米国の関税政策による世界経済及びタイ経済への下押し懸念を強調。BOT は 25 年の成長見通しを更新し、いくつかのシナリオを提示した。従来、前年比+2.5%を少し上回る水準としていたが、ベースシナリオでは同+2.0%、最悪のシナリオでは同+1.3%とかなり幅を持った予測に変更した。
- 物価動向について、直近 3 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+0.84%、生鮮食品とエネルギーを除いたコア CPI は同+0.86%となった。総合・コアベースとも BOT の目標レンジ(+1.0~+3.0%)を下回った。BOT は原油価格の下落や政府の補助金政策がインフレを引き下げたことを要因に挙げており、これらの影響は今後も継続していくとの見方を示している。先行きの見通しを見ても、26 年いっぱい BOT が掲げる目標レンジの下限に達しないようである。景気減速懸念もあいまってデフインフレの定着が危惧される状況と言える。
- かかる中、BOT は物価の安定と長期的に持続可能な成長、金融市場の安定性維持を強調した。声明文の書きぶりは、2 月時点と大きな差はないものの、経済成長に関する下振れリスクが強まっていることは明確で、政策指針も一層ハト派に傾いている印象だ。今後の金融政策について、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、米国との通商交渉をはじめ、外部環境の変化に応じて追加緩和の可能性も高まっている。
- 5 月の THB も米国の通商政策をはじめドル側の要因で方向感のない動きが続きそうだ。国内要因に目を向けても景気減速とインフレ鈍化懸念が燃る中で、金利の先高観は弱まってきており、米国の金融政策動向次第では再度 THB 安圧力が強まる可能性はある。4 月単月のパフォーマンスを見ても ASEAN 通貨の中でやや劣後しており、総じてドル安に助けられた側面が強く、年央以降も THB が大きく上昇することは現状想定していない。

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



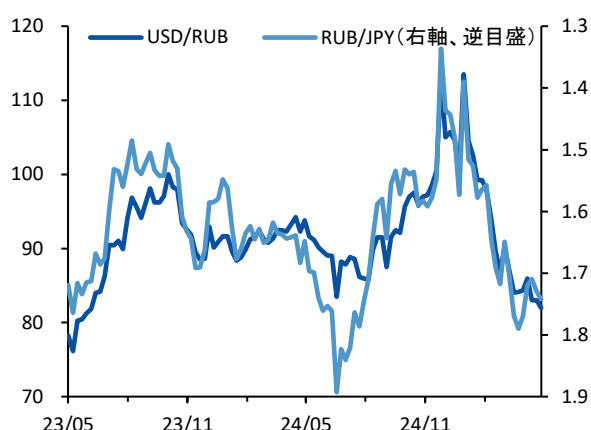
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 停戦交渉の停滞が RUB 相場のリスクに

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

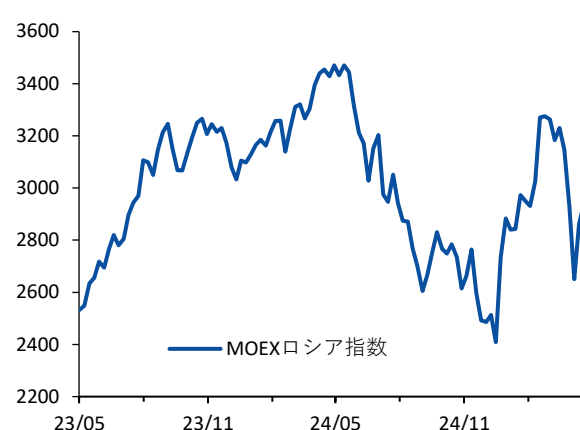
- 4 月の RUB は対ドルで上下に振れ幅を伴いながらも、月間を通して見れば対ドルで小動きの展開に留まった。経済制裁の影響もあり、RUB の流動性が薄くなっていることが、(一見すると) 急激な値動きの背景にあると見られ、需給を反映した値動きとは言えないように思われる。
- RUB 相場を巡ってはロシア・ウクライナ情勢の停戦交渉が焦点となる。ロイターは 4 月 25 日、ウクライナ戦争の停戦条件を巡る、米国案と欧州案の詳細を報じた。ウクライナの領土を巡る問題や、停戦後のウクライナの安全保障を巡る文言に大きな隔たりが見られたほか、対ロシア制裁に対するスタンスも大きく異なっている。米国案では 2014 年以降、ロシアに課された制裁を解除することが盛り込まれている。これに対し、欧州案は「恒久的な平和」が実現した場合のみロシアに対する制裁が緩和されるとし、また、合意を破った場合にロシアに対し制裁を再度課すことを求めている。
- ウクライナのゼレンスキー大統領は 4 月 22 日に、「あらゆる領土的な妥協を伴う和平交渉を拒否する」「それはウクライナの憲法に違反する」と発言しており、米国案を拒否する姿勢を鮮明としている。停戦交渉が進まないことにいら立ちを募らせたトランプ米大統領が、一方的に仲介役を降りる可能性は意識する必要があるだろう。
- なお、ロシア寄りと見られているトランプ米大統領だが、4 月 26 日のローマ教皇フランシスコのパチカンでの葬儀参列に先立ち、ゼレンスキー大統領と会談して以降、ややスタンスを変えている模様だ。会談後、トランプ氏は自身の SNS の中で、ロシアに対する銀行制裁や、ロシアからエネルギーなどを輸入している国に対する「二次制裁」の可能性に言及している。仮に米国からの制裁強化となった場合、それがロシアから第三国へのエネルギー輸出に打撃を及ぼすものとなれば、RUB 相場の下落につながる可能性はあるだろう。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 18: MOEX ロシア指数



