

2025 年 7 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:「ドル下落」に支えられた上半期相場	2
中国:対ドルで上昇も CNY 高とは言えず	3
インド:サプライズとなった倍速利下げ	4
インドネシア:BI は不確実性を背景に据え置き	5
韓国:3 年ぶりとなる政権交代が実現	6
マレーシア:貿易収支の悪化が進む	7
フィリピン:BSP は利下げを継続	8
シンガポール:下半期の高値更新の可能性は?	9
タイ:下半期の THB 相場の行方は?	10
ロシア:中東情勢緊迫化による「漁夫の利」	11
南アフリカ:追加利下げが焦点に	12
トルコ:中東情勢緊迫化もあり利下げ再開見送り	13
ブラジル:利上げサイクルの一時中断を示唆	14
メキシコ:Banxico は利下げペースの鈍化を示唆	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

Mizuho Securities Asia Limited

シニア中国エコノミスト

Serena Zhou

serena.zhou@hk.mizuho-sc.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:「ドル下落」に支えられた上半期相場

シニアマーケット・エコノミスト

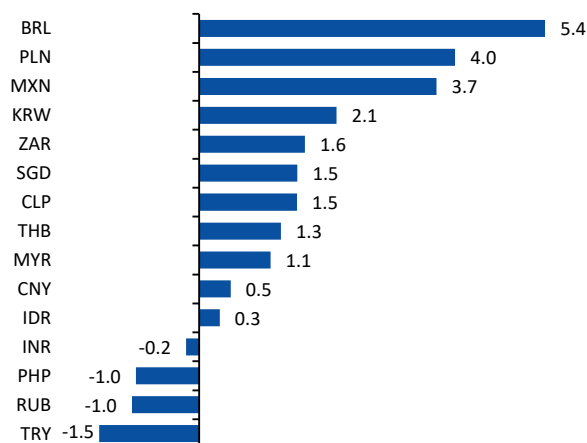
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

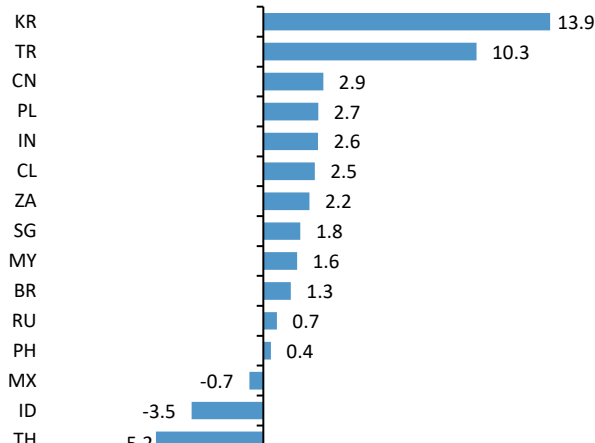
- 6 月の新興国通貨は概ね堅調な動き。月初、米中貿易交渉進展への期待から上昇。その後もトランプ関税に関する報道がドル売りを招き、新興国通貨の支援材料になった。中旬は、米国が中国との貿易交渉で前進と発表するもリスクオフには繋がらず、むしろ中東情勢の悪化に伴い売りが優勢に。以降は中東情勢に神経質な相場となるが、イラン・イスラエルの停戦報道や FRB の早期利下げ期待などから新興国通貨は月末にかけて上昇幅を拡大した。
- 6 月 FOMC は現状維持となり、利下げは見送られた。四半期毎に更新されるドットチャートによれば、中央値こそ前回から不変だが、年内現状維持を予想するメンバーが 19 人のうち 7 人と前回の 4 名から増加しており、FRB の利下げ期待はむしろ後退した格好だ。25～27 年にかけての経済・物価見通しは、成長率・失業率は概ね悪化方向に、物価はインフレ方向に修正された。FRB はトランプ関税を物価上昇・景気減速要因として捉えていることが再確認された。
- かかる中、足許にかけて FRB の利下げ期待が強まっているのは、米経済指標の鈍化やトランプ大統領が任命権を持つ次期 FRB 議長に関する思惑からだろう。特に後者について、来年の議長交代ではハト派な人物が任命される可能性が高く、月内もこれを織り込む動きが強まった。もっとも、米金利低下が持続性を持つと考えるのは危うさを感じる。年後半も各国との貿易交渉の進展なしに FRB は現在の金融政策を変更するとは考えにくく、交渉が長期化すればそれだけ利下げ後ろ倒し、利下げ無しも視野に入るのではないかと。
- 6 月下旬にかけては中東情勢の悪化に伴い為替もやや神経質な相場となった。市場では非資源国通貨を中心に総じて新興国通貨は手放される地合いとなったが、エネルギー輸入コスト増加を見越した貿易収支の悪化が意識されている印象だ。先行きの原油価格の不安定化にも注意したい。中東情勢悪化に伴うエネルギー価格上昇と世界が保護主義色を強める中で景気減速によって、スタグフレーションに陥る国も出てくる可能性はある。こうした状況においてはインフレ抑制のために中央銀行は金融引き締めをせざるを得ず、さらに景気が抑制されるといった悪循環に陥る事態も想定される。
- また、トランプ政権への対応も新興国については喫緊の課題である。相互関税の発動は暫定的に延期され、期限である 7 月 9 日は間近に迫るが、その後の方針については明示されていない。ドルの下落を横目に値を伸ばした新興国通貨であるが、先行きの不透明感は一層強まっている。

図表 1:新興国通貨騰落率(2025 年 6 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 6 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:対ドルで上昇も CNY 高とは言えず

