

2025 年 6 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米国のドル安政策は継続するのか	2
中国: 米中関税の大幅引き下げが支援材料に	3
インド: 長引きそうな米印貿易交渉	4
インドネシア: 景気下支えのため BI は利下げを再開	5
韓国: KRW は一時昨年 10 月以来の水準まで上昇	6
マレーシア: 後ずれするマレーシア中銀の利下げ	7
フィリピン: 中間選挙でマルコス政権は苦戦	8
シンガポール: SGD は約 10 年ぶりの高値に	9
タイ: THB は堅調も景気の先行き不安が強まる	10
ロシア: トランプ氏が対口追加制裁検討と表明	11
南アフリカ: 政治・財政リスクが後退	12
トルコ: 憲法改正を巡る政治情勢が焦点に	13
ブラジル: 利上げガイダンスを破棄した BCB	14
メキシコ: Banxico は倍速利下げを継続	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：米国のドル安政策は継続するのか

シニアマーケット・エコノミスト

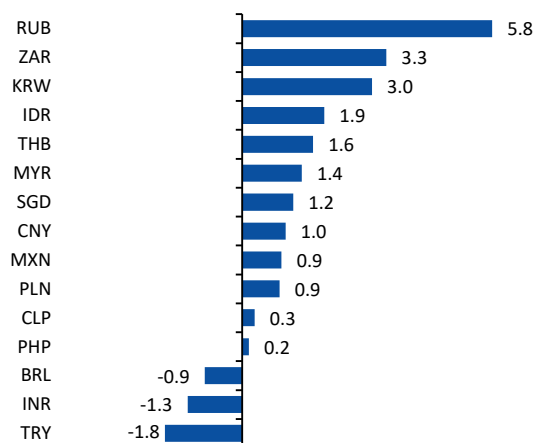
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

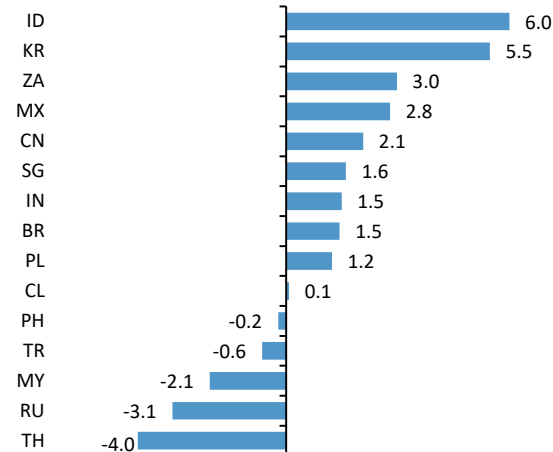
- 5 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+1.9%。同指数は 1780 台後半で取引を開始。月初、米中間の貿易交渉への期待感から値を伸ばし、過去最高値の 1800 台に到達。その後、CNY をはじめアジア通貨全般が対ドルで持ち直す中で、同指数は断続的に高値を更新する展開となった。月半ばにかけて、上昇は一服するも、米中間の関税引き下げが支援材料となりつつ高値圏を維持。月後半にかけても、大手格付会社による米国債の格下げや軟調な米経済指標の結果などが支援材料となり続伸、同指数は 1830 台まで上昇した。
- 5 月は TWD や KRW をはじめアジア通貨の上昇が目立った。既報の通り、米中間で関税率が大幅に引き下げられたことが支援材料となったとも読めるが、多額の対米貿易黒字を抱える両国が貿易交渉の過程で通貨切り上げを要請されたという見方が強まったのも事実だ。同様の事象は対米貿易黒字を堅調に積み上げる東南アジア諸国にも波及することが想定される。一方で、トランプ政権がどれだけドル安誘導に固執するかも重要な要素だ。大手格付会社による米国債格下げが報じられた中で、不用意なドル安誘導は 4 月に発生した金融市場での「米国売り」再発に繋がりがかねない。実際に 4 月の「米国売り」以降、強硬的な関税政策は小休止している印象で、相互関税延期も 90 日間と決して長くはない以上、トランプ政権の交渉姿勢にも変化が出るかもしれない。
- 5 月 FOMC は現状維持となり、利下げは見送られた。パウエル FRB 議長は政策変更を急がないという従前の姿勢を強調し、トランプ政権による利下げ圧力にも反応することはなかった。FRB は雇用や物価の動きを注視すると述べたが、予測不可能なトランプ政権の動きが FRB の判断を遅らせていることに議論の余地はない。貿易交渉が相互関税延期期限いっぱいまで続くことが見込まれる状況下、次回 6 月会合でも利下げは見送られ、結局上半期は利下げ無しに終わる可能性も出てきている。次回会合はドットチャートと経済物価見通しが更新されるため、これらの内容にも必然的に注目が集まる。
- 各国中銀の動きを見ても、FRB と同様に米国との関税交渉とその影響を見極めるために、政策余地が狭まっているように映る。こうした状況を踏まえれば、短期的な為替変動要因としては、金利や需給の動き、ファンダメンタルズ動向よりも、貿易交渉関連のヘッドラインが方向感を規定していくと思われる。トランプ政権の情報発信が朝令暮改となりそうなことも視野に入れつつ、6 月の相場は値幅がある程度出ながらも方向感が出にくい時間帯が続くそうである。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2025 年 5 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 5 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: 米中関税の大幅引き下げが支援材料に

