

2025年12月5日

## The Emerging Markets Weekly

### INR が過去最安値を更新

**新興国市場:** 先週末11月28日アジア時間はまちまち。PHPが小幅に上昇する一方、KRWは韓国株式市場の軟調が重しに。欧米時間、米国が前日は感謝祭で休場と週末の間だったため市場参加者が少ないなか、方向感なく推移。RUBとBRL、MXNが小幅に値を伸ばした。週初12月1日のアジア時間、ドルが軟化するなか横ばい推移。THBの上昇が買われた。欧米時間、ドルの低下が続き東欧通貨は堅調。その後、米金利が反発したことで下押しされた。COPは前日比▲1.6%、BRLも下落した。2日アジア時間は特段材料もなく小動き。IDRが小幅に値を伸ばすも、INRは続落。欧米時間、トランプ米大統領が次期FRB議長人事について「来年の早いうちに発表する」、「候補者は一人に絞った」、「ハセットNEC委員長を指名する可能性がある」と発言したことと背景にドルが低下し大半が堅調。RUBやBRLが上昇。3日アジア時間、ドルの軟調が続くなか小幅に上昇した。TWDやTHBが堅調。片や、PHPは下落した。欧米時間、米11月ADP雇用統計の結果が嫌気され、ドル全面安。ZARとBRLが買われた。4日のアジア時間は前日の米経済指標の結果を背景としたリスク回避の動きに。KRWやTHBが売られた。INRは90.4をつけ過去最安値を更新後、反発した。欧米時間、米経済指標が市場予想比堅調となり米金利が上昇し、まちまちな動き。RUBは前日比+1.0%値を伸ばした。

**アジア:** 11月28日公表のインド7~9月期実質GDP成長率は前年比+8.2%と4~6月期同+7.8%から加速し、市場予想(同+7.4%)を上振れた。30日発表の中国11月製造業購買担当者景気指数(PMI)は49.2と景気拡大・縮小の分け目となる50を8か月連続で下回った。また、中国11月非製造業PMIも49.5と50を下回った。50を下回るのは2022年12月以来となる。同日、フィリピンで9月21日続き、洪水対策の「幽霊事業」を巡る汚職疑惑で公共事業の不正や政治家への資金還流が次々と発覚した事件に対する大規模な抗議デモが実施された。同国の政治的不透明感は依然として高い。12月1日発表のインドネシア11月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.72%と前月から鈍化、市場予想も下回った。2日発表の韓国11月CPIは前年比+2.4%と前月から横ばい、市場予想を上振れた。4日公表のタイ11月CPIは前年比▲0.49%と前月からマイナス幅が縮小、市場予想よりマイナス幅は小さかった。

**中東欧・アフリカ:** 12月1日公表のトルコ7~9月期実質GDP成長率は前年比+3.7%と4~6月期から鈍化し、市場予想(同+4.2%)も下振れた。2日発表の南アフリカ実質GDP成長率は前年比+2.1%と4~6月期から加速、市場予想(同+1.8%)を上回った。3日公表のトルコ11月CPIは前年比+31.07%と前月から鈍化し、市場予想も下振れた。

**ラテンアメリカ:** 4日公表のブラジル7~9月期実質GDP成長率は前年比+1.8%と4~6月期から鈍化するも市場予想(同+1.7%)を上回った。

#### 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 将行

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

## 市場概観(新興国)

### フィリピン製造業 PMI が中立水準割れに急落

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

S&P Global 社が集計するグローバル購買担当者指数(PMI)によれば、11月製造業 PMI は 50.5 と 10 月 (50.9) から低下するも、4か月連続で中立水準 (=50) を上回った。先進国 (50.6→50.5) は構成項目ごとにまちまちだったが、4か月連続で中立水準超えを確保。片や、新興国 (51.1→50.5) は購買品在庫や生産の悪化が響くも、6か月連続で中立水準を超えた(図表 1、2)。一方、グローバル非製造業 PMI (53.5→53.3) は低下。内訳を確認すると、先進国 (53.8→53.3)、新興国 (53.1→53.3) とまちまちな結果だった。

これらを合わせたコンポジット PMI は 52.7 と前月 (53.0) からは低下も、34か月連続で中立水準超えを維持。世界の GDP 成長率は 4~6 月期に +3.43% (前期比年率) と前四半期から伸びが加速した(図表 3)。PMI の推移を確認する限り、7~9 月期および 10~11 月には更なる加速が期待される。