シニアマーケット・エコノミスト

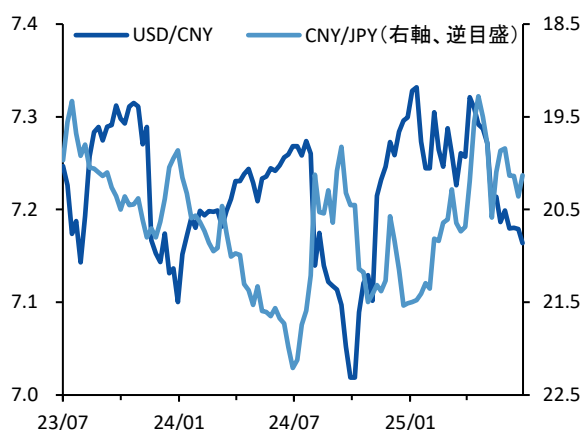
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の CNY は対ドルで+0.5%上昇。月初、7.20 台前半で取引を開始し、米中貿易交渉の進展期待から CNY 買いが優勢の展開。ロンドンでの会合後、トランプ大統領が今後の関税率設定に関する発言をするとドルが売られ、一時 7.16 台後半まで上昇した。月半ばにかけては中東情勢が意識される中で、リスクオフの動きが進み、7.19 台までじり安となった。月末にかけてはイスラエルとイランの停戦合意も支援材料となり、一時 7.15 台後半まで値を伸ばした。
- 5 月のジュネーヴでの交渉に続き、6 月も両国間の交渉がロンドンで実施された。本稿作成時点では一連の会談を通じて、関税休戦が署名されたと報じられている。米国は中国に対してレアアース供給を合意の条件として提示しているが、中国のレアアース精製は世界シェアの 9 割以上をカバーし、対米貿易交渉における重要なツールにもなっていることから、全面的な開放は考えにくい。
- かかる中、9 日に公表の 5 月貿易収支は、+1032 億ドルと 4 月の+962 億ドルを更に上回った。内訳を見ると、米国による関税強化の影響がありながらも輸出が前年比+4.8%と増勢を保ち、輸入については同▲3.4%と前月の同▲0.2%から落ち込んだことも影響したようだ。輸出の詳細について、米国向けの輸出は関税の大幅引き上げに伴い、4 月の同▲21.0%から同▲34.5%へ減速した。一方で、欧州向けの輸出が同+12.0%と更に加速し、ASEAN などその他地域への輸出も伸びたため対米輸出の落ち込みを相殺出来ている状況だ。
- 相対的な CNY 安も好調な米国以外への輸出に寄与している。25 年上半期の対ドルでの騰落率が+1.9%であったが、当該期間 CNY の名目実効為替レート (NEER) の変化率は▲4.1%であった (6 月 24 日時点)。片や、主要貿易相手国の欧州や ASEAN 諸国は大半が当該期間においてプラスで推移した。
- ドルの下落が確認される中でも、当局の通貨政策は相場の急変を警戒する姿勢を一貫しており、貿易交渉関連のヘッドラインも考慮してある程度の CNY 安は許容するようなスタンスである。今後対米貿易の勢いが弱まった場合でも、通貨安を用いてそれ以外の地域で稼ぐといった思惑も見えて取れ、当局の金融政策が今のところ功を奏している印象を受ける。
- もともと、中国経済が外需依存に傾いている状況は年初以降変わっていない。下半期も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くが、先述の通貨政策を踏まえても CNY 上昇余地は限られよう。かかる中、7~9 月期の想定レンジを対ドルで 7.05~7.40 を見込む。

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: サプライズとなった倍速利下げ

マーケット・エコノミスト

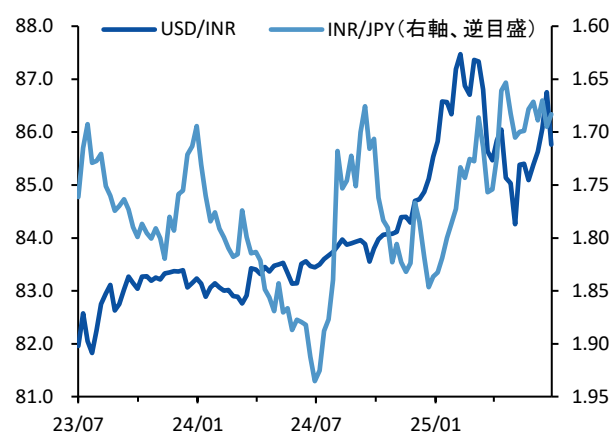
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の INR は▲0.20%と僅かに下落した。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 86.0 を中心としたレンジ推移に留まった。資源価格の上昇を受け 87.0 を目指し弱含む場面もあったが、その後は買い戻されている。
- RBI は 6 月金融政策会合 (MPC) において、政策金利のレポレートを▲50bp 引き下げ、5.50%とした。加えて、金融政策のスタンスに関しては、「緩和的」から「中立」に変更された。ブルームバーグの事前調査では殆ど全員が▲25bp の利下げを見込んでいたため、倍速利下げは完全なサプライズとなった。
- なお、RBI は今年度の経済成長率見通しを据え置いた一方、物価見通しに関しては前回 4 月時点の+4.0% (前年比、以下同様) から+3.7%に引き下げた。この変更が倍速利下げの根拠の 1 つになっていることは明白だ。加えて、倍速利下げの理由としては、成長を支える必要性などを挙げている。
- とはいえ RBI もハト派一色ではない。総裁会見および声明文は、今後の利下げ余地が限られることを明言している。上述の政策スタンス変更も、その一環である。あくまで、今後行うはずだった利下げを前倒しで実施したと解釈できよう。
- 「次の一手」を測ることは難しいが、政策金利のリスクバランスは引き続き下向きであろう。例えば、マルホトラ総裁は 6 月 17 日、インフレ見通しの改善があれば緩和余地が生まれる旨を明言している。利下げ打ち止めを宣言しているわけではない。もはや連続利下げは現実的とは言えないが、足許の物価情勢を踏まえれば利下げ路線自体は不変だろう。
- 以上の要素に鑑み、筆者は向こう 1 年間に開催予定の 6 回の MPC で、2 回程度の利下げが行われると想定する。この前提に立てば政策金利は、5.00%程度になる。パンデミック後でさえ政策金利が 4.00%もあったことに鑑みれば、妥当な水準と考えている。
- 7 月の INR は、底堅い推移を予測する。米印通商交渉と資源価格動向をにらみながらの値動きが続こう。この点、両国通商交渉は多段階で行われる性質上、第一段階での暫定的な交渉成立のハードルはさほど高くはないと考えられる。加えて、中東情勢も最悪期を脱した環境下、資源価格急騰への懸念も後退している。こうした要素に鑑みれば、目先の INR は上方バイアスがあると考えたい。

