

2025 年 12 月 12 日

The Emerging Markets Weekly

FOMC は予想ほどタカ派的とはならず、新興国通貨は上昇

新興国市場:先週末 5 日のアジア時間は目新しい材料がないなか小動き。TWD が小幅に上昇した。欧米時間、一部の米経済指標の市場予想を上回る結果を受けてドルが上昇したことがやや重しに。BRL はボルソナロ前大統領の長男フラビオ上院議員が、2026 年の大統領選出馬を表明したことを受けて、前日比▲2.5%下落。週初 8 日アジア時間、FOMC を控え様子見ムードが広がり大半が小幅な値動き。THB の上昇が目立った。欧米時間、シュナーベル ECB 専務理事の発言を背景にユーロに連れて買われるも、米金利が上昇したことにより下げに転じた。ZAR や RUB、MXN が軟調。一方、フラビオ氏が 2026 年の大統領選に出馬しない可能性に言及したことで BRL は反発。9 日アジア時間、材料難のなか動意の薄い展開。PHP が下落した。欧米時間、米 9 月と 10 月の JOLT 求人件数が市場予想を上回ったことを受けてドルが上昇し、大半が下押しされた。RUB や BRL が売られた。10 日のアジア時間は、FOMC の結果待ちのため小幅な値動き。欧米時間、FOMC では市場予想通り▲25bp の利下げが決定された。事前予想ほどタカ派的とはならず、ドルが売られ上昇した。ZAR が堅調。他方、BRL はフラビオ氏が大統領選に出馬する決断は「覆せない」と再び発言を一転させたことで、政治的不透明感が嫌気された。11 日は前日の FOMC を受けてドルが軟化し、底堅い値動き。BRL は前日比+1.2%、MXN も上昇した。片や、RUB は原油価格の下落に連れて前日比▲1.9%値を下げた。

アジア:5 日公表のフィリピン 11 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.5%と市場予想を下振れた。同日、インド準備銀行(RBI、中央銀行)は政策金利を▲25bp 引き下げ 5.25%にすることを決定。利下げは 3 会合ぶり。タイとカンボジアは 7 日に国境付近で軍事衝突を起こし、8 日にタイ軍はカンボジアとの国境沿いで空爆を始めたと発表した。8 日公表の中国 11 月貿易統計では輸出が前年比+5.9%と市場予想を上回った。輸入は前年比+1.9%と市場予想を下振れた。貿易収支は+1,116.8 億ドルとなった。10 日発表の中国 11 月 CPI は前年比+0.7%と市場予想通りとなった。同日公表の中国 11 月生産者物価指数(PPI)は前年比▲2.2%と市場予想よりもマイナス幅が大きかった。フィリピン中央銀行(BSP)は 11 日に政策金利を▲25bp 引き下げ 4.50%にすることを決定した。

中東欧・アフリカ:トルコ中央銀行(TCMB)は 11 日、政策金利を▲150bp 引き下げ 38.00%にすることを決定。市場では▲100bp の利下げを予想する向きが大勢だったため、市場予想対比で大幅な利下げとなった。

ラテンアメリカ:トランプ米大統領は 8 日に、メキシコが水資源を共有する条約に違反しているとして 5%の追加関税を課すと警告した。9 日公表のメキシコ 11 月 CPI は前年比+3.80%と市場予想を上振れた。10 日発表のブラジル 11 月消費者物価指数(IPCA)は前年比+4.46%と市場予想を僅かに下回った。ブラジル中央銀行(BCB)は 10 日、政策金利を 15.00%に据え置くことを決定した。

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)

12 月金融政策会合～通貨安と低インフレに挟まれつつ、利下げを再開～

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

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は5日に金融政策委員会(MPC)の結果を公表し、政策金利のレポレートを▲25bp 引き下げ 5.25%とした(図表 1)。利下げは3 会合ぶりで、決定は全員一致。振り返れば、6 月までの 3 会合で計▲100bp の利下げを行い、その後 8・10 月と据え置きが続いていた。なお、政策スタンスは「中立」で維持されている。スタンスの維持は多数決で、1 名は「緩和的」へのスタンス移行を主張した。

声明文や総裁会見では、インド経済・物価見通しについての言及が目立った。まず景気動向に関し、最新の7～9 月期実質 GDP 成長率は+8.2%(前年比、以下同様)と好調だったが、PMI の推移などに鑑みれば足許の景気はやや失速気味だ(図表 2)。実際声明文では「幾つかの先行指標に弱さがみられる」との記載があった。先行きに関し RBI は、2025-2026 年度(2025 年 4 月～2026 年 3 月)の実質 GDP 成長率予測を+7.3%(前年比)とし、前回会合の+6.8%から上方修正した。国内経済に関し、良好な農業生産見通し、インフレ状況、金融環境などが下支えするとの認識を示した。一方で外需に関しては、サービス輸出は堅調が見込まれる反面で、財輸出は逆風に直面している、と指摘した。なお成長率見通しのリスクバランスは、引き続き均等が取れていると言及した。

域内の物価動向に関して、12 月 MPC 時点で最新のデータである 10 月消費者物価指数(CPI)は、+0.25%(前年比、以下同様)とほぼゼロインフレ状態にある(図表 3)。一方、食料品および燃料を除いたコアは+4.3%と+4.0%台前半で安定して推移しており、総合ベースの伸びの低さは非コア項目で説明できる。昨年秋にかけて騰勢を極めた野菜価格が落ち着きを取り戻していることが最大の要因だ(図表 4)。いずれにせよ、コアベースでも RBI の物価目標中心(+4.0%)から大きく乖離しておらず、インフレ懸念が高まる状況にはない。こうした流れを受け RBI は先々の見通しに関し、2025-2026 年度のインフレ率について+2.0%と公表し、前回会合時点の+2.6%から明確に下方修正した。なお、インフレ見通しのリスクバランスに関しては、均等が取れているとの認識を維持した。

かかる中、総裁会見および声明文は「成長とインフレのバランス、特に総合インフレ率およびコアインフレ率の良好な見通しが、成長の勢いを支えるための政策余地を引き続き確保している」と述べ、利下げ実施の要因を説明するとともに、今後の利下げ余地も同時に示唆した。

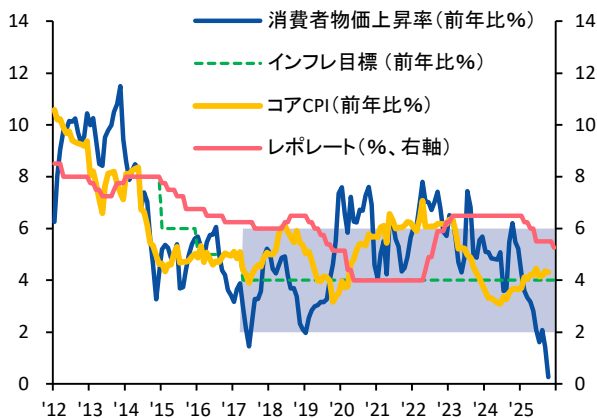
従前筆者は、政策金利は引き下げられても 5.00%まで、と考えていたが、今回会合の声明文を見る限り、更に利下げが続く可能性も浮上したと考えている。声明文では 2026-2027 年度(2026 年 4 月～2027 年 3 月)上期のインフレ率に関し、総合・コアいずれも目標近辺(+4.0%)の伸びが予想されている。そのうえで、「基調的な」インフレ率はさらに低い、と述べている。この差異は貴金属価格に拠るようで、その影響は+50bp 程度と記載されている。即ち、基調的なインフレ率は、2026 年 4～9 月に+3.5%程度と予想されている、と解釈できる。もちろん目標圏内(+2.0%～6.0%)には収まっており、大規模かつ急速な利下げが必要な情勢ではないが、想定される利