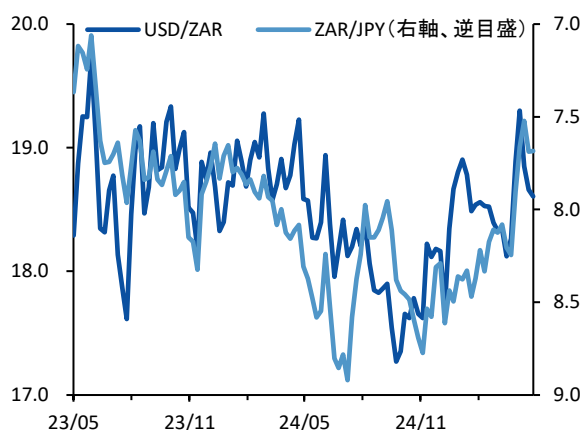
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

南アフリカ: 米関税を巡る混乱を受け最安値を更新

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

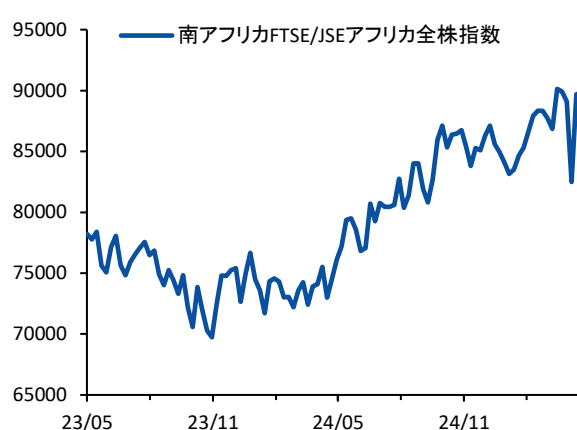
- 4 月の ZAR は 4 月 2 日の米「相互関税」発表後のグローバル金融市場混乱の中で、4 月 9 日に対ドルでの史上最安値を更新した。その後、トランプ米大統領が相互関税の 90 日間の一時停止を発表したことで持ち直している。
- 米相互関税における南アフリカに対する関税率は 30%と、他のアフリカ諸国やアジアを除く新興国と比較すれば高水準であり、輸出への悪影響が懸念された面は一部にはあると見られる。しかし、それ以上に、ZAR は新興国通貨の中では比較的流動性が高く、金利も高水準のため、金利差に着目した「キャリートレード」の対象となりやすい。グローバル市場の混乱の中で、そうしたポジションが巻き戻された面が大きいと見られる。
- 南アにおける固有のリスク要因として、財政政策を巡る連立与党内での対立が挙げられる。4 月 2 日には歳入計画や支出制限などを盛り込んだ財政枠組みが下院で賛成多数で承認されたが、与党第二党の民主同盟 (DA) は VAT 引き上げへの不満から財政枠組みに対して反対票を投じ、下院委員会による財政枠組みの承認に関して適切な手続きがとられていないとして、予算案に関して法的訴訟を起こす事態に陥っている。裁判所は 4 月 27 日に、VAT の引き上げ停止を命じており、5 月 1 日からの実施は見送られることとなった。政府はこの決定を受け、新たな予算案を 5 月 21 日に発表するとしている。財政にまつわる不透明感は当面残存しそうだ。
- ZAR 相場は引き続き、グローバルな金融市場の動向に左右される部分が大いいと想定する。4 月 2 日の米相互関税発表後、米国からの資金引き揚げの可能性が意識され世界的なドル安圧力が意識される状況下では、ZAR も少なくとも対ドルでは底堅く推移する可能性が高いとみる。もっとも、国内の政治情勢の混乱など、ZAR 自体のファンダメンタルズは決して良くない点には留意する必要があるだろう。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



