

# 2025年台湾みずほ講演会

## ドル円・東アジア通貨為替見通し

### ～トランプ政権が思い描く通貨政策の思惑と為替相場への反応は？～

2025年11月

**みずほ銀行**

国際為替部

シニアマーケット・エコノミスト

堀 堯大

TEL：+81-3-3242-7065

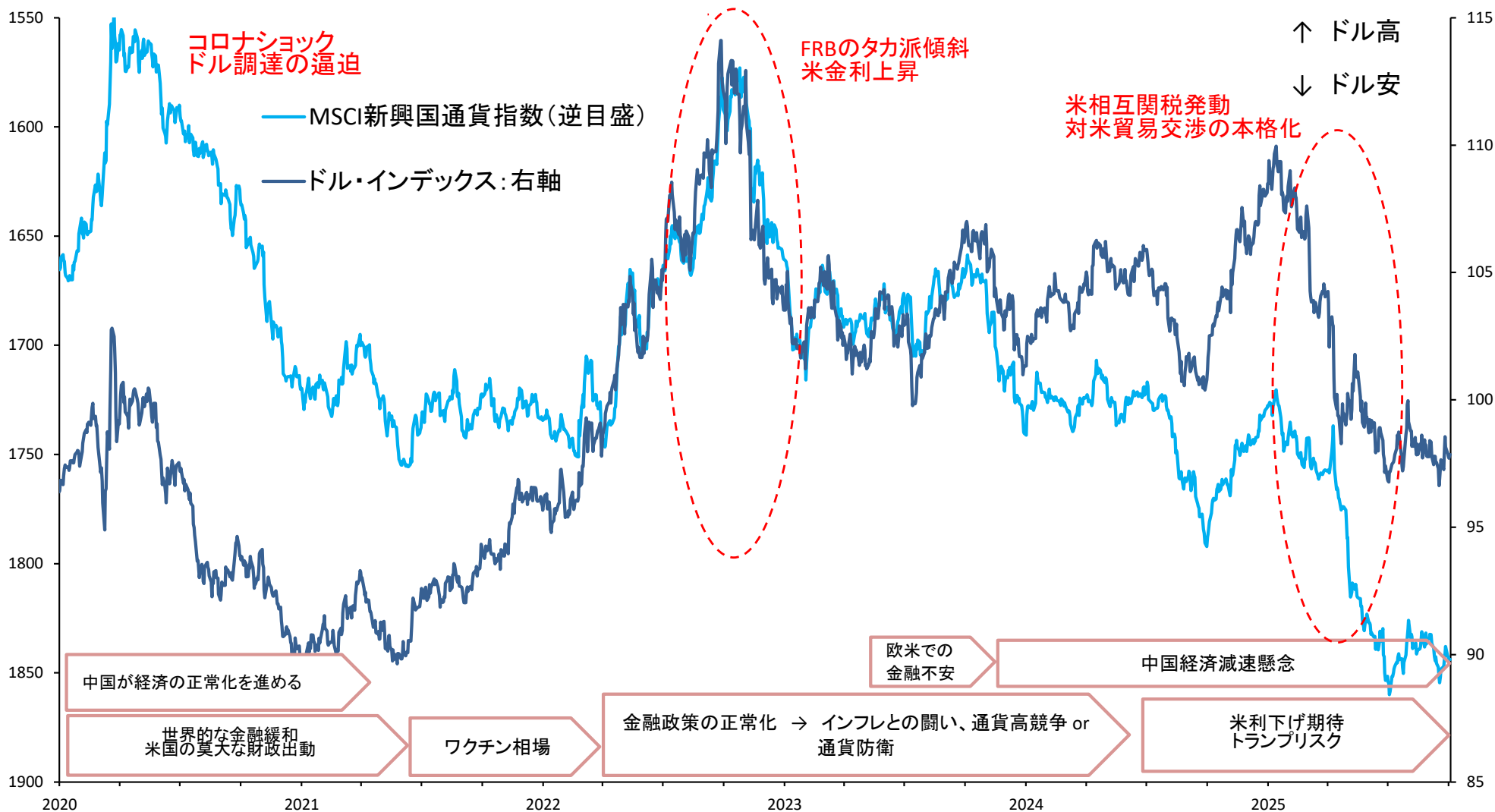
E-mail：takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

ともに挑む。ともに実る。



# 【総論】 下半期に入りドル安のペースは減速

## ドルインデックスと新興国通貨インデックス



(出所): ブルームバーグ、みずほ銀行

## 【総論】 トランプ関税交渉は多くの国で夏場に一段落したが…

- 4月にトランプ政権は世界各国に対して、一方的に相互関税率を提示。市場は既にトランプ関税に伴う景気減速をある程度を織り込んでいたものの、関税措置の厳格化は米国経済にも波及するとの見方が強まり、「米国売り」で反応した
- その後、米国は相互関税の発動を延期し、各国と個別の交渉を開始。交渉の結果、4月時点の税率からは概ね引き下げられており、これが市場の安堵感に繋がった
- しかし、トランプ関税は半導体など個別製品に今後焦点が移る可能性があること、今後実体経済にも影響が出ていくことにも注意が必要

### 米国設定の相互関税率（左：4月時点、右：8月時点）

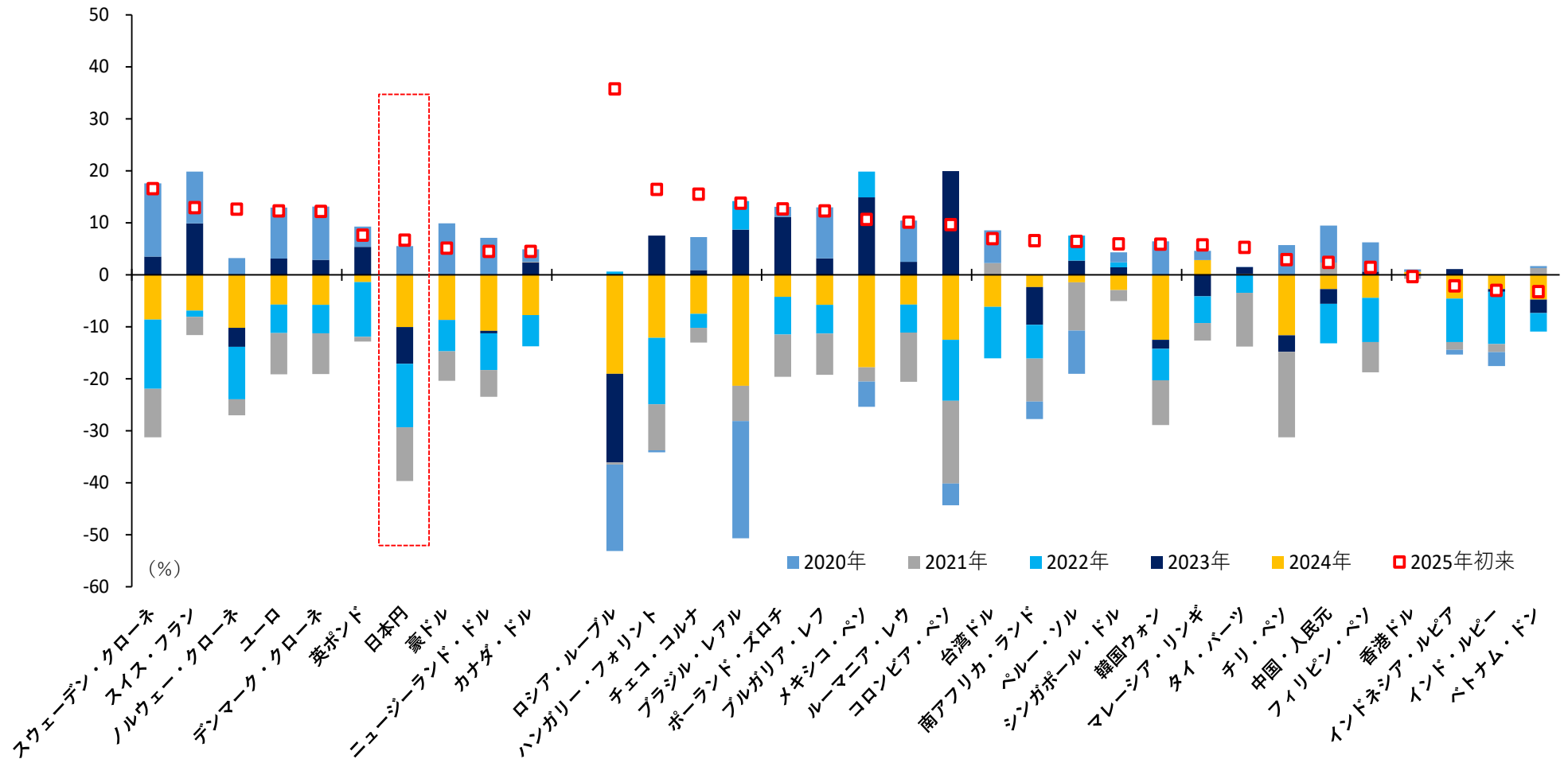
| 国・地域    | 相互関税率(%) | 国・地域    | 相互関税率(%) |
|---------|----------|---------|----------|
| カンボジア   | 49       | 日本      | 24       |
| ベトナム    | 46       | マレーシア   | 24       |
| スリランカ   | 44       | EU      | 20       |
| バングラデシュ | 37       | イスラエル   | 17       |
| タイ      | 36       | フィリピン   | 17       |
| 中国      | 34       | 英国      | 10       |
| 台湾      | 32       | ブラジル    |          |
| インドネシア  | 32       | シンガポール  |          |
| スイス     | 31       | チリ      |          |
| 南アフリカ   | 30       | オーストラリア |          |
| パキスタン   | 29       | トルコ     |          |
| インド     | 26       | コロンビア   |          |
| 韓国      | 25       |         |          |

| 国・地域    | 相互関税率(%) | 国・地域    | 相互関税率(%) |
|---------|----------|---------|----------|
| ブラジル    | 50       | フィリピン   | 19       |
| インド     | 50       | インドネシア  | 19       |
| 中国      | 30       | EU      | 15       |
| メキシコ    | 30       | 韓国      | 15       |
| 南アフリカ   | 30       | 日本      | 15       |
| カザフスタン  | 25       | イスラエル   | 15       |
| バングラデシュ | 20       | 英国      | 10       |
| 台湾      | 20       | シンガポール  |          |
| ベトナム    | 20       | チリ      |          |
| タイ      | 19       | オーストラリア |          |
| カンボジア   | 19       | トルコ     |          |
| マレーシア   | 19       |         |          |