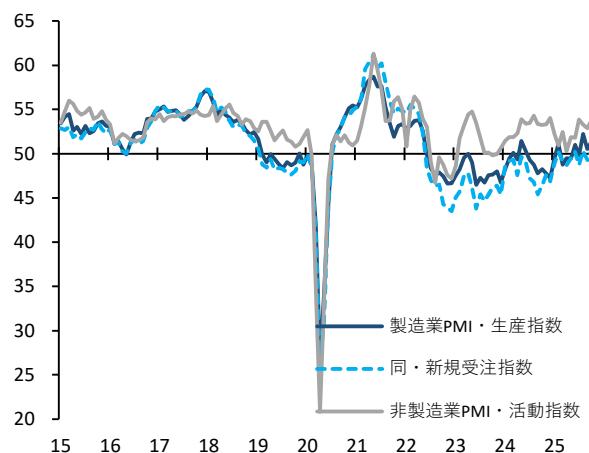
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な価格関連の指標を確認する。11月において、仕入れ価格は上昇したもの、出荷価格はむしろ低下した(図表 4)。もっとも、指標を標準化して確認すると、双方マイナス圏で推移しており、インフレ再燃のリスクはさほど大きくはないと思われる。更に、出荷価格-仕入れ価格指標を確認すると 11 月には▲3.2 となっているが、このマイナス幅は 2 月以来の大きな幅であり、価格マージンの圧縮が強まっていることが示唆される。企業の価格決定能力が低下しているのだろう。

製造業 PMI の構成指標別では入荷遅延以外の 4 項目が PMI の低下に寄与した。生産は新興国主導で悪化も、4か月連続での中立水準超えを維持した(図表 5)。加えて、新規受注は先進国主導で低下するも、やはり 4か月連続で中立水準を超えた(図表 6)。次に、雇用は新興国主導で悪化し、2か月ぶりに中立水準を割り込んだ(図表 7)。また、購買品在庫は新興国主導で低下し、4か月ぶりに中立水準を割り込んだ(図表 8)。米中による関税賦課合戦一時休止の延長を受けた在庫復元の流れが一服したようだ。最後に、入荷遅延(逆インデックス)は先進国主導で低下し、18か月連続で中立水準を割り込んでいる。新規(輸出)受注が軟調である点も踏まえて考えれば、引き続き米関税政策を受けたサプライチェーンの混乱が反映されているのだろう。

個別の新興国では、フィリピン製造業 PMI の軟調さに着目したい。11月分は 47.4 を記録し、2か月ぶりに中立水準を割り込んだうえ、水準としても 2021 年 8 月以来の低水準となっている。構成項目を見ると、生産と新規受注の悪化が著しい。双方 3か月連続で中立水準を割り込んでおり、基調としても弱めだ。フィリピン中央銀行(BSP) は足許にかけてハト派的な情報発信を続けており、12月会合での利下げは広く予想されているが、この予想を後押しする景況感指標と考えられる。仕入れ価格指数も 8 月以来低下に転じており、出荷価格指数も中立水準を挟んで推移する。川上のインフレ動向を踏まえても、利下げの障害はなさそうである。

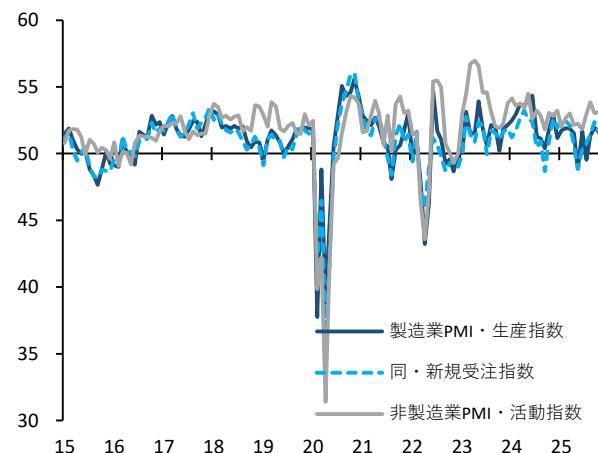
(注) 各国・地域別の PMI のグラフについては、12月 4 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表1:先進国