下げ幅は 10 月会合時点に比べ大きくなっていると考えるのが妥当ではないか。

以上の要素に鑑みて、筆者は向こう 1 年間に開催予定の 6 回の MPC で、2 回程度の利下げが行われると想定している（政策金利は 4.75% へ）。もちろん、パンデミック後ですら政策金利は 4.00% もあったことに鑑みれば、よほどの深いダメージがない限り、深い追加利下げは見込めない。追加利下げはあっても 2 回程度、という姿勢で臨みたい。

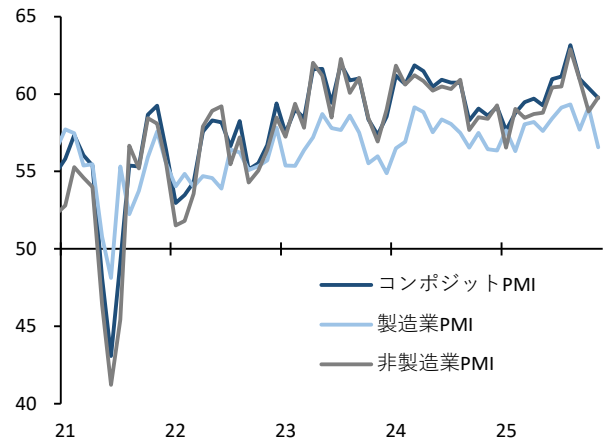
12 月に入ってから MPC までの INR 相場は、売りが優勢だ（図表 5）。3 日には節目の 90 を上回って下落が進む時間帯が見られた。資源価格の底入れ傾向や海外投資家によるインド株式売り、米印関税交渉の難航などが重しになった（図表 6）。年内の INR 相場に関しては、引き続き過去最安値更新を睨んだ推移が続くだろう。想定以上に RBI のスタンスがハト派的であったことに加え、引き続き米印関税交渉の先行きが見通せないことが主因である。半面、RBI による積極的な為替介入が続いている以上、変動性は抑制された状態が続こう。

図表 1: レポレートと物価水準の推移



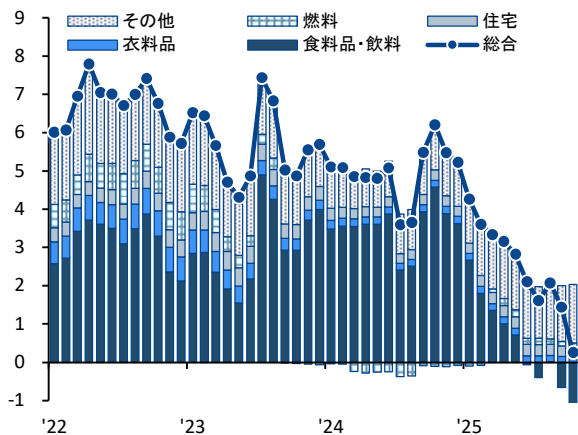
出所: インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注: 青枠は目標レンジ

図表 2: インド PMI の推移



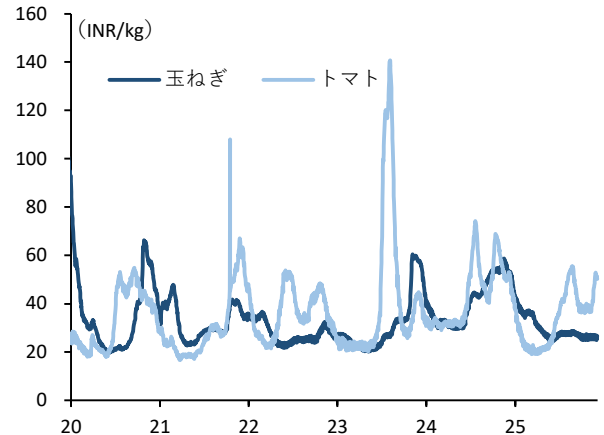
出所: S&P Global、みずほ銀行（中立水準=50）

図表 3: 消費者物価指数の推移（前年比%、%ポイント）



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: 玉ねぎとトマトの小売価格の推移



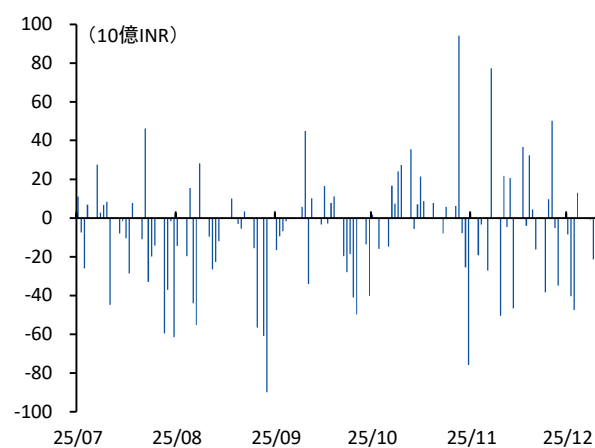
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 5: INR 相場動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 海外投資家によるインド株式市場への資金流出入



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 ※日次データ、12 月 10 日まで

市場概観(インド)

露印首脳会談レビュー～米露の狭間で揺れる～

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

プーチン露大統領は 5 日、侵攻後初となるインド訪問を行い、経済・人材・農業分野での協力協定を締結。米国は対中戦略上、露印接近を警戒し関税で圧力をかけるが、対米依存度の低いインドには効果が限定的。懸念されるのは、約 20 億ドル規模とされるロシア製原子力潜水艦のリース契約だ。インドのロシア兵器依存度は近年低下していたが、再び依存が強まれば、現在原油輸入を理由としているトランプ政権の関税措置が、武器調達にも波及するリスクがある。

プーチン氏、開戦後初めてインドを訪問

既報の通り 12 月 5 日、ロシアのプーチン大統領はニューデリーを訪問し、インドのモディ首相と会談を行った。ロシアウクライナ戦争開戦以降では、初めての訪印となった。会談では、両国の経済関係の更なる拡大や民生用の原子力発電に関する取り組みなどについて協議を行った。いくつかの合意も今回行っており、インド人専門職のロシアでの就労を容易にする協定や、インド産の水産物/農産物のロシア向け輸出に関する協定なども締結に至っている。

米印通商交渉との兼ね合いは？

気になるのは、米国との兼ね合いである。米印通商交渉は継続的に行われており、露印首脳会談の翌週には米国交渉団がインドを訪問して協議を行うと報じられている。対中包囲網構築の観点から、インドがロシアや中国に接近することは米国にとって好ましくなく、だからこそ関税を持ち出してインドを脅してきたのだが、インドがロシアから離れていく気配はない。ブラジル向けの高関税も同様だが、対米依存が高い国に対しどれほど関税で脅しても、望んだ効果は得られないということに尽きる。日本や韓国とは、訳が違いすぎる。

武器購入は問題ないのか？

プーチン氏の訪印を前に、インドがロシアから原子力潜水艦のリース契約を確保したとの報道もあった。契約は約 20 億ドル規模とのこと。米国がインドへ 40%の上乗せ関税を賦課しているのはロシアからの原油購入が理由だが、武器購入は問題ないのか。継戦能力を支えるという観点では武器だろうが原油だろうが大差はない。米国議会調査局 (Congressional Research Service) のレポート『India-U.S.: Major Arms Transfers and Military Exercises』に基づけば、インドの武器輸入に占めるロシアの割合は、2020～24 年に 36%だったが、2010～14 年の 72%からは大幅に低下した。この間、インドは武器購入先の多様化を推進しており、フランス・イスラエル・米国などからの調達を増やしてきた。再びロシアへの依存が強まるということであれば、当然米トランプ政権としては面白くはない。関税賦課の理由付けが、武器購入にも波及する可能性にも警戒したい。