シニアマーケット・エコノミスト

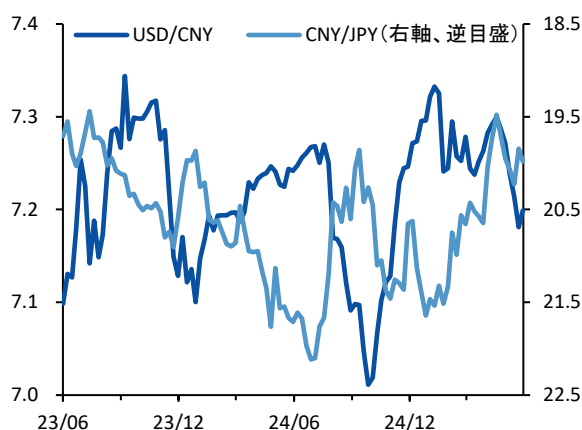
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の CNY は対ドルで+1.0%上昇。労働節明けの 6 日、7.23 台でオープン後、アジア通貨が対ドルで上昇した中で、CNY も連れ高となった。月半ばには米中関税引き下げが CNY 買いにもつながり、7.18 台まで値を上げた。その後は中国人民銀行が追加金融緩和を決定し、7.22 台半ばまで上昇。しかし、米財政赤字懸念を背景に再度ドル売り優勢となり、一時昨年 11 月ぶりの高値となる 7.16 台まで上昇した。月末週も底堅く、7.19 近辺での取引が続いた。
- 14 日、米国が中国に対する関税率を 90 日間、145%から 30%に引き下げ、中国も米国に対する関税率を 125%から 10%に引き下げた。一連の報道は市場のリスク心理を大きく改善させた。しかし、今回の決定はあくまで 90 日間の期限付きの対応であり、それ以降は白紙の状態であることには注意が必要だ。両国の貿易摩擦の解消には、加速度的に吊り上がってしまった関税率の引き下げが 90 日を経過しても継続すること、トランプ政権が主張する非関税障壁の撤廃、さらに中国の周辺国を通じた迂回輸出に対する対応など論点は多岐にわたる。これらの論点は今後も段階的に協議されていくと予想される。
- もともと、政治的な面を考慮しても交渉は一筋縄では行かないと考えられる。今回の対応は市場では米国側の譲歩だと捉えられており、中国は態度を急変させることも考えにくい。一方、トランプ政権にとっても対中政策は外交上の優先度が高く、中間選挙を翌年に控える中で、米国優位で関税交渉をまとめた意思はあるはずであり、この点も容易な中国への歩み寄りを難しくさせる。90 日間の関税率引き下げによって両国の正面衝突は一旦止まったように映るが、これは関税競争の終わりを意味するものではない。
- CNY 相場が持ち直したことを機に、中国人民銀行(PBoC)は追加緩和金融緩和を実施した。具体的には預金準備率を▲50bp 引き下げ、7 日間リバースレポレート、ローンプライムレートをそれぞれ▲10bp 引き下げた。米国との貿易交渉長期化によって輸出が停滞した場合に備え、今後の財政出動と合わせて国内経済を刺激していく狙いがあると見られる。
- 6 月の CNY について、下値は限定的と予想される。90 日間の関税引き下げを受けて、急速に米中関係が悪化することは考えにくい。ドル安を志向するトランプ政権の動きが続くならば、他通貨の上昇に連れ高となる展開もありそうだ。目下のドル高リスクは FRB の政策動向であるが、通商交渉の見極めが優先される中で、急速にタカ派に転じる可能性は低いだろう。

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: 長引きそうな米印貿易交渉

マーケット・エコノミスト

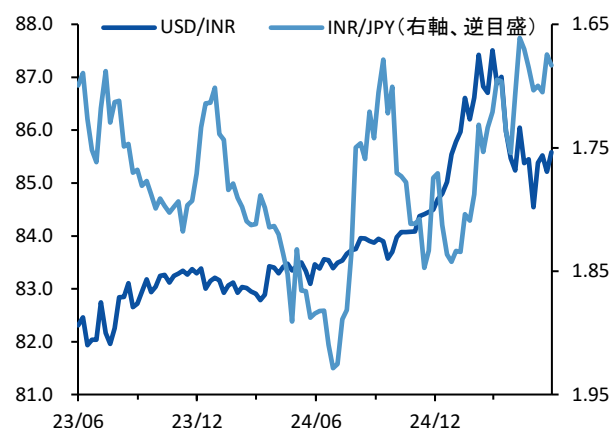
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

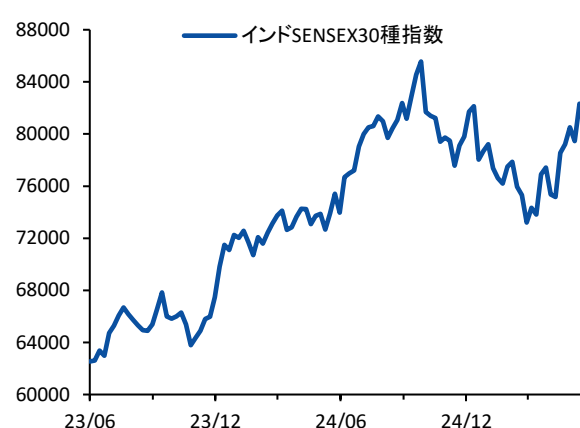
- 5 月の INR は▲1.27%と反落した。インド準備銀行 (RBI) の為替介入もあり変動性には乏しく、1 か月を通してみれば 85.0 を中心としたレンジ推移に留まった。主要なアジア通貨と比較しパフォーマンスが劣化した背景としては、原油価格が底入れ傾向にあり交易条件悪化が懸念されること、月後半に海外投資家による金融市場からの資金引き揚げが目立っていたことなどが考えられる。
- 5 月においては、米印両国の政府高官および情報筋などから米印貿易交渉に関する情報発信が相次いだ。例えば 15 日、トランプ米大統領はインドが米国に対する全ての関税の撤廃を提案したと述べた(真偽不明)。しかしながらその数日前には、インド政府は米国による鉄鋼アルミニウム関税に対する報復措置を世界貿易機関 (WTO) に対し警告していた。一見すると双方の主張が食い違っているようにも思える。
- ただし実際には、いずれも現在進行中の二国間貿易交渉を優位に進めることを企図した「ブラフ(はったり)」と考えられる。既報の通り、米印貿易交渉は「相互関税」以前の 2 月から開催が決定されていたものであり、もとより段階的な交渉・合意が行われることが決まっている。現在行われている交渉は、各種報道に基づけば、全三段階のうち最初のものに過ぎない。第一段階は「相互関税一時停止」期間での暫定合意が期待されているようだが、その後の合意は年内に決着がつくかどうかは多分に疑わしい。
- よって、相互関税を受けて交渉が始まった国々とは事情が異なる。対中包囲網構築の観点からも、米国がインドを特別扱いしていることは明らかである。米印貿易交渉は他の主要国対比で長引く公算が大きいものの、貿易戦争のような事態に至る可能性は非常に低い。いずれにしても、交渉の第一段階は 6 月が勝負だろう。本稿執筆時点では、6 月 1 週目に米代表団が訪印すると報じられている。各種ニュースフローに警戒したい。
- 6 月の INR は、上値の重い推移を予測する。米印交渉はまだ初期段階であり、6 月に楽観ムードが広がる確度は低い。加えて、原油価格が底入れ基調にあることは、貿易赤字がさらに拡大するという思惑を高めうる。さらに、物価は総じて落ち着いており、RBI は 6 月の金融政策会合 (MPC) で▲25bp の利下げを継続するだろう。金利の先安観も、米国対比で優勢だ。総じて、逆風が多い 1 か月間になりそうである。