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:BI は不確実性を背景に据え置き

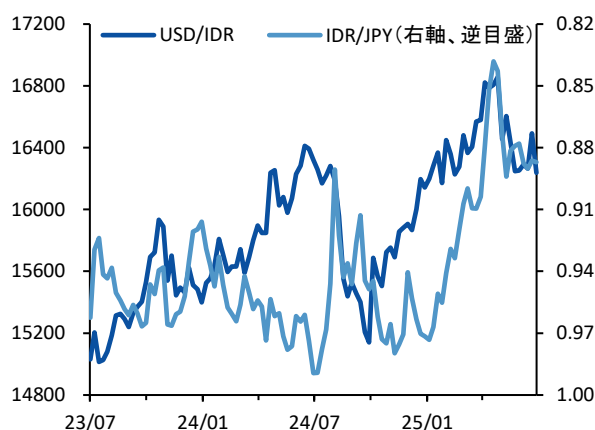
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の IDR は+0.3%上昇した。月初はドルの軟調を背景に一時 16200 を割り込む場面もみられた。しかし、月中旬には中東情勢の悪化への懸念が重しとなり 16500 台をつけた。イスラエルとイランの停戦合意を受けてリスクシ心理が改善すると、16100 台後半まで買い戻され、月末は 16200 台で取引された。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 6 月 17~18 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI レートを 5.50%に据え置くことを決定した。1 月会合でサブ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、5 月会合で利下げを再開したが、再び様子見姿勢に転じた。
- 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、経済成長への支援の必要性への言及がみられた。今回会合では世界経済の不確実性は依然として高いものの、幾分か緩和したと述べた。先行きに関しては、関税交渉や警戒が必要とされる中東情勢を巡る緊張を受けて、不確実性が続くとの見方を示し、BI は引き続き IDR 安定化への強い姿勢を示した。また、米国の相互関税や中東情勢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た。
- 前回会合で 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ったと推測される。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、それが後退し利下げに踏み切れたのだろう。しかし、5 月末時点では再び財政収支は赤字となり、IDR 安を警戒している可能性もあるだろう。そこに外部の不確実性の高まりも相俟って慎重な姿勢を示した可能性もある。ペリー総裁は「インフレを目標範囲内に維持し、為替レート of 安定を念頭に置きながら、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。
- プラボウォ政権は 6 月 2 日に 24.44 兆ルピアの経済政策を発表した。公共交通運賃の割引や有料道路の通行料の割引、社会扶助の補助、賃金への補助、雇用保険の割引が盛り込まれた。電気料金の割引は盛り込まれなかった。スリ・ムルヤニ財務相は 25 日に、今年度の財政赤字は経済政策が実施されても GDP 比+2.5%の目標に沿っていると述べた。
- 7 月の IDR は引き続き外部要因に振られやすい展開となるだろう。米国の相互関税を巡る懸念や、中東情勢をめぐる不確実性が重しとなる可能性がある。

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: 3 年ぶりとなる政権交代が実現

シニアマーケット・エコノミスト

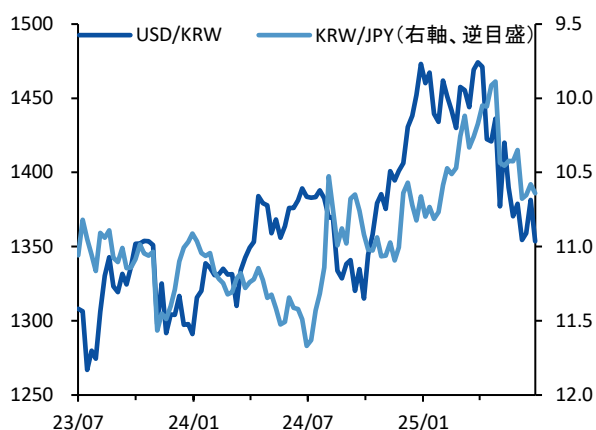
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の KRW は月間で+2.1%の上昇。月初、1370 台で取引を開始。月前半は大統領選挙で李在明氏が勝利との報道に KRW は上昇。その後 1350 台を記録し、以降はやや方向感を欠く動きに。月後半は中東情勢の悪化が嫌気されじり安の展開。下旬にかけて、一時月安値の 1390 台をつけるも、イラン・イスラエルの停戦合意、FRB の利下げ期待に伴う米金利低下が支援材料となり、上昇に転じた。月末には月高値を更新し、一時 1340 台で取引された。
- 6 月 3 日、尹錫悦前大統領が 4 月に罷免されたことを受けて大統領選挙が実施された。最大野党「共に民主党」から出馬した李在明氏が勝利し、3 年ぶりに政権が交代することとなった。もともと、李氏の圧勝とも言い切れず、同氏は選挙活動中にも公職選挙法違反や市長時代の都市開発事業を巡る不正など複数の裁判を抱えていたこともあり、潔白性に疑問を持つ層も少なくない。韓国大統領は在任中、内乱・外患罪など一部例外を除いた「不訴追特権」を有するが、決して李氏のイメージがクリーンになる訳ではない。この点も国民の統一を進める課題となりそう。
- 5 日、米国は第 2 次トランプ政権下において、初めて為替報告書を公表した。韓国も前回に引き続き「為替操作監視対象国リスト」に入った。同報告書内では対米貿易黒字の上昇のほか、24 年におけるドルインデックスの変動幅と乖離した通貨安についても言及された。米国との貿易交渉も新体制の発足に伴い本格化していくだろうが、関税の引き上げは自動車のほか特例となっていた半導体装置にも波及する可能性があることが報じられている。韓国貿易協会は米国との交渉長期化の他に、IT 需要の鈍化、KRW 安の調整、地政学的リスクを指摘し、輸出環境に逆風が強まるとの見方を示している。この上で、25 年の輸出が前年比▲2.2%に減速すると予想している。
- 7 月の KRW も方向感に乏しい展開が予測される。米通商政策のほか足許では中東リスクの高まりなど、先行き不透明感が強まる中で、リスクオフの KRW 売りも散見される。そのため李在明大統領の外交姿勢には必然的に注目が集まる。韓国も高い相互関税の発動が延期されている国の 1 つであるが、北朝鮮との関係悪化も顕在化する中で、安全保障も大きな交渉テーマとなっている。本交渉の行方はやや減速色が強まる韓国経済や為替をはじめ韓国金融市場の今後を占う材料となりそう。
- かかる中、7~9 月期の KRW のレンジを対ドルで 1330~1410 としたい。

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: 貿易収支の悪化が進む

シニアマーケット・エコノミスト

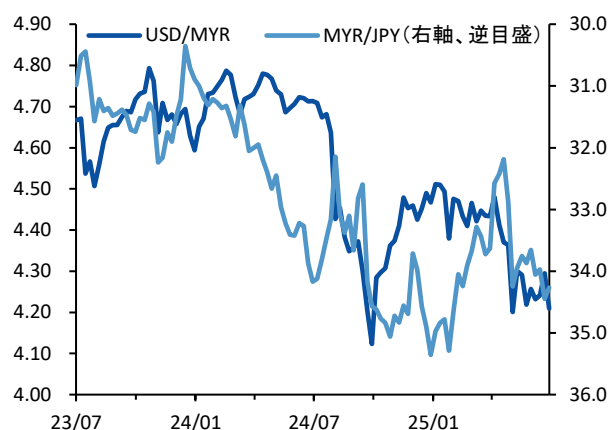
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