市場概観(メキシコ)

1 年 7 か月ぶりの高値を更新した MXN～W 杯抽選会の裏で、USMCA 見直し協議に進展あり～

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

12 月 5 日の W 杯抽選会に合わせた初の米墨加首脳会談は、非公式協議により通商摩擦の緊張を緩和させる成果を上げた。対話継続の合意により即時の USMCA 離脱や関税発動のリスクが後退し、MXN は一時 1 年 7 か月ぶりの水準まで買われた。一方で、USTR 公聴会では中国の迂回輸出や労働権を巡る米国内の分断が露呈。2026 年の見直しで延長が合意されない場合、協定は毎年レビューが必要な「ゾンビ協定」化し、トランプ政権がこの不確実性を交渉の武器とする可能性がある。市場は短期的な安堵感を示したが、構造的なリスクは解消されていないことには注意を払いたい。

W 杯抽選会の裏で開催された 3 か国首脳会談

12 月 5 日、ワシントンで開催された 2026 年 FIFA ワールドカップの組み合わせ抽選会は、単なるスポーツの祭典という枠を超え、北米の将来を左右する極めて重要な外交の転換点となったかもしれない。3 か国の首脳が一堂に会するのはこれが初めての機会であった。この会談に至るまでの数週間、北米の通商環境は緊張状態にあった。トランプ米大統領は USMCA (米国メキシコカナダ協定) の枠組みそのものを維持するか否かについて曖昧な姿勢を見せていた。さらに、USTR のグリア代表が、USMCA を離脱して二国間協定へ移行する可能性にまで言及していたことから、市場には貿易戦争勃発の懸念が渦巻いていた。しかし、側近を入れずに約 45 分間にわたり行われたプライベートな形式での首脳会談は、事態を沈静化させる一定の成果を上げた。

首脳会談は一定の成果を上げた模様

会談の特筆すべき成果として、まず対話の継続が確約されたことが挙げられる。シェインバウム墨大統領は会談後、3 首脳が貿易問題について各チームとともに協力を続けることで合意したと明言し、これにより即時的な協定離脱や一方的な関税発動のリスクは一時的に後退した。また、トランプ氏とカーニー加首相の間で、過去の摩擦を乗り越えて個人的な信頼関係の構築が見られたことも重要である。さらにメキシコ側は、トランプ大統領にとって最優先事項である国境管理やフェンタニル問題と、経済協力の文脈を切り離すことに成功したようにも見える。

USTR 公聴会で浮き彫りになる米国内の意見分断

首脳会談の裏で 12 月 3 日から 5 日にかけて開催された USTR による公聴会では、2026 年の USMCA レビューに向けた国内の分断が浮き彫りになった。この公聴会は事実上の交渉ポジション形成の場であり、産業界がサプライチェーンの確実性を重視して協定の「現状維持」を訴える一方、労働組合や市民社会は労働権の強化を求め、両者の主張は平行線をたどっている (図表 1)。特に最大の焦点となったのは自動車産業であり、現行の原産地規則や賃金要件の実効性に疑問が呈された。ここで

最も深刻な懸念として浮上しているのが、中国企業による「バックドア（迂回輸出）」問題である。中国企業がメキシコに工場を建設することで USMCA の特惠関税を享受し、実質的に米国市場へのアクセスを確保している現状に対し、厳格な原産地追跡や非市場経済国からの投資制限を求める声が高まっている。また農業分野においても、カナダの乳製品市場へのアクセス制限や、メキシコによる遺伝子組み換えトウモロコシの輸入禁止措置を巡り、米国側の不満が爆発した。加えて、環境インフラの問題も新たな貿易障壁となる可能性があり、ティファアナ川の越境汚水問題への対処が貿易協定の新たな条件として浮上している。

USMCA が直ちに終了することはないが、中身は変化する可能性

今後の北米通商関係を展望する上で、USMCA 特有の法的構造である「サンセット条項」の理解は不可欠だ。協定の有効期間は原則として 2036 年までだが、発効から 6 年目にあたる 2026 年 7 月の共同レビューで 3 か国が延長に合意しなければ、協定は極めて不安定な状態に突入する。現状の米国の政治情勢を鑑みれば、全会一致でのスムーズな延長は期待薄と言わざるを得ない。ここで重要なのは、もし一国でも延長を拒否した場合、協定は即座に失効するのではなく、2036 年の失効予定日に向けて存続しつつ、3 か国は「毎年」共同レビューを実施しなければならないという点である。これはトランプ政権にとって、協定を破棄することなく相手国を永続的な交渉状態に置く「ゾンビ協定化」を可能にする戦略的な武器となる。毎年のレビューという制度化された不確実性をテコにすることで、米国は「今年中に譲歩しなければ来年は破棄する」という脅しをかけ続け、常に相手国に対して優位な交渉ポジションを維持することが可能になるからである。

MXN は好意的に反応したが、、、

こうした一連の動向に対し、金融市場は敏感かつ好意的に反応した。首脳会談の結果、当面の関税リスクや協定破棄の懸念が後退したことを受け、MXN は対ドルで顕著な上昇を見せた(図表 2)。一時 18.15 台に上昇し、2024 年 7 月 24 日以来の高値水準を付けた。しかし、この市場反応はあくまで短期的な安堵感によるものであり、2026 年のレビューに向けた構造的な火種や、トランプ政権による「不確実性の制度化」という長期的なリスクシナリオが解消されたわけではない。引き続き、警戒を怠ることはできないだろう。

図表 1: USTR 公聴会で聞かれた意見

グループ	主な主張	2026年レビューへの要求
産業界	<ul style="list-style-type: none"> ・ USMCAはサプライチェーンの確実性を提供し、1300万人の雇用を支えている ・ 協定の破棄や大幅な改定は経済的自殺行為 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 協定の安定的な更新 ・ 既存ルールの厳格な適用
市民社会・労働組合	<ul style="list-style-type: none"> ・ 協定は労働者の賃金格差縮小に失敗 ・ メキシコの労働改革は失敗、優先されたのは企業利益 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 労働権侵害に対する制裁強化 ・ ISDS（投資家と国との間の紛争解決）の完全撤廃 ・ 環境基準の厳格化

出所: USTR、各種報道、みずほ銀行

図表 2: MXN 相場の値動き



出所: Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(ブラジル)

大統領選挙を前に大きくなる政治的不確実性

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

12 月 5 日、フラビオ・ボルソナロ上院議員が 2026 年大統領選への出馬を表明したことを受け、ブラジル金融市場は急落。市場が期待していた実務家フレイタス氏への候補一本化シナリオが崩れ、現職ルラ氏対ボルソナロ家という対立構図への回帰が懸念されたためだ。市場は、選挙に向けた歳出拡大競争を強く警戒している。今後は、15.00%という極めて高い政策金利が通貨防衛に寄与する一方、政治リスクの再燃により、投資家は財政規律の悪化に対し極めて神経質な反応を示す展開が予想される。