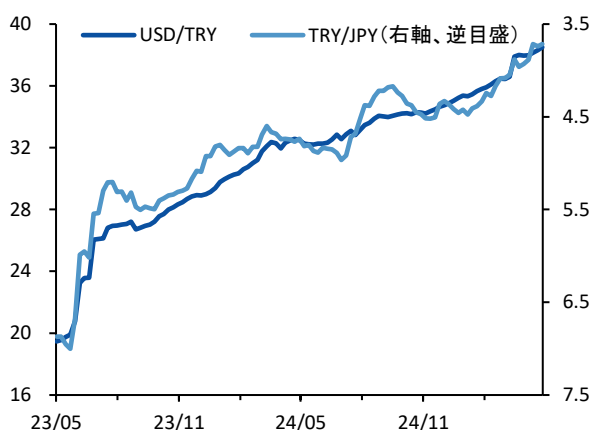
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

トルコ:トルコ中銀はサプライズ利上げを実施

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

- 4 月の TRY は対ドルで続落した。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て以降、トルコ証券市場からの資金流出、および外貨準備の減少が継続している。トルコ国内の政治的な混乱に加えて、米トランプ政権が 4 月 2 日に「相互関税」を発表して以降のグローバルな金融市場の混乱が、TRY への下押し圧力となっている。トルコ中央銀行 (CBRT) は外貨準備を取り崩す形でリラ防衛に動いているものと見られる中で、外貨準備の金額にはまだ余裕があるとされるが、市場の混乱が続く場合には注意が必要となる。
- トルコ金融市場からの資金流出圧力が拡大し、TRY 安圧力が強まる環境下、CBRT は 4 月 17 日に +3.5% ポイントのサプライズ利上げを実施した。市場予想では据え置きが見込まれていた。CBRT はリラ安に対し、政策金利の引き上げという正攻法で臨むことにより、市場の信認をつなぎ留めたい考えと見られる。声明文において、CBRT は 4 月のコアインフレ率が、最近の金融市場の動向を受けてやや上昇が見込まれると言及しており、TRY 安に伴う輸入物価上昇のリスクに対応する必要性を指摘している。
- 大手格付会社 S&P は 4 月 25 日にトルコ国債の格付けを据え置いたが、上述のような CBRT の高金利政策がトルコ市場の信認のアンカーになっているとして一定の評価を置いている。もっとも、S&P は政治情勢の混乱を受け、「家計・企業の信頼感、そして成長への長期的な障害」となる可能性を指摘している。S&P は 2024 年 5 月にオーソドックスな金融・財政政策への転換を評価する形で格付けを引き上げ、2024 年 11 月にもう一段階の引き上げを行ったが、今回のレビューは従来よりも慎重なトーンとなったことは否めない。
- CBRT の高金利政策や、トルコ財務省の慎重な財政政策は TRY の信認を支える要因と言える。しかし、トルコ国内の政治情勢やグローバルな金融市場の混乱を受けて、当面はトルコ金融市場からの資金流出と TRY 安圧力が続くと思われるであろう。