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:景気下支えのためBIは利下げを再開

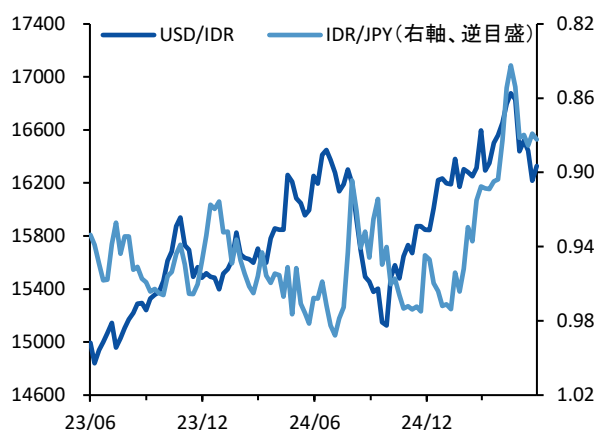
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の IDR は+1.9%上昇した。月初は米中貿易摩擦の緩和への期待が支援材料となり16400 台をつけた。その後、米中が関税引き下げに合意したことなどを受けて底堅く推移。また、インドネシアの財政悪化への懸念も和らいだことも支えとなり月末は 16300 台で取引された。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 5 月 20~21 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 5.50%にすることを決定。1 月会合でサプライズ利下げした後は 3 会合連続で利下げが見送られたが、今会合で利下げを再開した格好となった。
- 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、FRB の動向に対する言及に加え、経済成長への支援の必要性への言及がみられた。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を目標圏内に抑制する努力を約束する」と自信を示した。一方、米国の相互関税による世界の不確実性の影響を軽減するためにも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。
- 先行きに関しては、ペリー総裁は「経済成長を支える余地を探る」としており、追加利下げに含みを持たせた。FRB が BI のシナリオ通り 9 月と 12 月に利下げを行い、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 1~2 回行われ、年末までに政策金利が 5.00%~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。
- なお、BI が利下げを再開できた要因のひとつに財政悪化懸念の後退もあるだろう。1~3 月の財政収支は大幅な赤字を記録していたが 4 月末時点では黒字に転じた。財政悪化懸念が IDR 売り要因のひとつであったため、その後退は IDR の支えともなるだろう。同国は財政赤字を GDP 比 3.0%以内にすの方針を掲げており、2026 年は GDP 比 2.48~2.53%に抑えることを目指すとした。
- インドネシア政府は、経済活動の活性化と消費者の購買力向上を目指した景気刺激策を 6 月 5 日に発表するとした。電気料金の 50%割引や、低所得世帯への食料配布、低所得者への現金給付、労働災害保険の割引適用などを計画している。1~3 月期実質 GDP 成長率が前年比+4.87%と 21 年 7~9 月以来の低水準となったことを受け成長率押し上げを狙う。
- 6 月の IDR は横ばい推移を予想する。米関税動向は引き続き重しとなるが、財政悪化懸念の緩和や BI の為替介入の可能性もあり大幅な減価はないだろう。

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:KRW は一時昨年 10 月以来の水準まで上昇

シニアマーケット・エコノミスト

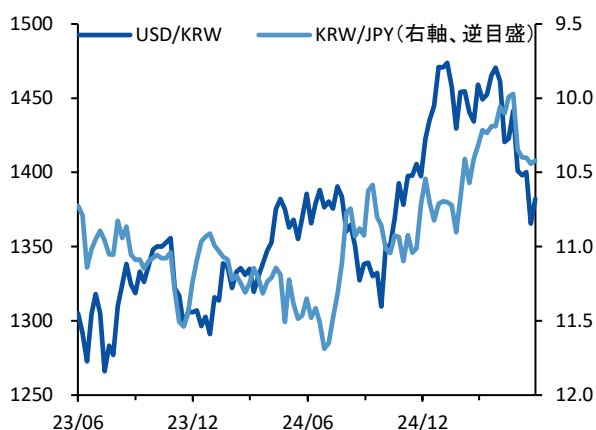
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の KRW は月間で+3.0%の上昇。月初、1420 台で取引を開始。月前半は TWD の急伸を機にアジア通貨全般が上昇し、一時昨年 10 月以来となる 1350 台まで上昇。その後米中貿易交渉の進展が好感されドルが持ち直し、1420 台までじり安となった。月後半は韓米貿易交渉において為替政策に関する交渉が本格化との報道を受けて、KRW 買いが進み 1380 台まで上昇。ドルの軟調推移も支援材料となり、1370 台を中心とした取引は月末まで続いた。
- 6 月 3 日に控える大統領選挙は最大野党「共に民主党」の李在明氏が優勢に戦局を進めている。現地世論調査の結果によれば、大統領候補の中で 45%の支持を得ており、次点の与党「国民の力」の金文洙氏が 36%で追随している。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は 29 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%から 2.50%へ引き下げた。利下げは委員会メンバー 6 人の全会一致での決定であった。今回合合では経済物価見通しが更新されており、韓国経済についても前回 2 月会合の時点で前年比+1.5%としていた成長予測は同+0.8%にまとまった幅で下方修正された。
- 物価動向については、物価目標である 2%近辺を安定的に推移するといった従来の予想を据え置いた。目先のインフレ要因は食料品やサービス価格の上昇であるが、これらは内需の鈍化や資源価格の軟化の影響で打ち消されると予想しており、インフレは緩やかに下降していくと総括している。
- 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追加利下げを決定した。今回の声明文では、経済成長見通しが大きく引き下げられたことに付随してハト派な内容が目立っている。今後の政策指針については、「利下げ姿勢を維持して、景気減速リスクを軽減させる」、「国内外の環境を注視しながら、利下げのタイミングやペースを検討する」といった文言に象徴される通り、今後複数回の利下げを示唆するような内容であった。
- 今回の BOK の情報発信はかなりハト派であったが、ある程度市場も織り込んでいたこともあり、相場への影響は限定的だった印象を受ける。KRW の直近の動きを見ても、金利・需給などのファンダメンタルズの観点よりも対米貿易交渉の行方や混乱が続く国内政治動向などが強い相場要因となっているように見受けられる。5 月に見られたヘッドライン先行での KRW 高は憶測の域を出ず、持続性を持つとは考えにくい、大統領選挙後の次期政権に対する期待感に起因する押し目買いには警戒したいところだ。

