

2025年11月21日

The Emerging Markets Weekly

FRBの12月利下げ期待の後退が重しに

新興国市場:先週末 14 日アジア時間は総じて小幅な値動き。続伸していた MYR も一服をみせた。KRW は韓国政府が KRW の安定させる措置をとる方針を示したことが支えとなり前日比+1.0%上昇した。欧米時間、米金利が一時低下するも反発し、新興国通貨はまちまち。ZAR が軟調となる一方、MXN は小幅に上昇。週初 17 日アジア時間、米政府閉鎖により延期されていた経済指標の発表を控えドルが強含むなか、大半が下落。KRW が値を下げた。欧米時間、米 11 月 NY 連銀製造業景気指数の市場予想を上回る結果が重しとなり引き続き軟調。MXN や BRL、RUB、ZAR が売られた。18 日のアジア時間は、ドルの堅調が継続、世界的に株価が軟調となり概ね小幅に下落。MYR が値を下げた。欧米時間、株式市場の下落が一服するも、米金利の上昇が重しとなりまちまち。MXN が値を伸ばした。19 日アジア時間は総じて方向感なく小幅な値動き。MYR はマレーシア 10 月貿易統計で輸出が市場予想を大幅に上回ったことが好感された。欧米時間、10 月 FOMC 議事要旨では多くのメンバーが 12 月の利下げは適切でない可能性があると判断していたことや、米 11 月雇用統計が 12 月 FOMC の後に公表されることなどを背景にドル高に。RUB が上昇した一方、BRL は売られた。20 日は前日のドル買いの流れが継続。欧米時間には米雇用統計が 9 月分から公表が再開され一時ドルが軟化するも、米株の下落を背景にリスクオフとなり概ね下落。ZAR や KRW、MXN が値を下げた。

アジア:14 日公表の中国 10 月小売売上は前年比+2.9%と前月から鈍化するも、市場予想は上振れた。同日発表の中国 10 月鉱工業生産は前年比+4.9%と前月から減速し、市場予想も下回った。17 日公表のタイ 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+1.2%と 4~6 月期から鈍化し、市場予想(同+1.6%)を下振れた。フィリピン中央銀行(BSP)のレモロナ総裁は 18 日、12 月に再び利下げを実施する可能性があると述べた。インドネシア銀行(BI、中央銀行)は 19 日、政策金利を 4.75%に据え置くことを決定。据え置きは 2 会合連続。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。

中東欧・アフリカ:大手格付け会社は 14 日、南アフリカの外貨建て長期債の格付けを「BB マイナス」から「BB」に引き上げた。成長見通しや財政見通しの改善、国営電力会社の業績改善が引き上げ理由としてあげられた。同日公表されたロシア 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+0.6%と 4~6 月期から鈍化し、市場予想(同+0.7%)を下振れた。同日発表のロシア 10 月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.71%と前月から減速し、市場予想も下回った。19 日発表の南アフリカ 10 月 CPI は前年比+3.6%と前月から加速、市場予想は下回った。南アフリカ準備銀行(SARB、中央銀行)は 20 日、政策金利を▲25bp 引き下げ 6.75%にすることを決定。インフレ見通しの改善を踏まえ、緩和余地があるとの見方で全会一致した。

国際為替部

シニアマーケット・エコノミスト

堀 勇大

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 將行

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

市場概観(タイ)

7~9ヶ月期実質GDPについて~停滞懸念が強まるタイ経済

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

17日、タイでは7~9ヶ月期実質GDP成長率が公表され、結果は前年比+1.2%と市場予想の同+1.6%を下回った(図表1)。また、前期比では▲0.6%と22年10~12ヶ月以来のマイナスとなった。概して内需の停滞やトランプ関税の影響に伴う外需減速懸念、政局の流動化も相まって、先行きの景気回復が見込みにくくなっている。

今回公表のGDP統計につき詳細項目を確認すると、個人消費は前四半期の水準を維持したが、政府支出が▲0.7%のマイナス寄与となっており、これがGDPを押し下げた。一方、外需部門は+2.1%ポイントのプラス寄与となったが、過去2四半期との比較では、若干ながら着実に減速ムードが漂う。財輸出は前年比+10.8%と前四半期の同+14.3%から減速したものの、プラスを維持したが、サービス輸出は同▲10.7%と前四半期の同▲2.6%からマイナス幅を拡大した。財輸出はトランプ関税発動を見越した前倒し需要のピークアウト、サービス輸出は観光業の停滞が影響したと見られ、こうした結果も、数字以上にタイ経済の先行き懸念を増幅させる。