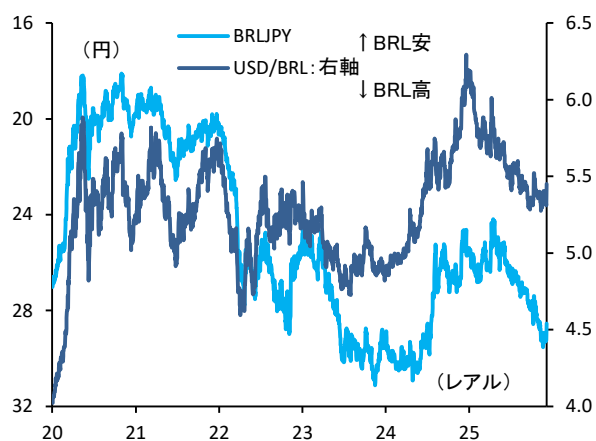
大統領選挙を前に大きくなる政治的不確実性

12 月 5 日、ブラジルの金融市場は政治的な不確実性の高まりを受け、通貨、株式ともに急激な調整局面を迎えた。ジャイル・ボルソナロ前大統領の長男であるフラビオ・ボルソナロ上院議員が、2026 年の次期大統領選挙への出馬を正式に表明したことが直接的な引き金となった。この報道を受け、BRL は対ドルで一時 5.48 を上回って売られ、結局面前日比▲2.54%で引けた(図表 1)。株式市場においても、ボブスバ指数が前日比で▲4.31%もの下落を強いられた。特に、銀行株や国営企業など、政治リスクに敏感なセクターを中心に売りが膨らんだ。米国における利下げ観測を背景に、当日の朝方までは堅調に推移していたブラジル資産であったが、午後の報道を境にセンチメントが一気に悪化する展開となった。

今回の市場の動揺は、投資家が描いていた「メインシナリオの崩壊」に起因している。これまで市場関係者の間では、次期大統領選における右派陣営の候補として、サンパウロ州のタルシジオ・デ・フレイタス知事が有力視されていた(図表 2)。実務家であり市場フレンドリーな政策を掲げる同氏への一本化は、ブラジル経済の安定的な運営を期待させる要因となっていた。しかし、ボルソナロ家が独自の候補を擁立することで、選挙戦は「現職ルラ大統領対ボルソナロ家」という、イデオロギー色が極めて強い対立構図へと回帰することになる。市場は、この政治的分断が深まることで、両陣営が票田を確保するために財政規律を度外視した歳出拡大競争、いわゆる「バramaキ政策」に走るリスクを強く警戒している模様だ。

今後の BRL 相場は、高い政策金利による通貨防衛力と、再燃した政治・財政リスクとの綱引きとなる見通しである。ブラジル中央銀行(BCB)が維持する 15.00%という高水準の政策金利は、米国が利下げサイクルにある現在のグローバル環境下において、依然としてキャリー・トレードの対象として強力な魅力を有している。この金利差が、通貨の底割れを防ぐ一定の防波堤として機能することは間違いない。しかしながら、今回の出馬表明によってブラジル資産に対するリスクプレミアムが再評価されたことは事実である。穏健な政治シナリオへの期待が後退した以上、投資家は財政悪化の兆候に対して、これまで以上に神経質になることが予想される。

図表 1: BRL 相場の値動き



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 2026 年大統領選挙候補者の世論調査(11 月実施)

人物	概要	投票するだろう	わからない	投票しないだろう
ルラ	現大統領	45%	2%	53%
ジャイル・ボルソナロ	前大統領	36%	4%	60%
ミッシェル・ボルソナロ	前大統領の夫人	28%	11%	61%
エドゥアルド・ボルソナロ	前大統領の三男	21%	12%	67%
タルジジオ・デ・フレイタス	サンパウロ州知事	30%	30%	40%

出所: Genial/Quaest survey、Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(ブラジル)

BCB は 4 会合連続で政策金利を据え置き～勝利宣言はまだ～

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

ブラジル中央銀行(BCB)は 12 月 10 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の 15.00%で据え置いた(図表 1)。決定は全員一致。2024 年 9 月に始まった今次利上げサイクルは累計+450bp になったが、その後は 4 会合連続で据え置きが続いている。据え置きは、事前の情報発信および市場予想に沿った決定である。

最新の域内物価動向に関し、会合同日公表の、11 月のインフレ率(IPCA)は、+4.46%(前年比、以下同様)と市場予想にほぼ一致し、前回の+4.68%から伸びが鈍化した(図表 2)。昨年 9 月以来 14 か月ぶりに、インフレ目標である+3.0%(±1.5%)に収まった格好だ。エネルギー・食品・飲料を除いた指数は筆者試算で+4.42%と 8 か月ぶりの低い伸び率となっている。安心できる情勢ではないが、基調的物価の情勢も含めて、物価騰勢は落ち着きつつあるように思える。実際、BCB による足許のインフレ評価は若干改善しているようだ。今回の声明文では、「幾分の改善を見せ続けている」との記載が見られた。

かかる中、先々のインフレ見通しは、前回会合以降やや低下した。BCB の市場サーベイ(12 月 5 日集計)によれば、市場参加者の IPCA 見通しは 2025 年で同+4.40%、2026 年で同+4.16%だ(図表 3)。前回会合時点の調査より、それぞれ▲0.15%ポイント、▲0.04%ポイント下方修正された。なお BCB は、2025～26 年のインフレ見通しをそれぞれ+4.4%、+3.5%とし、前回会合から 2025 年の見通しを▲0.2%ポイント、▲0.1%ポイントずつ下方修正した。インフレ見通しのリスクバランスに関する文言に関しては、「上振れ、下振れともにリスクは通常よりも高い状態が続いている」と前回会合同様の認識を示した。上振れ・下振れリスクに関する詳細な要素も前回会合と全く同じものが提示されており、インフレ見通し、およびそのリスクバランスに大きな変化はみられていない。

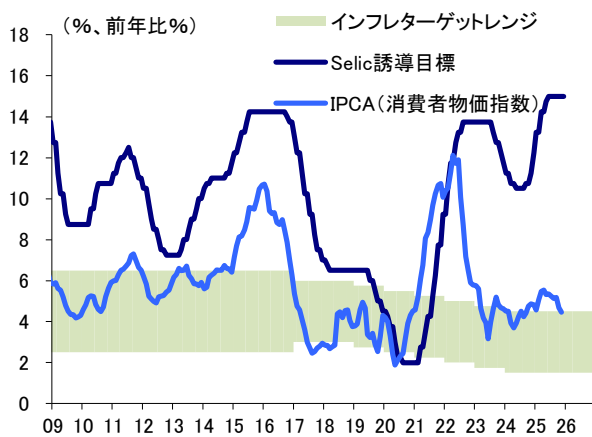
こうした中、上述の BCB サーベイでは、年末の政策金利見通しに関し、2026 年で 12.25%、2027 年で 10.50%となっている(図表 4)。これは、前回会合時点から変化はない。市場は、2026 年以降に相応のペースでの利下げを予見しているようだ。以上、BCB は据え置きを継続した。今後の政策運営に関しては、「現在の金利水準を極めて長期間維持するという戦略が、インフレの目標収束を確実にするために適切である」と据え置きの継続を示唆した。加えて、「将来の金融政策は調整可能」「適切であれば利上げサイクルの再開を躊躇しない」との保険もしっかりと残している。

しかし、気の早い金融市場が次に話題にするのは、利下げ開始がいつになるかだろう。上記の通りすぐに利下げということにはなるまいが、中期的には利下げ局面入りが確実な情勢だ。実際、政策金利から 1 年先の期待インフレ率を差し引いた短期実質政策金利は、12 月会合終了時点で+11.00%であり、BCB が想定する中立金利である+5.00%の遥か上方に位置している。そして、PMI 等の経済指標を確認する限り、足許の景気は弱い状態が続いているようだ(図表 5)。以上の要素に鑑み、現状筆者が想定する政策金利パスは、2026 年末時点で 12.00%程度としたい。なおこの水準でも、十分に引き締めの状態は維持される。早ければ、次々回の 3 月会合で