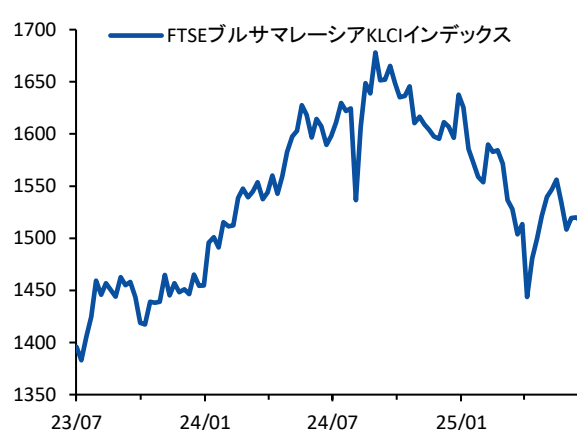
- 6 月の MYR は対ドルで+1.1%の上昇。月初 4.23 台前半で取引を開始。米中通商交渉の経過を見ながら、冴えない米経済指標を受けて、4.21 台のまで上昇。中旬にかけては、トランプ大統領が中国との合意が成立と発言するも中国側の反応は薄く、リスク心理の解消には向かわず。その後は中東情勢悪化に伴うドル買いもあって、4.25 近辺まで続落。下旬にかけて、6 月 FOMC では引き続き利下げに慎重な姿勢が確認され上値の重い動き。その後は中東リスクの悪化を受けて、一時月安値の 4.29 台を記録した。月末にかけては、米金利低下が支援材料となりつつ 4.23 台まで値を戻した。
- 5 月貿易収支は+7.7 億リンギの黒字となったが、単月の黒字額では 2020 年 5 月以降で最小となった。内訳を見ると、輸出が前年比▲1.1%と 24 年 9 月以来となるマイナスに沈み、市場予想の同+7.5%を大きく下回った。前月比で見ると輸出の減速は一層顕著であり、5 月は▲5.1%と 4 月の同▲2.8%からマイナス幅を拡げた。25 年に入り、米国の関税引き上げに伴う駆け込み需要で押し上げられた 3 月を除いて前月比の結果はマイナスで推移している。国別でも、米国は前月比▲2.8%と 2 か月連続でマイナス、ASEAN 向けは同▲12.1%と伸び悩んだ。米国との貿易交渉に進展が見られない状況下、輸出の停滞は今後も一層警戒される地合いにある。
- 5 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.2%、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+1.8%を記録した。総合ベースは 21 年 2 月以来の低水準となり、資源価格や情報通信費の軟化がインフレ抑制に寄与している。足許のインフレは BNM の想定通り制御可能な水準で推移していると判断できるが、夏場以降電気料金の引き上げや売上サービス税(SST)の適用拡大など複数のインフレ要因があり、インフレは緩やかに加速する見込みである。
- 7 月の MYR 相場について、上値を試す時間帯が見られながらも、トランプ関税に対する警戒感は続く予想される。目先では米国景気減速懸念や FRB の利下げ期待を受けた米金利低下が支援材料となりそうだが、相互関税延期期限となる 7 月 9 日のトランプ政権の出方次第では、高い対米貿易黒字を計上するマレーシアにも相応に影響が及ぶと考えられる。今後の米関税政策も予想が困難であり、それ故にドル高・ドル安双方向の動きに警戒する必要がある。かかる中、7~9 月期の想定レンジを 4.06~4.33 としており、ある程度値幅を持った動きも視野に入れている。

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 は利下げを継続

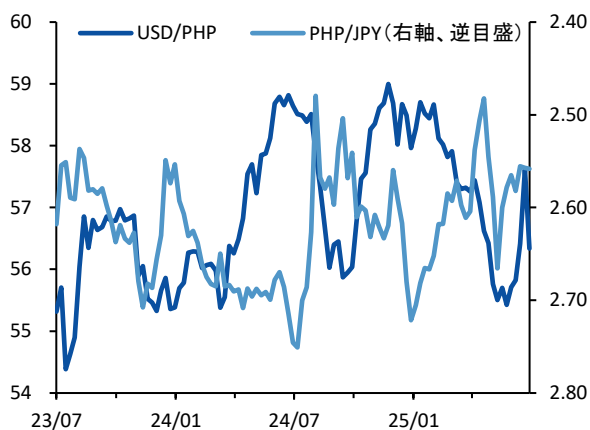
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の PHP は▲1.0%と下落した。月初は 55 台後半を推移していたが、中東情勢悪化への懸念の高まり、原油価格の急騰などを受けて 57 台後半をつけた。イスラエルとイランの停戦合意を受けてリスク心理改善と原油価格の落ち着きを背景に 56 台後半まで値を戻し、月末は 56 台前半で取引された。
- 5 日公表の 5 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.3%と 4 月(同+1.4%)から鈍化し、市場予想通りとなり 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 4 月から横ばいとなった。総合ベースではフィリピン中央銀行(BSP)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、物価情勢は低位で安定していると言えよう。
- BSP は、19 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を従来の 5.50%から 5.25%へ▲25bp 引き下げた。4 月会合から利下げを継続した格好だ。BSP は、インフレ見通しは和らいでい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+1.6%と前回会合から▲0.7%ポイント下方修正した。一方、2026 年については+3.4%、2027 年については+3.3%と前回会合から+0.1%ポイントそれぞれ上方修正した。インフレ期待についても安定しているとした。
- レモナ総裁は、インフレ見通しは和らいでおり緩やかな政策が必要だが、地政学的緊張の高まりや、外部の政策を巡る不確実性に伴うインフレリスクには注視が必要だと述べた。声明文では、米国の関税政策による不確実性や、中東での紛争に起因する世界経済活動の減速の兆候を指摘した。これにより、フィリピンの経済成長が鈍化するとの見方を示した。さらに、原油価格の上昇、電気料金調整、米国の関税引き上げがインフレ圧力を増加させる要因とした。
- レモナ総裁は先行きの金融政策に関してはデータ次第とした。状況が想定通りに進めば利下げは後 1 回とするも、データ次第では利下げ打ち止めもあり得ると述べた。引き続き不確実性が重要な課題としつつも、BSP は緩和姿勢を維持しており 2025 年は後 1 回の▲25bp の利下げが妥当と判断している。なお、2026 年と 2027 年のインフレ見通しを上方修正していることから、利下げは 2025 年で打ち止めになる可能性がある。
- 7 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、中東情勢が再び悪化する事態となり原油価格が再び急騰することとなれば PHP の下押し要因となるだろう。