出所:S&amp;P Global、みずほ銀行

図表2:新興国



出所:S&amp;P Global、みずほ銀行

図表3:グローバルのコンポジットPMIとGDP成長率



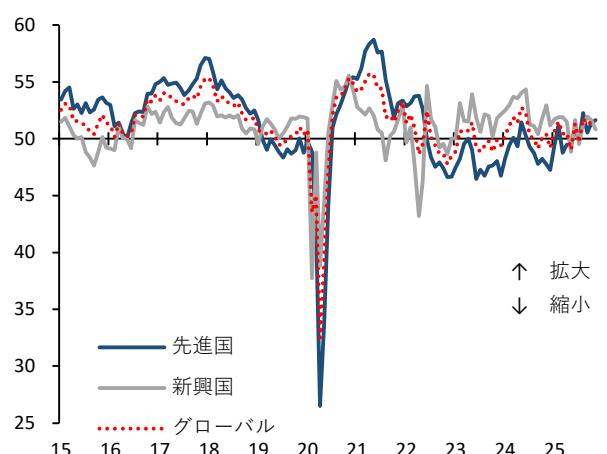
出所:S&amp;P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表4:製造業PMI・価格指数



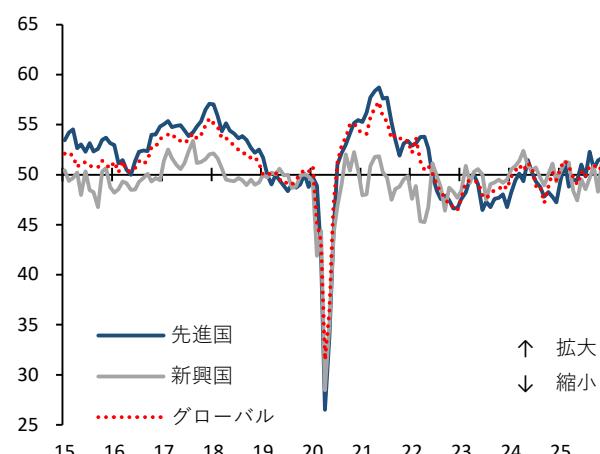
出所:S&amp;P Global、みずほ銀行

図表5:製造業PMI・生産指数



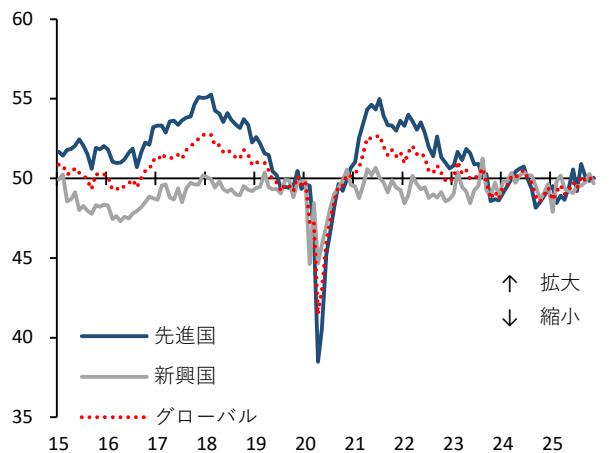
出所:S&amp;P Global、みずほ銀行

図表6:製造業PMI・新規受注指数



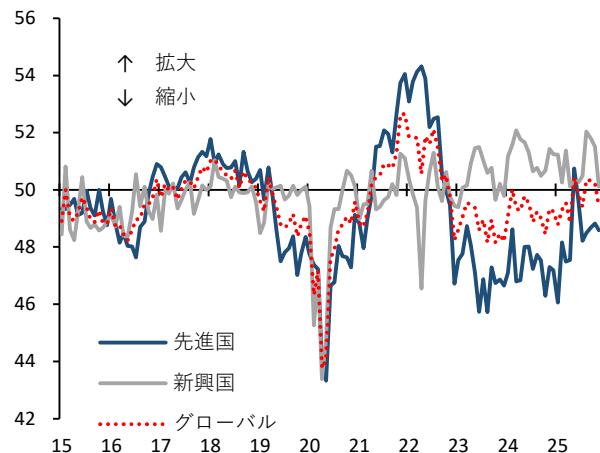
出所:S&amp;P Global、みずほ銀行

图表 7: 製造業 PMI・雇用指数



出所:S&amp;P Global、みずほ銀行