特に観光業については、外国人観光客の受入実績も伸び悩んでいる(図表2)。本欄でも繰り返し指摘してきた通り、中国人観光客の往訪人数が減速したのが主な要因だ。外国人観光客の受入ピークであった2019年との比較では全体に占める中国人観光客の割合が約30%であったのに対して、直近25年10月時点では13%まで減少している。24年3月以降中国との間でビザ免除といった取り組みを進めてきたが、当初期待された効果が出たとは言い難い。

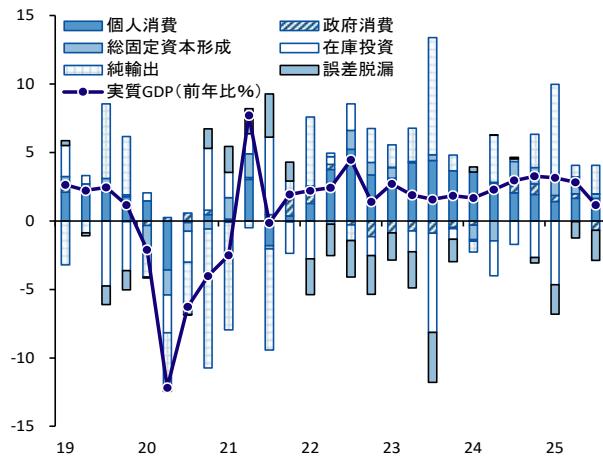
この点に関して、そもそも内需を中心に中国経済に停滞感が出ているということも無視できない。10月は国慶節であったこともあり、多くの中国人観光客の訪問が期待されたが、結果は24年が460万人であったのに対して、25年は357万人に留まっている。加えて、近年中国人観光客がタイを訪問先として選択していないという可能性も否定できない。コロナ禍以降の旅行者数を見ても、24年半ばを境に勢いが弱まっていることが確認出来る(図表3)。代わって中国人観光客の訪問先となっている代表が日本となっているが、これは直近数年の円安も無関係ではないのではないか(図表4)。以上の点を踏まえれば、「中国経済の先行き不透明感が強まった中で、節約志向が強くなった結果、地理的な距離感に加えて円安メリットを享受できる日本に訪問先をシフトした」という仮説が立ち、これ自体は相応の説得力を有すると思われる。もっとも、直近の報道の通り、日本・中国間での人の移動は制限される見込みが強いのは事実だ。しかし、この影響でタイに中国人観光客が戻るという点は約束されない。タイ中銀(BOT)が既に外国人観光客受入見通しを下方修正している通り、25年の外国人観光客受入数は前年割れとなる可能性が高い。かかる状況下、タイ政府としても何かしらの政策支援を施す必要がありそうだ。

外需の停滞懸念が強まる中で、内需の押し上げを期待したいところではあるが、政情の流動化が足を引っ張っている感は否めない。8月のペートンターン前首相の解任を受け、新たにアヌティン首相が就任しているが、同氏は首相に就任するに際して4か月以内の議会解散を約束している。直近では現金給付の実施が開始されているものの、総選挙実施が既に決定している中で、大規模な経済政策は打てないと考え

