

2025 年 9 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国：米国の政治・金融政策動向に揺れる	2
中国：約 10 か月ぶりの高値を記録した CNY	3
インド：RBI は 4 会合ぶりに利下げを見送り	4
インドネシア：2026 年予算案は甘めの内容に	5
韓国：BOK は拙速な利下げを避ける方針	6
マレーシア：4～6 月期経常黒字は大きく縮小	7
フィリピン：BSP は利下げサイクルの終わりを示唆	8
シンガポール：上半期経済は堅調も不安材料は残る	9
タイ：年後半にかけて景気は減速する見込み	10
ロシア：米露首脳会談実施も、先行きは不透明	11
南アフリカ：米利下げ期待が追い風に	12
トルコ：9 月初旬は政治情勢が再び焦点に	13
ブラジル：対米関係悪化が継続	14
メキシコ：Banxico は利下げ幅を縮小	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

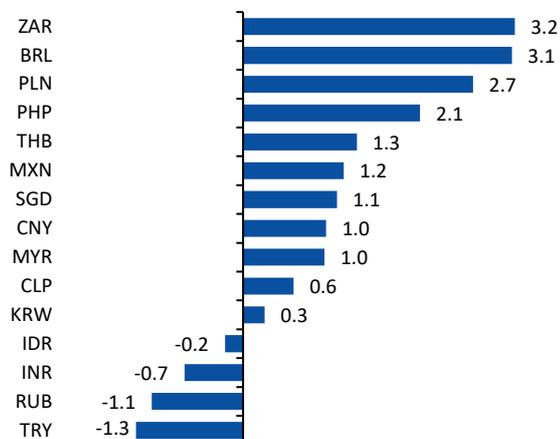
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
+44 20 7786 2505
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

新興国：米国の政治・金融政策動向に揺れる

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

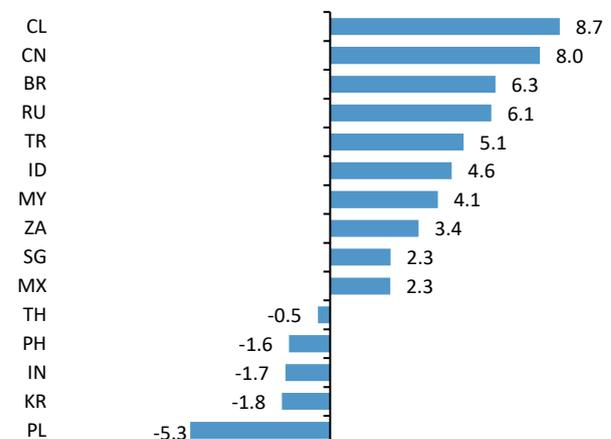
- 8月の為替相場は持ち直しが目立った。月初、米7月雇用統計の結果からドルが手放され、新興国通貨は上昇。中旬はジャクソンホール経済シンポジウムを控えてドルが持ち直す時間帯が見られた。イベント通過後はパウエル議長の講演内容を受けて、米国の利下げ期待の高まったことでドルが軟化。その後クックFRB理事に対する疑惑や次期FRB議長人事に関する報道もドル売りを招き、月末にかけて多くの新興国通貨は上昇幅を拡大した。
- ジャクソンホール経済シンポジウムではパウエルFRB議長が雇用に対する下振れリスクが高まっていることを明言し、「政策スタンスの調整を正当化する可能性がある」と利下げ再開を示唆した。年末までの米国の金融政策は「いつ利下げを再開するか」ではなく「どの程度利下げするか」に注目点が変わりそうだ。一方、パウエル議長講演を受けて利下げ期待が強まったのは事実だが、トランプ大統領が求める水準まで利下げが加速するとは考えにくい。
- また、早くも来年のFRB議長の交代が為替相場においてもクローズアップされている。既にトランプ色の強い人選となることは市場でも織り込まれつつあるが、今後中銀の独立性やドルの信認に対する疑問や批判の声が出てきても不思議は無い。今年前半にはトランプ関税を巡る「米国売り」が生じたが、今度はFRB議長人事を巡り再発する可能性はゼロではない。そのため、トランプ政権も細心の注意を払いつつ人選を進めることが求められる。
- 19日、米国とウクライナ的首脳会談が実施され、戦争の終結と停戦後のウクライナの安全保障をめぐり、欧米諸国が支援していく枠組みを確認した。かかる中、トランプ大統領はプーチン大統領に対して9月上旬を目処にウクライナ和平に合意しなければ対露追加制裁を発動する用意があると警告した。ここで注意したいのは追加制裁が結果として他国の経済にも波及する点だ。例えば、インドは近年ロシアからの石油輸入を増やしており、米国はこの状況を受けてインドへの関税強化を決定している。類似の事例はインド以外にも出て来ると考えられ、関税措置を外交ツールとして使う米国の外交姿勢の怖さは残る。
- 各国の米国との相互関税を巡る交渉は落ち着きつつあるが、その多くが期限間際の合意であったことも事実だ。日米間の様に合意内容に対する認識の違いは多かれ少なかれあり、今後埋め合わせていく必要はあるだろうが、先述の米国の姿勢は各国にとってリスクの芽となる。今後の実体経済への波及も含めてトランプ関税の脅威は過ぎたと考えるのは早計だろう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2025年8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8月、%)



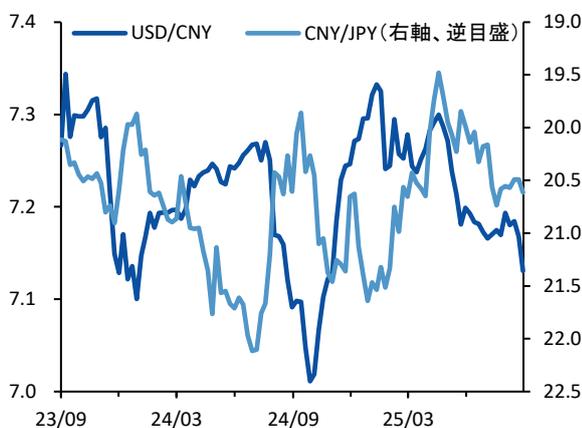
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国:約10か月ぶりの高値を記録したCNY

