

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、ドルの低下が続く東欧通貨は堅調。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」などと発言したことを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・縮小の分岐目となる 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 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(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)とまちまちの結果だった。

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。

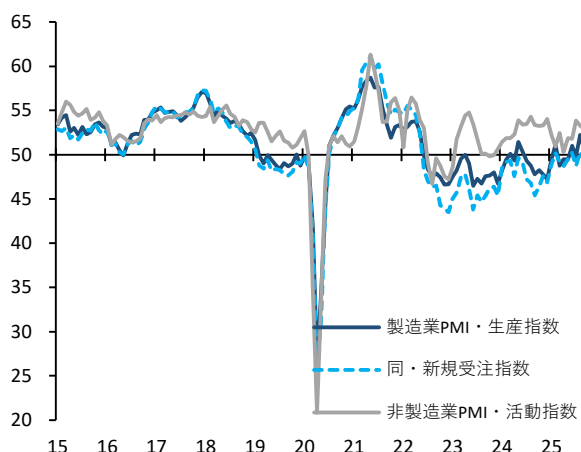
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な価格関連の指数を確認する。11 月において、仕入れ価格は上昇したものの、出荷価格はむしろ低下した(図表 4)。もっとも、指数を標準化して確認すると、双方マイナス圏で推移しており、インフレ再燃のリスクはさほど大きくはないとみられる。更に、出荷価格－仕入れ価格指数を確認すると 11 月には▲3.2 となっているが、このマイナス幅は 2 月以来の大きな幅であり、価格マージンの圧縮が強まっていることが示唆される。企業の価格決定能力が低下しているのだろう。

製造業 PMI の構成指数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。

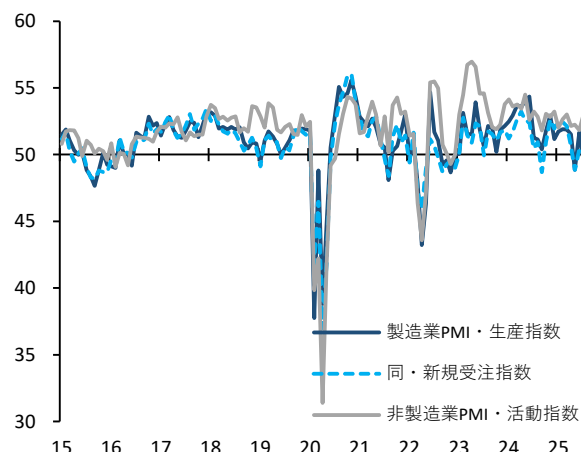
(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、12 月 4 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1:先進国



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2:新興国



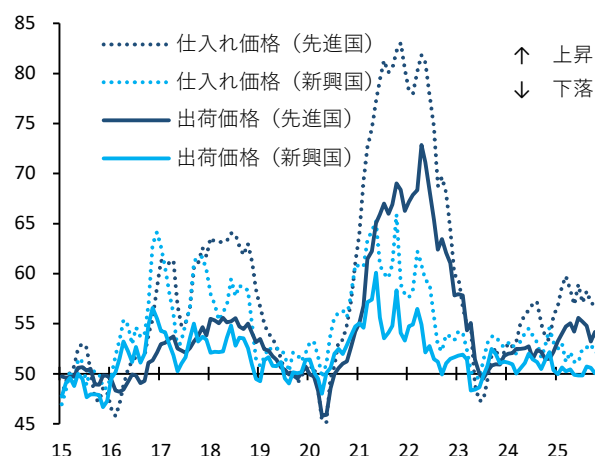
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3:グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



