

2025 年 11 月 14 日

The Emerging Markets Weekly

中南米通貨を中心に堅調も、KRW は 7 か月ぶりの安値を記録

新興国市場:先週末 7 日、アジア時間はまちまちの動き。CNY は 10 月輸出の悪化が嫌気され軟調。欧米時間、米政府機関閉鎖の影響で米 10 月雇用統計公表も見送りとなった中で、相場材料を探る時間帯は続いた。週初 10 日アジア時間、米政府機関の閉鎖終了への期待感が高まる中でリスク心理が改善、KRW や IDR の上昇が目立った。欧米時間もこうした流れが継続し、金価格の相まって資源国通貨の上昇が目立った。ZAR が前日比+0.8%上昇した。11 日は、ドルインデックスの下落が一服したこと、中国経済の先行きの不透明感の強まりを背景に軟調な動き。KRW を中心に売り優勢に。欧州時間、米政府機関の再開期待や資源価格上昇が支援材料となり中南米通貨を中心に堅調、MXN、BRL はそれぞれ前日比+0.4%値を上げた。12 日、アジア時間はまちまちの動き。MYR が続伸し、約 1 年ぶりの高値をつけた一方で、KRW は続落となった。欧州時間では、ユーロの上昇に伴い東欧通貨も堅調な動き。中南米通貨では COP や CLP の上昇が目立った。銅価格の続伸を受けて、CLP は一時 4 か月ぶりの高値を記録した。13 日アジア時間、米政府機関閉鎖の解除が正式に決定し、リスク心理が改善、円や KRW が売られる時間帯もあったが、THB を中心にアジア通貨は幅広く買われた。欧州時間もその流れが継続したが、終盤にかけて複数の FRB メンバーから 12 月の利下げの利下げに慎重な発言が見られたことで、ドルが反発した。COP は前日比▲1.0%下落した。

アジア:7 日公表の中国 10 月貿易収支は+901 億ドルの黒字。貿易黒字の水準は 9 月から大きな変化はなかったが、輸出が前年比▲1.1%と 2 月以来の前年割れとなった。同日公表のフィリピン 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.0%と前四半期の同+5.5%から減速し、市場予想の同+5.2%も下回った。10 日、タイ政府は 10 月に合意したカンボジアとの国境紛争に関する和平合意の履行を停止した。両国の国境付近での紛争が再発し、タイ政府はカンボジア人の就労拒否といった措置を取っている。13 日、KRW は 7 か月ぶりの安値を記録。これに対し李 BOK 総裁は足許の KRW 安は外部要因が原因と指摘した上で、過度な変動があった場合は為替介入を実施する可能性を示唆した。

中東欧・アフリカ:南アフリカ財務省と中銀は 12 日、インフレ目標を従来の+3~+6%から+2~+4%に引き下げることを決定した。インフレ目標の見直しは 25 年ぶりで、今回の修正の狙いとして時間の経過によってインフレ期待が低下し、先行きにかけての利下げ余地が生まれる点に言及した。

ラテンアメリカ:7 日公表のブラジル 10 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.68%と概ね市場予想通りの動きも、25 年のインフレ目標である+1.5~+4.5%を上振れている。同日公表のメキシコ CPI は前年比+3.57%と市場予想の同+3.56%とほぼ合致。メキシコ中銀のインフレ目標レンジ+2~+4%内の動きとなったが、コアベースは同+4.28%と目標レンジを上振れた。

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
シニアストラテジスト
中島 将行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

市場概観(マレーシア)

11 月金融政策会合～現状維持、景気・物価とも概ね見通し通りの動き

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

マレーシア中銀(BNM)は 6 日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の 2.75%に据え置いた。現状維持は前回 9 月会合に次ぐ決定となった。なお、今会合は 25 年最後の会合で、ブルームバーグの事前予想では現状維持の予想が優勢であった。