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

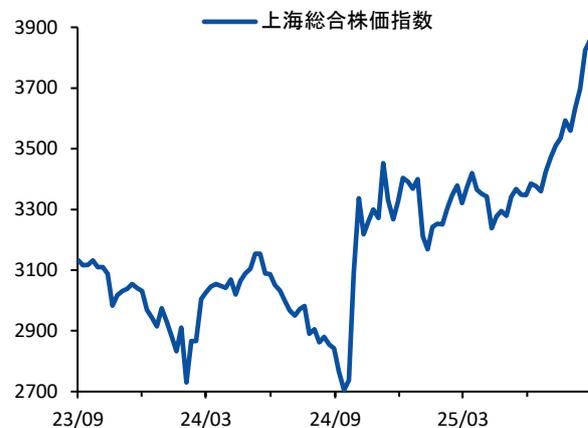
- 8月のCNYは対ドルで+1.0%上昇。月初、7.20台前半で取引を開始。上旬は米7月雇用統計の公表を機にドル売りの流れとなり、一時7.17台前半まで下落。中旬は中国株の続伸もあいまって、底堅い動きが続いた。下旬、ジャクソンホール経済シンポジウムにてパウエルFRB議長が利下げを示唆し、再度CNYは騰勢を強めて7.16台まで上昇。中国人民銀行のCNY高方向の基準値設定もあり、月末には約10か月ぶりの高値となる7.11台で取引された。
- トランプ米大統領は11日、中国への高関税発動を90日延長させる旨の大統領令に署名した。今回の合意はある程度織り込まれていたが、市場には安堵感が広がった。引き続き両国の交渉の中心にあるのは半導体とレアアースの輸出規制に対する処置の緩和であろう。既報の通りトランプ政権は関税措置を含めてあらゆる角度から切り崩しを図っているものの、中国側は静観を貫く姿勢を堅持している。こうした米中貿易交渉の構図も当面変化はなさそうである。
- かかる中、両国の貿易動向には明確な変化が出てきている。7月貿易収支は、+982億ドルと6月の+1148億ドルを下回ったが、高水準を維持。特に輸出は前年比+7.2%と増勢を保って。国別では米国向けの輸出が顕著に減速しており、前年比で▲22%と大きく落ち込んだ。片や、ASEAN向けは同+17%、EU向けは同+9%と米国から他地域に輸出先をシフトする動きは進んでおり、これが足許の輸出を支えている状況だ。一方、米国の視点からこうした変化は確認されており、25年に入って国別の対米貿易黒字は中国が大きく減少したが、ベトナム・台湾を筆頭に東アジア・ASEAN諸国の好調が目立つ。
- 米国はASEAN各国との貿易協定合意の際に、迂回輸出については高い税率を賦課するとけん制しているが、迂回輸出に関しての定義付けは現状曖昧であり、従前よりPC、スマホなどについては中国製からの代替は短期的には難しいと見込まれていた。一貫性のないトランプ政権の言動は引き続きリスク材料となるが、数字上では米中間貿易の縮小が継続すると考えたい。
- 対米貿易交渉は小休止となっているが、その裏で米国は先述の迂回輸出強化など周辺国を巻き込んだ対中規制を強化していくと予想される。足許ではドル安の影響でCNYも値を上げているが、KRWやTWDなど周辺国通貨との比較でここまで劣後していたのも事実である。米国の利下げ期待が一層強まれば節目の7.0に接近する可能性はあるものの、軟調なCNYの要因の1つと見られる国内経済情勢の改善無くして、7.0割れが定着するとは現状考えにくい。

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



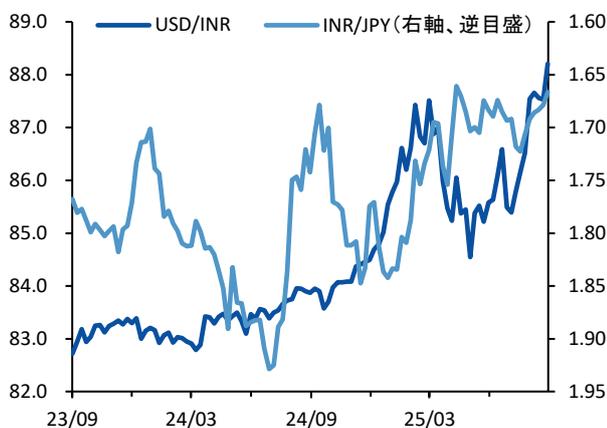
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

インド:RBIは4会合ぶりに利下げを見送り

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

- 8月のINRは▲0.69%と下落した。米金利低下や資源価格の軟調推移は下支えになったが、海外投資家によるインド株式の売り越しに加え、米印通商交渉の軟調さなどが重しになった。月末には過去最安値を更新した。
- インド準備銀行(RBI)は8月6日に金融政策会合(MPC)の結果を公表し、政策金利のレポレートを5.50%で据え置いた。利下げ見送りは4会合ぶり。前回6月会合では利下げ幅こそ▲50bpになったが、政策スタンスは「緩和」から「中立」に変更されていた。よって、今回会合の利下げ見送りは事前の計画通りでもある。声明文および総裁会見では、利下げ再開の示唆は見られなかった。
- 確かに追加利下げを急ぐような状況ではないが、良好な降雨量が見込まれ野菜価格が安定しそうなこと、ロシアからのエネルギー購入問題を背景に米印関税交渉が難航していることなどに鑑みれば、利下げ再開の必要性は増している。RBIは成長率を予想通りとしつつも、同時に「期待を下回る」とも表現した。外需の下押しも重なるなら、追加利下げでの対応は正当化される。ただ、パンデミック後ですら政策金利は4.00%もあったことに鑑みれば、深い追加利下げは見込めない。予測期間内、追加利下げはあっても2回程度だろう。
- 米大手格付け会社は14日、インドの信用格付けを1ノッチ引き上げた。従前、主要格付け会社3社によるインドの信用格付けは投資適格ぎりぎりの水準で一致していたが、今回1社が上に抜け出した格好だ。プレスリリースを確認する限り、格上げ決定の要因は「財政再建に対する政府のコミットメントの高さ」「良好な経済ファンダメンタルズ」であるようだ。ロシアからのエネルギー購入に伴う米国との貿易摩擦など域内経済の先行きに関する短期的な不確実性は非常に大きいものの、中長期的には底堅い経済成長率、およびそれに支えられた財政健全化が継続することがメインシナリオになるだろう。
- ところで27日、事前の警告通り米トランプ政権は、ロシアからのエネルギー購入を理由に、インドへの輸入関税を従前の25%から50%に引き上げた。モデル政権は物品サービス税の引き下げ方針を公表しており、減税による内需下支えで対抗する構えを見せている。
- 9月のINRは、底堅い推移を予測。米印通商摩擦は相応に市場では織り込まれており、更なる売り材料にはなるまい。7~8月と海外投資家によるインド株売りが続いたが、3か月続いたことは2023年に入って以降ではない。証券投資フローの回帰を期待し、INRも底堅く推移すると想定したい。

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:2026年予算案は甘めの内容に

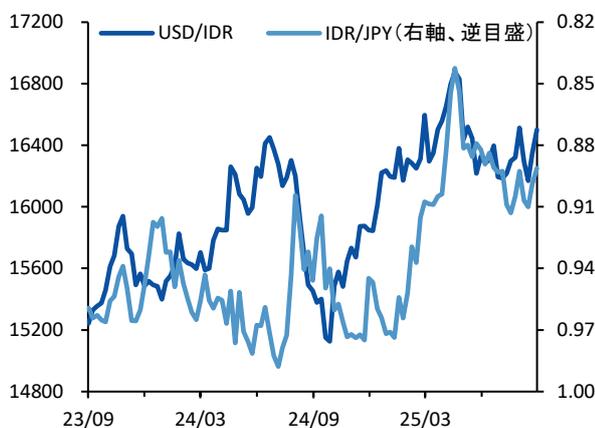
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

