

2025 年 11 月 28 日

The Emerging Markets Weekly

CNY、MYR が約 13 か月ぶりの高値を記録

新興国市場:先週末 21 日アジア時間は、米利下げ期待が後退するなか大半が小幅に上昇。PHP や MYR が堅調となる一方、INR が下落した。欧米時間、株式市場の軟調を受けて概ね値を下げた。BRL は前日比▲1.3%、ZAR も下落。他方、RUB は前日比+1.2%値を伸ばした。週初 24 日アジア時間、日本が休場のなか、特段材料もなく総じて小幅な値動き。KRW が軟調。欧米時間、米金利低下が支援材料となり新興国通貨は上昇した。RUB や ZAR、BRL が買われた。25 日アジア時間は、米利下げ期待が高まり小幅に上昇。KRW と THB が堅調。CNY は節目の 7.10 を突破し 7.08 台をつけた。欧米時間、米経済指標の冴えない結果や次期 FRB 議長有力候補はハセット米国家経済会議 (NEC) 委員長との報道を受けて米利下げ期待が更に高まったことが支えとなり総じて上昇。MXN や ZAR が買われた。26 日のアジア時間、米利下げ期待の高まりが引き続き支援材料に。TWD が堅調。欧米時間、米経済指標の良好な結果を受けて一時米金利が上昇するも、その後反落。株式市場の堅調も好感され、値を伸ばした。BRL は前日比+1.0%上昇した。RUB や ZAR も値を伸ばした。27 日アジア時間は総じて小動き。KRW は韓国銀行 (BOK、中央銀行) のタカ派多的な情報発信を背景に買われた。欧米時間は米国が休場のなか、動意に欠ける展開。BRL が軟調となる一方、RUB は値を伸ばした。

アジア:21 日公表のマレーシア 10 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+1.3%と前月から鈍化し、市場予想も下振れた。同日、シンガポール貿易産業省は 2025 年の経済成長見通しを従来の+1.5~+2.5%から+4.0%に大幅に上方修正した。同日、インド政府は改正労働法を施行した。29 の労働関連法が 4 つに集約された。一部の労働者だけ対象となっていた最低賃金をすべての労働者に保証し、企業のコンプライアンス負担を和らげる。24 日発表のマレーシア 10 月 CPI は前年比+1.2%と前月から加速し、市場予想も上振れた。インド準備銀行 (RBI、中央銀行) のマルホタ総裁は同日、現在の 5.50%の政策金利をさらに引き下げる余地があるとの見解を示した。韓国銀行 (BOK、中央銀行) は 27 日に政策金利を 2.50%に据え置くことを決定。据え置きは 4 会合連続。

中東欧・アフリカ:トランプ米大統領は 26 日、2026 年 12 月に予定されている G20 首脳会議 (米国がホスト) に南アフリカを招待しない方針を明らかにした。また、南アフリカへの支払いと補助金を停止する意向を示した。

ラテンアメリカ:トランプ米大統領は 20 日、ブラジル産の牛肉やコーヒーなど一部食料品を追加関税から除外する大統領令に署名した。ブラジル最高裁は 25 日、ボルソナロ前大統領をクーデター計画などの罪で禁錮 27 年 3 か月の執行開始を命じた。ボルソナロ氏は 8 月から自宅軟禁に置かれていたが、22 日に足首の監視装置を破壊したことでブラジル連邦警察に身柄を拘束されていた。

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(インド)

為替介入に関し深まる IMF と RBI の対立

国際為替部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

サマリー

IMF は 11 月 26 日、インドに対する 4 条協議報告書を公表し、インドの為替制度を「クローリング型制度」へ再分類した。IMF は、安定した市場環境下でも多額の為替介入が行われている点や、為替レートの柔軟性不足、介入目的や基準の不透明さを指摘し、政策の改善を求めている。これに対しインド準備銀行 (RBI) は、為替は市場で決定され介入はボラティリティ抑制のためとしているが、実際には INR 相場は狭いレンジで推移しており、IMF の指摘通り市場の自由度には疑問が残る。今後も為替のボラティリティ抑制が続く見通しである。

為替介入に関し深まる IMF と RBI の対立

11 月 26 日、国際通貨基金 (IMF) は対印 4 条協議報告書を公表した。近年は、為替介入および為替制度の解釈に関し IMF とインド側の認識の齟齬が浮き彫りになってきたため、当該報告書の公表には従前より注目していた。

