

2025 年 8 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

| | |
|------------------------------|----|
| 新興国:高関税回避の安堵ムードは持続するのか | 2 |
| 中国:対米貿易交渉に譲歩を示さない方針 | 3 |
| インド:RBI は利下げ停止へ | 4 |
| インドネシア:米国との関税交渉が妥結 | 5 |
| 韓国:米国との相互関税率は 15%で合意 | 6 |
| マレーシア:MYR 続伸の追加材料に欠く | 7 |
| フィリピン:内外政治に揺れる展開 | 8 |
| シンガポール:現状、過度な金融緩和は見込めず | 9 |
| タイ:リスクは点在し、楽観は出来ない状況 | 10 |
| ロシア:米追加経済制裁観測が高まる | 11 |
| 南アフリカ:国内の政治対立が改善へ | 12 |
| トルコ:市場予想を小幅に上回る利下げ | 13 |
| ブラジル:対米関係が急速に悪化 | 14 |
| メキシコ:緩衝材となる USMCA | 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

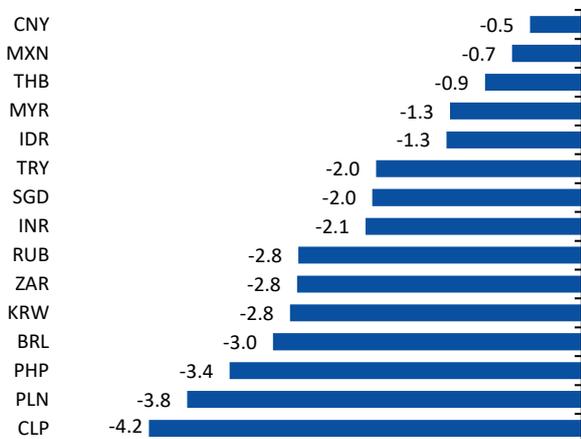
新興国：高関税回避の安堵ムードは持続するのか

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

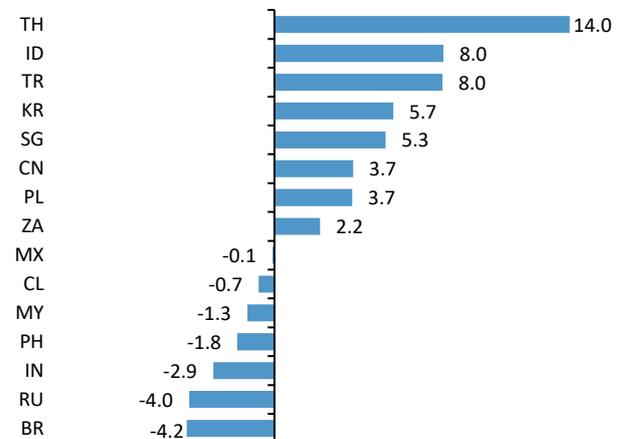
- 7月の為替相場はドル買い優勢となった。月前半は、米6月雇用統計の結果から米金利が騰勢を強め、新興国通貨の重しに。中旬はトランプ米政権の相互関税に関する情報発信や米6月消費者物価指数の結果にドル優勢の時間帯が続いた。以降は、米国の関税政策の厳格化は避けられるといった見方が支援材料となり持ち直すが、欧米間での通商交渉が合意したこと、FOMCにおける情報発信がドル買いに繋がって月末にかけてやや値を下げた。
- 米国との関税交渉もアジア諸国を中心に着実に進展している。本稿作成時点で、ベトナムを皮切りにインドネシア・フィリピン・韓国が合意に至った。特にベトナムは近年多額の対米貿易黒字を計上し、4月時点では46%の高い税率が設定されるなど、トランプ政権のターゲットにもなっていた。交渉の結果、20%で着地しており、今後対米貿易黒字国については、20%の税率が1つの目安となりそうな印象だ。実際にインドネシア・フィリピンは19%、韓国は15%で合意したことが報じられている。なお、米国製品の関税率の引き下げなども交渉の要素になったが、為替が直接的に協議されたことは確認されていない。
- 7月FOMCは現状維持となり、利下げは見送られた。パウエル議長会見でも言及されていたように、関税引き上げによるインフレへの影響が読めないため、動けないというのが実情と見受けられる。既報の通り、パウエル議長の後任人事が利下げ期待の中心にある。しかし、年内はインフレを無視した利下げは持続不可能との織り込みを進めばこれがドル相場を支える可能性もある。
- 実際に7月に入り、ドルインデックスは下げ止まる動きになっている。米国の厳格な関税政策は回避されるという思惑や利下げに慎重なFRBの姿勢もその要因になったと考えられる。特に前者について、トランプリスクの回避に伴い市場心理の改善が続けばドル・新興国通貨双方にとってプラスに働くと予想される。
- 一方で、米国が発動を延期してきた相互関税は8月以降、順次発効となる。その影響が短期間で経済に波及する度合いは限定的であることが予想されるため、各国政府・中銀がトランプ関税の影響を見極める時間帯は続くだろう。しかし、念頭に置きたいのは、殆どの国でトランプ政権以前の水準から関税率は引き上がるという点だ。市場の安堵ムードの持続性は信用できるものと考えていない。一旦休暇シーズンに入ることもあり、相場にも動きが出にくい時間帯も出そうだが、年末までのFRBの動きを占う上でジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエルFRB議長の情報発信には改めて注目したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2025年7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7月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 対米貿易交渉に譲歩を示さない方針

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

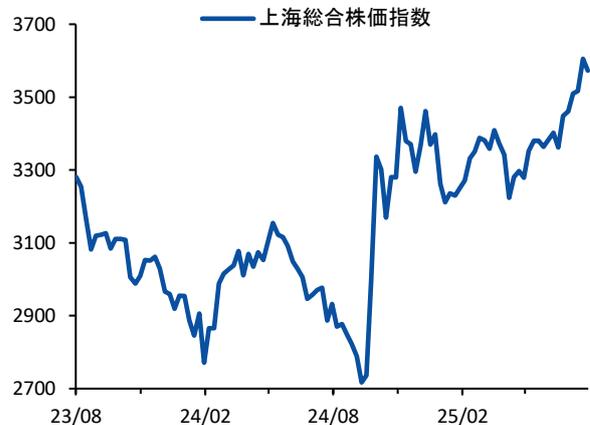
- 7月のCNYは対ドルで▲0.5%下落。月初、7.17 近辺で取引を開始し、底堅い米国経済指標やトランプ政権の情報発信を受けた米金利上昇が重しとなり、7.18 を挟んだ推移。中旬、4～6 月期実質 GDP が公表されるも為替への影響は限定的。下旬に入ると、日本やフィリピンなどが米国との貿易交渉が合意したことを背景にリスク心理が改善し、CNYも月高値の7.15 台まで上昇。月末にかけては欧米間での貿易交渉合意、利下げに慎重なFRBの姿勢がドル買いに繋がりCNYは一時月安値の7.20 台まで値を下げて取引を終えた。
- 25年4～6月期実質GDP成長率は前年同期比+5.2%と1～3月期の同+5.4%から減速。上半期は政府目標の+5.0%前後を維持したが、足許の景況感を確認する限り目に見えて景気が回復しているとも言い難い。内需の持ち直しを示唆するデータに乏しいのも事実で、小売売上高は25年に入り増勢を維持してきたが、直近の6月分では政府の補助金効果がありながらも伸びが鈍化し、不動産市況についても低迷が続く。逆資産効果の影響で景気や消費者心理が押し上げられない状況と読める。総じて数字ほどの力強さがあるようにも映らず、引き続き政府の財政出動を通じた景気支援が必要なものと考えられる。
- 米国との貿易交渉について、7月もストックホルムで閣僚級の協議が実施された。具体的な数字で合意に至るとの報道はないが、高関税の発動は引き続き延期となることが濃厚だ。米国は7月に入りアジア諸国との交渉で合意に漕ぎ着けており、特に迂回輸出に対しては各国への相互関税率よりも高い水準を設定すること方針である。これは明らかに中国の迂回輸出が意識されているだろう。GDP統計でも示唆されるように、ここ数年の中国経済は外需頼りの様相を呈しており、中国自身だけでなく周辺国の米国との交渉の行方が年間の目標達成のポイントになってきそうだ。
- 8月のCNY相場については、相場の急変動はないものの、米中貿易交渉に関する報道に上下する時間帯は出てくるだろう。25年はドル安の裏でCNYも周辺国通貨との比較で下げており、今後米国のターゲットになる状況も想定される。現状両国の交渉では為替が争点になっているとの報道はないものの、米国は上半期に公表した為替報告書では公式または非公式の手段を通して介入しているとの証拠が得られた場合、為替操作国として認定する可能性も示唆している。仮に貿易交渉が合意となった場合でもトランプ政権が中国に対して市場開放やCNY安修正を訴える状況は続くことが見込まれよう。