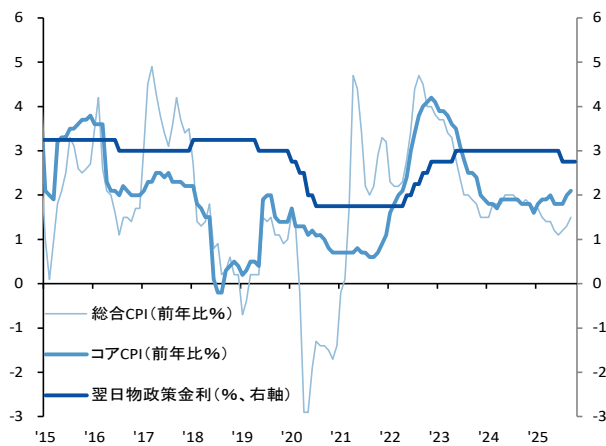
声明文では米中を中心に深刻な関税競争が避けられたことや関税強化を見越した金融緩和が支援材料となり景気成長は続くとの見方を示した。マレーシア経済について、前回会合に続き個人消費に加え、民間・公的部門の投資も堅調であると総括した。25 年 7～9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.2%と 4～6 月期の同+4.4%から加速した(図表 2)。業種別では、サービス業が同+5.1%と前四半期の伸びを維持したほか、鉱業が同+10.9%と前四半期の同▲5.2%から持ち直した。景気の上振れ要因には、引き続き主要輸出品である電気・電子機器の需要が強まること、観光業の活性化や 26 年予算案における歳出拡大にも期待感を示した。25 年の成長予想については、前年比+4.0～+4.8%に設定しており、この点も前回会合から変更はなかった。

物価動向に関して、年初来のインフレ率は総合ベースで前年比+1.4%、コアベースで同+1.9%と安定的な動きが続いている(図表 3)。コアベースについては、賃金上昇が段階的に消費者物価に転嫁されつつある状況を指摘しつつも、翌年以降はその動きも一巡すると予測している。総合ベースとのインフレの乖離が進んでいるが、エネルギー価格の下落を要因として指摘している。25 年、26 年の見通しについて、声明文には具体的な数字の記載はなかったが、当面は安定的に推移するとした。

かかる中、BNM は現状の政策金利水準及び金融政策について、物価安定を維持する上で、適切であり景気支援にも資するものと総括している。こちらについても 9 月会合の内容とほぼ合致しており、景気・物価に関するリスクへの認識が変わらないことを示唆している。次回会合は来年 1 月に予定されているが、米相互関税発動を受けた輸出部門の動向や米中貿易交渉をはじめ外部環境の変化をどう評価するかが、金融政策策定上のポイントとなって行きそうだ。

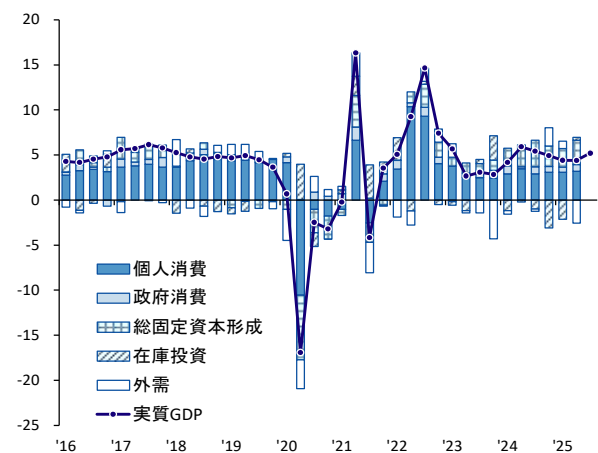
会合後の MYR 相場の動きも限定的である(図表 4)。上述の通り、国内経済は内需部門を中心に堅調で、先行きの輸出の減速は警戒されるものの、BNM が積極的に利下げに踏み込む理由は今のところ見当たらない状況である。周辺国が金融緩和色を強める中で、相対的な金利の先高観が MYR の選好に繋がる可能性はある。片や、10 月 FOMC では連続利下げが決定されたものの、12 月の追加利下げが確約されるには至っておらず、追加利下げ期待の後退が新興国通貨全般の重しとなることも考えられる。かかる中、年末までの MYR に想定レンジについては対ドルで 4.12～4.41 と予想する。