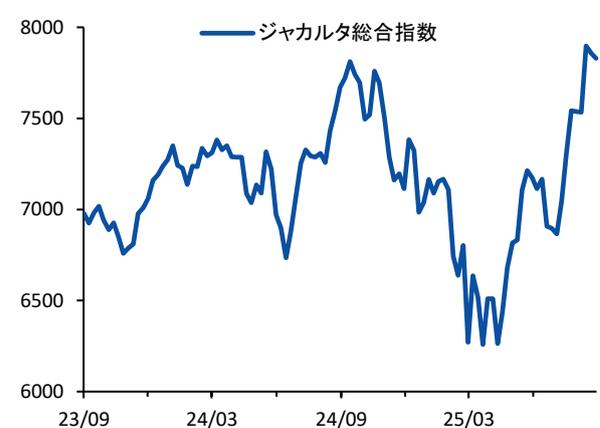
- 8月のIDRは▲0.2%下落した。月初は16500台で取引されたが、米国の利下げ観測が高まるなかで16200台を中心として推移した。インドネシア銀行(BI、中央銀行)はサプライズ利下げに踏み切るもIDRへの影響は限定的。月末は国内で大規模なデモが相次いでいることが重しとなり16500台で取引された。
- プラボウォ大統領は8月15日に2026年予算案を国会に提出した。財政収支予測に関して、2026年は▲2.48%(GDP対比、以下同様)と設定された。最新の2025年予測は▲2.78%となっているので、まとまった幅での改善が目標となっている。また、プラボウォ大統領は予算案提出に際し、2027~28年における財政を均衡させる方針を示した。
- 歳出は約3786兆ルピア(約34兆円)と2025年歳出見通しから+7.3%増となる。プラボウォ大統領の政治色が色濃く反映された「無料栄養食プログラム」に歳出の1割が投じられる。予算案の前提となる経済成長率見通し、歳入・歳出の内訳を確認しても、甘めの想定がやはり目立つ。▲2.48%という財政赤字予測のリスクバランスは、下方に大きく傾いていると評価せざるを得ない。財政が差し迫った課題であるわけではないが、ポピュリズム的な要素を含んだ財政政策が今後も続くようであれば、市場の信頼も揺らぐ可能性があろう。
- BIは19~20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5.00%にすることを決定。事前予想では据え置きを見る向きが大勢であったため利下げはサプライズとなった。
- 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。米国の相互関税の適用拡大に伴い世界経済は弱含んでおり、更なる世界経済成長の減速リスクを生じさせていると述べた。世界経済見通しが弱まる中で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。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。また、不確実性が残る中でも、IDRの安定維持に全力を尽くす姿勢を示した。加えて、政府支出が拡大する予定である一方、BIは金利を引き下げたことにも言及し、予算案を意識したと考えられる。
- 9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。また、政府支出の拡大予定などがIDRの重しとなる可能性も懸念される。

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: BOK は拙速な利下げを避ける方針

シニアマーケット・エコノミスト

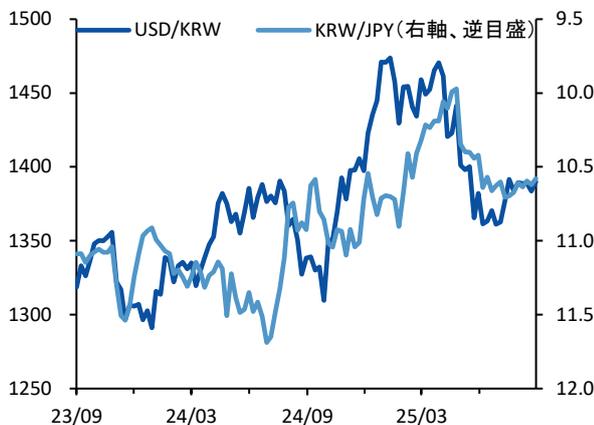
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のKRWは方向感を欠く動き。月初、1380台で取引を開始。月前半は米7月雇用統計の軟化を受けてドルが下落。中旬は米中貿易摩擦の深刻化を一旦回避したこと、米政権からの利下げを催促する発言が支援材料となり、一時月高値の1370台を記録。その後はジャクソンホール経済シンポジウムでの情報発信が意識される中で、一時1400台まで続落した。イベント通過後は、FRBのハト派化期待が強まるもKRW高は長続きせず、1390近辺で取引を終えた。
- 下旬、6月に就任した李在明大統領が初めてトランプ米大統領と首脳会談を実施した。月初に合意した15%の相互関税率を含む経済通商に関する協議や北朝鮮問題が主な面談内容となった。前者については、韓国企業の対米投資を拡大し、総額1500億ドル規模に及ぶと報じられ、既に複数の企業が具体的な方針を示している。後者については、トランプ大統領が韓国・北朝鮮の仲介役として和平交渉を進めることに期待感を示し、日本を含めた集団安全保障体制を維持・強化していくことで合意した。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は28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。今回合合では経済物価見通しが更新されており、前回5月会合の時点で前年比+0.8%としていた成長予測は同+0.9%と小幅に上方修正された。内訳をみると、建設投資の勢いが弱まっている点が目立ったが、半導体の輸出が堅調であったことなどから輸出が同+1.6%に修正された。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。
- かかる中、BOKは米国関税強化に伴う景気や物価への影響を見極めながら政策決定をしていくとした。李BOK総裁は会見で成長率の鈍化は来年上半期まで継続することを示唆している。次の動きとして予想されるのは景気支援を意識した金融緩和になるが、不動産価格の上昇には相応の注意を払っている印象で、李総裁は利下げについては慎重に検討していくべきと強調している。
- BOKはトランプ関税やリスク心理の悪化に伴う大幅な景気後退がない限り、年内に大きな政策転換は無いと予想される。動向が注目されやすいのは米国の金融政策となりそうで、目先数か月はドルの方向感にKRWは上下することが予想される。政治面でも、まずは米国と大きな衝突は避けられた印象で、上半期には非常戒厳令など政治面でKRWが手放される時間帯はあったものの、現時点ではそうしたリスクも後退しているように見受けられる。

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



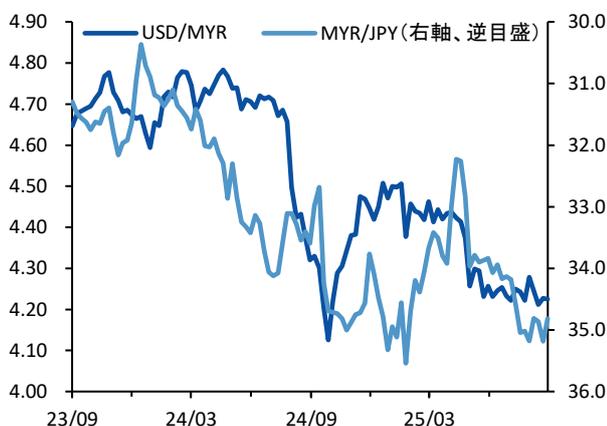
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:4~6 月期経常黒字は大きく縮小