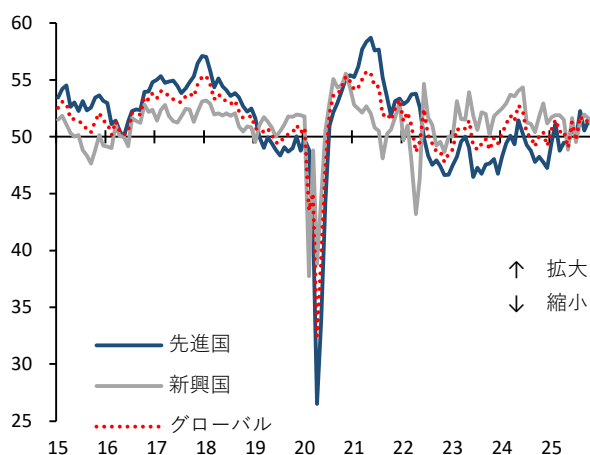
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:製造業 PMI・価格指数



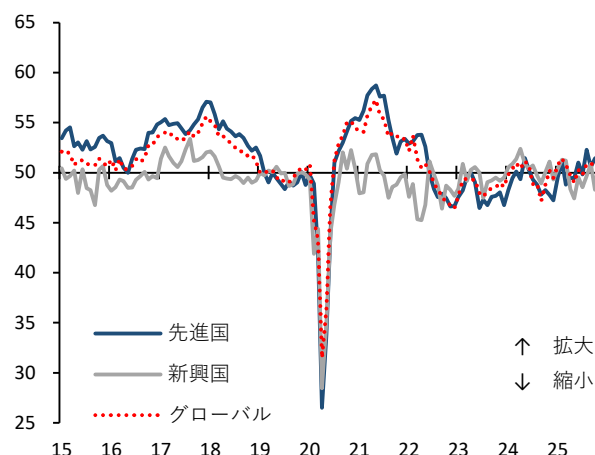
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5:製造業 PMI・生産指数

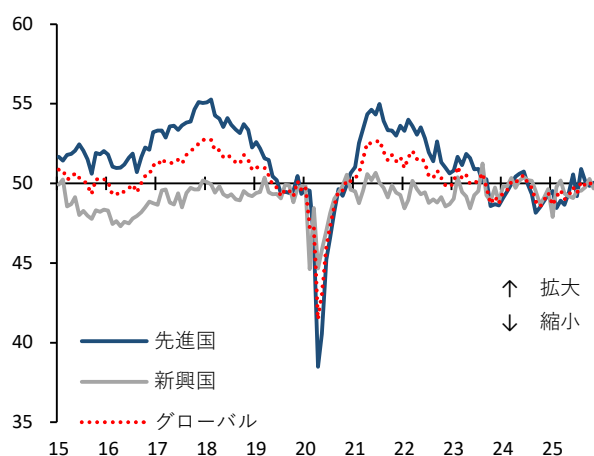


出所: S&P Global、みずほ銀行

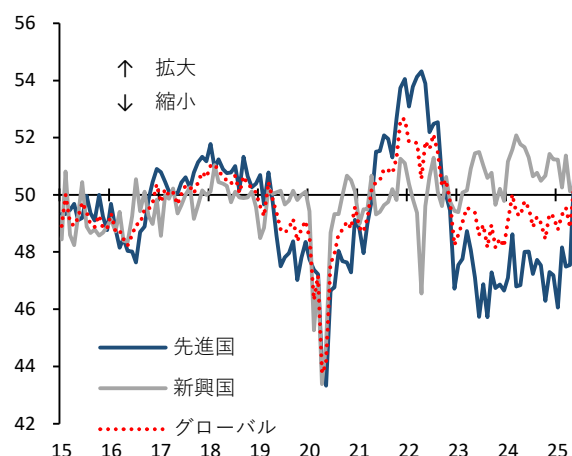
図表 6:製造業 PMI・新規受注指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 7: 製造業 PMI・雇用指数