振り返れば、過去の『通貨ニュース』(*1)で記載した通り、IMF は 2023 年末、インドの為替制度分類を「floating system (フロート制)」から「stabilized arrangement (安定化制度)」に変更していた経緯がある。2024 年には据え置かれたものの、今回は再び分類変更がなされる運びになった。新たな分類は、「crawl-like arrangement (クローリング型制度)」である。なおこの再分類は、ブルームバーグが数日前に観測報道をしていたため、サプライズは全くない。

再分類に際し、IMF はインドの為替政策に関し多くの注文を付けている。市場が不安定でない特にも多額の介入が行われていること、外部ショックの吸収役として為替が機能していないこと、より大きな為替レートの柔軟性が必要であること、介入の目的やトリガーに関しコミュニケーションを強化すべきであることなどを主張している。

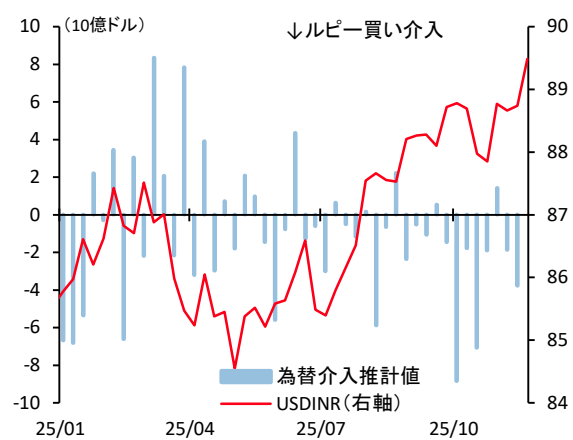
翻ってインド準備銀行 (RBI) は、INR 相場があくまで市場で決定されていること、介入は特定のレベルをターゲットにしていないこと、介入はあくまで過度なボラティリティ抑制が目的であること、為替政策は長年にわたり一貫していることなどを主張した。

上述のように対立する IMF と RBI の主張だが、客観的に見て RBI の主張は苦しい。日頃 INR 相場をウォッチしている市場参加者なら首肯できると思うが、ここ数年の INR の対ドル相場の値動きは明らかに不自然である。特に、11 月 20 日までは、88.8 という水準が事実上の上限許容ラインであったようにしか見えない値動きとなっていた。実際ブルームバーグの推計によれば、最近のスポット介入は INR 買いに傾斜していたようだ(図表 1)。21 日に同水準を突破し更に INR 安で推移しているが、市場は次なる防衛ラインを探っている状態である。

ここ数年がそうであったように、IMF に後ろ指を差されたからといって RBI が直ちに介入方針を変えるとは思えない。よって、見通せる将来において INR 相場のボラティリティは抑制された状態が続こう。

(*1) 詳細は、2023 年 12 月 20 日発行の通貨ニュース、『インド：為替介入を巡り、RBI と IMF が対立姿勢を示す』をご覧ください。

図表 1: インド準備銀行による為替介入の推計値(週次)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 ※ブルームバーグによる推計

市場概観(韓国)

11 月金融通貨委員会～足許の KRW 安が新たな追加利下げの障壁に

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

韓国銀行(中央銀行、BOK)は 27 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(図表 1)。現状維持は 4 会合連続での決定であった。なお、ブルームバーグの事前予想では大半が現状維持を予想していた。

声明文では世界経済について、米中貿易摩擦の緩和や主要国の拡張的な財政政策に支えられ、減速ペースは緩やかに留まるとの見方を示した。国内経済については、定例の経済・物価見通しが更新されている(図表 2、3)。図表 2 で示される通り、建設投資は低迷したが輸出の伸びに支えられ、改善基調は続いている。しかし、業種間で成長がまちまちになっている点は懸念材料であり、半導体部門は引き続き好調ながら、自動車をはじめ他の製造業の輸出の勢いが持続するかは確証が持てない状況だ。25 年の成長率は前年比+1.0%と 8 月時点の数字から僅かに上方修正されたが、昨年からの成長が鈍化することは避けられない情勢だ。成長の中心が半導体をはじめとする外需部門である以上、今後の世界経済や金融市場の動向にも左右されることが見込まれる。かかる中、BOK は主要国の金融政策や政治情勢、トランプ関税が世界貿易に与える影響を特に注視していく姿勢を示した。