利下げ局面入りの可能性がある。

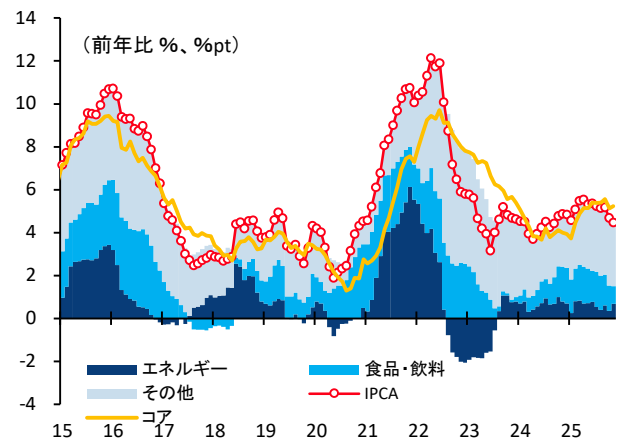
12 月に入ってから Copom にかけての BRL は、5 日以降に売られて推移した(図表 6)。ボルソナロ前大統領の長男である、フラビオ・ボルソナロ上院議員の大統領選挙出馬表明を受けたブラジル政局不安が、重しになった可能性が大きい。年内の BRL は、横ばい圏での推移を見込む。国内政局不安定化懸念がここまでの BRL 安を駆動したが、大統領選挙はまだ先であり、若干行き過ぎた反応にも思える。一方で、上述の通り BCB は緩やかながらも足許におけるインフレへの評価を改善させており、だからこそ市場も早期の利下げを織り込みつつある。こうした利下げ観測は、引き続き BRL の下押し圧力として作用しよう。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



出所: ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

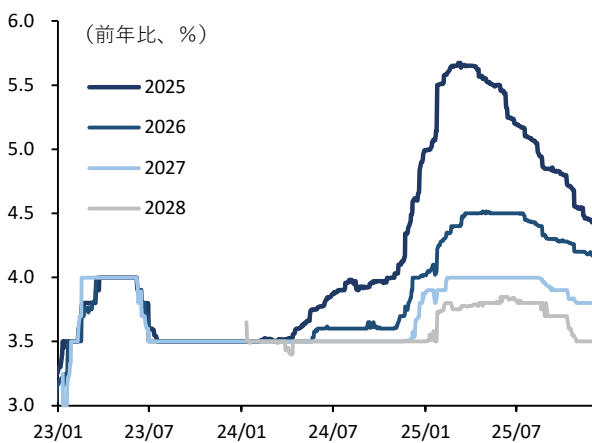
図表 2: インフレ率の品目別寄与度



(注) エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計

出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

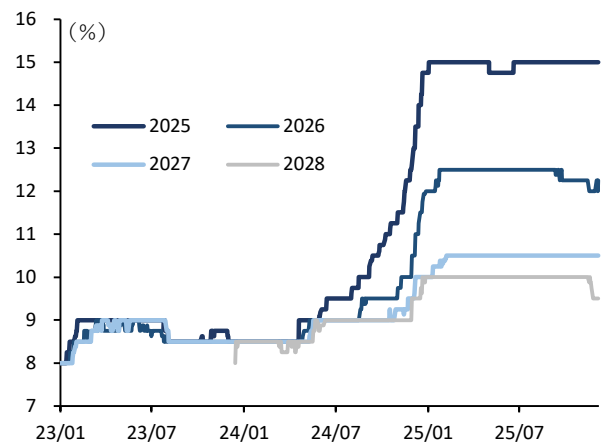
図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



(注) 2025 年 12 月 5 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

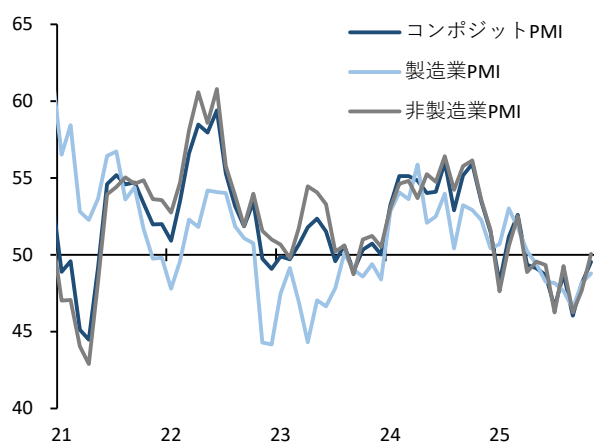
図表 4: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)



(注) 2025 年 12 月 5 日時点

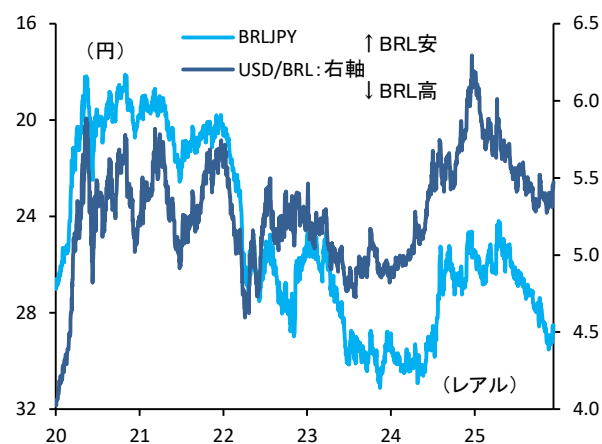
出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 5: ブラジル PMI の推移



出所: S&P Global、みずほ銀行 (中立水準=50)

図表 6: BRL スポットレート(日足)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(フィリピン)

12 月金融政策会合～今回の利下げが最後となる可能性を示唆～

国際為替部
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

フィリピン中央銀行(BSP)は、11 日に金融政策会合の結果を公表し、政策金利の翌日物リバースレポレートに従来の 4.75%から 4.50%へ▲25bp 引き下げた(図表 1)。利下げは 5 会合連続。また、上限金利の翌日物貸出ファシリティ(OLF)レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ(ODF)レートも同じ幅だけ引き下げられており、それぞれ 5.00%、4.00%とした。ブルームバーグの事前予想では、調査対象者の 25 人中 24 人が▲25bp の利下げを見込んでいた。1 人は▲50bp の引き下げを予想していた。

今回会合までの BSP の情報発信を振り返ると、11 月 18 日にレモロナ総裁は 12 月会合で利下げを実施する可能性に言及し、為替レートは水準を目標にしておらず、PHP について懸念していないと述べた。24 日にも需要を刺激するため 12 月の利下げを検討すると発言。更なる金融緩和は需要を押し上げ、経済を支えると述べた。利下げ幅については▲50bp に及ぶことはないとした。一方、銀行の準備預金率を更に引き下げる緊急性はないとの見解を示した。為替介入については、市場が混乱した場合にのみ介入すると述べた。また、12 月 3 日には、2025 年の GDP 成長率は+4～5%となる見込みで回復は緩やかになるだろうと述べ、12 月会合での利下げの可能性が高いとの見解を示していた。

