

2025年8月22日

## The Emerging Markets Weekly

### ジャクソンホール経済シンポジウムを控え小動き

**新興国市場:**先週末 15 日のアジア時間は、前日発表された米 7 月生産者物価指数 (PPI) が市場予想を上回ったことを受け、ドルが底堅い動きとなり大半が下落した。IDR や PHP が軟調。欧米時間、米経済指標の結果はまちまち。ドルは反落し上昇に転じた。BRL や MXN が値を伸ばした。週初 18 日アジア時間は特段材料もなく大半が小幅な値動き。MYR が軟調となる一方、INR は買われた。欧米時間、米金利の上昇に連れてドルも小幅高となるなか、まちまちな動き。19 日のアジア時間は概ね小動き。INR と HKD が値を伸ばした。HKD は香港金利の上昇が支援材料に。他方、IDR の下落が目立った。欧米時間、目立ったイベントがなく株高の勢いが一巡。米経済指標もまちまちな結果となり市場への影響は限定的となるも、ウクライナ協議を巡る不透明感が重しとなった。BRL は前日比▲1.3%と大幅に下落。RUB や ZAR も軟調となった。20 日アジア時間は大半が小幅下落。TWD は台湾株式市場の低下に連れて値を下げた。KRW も軟調。欧米時間、トランプ米大統領がクック FRB 理事に辞任を要求したことを受けてドルは下落したが、その後下げ幅を縮小。新興国通貨は小幅に上昇した。BRL や MXN が買われた。21 日アジア時間、ジャクソンホール経済シンポジウムでのパウエル FRB 議長の講演を控え様子見ムードが拡がり小動き。TWD は前日に続き下落した。欧米時間、米経済指標が一部市場予想を上振れたことを受けてドルが買われ、大半が軟調。ZAR が値を下げた。

**アジア:**15 日公表の中国 7 月小売売上高は前年比+3.7%と前月から鈍化し、市場予想も下振れた。同日、発表の中国 7 月鉱工業生産も前年比+5.7%と前月から減速、市場予想を下回った。インドネシアのプラボウォ大統領は 15 日に 2026 年度予算案を国会に提出した。2026 年度の財政赤字は GDP 比▲2.48%と 2025 年度と同▲2.78%から縮小する見込みとなっている。18 日公表のタイ 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+2.8%と 1~3 月期から減速するも市場予想(同+2.7%)は上回った。中国人民銀行 (PBoC) は 20 日ローンプライムレート (LPR) の 1 年物を 3.00%、5 年物を 3.50%にそれぞれ据え置くことを決定した。インドネシア中央銀行 (BI) は同日、政策金利を▲25bp 引き下げ 5.25%にすることを決定した。利下げは 2 会合連続。市場では据え置きをみる向きが大勢だったためサプライズとなった。インフレが低位で推移し、IDR も安定を維持しているなか景気支援のため利下げを決定した。

**中東欧・アフリカ:**20 日発表の南アフリカ 7 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +3.5%と 6 月から加速し、市場予想通りの結果となった。

**ラテンアメリカ:**15 日ブラジルの最高裁判所は、クーデターを計画したなどの罪に問われているボルソナロ前大統領らの判決を 9 月 2~12 日に言い渡すとした。この裁判の中止をトランプ大統領は要求しており、米国がブラジルに 50% の関税を課す措置の要因となっている。

国際為替部  
シニアマーケット・エコノミスト  
堀 堯大  
03-3242-7065  
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト  
長谷川 久悟  
03-3242-7065  
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜  
03-3242-7065  
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