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: RBI は利下げ停止へ

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

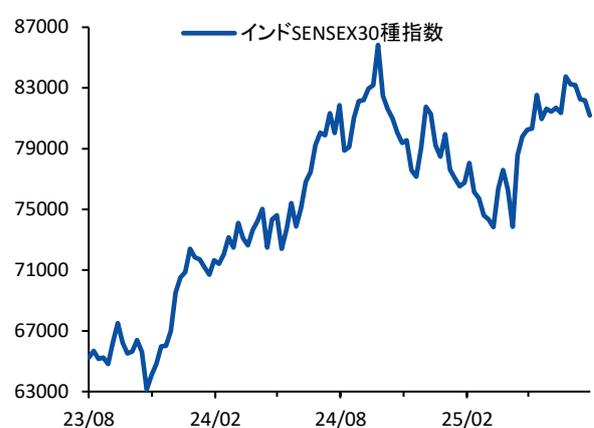
- 7月の INR は▲2.11%と下落。単月でこの下落幅は、変動性の小さい INR にとっては珍しい。月を通してじりじりと対ドルで売られる展開。資源価格の上昇に加え、海外投資家によるインド株式の売り越し傾向などが嫌気された模様。
- 米印通商交渉は、多段階交渉の第一段階の合意が模索されている。インドは7月に関税書簡を受け取ってはいないが、26%とされる相互関税賦課の停止期限は8月1日に他国同様に延期された。もっとも、トランプ米大統領は30日、25%関税と、対露取引に関する懲罰を持ち出して脅しをかけた。交渉を進めるためのブラフである可能性が高いが、インドはさほど急いではいないようだ。実際匿名のインド政府関係者のコメントとして、8月に一旦高関税を甘受したうえで、広範な貿易協定妥結に向けた交渉を8月中旬に再開する意向との声も聞こえてくる。状況が流動的であるため本稿脱稿後の情勢が全く読めないことはご理解いただきたいが、米国の返り血の大きさや安全保障面でのインドの重要性などに鑑み、中期的には両国通商交渉は軟着陸すると想定する。
- インド準備銀行(RBI)は8月6日に8月金融政策会合(MPC)の結果を公表する。前回6月会合は▲50bp 利下げを行ったものの、政策スタンスは「緩和的」→「中立」に変更された。総裁会見でも言及された通り、2月より始まった計▲100bp の利下げサイクルが踊り場に到達したことは間違いない。直近のコア物価の強さも考慮に入れば、8月会合では政策金利の据え置きが決定される可能性が濃厚だ。
- もっとも、「次の一手」があれば利下げなのだろう。マルホトラ RBI 総裁は7月に複数回の発言機会を持ったが、ハードルの高さこそ強調したものの、追加緩和の余地があることを明言した。PMI などの推移をみる限り域内経済は底堅い模様で、すぐに追加利下げが行われる可能性は低い。もっとも、天候情勢による野菜価格の動向、米印通商交渉の成り行き次第では、予測期間内において追加利下げも否定されない。ただ、よほどのことがなければ、深い追加利下げは不要だ。予測期間内で、追加利下げはあっても2回と想定する。
- 8月の INR は、底堅い推移を予測。引き続き、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。7月には米印通商交渉に関し停滞感が漂っていたが、8月には何かしらの進展が期待される。安心感から証券投資フローの回帰も期待されるだろう。RBI の利下げ見送りも INR の下支えになりそうだ。

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: 米国との関税交渉が妥結

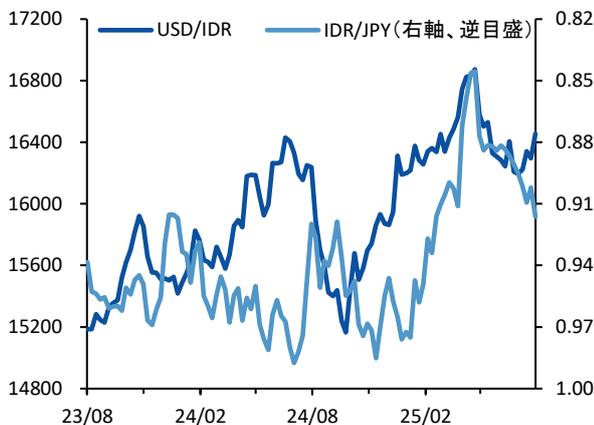
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

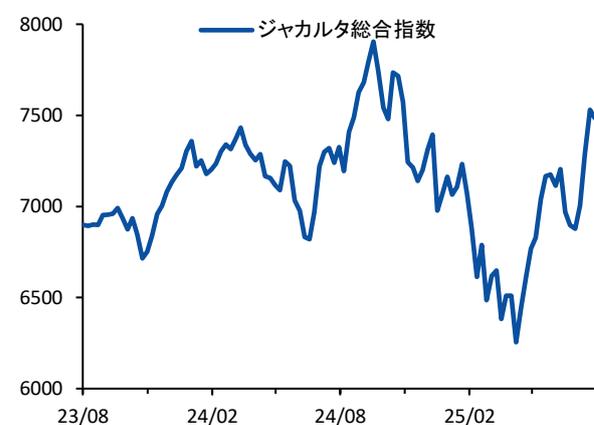
- 7月のIDRは▲1.3%下落した。月初から中旬にかけては16200台を中心として推移。米国の関税発動が8月1日に延期されたことや米国の良好な経済指標の結果を受けてドルが強含むなか、IDR安方向へ。29日には16400台をつけ、月末も同水準で取引された。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は7月15~16日に開催した金融政策会合で、政策金利のBIレートを▲25bp引き下げて5.25%にすることを決定。昨年9月に始まった累積の利下げ幅は▲100bpになった。
- 声明文およびペリーBI総裁の会見では、IDRの安定性の維持やインフレ情勢、経済成長への支援の必要性への言及がみられた。今回会合では8月1日から予定される、米国によるいくつかの国に対する相互関税の引き上げ発表後、再び世界経済の不確実性が高まっていると述べた。米国の関税政策は、特に先進国における経済活動を弱める可能性があるとの見方を示した。IDRの動きに関してはグローバルな不確実性が高まるなかで安定を維持しているとの認識を示した。
- 前回会合では外部の不確実性の高まりも相俟って慎重な姿勢を示していたが、IDR相場が安定的に推移したことに加え、米国との関税交渉が15日に合意に至り、相互関税率が従前提示の32%から19%に引き下げられたことも今会合での利下げを後押しした可能性がある。先行きに関しては、ペリー総裁は「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。
- 上述の通り、15日にトランプ米大統領はインドネシアとの関税交渉妥結を公表し、4月の「相互関税」、および7月に入って公表された「新関税率」双方が32%に設定されていたが、今回インドネシアへの関税は19%に引き下げられた。22日の共同声明において貿易協定の概要を公表。インドネシアは米国からの輸入品の99%で関税を撤廃、米国からエネルギー・農産品合計で195億ドル相当に加え、航空機を32億ドル相当購入する。また、インドネシアは米国の自動車安全基準を受け入れるほか、農産品・食品の輸入許認可制度の対象から米国産品を外す。関税引き上げにより、貿易収支悪化の可能性は高いと見ているものの、インドネシア経済への影響は限定的と想定する。
- 8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。もっとも、貿易収支の悪化への懸念も重しになる中、大幅な上昇は見込みにくいだろう。