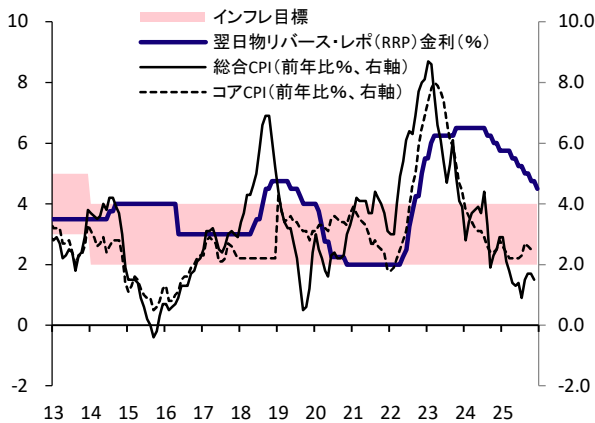
経済動向をみると、11 月 7 日に発表されたフィリピン 7～9 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.0%と 4～6 月期(同+5.5%)から鈍化し、市場予想(同+5.2%)を下振れた。総固定資本形成の減速が全体を押し下げた(図表 2)。物価動向については、12 月 5 日公表の 11 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.5%と 10 月(同+1.7%)から鈍化した(図表 3)。食品とエネルギーを除くコア CPI は同+2.4%と 10 月から僅かに鈍化した。総合ベースでは BSP 目標範囲(+2.0～4.0%)を下回り、コアベースでも引き続き目標圏内に収まっており、物価情勢は低位で安定していると言えよう。BSP は、インフレ見通しについては安定しているとした。先行きの予想インフレ率(リスク調整後)については、2025 年の見通しは+1.6%と前回会合(+1.7%)から下方修正した。2026 年については+3.2%(前回+3.1%)、2027 年については+3.0%(前回+2.8%)と原油価格の上昇を背景にそれぞれ上方修正した。インフレ期待についても良好に抑制されていると述べた。

レモロナ総裁は、前回 10 月会合で国内成長の見通しが弱まったことを強調し、利下げの理由として挙げ、重きが経済成長への支援へと明確に変化したことが窺えた。今会合でも成長見通しは更に弱まったとした。公共インフラ投資に関するガバナンスへの懸念と世界的な貿易政策の不透明感を背景に企業の信頼感の低下が続いていると声明文で述べている。ただし、金融緩和策の経済への効果が浸透し、公共支出のペースや質が改善されることで、国内需要は徐々に回復すると予想されるとした。2025 年の経済成長率見通しについては、政府目標の+5.5～6.5%を下回ると予想するも、2026 年半ばから回復をみせ 2027 年には軌道に戻るとの見通しを示した。先行きの金融政策については、緩和サイクルは終わりに近づいているとした。追加緩和余地は限定的であり、データによって決定されると述べた。レモロナ総裁は、今回の利下げが最後となる可能性にも言及した。経済成長が想定以上に悪化した場合には、さらなる追加利下げも正当化されると述べた。フィリピン経済は、最悪期は

過ぎたと考えていたが、最新データでは 10～12 月期も依然として成長の弱さが続く見通しであるとし、金融政策は汚職疑惑そのものに直接対処することはできないものの、その影響を補うことは可能だと述べた。今回の利下げはインフレが抑制されているなか、緩和余地があったため一種の保険のようなものだとしている。2024 年 8 月から開始した利下げは累計▲200bp に及び、前回と今回の利下げは公共インフラ投資を巡る汚職疑惑によって悪化した経済成長を支えるためのものと踏まえると、2026 年の利下げは最大でも 1 回、政策金利は引き下げても 4.25% までと予想する。

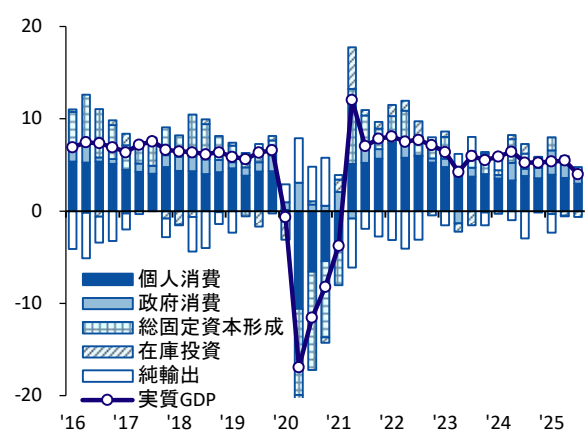
12 月に入ってから PHP 相場は 58 台後半～59 台前半を中心に推移し、過去最安値に迫っている(図表 4)。11 日の会合で緩和サイクルの終わりが示唆されたことから、会合直後はやや PHP 高方向に動いた(12 月 11 日、日本時間 17 時 30 分時点)。今回会合で BSP は PHP 安に関してはインフレに大きく影響を及ぼさない限りは懸念していない様子をみせ、PHP 相場によって金融政策を決定することはないと述べた。利下げの終わりに言及があったことから、今後利下げ観測が PHP を下押しする可能性は低いと考える。なお、原油価格は足許落ち着きをみせているが、これが大きく上昇すれば PHP の重しとなる可能性はあるだろう。

図表 1: 政策金利水準とインフレ目標



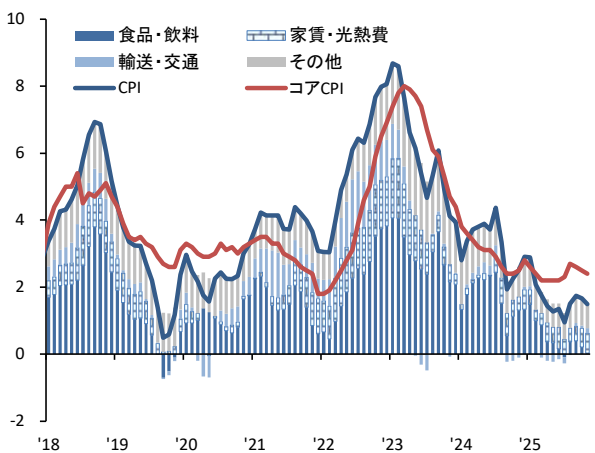
出所: フィリピン中央銀行、フィリピン国家統計局、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率(前年比%、%ポイント)



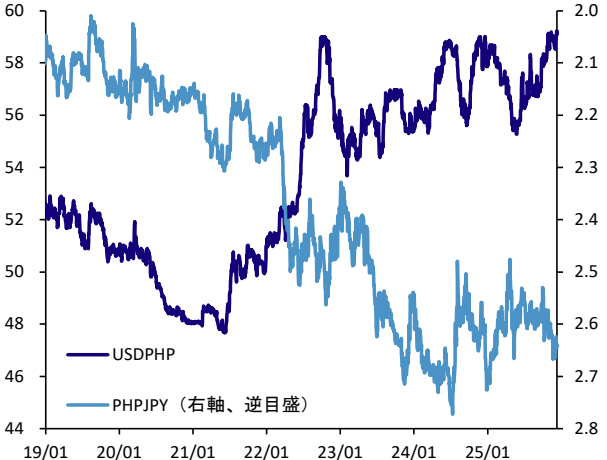
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価上昇率の推移(前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

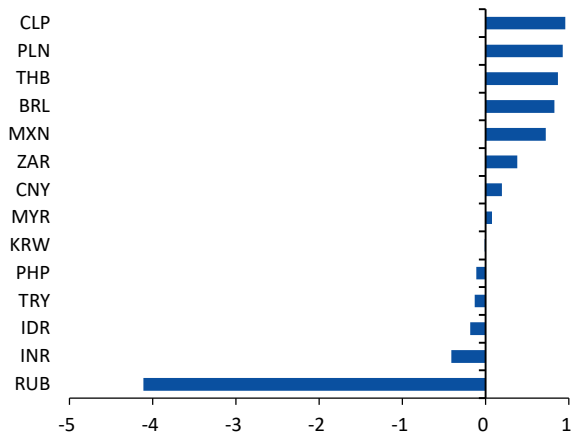
図表 4: PHP 相場動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