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

- 8月のMYRは対ドルで+1.0%の上昇。月初4.26台で取引を開始し、一時4.28台まで軟化も、米7月雇用統計の結果を受けて、4.24台まで上昇。中旬は対中関税の再延期が好感されつつ、ベッセント米財務長官がFRBに対し利下げを催促したことで、一時月高値の4.18台まで上昇。以降は、ジャクソンホール経済シンポジウムの動向が意識される中でじりじりと値を下げた。下旬、パウエルFRB議長が9月利下げ可能性を示唆したこと、クックFRB理事の解任報道が米金利低下につながり、月末には再度4.20を割り込んだ。
- マレーシア投資貿易産業省(MITI)は1日、米国への輸出の関税率が19%で合意したと発表した。また、米国に対し無制限のレアアース供給や米国製の高性能半導体の管理体制強化を通じた迂回輸出への規制強化にも合意した。従来の24%の税率からは引き下げられたものの、殆どの米国製品は無関税であることに加え、対中政策にも実質的に協力する内容となっている。マレーシアの今後の輸出への影響は当面注目が強まるだろう。
- かかる中、4~6月期の経常収支は+2.7億リングと黒字は保ったものの、統計で遡れる2005年以降で黒字幅は最小となった。内訳をみると、唯一の黒字項目でもある貿易黒字が前四半期の+385億リングから+170億リングに縮小しており、これが経常収支悪化の最大の要因となった。上半期の輸出は前年比+3.8%と増勢を維持したが、堅調な内需を背景に輸入がそれ以上に増加したことが貿易黒字を縮小させた。年初は電子機器を中心に米国向けの輸出は好調であったものの、5月以降は勢いを欠きつつあるほか、中国・ASEAN向けの輸出も前年割れする月が出ており、トランプ関税に端を発した世界経済の先行き不透明感を反映する様な状況となっている。
- 4~6月期実質GDP成長率は前年同期比+4.4%と、前四半期から横ばいとなった。内訳をみると個人消費は同+5.3%と前四半期の同+5.0%から持ち直したほか、総固定資本形成が同+12.1%と大きく加速。民間・政府部門共に堅調な動きとなった。一方、外需部門については、財・サービス輸出が同+2.6%となり、前四半期の同+4.1%増から鈍化した。
- 9月のMYR相場について、トランプ関税やFRBの動向に象徴される格好で、不安定な動きが続くそう。目下の注目材料は9月FOMCとなるが、パウエル議長が在任の限り大幅な利下げは見込んでいない。米国の利下げがMYRを含め新興国通貨の支援材料となるが、上昇幅は大きくないと予想する。

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: BSP は利下げサイクルの終わりを示唆

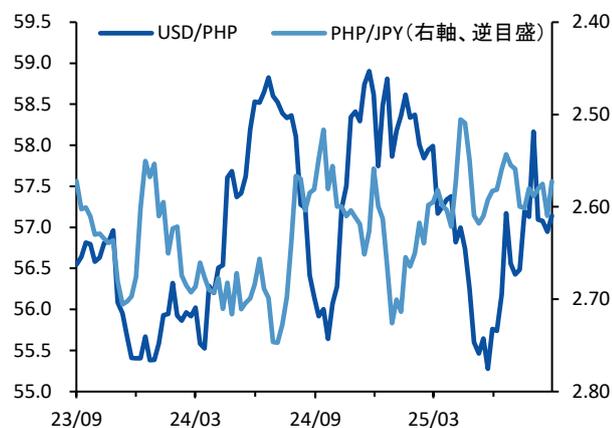
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

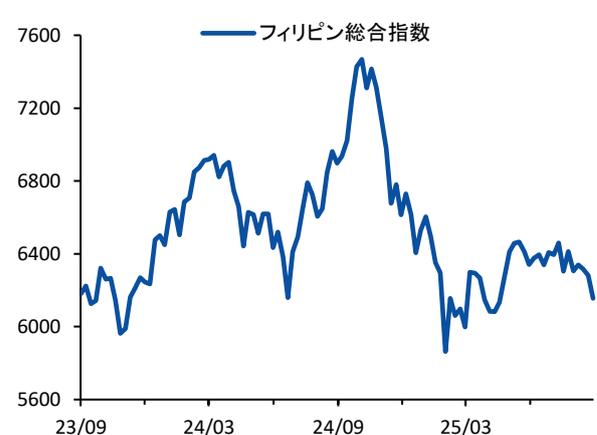
- 8月のPHPは+2.1%と上昇した。月初こそ58台半ばをつけるも、米国の利下げ観測が高まっていったことに加え、フィリピン経済指標の良好な結果を受けて月を通しては57台前半を中心とした動きとなった。28日、フィリピン中央銀行(BSP)が利下げを決定するも市場予想通りだったこともあり、PHPへの影響は限定的。月末も57台前半で取引された。
- 5日公表の7月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.9%と6月(同+1.4%)から鈍化し、2019年10月以来の低水準となった。食品とエネルギーを除くコアCPIは同+2.3%と6月からほぼ横ばいとなった。総合ベースではフィリピン中央銀行(BSP)目標範囲(+2.0~4.0%)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る。7日発表の4~6月期実質GDP成長率は前年比+5.5%と1~3月期(同+5.4%)から加速し、市場予想(同+5.4%)を上振れた。
- BSPは、28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5.25%から5.00%へ▲25bp引き下げた。利下げは3会合連続、市場予想通りとなった。BSPは、インフレ見通しについては概ね変更はないとした。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+1.7%と前回会合から+0.1%ポイント上方修正した。2026年については+3.3%(前回+3.4%)、2027年については+3.4%(前回+3.3%)にそれぞれ修正した。インフレ期待についても安定しているとする一方で、電気料金の調整やコメの関税引き上げがインフレ圧力を高める可能性があることに言及した。
- レモロナ総裁は、フィリピンはインフレと経済成長の両面で好位置にあると述べた。インフレ見通しは管理可能であるとしつつも、依然としてインフレ見通しに対する重大なリスクがあると指摘した。声明文では国内の需要は堅調を維持しているが、米国の政策が世界貿易や投資に及ぼす影響が世界経済の重しとなり、フィリピンの経済見通しを抑制する可能性に言及。先行きの金融政策に関しては引き続きデータ次第とした。緩和姿勢は維持するものの、以前ほどではないとし、年内は後1回利下げする可能性があるとした。また、緩和サイクルの終わりに近づいていることも示唆した。
- 9月のPHPは、米比両中銀の政策スタンスの差異に鑑み底堅い推移を見込む。しかし、資源価格動向や米通商政策など、引き続き外部要因には振られやすい状況は継続するだろう。