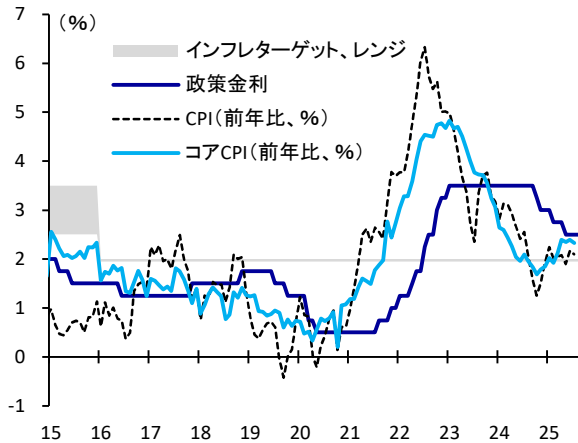
物価見通しについても、大きな変更は見られなかった。先行きの消費者物価指数(CPI)は、原油価格の安定もあり、+2%台に向けて徐々に低下していくものの、為替レート下落に伴う輸入インフレの強まりに警戒を強めている。なお、前回会合で警戒を強めた不動産価格の動向について、10 月のソウル都市圏の住宅価格は同+2.1%と騰勢を維持しており、決して BOK の利下げをサポートする結果にはなっていない。以上を踏まえ、25 年の CPI 上昇率は前年比+2.1%と 8 月時点の同+2.0%から小幅に修正も、コアインフレ率は前回予想の同+1.9%に据え置かれた。また、26 年については、総合・コアベースとも+2.1%に上方修正された。

上記の通り、経済・物価見通しには大きな修正は無く、今後の方針について声明文では、金融環境の安定性に留意し、経済成長および物価上昇率を中期的に目標水準で安定させると総括した。文言自体は 10 月会合のものと大差はなかったものの、BOK の利下げ期待は会合の内容を踏まえるとやや後退したように映る。要因の 1 つは直近で約 7 か月ぶりの安値を記録した KRW 動向であろう(図表 4)。李 BOK 総裁は足許の KRW の価格変動の大きさや先行きの輸入物価上昇に警戒感を示しているが、これは前回 10 月会合時点ではさほど強調されていなかった。この発言からも、BOK が金融政策を策定する上で、KRW を含む金融市場の安定性を維持する優先度が上がったと推察される。

今後の KRW 相場について、過去の本欄(*)でも詳述したが、対米貿易交渉の過程で大規模な対米投資を実施していくことで合意したこと、相互関税発動の影響で KRW の需給環境は悪化することが予想される。一方、AI や半導体に関する需要は根強いとの見方から、BOK は 26 年の貿易黒字見通しを大幅に上方修正している。この点は今後の韓国経済動向にも繋がる論点であり、その動向を注視したい。話を金融政策に戻すと、10 月時点では 7 人のメンバーのうち半数以上が近い将来での利下げを支持していたが、こうした事情に鑑みれば、来年以降の金融緩和が既定路線ではなくなったようにも見える。李総裁は今回の決定は全会一致ではなかったと述

べたほか、先行きの利下げの必要性について意見が割れているとも発言している。次回会合は来年 1 月に予定されているが、BOK は輸出動向や不動産価格をはじめとしたインフレ状況、国内金融市場の動向といった国内要因のほか、米金融政策や東アジア地域の地政学リスクの動向など外部要因も考慮に入れた政策判断が求められることになる。

(*) 11 月 13 日付通貨ニュース:『韓国:7 か月ぶりの安値圏を推移する KRW』をご覧ください。

図表 1: 政策金利とインフレ率


出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2: BOK 経済物価見通し①

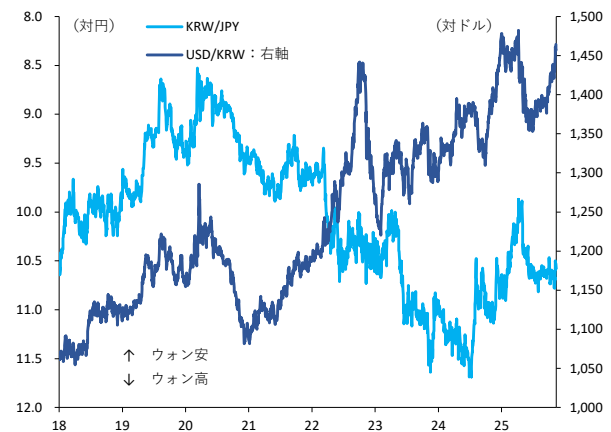
	2024年 (前年比)	2025年		2026年	
		通年	上半期 下半期	通年	通年
実質GDP成長率	2.0%	0.3%	1.8%	1.8%	1.9%
民間最終消費支出	1.1%	0.7%	1.9%	1.7%	1.7%
建設投資	-3.3%	-12.2%	-5.3%	2.6%	1.9%
設備投資	1.7%	4.5%	0.8%	2.0%	1.9%
知的財産投資	1.2%	1.9%	4.0%	3.1%	2.5%
輸出(財)	6.3%	1.7%	4.0%	1.4%	2.4%
輸入(財)	1.3%	1.7%	2.9%	2.4%	2.6%
消費者物価指数(CPI)	2.3%	2.1%	1.9%	2.1%	2.0%