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: 財政懸念や株式投資フローが重しに

マーケット・エコノミスト

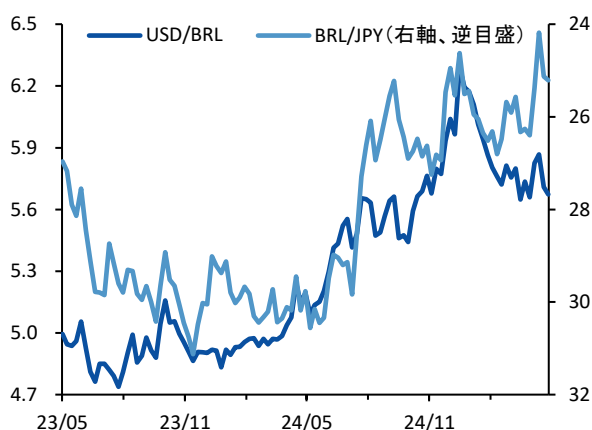
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の BRL は+0.57%と上昇した。5.70 付近で取引開始後、9 日にかけては商品価格低迷やブラジル株安に押される格好で一時的に 6.10 付近に下落した。その後は、ドル全面安の流れに加え、商品価格やブラジル株の回復が支えとなり、5.6 台前半に反発した。月末は上値重く推移した。新興国通貨内では特に選好された印象はなく、相対的には上値の重さも目立った。
- ドル全面安でも BRL は上値重く推移しているが、その背景としてはやはり依然として財政懸念がくすぶっていることが挙げられよう。4 月 15 日に政府は来年度の財政ガイドラインを公表したが、基礎的財政収支の目標が+0.25% (対 GDP 比、以下同様) の黒字に設定された一方、政府債務見通しは 2028 年に 84.2%とピークを迎える想定が示された。今までは 2027 年に 81.8%でピークアウトすると見込まれていたため、見通しが悪化したことになる。そもそも基礎的財政収支が 2026 年に黒字化する可能性は高いとは言えず、相変わらず目標や見通しの甘さが目につく。ルラ大統領の支持率低下も鮮明になる中で、人気回復を目論んだ歳出拡大に警戒すべきだろう。
- なお、BRL の上値の重さには、海外投資家による株式投資フローも影響している可能性が高い。日次で取得できるネットの株式投資フローを確認すると、4 月初旬から半ばにかけて、売り越し傾向が強まる時間帯がみられた。グローバルにリスク資産が売られたことも背景にあるのだろうが、ブラジル中央銀行 (BCB) による高金利政策長期化や上述の財政懸念など、ブラジル固有の要因も複数指摘できる。同じ規模の資金流出が続くことは稀なので過度な悲観は不要だが、当面は国内外の各種リスクを見極めながらの資金フローが続こう。
- 5 月の BRL は戻り売りに警戒したい。BCB は 5 月金融政策委員会 (Copom) でもペースを減速させつつも利上げを継続するだろうが、織り込み済みで通貨高には寄与しないだろう。むしろ、ここまでの物価情勢の強さに鑑みれば、実質政策金利が不十分と解釈され BRL 安を引き起こす可能性すらある。投機筋の動向を見ても、IMM 通貨先物のポジションを踏まえる限り、BRL はネットロングに大きく傾いている。今後の BCB の利上げ余地も限定的と思われる中、投機筋の BRL 買いに関しても、長続きはしないとみておきたい。もちろん、足許のドル全面安の流れがどの程度持続するかは BRL の経路も依存していることは言うまでもない。

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: 軟調推移が続く域内経済

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

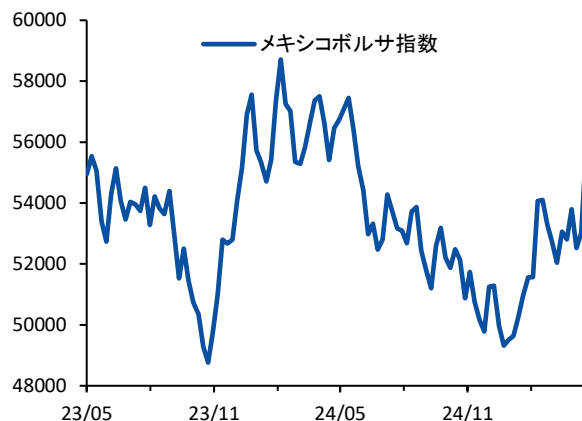
- 4 月の MXN は+4.36%と大きく上昇。上旬には、原油価格下落やメキシコ株安が重しになり一時対ドルで 21.0 を上回るなど軟調に推移したが、その後は買い戻しが優勢だった。米関税政策が市場の焦点になる中、全体的に米政権がメキシコに対して言及する機会が減少し、関税賦課によるダメージ長期化に伴う経済の先行き不安がやや後退したことが MXN の支えになった可能性がある。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は 4 月 10 日、3 月金融政策決定会合の議事要旨を公表した。1 名の理事は先々における利下げペースの減速可能性に言及したものの、他の 4 名の理事は特段そのような見解を示していなかった。総じて、経済活動の弱さやデスインフレの順調さが強調されていた印象が強い。声明文で予告されていた通り、5 月会合でも同じ幅での利下げ(▲50bp)が決定される可能性が非常に高い。
- 最新のインフレ動向に関し、24 日公表の 4 月前半の消費者物価指数(CPI)は+3.96%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.85%および前回の+3.93%を上回った。コアベースでも+3.90%と 7 か月ぶりの高い伸び率を示している。やや底入れ感もあるものの、今後も反発基調で推移するかは現時点で判断できない。MXN 高がラグを伴って輸入物価押し下げに作用することに鑑みれば、今後は再度デスインフレに回帰すると想定する。足許の Banxico の利下げ路線を妨げるインフレ情勢ではない。
- 域内経済動向に関し、30 日公表の 1~3 月期 GDP(速報)は、+0.2%(前期比、季節調整済み)と 10~12 月期の同▲0.6%からプラス成長に転じるも、弱めの成長率が続く。なお、国際通貨基金(IMF)は、22 日に公表した世界経済見通し(WEO)において、メキシコの 2025 年経済成長率を 1 月時点の+1.4%から▲0.3%へ下方修正した。主要先進国・新興国において、この引き下げ幅は圧倒的に大きい。経済の先行き不透明感は依然として大きい。
- 5 月の MXN は売り戻しを想定。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。