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

## 市場概観(インドネシア)

# 8 月金融政策会合および 2026 年予算案レビュー

国際為替部  
大島 由喜

03-3242-7065  
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

長谷川 久悟

03-3242-7065  
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

### 8 月金融政策会合～サプライズとなった連続利下げ～

インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 8 月 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%にすることを決定した(図表 1)。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も、それぞれ 5.75%、4.25%に同じ幅だけ引き下げられている。利下げは 2 会合連続となり、昨年 9 月に始まった累積の利下げ幅は▲125bp になった。なお、ブルームバーグ集計の事前予想では調査対象者 39 人中 30 人が据え置きを予想し、9 人が▲25bp の利下げを予想していたため、今回の決定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。今回会合でも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。BI は 2025 年の世界経済成長率が従来予想の+3.0%よりも低下する可能性が高いとの見方を示した。短期的には米国の関税による不確実性が依然として残っているため警戒が必要と慎重な姿勢をみせた。IDR の動きに関しては安定を維持しているとの認識を示し、強含む傾向にあると述べた。これは BI による IDR 安定化政策の継続と、海外からの資本流入が続いていることによって支えられているとした。先行きに関しても引き続き安定した動きとなるとの見解を述べた。IDR は 4 月 7 日に 1998 年のアジア通貨危機の安値を更新し 17224 と史上最安値をつけたが、その後は BI の安定政策を背景に 8 月は 16300 台を中心として推移している(図表 2)。そのうえで、BI は引き続き IDR 安定化への強い姿勢を示した。

物価動向を見ると、7 月の消費者物価指数(CPI)は+2.37%(前年比、以下同様)と 6 月の+1.87%から加速し、市場予想の+2.26%を上回った(図表 3)。4 か月連続で BI のインフレ目標内(+1.5～+3.5%)に収まっている。変動の激しい食料品価格と政府の統制価格を除くコア CPI については、+2.32%と 6 月から小幅に鈍化、インフレ目標の中央値(+2.5%)とほぼ一致している。基調的物価の伸びの水準は十分に低い。かかる中、BI は、インフレは引き続き低水準であり、2025 年および 2026 年にかけてインフレ率は目標範囲内の低水準で維持できるとした。また、コアインフレ率の先行きに関しても目標範囲内において低水準で推移するとの見解を述べた。

最新の経済動向に関して、消費者信頼感や製造業 PMI などは底入れの兆しを見せている。最新の 4～6 月期実質 GDP 成長率は前年比+5.12%と 1～3 月期(同+4.87%)から加速し、市場予想(同+4.80%)を上回った(図表 4)。総固定資本形成の加速が全体を押し上げた。BI は 2025 年の成長率見通しを+4.6～5.4%に維持し、見通しの中心値以上の成長率を見込んでいるとした。2025 年後半も輸出の堅調と、政府支出の拡大による国内需要の押し上げが成長を後押しすると見解を示した。一方、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ている。

以上を踏まえペリー総裁は、今回の据え置き決定は「2025 年および 2026 年のインフレ予想が目標内の低水準を維持し、IDR の安定維持、および経済成長を支える必

要性と一致する」と理由を説明した。前回会合に続きインフレが低水準を維持していること、IDR 相場が安定的に推移したことが 2 会合連続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。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た。後述する 2026 年予算案を意識したと考えられる。声明文および会見は総じて、景気支援の必要性を強く訴えるものとなった。大幅な IDR 安が回避されるのであれば、向こう一年で▲25bp の利下げが 2~3 回行われ、政策金利が 4.25%~4.50%程度まで引き下げられると予想する。

### 2026 年予算案レビュー～高めの成長率設定に規定された甘めの財政収支予測～

ところで、8 月 15 日には 2026 年予算案が国会に提出されている。注目を集める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(図表 5)。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。

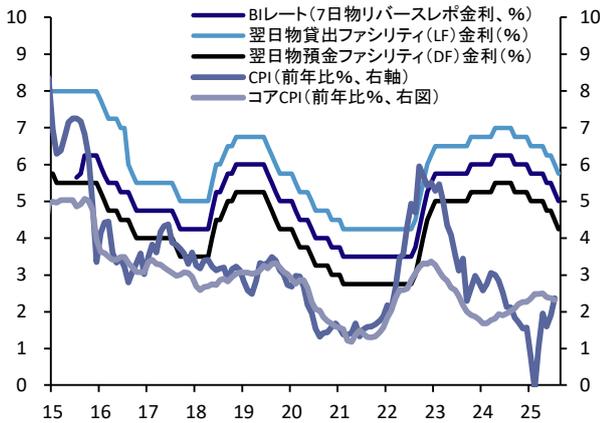
財政赤字の縮小こそ前向きに評価できようが、前提となる経済条件は甘さが目立つ。例えば、今回予算案は 2026 年の実質 GDP 成長率を+5.4% (前年比、以下同様)と想定しているが、国際通貨基金(IMF)による最新の予想は+4.8%に留まっている。年間成長率で+5.4%を超えたのは 2013 年が最後であることも踏まえれば、+5.4%という成長率達成のハードルは非常に高い。実際の成長率が下振れれば、当然ながら財政収支赤字は拡大する。