図表 1: 政策金利とインフレ率



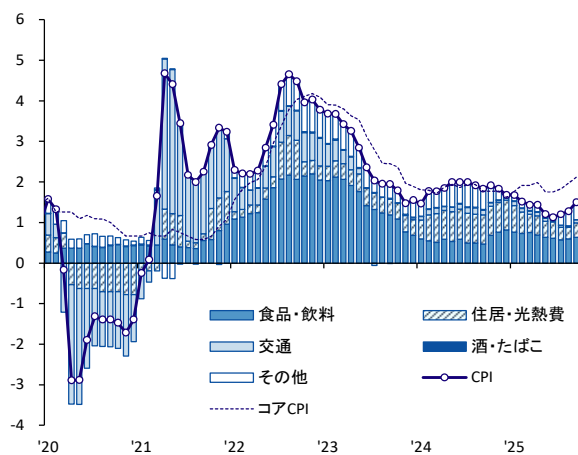
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率の推移(前年同期比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価指数の動向(前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: MYR の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(韓国)

7 か月ぶりの安値圏を推移する KRW

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

11 月に入り、KRW の下落が目立っている。13 日には対ドルで一時 1475 台をつけ、7 か月ぶりの安値を記録した(図表 1)。月初来では 13 日時点で▲2.8%下落しており、10 月からの推移を見てもアジア通貨の中で最もパフォーマンスを落としている状況だ(図表 2)。本欄では韓国に関する直近のイベントを振り返ると共にその要因を簡単に整理したい。

10 月末に開催された APEC 首脳会議に際し、トランプ米大統領は訪韓しており、李在明大統領と首脳会談が実現している。そこでは、安全保障や関税交渉など経済分野に関しての議論が実施された。特に後者については、相互関税率 15%の維持、自動車や関連部品の税率も 25%から 15%に引き下げられることとなった。対米投資についても投資額 3500 億ドルの内訳は現金投資 2000 億ドル及び造船業協力 1500 億ドルで構成されることとなり、現金投資 2000 億ドルについて、年間投資上限は 200 億ドルに設定された。

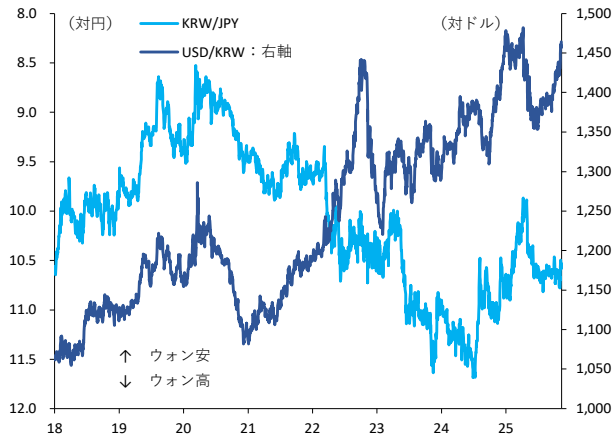
これらの合意は韓国にとって、貿易交渉の進展として前向きに受け取れる側面はあるものの、関税発動に伴う輸出の鈍化や対米投資の増加に伴う KRW 需給の悪化に繋がり得る論点である。日本も 5500 億ドルの対米投資がクローズアップされたが、日本は韓国との比較で 2 倍強の GDP 水準である。こうした点を踏まえれば、韓国の対米投資規模とその負担感には日本に比べて更に大きい印象を受ける。また、一連の合意内容は韓国の原子力潜水艦建造について両国間で調整が行われているといった事由により、本稿作成時点で未だ明文化されていないようだ。先月末の米中間での関税強化見送りで一時的にリスク心理は改善した時間帯はあったものの、韓国の近況を見る限り、対米交渉に関する懸念が全て解消したとは言いがたい。関税であれ投資であれ、実体経済に波及していくのはこれからである。