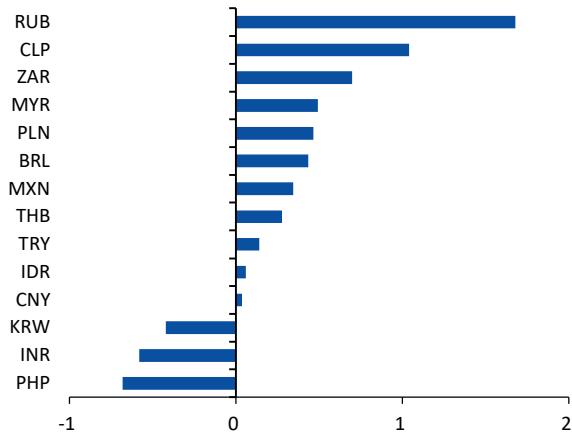
图表 8: 製造業 PMI・購買品在庫指数



出所:S&amp;P Global、みずほ銀行

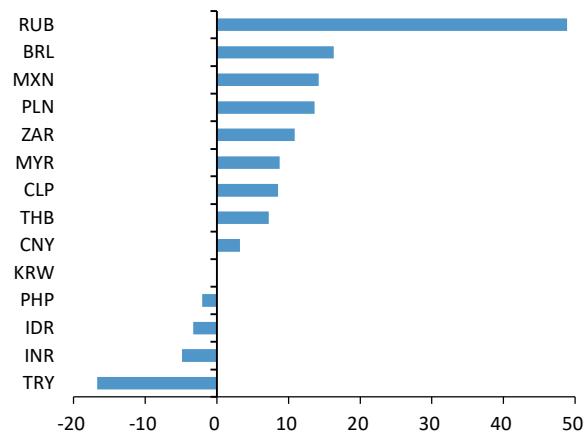
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



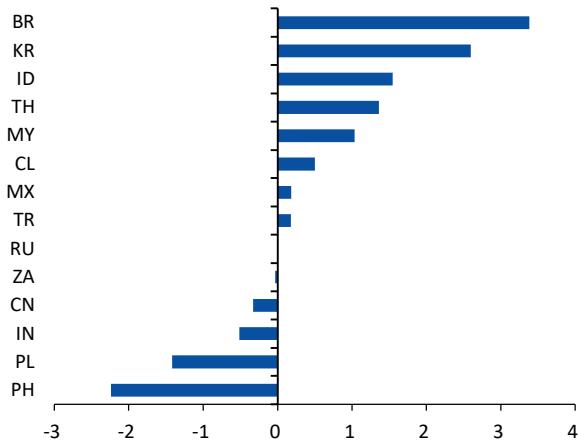
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



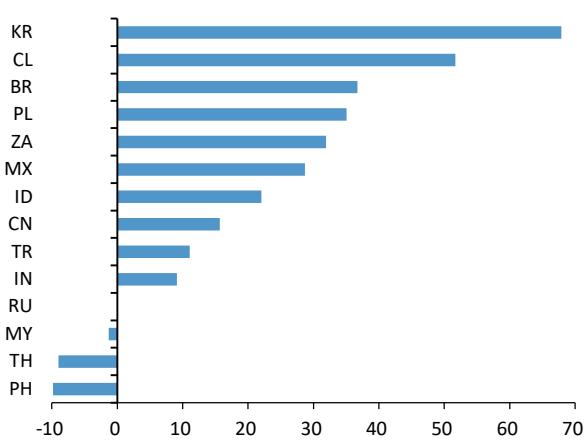
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



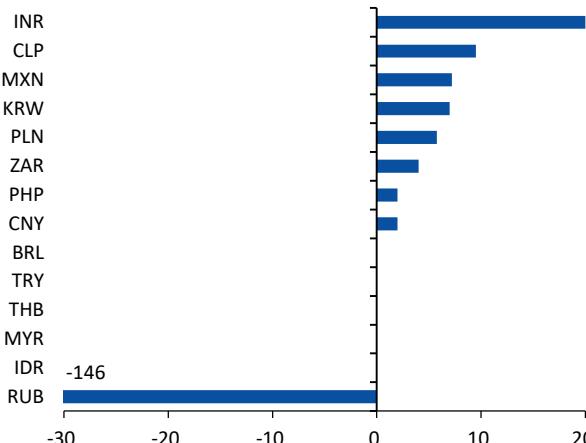
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