歳入面では、税収増の予想が+13.5%と野心的な目標が設定されたことが目を引いた。しかもムルヤニ財務相は、これを「新規増税なし」で達成する、とコメントした。名目成長率予想は上記の+5.4%に消費者物価指数(CPI)の伸び率想定である+2.5%を足して+7.9%となるが、+13.5%という税収増はこれを大きく上回っている。デジタル取引における徴税コンプライアンス強化、本年より稼働した Coretax システムによる税の捕捉率向上を見込んだのだろうか、やや楽観的過ぎるように感じる。

歳出面では、プラボウォ大統領の政治色が色濃く反映された。特に、「無料栄養食プログラム(MBG)」に、335 兆 IDR が割り当てられたのが象徴的であった。2025 年の 171 兆 IDR からほぼ倍増になっている。171 兆 IDR でさえ当初予算(71 兆 IDR)から大きく膨らんでいるので、2026 年の実額が 335 兆 IDR で済む保証はない。教育、安全保障など優先課題は数多く存在する中で、歳出の 10%近くを MBG に投下するのは、効率的な資源配分とは言い難い。

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。もちろん、インドネシアの公的債務残高は主要新興国対比で大きいとは言えないが、2023 年の夏以降徐々に増加傾向にある(図表 6)。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、市場の信認も揺らぐ可能性がある。

図表 1: 政策金利と消費者物価指数(CPI)の推移



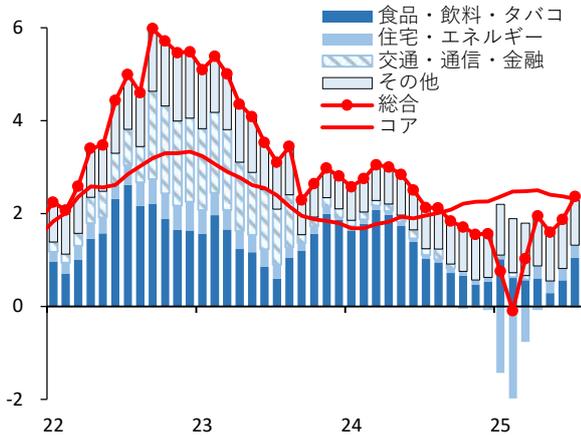
出所: インドネシア銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行  
注: 2025年2月のCPIは前年比▲0.09%

図表 2: IDR相場と米金利の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価の動向(前年比%, %ポイント)



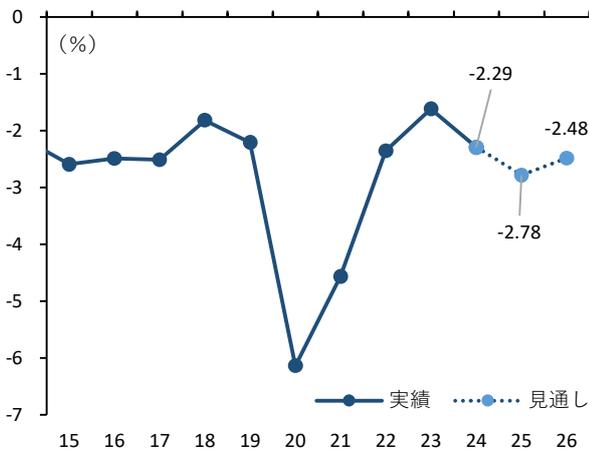
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 実質 GDP 成長率(前年比%, %ポイント)



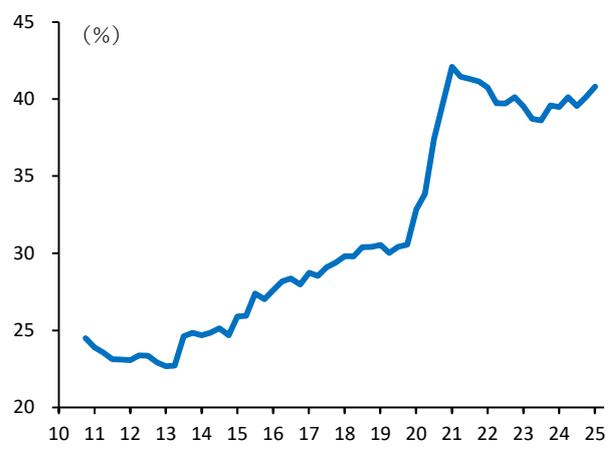
出所: インドネシア中央統計局、CEIC、みずほ銀行

図表 5: インドネシア財政収支の実績と見通し(GDP 対比)