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

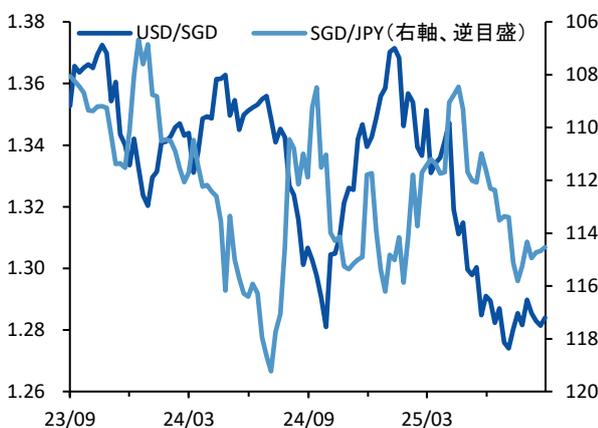
シンガポール: 上半期経済は堅調も不安材料は残る

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

- 8月のSGDはPHP、THB、MYRに次いで上昇し、対ドルでは月中は概ね1.28～1.29のレンジで推移した。SGDは多くのアジア通貨よりもアウトパフォームしたが、その上昇幅はEURをはじめ大半のG10通貨は及ばなかった。その間、S\$NEER(シンガポールドル名目実効為替レート)は取引バンドの上半分を維持しているものの、わずかに軟化した。
- 7月のMAS(シンガポール金融管理局、中央銀行)会合では、今年既に2度金融緩和が実施済みでありながら、先行きの景気減速懸念にも言及された。しかし、上半期の成長率は前年同期比+4.3%と力強さをみせている。特に関税強化を見越した前倒し需要拡大の影響が大きかったが、これらは今後剥落する見込みが強い。また、8月以降の米国の関税引き上げに伴い、外需の減速が今後数か月にかけて顕在化していくことも警戒される。
- シンガポールに関しては、4月に提示された10%の関税率を維持できている。このため、相対的に関税の影響は避けられる見込みで、この点がSGDにとって追い風になることも考えられる。また、7月の鉱工業生産が市場予想を上回ったこともあり、MASが更なる金融緩和に対して前のめりであると断言はしにくくなっている。
- 一方、注意したい点は半導体及び医薬品分野におけるセクター別関税リスクが顕在化している点だ。電子機器と医薬品は、それぞれシンガポール非石油国内輸出の23%、8%を占めている。今後、トランプ政権が相互関税からセクター別関税を強化していく姿勢を強めれば、成長への悪影響は大きくなる。
- SGDは今後もドル全般の動きに大きく左右される状況が続く見込みだ。ジャクソンホール経済シンポジウムではパウエル議長による利下げ示唆も注目されたが、連続的な利下げが約束された訳でもなく、雇用統計やCPIの結果が強いものとなった場合には、SGDが1.30レベルを再び試す可能性がある。
- 逆に、SGDの動きが1.27台半ばまで続くにはS\$NEERの上昇余地が小さい限り限定的だ。シンガポール金利の低迷や依然高いドル金利、半導体や医薬品分野のサプライチェーンの混乱可能性などが、SGD上昇のネックとなる。国内のインフレに目を向けても、各種行政措置、例えば生活必需サービスの補助金導入等により、物価上昇圧力は緩和されている。世界的な景気減速などがない限りは、S\$NEERは政策バンドの上半分で推移すると見込まれるが、それ故にSGDの上昇余地が限定的であるということも念頭に置きたい。

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: 年後半にかけて景気は減速する見込み

シニアマーケット・エコノミスト

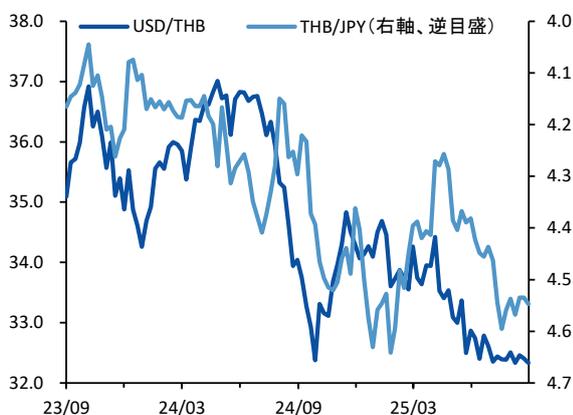
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

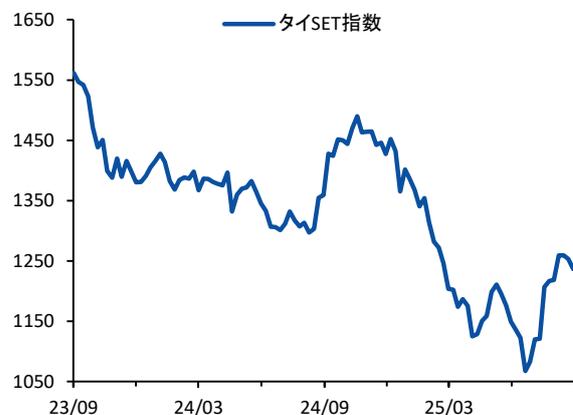
- 8月のTHBは対ドルで前月比+1.3%の上昇。月初32.50台で取引を開始。上旬は7月雇用統計など米経済指標の軟化が支援材料となり、32.30近辺を推移。中旬はドルが反発する時間帯が見られ、ジャクソンホール経済シンポジウムでの情報発信が意識される中でじりじりと下落。THBは一時月安値の32.60台まで軟化した。下旬、パウエルFRB議長が9月利下げを示唆するとTHBは騰勢を強めて再度32.30台へ。月末付近ではクックFRB理事によるトランプ大統領提訴でドルが軟化し32.20台まで上値を伸ばした。
- タイ中央銀行(BOT)は14日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の1.75%から1.50%に引き下げた。声明文では、タイ経済について、年後半にかけての景気減速に警戒感を強めている。米国との相互関税率は19%となったものの、関税の影響が実体経済に波及していくこと、25年の外国人観光客の受入が当初の想定を下回る可能性が高まっていることを要因として言及した。
- 4~6月期実質GDP成長率は前年同期比+2.8%と前四半期の同+3.1%から減速。内訳をみても、BOTの指摘の通り内需やサービス輸出の鈍化が確認されており、観光業については、カンボジアとの国境間での紛争も嫌気されたと見られる。上半期は米国の関税強化を見越した財輸出の前倒しがGDPを押し上げたが下半期はこうした影響も弱まる見込みだ。なお、タイ政府は25年の成長率予測について+1.8%~2.3%と予測しており、上半期の成長率は同+3.0%のため、タイ政府もBOTと同様に下半期にかけての景気減速を警戒している。
- 物価動向について、直近7月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.70%、生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+0.84%となった。総合ベースについては4か月連続の前年割れ、食品とエネルギーを除いたコアベースについても、BOTが掲げるインフレ目標(+1.0~+3.0%)の下限に達していない。先行きの見通しを見ても、インフレリスクは下方向に傾いており、当面は総合インフレが目標レンジを下回り、コアベースは目標レンジ近辺で推移する見込みだ。
- トランプ関税に関する懸念が一旦後退した中で、8月のTHBは底堅い動きとなった。年末にかけてのFRBの利下げ期待もアジア通貨全般にとっての支援材料となりそうだ。一方、政治面ではカンボジアとの国境紛争に関する対応を巡り、憲法裁判所はペートタン首相の解職を決定。今後の動向次第では突発的なTHB売り圧力が強まる点が懸念される。また、政情の混迷が経済に波及するケースも含めて更に景気が下振れするリスクにも警戒したい。

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



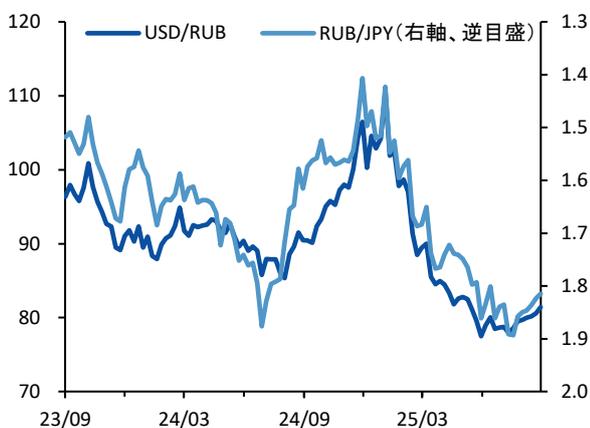
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア:米露首脳会談実施も、先行きは不透明