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:後ずれするマレーシア中銀の利下げ

シニアマーケット・エコノミスト

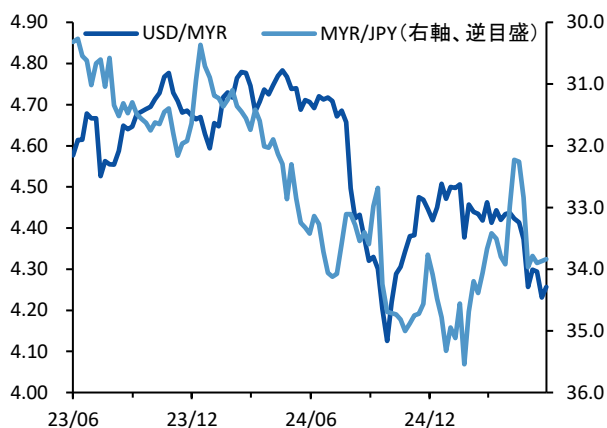
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

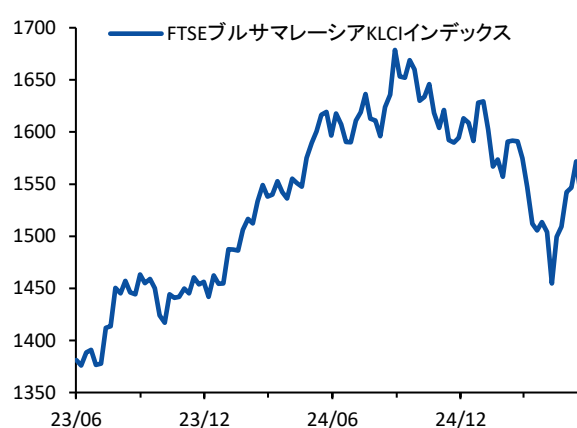
- 5 月の MYR は対ドルで 1.4% の上昇。月初 4.32 台で取引を開始。月前半はアジア通貨全般が買われる展開となり、月高値の 4.18 台後半まで上昇。中旬にかけては、米中貿易交渉の進展からドルの選好が進み、一時 4.34 近辺まで続落。月後半は、大手格付会社による米国債格下げを機にドル安が進むと MYR は再度上昇。KRW をはじめアジア通貨の上昇が追い風となりつつ、一時 4.19 台まで値を伸ばした。月末にかけては 4.23 近辺で取引された。
- マレーシア中銀 (BNM) は 8 日の金融政策委員会 (MPC) で、政策金利を従来の 3.00% に据え置いた。声明文では通商政策や金融市場の不確実性の高まりがマレーシア経済にも影響を与えると指摘。直近の 1~3 月期の実質 GDP の詳細項目を見ても、財輸出が前年比 +1.6% と前四半期の同 +6.6% から悪化、個人消費や民間消費も前四半期から減速したこともあり、先行きについてはやや弱気な見方を示している。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、世界経済減速懸念が深刻化すれば、成長見通しが下方修正される可能性は否定できない。
- 物価動向に関して、BNM の想定通り資源価格の軟化がインフレ抑制の支援材料となっているが、マレーシア国内で実施された最低賃金の引き上げがもたらす影響には注意したいところだ。なお、BNM はインフレが制御可能な水準で推移するとの見方を維持しており、25 年のインフレ見通しを総合ベースで前年比 +2.0~3.5%、コアベースでは同 +1.5~2.5% と予想している。
- 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。片や、先行きの景気減速懸念が強調されたように、全般的な景気・物価に関する評価は弱気になっている。このため BNM の次の一手は利下げになるだろうが、米国間との通商交渉に折り合いがつかず、政策決定が後ずれしているようにも映る。
- 6 月の MYR 相場について、下値は限定的ながらも対米貿易交渉の動きに神経質な相場が続くと予想される。5 月末に開催された ASEAN 首脳会談でアンワル首相は対米交渉に際し ASEAN 全体の利益を守る重要性を説き、域内各国の協調を促した。一方で、ASEAN 地域の安全保障の観点で米国の存在は大きく、米国が欧州や中国に見せたような譲歩を行うかも不透明である。こうした点からもマレーシアを含めて ASEAN 諸国の対米交渉は長期化する可能性があり、その期間が長引くほど方向感が出にくい相場は継続しそうである。

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: 中間選挙でマルコス政権は苦戦

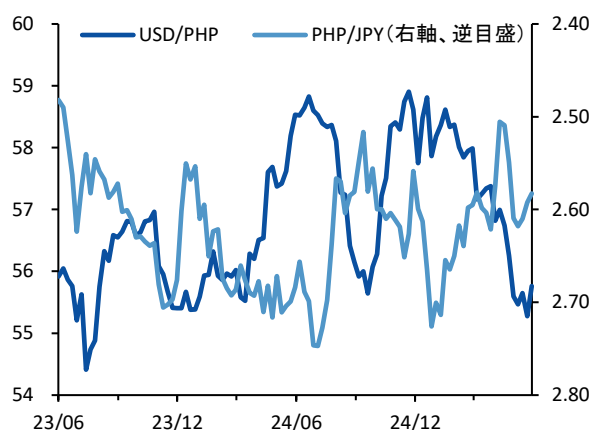
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 5月のPHPは+0.2%と上昇した。米中貿易摩擦の緩和への期待や米中が関税引き下げに合意したことに加え、原油価格も前月と同水準で推移したことなどが支えとなった。月初は55.90台だったが月末は55.60台で取引された。
- 6日公表の4月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.4%と3月から鈍化し、市場予想(同+1.8%)を下回り2019年11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、3月から横ばいとなった。4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2か月連続で下回り、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6月19日に金融政策会合を予定している。前回の5月会合では政策金利従来の5.75%から5.50%へ▲25bp引き下げた。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。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%、2026年については+3.3%と下方修正し、2027年については3.2%とした。BSPのインフレへの警戒感は弱まったと言えよう。
- レモロナ総裁は5月23日に、年内に▲25bpの利下げを2回実施する余地があると述べた。なお、必ずしも連続した利下げになるとは限らず、引き下げ過ぎに注意する必要があるとの認識を示した。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。
- フィリピン中間選挙が12日に実施された。注目されていた上院選(改選12席)では無所属議員を除くとマルコス大統領の支持した候補者は5席、サラ・ドゥテルテ副大統領の支持する候補者も5席勝利した。事前の世論調査ではマルコス派の与党連合が8~9議席を獲得するとみられていたが、マルコス政権の支持低下を表す結果となった。この結果を受けて、マルコス大統領は22日、全閣僚に辞表を提出するよう要請し、体制を刷新するとした。なお、貿易産業相、財務相、予算相、経済企画開発相は留任させる方針を示した。外務相についてはラザロ外務次官が指名され、前任マナロ氏は国連常任代表に指名された。
- 6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。マルコス政権の体制刷新で閣僚のうちどの程度が交代するかは見通せず政治的不透明感が重しとなる可能性もあるだろう。