（出所）各種報道よりみずほ銀行

# 【総論】 ドルが広範に売られた上半期も、円上昇のペースは減速

## 各通貨の対ドルパフォーマンス

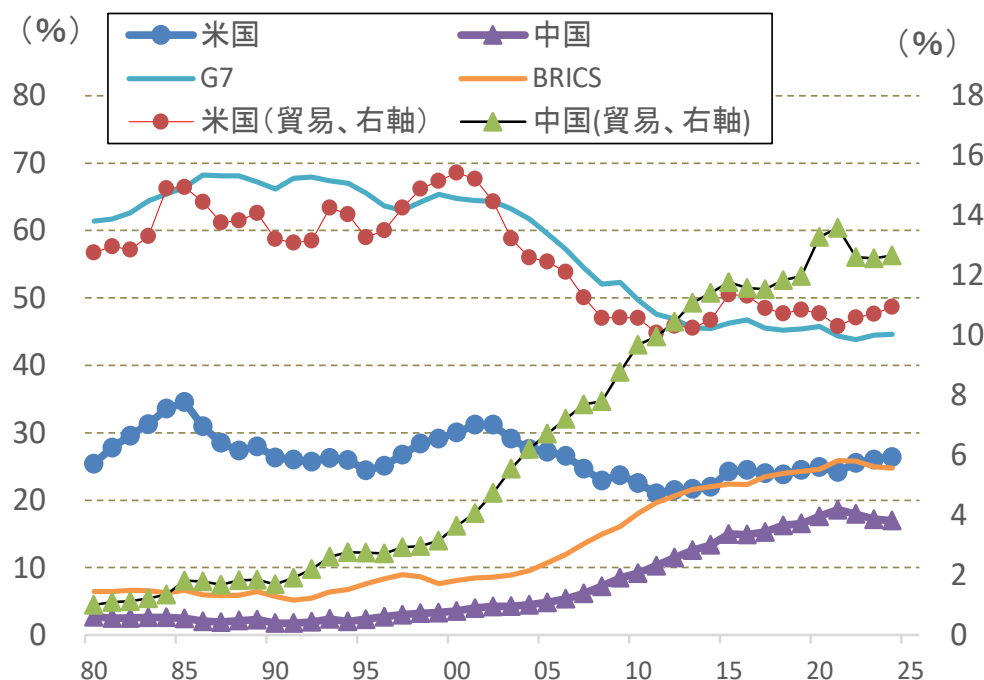


2025年8月31日時点  
(出所):ブルームバーグ、みずほ銀行

# 【総論】 トランプ政権が思い描く通貨政策とは？

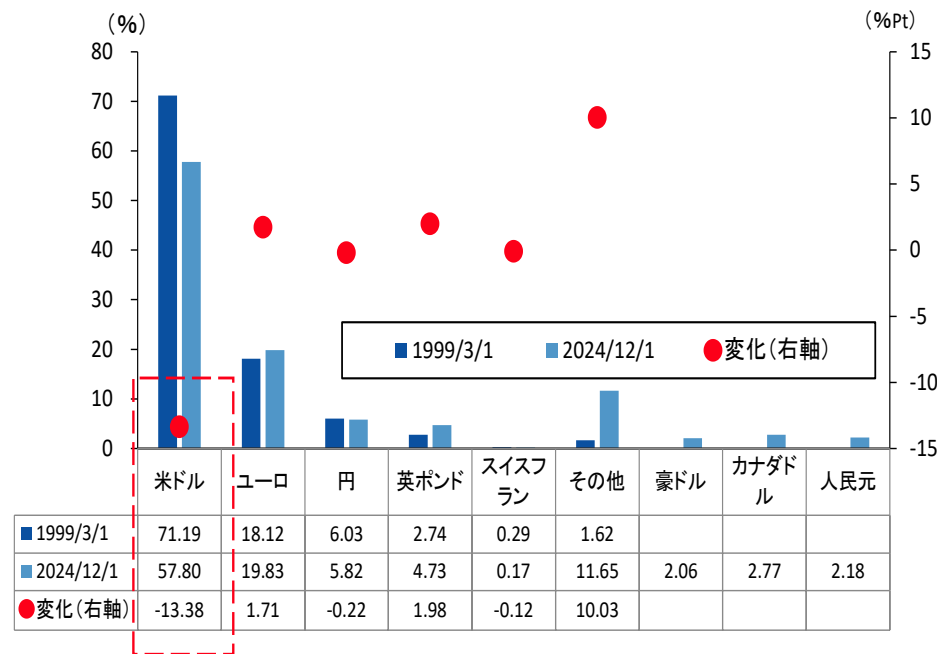
- 単純な為替レートという観点ではトランプ政権はドル安を志向
- 一方で、通貨としての強さ（ドルの基軸通貨性）は維持・強化したい
- トランプ政権が双方に強いこだわりを持つ背景は？

## 世界のGDPと貿易取引額シェア



(資料) macrobond

## 外貨準備保有通貨の変化（1999年3月以降）



※豪ドル・加ドル・元は99年3月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。

(資料) IMF、Datastream

## 【総論】米通貨政策の行方は？～過去の事例との比較～

- 金融政策への介入も含め第二次トランプ政権の立ち振る舞いとニクソン政権（1969～74年）のそれを重ねる向きは多い
- ニクソン政権時代の課題であった「安全保障面での国際的立場の修復」と「国内経済の安定化」は現在のトランプ政権にも共通している
- これらの課題は「安全保障維持に対するコストの削減」、「自国優先の保護主義」という方針で対応。これについても、トランプ政権の動きと類似点が見られる

### ニクソン政権とトランプ政権の政策比較

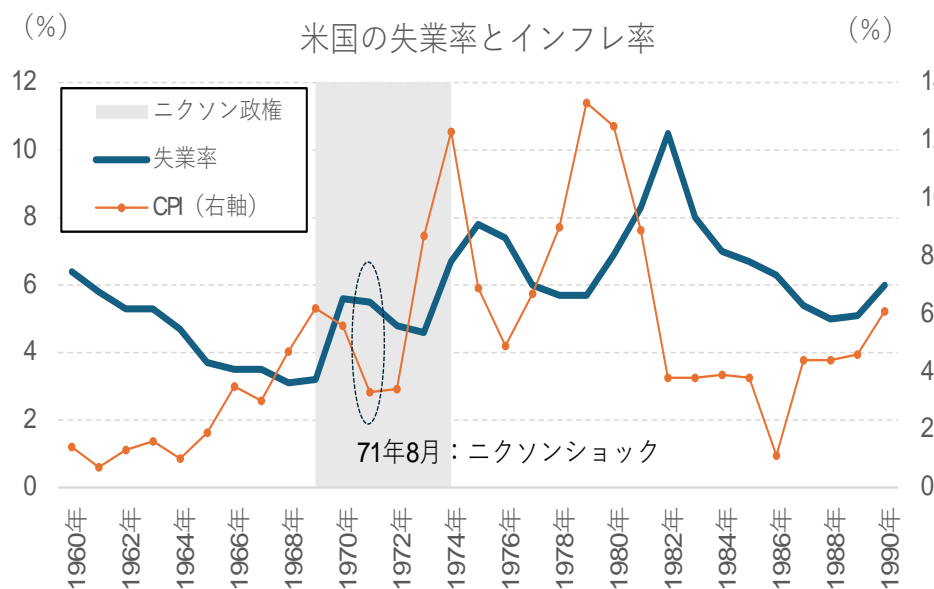
| 論点   | ニクソン（1969～74）                               | トランプ（2025～）                           | 備考                   |
|------|---|---------------------------------------|----------------------|
| 通商政策 | 輸入課徴金10%                                    | 相互関税政策（一律10%、上乘せ税率は可變的）               | 保護主義志向で共通            |
| 通貨政策 | 金ドル兌換停止                                     | マールアラーゴ合意におけるドル安志向                    | ドル安志向で共通             |
| 金融政策 | バーンズ議長に利下げ圧力                                | パウエル議長に利下げ圧力                          | 低金利政策で共通             |
| 外交政策 | 【ニクソン・ドクトリン】<br>同盟国に自国防衛負担を増やさせ、米軍は直接介入を減らす | 【アメリカ・ファースト】<br>NATO同盟国や日韓に対する防衛費増を要求 | 同盟国に対し安全保障の応分負担要求で共通 |
| 目的   | ブレトンウッズ体制に終止符                               | ブレトンウッズ2.0の野望                         | 覇権国としてのコスト低下         |
| リスク  | スタグフレーション                                   | スタグフレーション                             | インフレ下の金融緩和で共通        |

（資料）みずほ銀行

## 【総論】ドル相場の展望～ニクソン時代と同じ帰結となるか？～

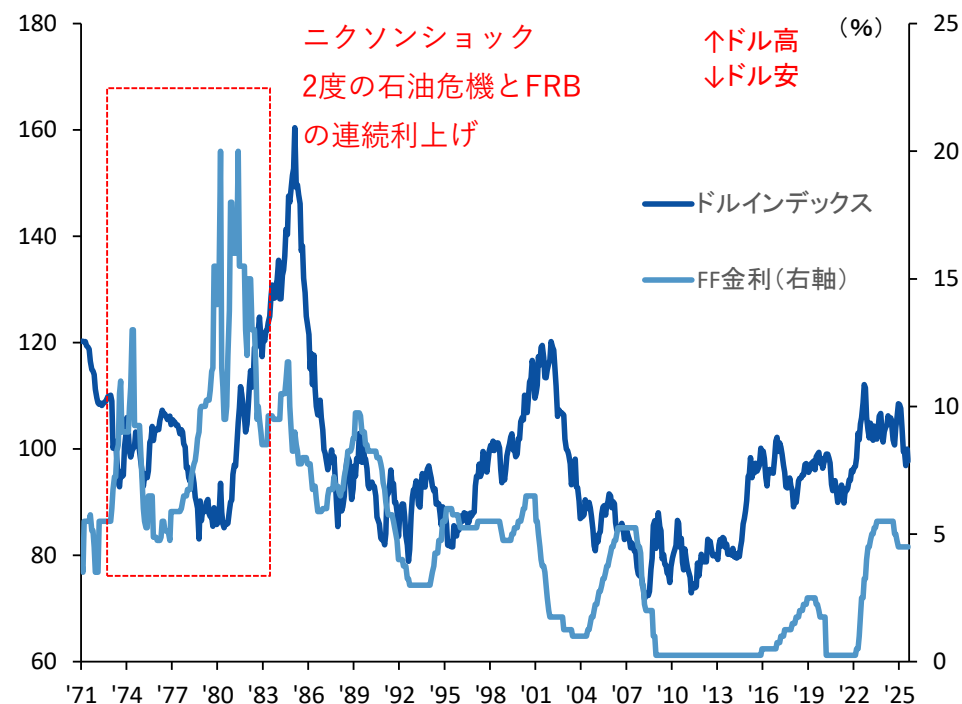
- ニクソン時代では、国内外要因で財政赤字と貿易赤字が共に拡大。インフレも社会問題化する中で、金・ドル交換停止と経済安定化法を通じて、短期的な物価統制に成功した。しかし、金融緩和下での2度の石油危機によってインフレは急加速。FRBは政策金利の引き上げを余儀なくされ、ドルは急騰する事態に
- 時代背景は異なるものの、トランプ関税がインフレ誘発的と指摘される中で、ドル安政策（≒利下げの催促）は同様の危険性を感じさせる。果たして経済・金融情勢と異なる通貨・金融政策は持続性を持つのか？