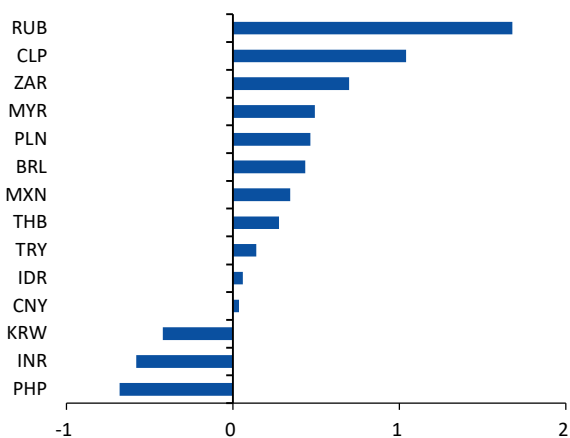
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 8: 製造業 PMI・購買品在庫指数


出所: S&P Global、みずほ銀行

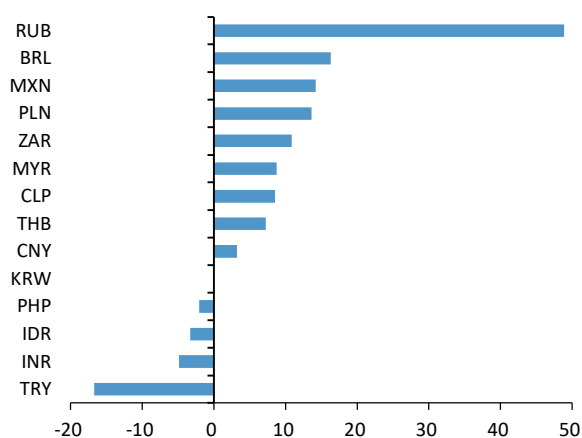
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



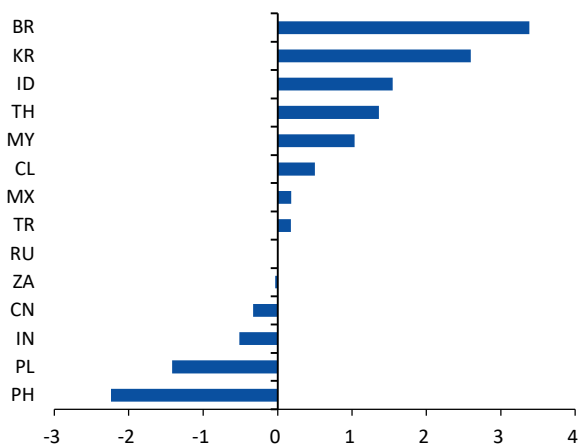
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



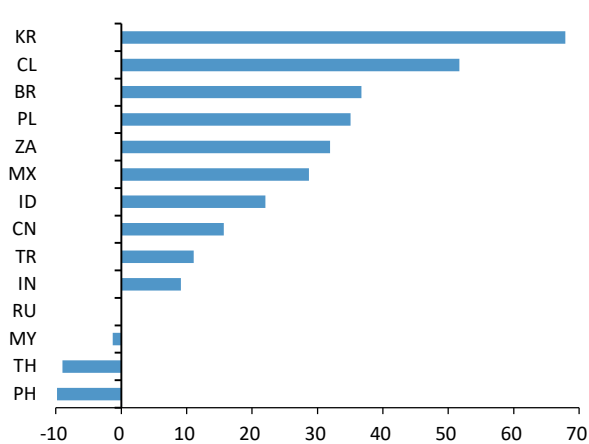
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



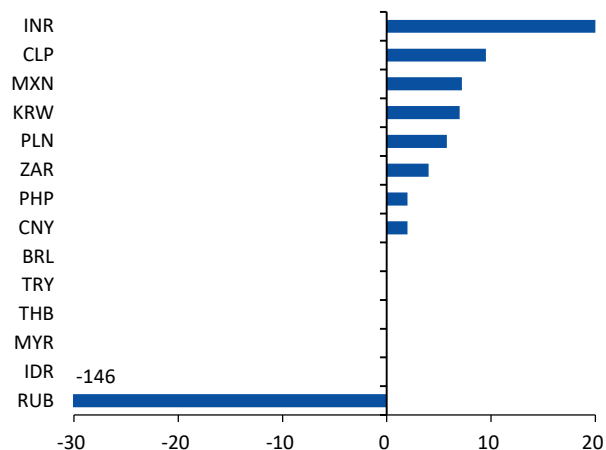
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