るのが自然だろう。

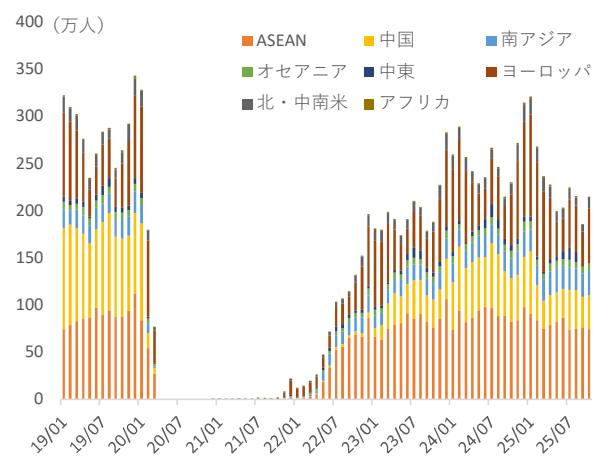
かかる中、BOT の金融緩和にも期待はかかるが、BOT は 10 月会合時点では融資状況を注視しながら国内経済を下支えしていく姿勢を示している。10 月会合からは利下げに対して慎重であったセタブット前総裁からウィタイ新総裁に交代しており、複数の景気減速リスクが浮き彫りとなりつつある状況下、次回会合以降、複数回の利下げが実施される確度は高まっているように思われる。政治・経済の双方で先行き不透明感が強まる状況下、THB の動向にも注意を払いたいところである。

図表 1: 実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)



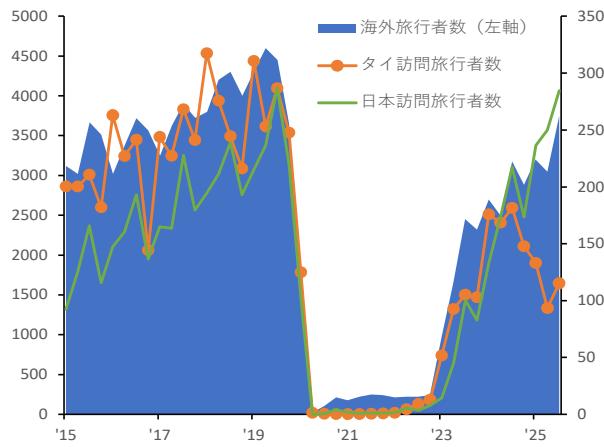
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 外国人観光客受入状況



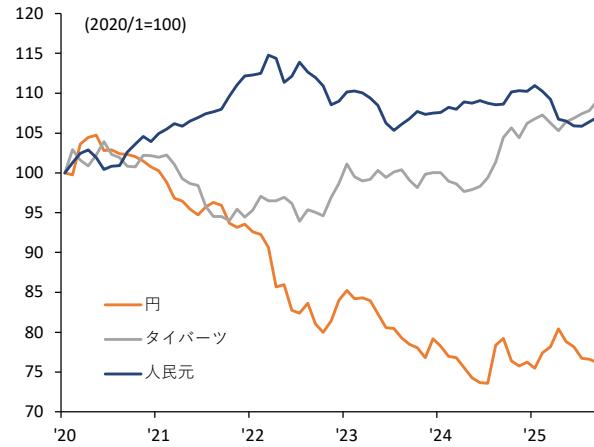
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 中国人海外旅行者数の推移(万人)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 各国の名目実効為替レート



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(インドネシア)

11月金融政策会合～IDR 安定維持のため据え置きを決定～

国際為替部

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

インドネシア銀行(中央銀行、BI)は11月18～19日に開催した金融政策会合で、政策金利のBIレートを4.75%に据え置くことを決定した(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5.50%、3.75%に維持されている。2会合連続での据え置きとなつた。なお、ブルームバーグ集計の事前予想では調査対象者34人中29人が据え置きを予想し、5人が▲25bpの利下げを見込んでいた。

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。今回会合では世界の金融市場における不確実性は、米国の一時的な政府閉鎖やFRBの利下げに対しての慎重な姿勢により再び高まっているとした。また、米国経済は米国の関税政策や政府閉鎖の影響により減速していると述べた。日本、中国、インドでも経済減速がみられると指摘しつつ、2025年の世界経済成長率は従来予想の+3.1%を維持した。新興国市場への資本流入は主に株式市場に限定され、引き続き国内経済成長を促すための政策対応の強化が必要だと述べた。IDR相場に関しては、世界的な金融市場の不確実性が強まるなか、BIによる安定化政策により安定しているとの認識を示した。IDRの下落は域内の通貨や主要貿易相手国の通貨の動きと一致しているとし、先行きに關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9月に財政悪化への懸念が高まり一時16700台をつけ、10月に入ってからは16500台後半で推移していたが11月は再び16700台をつけており、10月会合から比べるとやはりIDR安の水準にある(図表2)。そのうえで、BIは引き続きIDRの安定維持に取り組む姿勢を示した。