また、今月 27 日に韓国銀行(BOK、中央銀行)の年内最後の会合が控えている。前回会合では政策金利(7 日物レポ金利)は従来の 2.50%に据え置かれた(図表 4)ものの、BOK は経済成長の下振れリスクを軽減するために利下げ姿勢を維持している。李 BOK 総裁は 7 人のメンバーのうち 5 人は近い将来での利下げを支持していると述べており、11 月に追加利下げが実施されとの見方が強まっていた。一方、FRB はパウエル FRB 議長が 12 月の追加利下げを巡って FOMC メンバー間で意見対立があると言及しながら、追加利下げ自体が既定路線ではないと述べており、年内 3 回の利下げと見込んでいた市場の織り込みにも変化が出つつある。かかる中、両国の金利差は 11 月に入り拡大の徴候が出ており、これが KRW の下落に繋がっている可能性はある(図表 3)。

そして、BOK の 11 月会合はライブなものになりつつある。今会合で更新される経済・物価見通しの内容を踏まえ、先行きの利下げタイミングを窺うという従来のポイントから、足許の KRW 安を受けた BOK の判断についても注目度は上がっており、これは当然、年末年始の KRW 動向を左右する材料となる。李総裁はブルームバーグのインタビューで景気支援と・金融安定の両立が難しくなっていると述べた上で、為替相場に過度な変動が出れば介入を実施する可能性も示唆している。BOK も足許の景気が盤石とは言いきれない以上、KRW 防衛のための利上げには踏込みにくく、昨年の戒厳令に端を発した通貨安に続き、BOK は 2 年連続で難局での舵取りを強い

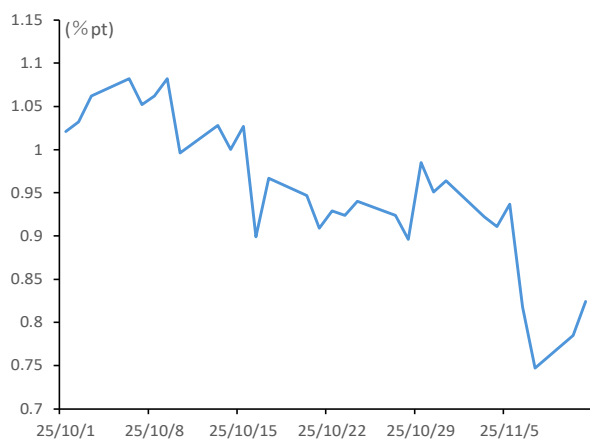
られることとなりそうだ。

図表 1: KRW 相場の動向



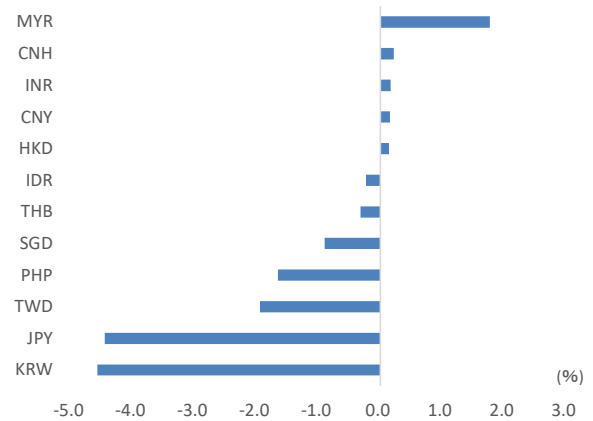
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 韓米 2 年債金利差 (米国－韓国)



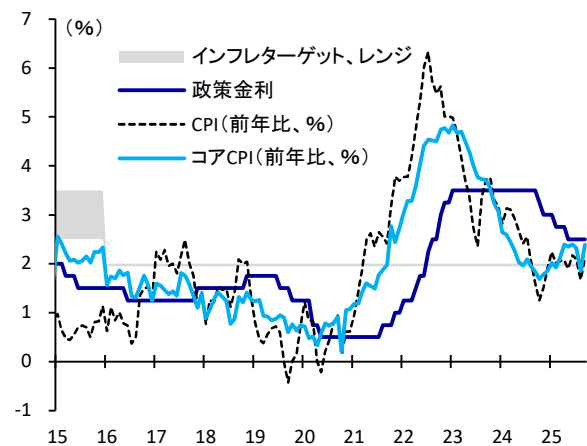
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 2: アジア通貨騰落率 (対ドル、%、25/10～)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