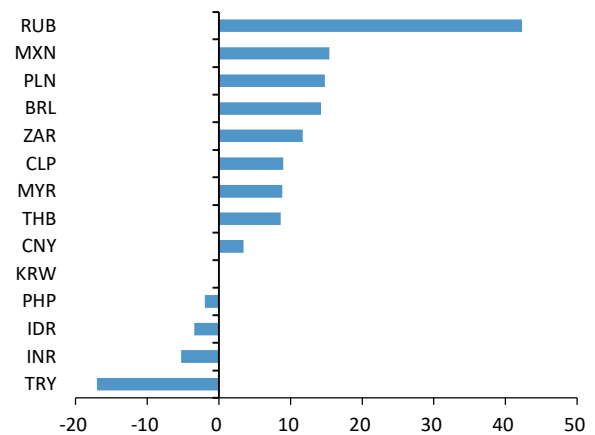
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



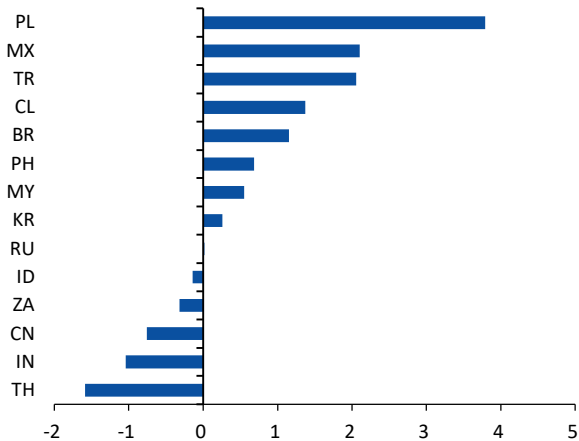
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



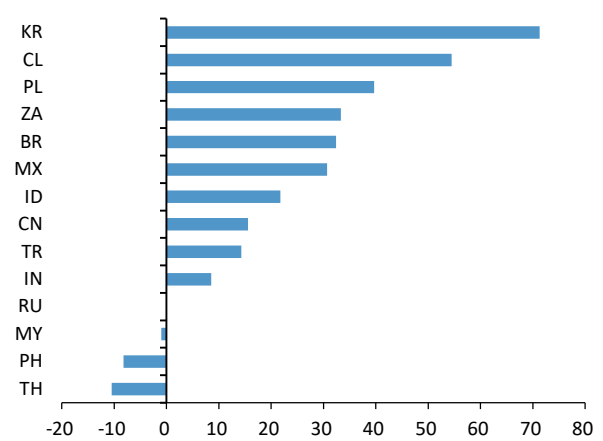
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



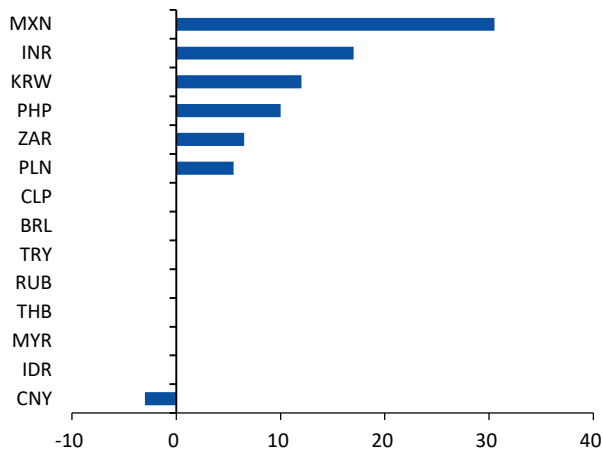
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

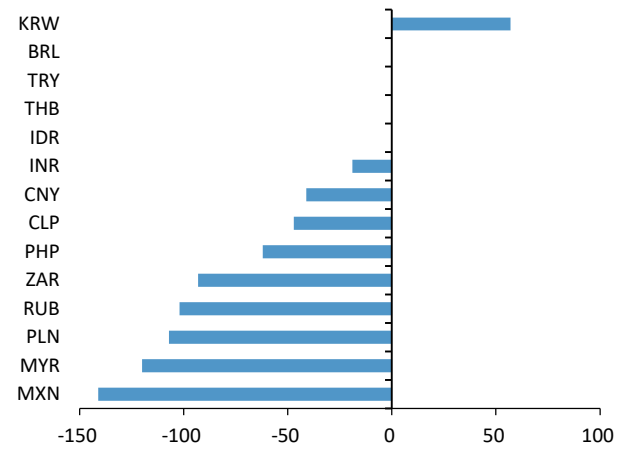
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

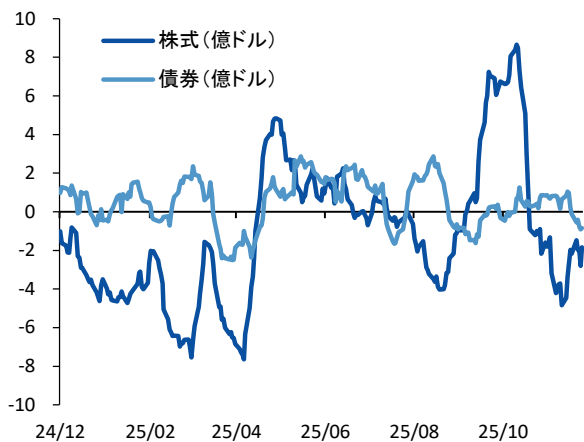


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

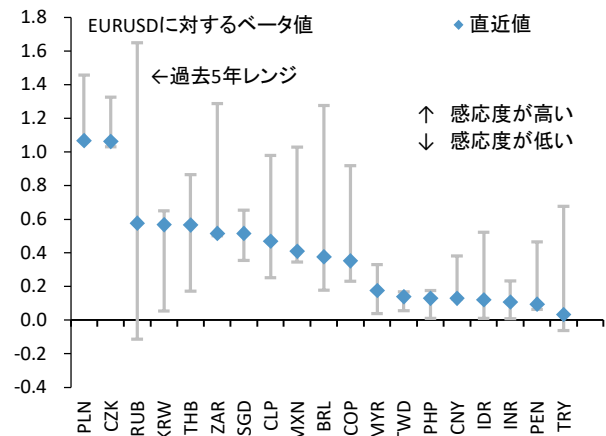
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

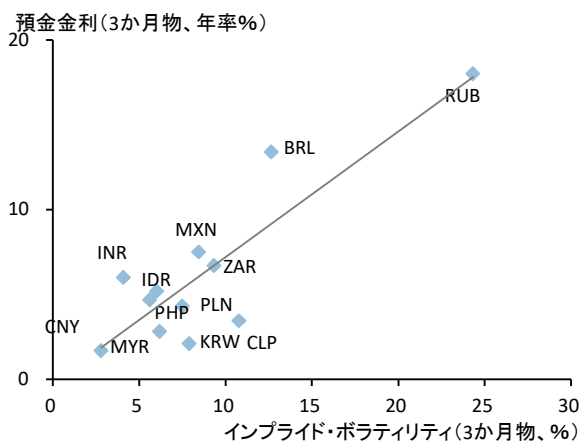
主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