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

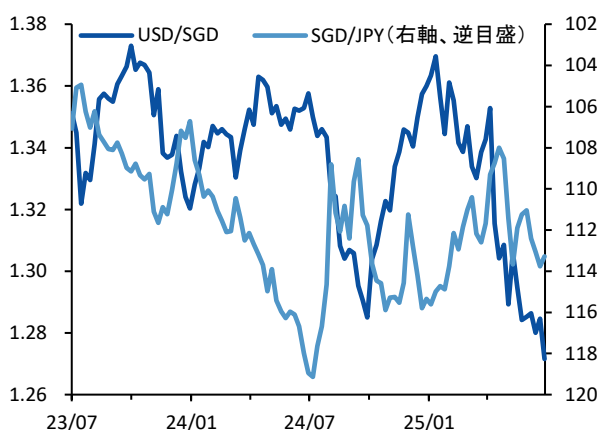
シンガポール: 下半期の高値更新の可能性は？

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 5 月末以降も対ドルで続伸している。月末にかけては 1.28 を割り込む時間帯も見られたが、ドルインデックスが▲1.9% 下落したことからもわかるように、ドル側の要因が強い。結果として、MYR や CNH といった地域の主要通貨に対するパフォーマンスは比較的良好だったものの、EUR、GBP、CHF、AUD といった主要通貨に対してはアンダーパフォームが目立った。
- 月内の S\$NEER (シンガポールドル名目実効為替レート) の動きに目を向けると、政策バンドの上半分を推移し、未だ高水準である。アジア新興国では、相互関税発動延期の期限が迫り、通貨のボラティリティは双方向に強まる見通しに変わりはない。そもそも相互関税は一律に課される 10% の関税部分を交渉で撤廃することはできない。それはシンガポールも例外でなく、それ故に米国との交渉で更なる成果を得られる期待は薄い。しかし、関税率が 10% に留まることが最終的に有利になる可能性がある。周辺諸国の対米交渉が成功しても、追加関税がすべて撤廃されるとは限らないからである。
- もともと、ASEAN 域内のサプライチェーンが成熟していることやシンガポールの貿易開放度が極めて高いことをふまえれば、相互関税はシンガポール経済にも多少及ぶだろう。現に 5 月の石油を除く輸出が前年比▲3.5% と 3 か月ぶりのマイナスに転じた。主要貿易相手国 (ASEAN、EU、米国、中国) の輸出が軒並み減速したことに象徴される通り、先行きの外需の見通しは明るくない。
- 5 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比+0.8%、民間道路輸送と住居費を除くコアインフレ率は同+0.6% で、4 月から僅かに減速した。今後のインフレ動向を注視する MAS にとって、この程度の変化は問題にならないだろう。さらに、シンガポール建国 60 周年を祝う動きが見られることから、物品・サービス全体の値引きによって、先行きのインフレリスクはさほど強くない状況だ。
- 7 月 SGD は引き続きドルの方向感に左右されるが、欧州通貨など他の主要通貨に対してはアンダーパフォームとなるだろう。ASEAN 諸国では、リスク心理の悪化もあいまってシンガポールも含めて金融緩和の動きが強まりつつある中、政情不安や財政難といった個別要因で逆風に見舞われている通貨もある。今後ドルの方向感が直近数か月の様な一方向的な動きにはならないと考えており、現在の水準が年間での高値圏と想定している。以上を踏まえて、7~9 月期の想定レンジを 1.28~1.31 としたい。

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: 下半期の THB 相場の行方は？

シニアマーケット・エコノミスト

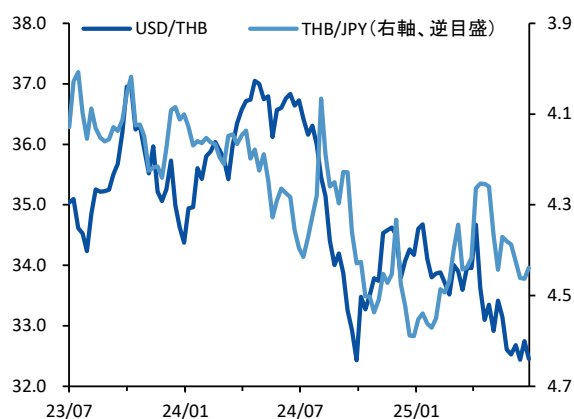
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

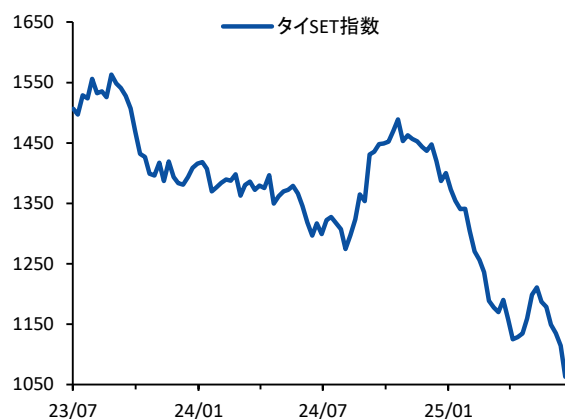
- 6 月の THB は対ドルで前月比+1.3%の上昇。月初、32 台半ばで取引を開始。月前半は方向感を探る展開となり、32.60 を中心に小動き。中旬、米中貿易交渉の進展期待から小幅に上昇するも長続きせず。月後半は中東情勢の悪化からリスク心理が悪化し、THB は 33 台を上抜け月高値を更新。その後、イラン・イスラエルの停戦合意が報じられたほか米経済指標の軟化に伴う FRB の利下げ期待の高まりもあり、一時月高値の 32.30 台まで上昇。月末はタイ中央銀行 (BOT) による THB 高のけん制発言もあり、小幅に軟化して取引を終えた。
- タイ・カンボジア国境間での紛争が本格化しつつある。ペートンタン首相がカンボジアのフン・セン前首相と電話協議した際に、タイ国軍幹部を批判したことが判明し、タイ上院はこの発言によって首相の解任を求める請願書を提出した。また、連立与党第 2 党のタイ誇り党は一連の報道を受けて、与党から離脱する方針を発表し、タイの政治情勢はにわかに不透明感を強めている。
- タイ中央銀行 (BOT) は 25 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の 1.75% に据え置いた。国内経済について、25 年上半期は製造業をはじめ輸出部門が堅調で従前の予想以上の成長が見込まれると総括した。片や、先行きについては不確実性が強まる地合いにあり、段階的に減速するとの見方を示した。具体的には、25 年の成長見通しは前年比+2.3%、26 年は同+1.7%とした。
- 物価動向について、地政学リスクの高まりによってエネルギー価格が再上昇する可能性は残るものの、今後インフレは目標レンジ近辺で安定的に推移するとの見方を示している。25 年、26 年のインフレ予想については、総合ベースが同+0.5%、+0.8%とし、コアベースでは同+1.0%、+0.9%と見込んでいる。
- かかる中、BOT は緩和的な金融環境を維持しつつ、経済を下支えしていく姿勢を強調した。今後については、経済や物価見通しや外部リスクを注視しつつ適切な対応を講じると述べており、追加緩和の可能性も示唆している。
- 7 月は対米交渉の行方が最大の注目点となるだろうが、タイが米国と個別に交渉が合意に達する可能性は限定的だろう。25 年上半期の THB は総じてドル安に助けられた側面が大きい。国内要因に目を向けると、先述の通り、景気後退懸念、政情不安も浮上している。個別要因での買い要素に乏しく、足許では中東リスクもあいまって市場心理が悪化しつつある中で、ドルの続落に賭けた THB の続伸は期待しにくくなっている。
- かかる中、7~9 月期のレンジを対ドルで 31.6~33.9 と予想する。