出所: インドネシア財務省、Macrobond、みずほ銀行

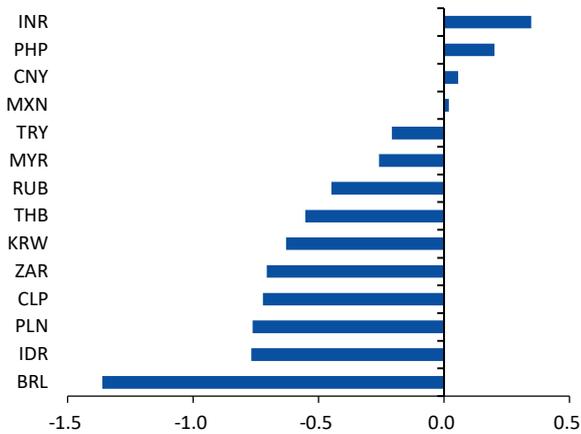
図表 6: インドネシアの公的債務残高(GDP 対比)



出所: Macrobond、みずほ銀行  
※分母となる GDP は、過去 4 四半期の累計値を用いた

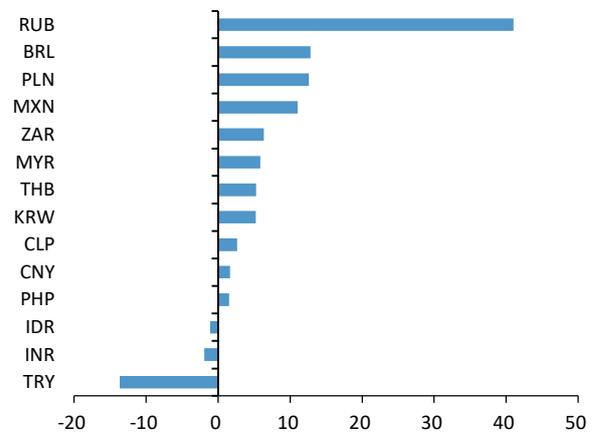
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



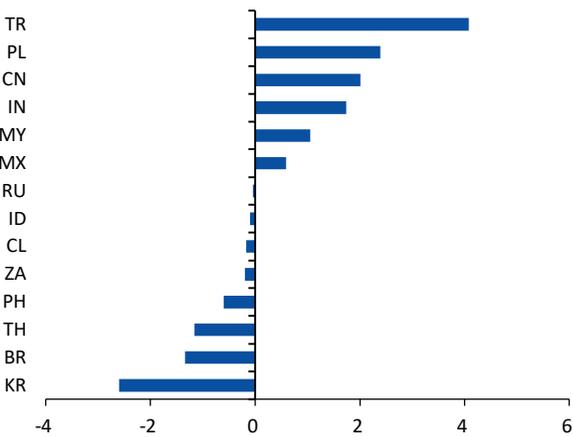
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



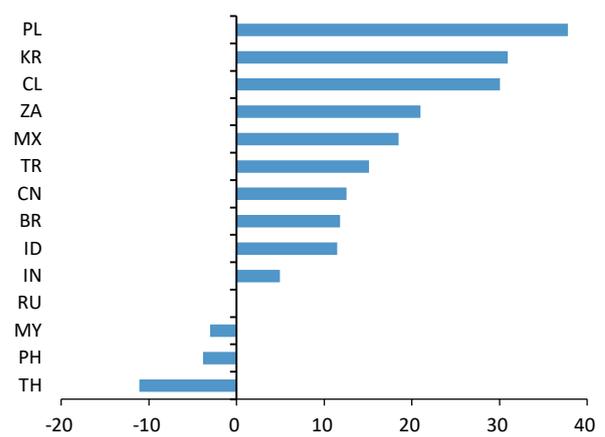
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