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

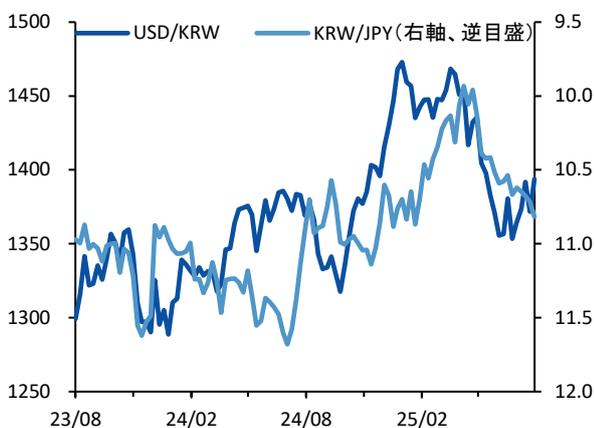
韓国: 米国との相互関税率は 15%で合意

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

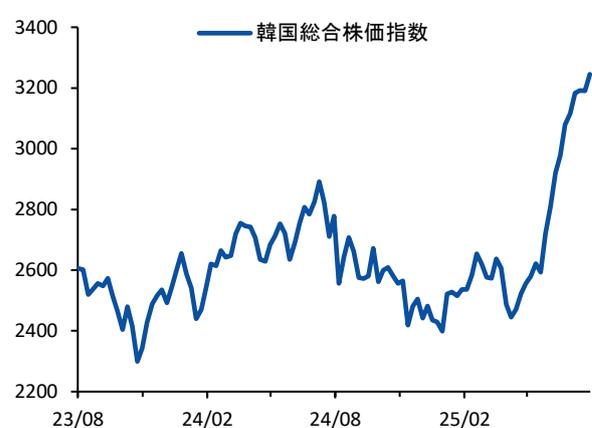
- 7月のKRWは対ドルで▲2.8%の下落。月初、1350近辺で取引を開始。月前半は米6月雇用統計の結果から米金利が上昇しドルに押される展開。その後も米国から25%の相互関税率が提示されるなど買い要素に欠く状況は続き、米6月消費者物価指数(CPI)の内容を受けて月安値の1390台まで上昇した。月後半はトランプ関税の厳格化が回避されるとの見方から持ち直すも。月末にかけてはFOMCでの情報発信からドル優勢となり、月安値近辺で取引された。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は10日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を従来の2.50%に据え置いた。声明文では韓国経済について、輸出部門の先行き懸念から成長の鈍化を示唆した。4~6月期実質GDP成長率は前年同期比+0.5%と前四半期の横ばいから持ち直したものの、相互関税を見越した輸出の前倒しや在庫の拡充がGDPを押し上げる格好となっており、持続性には疑問が残る。
- 物価動向について、直近の6月CPIは前年比+2.2%と5月の同+1.9%から加速。BOKは目先のインフレリスクとして、都市部をはじめとする不動産価格の上昇を指摘しており、これに付随して住宅ローンの増加ペースも早まっていることに警戒感を示した。
- かかる中、BOKは米国との貿易交渉の不透明感のほか、金融緩和に伴う不動産市況の加熱を考慮した上で、今回の政策決定に至ったものと推察される。今回はインフレ再加速に関する警戒感も見られていたが、利下げの打ち止めに至る材料ではないことに留意したい。委員会メンバーの過半数が3か月以内の追加利下げを支持しており、第一に警戒されるのはトランプ関税の影響に伴う一層の韓国経済の下押し懸念である。李BOK総裁も現時点ではいつ利下げをするか、また利下げの終了のタイミングについて言及するのは難しいと述べ、今後の金融政策運営は外部環境に左右されることも示唆している。
- 7月末には米国との相互関税率が15%で合意した。懸案の自動車への関税率も15%となり、当初の水準が25%であったことを踏まえれば土壇場で交渉を纏めた格好だ。もともと、日本と同様に米国への投資を約束する内容になっているほか、米国からエネルギー輸入を増加させる取り決めもあったと報じられており、基本的には貿易収支や為替需給にとってはネガティブなものとなる。足許では米国との貿易摩擦の深刻化を回避した安堵感が見えるものの、今回の合意を踏まえた中長期的なKRW相場への影響については注意が必要だ。

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



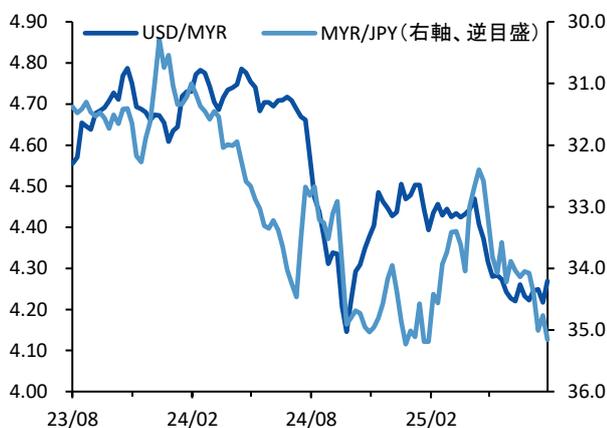
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:MYR 続伸の追加材料に欠く

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

- 7月のMYRは対ドルで▲1.3%の下落。月初4.20台後半で取引開始。米金利低下が支援材料となりつつ、一時月高値の4.17台をつけたが、トランプ政権の相互関税の再提示を受けて4.24台まで下落。中旬、一時月安値の4.26台まで下げるも売り一巡後はやや動意を欠いた。下旬、複数の国が米国との関税交渉合意に至ったことから、リスク心理が改善し上昇。MYRは4.22台まで持ち直すも、ドルの堅調推移を受けて4.27近辺で取引を終えた。
- マレーシア中銀(BNM)は9日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の3.00%から2.75%に引き下げた。BNMは外部環境の不確実性にも鑑みて、予防的に利下げを実施すると述べた。4~6月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%と1~3月期の同+4.4%から加速したものの、後述の通り、内需にもやや減速感が出てきているほか、関税が重しとなって輸出の伸び悩みも懸念材料となっている。マレーシアも対米貿易黒字を多く計上する国の一つであり、トランプ政権が7月31日に提示した税率は19%となっている。マレーシアを含めて直近の輸出実績は関税率上昇を見据えた駆け込み需要の影響も強く、今後は揺り戻しを受けることが想定される。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.1%、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。資源価格や情報通信費の軟化がインフレ鈍化の主因であるが、個人消費の持ち直しが一巡しつつある中で、需要の勢いが弱まっている可能性も指摘されている。マレーシア政府は7月下旬に国民に対して一律に給付金を支給することを発表し、燃料に対する補助金を続ける方針である。年初来のインフレ率は総合ベースが同+1.4%、コアベースでは同+1.9%とBNMの予想の+2.0~3.5%とかい離の少ない動きとなっている状況もあり、BNMはやはり景気減速に警戒感を強めている。BNMは先行きの外部環境の変化を勘案しつつ、景気・物価の評価を続ける方針を強調しており、景気の下振れリスクが強まれば、追加利下げも視野に入る状況だ。
- 8月のMYR相場について、米国の関税政策の過度な厳格化が避けられたことでリスク心理は改善傾向だが、米国の関税交渉も着実に進捗していることがドルの買い戻しにも繋がっている。これに伴い、4~6月期に継続したドル安も小休止する展開が想定され、MYRが上値を探るには相応の材料が必要である。BNM会合を見ても金利の先高観は弱く、関税強化に伴う対米貿易の減速はある程度念頭におく必要があり、MYRの下落にも備えたいところだ。