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 1～4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	7.2713	7.38	7.23	7.12	7.14	7.11
香港ドル	(HKD)	7.7531 ～ 7.7955	7.7552	7.76	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	84.470 ～ 87.950	84.491	86.2	85.2	86.2	85.6	84.3
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ～ 17224	16603	16560	16400	16500	16250	16000
韓国ウォン	(KRW)	1413.35 ～ 1487.45	1424.90	1440	1420	1400	1390	1380
マレーシアリングギ	(MYR)	4.3050 ～ 4.5185	4.3158	4.33	4.25	4.29	4.21	4.14
フィリピンペソ	(PHP)	55.845 ～ 58.715	55.861	56.3	55.6	56.1	55.7	55.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3011 ～ 1.3751	1.3059	1.33	1.32	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	31.927 ～ 33.280	31.971	32.5	32.3	32.0	31.7	31.5
タイバーツ	(THB)	33.04 ～ 34.98	33.41	33.5	32.6	33.4	32.8	32.5
ベトナムドン	(VND)	25038 ～ 26125	25996	26200	26100	26200	26100	25800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	78.1667 ～ 114.7788	81.9169	80.0	82.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	18.0018 ～ 19.9328	18.5984	18.4	18.2	18.6	18.8	19.0
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ～ 41.2972	38.5099	39.0	40.0	41.0	42.0	43.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.5934 ～ 6.2270	5.6733	5.80	5.75	5.85	5.90	5.95
メキシコペソ	(MXN)	19.4707 ～ 21.2932	19.6120	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	19.627	19.38	19.92	20.51	20.31	20.39
香港ドル	(HKD)	18.031 ～ 20.403	18.444	18.43	18.58	18.81	18.66	18.64
インドルピー	(INR)	1.644 ～ 1.848	1.691	1.66	1.69	1.69	1.69	1.72
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ～ 0.981	0.862	0.864	0.878	0.885	0.892	0.906
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ～ 10.916	10.038	9.93	10.14	10.43	10.43	10.51
マレーシアリングギ	(MYR)	31.951 ～ 35.699	33.144	33.03	33.88	34.03	34.44	35.02
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ～ 2.726	2.556	2.54	2.59	2.60	2.60	2.61
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ～ 116.09	109.55	107.52	109.51	110.11	110.02	111.37
台湾ドル	(TWD)	4.310 ～ 4.843	4.473	4.40	4.46	4.56	4.57	4.60
タイバーツ	(THB)	4.150 ～ 4.653	4.281	4.27	4.42	4.37	4.42	4.46
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ～ 0.6253	0.5502	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	1.744	1.79	1.76	1.74	1.65	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ～ 8.525	7.688	7.77	7.91	7.85	7.71	7.63
トルコリラ	(TRY)	3.565 ～ 4.481	3.692	3.67	3.60	3.56	3.45	3.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.669 ～ 26.888	25.211	24.66	25.04	24.96	24.58	24.37
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ～ 7.790	7.293	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1日の7時40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(4月30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。