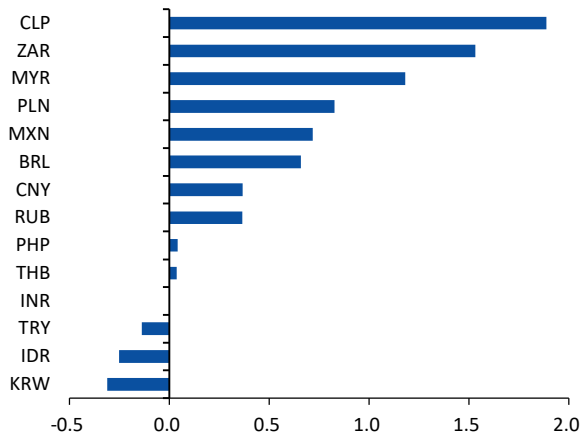
図表 4: 政策金利とインフレ率



出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

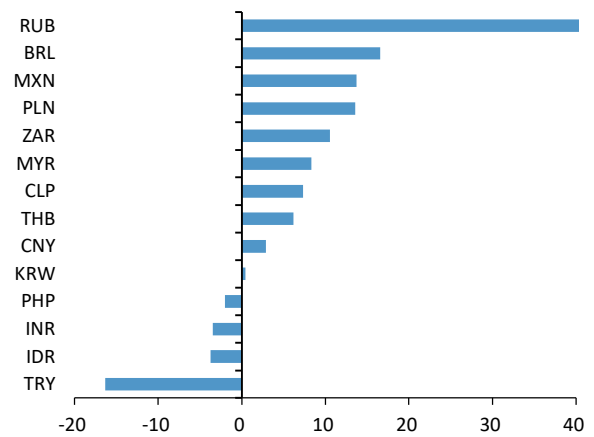
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



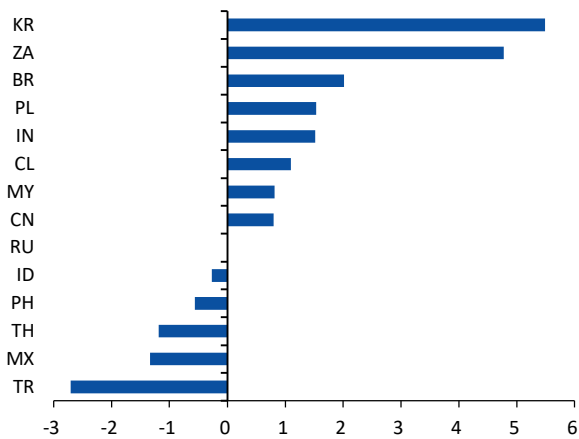
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



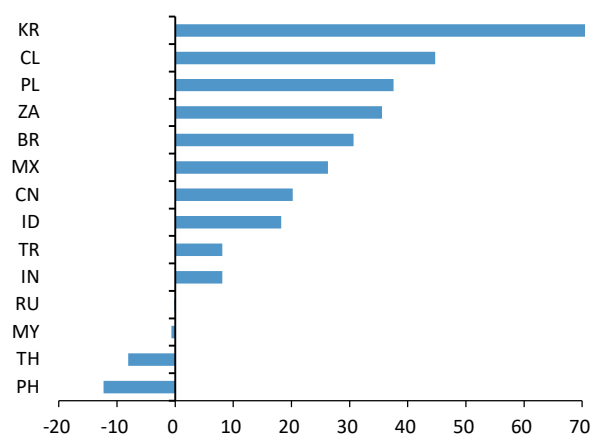
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