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

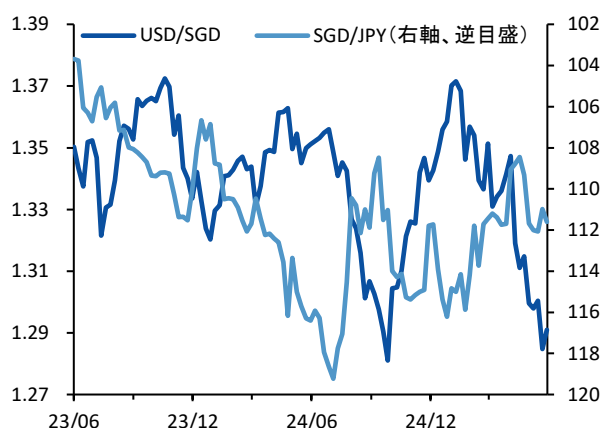
シンガポール:SGD は約 10 年ぶりの高値に

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 4 月下旬以降、2014 年以來の高値を試したが、周辺国通貨との比較では上昇幅は限られた。米中間で 90 日間の関税引き下げが発表され、SGD の「安全資産」としての魅力は薄れた格好だ。
- 5 月に合意した米英間の貿易協定では 10% のベースライン関税が撤廃されなかった。シンガポールも英国同様に対米貿易赤字国であるが、この前例に従えば 10% の関税基盤の撤廃がいかに困難であるかが浮き彫りになったのも事実だ。ゆえに、貿易依存型のシンガポール経済に対して、10% の関税が与える影響を再評価する必要があるかもしれない。1～3 月期実質 GDP 成長率は前期比で▲0.6% のマイナス成長であった。しかも、輸出の前倒しが外需部門も下押ししたことを考慮すると、4～6 月期以降の結果も決して楽観はできない。
- 4 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+0.9%と低水準であり、穏当な動きと言っても差し支えない状態だ。民間道路輸送と住居費を除いたコアベースは同+0.7%とこちらも弱めの数字だったが、娯楽や文化などのカテゴリで直近数か月間にインフレペースが速まっており、この点には留意が必要だ。
- かかる中、シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)は金融緩和を今後も進めることが見込まれる。次回会合は 7 月であるが、世界各国による米国との関税交渉が進んでいることもあり、それを見極めたいのが本音であろう。したがって、次の政策変更は 7 月ではなく 10 月に行われる可能性が高いと見ている。
- シンガポール名目実効為替レート(S\$NEER)の動きを見ても政策バンドの上限から 0.3～0.6% の範囲内に留まるなど、非常に高い水準を維持している。本欄でも繰り返し指摘しているが、S\$NEER の上昇幅は極めて限定的であり、これが 5 月の SGD の上昇を抑えたとも読める。対ドルの動きに関しては、トランプ政権がドル安を志向していることもあいまって、ドルの軟化が中期的に持続する可能性は否定できない状況にある。もともと、関税政策の厳格化が進めば貿易依存型のシンガポール経済に対する懸念も本格的に意識され始めることで、中長期的にはこれまでの SGD 高にも調整が入ることも想定されよう。
- 短期的な目線では SGD の堅調さは続くと予想している。6 月も米国の通商政策をはじめ外部要因が主な相場材料となりそうだが、仮にリスクセンチメントが改善し、SGD の安全資産としての魅力が弱まっても、成長鈍化や財政悪化が懸念される米国や地域諸国と比較では、堅固な信用格付けを裏付けに、SGD の安全資産としての魅力は完全に失われることはないと見ている。

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: THB は堅調も景気の先行き不安が強まる

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

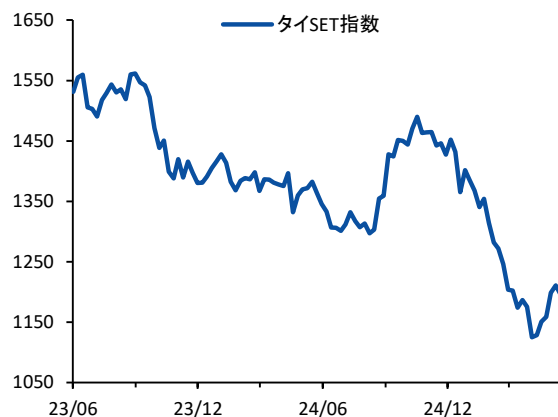
- 5月のTHBは対ドルで前月比+1.6%の上昇。月初、33台半ばで取引を開始。月前半はTWDの急騰を機にアジア通貨が軒並み上昇し、THBは32.50台まで上昇。その後一時33.40台まで反発するも、米中貿易交渉の進展に伴う市場心理の改善から底堅い動き。月後半は大手格付会社による米国債格下げや米財政懸念が台頭し、再度33を下抜けた。月後半にかけてもKRWをはじめアジア通貨が続伸し、THBも上値を伸ばす展開となった。月末付近ではやや揉み合いとなって、32.60近辺で取引を終えた。
- 19日に公表された1～3月期実質GDP成長率は前年同期比+3.1%と市場予想の同+2.9%を上回った。内訳を見ると、個人消費が同+2.6%と前四半期の同+3.4%から減速した。政府は現金給付策を通じて景気の下支えを図ってきたが、その効果は十分でない。一方、財輸出が同+13.8%と前四半期の同+8.9%から大きく加速した。しかし、その要因の多くはトランプ関税を見越した輸出の前倒しであると考えられ、米国との関税交渉次第では翌四半期以降に反動が生じることが懸念される。また、外需部門によるGDPの押し上げは輸入の減速が影響した側面が強く、この点も内需の停滞を示唆する結果となった。なお、政府は今年の成長率予測について前年比+1.3%～2.3%と予測し、従来の同+2.3%～3.3%から▲1%ポイントのまとまった幅で下方修正した。
- 上記に加えて、サービス輸出が前年比+7.0%と前四半期の同+22.9%から大きく減速していることも不安材料である。サービス輸出の源泉である観光業の動きを見ても1～4月までの外国人観光客受入実績は1210万人と僅かながら前年を割り込む水準になっている。タイ中銀の直近の見通しでは前年比+4～14%程の増加を見込んでいるだけに順調とは言えない。世界経済の減速懸念が深刻化すれば、その影響は観光業やサービス業全般に及ぶと見られる。
- ここまで記載の通り、タイ経済の見通しは不透明感が高まりつつあるが、足許の相場は、タイの金利や需給といったファンダメンタルズよりも米国のドル安政策の本気度や各国との貿易交渉の進捗状況に対して敏感に反応しているように映る。5月下旬以降、トランプ減税の延期に伴う財政懸念の拡大が4月に続くドル離れの材料となりつつある中で、トランプ政権が厳格な関税政策やドル安政策を継続出来るかには疑問が残る。相互関税の発動延期期限が7月9日と残された交渉期間は長くない状況において、6月はトランプ政権の言動に注目が集まりつつ、方向感を伺う相場が続くと予想される。