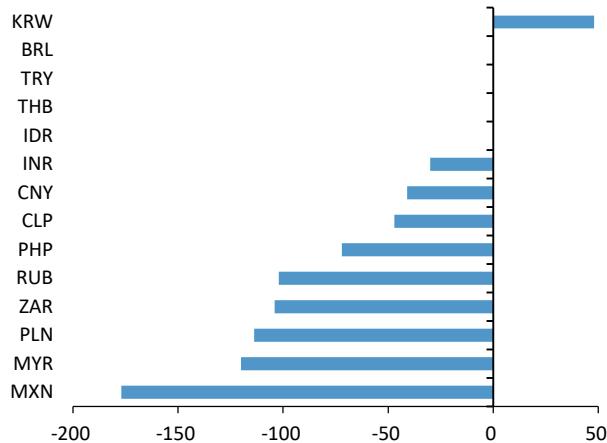
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

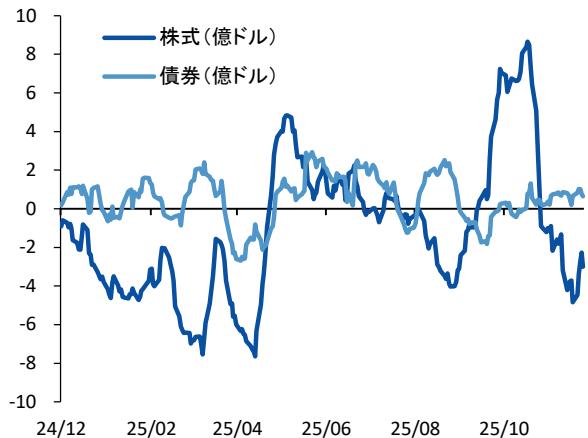


注:データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

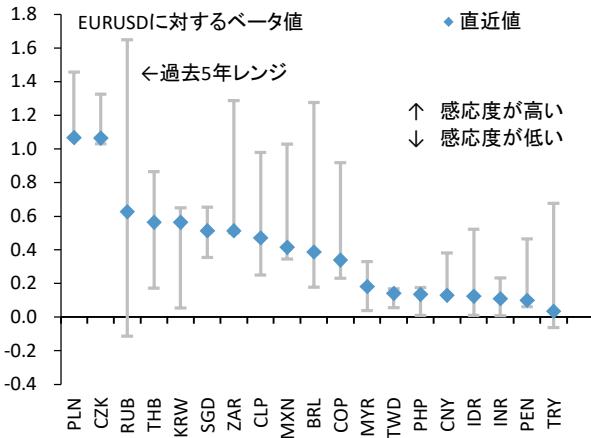
## チャート集

### 主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



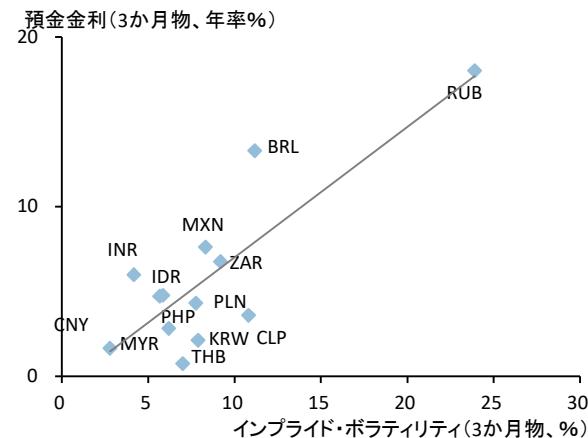
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

### EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



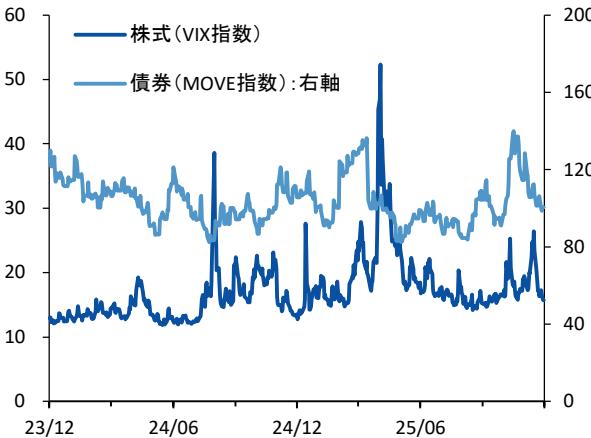
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