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:内外政治に揺れる展開

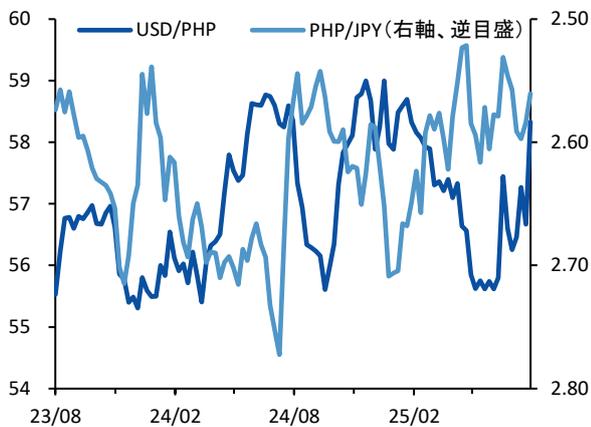
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

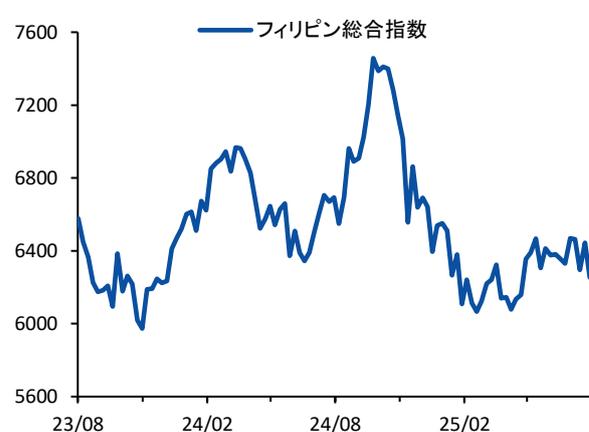
- 7月のPHPは▲3.4%と下落した。6月に比べ原油価格が落ち着きをみせたもののPHPは軟調となった。底堅い米国の経済指標の結果を受けたドルの上昇が重しに。月初は56台前半で推移していたが、月中旬から下旬にかけては57台前半をつけ月末は58台前半で取引された。
- トランプ米大統領は22日にフィリピンとの関税交渉妥結を公表した。今回公表された相互関税率は19%であり、4月に示された17%からは上昇したが、7月に入って新たに提示されていた20%からは僅かながら低下した。トランプ氏は、「フィリピンは市場を開放し、関税をゼロにする」とあたかも完全な市場開放を主張。その他、フィリピンが米国からの農産品や医薬品の輸入を増やすことも合意に含まれている模様だ。一方、マルコス・フィリピン大統領は米国へのゼロ関税は「自動車など特定の品目にのみ適用」と述べている。合意の詳細は明らかになってはいない。
- フィリピンは貿易関係においては今となっては米国よりも中国との関係が深く、外需依存度も新興国平均よりも明確に低く、交渉妥結はマクロ経済全体への影響はそこまで大きくないと考えたい。もともと、同国は恒常的に貿易赤字を計上しているが、対米では黒字である。対米貿易黒字が削られれば、当然全体としての貿易赤字は拡大するほかない。経常収支全体でも赤字が定着しているため、貿易赤字の更なる拡大はPHPの重しになる可能性が高いだろう。
- フィリピン最高裁は25日、議会下院によるサラ・ドゥテルテ副大統領の弾劾訴追を違憲と判断した。下院には24年12月以降、市民団体などからの訴えを含む合計4件の弾劾訴追案が提出されていたため、サラ氏の弁護団は「同一人物への弾劾手続きは1年に1回と定める憲法の規定に違反する」と主張し、裁判所に弾劾手続きの差し止めを求めていた。最高裁はサラ氏側の主張を認める一方、「最高裁は副大統領へのいかなる容疑も免除しない」と強調し、26年2月6日以降に改めて弾劾訴追の手続きが可能になると説明。サラ氏が副大統領を罷免される可能性は遠いた。28年の次期大統領選に向けてマルコス大統領との対立が強まることが考えられる。
- 8月のPHPは引き続き軟調を予想する。米国と関税交渉は妥結されたようだが、貿易収支の悪化懸念は重しとなるだろう。また、フィリピン中央銀行は緩和姿勢を維持しており8月会合での利下げの可能性も高くPHPを下押しする可能性もある。