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

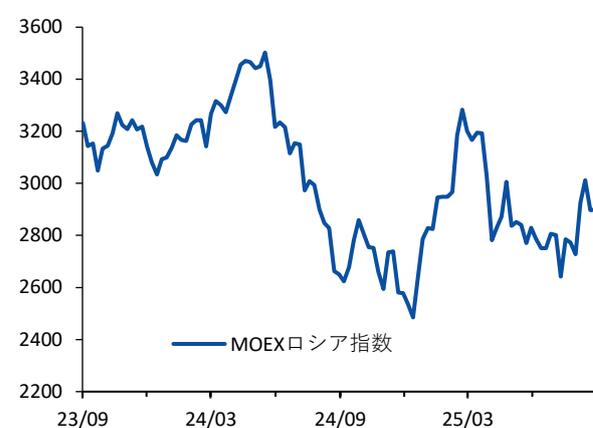
- RUB は 8 月を通じて限定的な値動きにとどまった。原油価格やロシア中銀 (CBR) による金融政策よりも、米国による追加制裁の有無が最大の不安定要因となっている。
- 米国は、ロシアと取引のある第三国 (中国、インドなど) を対象に、ロシア産品を経由輸出する場合に最大 100% の「二次関税」を課す可能性を示唆している。これはロシアの戦争継続能力を間接的に削ぐ狙いがあるが、同時に中東産原油への依存増や米国内インフレ圧力の高まりといった副作用も懸念されている。
- もっとも、8 月 15 日にトランプ米大統領とプーチン露大統領がアラスカでウクライナ戦争開始以来初の首脳会談を行った際に、こうした制裁の可能性が強調されることはなく、脅しは有名無実だという受け止めが広がっている。会談の中で、ロシアは柔軟姿勢を見せつつも、具体的な譲歩には踏み込まず、ウクライナ東部やクリミアの割譲を求める姿勢を崩していない。これに対し、ウクライナのゼレンスキー大統領は強く反発し、欧州の一部指導者もロシアの提案を「戦術的」として警戒している。
- 一方、米英を中心とした「有志連合」によるウクライナの安全保障枠組み構築が進展している。スターマー英首相が主催したオンライン会議には 30 カ国以上が参加し、空軍支援や黒海での海上安全保障など、NATO 非加盟ながらも実効性ある支援体制の構築が模索されている。
- 米露首脳会談は、ウクライナ戦争の停戦・和平に向けた機運を高めるものとはならなかった一方、ロシアに対する米追加制裁の脅しもうやむやなものとなりつつある。RUB 相場は先行きも方向感を欠く展開が続く公算が大きい。

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



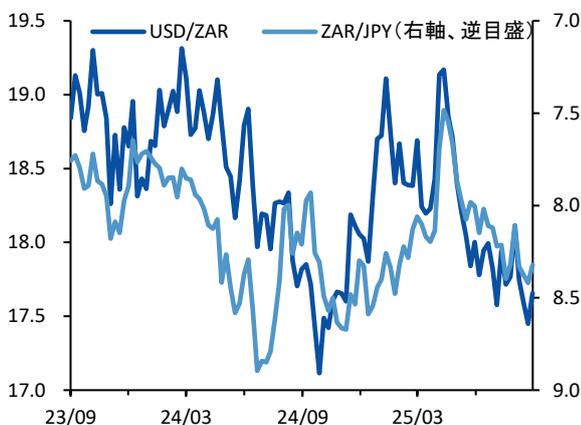
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 米利下げ期待が追い風に

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

- ZARは8月に米ドルで+3.2%反発した。特に8月22日には、ZARが2024年11月以来の高値をつける場面もあった。この反発は、米雇用統計の下振れやジャクソンホール会議でのFRB議長発言により、9月の利下げ観測が強まり、ドルが下落方向に推移したことが影響している。これに対して、ZARは高金利通貨としてリスク選好の流れに乗り、強い動きとなった。
- 一方、国内要因では、南アフリカ準備銀行(SARB)が7月末の会合で利下げ(7.25%→7.00%)とともに、インフレ目標引き下げの計画を発表したことが焦点になっている。これまでSARBはインフレ目標レンジ(+3~6%)の中央値である+4.5%を基準として政策を運営してきたが、クガニャゴ総裁は、インフレ予測のアンカーを+3%へと引き下げる方針を示した。これは、インフレ期待の安定化と金利の長期的な低下を目指す戦略の一環とされている。インフレを抑え込むためには、高金利政策を継続する必要性が高まることから、理論的にはZAR高要因となる。
- これに対し、ゴドンワナ財務相はこの動きを「一方的」と批判し、10月の中期予算方針声明での正式な目標変更は否定した。SARBはインフレ抑制による長期的な経済利益を主張するが、財務省は+4.5%を前提に財政計画を立てており、両者の乖離が予算の誤算を招く可能性がある。とりわけ、上述の通り、インフレ目標引き下げは基本的には高金利政策の継続を意味することから、成長が抑制され歳入が減少しかねないという見方から財務省は反発を強めているものとみられる。政府と中銀の見解不一致は、政策に対する市場の信認の低下につながりかねない。
- もう一つ気にしなければならないのは、米国による関税政策の動向だ。8月8日から、米国は南アフリカを含む複数の貿易相手国に対して一律30%の輸入関税を発動した。南ア政府は「不当かつ非合理的」と強く反発している。関税は主に自動車、金属製品、加工品などの高付加価値輸出品に影響し、鉱物資源(プラチナ、チタンなど)など一部品目は除外されている。
- ZARは米利下げ期待という外部環境の追い風に支えられ、底堅い展開が想定される。とはいえ、国内外の政治・外交要因が波乱要因となりうる点は意識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



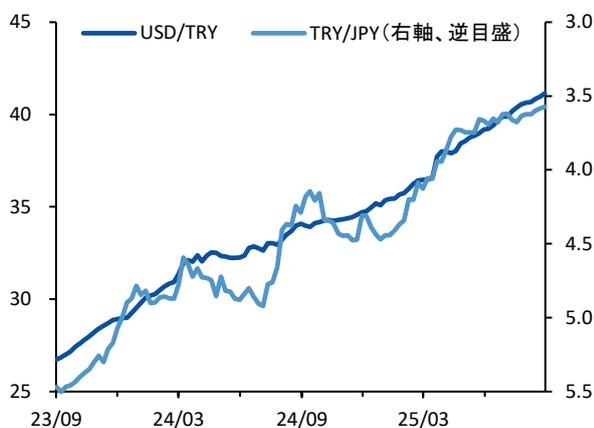
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:9月初旬は政治情勢が再び焦点に