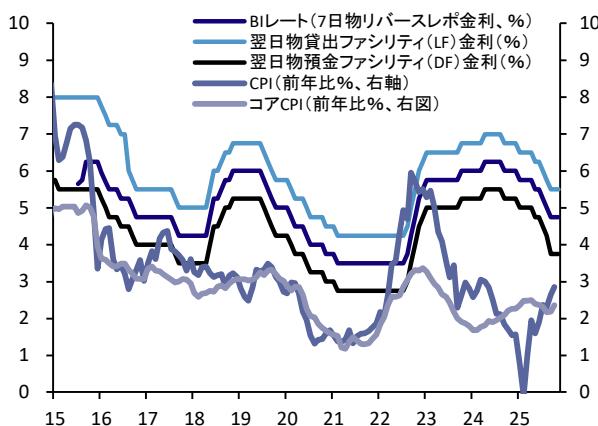
物価動向を見ると、10月の消費者物価指数(CPI)は+2.86%(前年比、以下同様)と9月の+2.65%から伸びが加速し、市場予想の+2.64%を上回った(図表3)。2024年4月以来の水準となつたが、7か月連続でBIのインフレ目標内(+1.5～+3.5%)に収まっている。変動の激しい食料品価格と政府の統制価格を除くコアCPIは、+2.36%と9月から加速したが、インフレ目標の中央値(+2.5%)を下回っている。基調的物価の伸びの水準は十分に低いが、足許では緩やかに加速していると考えるべきだ。かかる中でBIは、インフレは引き続き低水準であり、2025年および2026年にかけてインフレ率は目標範囲内の低水準で維持できると自信を示した。また、コインフレ率の先行きに關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。

最新の経済動向について、製造業PMIや消費者信頼感などは底入れが見て取れる。インドネシア7～9月期実質GDPは+5.04%と4～6月期から鈍化するも、市場予想(+5.00%)を僅かに上回った(図表4)。BIはインドネシア経済は堅調な成長を維持しており、家計支出は改善しているとの認識を示した。2025年の10～12月期についてでは財政刺激策などにより更なる成長が見込まれると述べた。BIは2025年の成長率見通しを従来の+4.6～5.4%から+4.7%～5.5%に引き上げ、2026年は更に加速すると予想している。インドネシア経済の成長は依然として良好であるものの、潜在能力に応じて更なる成長促進が求められた。成長を後押しするため先々の利下げ継続を示唆しつつも前回会合同様、据え置きを決定した格好となつた。

以上を踏まえペリー総裁は、今回の据え置き決定は「IDR 安定維持という短期的な焦点に沿ったものであり、証券投資を呼び込むため」と理由を説明した。前回会合に引き続き、成長率が良好で、インフレも低位で推移しているなか、IDR 防衛及び今までの利下げの効果を見極めるため様子見姿勢を示し、据え置きを決定したのだろう。先行きに関しては 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、経済成長の更なる促進のため、利下げ余地を探ると追加利下げに含みを持たせた。IDR 安やインフレ再燃がない限りは利下げを再開する可能性が高いと考える。

コロナ後である 2021 年の政策金利は 3.50% であり、足許の経済が危機的な状況にないことに鑑みれば、これに一定の糊代は必要と考える。よって利下げは▲25bp の利下げが最大でも 3 回、政策金利は 4.00% までとの従前予想を維持する。ペリー総裁は、BI は財務相と連携強化のため今月の会合から財務省の代表者を招待すると説明した。財務相の代表者は金融政策への投票権は付与されないが、これにより中銀の独立性への懸念を高める可能性があるだろう。IDR 相場に関しては、引き続き財政悪化や中銀独立性への懸念がくすぶる限り、新興国通貨内で比較した際の劣後は変わらないだろう。