### 米国の失業率とインフレ率



(資料) macrobond

### ドルインデックスと米政策金利



(資料) ブルームバーク

## 為替市場の基本的な変動要因

### ①金利【短期】

- 政策金利、国債金利

- ・米国の利下げ検討とそのタイミング
- ・各国の金融政策動向
- ・世界経済の軟着陸、中国景気の持ち直し状況

### ②需給【短～中期】

- 貿易・経常収支、対外債権・債務

- ・経常収支：特に財・サービス収支
- ・証券投資：金融市場のリスクテイク
- ・直接投資：グローバル・サプライチェーン見直し

### ③物価【長期～超長期】

- CPI、PPI etc

- ・世界的なインフレのピークアウト
- ・商品市況
- ・サービス価格：賃金の行方

### ④その他【超短期】

- 各種ニュースフロー（地政学リスク含む）

- ・地政学リスク：ウクライナ危機、中東紛争など
- ・政治動向：トランプ米政権の動向
- ・固有の脆弱性：財政、対外ファイナンス

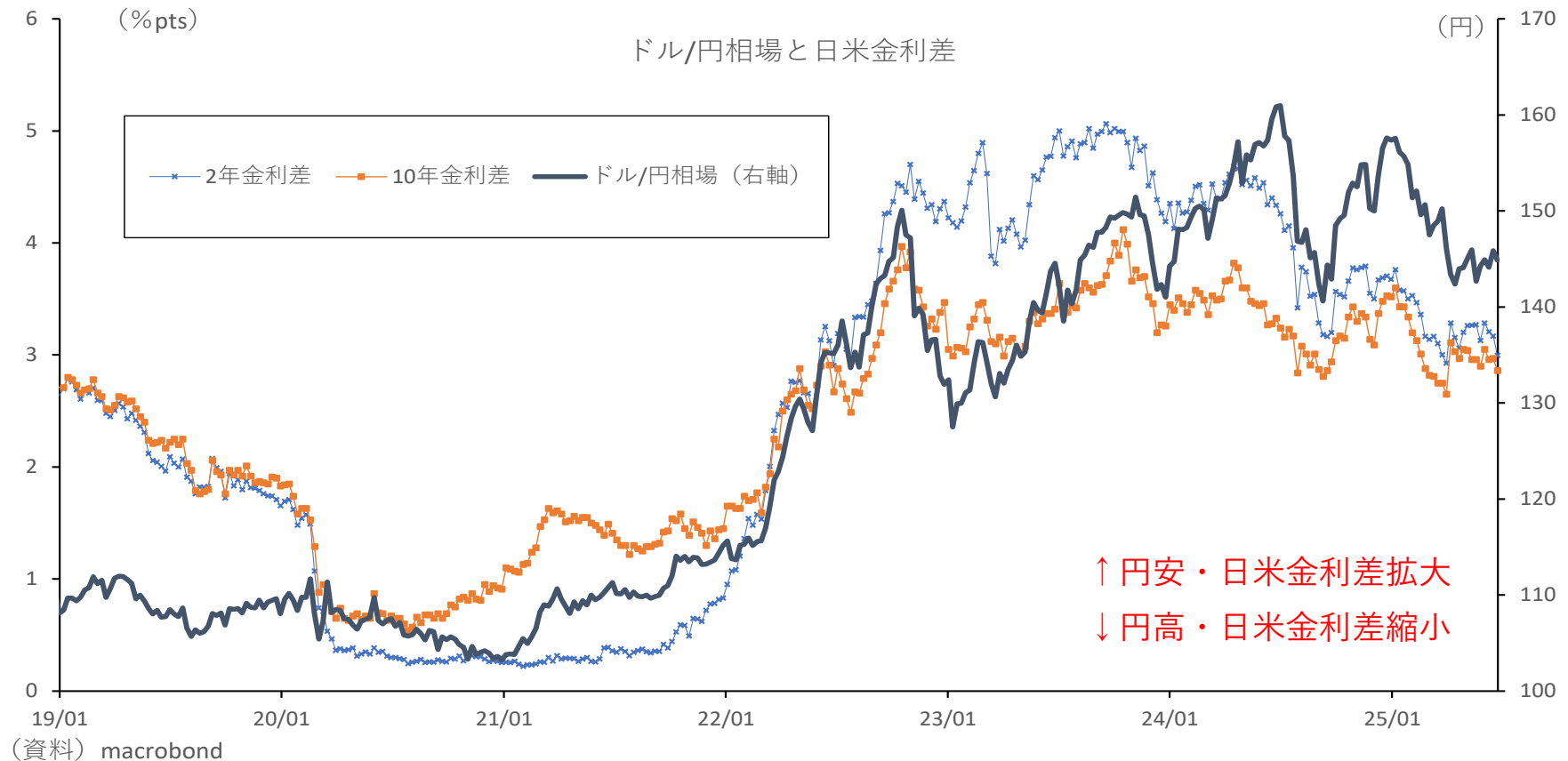
（出所） みずほ銀行



## 【USD/JPY】 足許の日米金利差の動向

- 日米金利差は足許で縮小傾向も、縮小ペースに対して円安修正が追いついていない
- 日銀の利上げ期待だけではなく、本邦政局と拡張財政への不安が共存する状況

### ドル/円相場と日米金利差



## 【USD/JPY】 2025年為替相場のリスクシナリオの再確認

- 上半期はトランプ関税の影響で日米の金融政策は膠着も、「日本は利上げ、米国は利下げ」が基本線であることは変わらず。しかし、そのペースは不透明
- 次期FRB議長の人選に関する憶測も、FRBのハト派期待を強める要因になっている。こうした思惑は相場テーマとして持続性を持つのか？

### 2025年のドル/円相場見通し、金利・需給のイメージ

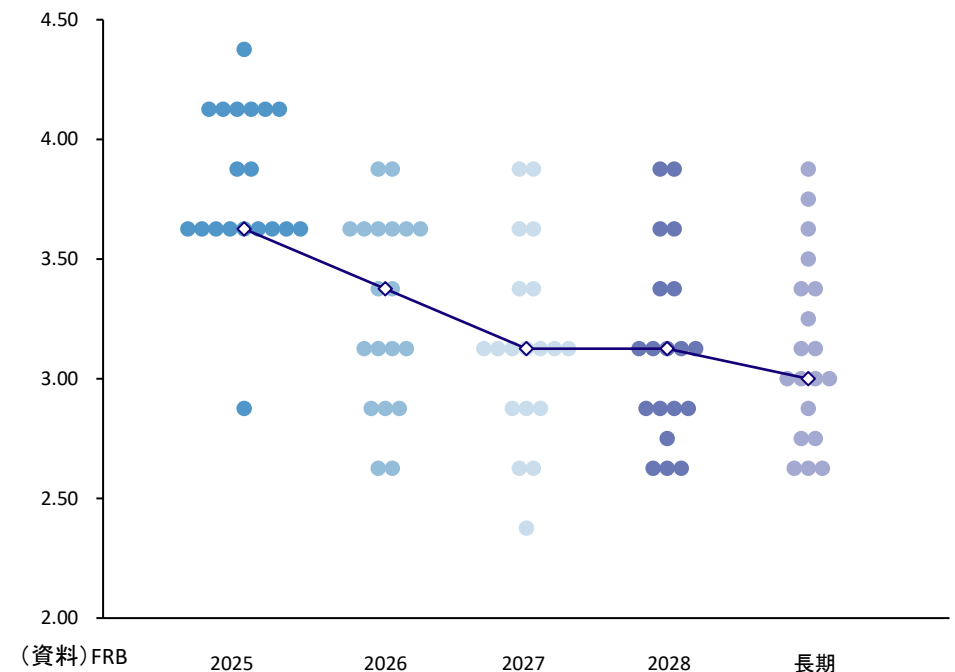
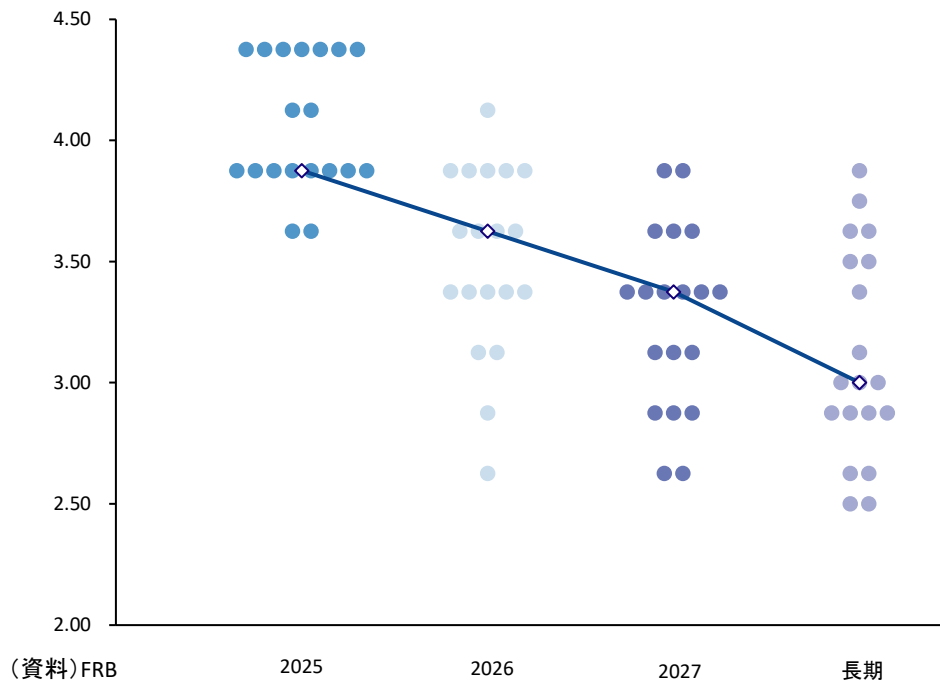
|    |      | メインシナリオ            | 穏当な円安リスク       | 極端な円安リスク                 |
|----|------|--------------------|----------------|--------------------------|
| 金利 | FRB  | 年内3回までの利下げ         | 追加利下げの見送り      | インフレ再燃に伴う利上げ観測浮上         |
|    | 日銀   | 利上げ路線継続と年度内複数回の利上げ | 早期の利上げ打ち止め     | 通貨防衛で複数回利上げ              |
| 需給 | 経常収支 | 貿易収支、原油価格下落でやや改善   | 原油急騰で悪化        | 原油急騰かつ輸出鈍化               |
|    | 金融収支 | 「家計の円売り」は小休止       | 「家計の円売り」の加速    | 「家計の円売り」に加え対外FDIも加速      |
| 含意 |      | 140～150円が主戦場に      | 150円台定着シナリオ    | 160円台定着シナリオ              |
|    |      |                    | 穏当な円高リスク       | 極端な円高リスク                 |
|    |      |                    | 年内▲100bp以上の利下げ | 年内▲100bps以上の利下げ+翌年の利下げ加速 |
|    |      |                    | 1月までの複数回利上げ    | 年内複数回利上げ+QTペースup         |
|    |      |                    | 原油急落で貿易収支均衡    | 原油急落&輸出加速                |
|    |      |                    | 「家計の円売り」の減速    | 「家計の円売り」、新NISA以前に        |
|    |      |                    | 140円台定着        | 断続的に140円割れ               |

(出所) みずほ銀行

## 【USD】 米金融政策の現在地 ～利下げ時期から利下げ深度へ～

- 9月FOMCでは約9か月ぶりに▲25bpの利下げを決定。しかし、過去数か月にわたり、複数の米経済指標は軟化していたこともあり、利下げは既に織り込まれていた模様
- 今回の利下げ再開を受け、米国の金融政策は「どの程度利下げするか」へと注目点が変わりそう。一方、パウエル議長講演ではFRBが高インフレ持続に対して警戒する姿勢は変わらず、急激なハト派旋回は見込みにくい。結局のところトランプ大統領が求める中立金利以下の水準まで利下げが加速するとは考えにくい

### FOMCメンバーによるドットチャート（%、左：25年6月時点、右：25年9月時点）



## 【USD】米金融政策の現在地 ～議長交代でハト派傾斜は強まるか？～

- FRB公表の経済・物価見通しによれば、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。足許の米経済指標の軟化は利下げ決定を後押ししたが、トランプ関税をどう評価するのも先行きの金融政策のポイントに
- 市場では既に次期FRB議長の人選もテーマになっている。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り、FRBのハト派化期待を強める材料となる
- 一方、政策決定に関与する地区連銀総裁の任命に大統領が直接関与できる余地はなく、FRBメンバーの構成は政治色が強く及ばない建付けになっている。新体制になったからと言って大幅利下げを当然視することはできない点は留意したい