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

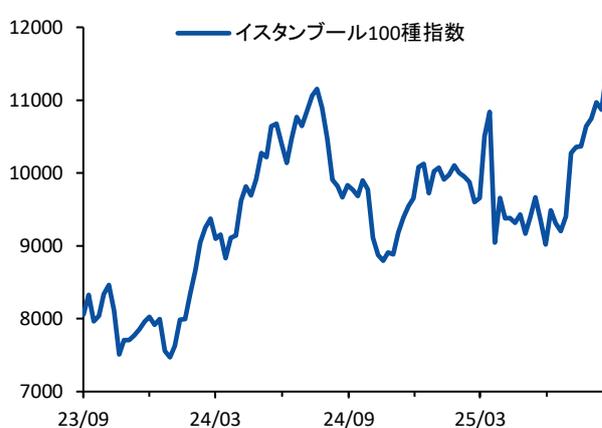
- TRYは2025年3月以降、緩やかな下落トレンドを継続しており、トルコ中央銀行(CBRT)による7月24日の利下げ発表後もTRY相場には大きな変化は見られていない。
- CBRTは引き続き、高金利政策を維持し利下げを慎重に進める方針だ。CBRTは8月14日にインフレ見通しを引き上げ、2025年末の予測を前年比+24%で維持するとともに、2026年の見通しを+13~19%のレンジに上方修正した。
- こうしたCBRTの高金利政策によるTRYへの信認向上は、2021年に導入された為替差損保証付き預金制度(KKM)が8月23日に終了したことにも表れている。KKMは、リラ建て預金に対して為替変動による損失を政府が補填する制度であり、急激なTRY安への対応策として2021年12月に導入された。ピーク時には1400億TRY規模だったKKMは、8月時点で110億TRYにまで縮小。外貨預金とKKMを合わせた比率はかつて全預金の70%超だったが、現在は40%以下に低下している。これはインフレの沈静化とリラ預金の魅力向上によるものと見られている。
- とはいえ、インフレへの懸念が完全に後退したわけではない。とりわけ、教育(+75.5%)、住宅・光熱(+62.0%)など、生活必需品のインフレ率が依然として高水準にある。政府はこうした状況に対応するため、全国55000店舗に「固定価格コーナー」を導入し、100~150品目を統一価格で販売する施策を開始した。
- 9月初旬には政治情勢に再びスポットライトが当たる公算が大きい。オゼル共和人民党(CHP)党首を巡る裁判が、9月8日に再開されるためだ。問題となっているのは、2023年のCHP党大会でオゼルが党首に選出された際に不正があったとする訴えであり、裁判の結果次第では党首職の正当性が否定される可能性がある。仮にオゼル氏が失職すれば、最大野党CHPの指導体制が揺らぎ、与党側に有利な再編が進む可能性もある。裁判延期が報じられた6月末には、政治的不確実性が一時的に後退したとの見方から、TRYや株式、債券などの資産価格が上昇した。
- TRYはCBRTの高金利政策が引き続きサポート要因となると見込まれる一方、当面は、政治情勢に一定の注意が必要となる。

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



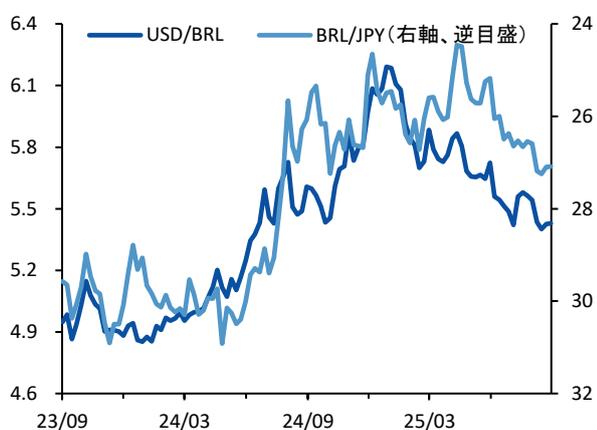
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 対米関係悪化が継続

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

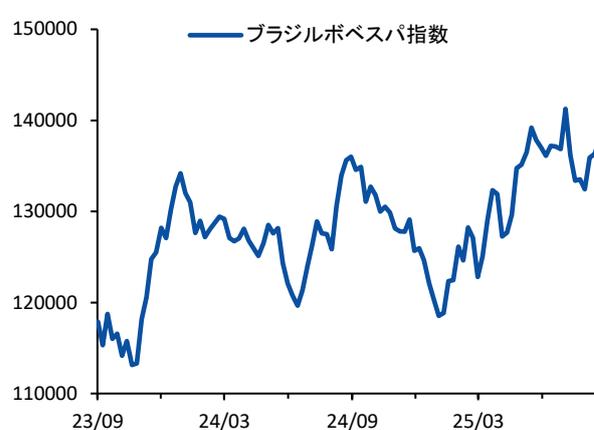
- 8月のBRLは+3.14%と反発した。米金利の低下に加え、域内株式市場への海外資金の回帰、ルラ大統領の支持率回復に伴う財政悪化懸念の後退などが支援材料になった模様だ。
- ブラジル中央銀行(BCB)は8月5日、7月金融政策委員会(Copom)の議事要旨を公表した。米国による輸入関税賦課に関し、声明文以上に細かい言及が見られ、強い警戒感がうかがえた。もっとも、インフレ期待の高さや労働市場のタイトさに対する警戒感の方がより強いことは、割かれている文章量の多さからも明白である。「非常に長期にわたる現状維持」が宣言されている以上、年内利下げ開始のハードルは高いとみるべきであろう。
- 26日には、8月半ばまでの1か月間の消費者物価指数(IPCA-15)の結果が公表された。結果は、+4.95%(前年比、以下同様)と市場予想の+4.89%を上回ったが、前回の+5.30%を下回った。総合ベースの伸び率がピークアウトしていることは朗報である一方、食品や飲料、エネルギーを除いた指数はむしろ底入れ傾向にあるため、インフレ高進への警戒姿勢を解除できる状況ではない。
- 引き続き、米トランプ政権との間では通商交渉が進んでいないように見える。既報の通りブラジルに対しては、8月1日より50%の輸入関税が賦課されている。航空機やオレンジジュース等の一部品目は追加関税(上乘せの40%部分)の対象外のため、昨年の輸出実績から試算する限り、実効関税率は30%付近になる。ブラジル政府は、関税によるダメージを軽減すべく、企業支援策を既に発表している。なお、トランプ氏と親交が深いボルソナロ・前ブラジル大統領の判決は最高裁より9月上旬に言い渡される見込みであり、結果次第では更なる外交関係悪化も否定できない。もちろん他国の司法に対し関税で応酬するのは意味不明かつ内政干渉だが、現在の米政権には正論は通じそうもない。
- 9月のBRLは上値重い推移を想定する。中旬までにボルソナロ氏の判決を控える中で、米国との対立はさらに激化する可能性は相応に高いと考えたい。前述の通り株式投資フローを見る限り海外投資家の資金は戻ってきているようにも見えるが、翻ってIMM通貨先物ポジションを確認する限りでは「投機のBRL買い」の圧縮も確認できる。各種経済指標では域内経済も失速が鮮明になってきており、キャリー需要に支えられたこもとのBRL高は継続しないと考えたい。もっとも、米利下げ再開が濃厚な中では、急速なBRL安も想定しにくい。