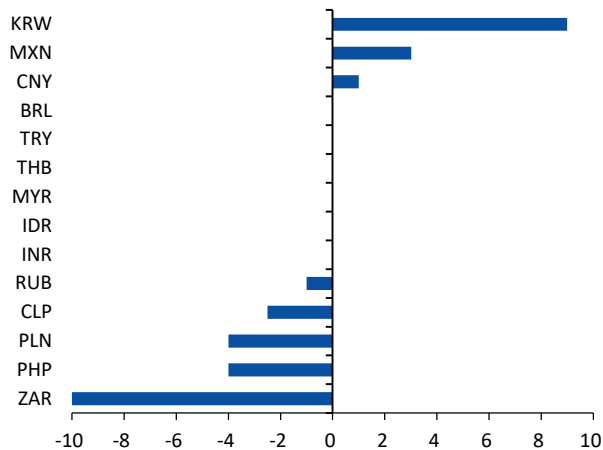
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

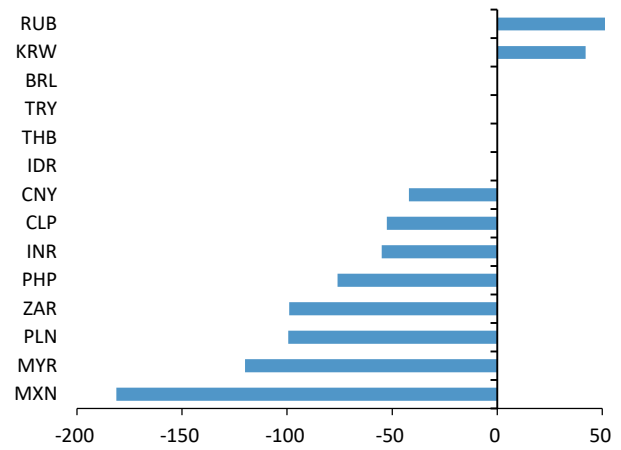
5 年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5 年物スワップレート年初来変化(bp)

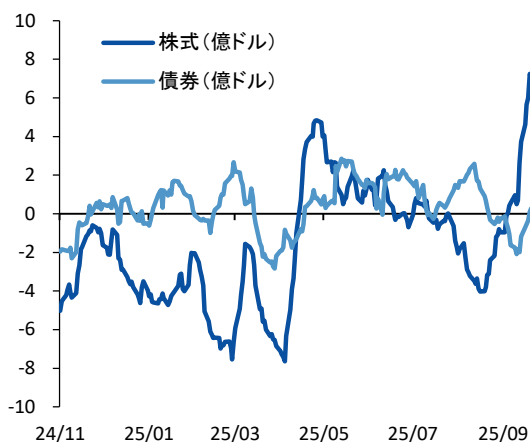


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

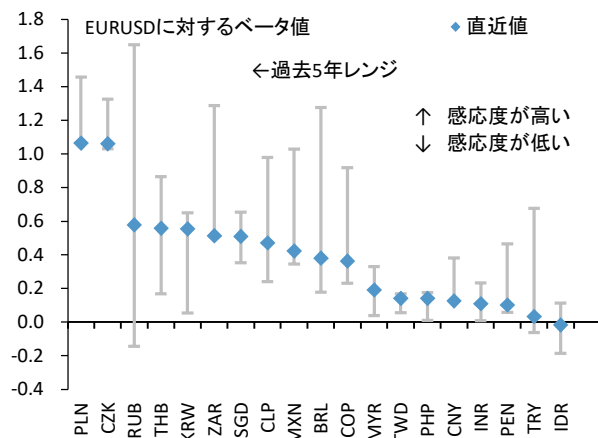
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

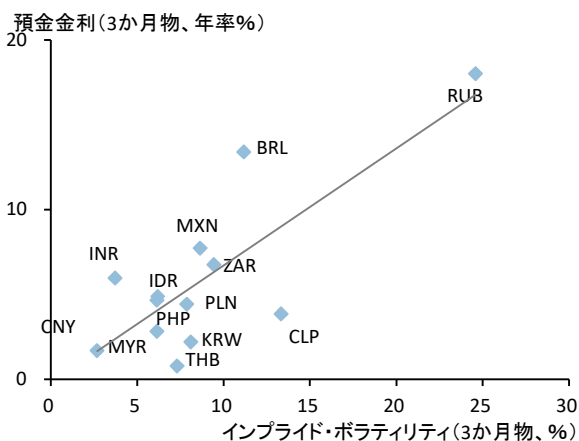
主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