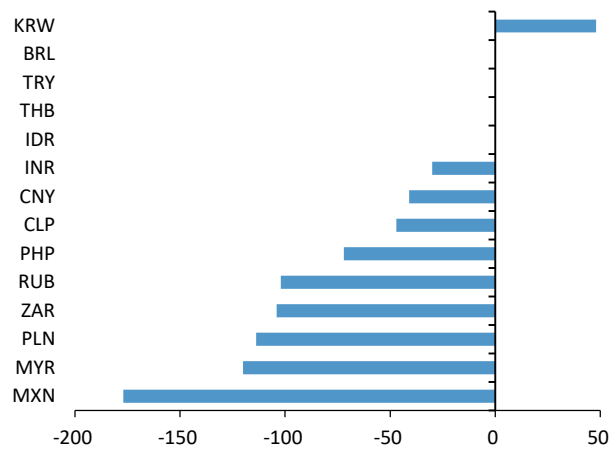
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

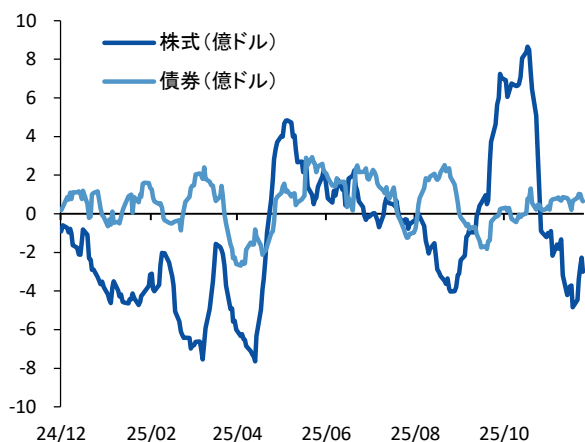


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

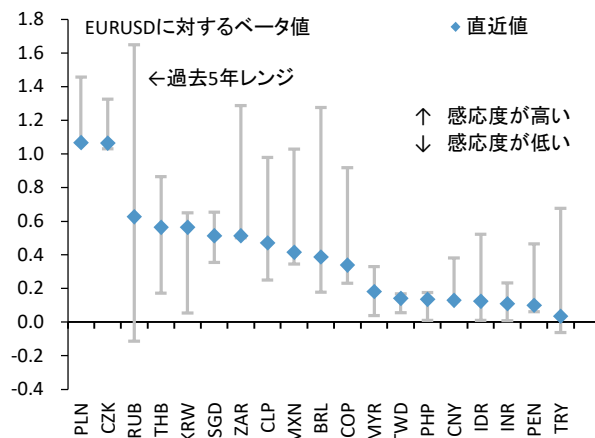
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



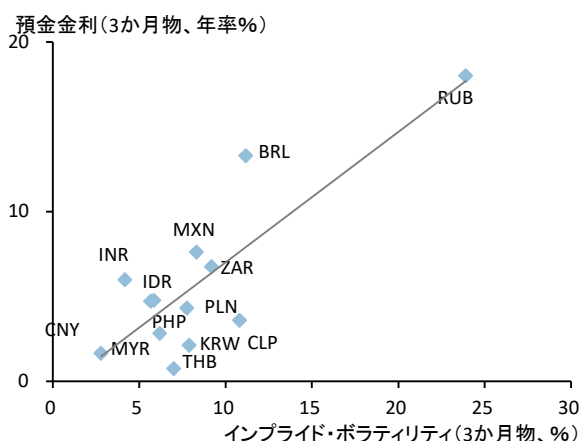
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