### FRBによる経済・物価見通し（％、左：25年6月時点、右：25年9月時点）

|                      | 2025         | 2026         | 2027         | 長期見通し        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP成長率<br>(3月時点)   | 1.4<br>(1.7) | 1.6<br>(1.8) | 1.8<br>(1.8) | 1.8<br>(1.8) |
| 失業率<br>(3月時点)        | 4.5<br>(4.4) | 4.5<br>(4.3) | 4.4<br>(4.3) | 4.2<br>(4.2) |
| PCEインフレ率<br>(3月時点)   | 3.0<br>(2.7) | 2.4<br>(2.2) | 2.1<br>(2.0) | 2.0<br>(2.0) |
| PCEコアインフレ率<br>(3月時点) | 3.1<br>(2.8) | 2.4<br>(2.2) | 2.1<br>(2.0) |              |

(資料) FRB

|                      | 2025         | 2026         | 2027         | 長期見通し        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 実質GDP成長率<br>(6月時点)   | 1.6<br>(1.4) | 1.8<br>(1.6) | 1.9<br>(1.8) | 1.8<br>(1.8) |
| 失業率<br>(6月時点)        | 4.5<br>(4.5) | 4.4<br>(4.5) | 4.3<br>(4.4) | 4.2<br>(4.2) |
| PCEインフレ率<br>(6月時点)   | 3.0<br>(3.0) | 2.6<br>(2.4) | 2.1<br>(2.1) | 2.0<br>(2.0) |
| PCEコアインフレ率<br>(6月時点) | 3.1<br>(3.1) | 2.6<br>(2.4) | 2.1<br>(2.1) |              |

(資料) FRB

# 【JPY】 日銀金融政策の展望 ～利上げタイミングの見極めは続く～

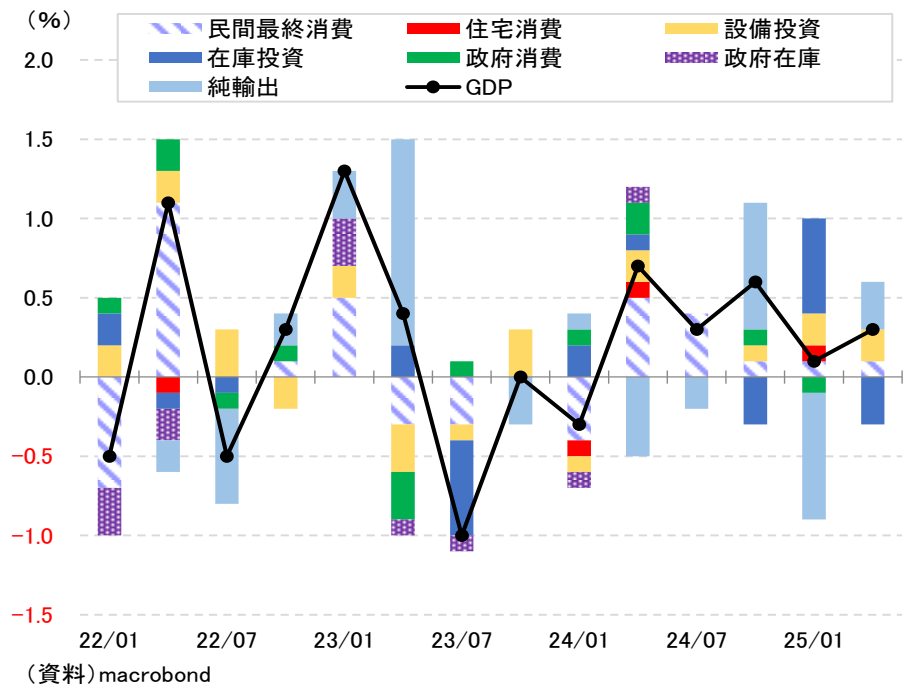
- 9月会合では引き続き利上げは見送られた。しかし、政策委員メンバー2名が利上げを支持した点は市場の目を引いた。日米貿易交渉の段階的な進展を経て、先行き不透明感が払拭されつつある点も日銀には朗報だろう
- 一方、「米国は利下げ、日本は利上げ」という市場の期待が醸成されているのも事実で、市場期待を上回る利上げが無ければ、積極的な円買いには繋がりにくい
- また、日本経済が決して好調とは言えない状況は念頭に置きたい。実質ベースの個人消費が上向かない以上、利上げの難易度は決して低くない点には留意

## 日銀による経済・物価見通し(7月時点、前年比%)

|          | 実質GDP            | 消費者物価指数<br>(除く生鮮食品) | 消費者物価指数<br>(除く生鮮食品・エネルギー) |
|----------|------------------|---------------------|---------------------------|
| 2025年度   | 0.5～0.7<br><0.6> | 2.7～2.8<br><2.7>    | 2.8～3.0<br><2.8>          |
| 4月時点の見通し | 0.4～0.6<br><0.5> | 2.0～2.3<br><2.2>    | 2.2～2.4<br><2.3>          |
| 2026年度   | 0.7～0.9<br><0.7> | 1.6～2.0<br><1.8>    | 1.7～2.1<br><1.9>          |
| 4月時点の見通し | 0.6～0.8<br><0.7> | 1.6～1.8<br><1.7>    | 1.7～2.0<br><1.8>          |
| 2027年度   | 0.9～1.0<br><1.0> | 1.8～2.0<br><2.0>    | 2.0～2.1<br><2.0>          |
| 4月時点の見通し | 0.8～1.0<br><1.0> | 1.8～2.0<br><1.9>    | 1.9～2.1<br><2.0>          |

(注)<>内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

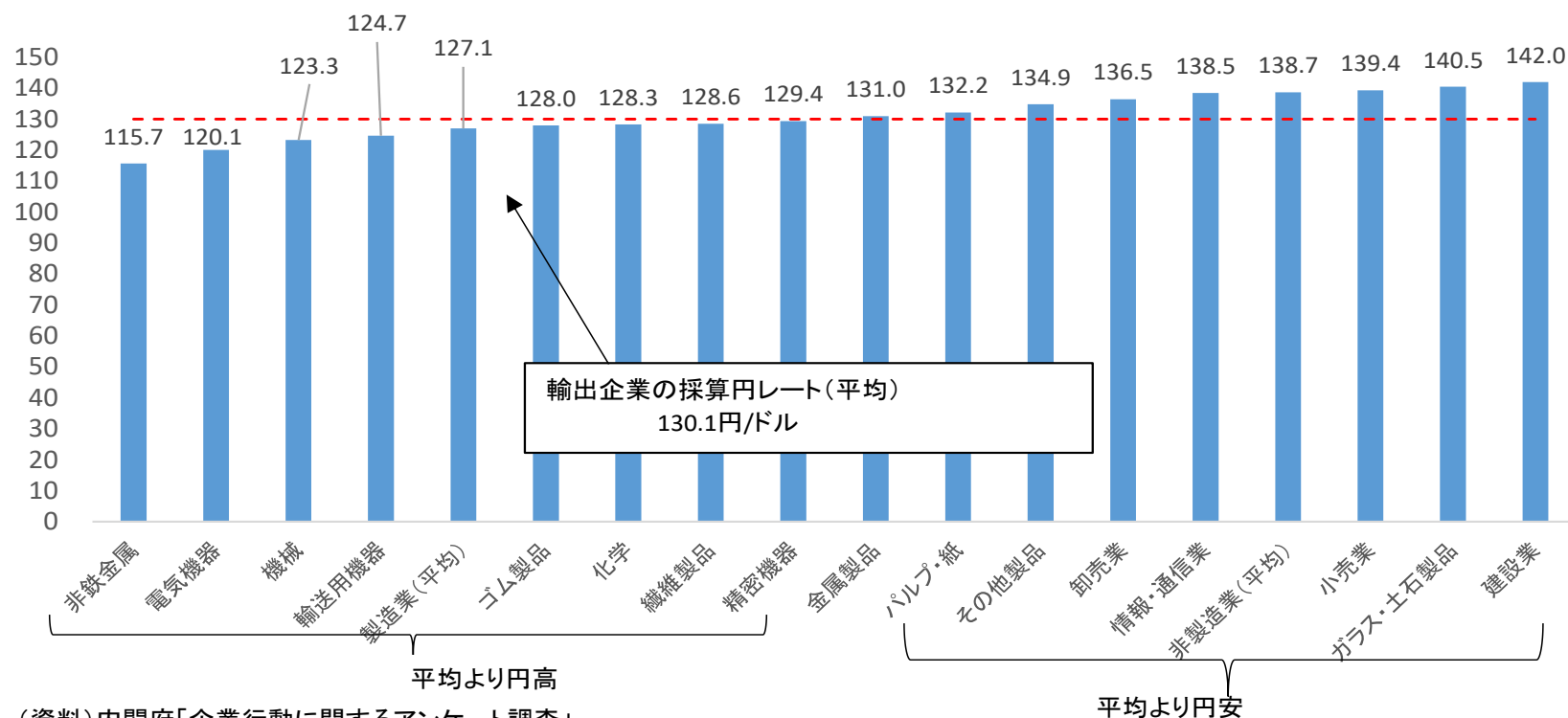
## 日本の実質GDPの推移(%, 前期比)



## 【JPY】 トランプ関税が日銀金融政策にもたらす影響は？

- 今年1月に発表された内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によれば、輸出企業全体の採算レートは 130.1円、製造業全体では 127.1円と実勢相場よりもかなり円高方向にある点はポジティブな材料。高止まりするドル/円相場の水準がトランプ関税の緩衝材になっていることは間違いない
- 利上げを温存して円安・ドル高を下支えすることはトランプ関税の悪影響を抑制することにも繋がるが、足許の物価情勢がそれを許すかがポイントに