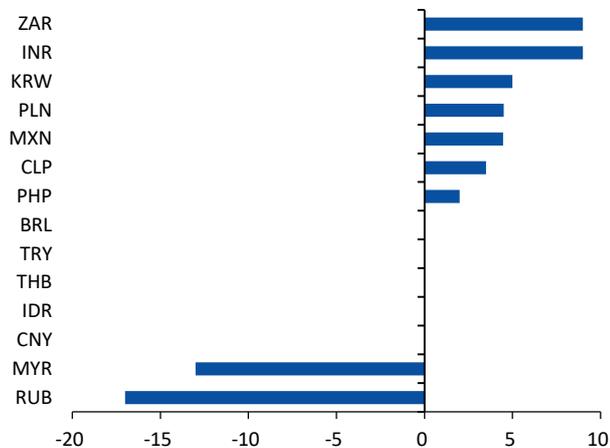
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

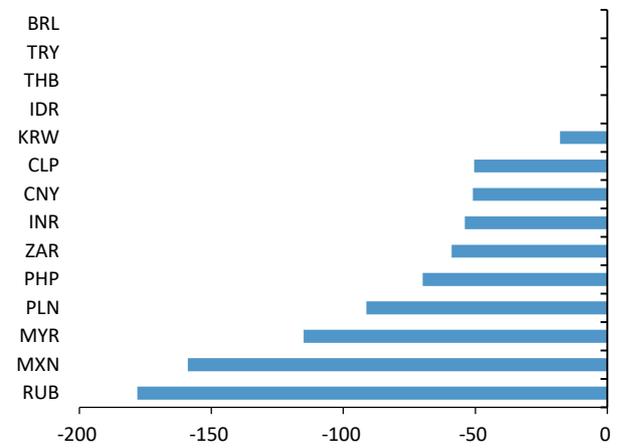
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5年物スワップレート年初来変化(bp)

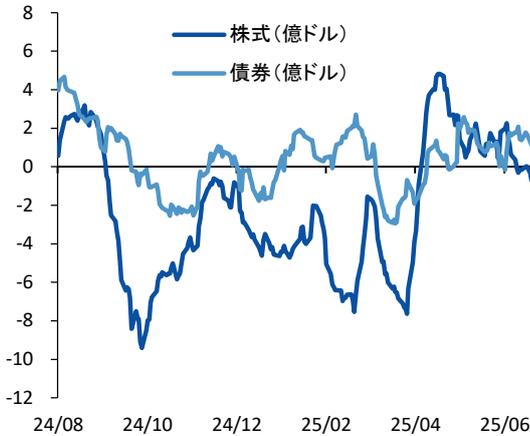


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

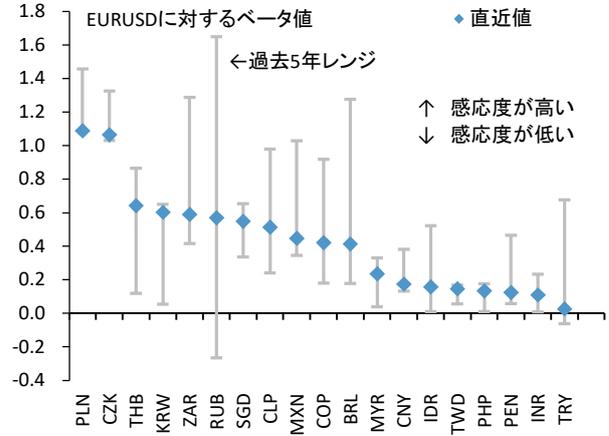
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



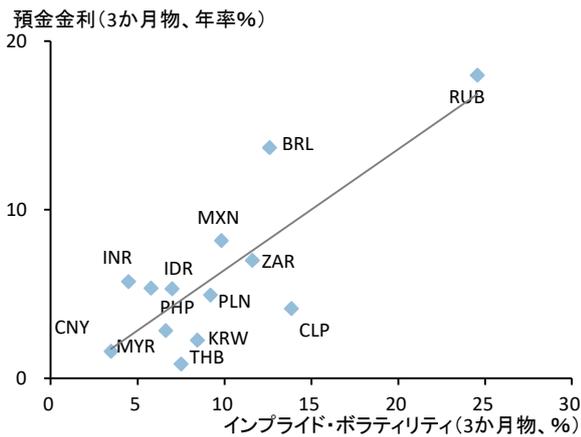
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