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

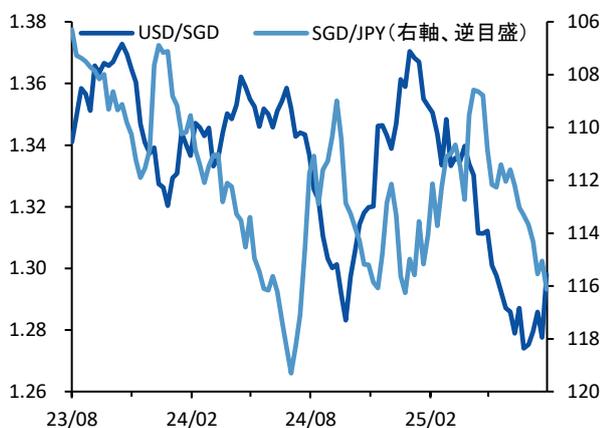
シンガポール:現状、過度な金融緩和は見込めず

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

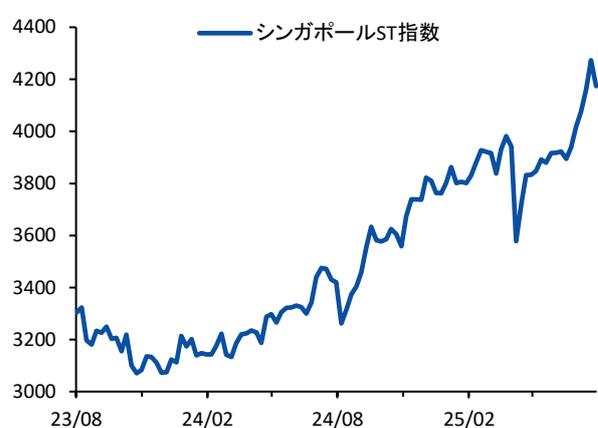
- SGD は 6 月末以降、ドルに対して下落し、一時 1.28 を上回った。4 月以降に見られた SGD 高も一巡しつつある。アジア通貨との比較では KRW、PHP といった通貨に対しては上昇も、THB、IDR、MYR に対しては下落した。
- シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は 30 日、定例の金融政策会合を開催し、金融政策の現状維持を決定した。MAS は声明文で貿易摩擦の深刻化が回避され金融環境の改善もあいまって、短期的な世界経済減速リスクが後退したとの見解を示した。
- 7 月中旬に公表された 25 年 4~6 月期実質 GDP 成長率(季節調整前)は前年同期比+4.3%と前四半期の同+4.1%から加速した。4~6 月期については米国による相互関税の発動延期を受けて、輸出の前倒しが GDP を下支えしたと推測される。かかる中、MAS は 25 年下期の経済に関して、上期から成長は減速すると予想しており、特に 26 年については現在よりも関税が強化されることを踏まえれば、一層景気減速リスクが強まるとの見方を示している。
- インフレの状況について、直近公表の 6 月消費者物価指数(季節調整後、CPI)は前年比+0.8%、MAS が物価動向の判断材料として重視する民間道路輸送と住居費を除くコアベースでは同+0.6%と低位安定している。前回会合に続き需要サイドのインフレ圧力が弱まっているほか、輸入物価の下落が確認される中でインフレリスクは大きくないとの見方を維持している。
- 以上を踏まえ、MAS は一旦金融緩和を見送った。米国の通商政策の方向感も次第に出つつある中で、深刻な景気の落ち込みは回避出来ると判断し、むしろ極めて高い不確実性の下では、MAS が先行きにかけての金融緩和の糊代を残すことのほうが得策になるとの思惑もあるのだろう。次回会合以降も外部環境と国内経済の動向を考慮の上で金融政策を策定していく方針だ。
- 我々の予想ではインフレ低下を理由に過度な緩和を行うとは考えていない。第一に、インフレ基調は下向きであるものの、MAS はエネルギー価格の再騰や地政学リスクに起因したインフレ再燃を念頭に置いていることがあり、政策バンドの変更を決める決定的な引き金としては不十分である。また、これまで政策バンドの傾斜の変更が決定されてきた背景には、はっきりした経済ショックがあったことも要因の一つである。今回会合の MAS の見解は、短期的な景気後退への警戒感を弱めるものであり、過度なハト派傾斜を期待できるものではない。

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



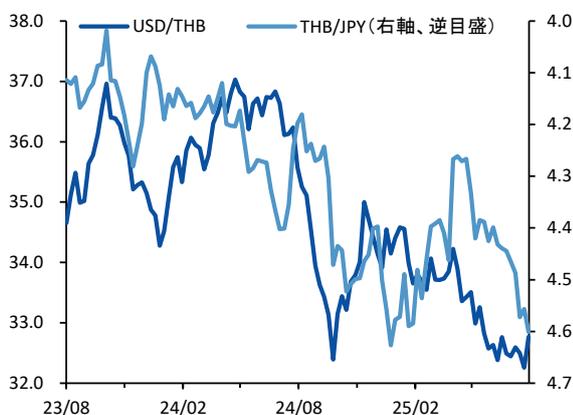
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ: リスクは点在し、楽観は出来ない状況

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

- 7月のTHBは対ドルで前月比▲0.9%の下落。月初、32台半ばで取引を開始。前月からのカンボジアとの国境紛争への対応、米関税政策の動向が意識される中で一時32.70台まで下落。中旬に入ると、米金利低下を横目に持ち直し、その後も世界各国の通商交渉進展への期待感から、THBは一時32.10台まで上昇した。以降は、カンボジア国境での衝突を機に反落し、米国とEUの通商合意や利下げに慎重なFRBの姿勢が報じられる中でTHBは月末にかけて月安値圏での取引となった。
- タイ・カンボジア国境間での紛争は7月に入り深刻化が懸念されていたが、米国や中国が仲裁に入りつつ、28日に無条件停戦で合意したことが報じられた。しかし、国境間では依然両国軍の衝突は続いているとの報道もあり、地政学リスクの再燃が懸念される状況は続いている。
- また、この紛争の最中に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、タイ上院は国益を損ねる言動として批判し、首相解職の申し立てを行った。憲法裁判所はペートンタン氏の解職の是非について法的な結論が出るまで同氏の職務を一時停止することを決定。これに対して、ペートンタン首相は一連の決定を受けて憲法裁判所の決定を受け入れると述べている。本件を機に同氏の支持率は急落しており、度重なる政情不安が景気回復の足かせとなる事態も想定される。
- 政府は22日、9月末で任期を終えるセタプット・タイ中銀総裁の後任として、政府貯蓄銀行のウィタイ・ラタナコンCEOを選定することを承認した。セタプット現総裁は就任期間において、タイ経済の低成長化は少子高齢化や高水準の家計債務比率など構造的な部分に要因があると主張しており、政府が要請してきた利下げに対しては慎重な姿勢を貫いている。かかる中、今回の総裁交代でタイの金融政策に変化が出る可能性も浮上している。
- ブルームバーグではラトニック米商務長官がタイとの間で貿易交渉が合意したと述べたことが報じられ、米国の発表によれば相互関税率は19%となった。一方、その他の詳細は明らかになっておらず、仮に迂回輸出に厳しい条件が提示された場合は輸出部門の逆風は強まる。7月に入り、ドル安の影響で堅調だったTHB相場にも変化が出つつある。国内政治と国境紛争にも収拾の目途が立っていない中で、8月のTHB相場は前四半期の反動に警戒する時間帯が出てくるものと考えている。

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: 米追加経済制裁観測が高まる

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

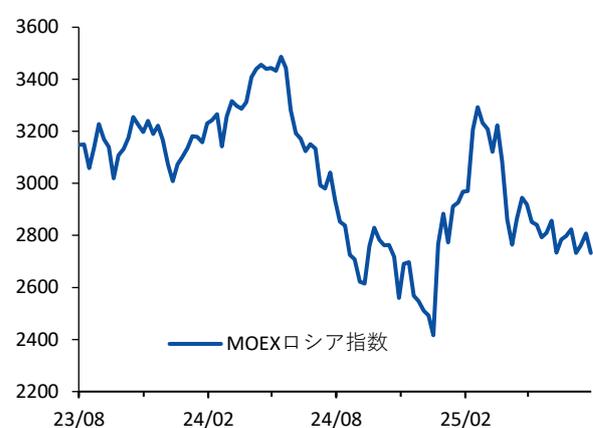
- 7月のRUB相場は、米国による追加制裁観測やロシア中央銀行(CBR)の利下げといったRUB安要因があるにもかかわらず、値動きは限定的だった。もっとも、月末付近には、トランプ米大統領によるウクライナ戦争停戦圧力や米国と複数国間での関税合意を受けたドル買いを受け下落している。28日時点では、前月比▲4.2%で推移する。
- トランプ氏は7月14日、50日以内に合意が成立しなければロシアに対して100%の2次関税を課す意向を表明した。2次関税は、ロシアと取引のある第三国(インド、中国、トルコなど)の企業や個人が米国に輸出する製品に対して課されるもので、外交的緊張の高まりが懸念されている。さらに、EUの一部諸国は依然としてロシア産ガスに依存しており、制裁発動となればエネルギー価格の上昇リスクもある。
- CBRは7月25日、政策金利を20%から18%に引き下げた。インフレ鈍化と需要減速を主因とする金融緩和に踏み切ったが、声明のトーンは前回同様に中立的で、依然としてインフレリスクが優勢であるとの認識を示した。CBRは2025年末のインフレ見通しを前年比+6.0~7.0%と、4月時点の同+7.0~8.0%から引き下げた。引き続き、2026年には目標水準の前年比+4.0%への回帰が見込まれている。一方で、労働市場のひっ迫や交易条件悪化などがインフレ圧力として挙げられている。平均政策金利の見通しは2025年が18.8~19.6%、2026年が12.0~13.0%と下方修正された。4月時点では、2025年が19.5~21.5%、2026年が13.0~14.0%となっていた。年内に14%までの追加利下げの可能性が示唆された格好だが、総じてインフレ警戒姿勢が根強い点を考慮すれば、9月会合では利下げ停止の可能性も残っている。ただし、海外からの資金流入が制裁の影響で停滞しているため、金利差を活用したキャリートレードの動きはもともと限られていたと見られ、CBRの政策変更によるRUB相場への影響は限定的となっている。
- RUB相場を巡っては、原油価格の動向や、ロシア中銀の金融政策といったファンダメンタルズに関わる要素よりも、むしろ米国による追加経済制裁観測の高まりが最大の不安定化要因になりうるという見方に変わりはない。