### 新興国の預金金利と為替ボラティリティ



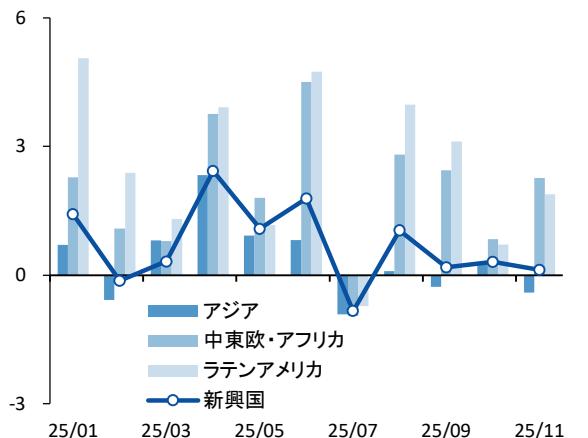
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

### 株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



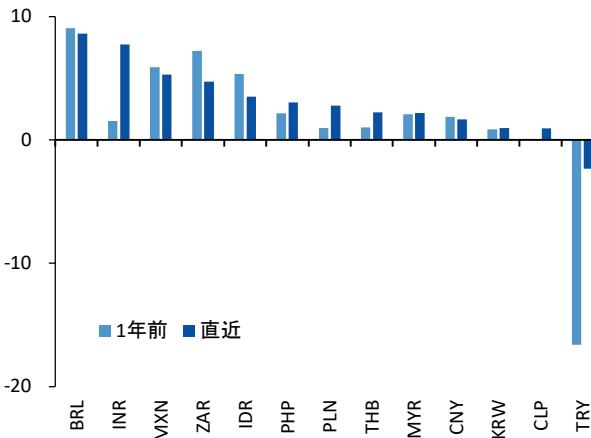
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

### 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
<b>エマージングアジア</b>						
12月1日 (月)	中国	RatingDog 中国製造業PMI	50.5	49.9	50.6	--
1日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$3717m	\$2393m	\$4344m	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	2.8%	2.7%	2.9%	--
1日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	2.5%	0.4%	4.0%	4.6%
2日 (火)	韓国	CPI(前年比)	2.3%	2.4%	2.4%	--
2日 (火)	シンガポール	購買部景気指数	--	50.2	50.0	--
3日 (水)	韓国	GDP(前年比)	1.7%	1.8%	1.7%	--
3日 (水)	中国	RatingDog 中国サービス業PMI	52.1	52.1	52.6	--
3日 (水)	タイ	CPI(前年比)	-0.6%	-0.5%	-0.8%	--
5日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$6813.8m	\$13467.4m	--
5日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	1.7%	--	1.7%	--
5日 (金)	インド	RBI政策金利	5.25%	--	5.50%	--
5日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	2.8%	--
5日 (金)	台湾	CPI(前年比)	1.5%	--	1.5%	--
8日 (月)	中国	貿易収支	\$103.72b	--	\$90.07b	--
9日 (火)	台湾	貿易収支	--	--	\$22.58b	--
10日 (水)	中国	PPI(前年比)	-2.0%	--	-2.1%	--
10日 (水)	中国	CPI(前年比)	0.7%	--	0.2%	--
11日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	4.75%	--
12日 (金)	韓国	輸出物価指数(前年比)	--	--	4.8%	--
12日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.7%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	0.8%	--	0.3%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
12月1日 (月)	トルコ	GDP(前年比)	4.2%	3.7%	4.8%	4.9%
2日 (火)	南ア	GDP(前年比)	1.8%	2.1%	0.6%	0.9%
3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	31.6%	31.1%	32.9%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	--	27.2%	27.0%	--
3日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.1%	4.8%	1.8%	--
4日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	-1.2%	-0.7%	-1.1%	-1.0%
9日 (火)	南ア	BER消費者信頼感	--	--	-13.0	--
10日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.9%	--
10日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.1%	--
10日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	7.7%	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	0.3%	--
11日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	39.50%	--
12日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	1.11b	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
12月2日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	0.2%	-0.5%	2.0%	--
3日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	-7.7%	-6.7%	-10.4%	-10.9%
4日 (木)	ブラジル	GDP(前年比)	1.7%	1.8%	2.2%	2.4%
4日 (木)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$5577m	\$5842m	\$6964m	\$6574m
9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	3.6%	--
10日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率 IPCA(前年比)	--	--	4.7%	--
10日 (水)	ブラジル	SELICレート	15.00%	--	15.00%	--
11日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	0.8%	--
12日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.4%	--