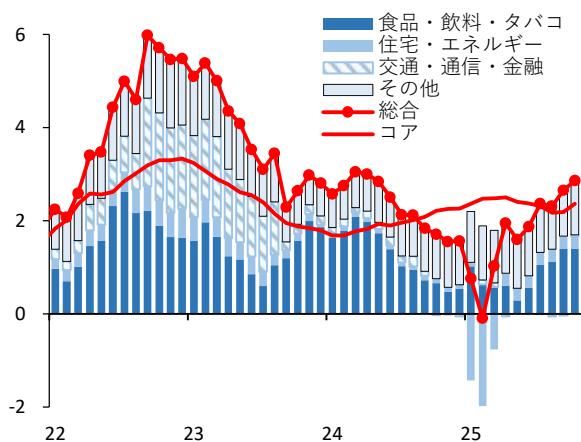
図表 1: 政策金利と消費者物価指数(CPI)の推移



図表 2: IDR 相場と米金利の動向



図表 3: 消費者物価の動向(前年比%、%ポイント)

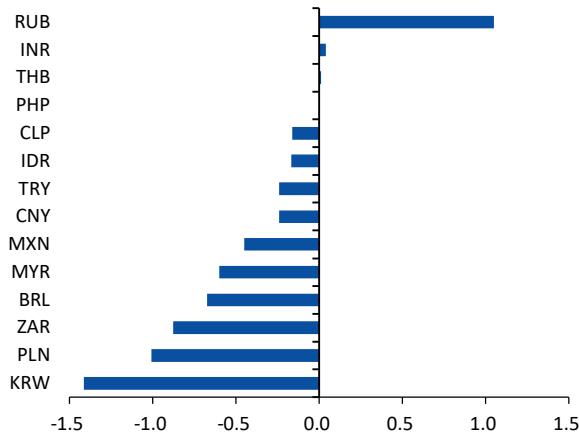


図表 4: 実質 GDP 成長率(前年比%、%ポイント)



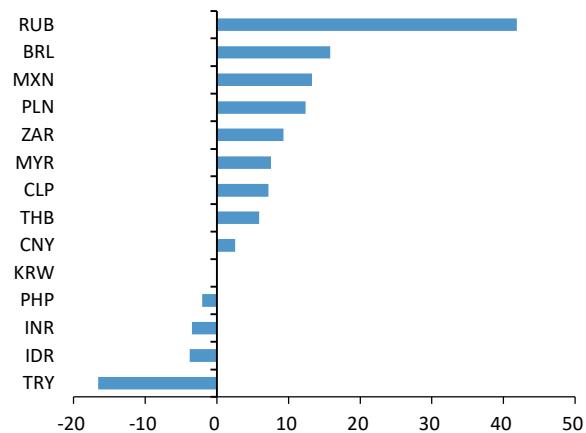
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



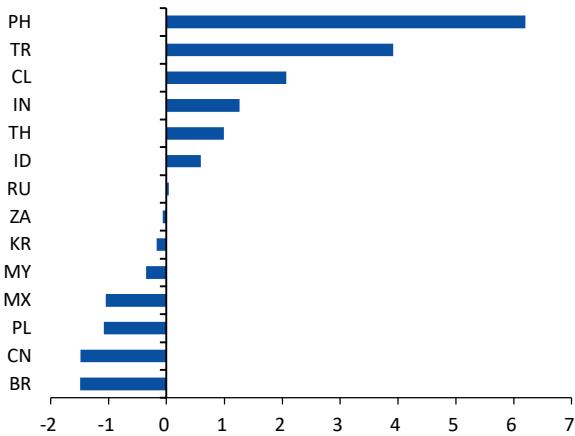
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



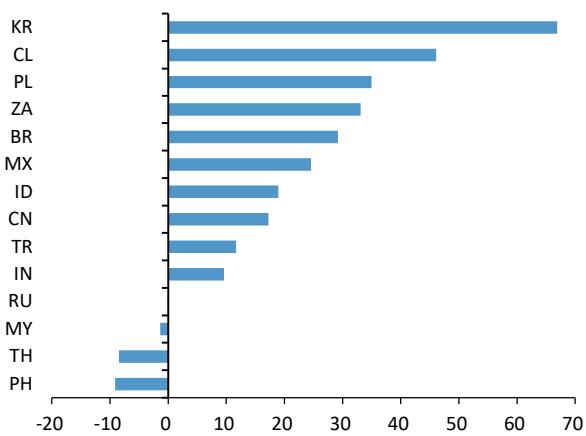
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