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



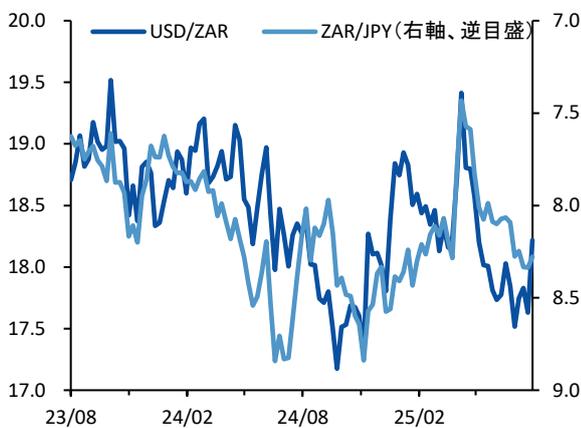
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 国内の政治対立が改善へ

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

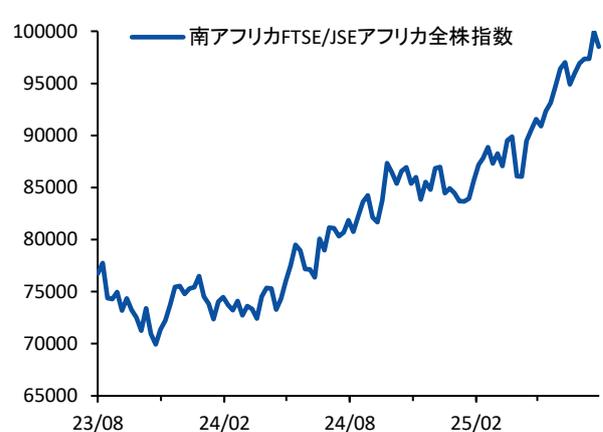
- 7月のZARは対ドルで底堅い展開となった。7月4日には17.4872と年初来最高値を更新する時間帯もあった。もっとも、その後は17台後半でのレンジ推移に終始した。28日時点では、前月比▲0.9%で推移する。日本では政治情勢の不安定化懸念も重なり、円は主要通貨に対して軟調となっている。これに加えてZARの底堅い推移も重なり、対円では上昇基調を維持している。
- ZARの堅調さは、南ア国内の政治情勢が好転に向かうという期待も一部、影響している。南アフリカのラマポーザ大統領は7月13日にムチュヌ警察相を休暇扱いとし、21日にンカバネ高等教育相を罷免した。連立政権に参加している第二党の民主同盟(DA)はラマポーザ氏にムチュヌ警察相の汚職、ンカバネ高等教育相の不正行為などの疑惑に対応することを求めてきたが、ラマポーザ氏はDAの要求を受け入れた。政権与党のアフリカ民族会議(ANC)とDAの対立は、南ア金融市場の不安定化要因となってきたが、一連のANCの譲歩で、そうしたリスクは低減したと見られる。
- 一方で、米国が8月1日から南ア製品に30%の相互関税を課す方針を示したことは、ランドの上値を押さえる要因となっている。ラマポーザ大統領は反論しているが、本稿執筆時点では交渉は難航しており、米国との関係悪化がランドのリスク要因として意識されている。
- 本稿脱稿後の7月31日には、南アフリカ準備銀行(SARB)の金融政策決定会合を控える。SARBは現在7.25%の政策金利を据え置き見通したが、▲25bpの小幅な利下げが選択される可能性もある。いずれにせよ、インフレが落ち着いている一方で、米国による関税賦課や世界的な不確実性を踏まえ、慎重な金融政策が継続される可能性が高い。中東情勢の悪化や、米トランプ政権の関税政策に伴う金融市場の混乱リスクには一定の注意が必要ながら、先進国との大幅な金利差により、ZARは対ドル・対円ともに緩やかな増価基調を維持するとみている。

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



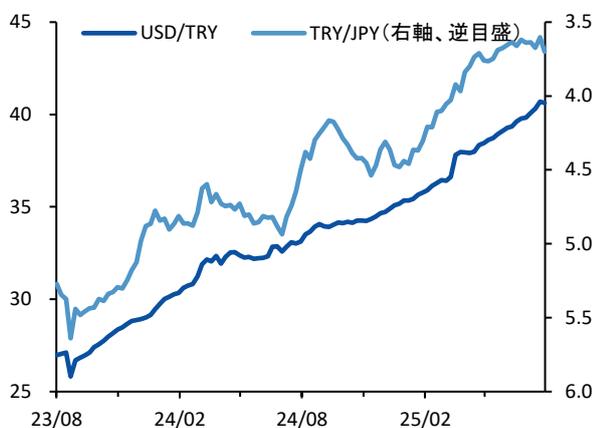
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:市場予想を小幅に上回る利下げ

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

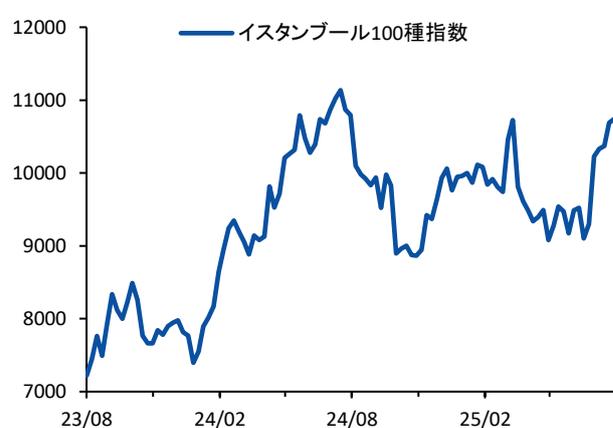
- 7月も TRY は 2025 年 3 月以降の緩やかな下落トレンドが継続している。7 月 24 日の政策金利発表後も、為替市場の反応は限定的で、ボラティリティは抑制されている。28 日時点では、前月比▲1.8%で推移する。
- トルコ中央銀行(CBRT)は 7 月 24 日に政策金利を▲3.0%ポイント引き下げ、43.0%とした。これは市場予想(▲2.5%ポイント)をやや上回る利下げ幅であり、4 月の+3.5%ポイントの利上げの大部分を巻き戻す形となった。声明文では、7 月のインフレ上昇は一時的要因によるもので、基調的な物価はディスインフレ傾向にあると説明された。一方で、地政学リスクや保護主義の高まりによる外的圧力、TRY 安圧力の再燃リスクにも言及している。
- 明るい材料として、7 月 25 日、ムーディーズ(※日本では無登録格付け)はトルコの信用格付けを「B1」から「Ba3」に引き上げ、見通しを「安定的」としたことが挙げられよう。トルコ中銀の信頼性向上と一貫した金融政策が評価された。一方で、外部脆弱性の高さ、短期資本流出時の外貨準備の急減リスク、インフレや成長率の見通しの厳しさ、政策の逆転リスクや政治的干渉の可能性などが懸念材料として挙げられている。
- 現時点で、市場の反応は限定的だが、トルコ国内の政治情勢には引き続き注意が必要となる。トルコ当局は最大野党・共和人民党(CHP)に対する圧力を強めており、7 月 6 日にはオズエル党首に対して「大統領への侮辱」など複数の容疑で捜査を開始した。これは野党の弱体化を狙った政治的圧力と受け止められており、政権と野党の対立が激化している。2025 年 3 月のイマモール市長の逮捕時とは異なり、今回の捜査開始に対しては市場の反応は比較的冷静である。EU もウクライナ情勢を背景に、NATO 内でのトルコの戦略的重要性を考慮し、沈黙を保っていると思われることも市場の反応が限定的な理由として挙げられるだろう。
- TRY の先行きに関しては、中東情勢の悪化に伴う原油価格上昇リスクなど、外部環境の悪化リスクや、国内の政治情勢の不透明感には一定の注意が必要となるが、CBRT の慎重な金融・為替政策がサポートになるかたちで、現在の緩やかな対ドルでの下落ペースが維持されると見ている。