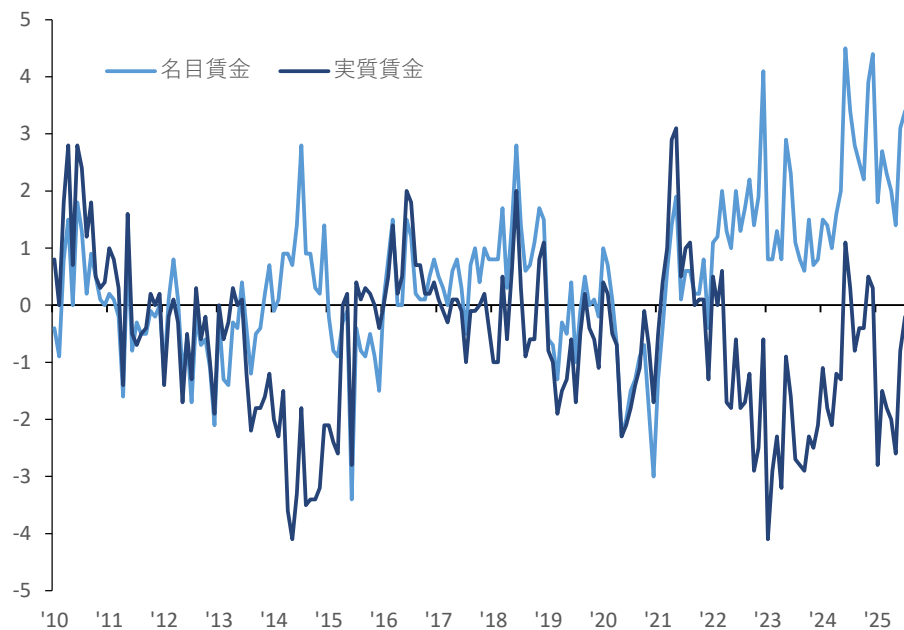
### 業種別 輸出企業の採算円レート



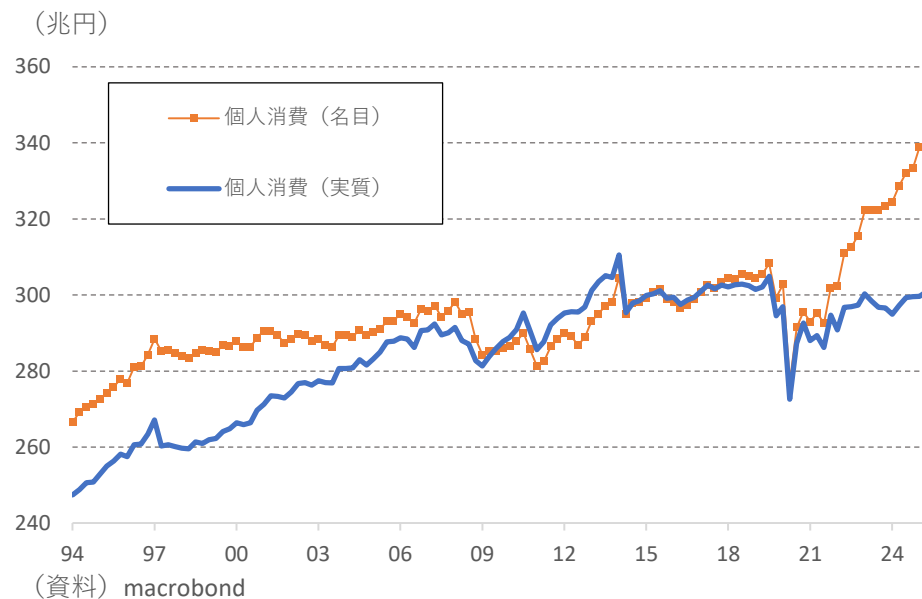
## 【JPY】 高市新総裁誕生について ～現実味を帯びるインフレ下の拡張財政～

- 自民党総裁選では高市氏が新総裁に選出された。同氏は積極財政と金融緩和を志向し、日銀の利上げにも慎重な立場でもあり、金融市場は株高・債券安・円安で反応
- 完全雇用状態に近い日本の労働市場の状況では、財政・金融政策の執行余地が小さい点には留意すべき。むしろ財政拡張に伴う財政規律の悪化が金利上昇を招き、民間の借入意欲や消費意欲を削ぐ懸念もある。また、緩和的な金融政策が円安と高インフレ定着を引き起こし、実質ベースでの賃金・個人消費を停滞させる可能性も
- 総じて高市氏の政策志向はインフレ誘発色が強い。金融政策の正常化を進めたい日銀とどう向き合っていくかも円相場を見通す上で重要なポイントに

### 賃金（名目・実質）の推移



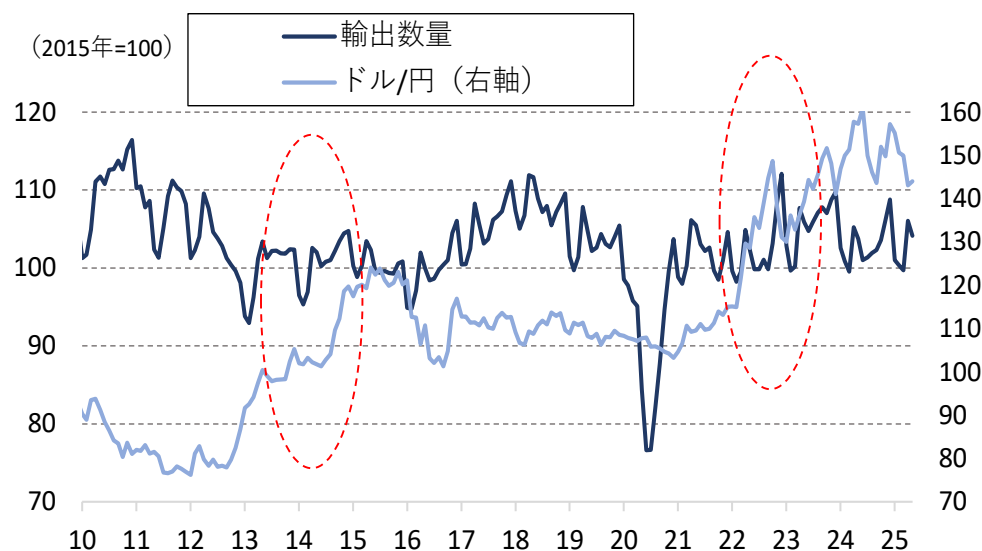
### 個人消費（名目・実質）の推移



## 【JPY】 円売り優勢の需給環境は簡単には変わらず①

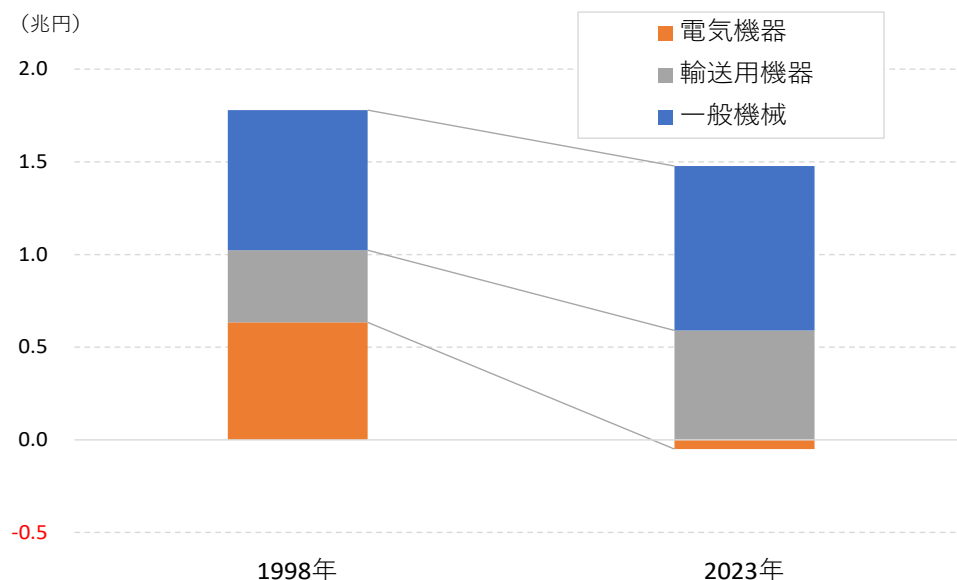
- 過去の円安局面では、円安が輸出環境を改善させ、輸出が増加することで実需の円買いが発生し、行き過ぎた円安が解消されるという、言わば円安調整サイクルがあった
- 風向きが明確に変わってきたのが2010年代であり、円安に振れるタイミングがあっても輸出数量が増加することはなくなった。最早貿易黒字を稼げる分野が輸送機器と一般機械など一部に限られ、他は海外から輸入する構造にシフトしている

### ドル/円相場と輸出数量の推移（3か月移動平均）



（資料）ブルームバーグ、輸出は3か月移動平均

### 本邦貿易収支の分解



（資料）macrobond



## 【JPY】円売り優勢の需給環境は簡単には変わらず②

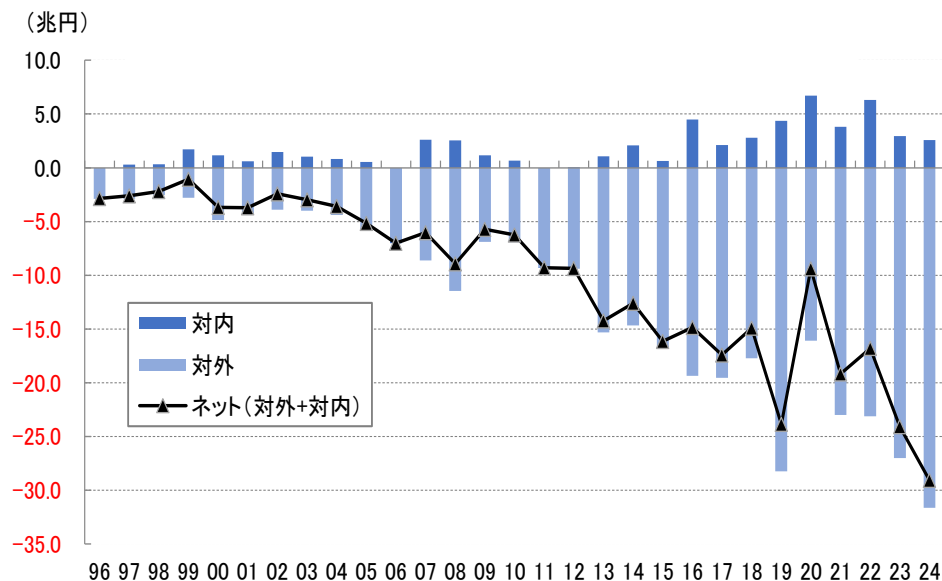
- 過年度との比較でも、直近数年間の貿易・サービス収支の赤字幅は大きく、これが長引く円安の一因となっている点は最早多くの説明を要さない
- また、2024年の対外直接投資は累計▲31兆6325億円と過去最大を記録している。一方、対内直接投資は累計+2兆5648億円にとどまっている。結果、ネット直接投資（対内－対外）の資金フローは▲29兆677億円と過去最大の純流出となっている。直接投資にかかる資金フローが基本的にアウトライトの性格が強そうなことを思えば、これらが今後も円安圧力になっていく可能性は否めない

### 貿易・サービス収支の実績（兆円）とドル円相場

|       | 貿易    | サービス | 貿易サービス | 円の対ドル変化率<br>(前年比) |
|-------|-------|------|--------|-------------------|
| 2022年 | -15.5 | -5.6 | -21.1  | -13.9             |
| 2014年 | -10.5 | -3.0 | -13.5  | -13.7             |
| 2013年 | -8.8  | -3.5 | -12.3  | -21.4             |
| 2023年 | -6.5  | -2.9 | -9.4   | -7.6              |
| 2012年 | -4.3  | -3.8 | -8.1   | -12.8             |
| 2024年 | -3.9  | -2.6 | -6.5   | -11.5             |
| 2011年 | -0.3  | -2.8 | -3.1   | 5.2               |
| 2015年 | -0.9  | -1.9 | -2.8   | -0.4              |
| 2021年 | 1.8   | -4.2 | -2.5   | -11.5             |
| 2019年 | 0.2   | -1.1 | -0.9   | 1.0               |

（資料）日本銀行、Bloomberg、※取得可能な1985年以降を対象

### 日本の対外・対内直接投資



（資料）財務省

## ポイント：「米国売り」懸念が燦る中、トランプ政権の通貨政策の本気度は？

### 【各通貨ごとのポイント】

【ドル】米関税政策は**予測期間内においてはインフレ的**に作用。**FRB議長の交代**に伴いハト派傾斜も織り込まれつつあるが、金融緩和・ドル安政策はインフレ再燃を促す可能性も。26年以降も利下げを当然視できるのか？

【円】貿易交渉における米国の要求は基本的に円需給の悪化に繋がる論点。日銀政策を通じた円金利主導の円高も想定しにくい。**政局の流動化と財政規律の弛緩**が新たな円売り材料になりつつある点に留意