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



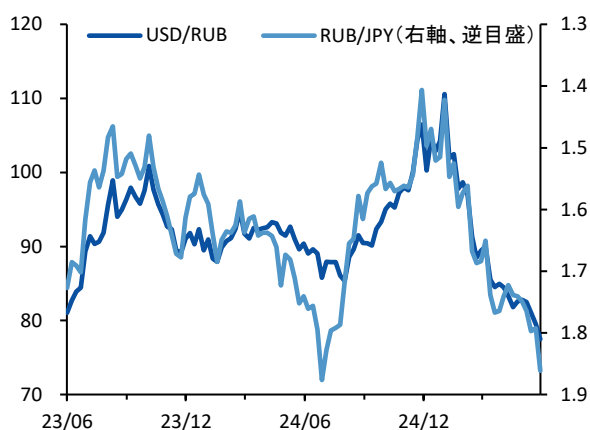
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア:トランプ氏が対ロ追加制裁検討と表明

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

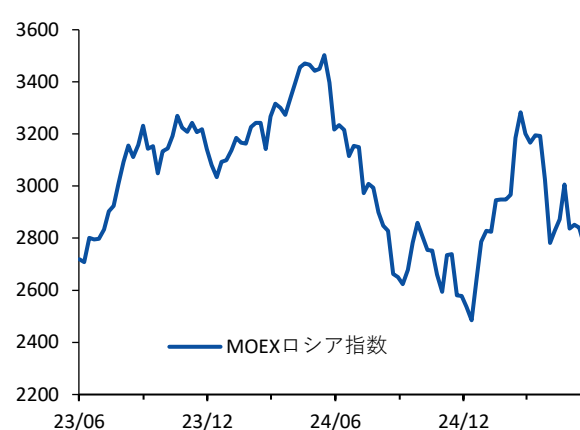
- 5 月の RUB は対ドルで上下に振れ幅を伴いながらも、月間を通して見れば引き続き対ドルで小動きの展開に留まった。経済制裁の影響で RUB 市場の流動性が薄く、需給を反映しない不安定な値動きが続いている。5 月末の OPEC プラスの会合を前に、大幅な増産観測が原油価格および RUB の上値を抑制している面もあるだろう。
- ロシアウクライナ戦争の停戦協議は膠着している。5 月 19 日には米トランプ大統領が、ロシアのプーチン大統領と電話会談を実施したが、停戦実現に向けた進展は見られず、トランプ氏は米国がウクライナ戦争の停戦仲介から手を引こうとする姿勢を強めている。会談の詳細は明らかではないが、米ロ交渉でのビジネスの再開やロシアの天然資源の開発などの経済的実利に関する話がメインだったのではないかとの見方も根強い。
- 一方、トランプ氏は少なくとも対ロシア制裁の維持・強化には前向きな姿勢を示している。ロシアがウクライナに対し 24 日夜から 25 日未明にかけてミサイルやドローンによる大規模攻撃を行ったことを受けて、トランプ氏は対ロシア追加制裁を改めて検討している旨を記者団に語っている。新たな制裁では、ロシアの石油貿易や、国営石油会社が対象となる可能性が指摘されている。
- 流動性の薄い中で、当面は制裁強化の可能性が RUB 相場にとっての最大の焦点と言えよう。

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



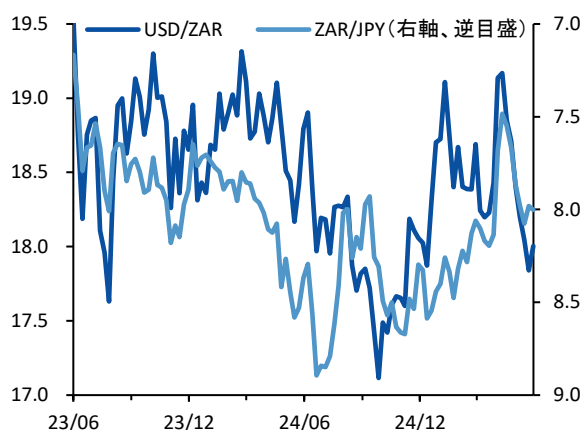
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 政治・財政リスクが後退

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

- 5 月の ZAR は続伸した。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 日には対ドルでの史上最安値を更新した。しかしその後は、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や、中国への関税を相互に引き下げることで合意したことを受けて、持ち直している。
- 南ア個別の ZAR 高要因として、政治や財政リスクの低下が挙げられる。南ア財務省は 5 月 21 日、VAT の引き上げ計画撤回を盛り込んだ新たな予算案を公表した。VAT の引き上げ撤回により向こう 3 年で 750 億 ZAR の歳入不足見込みとなっていたが、新たな予算案では所得税区分の変更見送り、教育費や医療費の削減などで向こう 3 年において 694 億 ZAR の歳出削減を計画して補い、財政収支は緩やかに改善していく見通しが維持されている。
- VAT 引き上げ計画の撤回を受けて、第二党の民主同盟 (DA) による連立の離脱の可能性が一段と低下したと見られることも、南ア金融市場にとっては安心材料である。
- 南ア準備銀行は 5 月 29 日に市場予想通り▲25bp の利下げ実施に踏み切ったが、ZAR の持ち直しや、政治・財政リスクの低下を考慮すれば妥当な判断と見られる。なお、ブルームバーグが最初に誤って▲50bp 利下げと報じたこともあり市場の反応は直後こそ ZAR 売りとなったが、間もなく落ち着きを取り戻している。
- 一方、南アが 5 月、世界的にスポットライトを浴びることになったのが、同国のラマポーザ大統領と米トランプ大統領によるホワイトハウスにおける首脳会談である。トランプ大統領は報道陣の前で突如、映像を投影し「白人へのジェノサイド (大量虐殺) が進行している」として南アを批判した。2 月末に行われたトランプ氏とウクライナのゼレンスキー大統領との会談のような外交的惨事になる恐れもあったが、ラマポーザ氏の対応は理性的なものだったとして多くのメディアに賞賛されている。とはいえ、両国間には、イスラエルによるガザへの攻撃を巡る立場の隔たりなど、様々な懸案事項があり、米国との緊張関係は今後も ZAR 相場の不安定化要因となる恐れが大きい。