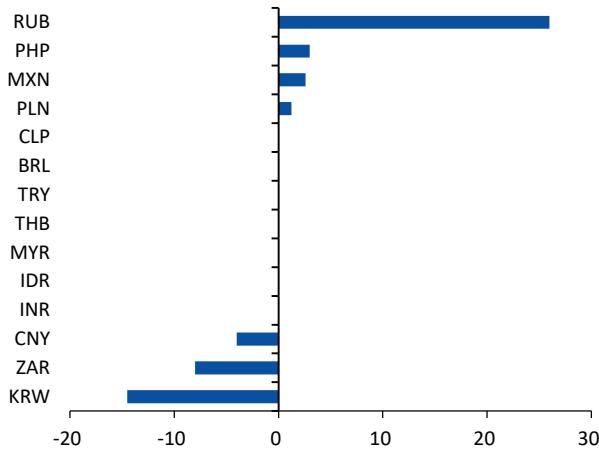
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

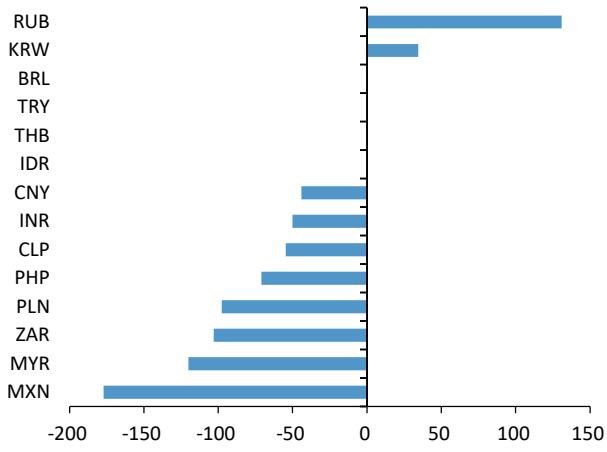
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

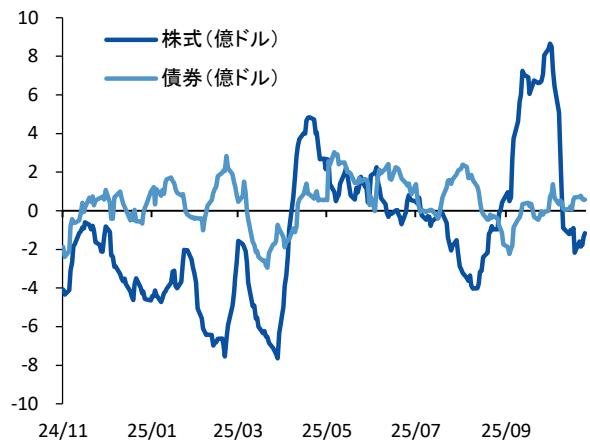


注:データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

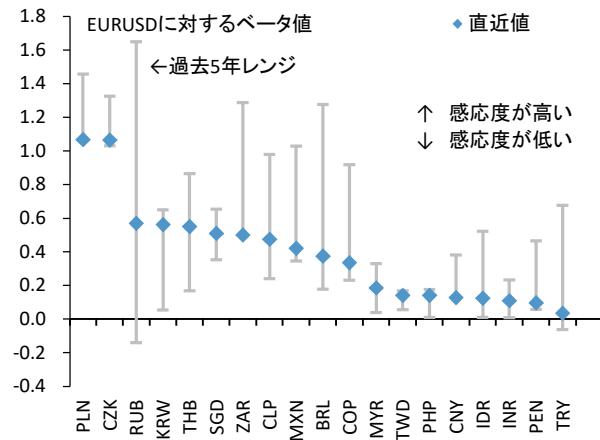
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



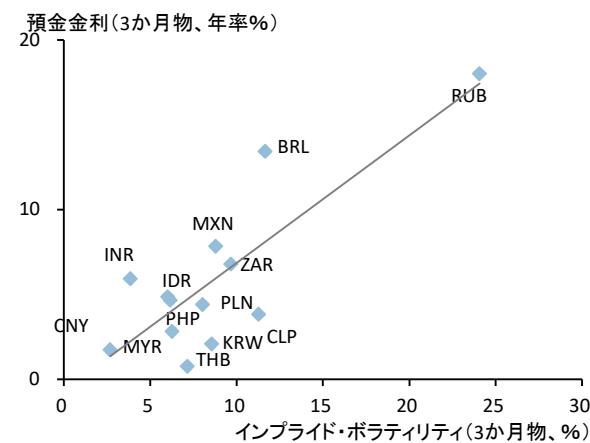
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