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



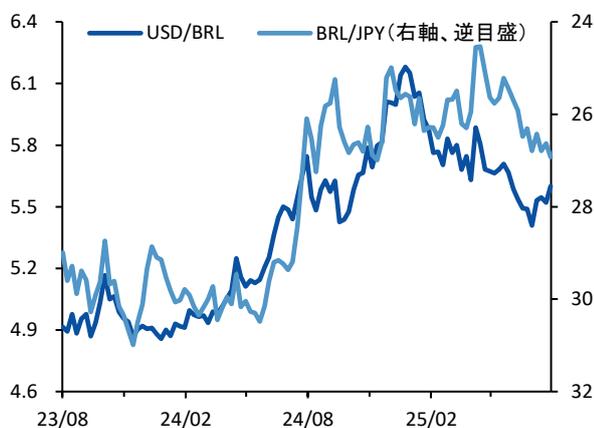
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 対米関係が急速に悪化

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

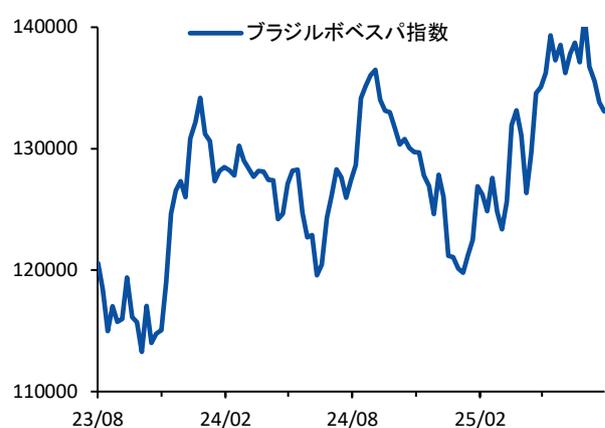
- 7月のBRLは▲3.01%と反落した。対米関係の急速な悪化、および海外投資家によるブラジル株式の売り越し傾向が重しになった模様だ。もともと、中旬以降はレンジ推移する時間帯が長く、BRL安に加速感は見られなかった。
- 既報の通りブラジルと米国の関係が急速に悪化している。7月初旬に開催されたBRICS首脳会議に対しトランプ米大統領は相変わらず過剰かつ神経質に反応したが、反面トランプ氏に対し最も挑戦的な態度を示したのはホスト国元首たるルラ・ブラジル大統領であった。結果、トランプ氏はクーデターの疑いで現在公判中のボルソナロ・前ブラジル大統領を引き合いに出し、ブラジルに対し50%（8月1日発動予定）の相互関税を突き付けた。もともと、7月30日には、関税賦課の1週間延期、および一部産業（オレンジジュース、航空機等）の除外にトランプ氏は署名した。今後も両国の通商交渉は継続する見込みだ。
- ブラジル中央銀行(BCB)は7月30日、金融政策委員会(Copom)を開催し政策金利を従前の15.00%に据え置いた。決定は市場予想およびBCBの情報発信通りで、利上げ見送りは8会合ぶり。BCBはインフレ見通しやインフレのリスクバランスを前回会合から踏襲しており、特段スタンスに変化は見られなかった。今後の金融政策に関しては、「利上げサイクルの中断を継続しまだ見えていない(利上げの)累積的效果を検証し、現在の政策金利が非常に長く安定すると仮定して、インフレ目標への収束を確保するのに十分かどうかを評価する」と当面の据え置きを示唆した。確かに短期的には利下げは見込みがたいが、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が中立水準の遥か上方に位置していること、景気の弱まりが確認されていることなどに鑑みれば、中期的には利下げ局面入りが確実視される状況だ。現状筆者が想定する政策金利パスは、2025年末時点で15.00%(=年内利下げ無し)、2026年末時点で12.25%程度としたい。
- 8月のBRLは横ばい圏での推移を想定する。BCBの高金利政策は思ったより長引きそうであり、金利面からのBRL安圧力が機能するのは当面先になりそう。対米関係に関しても、悲観ムードは7月で過ぎ去った可能性が大きい。むしろ、7月に急速なBRL安が避けられた事実は大きく、史上最安値を更新した昨年末に比べれば、BRLのファンダメンタルズが頑健であることを示唆する。無論、財政状態を考慮に入れば中長期でのBRL高を支持することは難しいものの、少なくとも短期目線ではBRLの下値は堅いと考える。

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



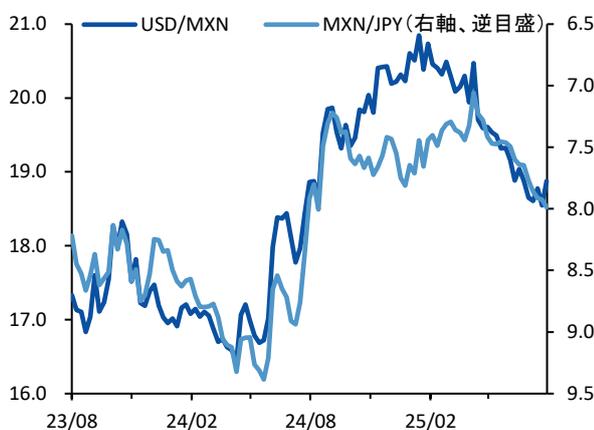
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 緩衝材となる USMCA