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



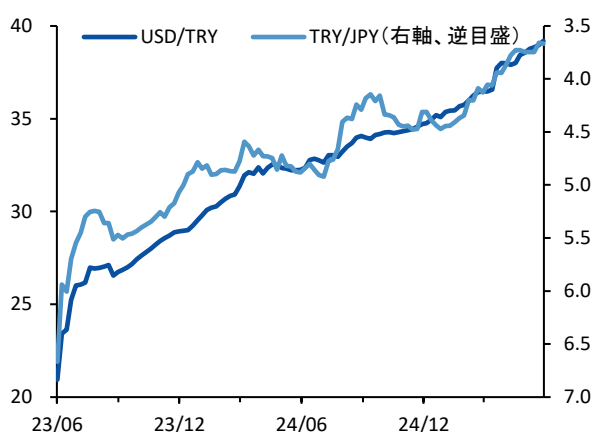
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:憲法改正を巡る政治情勢が焦点に

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

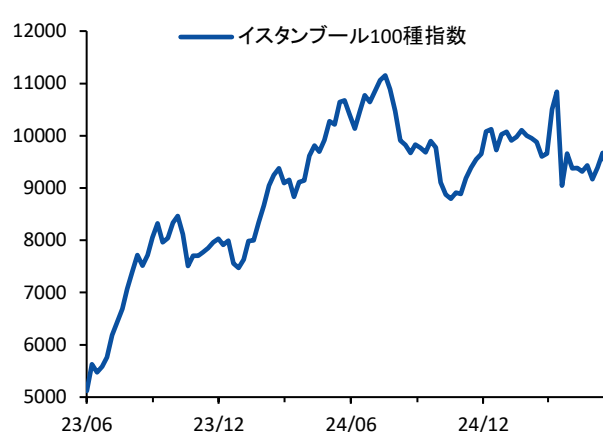
- 5 月の TRY は 3 月中旬以降の対ドルでの下落基調が続いている。5 月の中銀の政策対応にもかかわらず、TRY 安圧力は根強い。一方で、海外からの資金流入が再開しつつあり、TRY 防衛のための外貨準備の取り崩し圧力はやや緩和されていると見られる。
- トルコ中央銀行(CBRT)は 5 月に TRY 安抑制を狙った政策対応を 2 つ行っている。まず、5 月 3 日発表のマクロブルーデンス政策では、輸出業者に対する外貨の TRY 転換義務を 25%から 35%に引き上げ、商業銀行の外貨預金準備率も+2%ポイント引き上げている。これは制度的に TRY 需要を高めることにつながり、TRY 安抑制を狙った措置と位置付けられる。
- また、24 日にはレポ取引ならびに海外からの融資によるオフショア市場での TRY 調達に関し、最長 1 か月間の調達に関しては 18%、最長 3 か月間の調達に関しては銀行の預金準備率を 14%に引き上げる措置を発表した(従来の準備金率は 12%)。トルコの銀行がオフショア市場で低金利の TRY の調達を行うことを抑止することにより、高金利政策の浸透を図る施策として位置づけられる。
- 一方、CBRT は、5 月 22 日公表のインフレーションレポートの中で 2025 年末のインフレ予測値を前年比+24%で据え置いた。2026 年末のインフレ予想も前年比+12%で維持した。CBRT が集計・公表しているトルコの民間企業・金融機関の予測値で 12 か月後のインフレ予測の中央値は前年比+24.9%、家計調査では同+26.3%とより高水準となっている。これは CBRT がインフレ抑制を優先し、高金利政策を維持するという意思表示の現れの可能性が高い。
- 為替市場の反応は見られなかったが、地政学的な観点からは、5 月 12 日に PKK(クルド労働者党)が武装解除と解散を宣言したことが注目された。約 40 年にわたる武装闘争の終結を意味し、トルコ政府が恩赦や安全な移動手段を提供するかが今後の焦点。エルドアン大統領はクルド系政党(DEM)との対話を進める姿勢を見せており、憲法改正や大統領任期延長への布石との見方もある。引き続き、TRY 相場の動向を見極めるうえでは、政治情勢が焦点となりそうだ。

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: 利上げガイダンスを破棄した BCB

マーケット・エコノミスト

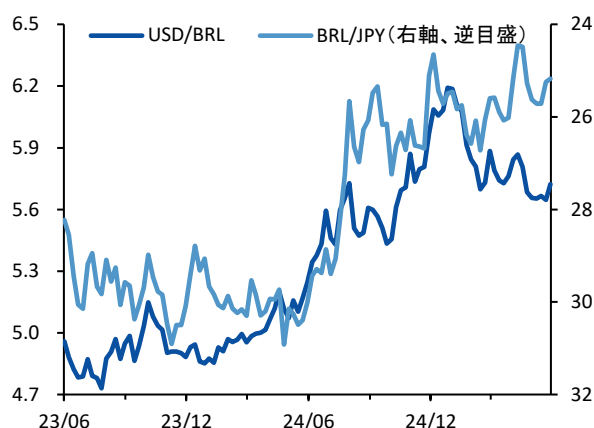
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の BRL は▲0.87%と反落。ほとんどの主要な中南米通貨は対ドルで上昇したため、BRL 固有の要因が作用しているはずだ。要因は様々考えられるが、金利の先高観を見込んだ BRL 買いが一服していること、域内財政悪化懸念が依然くすぶっていることなどが挙げられよう。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 7 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利を従来の+50bp 引き上げ、14.75%とした。前回会合までは+100bp の利上げが 3 回続いていたが、今回合で利上げ幅縮小が選択された格好。今後の金融政策決定に関しては、「さらなる慎重さと、インフレ見通しに影響を与えるデータを取り入れる柔軟性が求められる」と述べるにとどめた。今次利上げ局面で必ず見られてきたガイダンスが撤回されたと解釈可能だ。
- BCB は、不確実性の大きさに加え、今後の弱い経済見通しを重視しているようだ。声明文では、「成長の初期の鈍化が見られる」とやや弱気な記載がみられている。加えて、「金融政策サイクルが進んだ段階にある」「累積的な(利上げの)効果がまだ観察されていない」ともしており、今次利上げ局面が終わりに近づいていることを示唆している。以上の情勢に鑑み、遅くとも次回会合でターミナルレートに達したのち、10~12 月期以降は利下げサイクルに突入すると考えたい。現状筆者が想定する政策金利パスは、本年末時点で 14.50%程度、2026 年 6 月末時点で 12.50%程度だ。
- なお、昨年末の歴史的な BRL 安を引き起こした財政悪化懸念は断続的に市場のテーマに浮上している。例えば、5 月後半には金融取引税(IOF)に関する引き上げ計画が公表されたが、その後 BRL 安が進んだこともあってかすぐさま同計画は撤回された。依然としてルラ大統領の左派的思想は財政政策において前面に出ており、今後も油断は禁物だ。実際、米大手格付け会社は 30 日、ブラジル長期債務の格付見通しを「ポジティブ」から「安定的」に引き下げた。
- 6 月の BRL は、引き続き上値重く推移すると想定する。6 月 Copom における BCB の判断は微妙だが、いずれにしても利上げ局面の終わりが意識される可能性が高い。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 は相応の買い持ちを維持しており、金利の先高観が喪失されることを考慮に入れば、BRL 安に構えるのが妥当と考えている。仮にドル全面安に救われるにしても、域内財政悪化懸念も重しになる中で、少なくとも主要新興国通貨では劣後すると考えている。