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: 中東情勢緊迫化による「漁夫の利」

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

- 6 月の RUB は対ドルで底堅く推移している(25 日時点)。中東情勢の緊迫化による原油価格の上昇が追い風となった面が大きいだろう。現時点で、ロシアはイランとイスラエルの攻撃の応酬からは距離を置く一方、「漁夫の利」を得ているとの見方が根強い。
- ロシアのプーチン大統領は、モスクワを訪問したイランのアラグチ外相と 6 月 23 日に会談した。アラグチ外相は、ロシアとの「共通の懸念と共通の敵」を強調し、両国の友好関係と連携の重要性を訴えた。プーチン大統領は、米国の軍事行動に対して「いかなる根拠も正当性もない」と非難し、国際法違反であると強く批判した。ただし、ロシアとイランが今年 1 月に署名した「包括的戦略パートナーシップ条約」には、有事における相互軍事支援は含まれておらず、プーチン大統領もイランからの正式な支援要請がないことを理由に、軍事介入には慎重な姿勢を示している。
- 一方、中東情勢を巡る緊迫化のさなかに開催された G7 首脳会議では、ロシア産原油の上限価格の引き下げ措置は最終的に見送られた。英国や EU 諸国は、ロシアの戦費調達能力を削減するために、現行の 1 バレル＝60 ドルの上限を 45 ドルに引き下げることを提案していた。しかし、石油価格上昇による自国への影響を懸念する米トランプ政権がこの提案に慎重な姿勢を示したため、G7 全体としての合意には至らなかった。これも、中東情勢緊迫化に伴う原油価格急騰と無縁ではないだろう。
- イランとイスラエルの間で停戦がひとまず実現したものの、火種は残る。米国をはじめ国際社会のウクライナ情勢への関心が低下するリスクが懸念される。

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



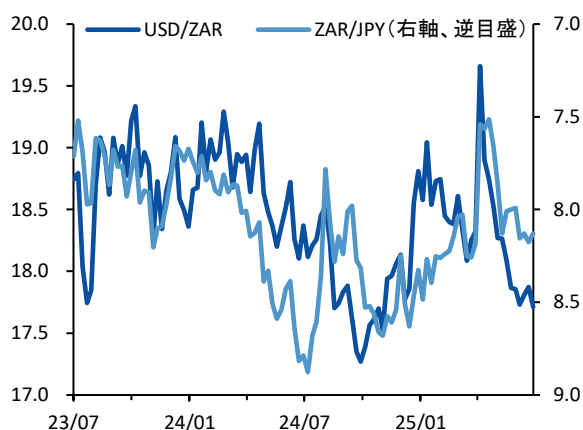
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

南アフリカ: 追加利下げが焦点に

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

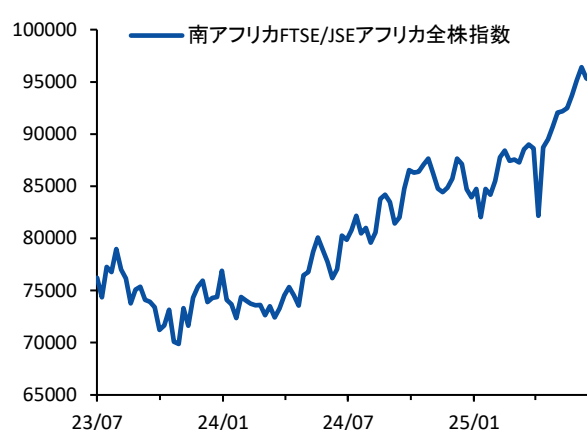
- 6 月の ZAR は、13 日以降、中東情勢の緊迫化を受け安全資産への逃避が強まり、対ドルで下落する展開が見られた。しかし、その後にイランとイスラエルの間で停戦が発表されたことで市場の不安心理が和らぎ、徐々に安定を取り戻している。25 日時点では、前月比+1.4%と上昇して推移している。
- 経済指標では、6 月 3 日に発表された 2025 年 1～3 月期の実質 GDP 成長率が前期比でわずかに+0.1%のプラスとなり、前四半期の+0.6%からさらに減速した。市場ではマイナス成長が予想されていたため結果はややポジティブに受け止められたが、実質的には停滞を示す内容である。鉱業と製造業が大きな足かせとなり、それぞれ GDP 成長率を▲0.2 ポイント押し下げた。製造業も石油化学、食品、自動車分野で不振が続き、米国の通商政策の不透明感や国内需要の弱さが影響している。一方で、農業は+15.8%の大幅な成長を記録し、GDP 全体を+0.4 ポイント押し上げるなど、唯一の明るい材料となった。前年の天候不順や動物疫病からの回復が背景にあるだろう。サービス部門では、貿易、金融、運輸がわずかに成長したが、インフレの鈍化や利下げの効果にもかかわらず、力強さには欠ける。
- 7 月に向けては、米国による相互関税の引き上げ猶予期限(7 月 9 日)と、南アフリカ準備銀行(SARB)の追加利下げの可能性が注目される。SARB は 5 月に政策金利を 7.25%へ引き下げ、インフレ見通しを+3.0%へと下方修正した。さらに、SARB は 2025 年の GDP 成長率見通しを+1.2%へと引き下げており、年初の+1.8%、+3 月時点の 1.7%からの連続的な下方修正となっている。2025 年 1～3 月期の成長率低迷は、こうした SARB の見方を裏付けるものになったと言える。SARB が追加利下げを行う可能性は引き続き高いと見られる。
- 中東情勢が再び悪化するリスクには警戒が必要ながら、米国経済の減速や FRB の利下げの可能性が意識されるなかで、為替市場ではドル安傾向が鮮明となりつつあり、ZAR は対ドルで緩やかな増価基調を辿ると見込まれる。SARB が追加利下げを実施したとしても同中銀のインフレ警戒姿勢を考慮すれば、大幅利下げに踏み切る可能性は低い。金融緩和をきっかけに ZAR が大幅に売られる展開は想定しにくい。