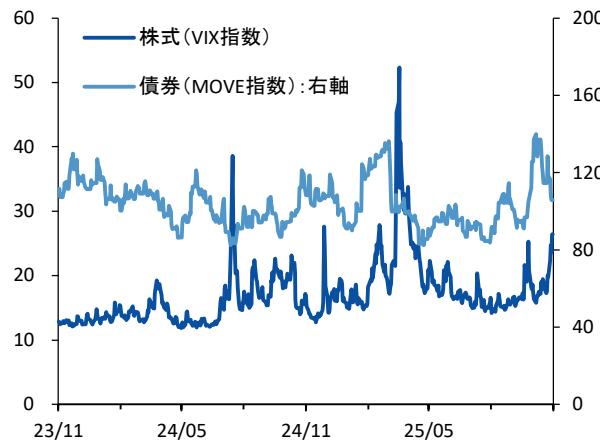
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



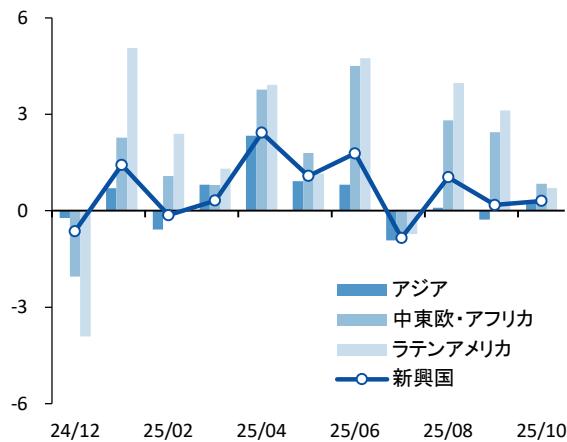
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



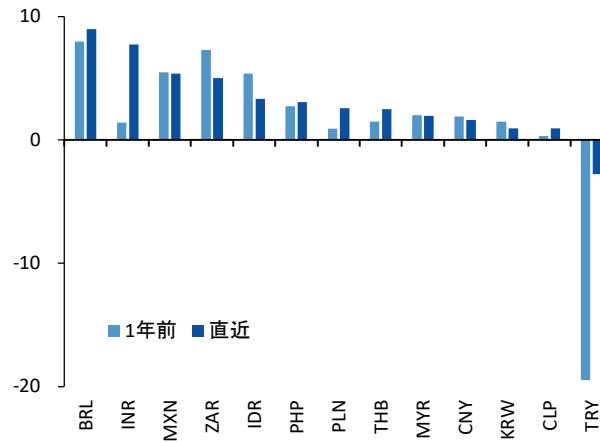
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
11月17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	7.5%	22.2%	6.9%	7.0%
17日 (月)	タイ	GDP(前年比)	1.6%	1.2%	2.8%	--
17日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.0%	3.7%	3.2%	--
17日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	-11.8%	6.8%	--
17日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	16.6%	16.7%	--
19日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	7.6%	15.7%	12.2%	12.5%
19日 (水)	インドネシア	BI-Rate	4.75%	4.75%	4.75%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	\$706m	\$82m	--
20日 (木)	中国	1年貸出プライムレート	3.00%	3.00%	3.00%	--
21日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	1.5%	1.2%	--
21日 (金)	シンガポール	GDP(前年比)	4.0%	--	2.9%	--
21日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	1.5%	--	1.5%	--
24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.9%	--	0.7%	--
25日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	109.8	--
25日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$900m	--	\$1275m	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	16.1%	--
26日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-248.1b	--
27日 (木)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	21.6%	--
27日 (木)	韓国	BOK Base Rate	2.50%	--	2.50%	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	11.6%	--
28日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4352m	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$1873m	--
28日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	7.6%	--
28日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.0%	--
28日 (金)	インド	GDP(前年比)	7.3%	--	7.8%	--
中東欧・アフリカ						
11月19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.7%	3.6%	3.4%	--
19日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	3.0%	3.1%	2.3%	2.2%
19日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	0.7%	-0.4%	--
20日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.75%	6.75%	7.00%	--
21日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	0.5%	--
24日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	74.2%	--
26日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.3%	--
27日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-6.90b	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	2.3%	--
28日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	21.8b	--
ラテンアメリカ						
11月17日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	1.9%	2.0%	0.1%	0.2%
21日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	-0.2%	--	-0.2%	--
21日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.0%	--	-0.9%	--
25日 (火)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$9774m	--
25日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	2.4%	--
26日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	4.9%	--
27日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	0.9%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	--	--	-2399.5m	--
28日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	64.8%	--