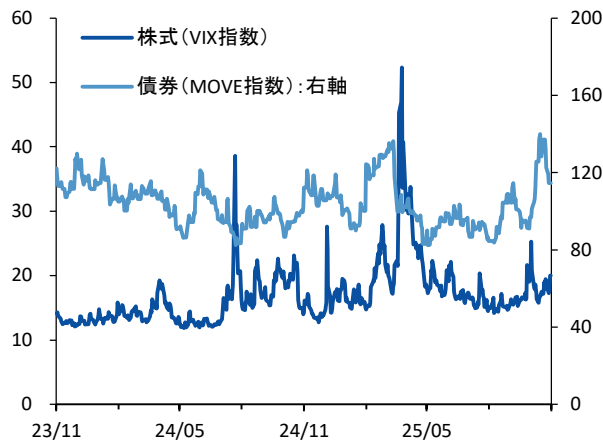
EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



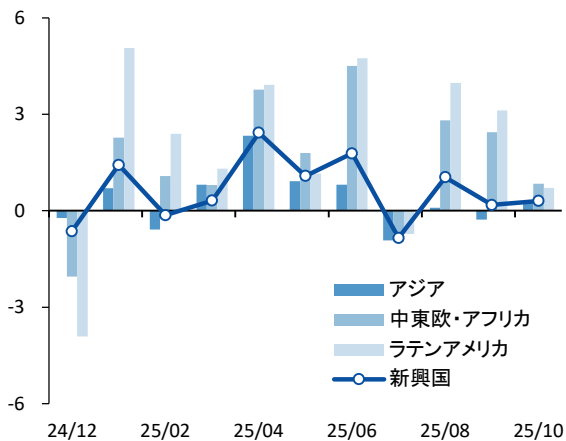
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



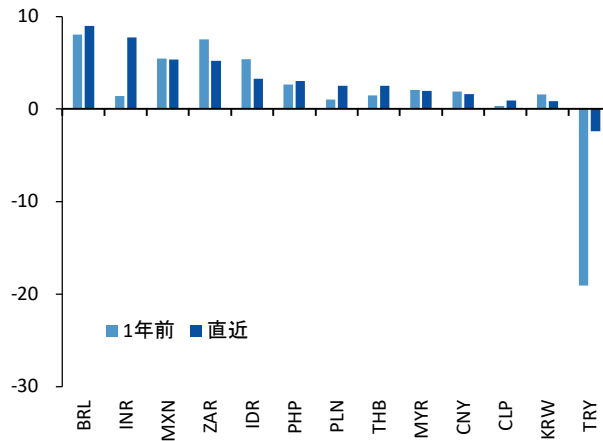
株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



実質金利(10 年物国債金利 - 消費者物価上昇率、%)



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
エマージングアジア						
11月12日 (水)	韓国	失業率(季調済)	2.6%	2.6%	2.5%	--
12日 (水)	インド	CPI(前年比)	0.4%	0.3%	1.5%	1.4%
14日 (金)	韓国	輸出物価指数(前年比)	--	4.8%	2.2%	2.1%
14日 (金)	中国	小売売上高(前年比)	2.8%	--	3.0%	--
14日 (金)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.5%	--	6.5%	--
14日 (金)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	-0.8%	--	-0.5%	--
14日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	5.2%	--	5.2%	--
14日 (金)	インド	卸売物価(前年比)	-0.7%	--	0.1%	--
17日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	6.7%	--
17日 (金)	インド	輸入(前年比)	--	--	16.7%	--
17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	6.9%	--
17日 (月)	タイ	GDP(前年比)	--	--	2.8%	--
17日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	3.2%	--
18-26日	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$1275m	--
19日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	12.2%	--
19日 (水)	インドネシア	BI-Rate	--	--	4.75%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$82m	--
20日 (木)	中国	1年貸出プライムレート	3.00%	--	3.00%	--
20日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	30.5%	--
21日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.2%	--
21日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.5%	--
21-25日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
中東欧・アフリカ						
11月10日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	2.9%	7.1%	7.3%
11日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-0.3%	0.3%	-1.5%	--
12日 (水)	トルコ	経常収支	1.20b	1.11b	5.46b	5.42b
14日 (金)	ロシア	経常収支	1000m	--	4013m	--
14日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	0.7%	--	1.1%	--
14日 (金)	ロシア	CPI(前年比)	8.0%	--	8.0%	--
19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.7%	--	3.4%	--
19日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	2.3%	--
19日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	--	-0.4%	--
20日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.75%	--	7.00%	--
21日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	0.5%	--
ラテンアメリカ						
11月11日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.7%	4.7%	5.2%	--
11日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-2.4%	-2.4%	-3.6%	-3.3%
12日 (水)	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	2.6%	0.5%	--
13日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.0%	0.8%	0.4%	0.3%
17日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	1.5%	--	0.1%	--
21日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-0.2%	--
21日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-0.9%	--