出所: BOK、みずほ銀行

図表 3: BOK 経済物価見通し②

	2024年 (10億ドル)	2025年		2026年	
		通年	上半期 下半期	通年	通年
経常収支 (8月時点)	99.0	49.4	65.6	115.0	130.0
貿易収支(財) (8月時点)	100.1	52.0	68.2	120.2	1381.0
サービス収支 (8月時点)	-23.7	-15.1	-16.2	-31.4	-36.1
所得収支 (8月時点)	22.6	12.5	13.6	26.1	27.5

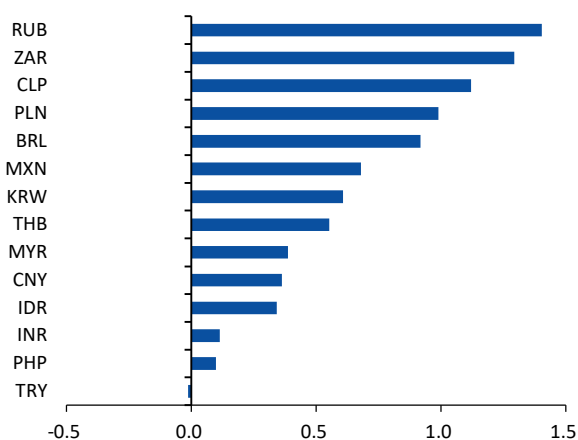
出所: BOK、みずほ銀行

図表 4: KRW 相場の動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

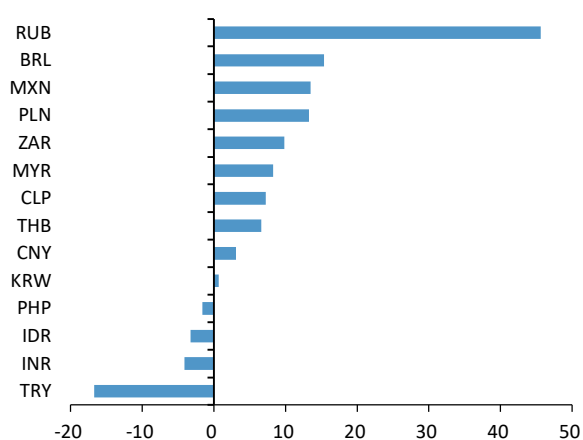
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



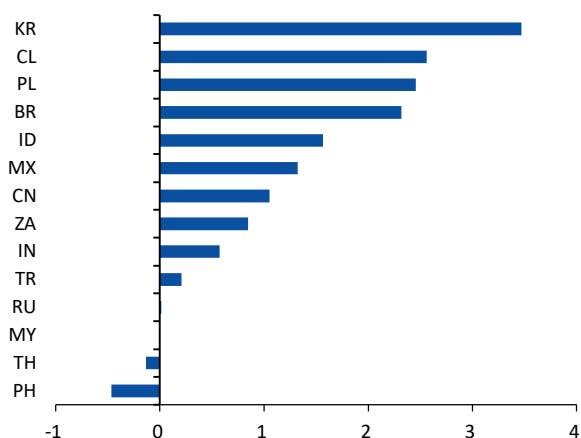
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