### G3為替相場見通し（9月末時点）

|        | 2025年<br>1～9月（実績）           | 10～12月期               | 2026年<br>1～3月期        | 4～6月期                 | 7～9月期                 | 10～12月期               |
|--------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ドル/円   | 139.89 ～ 158.88<br>(148.73) | 145 ～ 150<br>(147)    | 145 ～ 150<br>(145)    | 145 ～ 152<br>(147)    | 147 ～ 154<br>(149)    | 148 ～ 156<br>(150)    |
| ユーロ/ドル | 1.0125 ～ 1.1918<br>(1.1721) | 1.15 ～ 1.20<br>(1.18) | 1.16 ～ 1.21<br>(1.19) | 1.15 ～ 1.19<br>(1.17) | 1.13 ～ 1.17<br>(1.16) | 1.13 ～ 1.17<br>(1.15) |
| ユーロ/円  | 155.63 ～ 175.02<br>(174.40) | 170 ～ 176<br>(173)    | 171 ～ 178<br>(173)    | 170 ～ 177<br>(172)    | 168 ～ 175<br>(173)    | 168 ～ 178<br>(173)    |

（注）1. 実績の欄は9月30日までで、カッコ内は9月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

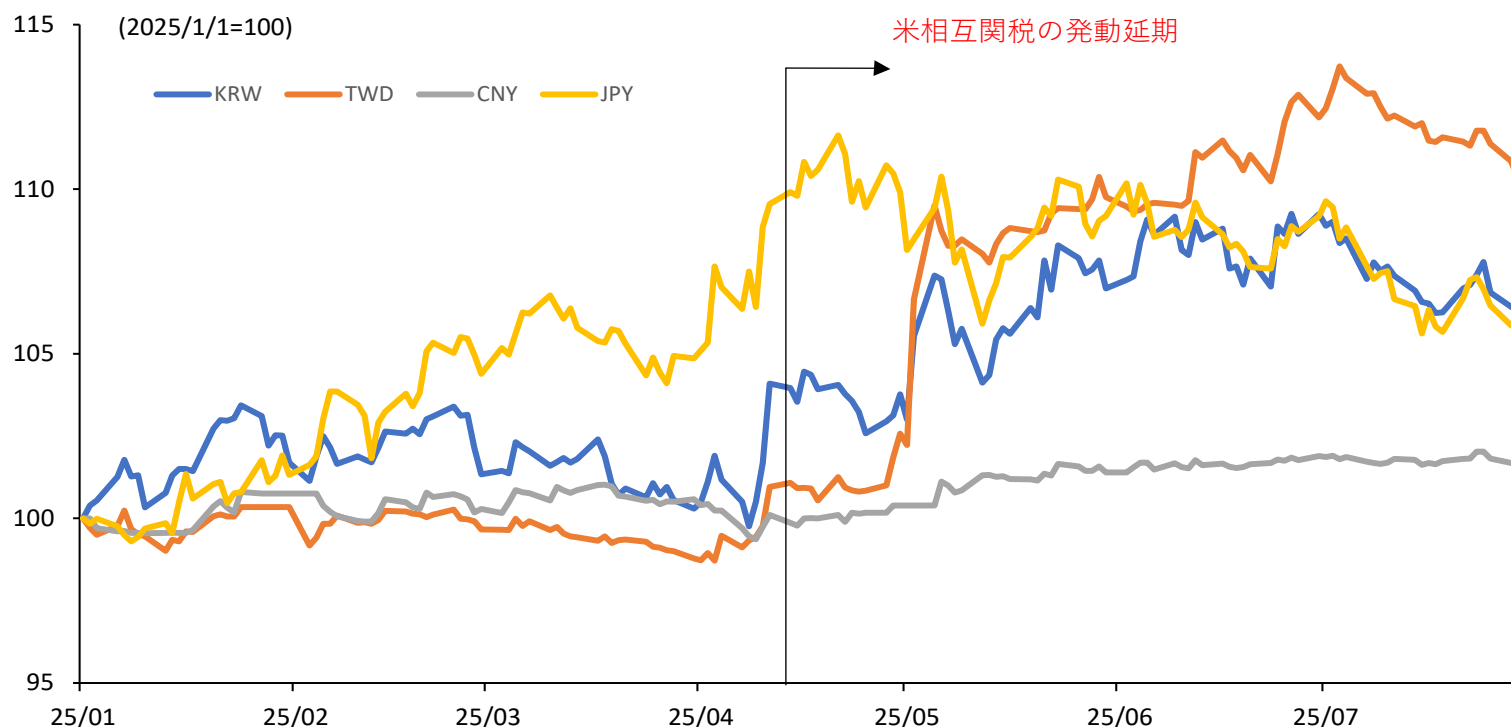
---

# 東アジア通貨見通し

## 【東アジア通貨】ドル安誘導の憶測は根強く、相場も神経質に

- 米相互関税の発動延期以降、TWDやKRWをはじめアジア通貨の騰勢が目立った。アジア各国も米国と個別交渉に入ったが、交渉の材料として為替のドル安誘導が争点化したという憶測が広がった
- 当局関係者はこうした憶測を否定しているが、トランプ政権のドル安誘導の本気度次第では今後交渉が本格化するASEAN通貨にも波及する可能性はある。相互関税に関する交渉は一服感が出つつあるが、短期的な金利・需給の動きでなく、対米通商交渉に関するヘッドラインに相場が敏感に反応する時間帯は今後も出てきそうだ

### 東アジア通貨の年初来の動き

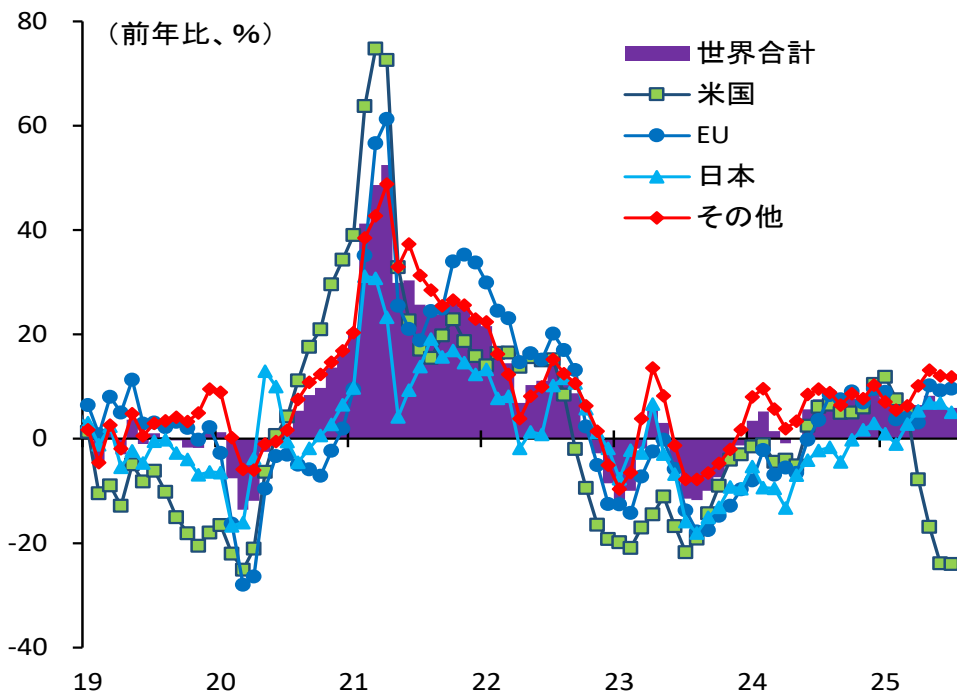


出所:ブルームバーグ、みずほ銀行 注:2025/1/1を100として指数化

## 【東アジア通貨】 トランプ関税の世界経済への影響～①中国経済

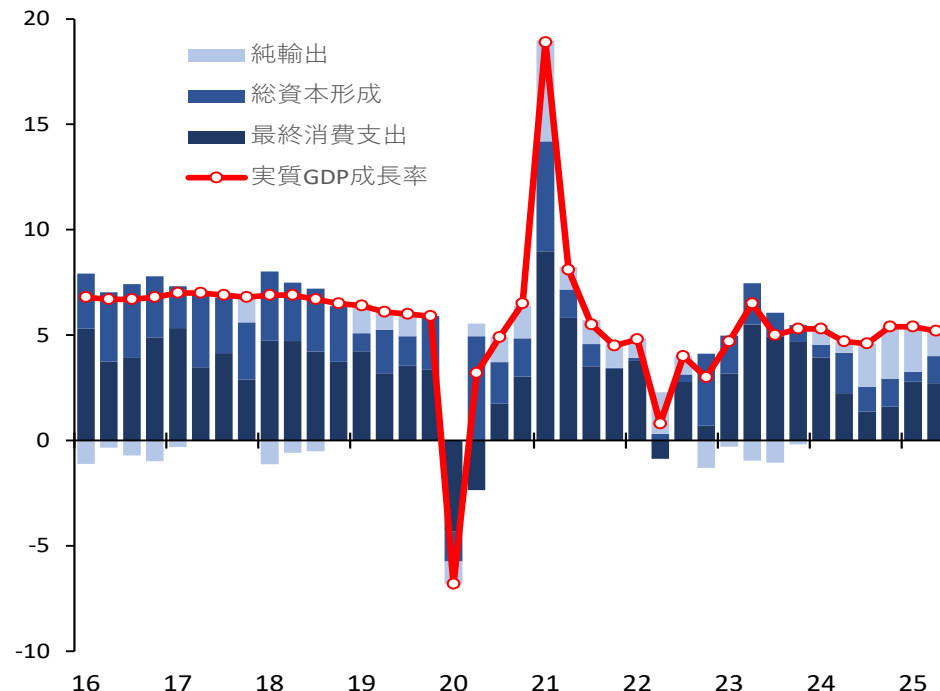
- トランプ関税を機に米国向けの輸出が明確に鈍化しているが、貿易黒字は高水準を維持。米国に代わり、ASEAN諸国や欧州向けの輸出を伸ばしている
- 25年の実質GDP成長率の推移を見ても、政府目標の「+5.0%程度」の成長を維持。しかし、近年特に外需頼みの様相が強まっている点には注意が必要
- 不動産部門をはじめ国内経済の課題は残存、財政・金融両面での景気支援は続く見込み