注:2025年11月21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	7.1165	7.18	7.14	7.11
香港 ドル	(HKD)	7.7500	~	7.8500	7.7841	7.78	7.78	7.77
インドルピー	(INR)	83.764	~	88.805	88.705	89.3	88.8	87.6
インドネシアルピア	(IDR)	16079	~	17224	16736	17000	16560	16600
韓国 ウォン	(KRW)	1347.23	~	1487.45	1473.77	1400	1390	1370
マレーシア リンギ	(MYR)	4.1805	~	4.5185	4.1605	4.26	4.14	4.07
フィリピン ペソ	(PHP)	55.158	~	59.230	59.053	58.5	57.5	57.1
シンガポール ドル	(SGD)	1.2698	~	1.3751	1.3074	1.31	1.30	1.29
台湾 ドル	(TWD)	28.790	~	33.280	31.244	30.5	30.2	29.8
タイ バーツ	(THB)	31.58	~	34.98	32.43	33.0	32.8	32.5
ベトナム ドン	(VND)	25038	~	26437	26380	26450	26350	26300
中東欧・アフリカ								
ロシア ルーブル	(RUB)	74.0500	~	114.7788	80.0106	84.0	86.0	88.0
南アフリカ ランド	(ZAR)	17.0683	~	19.9328	17.2300	17.4	17.6	17.8
トルコ リラ	(TRY)	35.2419	~	42.0790	42.4305	43.0	44.0	45.0
ラテンアメリカ								
ブラジル レアル	(BRL)	5.2698	~	6.2270	5.3334	5.45	5.55	5.60
メキシコ ペソ	(MXN)	18.2008	~	21.2932	18.3758	18.6	19.0	19.2
対円								
エマージングアジア								
中国 人民元	(CNY)	19.145	~	21.710	22.130	21.03	20.87	20.96
香港 ドル	(HKD)	18.031	~	20.403	20.237	19.41	19.15	19.18
インドルピー	(INR)	1.644	~	1.848	1.776	1.69	1.68	1.70
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830	~	0.981	0.941	0.888	0.900	0.898
韓国 ウォン	(100KRW)	9.749	~	10.916	10.688	10.79	10.72	10.88
マレーシア リンギ	(MYR)	31.951	~	36.881	37.805	35.45	35.99	36.61
フィリピン ペソ	(PHP)	2.470	~	2.726	2.667	2.58	2.59	2.61
シンガポール ドル	(SGD)	107.08	~	118.69	120.49	115.62	114.79	115.86
台湾 ドル	(TWD)	4.310	~	5.090	5.042	4.95	4.93	5.00
タイ バーツ	(THB)	4.150	~	4.776	4.856	4.58	4.54	4.58
ベトナム ドン	(100VND)	0.5401	~	0.6253	0.5971	0.57	0.57	0.58
中東欧・アフリカ								
ロシア ルーブル	(RUB)	1.370	~	1.985	1.969	1.80	1.73	1.69
南アフリカ ランド	(ZAR)	7.263	~	8.948	9.137	8.68	8.47	8.37
トルコ リラ	(TRY)	3.501	~	4.481	3.705	3.51	3.39	3.31
ラテンアメリカ								
ブラジル レアル	(BRL)	23.669	~	28.762	29.528	27.71	26.85	26.61
メキシコ ペソ	(MXN)	6.845	~	8.350	8.571	8.12	7.84	7.76

注:1. 実績の欄は2025年10月31日まで。SPOTは11月21日の7時05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。