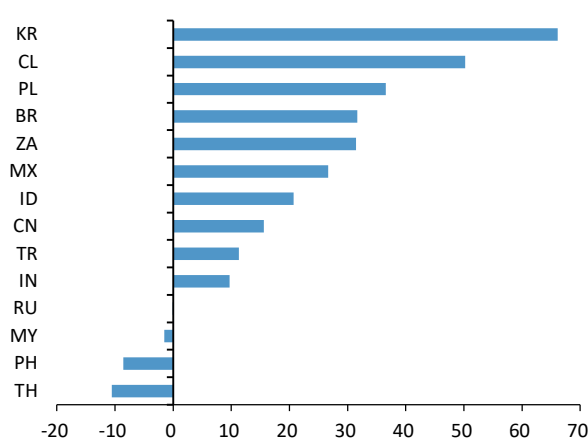
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



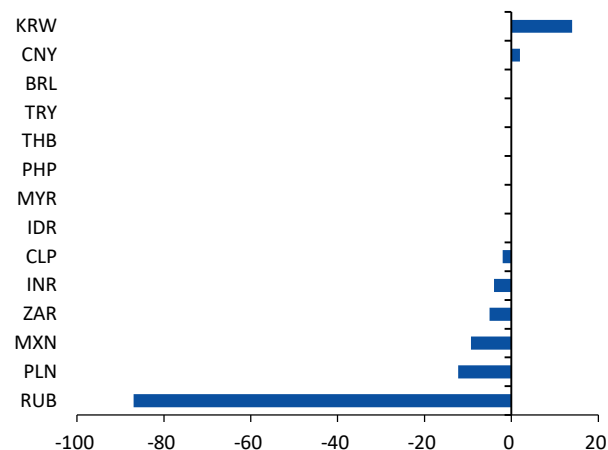
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

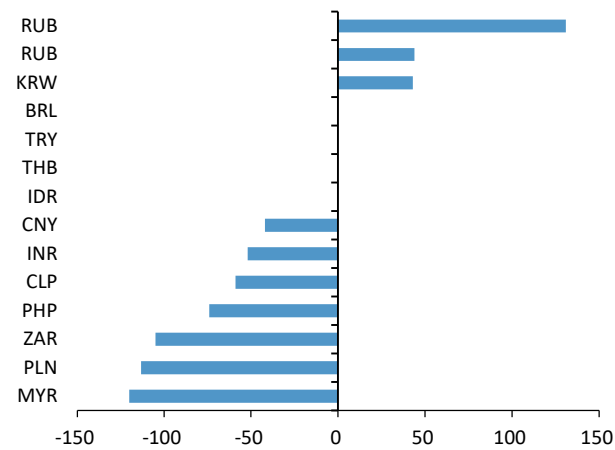
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

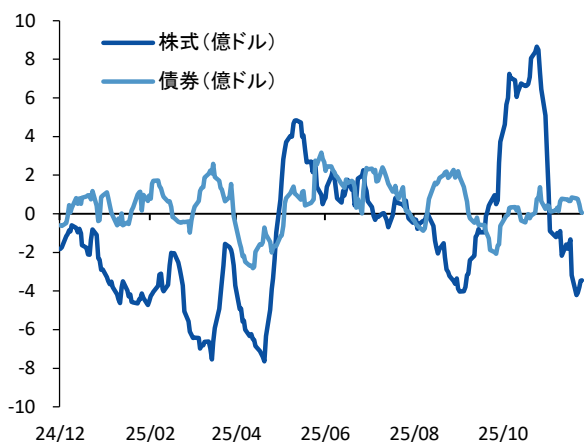


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

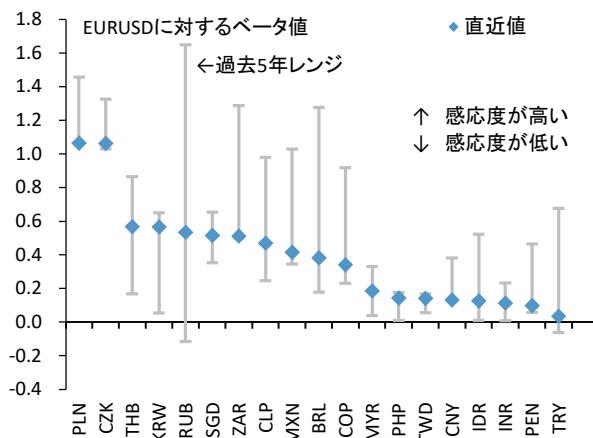
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