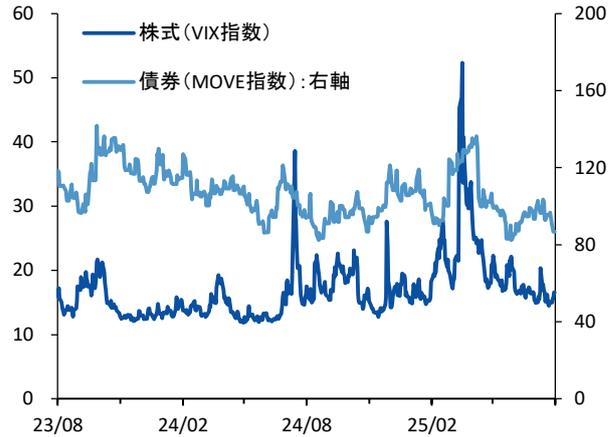
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



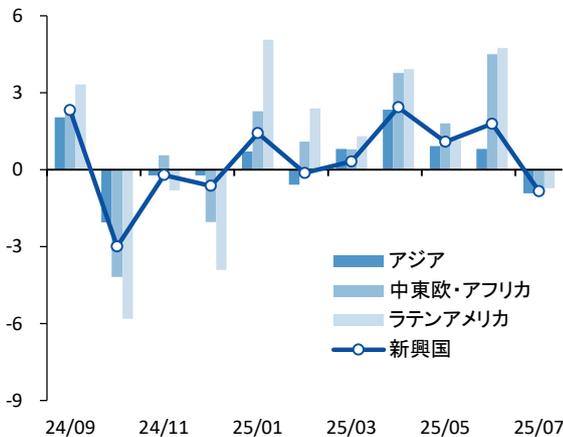
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



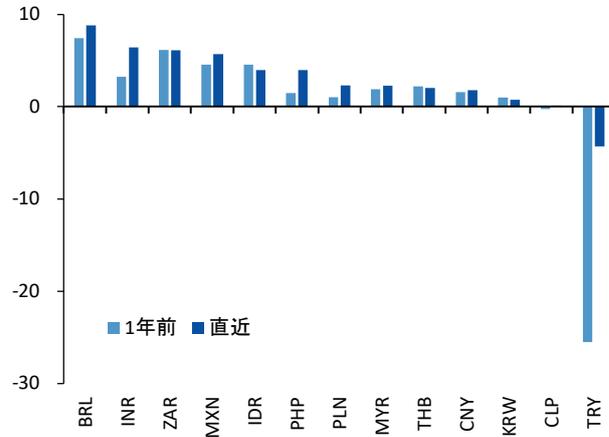
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

実質金利(10年物国債金利 - 消費者物価上昇率、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 新興国経済カレンダー

日付	国	経済指標・イベント	市場予想	発表値	前回値	修正値
<b>エマージングアジア</b>						
8月18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-2.5%	-4.6%	13.0%	12.9%
18日 (月)	タイ	GDP(前年比)	2.5%	2.8%	3.1%	3.2%
18-26日	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$150m	--	\$1062m	--
19日 (火)	マレーシア	輸出(前年比)	-2.4%	6.8%	-3.5%	-3.6%
19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$226m	--
20日 (水)	中国	1年貸出プライムレート	3.00%	3.00%	3.00%	--
20日 (水)	中国	5年貸出プライムレート	3.50%	3.5%	3.50%	--
20日 (水)	インドネシア	BI-Rate	5.25%	5.00%	5.25%	--
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	15.2%	15.2%	24.6%	--
21日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	0.5%	0.5%	--
22日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	1.2%	--	1.1%	--
24-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-0.9%	--
25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.8%	--
26日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	110.8	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	8.0%	--
27日 (水)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	-4.3%	--
28日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	5.3%	--
28日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.5%	--
28日 (木)	韓国	BOK Base Rate	--	--	2.50%	--
28日 (木)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-241.6b	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.6%	--
29日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3954m	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$2442m	--
29日 (金)	インド	GDP(前年比)	--	--	7.4%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
8月20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.5%	3.5%	3.0%	--
21日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	-0.3%	0.1%	--
22日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	-1.5%	--
25日 (月)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	100.2	--
25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	74.2%	--
28日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	1.2%	--
28日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.0%	--
28日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-8.17b	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	0.6%	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	22.0b	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
8月18日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	1.4%	1.4%	3.2%	3.5%
21日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.5%	2.5%	2.7%	--
22日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	0.1%	--
22日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-0.2%	--
26日 (火)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$5131m	--
26日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	5.3%	--
27日 (水)	メキシコ	貿易収支	--	--	514.4m	--
28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	3.0%	--
28-29日	ブラジル	中央政府財政収支	--	--	-44.3b	--
29日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	62.9%	--