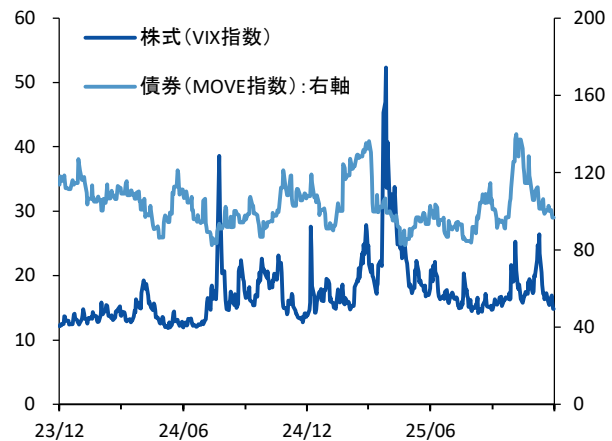
EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



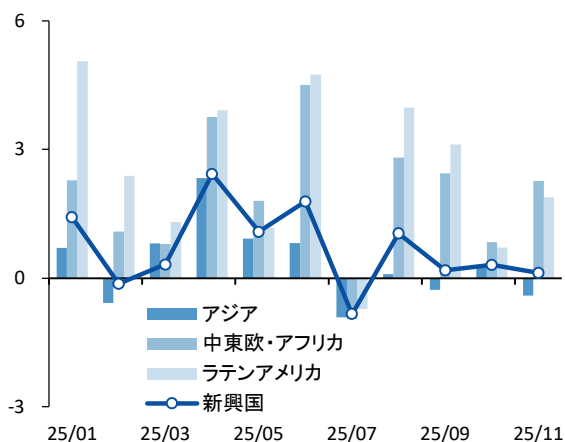
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



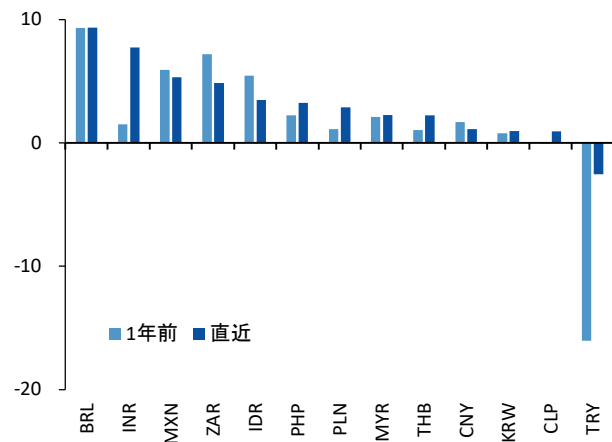
株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



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						
12月8日 (月)	中国	貿易収支	\$103.10b	\$111.68b	\$90.07b	--
9日 (火)	台湾	貿易収支	\$19.40b	\$16.08b	\$22.58b	--
10日 (水)	中国	PPI(前年比)	-2.0%	-2.2%	-2.1%	--
10日 (水)	中国	CPI(前年比)	0.7%	0.7%	0.2%	--
11日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.50%	4.50%	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)	5.3%	--	5.7%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	0.7%	--	0.3%	--
15日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	2.9%	--	2.9%	--
15日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.0%	--	4.9%	--
15日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	-2.3%	--	-1.7%	--
15日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	-0.7%	--	-1.2%	--
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	--	-11.8%	--
15日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.3%	--	3.7%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	--	16.6%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	22.2%	--
17日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.25%	--	1.50%	--
17日 (水)	インドネシア	BI-Rate	4.75%	--	4.75%	--
18日 (木)	台湾	CBC指標金利	2.00%	--	2.00%	--
18-26日	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$3440m	--
19日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.5%	--
19日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	13.0%	--	15.7%	--
19日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$706m	--
中東欧・アフリカ						
12月10日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	2.2%	2.9%	3.0%
10日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.5%	2.9%	3.1%	3.0%
10日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	6.8%	6.6%	7.7%	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-1.7%	0.2%	0.3%	1.0%
11日 (木)	トルコ	1週間レポレート	38.50%	38.00%	39.50%	--
12日 (金)	トルコ	経常収支	0.20b	--	1.11b	--
12日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	0.6%	--	0.6%	--
17日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.6%	--	3.6%	--
17日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	--	0.7%	--
18日 (木)	南ア	PPI 前年比	2.8%	--	2.9%	--
19日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	16.50%	--
ラテンアメリカ						
12月9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	3.7%	3.8%	3.6%	--
10日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.5%	4.5%	4.7%	--
10日 (水)	ブラジル	SELICレート	15.00%	15.00%	15.00%	--
11日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	0.0%	1.1%	0.8%	--
12日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-2.0%	--	-2.4%	--
15日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	2.0%	--
16-17日	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	--	2.6%	--
18日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.3%	--
18日 (木)	メキシコ	オーバーナイトレート	7.00%	--	7.25%	--
19日 (金)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$5121m	--

注: 2025 年 12 月 12 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	7.0570	7.12	7.12	7.10	7.04	6.98
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.8500	7.7821	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	83.764 ~ 89.540	90.368	89.3	88.8	87.6	85.8	85.3
インドネシアルピア	(IDR)	16079 ~ 17224	16676	16870	16650	16600	16600	16650
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ~ 1487.45	1471.81	1450	1430	1420	1400	1400
マレーシアリング	(MYR)	4.1220 ~ 4.5185	4.1073	4.20	4.14	4.09	4.08	4.07
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ~ 59.230	59.000	58.5	57.5	57.1	56.7	56.4
シンガポールドル	(SGD)	1.2698 ~ 1.3751	1.2919	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28
台湾ドル	(TWD)	28.790 ~ 33.280	31.263	31.1	30.8	30.5	30.3	30.2
タイバーツ	(THB)	31.58 ~ 34.98	31.64	32.9	32.7	32.5	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	25038 ~ 26437	26329	26450	26350	26300	26350	26450
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.0500 ~ 114.7788	79.7798	78.0	80.0	82.0	84.0	86.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.9512 ~ 19.9328	16.8592	17.2	17.4	17.6	17.8	18.0
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ~ 42.5400	42.6492	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	5.4059	5.35	5.50	5.55	5.60	5.65
メキシコペソ	(MXN)	18.2008 ~ 21.2932	18.0436	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	22.016	21.91	21.63	21.41	21.88	22.49
香港ドル	(HKD)	18.031 ~ 20.403	19.988	20.05	19.79	19.56	19.85	20.23
インドルピー	(INR)	1.644 ~ 1.848	1.721	1.75	1.73	1.74	1.79	1.84
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ~ 0.981	0.933	0.925	0.925	0.916	0.928	0.943
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ~ 10.916	10.568	10.76	10.77	10.70	11.00	11.21
マレーシアリング	(MYR)	31.951 ~ 37.986	37.947	37.14	37.20	37.16	37.75	38.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ~ 2.726	2.644	2.67	2.68	2.66	2.72	2.78
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ~ 120.76	120.40	119.45	118.64	118.20	120.12	122.37
台湾ドル	(TWD)	4.310 ~ 5.090	4.975	5.02	5.00	4.98	5.08	5.20
タイバーツ	(THB)	4.150 ~ 4.871	4.916	4.74	4.71	4.68	4.77	4.91
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5908	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	1.950	2.00	1.93	1.85	1.83	1.83
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ~ 9.203	9.221	9.07	8.85	8.64	8.65	8.72
トルコリラ	(TRY)	3.501 ~ 4.481	3.643	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	28.767	29.16	28.00	27.39	27.50	27.79
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ~ 8.613	8.621	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 12 日の 7 時 20 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。