### 中国の国別輸出



(出所) Macrobond、みずほ銀行

### 中国の実質GDP成長率（前年比%、%ポイント）

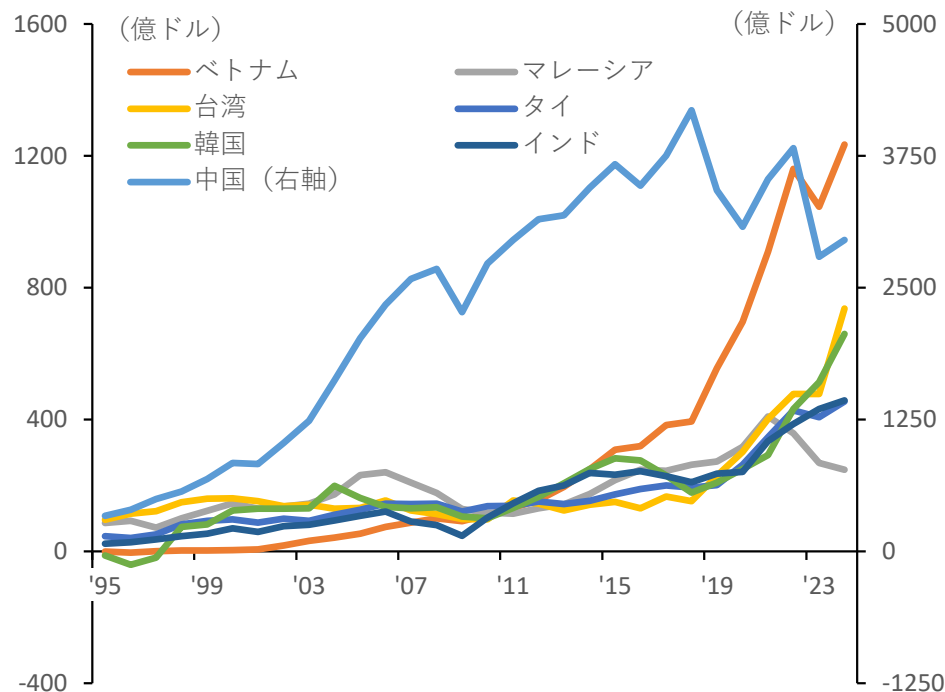


(出所) Macrobond、みずほ銀行

## 【東アジア通貨】 トランプ関税の世界経済への影響～②アジア経済

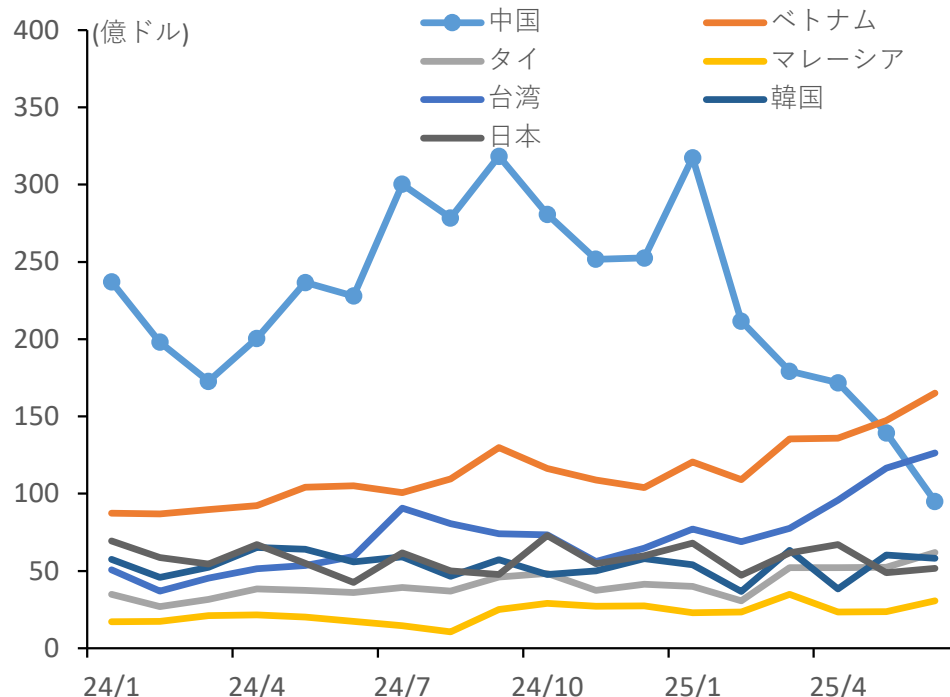
- 片や、米中貿易摩擦の激化に伴い対米輸出を伸ばしたのは周辺の東アジア・ASEAN諸国であり、25年に入り、ベトナム・台湾は単月の対米貿易黒字で中国を上回る月も
- トランプ関税がグローバルサプライチェーンの再編を促しているのは事実だが、アジア諸国が中国の迂回輸出の拠点になっている可能性は高い。迂回輸出の定義付けなどは現状曖昧な点も多く、これがトランプ政権の制裁の対象となる懸念は残る

### 対米貿易黒字の推移（年別）



(出所) Macrobond、みずほ銀行

### 対米貿易黒字の推移（2024年以降）



(出所) Macrobond、みずほ銀行

## 【CNY】 通貨高・通貨安、双方のリスクが混在

### USD/CNYの方向感を探る上での諸要因

| 人民元安要因  | テーマ                               | 人民元高要因   |
|---|-----------------------------------|--|
| 危機対応の流動性供給<br>クレジットリスク<br>中国人民銀行による追加金融緩和                             | <b>金利</b><br>債券投資<br>為替取引         | <u>米利下げ継続</u><br>経済正常化への期待、資金需要の高まり                |
| サービス収支赤字の拡大<br><u>対内直接投資の減速</u><br>チャイナプラスワン<br>金融市場のリスクオフ            | <b>実需</b><br>経常収支<br>直接投資<br>証券投資 | 貿易収支黒字水準の維持<br>成長株への証券投資<br>グローバル債券インデックスへの組入れ     |
| デイスインフレの定着  | <b>物価</b>                         | 資源価格、輸入物価の高騰                                       |
| <u>西側諸国による対中追加関税・投資規制</u><br><u>米中経済のデカップリング</u><br>中国当局による経済・社会の統制強化 | <b>その他</b>                        | <u>当局による人民元サポートの動き</u><br>「双循環」の経済発展モデル<br>人民元の国際化 |

# 【CNY】相場見通し

| テーマ | 概要   |
|-----|--|
| 方向感 | 米国の利下げが支援材料もトランプ政権との関係悪化が大きなりリスク要因。節目の7.0割れには時間を要する  |
| 金利  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・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。全人代では今年も前年と同水準の成長目標を掲げるが、米国による対中政策も厳格化が続く中で外需部門の成長が継続するとは言いきれず、政府による追加景気支援は必須と思われる。</li> <li>・PBoCは景気支援を優先し金融緩和を継続、国内景気持ち直しが金融政策転換のための必要条件である。その一方で、FRBの利下げが年後半以降に実施されれば米中金利差の縮小が一定程度CNY安調整材料となろう。</li> </ul>     |
| 実需  | <ul style="list-style-type: none"> <li>・24年後半の輸出増加はトランプ勝利を見越して輸出を前倒しさせた可能性が高く、米中貿易摩擦の深刻化と先行きの貿易黒字の縮小はほぼ不可避。</li> <li>・中国経済の正常化進展で海外旅行需要が回復してくれば、サービス収支の赤字幅拡大が見込まれるが、未だにコロナ前の水準は超えていない。この点も中国経済の回復ペースが緩慢であることを示唆する。</li> <li>・対内直接投資をはじめ米中対立に伴うデカップリングやグローバルなデリスキングの潮流は着実に進展しており、諸外国の対中投資への姿勢は一層慎重になりそう。</li> </ul> |
| その他 | ・当面は米中貿易交渉に関するヘッドライン先行で荒い相場となることは念頭に置きたい。また、中国人民銀行は断続的なCNY高を目指すというよりも急激なCNY相場の変動を警戒する運営方針を強めている。   |

|         | 2025年<br>1～9月(実績)           | 2025年<br>10～12月期       | 2026年<br>1～3月期         | 4～6月期                  | 7～9月期                  | 10～12月期                |
|---------|-----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| USD/CNY | 7.1024 ～ 7.3512<br>(7.1214) | 7.05 ～ 7.35<br>(7.18)  | 7.00 ～ 7.30<br>(7.14)  | 6.95 ～ 7.25<br>(7.11)  | 6.95 ～ 7.20<br>(7.08)  | 6.90 ～ 7.20<br>(7.05)  |
| USD/JPY | 139.89 ～ 158.87<br>(147.90) | 145 ～ 150<br>(147)     | 145 ～ 150<br>(145)     | 143 ～ 150<br>(147)     | 145 ～ 152<br>(149)     | 147 ～ 154<br>(150)     |
| CNY/JPY | 19.145 ～ 21.666<br>(20.75)  | 19.7 ～ 21.3<br>(20.47) | 19.9 ～ 21.4<br>(20.31) | 19.7 ～ 21.6<br>(20.68) | 20.1 ～ 21.9<br>(21.05) | 20.4 ～ 22.3<br>(21.28) |

- (注) 1. 実績の欄は9月30日まで。  
2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。  
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



## 【TWD・KRW】米国による半導体に関する関税強化が目下のリスク

### 東アジア通貨の方向感を探る上での諸要因

| 東アジア通貨安要因                                      | テーマ                               | 東アジア通貨高要因   |
|--|-----------------------------------|---|
| <u>中国景気の低迷</u><br>FRBの早期利下げ終了<br>クレジットリスク      | <b>金利</b><br>債券投資<br>為替取引         | <u>米利下げ継続</u><br>各国のハト派傾斜観測の後退                            |
| 外需の停滞<br>金融市場のリスクオフ<br><u>「トランプ2.0」に伴う関税強化</u> | <b>実需</b><br>経常収支<br>直接投資<br>証券投資 | <u>半導体市況の持ち直し</u><br>中国の代替先としての存在感の高まり<br>サービス収支（旅行収支）の改善 |
| 資源価格、輸入物価の高騰                                   | <b>物価</b>                         |   |
| <u>東シナ海・南シナ海域を含む領土問題</u><br>不動産市況を巡る消費者心理の悪化   | <b>その他</b>                        | 金融当局による通貨安定化の措置   |

# 【TWD】相場見通し

| テーマ | 概要   |
|-----|--|
| 方向感 | 米利下げ期待の高まり、中国景気や半導体需要を睨みながら、予想期間においてTWD高に転じると想定  |
| 金利  | ・25年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.96%と大きく加速。関税強化を見越した駆け込み需要がGDPをけん引した。台湾中銀は既に景気支援に政策の主眼をシフトしているが、短期的なインフレリスクや不動産価格の上昇への警戒を続けるほか、トランプ政権の動きを強く警戒。予想期間にかけては、FRBのハト派傾斜が支援材料となりつつ米台金利差は段階的な縮小を見込む。   |
| 実需  | ・24年に米国をはじめ半導体需要が持ち直したこともあり、台湾株式指数は過去最高を記録。引き続き台湾の強みであるロジック部門の半導体需要は堅調と予想されるが、トランプ関税の影響や地政学リスクを巡る懸念は残ろう。<br>・経済安全保障の潮流が高まる中で、対外直接投資は拡大を見込むが、短期的なリスク志向の変化によって金融市場のボラティリティが高まる懸念は残る。中国の代替相手国としての役割も今後高まる状況にあるが、世界的な保護主義化の潮流を受けて対内直接投資が縮小する展開には注意したい。 |
| その他 | ・トランプ政権は対中政策やディール外交の一環で台湾半導体産業へ圧力をかける懸念もあり、これが市場心理の悪化に繋がる場合も。当面は貿易交渉にかかるヘッドラインで荒い相場動向となる可能性にも警戒したい。  |

|         | 2025年<br>1～9月(実績)              | 2025年<br>10～12月期         | 2026年<br>1～3月期           | 4～6月期                    | 7～9月期                    | 10～12月期                  |
|---------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| USD/TWD | 28.7900 ～ 33.2800<br>(30.4640) | 29.00 ～ 32.00<br>(30.00) | 29.00 ～ 31.70<br>(29.70) | 28.80 ～ 31.70<br>(29.30) | 28.50 ～ 31.50<br>(29.00) | 28.50 ～ 31.20<br>(29.00) |
| USD/JPY | 139.89 ～ 158.87<br>(147.90)    | 145 ～ 150<br>(147)       | 145 ～ 150<br>(145)       | 143 ～ 150<br>(147)       | 145 ～ 152<br>(149)       | 147 ～ 154<br>(150)       |
| TWD/JPY | 4.310 ～ 5.090<br>(4.856)       | 4.53 ～ 5.17<br>(4.90)    | 4.57 ～ 5.17<br>(4.88)    | 4.51 ～ 5.21<br>(5.02)    | 4.60 ～ 5.33<br>(5.14)    | 4.71 ～ 5.40<br>(5.17)    |