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



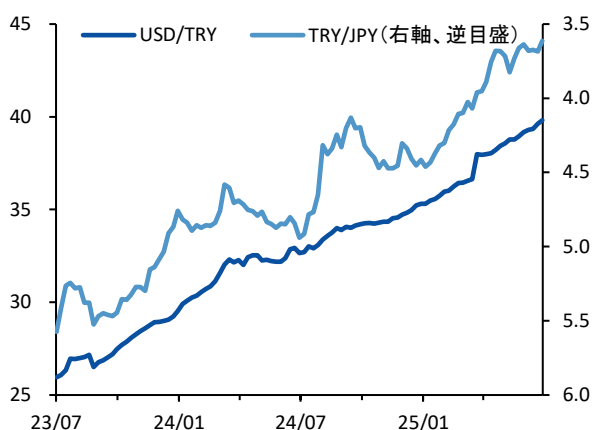
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 中東情勢緊迫化もあり利下げ再開を見送り

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

- 6 月の TRY は 3 月中旬以降の対ドルでの下落基調が続き、25 日時点では前月比 ▲1.4% となっている。中東情勢の緊迫化と原油価格の急騰は、直接的には TRY 相場への影響はそれほど見られなかったものの、トルコ経済や TRY にとって大きなリスク要因となりうる。トルコはエネルギーを輸入に大きく依存しており、中東産原油への依存度は、IEA (国際エネルギー機関) の分析によると、およそ 40~45% と高いためだ。
- トルコ中央銀行は 6 月 19 日に政策金利を市場予想通りに 46.00% で据え置いた。声明文では、地政学リスクが、保護主義の動きに並ぶ、インフレを抑制する過程を阻害するリスク要因として挙げられている。6 月 13 日に始まったイスラエルによるイランの攻撃と、それに伴う原油価格の急騰への警戒感を示しているのだろう。
- 一方、6 月 12 日にシムシェキ財務相が、為替保証付きリテラ預金制度 (KKM) は完全に終了する見込みと発言したことは、2023 年以降の金融・財政政策が着実に結果に結びついていることを意識させるものとなった。KKM は、預金者が TRY 建てで預金を行うと、満期時にドル建て預金との比較で「為替差損」が発生した場合は政府が補填する預金制度であり、TRY の急落に伴いトルコ国民の預金のドル化が懸念されていた 2021 年 12 月に導入された。KKM は一時的に TRY 安を抑える効果があり、預金残高は最大で 1,440 億ドル相当に達した。しかし、政府の補填コストが財政を圧迫し、長期的には持続可能性が疑問視されていた。2023 年 6 月以降、トルコ中銀が金融引き締めに転じたことで、KKM の役割が縮小し、2024 年末には制度の終了が正式に発表された。KKM の残高自体も既存の預金契約の満期到来につれ縮小し、ピーク時の 10 分の 1 程度に圧縮されている。
- イランとイスラエルの間で停戦が発表されたことで市場の不安心理が和らぎつつあり、為替市場が再びドル安方向に傾きつつあることは、TRY にとっては安心材料である。トルコ国内の政治不安定化リスクには引き続き警戒感が必要なが、トルコ中銀の高金利政策継続が支えとなる中で、TRY は緩やかな対ドルでの減価傾向を維持すると見ている。

図表 21: トルコリラ (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブール 100 種指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ブラジル: 利上げサイクルの一時中断を示唆

マーケット・エコノミスト

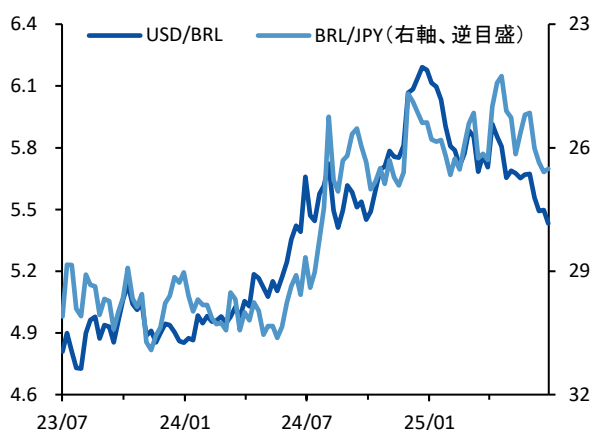
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

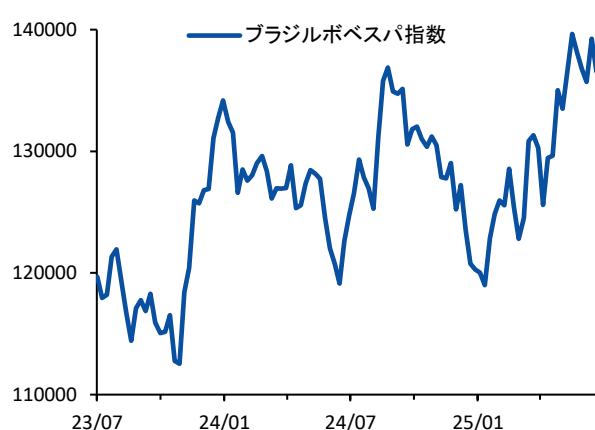
- 6 月の BRL は+5.36%と反発した。海外投資家によるブラジル株式の買い越し傾向に加え、商品市況の好調推移、インフレ鈍化と利上げ実施に伴う実質(政策)金利の高まりなどが好感された模様だ。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 6 月 18 日、金融政策委員会(Copom)を開催し政策金利を従来の+25bp 引き上げ 15.00%とした。ブルームバーグの事前調査では利上げ打ち止めが優勢だった。今後の金融政策決定に関しては、「予想されるシナリオが実現した場合～(中略)～インフレ率の目標への収束を確実にするのに十分かどうかを評価するために、利上げサイクルの中断を予想する」と述べた。反面、「適切な場合には利上げサイクルを進めることを躊躇しない」ともしていることから、あくまで利上げの一時中断を決定した、と解釈するべきだ。
- とはいえ、利上げサイクル継続の確度は低い。政策金利から 1 年先の期待インフレ率を差し引いた短期実質政策金利は本稿執筆時点で+10.34%であり、BCB が想定する中立金利である+5.00%の遥か上方に位置している。インフレ期待のデアンカリングや需給ギャップのタイト化を考慮にいれても、明らかに「引き締め過ぎ」だ。通貨安とインフレが負のスパイラルに陥るような状況が再来しない限り、利上げサイクルを続ける必要性には乏しい。
- 半面、利下げ着手には相応の時間を要するだろう。BCB も、「現在の金利水準が非常に長期間安定すると仮定する」「非常に長期に渡る、大幅に引き締めの金融政策が必要」としている。24 日に公表された議事要旨もタカ派的な内容が目立った。BCB がどの程度の時間軸を想定しているのかは定かではないが、年内利下げ着手の確度は徐々に下がってきているように思える。
- 7 月の BRL は売り戻しを想定。BCB の利上げサイクルが終了したと思われる中、IMM 通貨先物取引で捕捉可能な「投機の BRL 買い」は続かないと考えておきたい。加えて、目下ルラ政権と議会では、金融取引税(IOF)引き上げの是非に関し議論が紛糾している。IOF 引き上げに関し議会が賛同しない状況が続けば、追加的な歳入増加か歳出削減が必要になる。ルラ政権に真に求められるのは歳出削減なのだが、極左思想が拭えない中、高所得者への課税強化に躍起になっているように映る。現状はそれほど BRL の説明変数にはなっていないが、いつ財政悪化懸念が BRL 安を起すかは予断を許さない。IOF を巡る報道を見る限りルラ政権の左派的思想にはほとんど変化は見られない。来年大統領選挙を控える中、最も警戒すべきはやはり財政政策である。