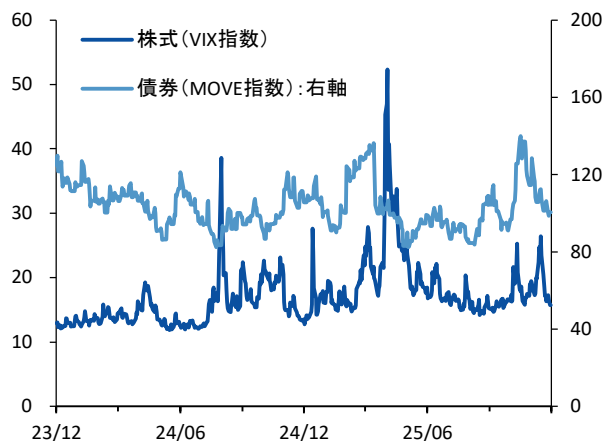
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



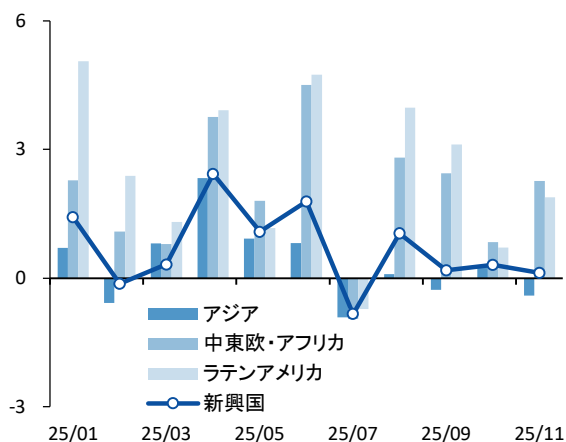
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



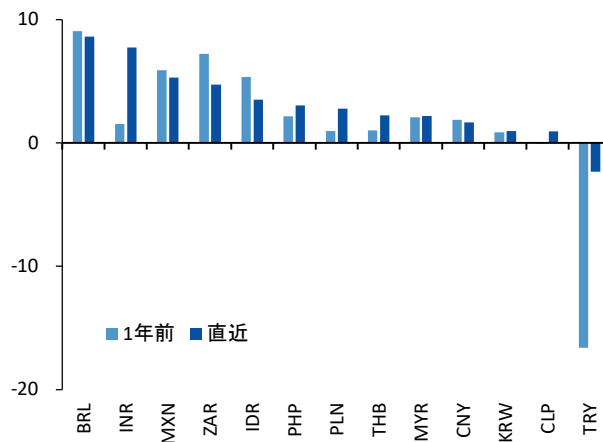
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
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%	--
中東欧・アフリカ						
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	--
ラテンアメリカ						
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								
エマー ジングアジア								
中国人民元	(CNY)	7.0742 ~ 7.3512	7.0717	7.12	7.12	7.10	7.04	6.98
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.8500	7.7829	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	83.764 ~ 89.540	89.976	89.3	88.8	87.6	85.8	85.3
インドネシアルピア	(IDR)	16079 ~ 17224	16653	16870	16650	16600	16600	16650
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ~ 1487.45	1473.42	1450	1430	1420	1400	1400
マレーシアリング	(MYR)	4.1220 ~ 4.5185	4.1140	4.20	4.14	4.09	4.08	4.07
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ~ 59.230	59.019	58.5	57.5	57.1	56.7	56.4
シンガポールドル	(SGD)	1.2698 ~ 1.3751	1.2958	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28
台湾ドル	(TWD)	28.790 ~ 33.280	31.309	31.1	30.8	30.5	30.3	30.2
タイバーツ	(THB)	31.58 ~ 34.98	32.04	32.9	32.7	32.5	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	25038 ~ 26437	26371	26450	26350	26300	26350	26450
中東欧・アフリカ								
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
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(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
対円								
エマー ジングアジア								
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
マレーシアリング	(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
中東欧・アフリカ								
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
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(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。