注:2025年8月22日現在、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、その正確性を全面的に保証するものではありません。  
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
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	7.1491 ~ 7.3512	7.1805	7.21	7.23	7.14	7.11	7.08
香港ドル (HKD)	7.7500 ~ 7.8500	7.8138	7.83	7.81	7.79	7.80	7.81
インドルピー (INR)	83.764 ~ 87.950	87.269	86.2	85.8	86.3	85.2	85.5
インドネシアルピア (IDR)	16130 ~ 17224	16288	16300	16500	16250	16000	16000
韓国ウォン (KRW)	1347.23 ~ 1487.45	1399.29	1380	1370	1350	1340	1330
マレーシアリング (MYR)	4.1805 ~ 4.5185	4.2255	4.18	4.26	4.14	4.07	4.06
フィリピンペソ (PHP)	55.158 ~ 58.715	57.028	55.7	56.1	55.2	54.4	54.4
シンガポールドル (SGD)	1.2698 ~ 1.3751	1.2890	1.29	1.31	1.30	1.29	1.28
台湾ドル (TWD)	28.790 ~ 33.280	30.508	30.0	29.7	29.3	29.0	29.0
タイバーツ (THB)	32.11 ~ 34.98	32.66	32.2	33.0	32.8	32.5	32.3
ベトナムドン (VND)	25038 ~ 26248	26429	26100	26200	26100	25900	26000
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	74.0500 ~ 114.7788	80.5107	82.0	84.0	86.0	88.0	90.0
南アフリカランド (ZAR)	17.4872 ~ 19.9328	17.7183	17.6	17.4	17.6	17.8	18.0
トルコリラ (TRY)	35.2419 ~ 41.9184	41.0158	41.0	42.0	43.0	44.0	45.0
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルリアル (BRL)	5.4029 ~ 6.2270	5.4758	5.60	5.65	5.70	5.75	5.80
メキシコペソ (MXN)	18.5111 ~ 21.2932	18.7553	19.0	19.4	19.5	19.4	19.2
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	19.145 ~ 21.666	20.658	20.67	20.75	21.01	21.24	21.47
香港ドル (HKD)	18.031 ~ 20.403	18.988	19.03	19.21	19.26	19.36	19.46
インドルピー (INR)	1.644 ~ 1.848	1.700	1.73	1.75	1.74	1.77	1.78
インドネシアルピア (100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.911	0.914	0.909	0.923	0.944	0.950
韓国ウォン (100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.602	10.80	10.95	11.11	11.27	11.43
マレーシアリング (MYR)	31.951 ~ 35.699	34.956	35.65	35.21	36.23	37.10	37.44
フィリピンペソ (PHP)	2.470 ~ 2.726	2.587	2.68	2.67	2.72	2.78	2.79
シンガポールドル (SGD)	107.08 ~ 116.18	115.10	115.24	114.85	115.56	117.42	118.56
台湾ドル (TWD)	4.310 ~ 5.090	4.859	4.97	5.05	5.12	5.21	5.24
タイバーツ (THB)	4.150 ~ 4.653	4.543	4.63	4.55	4.57	4.65	4.71
ベトナムドン (100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5613	0.57	0.57	0.57	0.58	0.58
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.370 ~ 1.985	1.843	1.82	1.79	1.74	1.72	1.69
南アフリカランド (ZAR)	7.263 ~ 8.525	8.374	8.47	8.62	8.52	8.48	8.44
トルコリラ (TRY)	3.501 ~ 4.481	3.611	3.63	3.57	3.49	3.43	3.38
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルリアル (BRL)	23.669 ~ 27.011	27.106	26.61	26.55	26.32	26.26	26.21
メキシコペソ (MXN)	6.845 ~ 8.027	7.911	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22日の7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。

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。