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 は利下げペースの鈍化を示唆

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

- 6 月の MXN は+3.68%と続伸した。資源価格の上昇に加え、米墨通商交渉に纏わる楽観的なムードが支えになっているようだ。下記に記載の通り、中央銀行の利下げペース鈍化の思惑も背景として指摘できるかもしれない。
- メキシコ中央銀行 (Banxico) は 6 月 26 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を▲50bp 引き下げ、8.00%にすることを決定した。Banxico はインフレ見通しを明確に引き上げたうえ、フォワードガイダンスでは、これまで見られた「同程度の利下げを検討」との文言を削除した。明らかに、▲50bp 利下げ継続のガイダンスは撤回されたといえる。これは、年央以降における利下げペースの鈍化を予見していた筆者の見方と整合的である。例えば、政策金利から 1 年先期待インフレ率を差し引いた短期実質政策金利は、依然として Banxico の想定する中立実質政策金利を上回って推移しているものの、徐々にその水準に接近してきている。インフレ見通しの悪化も踏まえれば、利下げペースの鈍化は妥当な判断だ。以上の要素に鑑み、政策金利は 2025 年末で 7.00%、2026 年 6 月末時点で 6.50%と想定したい。
- 7 月の MXN は、底堅い推移を想定する。米相互関税の上乗せ部分延期の期限を控えるが、市場では更に延長されるとの見方も根強い。トランプ氏の発言を踏まえれば一律での再延期は難しいのだろうが、少なくとも、前向きな交渉を行っている国々に関しては何かしらの恩赦が与えられるのではないかと。メキシコはそもそも相互関税の対象外なので直接的な影響は軽微だが、相互関税関連のニュースフローが好感される可能性に警戒したい。
- 他方で巻末の通り、向こう 1 年程度で見れば MXN に対し弱気な見通しを維持している。主な要因を 3 点挙げれば、まず第一に、2026 年には USMCA (米国メキシコカナダ協定) 見直しを控える中で、年内にも協議が開始される可能性が高い。米政権のこれまでの挙動を踏まえる限り、メキシコにとって不利な条件が提示されるだろう。この点は、対内直接投資の減退とそれに伴う域内製造業部門の停滞に直結する。第二に、海外労働送金の減少が継続すると見込まれる。既に海外労働送金は減少基調にあるものの、米政権の移民厳格化政策、および米労働市場の一層の冷え込みを受け、今後も軟調推移を辿る可能性が高い。第三に、投機的な MXN ロングポジションの持続性は疑わしい。半面、見通し期間の後半にかけては、Banxico の利下げ停止を背景に値を戻す展開を想定したい。

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 1～6月(実績)	SPOT	2025年 9月	12月	2026年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	7.1574 ~ 7.3512	7.1638	7.23	7.12	7.14	7.11	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.8500	7.8498	7.82	7.81	7.79	7.79	7.80
インドルピー	(INR)	83.764 ~ 87.950	85.765	86.2	85.8	86.3	85.2	85.5
インドネシアルピア	(IDR)	16130 ~ 17224	16238	16300	16500	16250	16000	16000
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ~ 1487.45	1353.50	1380	1360	1340	1330	1320
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1873 ~ 4.5185	4.2095	4.18	4.26	4.14	4.07	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ~ 58.715	56.335	55.4	56.1	55.2	54.4	54.4
シンガポールドル	(SGD)	1.2709 ~ 1.3751	1.2710	1.30	1.31	1.30	1.29	1.29
台湾ドル	(TWD)	28.790 ~ 33.280	29.232	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	26117	26100	26200	26100	25900	26000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	76.8453 ~ 114.779	78.3143	80.0	82.0	84.0	88.0	90.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.5776 ~ 19.9328	17.7142	17.6	17.4	17.6	17.8	18.0
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ~ 41.2972	39.8325	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	5.4316	5.55	5.60	5.65	5.75	5.80
メキシコペソ	(MXN)	18.7400 ~ 21.2932	18.7479	18.9	19.4	19.5	19.6	19.4
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.145 ~ 21.666	20.130	20.06	20.51	20.17	20.39	20.56
香港ドル	(HKD)	18.031 ~ 20.403	18.333	18.54	18.69	18.49	18.61	18.72
インドルピー	(INR)	1.644 ~ 1.848	1.678	1.68	1.70	1.67	1.70	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.886	0.890	0.885	0.886	0.906	0.913
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.632	10.51	10.74	10.75	10.90	11.06
マレーシアリングギ	(MYR)	31.951 ~ 35.699	34.266	34.69	34.27	34.78	35.63	35.96
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ~ 2.726	2.558	2.62	2.60	2.61	2.67	2.68
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ~ 116.09	113.23	111.88	111.79	110.94	112.49	113.27
台湾ドル	(TWD)	4.310 ~ 5.018	4.923	4.83	4.92	4.91	5.00	5.03
タイバーツ	(THB)	4.150 ~ 4.653	4.435	4.50	4.42	4.39	4.46	4.52
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5510	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	1.838	1.81	1.78	1.71	1.65	1.62
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ~ 8.525	8.123	8.24	8.39	8.18	8.15	8.11
トルコリラ	(TRY)	3.565 ~ 4.481	3.610	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	26.497	26.13	26.07	25.49	25.22	25.17
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ~ 7.790	7.676	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 1 日の 7 時 35 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(6 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。