注: 2025 年 11 月 14 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 1～10月(実績)	SPOT	2025年 12月	2026年 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)	7.0924 ~ 7.3512	7.0961	7.18	7.14	7.11	7.08	7.05
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.8500	7.7708	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	83.764 ~ 88.805	88.666	89.3	88.8	87.6	85.8	85.3
インドネシアルピア	(IDR)	16079 ~ 17224	16728	17000	16560	16600	16600	16650
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ~ 1487.45	1465.26	1400	1390	1370	1360	1350
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1805 ~ 4.5185	4.1280	4.26	4.14	4.07	4.06	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ~ 59.230	59.015	58.5	57.5	57.1	56.3	56.1
シンガポールドル	(SGD)	1.2698 ~ 1.3751	1.3014	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28
台湾ドル	(TWD)	28.790 ~ 33.280	31.065	30.5	30.2	29.8	29.5	29.5
タイバーツ	(THB)	31.58 ~ 34.98	32.35	33.0	32.8	32.5	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	25038 ~ 26437	26350	26450	26350	26300	26250	26300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.0500 ~ 114.7788	80.6481	84.0	86.0	88.0	90.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.0683 ~ 19.9328	17.0510	17.4	17.6	17.8	18.0	18.2
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ~ 42.0790	42.2977	43.0	44.0	45.0	46.0	47.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.2698 ~ 6.2270	5.2991	5.45	5.55	5.60	5.65	5.70
メキシコペソ	(MXN)	18.2008 ~ 21.2932	18.3189	18.6	19.0	19.2	19.0	18.8
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.145 ~ 21.710	21.759	21.03	20.87	20.96	21.33	21.84
香港ドル	(HKD)	18.031 ~ 20.403	19.896	19.41	19.15	19.18	19.46	19.85
インドルピー	(INR)	1.644 ~ 1.848	1.744	1.69	1.68	1.70	1.76	1.81
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.924	0.888	0.900	0.898	0.910	0.925
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.552	10.79	10.72	10.88	11.10	11.41
マレーシアリングギ	(MYR)	31.951 ~ 36.881	37.435	35.45	35.99	36.61	37.19	37.93
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ~ 2.726	2.621	2.58	2.59	2.61	2.68	2.75
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ~ 118.69	118.80	115.62	114.79	115.86	117.78	120.03
台湾ドル	(TWD)	4.310 ~ 5.090	4.977	4.95	4.93	5.00	5.12	5.22
タイバーツ	(THB)	4.150 ~ 4.776	4.779	4.58	4.54	4.58	4.67	4.81
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5865	0.57	0.57	0.57	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.370 ~ 1.985	1.917	1.80	1.73	1.69	1.68	1.67
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ~ 8.948	9.066	8.68	8.47	8.37	8.39	8.46
トルコリラ	(TRY)	3.501 ~ 4.481	3.652	3.51	3.39	3.31	3.28	3.28
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.669 ~ 28.762	29.177	27.71	26.85	26.61	26.73	27.02
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ~ 8.350	8.439	8.12	7.84	7.76	7.95	8.19

注: 1. 実績の欄は 2025 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 14 日の 8 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。