注:2025年12月5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 1~11月(実績)		SPOT	2025年 12月	2026年 3月	6月	9月	12月	
	対ドル								
<b>エマージングアジア</b>									
中国 人民元 (CNY)									
香港 ドル (HKD)	7.0742 ~ 7.3512	7.0717	7.12	7.12	7.10	7.04	6.98		
インドルピー (INR)	7.7500 ~ 7.8500	7.7829	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76		
インドネシアルピア (IDR)	83.764 ~ 89.540	89.976	89.3	88.8	87.6	85.8	85.3		
韓国 ウォン (KRW)	16079 ~ 17224	16653	16870	16650	16600	16600	16650		
マレーシア リンギ (MYR)	1347.23 ~ 1487.45	1473.42	1450	1430	1420	1400	1400		
フィリピン ペソ (PHP)	4.1220 ~ 4.5185	4.1140	4.20	4.14	4.09	4.08	4.07		
シンガポール ドル (SGD)	55.158 ~ 59.230	59.019	58.5	57.5	57.1	56.7	56.4		
台湾 ドル (TWD)	1.2698 ~ 1.3751	1.2958	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28		
タイ バーツ (THB)	28.790 ~ 33.280	31.309	31.1	30.8	30.5	30.3	30.2		
ベトナム ドン (VND)	31.58 ~ 34.98	32.04	32.9	32.7	32.5	32.3	32.0		
	25038 ~ 26437	26371	26450	26350	26300	26350	26450		
<b>中東欧・アフリカ</b>									
ロシア ルーブル (RUB)	74.0500 ~ 114.7788	76.2586	78.0	80.0	82.0	84.0	86.0		
南アフリカ ランド (ZAR)	16.9512 ~ 19.9328	16.9970	17.2	17.4	17.6	17.8	18.0		
トルコ リラ (TRY)	35.2419 ~ 42.5400	42.4941	43.0	44.0	45.0	46.0	47.0		
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジル レアル (BRL)	5.2639 ~ 6.2270	5.3121	5.35	5.50	5.55	5.60	5.65		
メキシコ ペソ (MXN)	18.2008 ~ 21.2932	18.2348	18.3	18.7	19.0	18.7	18.5		
<b>対円</b>									
<b>エマージングアジア</b>									
中国 人民元 (CNY)	19.145 ~ 22.201	21.916	21.91	21.63	21.41	21.88	22.49		
香港 ドル (HKD)	18.031 ~ 20.403	19.925	20.05	19.79	19.56	19.85	20.23		
インドルピー (INR)	1.644 ~ 1.848	1.724	1.75	1.73	1.74	1.79	1.84		
インドネシアルピア (100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.931	0.925	0.925	0.916	0.928	0.943		
韓国 ウォン (100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.525	10.76	10.77	10.70	11.00	11.21		
マレーシア リンギ (MYR)	31.951 ~ 37.986	37.645	37.14	37.20	37.16	37.75	38.57		
フィリピン ペソ (PHP)	2.470 ~ 2.726	2.630	2.67	2.68	2.66	2.72	2.78		
シンガポール ドル (SGD)	107.08 ~ 120.76	119.68	119.45	118.64	118.20	120.12	122.37		
台湾 ドル (TWD)	4.310 ~ 5.090	4.953	5.02	5.00	4.98	5.08	5.20		
タイ バーツ (THB)	4.150 ~ 4.871	4.840	4.74	4.71	4.68	4.77	4.91		
ベトナム ドン (100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5879	0.59	0.58	0.58	0.58	0.59		
<b>中東欧・アフリカ</b>									
ロシア ルーブル (RUB)	1.370 ~ 2.022	2.034	2.00	1.93	1.85	1.83	1.83		
南アフリカ ランド (ZAR)	7.263 ~ 9.203	9.127	9.07	8.85	8.64	8.65	8.72		
トルコ リラ (TRY)	3.501 ~ 4.481	3.646	3.63	3.50	3.38	3.35	3.34		
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジル レアル (BRL)	23.669 ~ 29.611	29.196	29.16	28.00	27.39	27.50	27.79		
メキシコ ペソ (MXN)	6.845 ~ 8.613	8.504	8.52	8.24	8.00	8.24	8.49		

注:1. 実績の欄は2025年11月28日まで。SPOTは12月5日の7時5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。