(注) 1. 実績の欄は9月30日まで。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

# 【KRW】相場見通し

| テーマ | 概要   |
|-----|--|
| 方向感 | 米ドル安政策の本気度次第だが緩やかなKRW高を想定。もともと、個別の買い要素に乏しく上昇幅は限定的  |
| 金利  | ・インフレは直近数か月で急速に鈍化する一方、1～3月期実質GDP成長率が2020年以来となるマイナス成長を記録し、4～6月期はプラスに戻るも、景気回復の持続性には疑問が残る内容に。BOKは経済・物価見通しを下方修正した上で、昨年10月、11月と今年2月、5月に連続利下げを決定。BOKは拙速な利下げをしない方針を示しているが、年内の追加利下げは織り込まれつつある。 |
| 実需  | ・貿易黒字の安定計上が課題となる中で、トランプ関税の動向が非常に注目されたが25年は半導体需要も持ち直してここまで輸出も勢いを取り戻している。米国との相互関税率は15%で落ち着いたものの、自動車や半導体をはじめ製品別の関税率については折り合いが付かない状況。先行きの輸出見通しも決して強くない点には留意。                               |
| その他 | ・政権交代後、政治の混乱はひと段落しつつある。対米貿易交渉の他にも、朝鮮半島における地政学リスクが悪化傾向にあり、近年北朝鮮とロシアが距離を縮めていることが気掛かり。対米貿易交渉や安全保障体制の見直しなど政治的な課題も多い。   |

|                | 2025年<br>1～9月（実績）              | 2025年<br>10～12月期         | 2026年<br>1～3月期           | 4～6月期                    | 7～9月期                    | 10～12月期                  |
|----------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| USD/KRW        | 1347.23 ～ 1487.45<br>(1404.05) | 1350 ～ 1430<br>(1390)    | 1330 ～ 1400<br>(1370)    | 1320 ～ 1390<br>(1350)    | 1300 ～ 1380<br>(1340)    | 1290 ～ 1370<br>(1330)    |
| USD/JPY        | 139.89 ～ 158.87<br>(147.90)    | 145 ～ 150<br>(147)       | 145 ～ 150<br>(145)       | 143 ～ 150<br>(147)       | 145 ～ 152<br>(149)       | 147 ～ 154<br>(150)       |
| 100KRW<br>/JPY | 9.749 ～ 10.916<br>(10.535)     | 10.14 ～ 11.11<br>(10.58) | 10.36 ～ 11.28<br>(10.58) | 10.29 ～ 11.36<br>(10.89) | 10.51 ～ 11.69<br>(11.12) | 10.73 ～ 11.94<br>(11.28) |

(注) 1. 実績の欄は9月30日まで。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

# 【ご参考】EM通貨想定レンジ

## エマージング通貨相場見通し（対ドル）

|           |       | 2025年<br>1～9月（実績） | 2025年<br>12月 | 2026年<br>3月 | 6月    | 9月    | 12月   |
|-----------|-------|-------------------|--------------|-------------|-------|-------|-------|
| 対ドル       |       |                   |              |             |       |       |       |
| エマージングアジア |       |                   |              |             |       |       |       |
| 中国人民元     | (CNY) | 7.1024 ～ 7.3512   | 7.18         | 7.14        | 7.11  | 7.08  | 7.05  |
| 香港ドル      | (HKD) | 7.7500 ～ 7.8500   | 7.78         | 7.78        | 7.77  | 7.76  | 7.76  |
| インドルピー    | (INR) | 83.764 ～ 88.805   | 85.8         | 86.3        | 85.5  | 85.8  | 85.3  |
| インドネシアルピア | (IDR) | 16079 ～ 17224     | 17000        | 16560       | 16450 | 16500 | 16550 |
| 韓国ウォン     | (KRW) | 1347.23 ～ 1487.45 | 1390         | 1370        | 1350  | 1340  | 1330  |
| マレーシアリング  | (MYR) | 4.1805 ～ 4.5185   | 4.26         | 4.14        | 4.07  | 4.06  | 4.06  |
| フィリピンペソ   | (PHP) | 55.158 ～ 58.715   | 56.1         | 55.2        | 54.4  | 54.4  | 54.4  |
| シンガポールドル  | (SGD) | 1.2698 ～ 1.3751   | 1.31         | 1.30        | 1.29  | 1.28  | 1.28  |
| 台湾ドル      | (TWD) | 28.790 ～ 33.280   | 30.0         | 29.7        | 29.3  | 29.0  | 29.0  |
| タイバーツ     | (THB) | 31.58 ～ 34.98     | 33.0         | 32.8        | 32.5  | 32.3  | 32.0  |
| ベトナムドン    | (VND) | 25038 ～ 26437     | 26450        | 26350       | 26300 | 26250 | 26300 |
| 中東欧・アフリカ  |       |                   |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル   | (RUB) | 74.050 ～ 114.779  | 82.0         | 84.0        | 86.0  | 88.0  | 90.0  |
| 南アフリカランド  | (ZAR) | 17.2171 ～ 19.9328 | 17.6         | 17.4        | 17.6  | 17.8  | 18.0  |
| トルコリラ     | (TRY) | 35.2419 ～ 41.9184 | 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) | 5.2698 ～ 6.2270   | 5.45         | 5.55        | 5.65  | 5.70  | 5.75  |
| メキシコペソ    | (MXN) | 18.2008 ～ 21.2932 | 18.8         | 19.2        | 19.4  | 19.2  | 19.0  |

出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

# 【ご参考】EM通貨想定レンジ（対円）

## エマージング通貨相場見通し（対円）

|           |          | 2025年<br>1～9月（実績） | 2025年<br>12月 | 2026年<br>3月 | 6月     | 9月     | 12月    |
|-----------|----------|-------------------|--------------|-------------|--------|--------|--------|
| 対円        |          |                   |              |             |        |        |        |
| エマージングアジア |          |                   |              |             |        |        |        |
| 中国人民元     | (CNY)    | 19.145 ～ 21.666   | 20.47        | 20.31       | 20.68  | 21.05  | 21.28  |
| 香港ドル      | (HKD)    | 18.031 ～ 20.403   | 18.89        | 18.64       | 18.92  | 19.20  | 19.33  |
| インドルピー    | (INR)    | 1.6438 ～ 1.8477   | 1.71         | 1.68        | 1.72   | 1.74   | 1.76   |
| インドネシアルピア | (100IDR) | 0.8298 ～ 0.9812   | 0.86         | 0.88        | 0.89   | 0.90   | 0.91   |
| 韓国ウォン     | (100KRW) | 9.749 ～ 10.916    | 10.58        | 10.58       | 10.89  | 11.12  | 11.28  |
| マレーシアリング  | (MYR)    | 31.951 ～ 35.699   | 34.51        | 35.02       | 36.12  | 36.70  | 36.95  |
| フィリピンペソ   | (PHP)    | 2.4695 ～ 2.7263   | 2.62         | 2.63        | 2.70   | 2.74   | 2.76   |
| シンガポールドル  | (SGD)    | 107.079 ～ 116.282 | 112.56       | 111.71      | 114.31 | 116.22 | 117.55 |
| 台湾ドル      | (TWD)    | 4.3099 ～ 5.0899   | 4.90         | 4.88        | 5.02   | 5.14   | 5.17   |
| タイバーツ     | (THB)    | 4.1502 ～ 4.6677   | 4.45         | 4.42        | 4.52   | 4.61   | 4.69   |
| ベトナムドン    | (100VND) | 0.5401 ～ 0.6253   | 0.56         | 0.55        | 0.56   | 0.57   | 0.57   |
| 中東欧・アフリカ  |          |                   |              |             |        |        |        |
| ロシアルーブル   | (RUB)    | 1.370 ～ 1.985     | 1.75         | 1.69        | 1.67   | 1.66   | 1.63   |
| 南アフリカランド  | (ZAR)    | 7.263 ～ 8.627     | 8.45         | 8.24        | 8.26   | 8.28   | 8.24   |
| トルコリラ     | (TRY)    | 3.501 ～ 4.481     | 3.42         | 3.30        | 3.27   | 3.24   | 3.19   |
| ラテンアメリカ   |          |                   |              |             |        |        |        |
| ブラジルリアル   | (BRL)    | 23.669 ～ 28.111   | 26.97        | 26.13       | 26.25  | 26.37  | 26.32  |
| メキシコペソ    | (MXN)    | 6.8445 ～ 8.1523   | 7.90         | 7.63        | 7.66   | 7.84   | 7.98   |













（出所）ブルームバーグ、みずほ銀行

## 【ご参考】 当行発行レポートのご紹介

G3通貨・新興国通貨に関する相場情報を中心に毎日更新中

<https://www.mizuhobank.co.jp/forex/report.html>

<https://www.mizuhogroup.com/bank/insights/exchange> (English)

| レポート  | レポート作成日 | 更新頻度     |
|---|---------|----------|
| ▶ みずほCustomer Desk Report  | 7月1日    | 毎営業日     |
| ▶ みずほマーケット・トピック            | 7月1日    | 週数回      |
| ▶ 今週の為替相場見通し               | 6月30日   | 毎週月曜日    |
| ▶ エマージングマーケットマンスリー         | 7月1日    | 月初3営業日以内 |
| ▶ エマージングマーケットウィークリー        | 6月27日   | 毎週金曜日    |
| ▶ IMM通貨先物のポジション動向          | 6月30日   | 毎週月曜日    |
| ▶ みずほディーラーズアイ              | 7月1日    | 月初3営業日以内 |
| ▶ 中期為替相場見通し                | 6月30日   | 毎月末      |
| ▶ 対外・対内証券投資の動向           | 6月9日    | 月一回      |
| ▶ みずほマーケット・フラッシュ         | 6月19日   | 不定期      |
| ▶ 通貨ニュース                 | 6月27日   | 不定期      |
| ▶ 海外拠点レポート               | 随時      | 随時       |



## 第35回「東京外国為替市場調査」においてみずほフィナンシャルグループは第1位を獲得

金融専門誌「J-MONEY」が主催する「第35回東京外国為替市場調査」において、みずほフィナンシャルグループは総合評価第1位を獲得しました。  
そのほか事業法人投票部門では

- ・総合評価ランキング1位/金額加算ランキング1位
- ・ベスト・オプションバンク（国内系）1位
- ・ベスト・リサーチ・バンク（国内系）1位
- ・ベスト・エマージング・バンク（国内系）1位
- ・ベスト・コンサル・バンク（国内系）1位

カスタマー部門 金融機関別ランキング1位

リサーチ 金融機関別ランキング 1位

リサーチ個人別ランキング 1位 唐鎌大輔チーフエコノミスト

今回の受賞を励みにさらに高い付加価値を創出し、お客さまの発展尽力してまいります。為替ヘッジについての様々なお問い合わせをお待ちしております。

### 2025年 総合ランキング全体 (事業法人・金融法人・外国為替証拠金取引会社)

| 順位 | 金融機関名             | スコア | 1位指名回数 | 2024年順位 |
|----|-------------------|-----|--------|---------|
| 1  | みずほフィナンシャルグループ    | 767 | 108    | 3       |
| 2  | 三菱UFJフィナンシャル・グループ | 595 | 52     | 1       |
| 3  | 三井住友銀行            | 589 | 70     | 4       |
| 4  | 三井住友信託銀行          | 401 | 53     | 2       |
| 5  | JPモルガン・チェース銀行     | 138 | 8      | 5       |
| 6  | シティ               | 129 | 6      | 7       |
| 7  | パークレイズ            | 117 | 3      | 6       |
| 8  | ドイツ銀行グループ         | 92  | 4      | 9       |



- 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。



---

ともに挑む。ともに実る。

**MIZUHO**