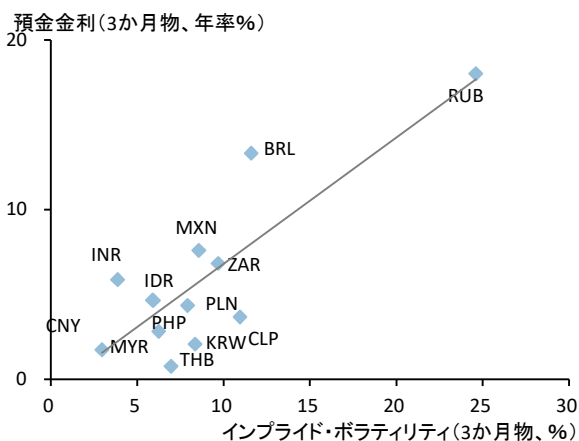
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



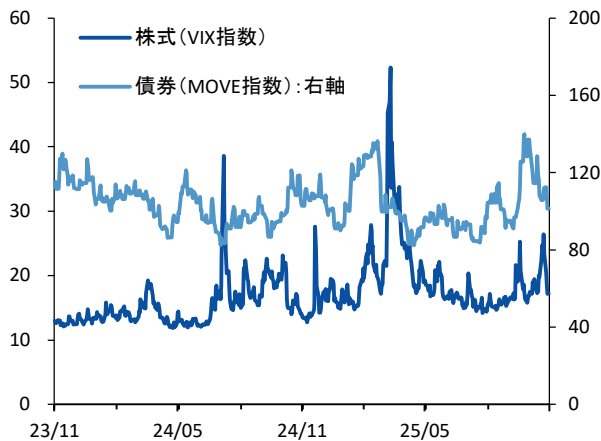
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



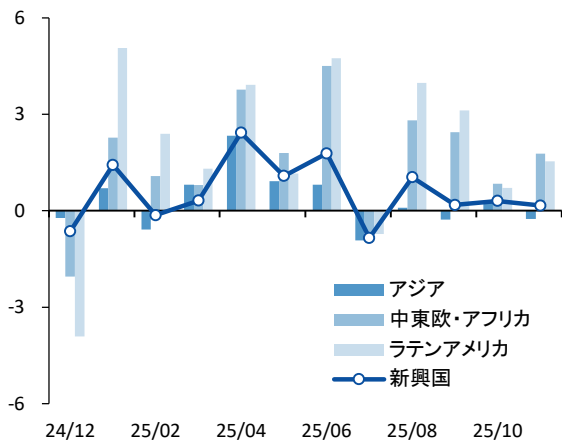
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



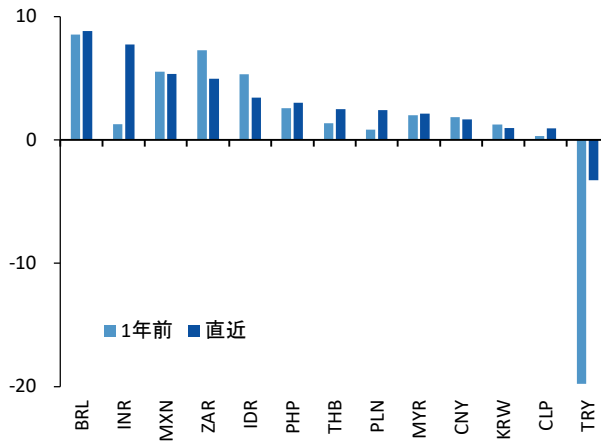
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.9%	1.2%	0.7%	--
25日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	112.4	109.8	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	6.7%	29.1%	16.1%	16.2%
26日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-11.2b	-248.1b	--
27日 (木)	中国	工業企業利益(前年比)	--	-5.5%	21.6%	--
27日 (木)	韓国	BOK Base Rate	2.50%	2.50%	2.50%	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-0.6%	-8.1%	11.6%	11.9%
28日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$4400m	--	-\$4352m	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$500m	--	\$1873m	--
28日 (金)	台湾	GDP(前年比)	7.6%	--	7.6%	--
28日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	2.4%	--	4.0%	--
28日 (金)	インド	GDP(前年比)	7.3%	--	7.8%	--
30日 (日)	中国	製造業PMI	49.2	--	49.0	--
30日 (日)	中国	非製造業PMI	50.0	--	50.1	--
12月1日 (月)	中国	RatingDog 中国製造業PMI	50.5	--	50.6	--
1日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$4340m	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	2.7%	--	2.9%	--
2日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
2日 (火)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.0	--
3日 (水)	韓国	GDP(前年比)	--	--	1.7%	--
3日 (水)	中国	RatingDog 中国サービス業PMI	52.0	--	52.6	--
3日 (水)	タイ	CPI(前年比)	--	--	-0.8%	--
5日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$13467.4m	--
5日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	1.7%	--
5日 (金)	インド	RBI政策金利	--	--	5.50%	--
5日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	--	--
5日 (金)	台湾	CPI(前年比)	--	--	1.5%	--
中東欧・アフリカ						
11月26日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-0.2%	3.1%	0.3%	--
27日 (木)	トルコ	貿易収支	-7.40b	-7.58b	-6.90b	-6.91b
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	3.1%	2.9%	2.3%	--
12月1日 (月)	トルコ	GDP(前年比)	4.1%	--	4.8%	--
2日 (火)	南ア	GDP(前年比)	--	--	0.6%	--
3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	31.6%	--	32.9%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	--	--	27.0%	--
3日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	1.8%	--
4日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	--	--	-1.1%	--
ラテンアメリカ						
11月25日 (火)	ブラジル	経常収支	-\$4700m	-\$5121m	-\$9774m	-\$9821m
25日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.2%	3.3%	2.4%	--
26日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	4.5%	4.5%	4.9%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	-588.5m	606.1m	-2399.5m	--
28日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	64.8%	--	64.8%	--
12月2日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	0.2%	--	2.0%	--
4日 (木)	ブラジル	GDP(前年比)	1.6%	--	2.2%	--
4日 (木)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6964m	--