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

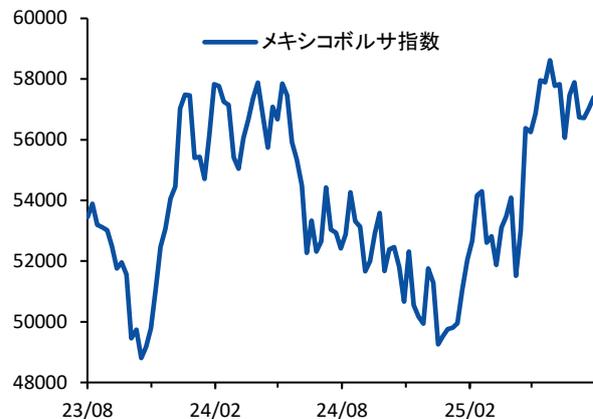
- 7月のMXNは▲0.68%と小幅に下落した。28日にかけては、メキシコ中銀高官によるタカ派な情報発信や、米墨通商交渉にまつわる楽観的なムードが好感され一時18.51と約1年ぶりの高値に上昇したが、その後は広範なドル買いを受け売り戻されて引けた。
- 既報の通り7月12日、トランプ米大統領はメキシコに対し30%の関税を課すことを通知した。しかし、7月31日、両国元首による僅か40分の会談を経て、関税率引き上げ(25%→30%)は90日間延期されることになった。今までもそうだが、メキシコは対米交渉が実に巧みなように映る。そもそも、25%だろうが30%だろうが、「短期的には」メキシコ経済にとっては大きな影響はない。ブルームバーグの報道によれば5月の対米輸出のうち、実に8割以上が米国メキシコカナダ協定(USMCA)適用品である。要するに、そもそも大部分が無関税なのだ。他方で、中長期の影響は別だ。度々報道で取り上げられるが、複数の米中大手企業が対墨投資を見送っている。これは、当然潜在成長率の押し下げに直結するので、MXNへの影響も無視はできない。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は7月10日、6月金融政策決定会合議事要旨を公表した。多くのメンバーが今後の利下げ幅縮小を支持したことが明記された。最タカ派のヒース副総裁は24日、「一息つくのが望ましい」と利下げ停止すら示唆している。もちろんこれはBanxicoの中心的立場とは言えないが、利下げペース鈍化は確定的だろう。実際、コア物価の伸びは3月以降明らかに反転上昇しており、足許では中銀目標上限(+4.0%)を明確に上回って推移している。かかる中、Banxicoは8月7日に次回会合を控えるが、利下げ幅は▲25bpに縮小されるだろう。その後年末年始にかけては、利下げのスキップも視野に入ると考えたい。
- 8月のMXNは、底堅い推移を想定する。インフレ動向や堅調だった4~6月期GDP成長率(速報)を踏まえる限り、上述の通り8月会合におけるBanxicoの情報発信はタカ派に傾く公算が大きい。翻って、米墨通商交渉は当然リスク要因ではあるが、8月に限れば、特にMXN安圧力に作用する確度は低いとみる。MXN安に作用するなら、USMCA見直し協議が正式に始まるとされている10月以降だろうか。なお、域内投資減退を背景に、中長期で見た場合はMXN安との見方に変化はない。

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 1～7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) | | 7.1491 ~ 7.3512 | 7.2087 | 7.21 | 7.23 | 7.14 | 7.11 | 7.08 |
| 香港ドル (HKD) | | 7.7500 ~ 7.8500 | 7.8500 | 7.83 | 7.81 | 7.79 | 7.80 | 7.81 |
| インドルピー (INR) | | 83.764 ~ 87.950 | 87.598 | 86.2 | 85.8 | 86.3 | 85.2 | 85.5 |
| インドネシアルピア (IDR) | | 16130 ~ 17224 | 16496 | 16300 | 16500 | 16250 | 16000 | 16000 |
| 韓国ウォン (KRW) | | 1347.23 ~ 1487.45 | 1399.05 | 1380 | 1370 | 1350 | 1340 | 1330 |
| マレーシアリング (MYR) | | 4.1805 ~ 4.5185 | 4.2803 | 4.18 | 4.26 | 4.14 | 4.07 | 4.06 |
| フィリピンペソ (PHP) | | 55.158 ~ 58.715 | 58.443 | 55.7 | 56.1 | 55.2 | 54.4 | 54.4 |
| シンガポールドル (SGD) | | 1.2698 ~ 1.3751 | 1.2982 | 1.29 | 1.31 | 1.30 | 1.29 | 1.28 |
| 台湾ドル (TWD) | | 28.790 ~ 33.280 | 29.999 | 30.0 | 29.7 | 29.3 | 29.0 | 29.0 |
| タイバーツ (THB) | | 32.11 ~ 34.98 | 32.82 | 32.2 | 33.0 | 32.8 | 32.5 | 32.3 |
| ベトナムドン (VND) | | 25038 ~ 26248 | 26206 | 26100 | 26200 | 26100 | 25900 | 26000 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | | |
| ロシアルーブル (RUB) | | 74.0500 ~ 114.7788 | 80.5409 | 82.0 | 84.0 | 86.0 | 88.0 | 90.0 |
| 南アフリカランド (ZAR) | | 17.4872 ~ 19.9328 | 18.2237 | 17.6 | 17.4 | 17.6 | 17.8 | 18.0 |
| トルコリラ (TRY) | | 35.2419 ~ 41.9184 | 40.6674 | 41.0 | 42.0 | 43.0 | 44.0 | 45.0 |
| ラテンアメリカ | | | | | | | | |
| ブラジルレアル (BRL) | | 5.4029 ~ 6.2270 | 5.6003 | 5.60 | 5.65 | 5.70 | 5.75 | 5.80 |
| メキシコペソ (MXN) | | 18.5111 ~ 21.2932 | 18.8841 | 19.0 | 19.4 | 19.5 | 19.4 | 19.2 |
| 対円 | | | | | | | | |
| エマージングアジア | | | | | | | | |
| 中国人民元 (CNY) | | 19.145 ~ 21.666 | 20.914 | 20.67 | 20.75 | 21.01 | 21.24 | 21.47 |
| 香港ドル (HKD) | | 18.031 ~ 20.403 | 19.206 | 19.03 | 19.21 | 19.26 | 19.36 | 19.46 |
| インドルピー (INR) | | 1.644 ~ 1.848 | 1.723 | 1.73 | 1.75 | 1.74 | 1.77 | 1.78 |
| インドネシアルピア (100IDR) | | 0.830 ~ 0.981 | 0.914 | 0.914 | 0.909 | 0.923 | 0.944 | 0.950 |
| 韓国ウォン (100KRW) | | 9.749 ~ 10.916 | 10.776 | 10.80 | 10.95 | 11.11 | 11.27 | 11.43 |
| マレーシアリング (MYR) | | 31.951 ~ 35.699 | 35.224 | 35.65 | 35.21 | 36.23 | 37.10 | 37.44 |
| フィリピンペソ (PHP) | | 2.470 ~ 2.726 | 2.579 | 2.68 | 2.67 | 2.72 | 2.78 | 2.79 |
| シンガポールドル (SGD) | | 107.08 ~ 116.18 | 116.13 | 115.24 | 114.85 | 115.56 | 117.42 | 118.56 |
| 台湾ドル (TWD) | | 4.310 ~ 5.090 | 5.024 | 4.97 | 5.05 | 5.12 | 5.21 | 5.24 |
| タイバーツ (THB) | | 4.150 ~ 4.653 | 4.594 | 4.63 | 4.55 | 4.57 | 4.65 | 4.71 |
| ベトナムドン (100VND) | | 0.5401 ~ 0.6253 | 0.5753 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.58 | 0.58 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | | |
| ロシアルーブル (RUB) | | 1.370 ~ 1.985 | 1.873 | 1.82 | 1.79 | 1.74 | 1.72 | 1.69 |
| 南アフリカランド (ZAR) | | 7.263 ~ 8.525 | 8.274 | 8.47 | 8.62 | 8.52 | 8.48 | 8.44 |
| トルコリラ (TRY) | | 3.501 ~ 4.481 | 3.698 | 3.63 | 3.57 | 3.49 | 3.43 | 3.38 |
| ラテンアメリカ | | | | | | | | |
| ブラジルレアル (BRL) | | 23.669 ~ 27.011 | 26.921 | 26.61 | 26.55 | 26.32 | 26.26 | 26.21 |
| メキシコペソ (MXN) | | 6.845 ~ 8.027 | 7.984 | 7.84 | 7.73 | 7.69 | 7.78 | 7.92 |

注:1.実績の欄は2025年7月31日まで。SPOTは8月1日の12時00分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(8月1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。