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: Banxico は倍速利下げを継続

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

- 5 月の MXN は+0.91%と続伸した。引き続き、メキシコのファンダメンタルズが評価されての MXN 高とは言い難く、相場全体のドル売りに支えられた格好だろう。実際、多くのアジア新興国通貨対比でパフォーマンスは劣後している。ただ、資源価格が底入れ傾向にあること、メキシコ株高が著しいことは MXN の支えになっている。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は 15 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利を▲50bp 引き下げ、8.50%にすることを決定した。利下げは 7 会合連続で、▲50bp 利下げは前回 3 月会合に続き 3 会合連続だ。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 利下げ継続を示唆した。このフォワードガイダンスは、3 月会合から一言一句踏襲されている。
- 28 日には Banxico が四半期のインフレ報告書を公表した。注目を集める GDP 成長率見通しに関し、2025 年～26 年をそれぞれ+0.1%、+0.9% (前年比、以下同様)としている。前回 2 月時点と比較すると、2025 年が▲0.5%ポイント、2026 年が▲0.9%ポイントも下方修正されている。総裁によるプレゼンテーションにおいては「マイナス成長は予想せず」としたが、いずれにせよ大幅な下方修正には変わりがない。
- 翌 29 日には 5 月会合議事要旨が公表された。多くの政策委員メンバーが関税賦課による不確実性の高まり、および経済下振れリスクの大きさを強調したことが目立った。そして、インフレ見通しが実現するという前提の上で、同様のペース(▲50bp)の利下げが行われる、という意見も見られた。半面、目先は 50bp の利下げ継続が望ましいとしつつも、最終的には「漸進的な」対応が必要になる、との声も聞かれた。一部のメンバーは、既に利下げペースの鈍化を視野に入れているようだ。
- 6 月の MXN は売り戻しを想定。①6 月も米墨金融政策格差が広がるであろうこと、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 1～5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								
中国人民元	(CNY)	7.1679 ~ 7.3512	7.1990	7.18	7.23	7.12	7.14	7.11
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.8445	7.8410	7.84	7.83	7.81	7.80	7.80
インドルピー	(INR)	83.764 ~ 87.950	85.581	85.2	85.5	86.2	85.2	84.3
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ~ 17224	16327	16400	16300	16500	16250	16000
韓国ウォン	(KRW)	1359.29 ~ 1487.45	1376.46	1400	1380	1360	1340	1320
マレーシアリング	(MYR)	4.1873 ~ 4.5185	4.2568	4.27	4.18	4.26	4.14	4.07
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ~ 58.715	55.820	55.8	55.4	56.1	55.2	54.4
シンガポールドル	(SGD)	1.2802 ~ 1.3751	1.2885	1.30	1.32	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	29.458 ~ 33.280	29.884	30.5	31.0	30.7	30.3	30.0
タイバーツ	(THB)	32.37 ~ 34.98	32.76	33.3	32.6	33.4	32.8	32.5
ベトナムドン	(VND)	25038 ~ 26125	25995	26200	26100	26200	26100	25800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	76.8453 ~ 114.7788	77.5000	80.0	82.0	84.0	88.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.7565 ~ 19.9328	17.9403	17.6	17.4	17.8	18.0	18.2
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ~ 41.2972	39.2614	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	5.7234	5.85	5.80	5.90	5.95	6.00
メキシコペソ	(MXN)	19.1831 ~ 21.2932	19.4121	19.7	20.0	20.2	19.8	19.6
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.145 ~ 21.666	19.983	20.19	20.19	20.37	20.03	19.83
香港ドル	(HKD)	18.031 ~ 20.403	18.303	18.49	18.65	18.57	18.33	18.08
インドルピー	(INR)	1.644 ~ 1.848	1.677	1.70	1.71	1.68	1.68	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.879	0.884	0.896	0.879	0.880	0.881
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.426	10.36	10.58	10.66	10.67	10.68
マレーシアリング	(MYR)	31.951 ~ 35.699	33.712	33.96	34.93	34.04	34.54	34.64
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ~ 2.726	2.571	2.60	2.64	2.58	2.59	2.59
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ~ 116.09	111.38	111.28	111.03	109.35	108.50	108.29
台湾ドル	(TWD)	4.310 ~ 4.895	4.802	4.75	4.71	4.72	4.72	4.70
タイバーツ	(THB)	4.150 ~ 4.653	4.380	4.35	4.48	4.34	4.36	4.34
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5522	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	1.854	1.81	1.78	1.73	1.63	1.53
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ~ 8.525	8.001	8.24	8.39	8.15	7.94	7.75
トルコリラ	(TRY)	3.565 ~ 4.481	3.651	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	25.076	24.79	25.17	24.58	24.03	23.50
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ~ 7.790	7.393	7.36	7.30	7.18	7.22	7.19

注: 1.実績の欄は 2025 年 5 月 31 日まで。SPOT は 6 月 2 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。4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(5 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。