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: ブラジルボベスパ指数



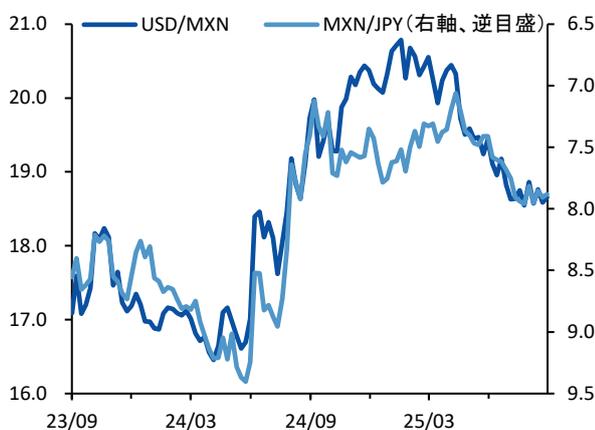
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: Banxico は利下げ幅を縮小

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

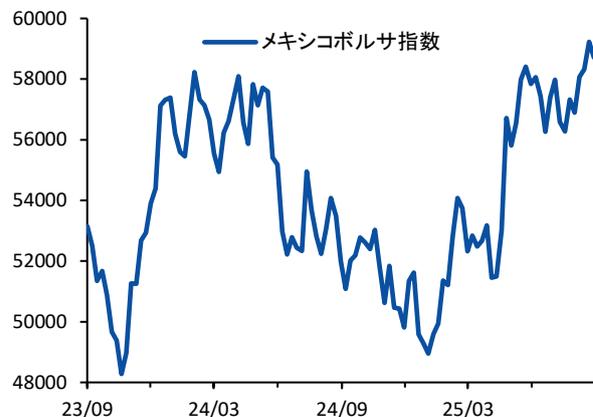
- 8月のMXNは+1.18%と反発した。メキシコ株式の大幅続伸に加え、米金利の低下や米墨通商交渉に関する楽観的なムードが支えになった模様だ。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は8月7日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を▲25bp引き下げ、7.75%にすることを決定した。利下げ幅縮小は、事前の予告に沿ったものだった。先々の決定に関し声明文では、「政策金利の更なる調整を評価する」とのフォワードガイダンスを維持した。
- 21日には、同会合の議事要旨が公表された。今後の利下げペースに関し明示的な示唆はなかったものの、タカ派的な委員(おそらく会合で据え置きを支持したヒース副総裁)でさえインフレ率低下があれば追加利下げを検討すると表明しており、「次の一手」も利下げになるだろう。しかしながら、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、Banxicoが想定する中立実質政策金利に徐々に近づいており、今後の利下げ余地は限られると考えている。以上の要素に鑑みて、政策金利は2025年末で7.00%、2026年9月末時点で6.50%と想定したい。本年末以降は、断続的に利下げをスキップする展開になろう。
- ところで米国はメキシコに対し25%の輸入関税を賦課している。30%への引き上げが8月1日から行われるはずだったが、これは90日間発動が延期されている。とはいえ、USMCAや最恵国待遇による無関税部分の影響もあって、平均関税率(Calculated Duty÷財輸入総額)は4%程度(6月実績)と極めて低い水準に過ぎない。そもそも、全体の16%程度にしか関税がかかっていない。よって、輸入関税率が30%に引き上げられたところで、経済全体への影響は限定的となろう。
- 9月のMXNは、底堅い推移を想定する。Banxicoは9月も▲25bpの利下げを続けそうだが、経済物価情勢を踏まえればハト派的な姿勢は薄れる可能性が高い。いよいよ9月FOMCにて米利下げが再開されると思われる中、「利下げ余地の狭さ」がMXNの下支えになりそう。一方、資源価格の軟調推移、米墨貿易摩擦の可能性などは重しになろう。加えて、IMM通貨先物ポジションを確認する限り、「投機のMXN買い」は相応に積み上がっており、逆流にも警戒したい。

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 1～8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)	7.1267 ~ 7.3512	7.1307	7.18	7.23	7.14	7.11	7.08
香港ドル (HKD)	7.7500 ~ 7.8500	7.7953	7.79	7.78	7.78	7.77	7.76
インドルピー (INR)	83.764 ~ 88.310	88.208	87.0	85.8	86.3	85.5	85.8
インドネシアルピア (IDR)	16079 ~ 17224	16500	16300	16500	16250	16000	16000
韓国ウォン (KRW)	1347.23 ~ 1487.45	1389.81	1380	1370	1350	1340	1330
マレーシアリング (MYR)	4.1805 ~ 4.5185	4.2253	4.18	4.26	4.14	4.07	4.06
フィリピンペソ (PHP)	55.158 ~ 58.715	57.140	55.7	56.1	55.2	54.4	54.4
シンガポールドル (SGD)	1.2698 ~ 1.3751	1.2838	1.29	1.31	1.30	1.29	1.28
台湾ドル (TWD)	28.790 ~ 33.280	30.571	30.0	29.7	29.3	29.0	29.0
タイバーツ (THB)	32.09 ~ 34.98	32.33	32.2	33.0	32.8	32.5	32.3
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 26437	26344	26250	26350	26250	26200	26150
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	74.0500 ~ 114.7788	81.4114	82.0	84.0	86.0	88.0	90.0
南アフリカランド (ZAR)	17.4312 ~ 19.9328	17.6482	17.6	17.4	17.6	17.8	18.0
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 41.9184	41.1472	42.0	43.0	44.0	45.0	46.0
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	5.3807 ~ 6.2270	5.4297	5.45	5.55	5.65	5.70	5.75
メキシコペソ (MXN)	18.5109 ~ 21.2932	18.6641	18.8	19.2	19.4	19.2	19.0
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	19.145 ~ 21.666	20.616	20.47	20.19	20.31	20.68	21.05
香港ドル (HKD)	18.031 ~ 20.403	18.877	18.87	18.77	18.64	18.92	19.20
インドルピー (INR)	1.644 ~ 1.848	1.668	1.69	1.70	1.68	1.72	1.74
インドネシアルピア (100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.892	0.902	0.885	0.892	0.919	0.931
韓国ウォン (100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.588	10.65	10.66	10.74	10.97	11.20
マレーシアリング (MYR)	31.951 ~ 35.699	34.814	35.17	34.27	35.02	36.12	36.70
フィリピンペソ (PHP)	2.470 ~ 2.726	2.573	2.64	2.60	2.63	2.70	2.74
シンガポールドル (SGD)	107.08 ~ 116.28	114.62	113.69	111.79	111.71	114.31	116.22
台湾ドル (TWD)	4.310 ~ 5.090	4.810	4.90	4.92	4.95	5.07	5.14
タイバーツ (THB)	4.150 ~ 4.653	4.551	4.57	4.42	4.42	4.52	4.61
ベトナムドン (100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5585	0.56	0.55	0.55	0.56	0.57
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.370 ~ 1.985	1.816	1.79	1.74	1.69	1.67	1.66
南アフリカランド (ZAR)	7.263 ~ 8.525	8.338	8.35	8.39	8.24	8.26	8.28
トルコリラ (TRY)	3.501 ~ 4.481	3.573	3.50	3.40	3.30	3.27	3.24
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	23.669 ~ 27.475	27.112	26.97	26.31	25.66	25.79	25.91
メキシコペソ (MXN)	6.845 ~ 8.027	7.884	7.82	7.60	7.47	7.66	7.84

注: 1.実績の欄は2025年8月29日まで。SPOTは9月1日の8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(8月29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。