注: 2025 年 11 月 28 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	7.0796	7.18	7.14	7.11	7.08	7.05
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.8500	7.7794	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	83.764 ~ 88.805	89.305	89.3	88.8	87.6	85.8	85.3
インドネシアルピア	(IDR)	16079 ~ 17224	16636	17000	16560	16600	16600	16650
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ~ 1487.45	1462.32	1400	1390	1370	1360	1350
マレーシアリング	(MYR)	4.1805 ~ 4.5185	4.1325	4.26	4.14	4.07	4.06	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ~ 59.230	58.782	58.5	57.5	57.1	56.3	56.1
シンガポールドル	(SGD)	1.2698 ~ 1.3751	1.2972	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28
台湾ドル	(TWD)	28.790 ~ 33.280	31.346	30.5	30.2	29.8	29.5	29.5
タイバーツ	(THB)	31.58 ~ 34.98	32.22	33.0	32.8	32.5	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	25038 ~ 26437	26374	26450	26350	26300	26250	26300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.0500 ~ 114.7788	77.9709	84.0	86.0	88.0	90.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.0683 ~ 19.9328	17.1536	17.4	17.6	17.8	18.0	18.2
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ~ 42.0790	42.4833	43.0	44.0	45.0	46.0	47.0
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	5.2698 ~ 6.2270	5.3539	5.45	5.55	5.60	5.65	5.70
メキシコペソ	(MXN)	18.2008 ~ 21.2932	18.3544	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	22.087	21.73	21.57	21.38	21.75	22.27
香港ドル	(HKD)	18.031 ~ 20.403	20.093	20.05	19.79	19.56	19.85	20.23
インドルピー	(INR)	1.644 ~ 1.848	1.750	1.75	1.73	1.74	1.79	1.84
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.940	0.918	0.930	0.916	0.928	0.943
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.688	11.14	11.08	11.09	11.32	11.63
マレーシアリング	(MYR)	31.951 ~ 36.881	37.845	36.62	37.20	37.35	37.93	38.67
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ~ 2.726	2.656	2.67	2.68	2.66	2.74	2.80
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ~ 118.69	120.50	119.45	118.64	118.20	120.12	122.37
台湾ドル	(TWD)	4.310 ~ 5.090	4.987	5.11	5.10	5.10	5.22	5.32
タイバーツ	(THB)	4.150 ~ 4.776	4.850	4.73	4.70	4.68	4.77	4.91
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5926	0.59	0.58	0.58	0.59	0.60
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.370 ~ 1.985	2.005	1.86	1.79	1.73	1.71	1.71
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ~ 8.948	9.112	8.97	8.75	8.54	8.56	8.63
トルコリラ	(TRY)	3.501 ~ 4.481	3.676	3.63	3.50	3.38	3.35	3.34
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	23.669 ~ 28.762	29.184	28.62	27.75	27.14	27.26	27.54
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ~ 8.350	8.515	8.39	8.11	7.92	8.11	8.35

注: 1. 実績の欄は 2025 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 28 日の 7 時 10 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。