

2025 年 12 月 19 日

The Emerging Markets Weekly

大半は小動き、INR が過去最安値を更新

新興国市場:先週 12 日のアジア時間は、特段材料がないなかまちまち。THB が上昇した一方、KRW は値を下げた。欧米時間、米金利の上昇を受けてドルが堅調で下押しされた。RUB や BRL が売られた。週初 15 日アジア時間、株式市場の軟調を受けてリスクオフムードとなり大半が小幅な値動き。KRW は韓国国民年金公団が市場の状況に応じて為替ヘッジを柔軟に活用するアプローチを取っていくと発表したことが支援材料に。他方、TWD は下落。欧米時間、米 12 月 NY 連銀製造業景気指数が市場予想を下振れるも影響は限定的。RUB や ZAR は堅調。16 日アジア時間は、AI 関連株をはじめ株式市場が軟調となって、まちまちな動き。PHP が買われるも KRW や INR は値を下げた。INR は 91.08 をつけ過去最安値を更新。欧米時間、米 11 月雇用統計の結果はまちまちとなり一時ドルが弱含む場面も見られたが、その後反発。新興国通貨は方向感ない推移となった。BRL はブラジル株式市場の軟調に連れて下落した。17 日は総じて軟調。英 11 月消費者物価指数(CPI)が市場予想を大幅に下振れたことや、株式市場の軟調が重しとなり下落。RUB は前日比▲1.5%、BRL も値を下げた。一方、INR は上昇した。18 日のアジア時間は動意の薄い展開。INR と PHP が小幅に上昇する他方、KRW と IDR は売られた。欧米時間、米 11 月 CPI をはじめ複数の米経済指標の軟化が支援材料となり、底堅い動き。CLP など中南米通貨の上昇が目立ったが、東欧通貨は終盤にかけてやや軟化した。

アジア:12 日公表のインド 11 月消費者物価指数(CPI)前年比+0.71%と前月から加速するも、市場予想を僅かに下回った。タイの下院議会は同日、解散した。ワチラロンコン国王がアヌティン首相による議会解散の要請を承認。タイ選挙管理委員会は 15 日に、総選挙を 2026 年 2 月 8 日に実施すると発表した。同日公表の中国 11 月小売売上高は前年比+1.3%と前月から減速、市場予想も下回った。同日発表の中国 11 月鉱工業生産も前年比+4.8%と前月から減速、市場予想も下振れた。タイ中央銀行(BOT)は 17 日、政策金利を▲25bp 引き下げ 1.25%にすることを決定。BOT は景気減速リスクが高まっていることを踏まえて、金融政策をより緩和的にすることで、景気支援を維持・強化していく方針を示した。インドネシア銀行(BI、中央銀行)は同日、政策金利を 4.75%に据え置くことを決定。据え置きは 3 会合連続。台湾中央銀行(CBC)は 18 日、政策金利を 2.00%に据え置くことを決定した。半導体など AI 関連産業が好調で、25 年の経済成長見通しも上方修正された。

ラテンアメリカ:チリ大統領選の決選投票は 14 日に実施され、移民の国外追放などを掲げた右派のホセアントニオ・カスト元下院議員が当選を確実にした。カスト新大統領は 2026 年 3 月 11 日に就任し、任期は 4 年となる。メキシコ中央銀行(Banxico)は 18 日、政策金利を▲25bp 引き下げ、7.00%にすることを決定した。利下げは 12 会合連続となったが、26 年にかけて利下げペースは減速する見込みである。

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(メキシコ)

アジア諸国に対する輸入関税賦課を決定～ 対米交渉本格化に備える～

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

メキシコ上院は 12 月 10 日、FTA 未締結国を対象とした輸入関税賦課を盛り込んだ一般輸出入税法改正案を可決した。対象国は中国やインドなどアジア諸国がメインになっている一方、米国・カナダ・EU・日本などは対象外だ。2026 年 1 月施行予定で、自動車・部品には最大 50%、平均的には 35%の関税が 1400 品目以上に課される。国内生産拡大と自動車・繊維産業の保護が目的とのことだが、実際には今後本格化すると見込まれる対米通商交渉に向けた布石だろう。メキシコは消費財や中間財の多くをアジアに依存するため、国内物価押し上げの懸念がある。メキシコ中銀は利上げ路線へ転換するわけにもいかないから、実質政策金利低下を通じた通貨安リスクに警戒が必要だ。

アジア諸国に対する輸入関税賦課を決定

12 月 10 日、メキシコ上院は一般輸出入税法 (LIGIE) の改正案を賛成多数で可決した。評決は、賛成 76、反対 5、棄権 35 であった。この改正案は、通商条約 (FTA) を結んでいない国に 関税賦課対象を限定していることが特徴的である。よって、USMCA を締結している米国やカナダは対象外だし、EU や日本も同様である。他方で、中国・インド・韓国・タイ・ベトナムなどは対象となっており、事実上、中国を中心にアジアをターゲットにしている。実際、各種報道でも「アジア向け」「中国向け」と記載されている。施行は 2026 年 1 月 1 日の予定。

改正案の概要を説明しよう(図表 1)。対象品目は実に 1463 に上り、関税率は品目に応じて 5～50%に設定されている。平均的な関税率は、35%である。特に、自動車および自動車部品には 50%の最高関税率が設定されており、国として同分野を強く意識していることがわかる。財務省によれば、2026 年度には約 520 億 MXN の追加歳入が見込めるとのことだ。そもそも、同改正案は 9 月に明らかにされていたが、ビジネス界からの反発が強く、下院での大幅な修正が行われた経緯がある。本改正案は、国内生産の拡大と自動車・繊維産業の保護が目的とのことだが、実際には今後本格化すると見込まれる対米通商交渉に向けた布石だろう。この点は後述する。

対米交渉への布石？

本改正案の真の目的は、米トランプ政権に向けたパフォーマンスである可能性が高い。今後 USMCA 見直し協議が本格化するはずで、特にトランプ米大統領は、メキシコを「中国製品の裏口 (バックドア)」と批判していた経緯を踏まえると、厳しい交渉が予見される。実際、メキシコの自動車等の輸入し占める中国のシェアは、それ以外の品目に比べて大きく水準を切り上げており同氏の指摘も頷ける(図表 2)。

ただでさえ USMCA の効果もあって、米平均実効関税率はメキシコに対しては極めて低水準で、尚且つ USMCA の適用率も 7 月以降跳ね上がっている(図表 3、4)。今回、自動車産業、特に中国をターゲットにした関税政策を打ち出すことで、米トランプ政権へのコミットメントを示す狙いがあるだろう。

懸念される国内物価への悪影響

とはいえ、やはり国内物価への影響は気がかりだ。メキシコは、消費財や中間財の多くをアジアからの安価な購入に頼っている。米国ほど最終消費地としての魅力があるわけではないので、(日本の自動車産業がそうしたように)輸出企業が気を使って値下げで対応してくれない可能性が高い。米国では、既に財分野で関税由来の物価押し上げが確認されているが、メキシコのケースでは押し上げ効果はより大きくなるかもしれない。

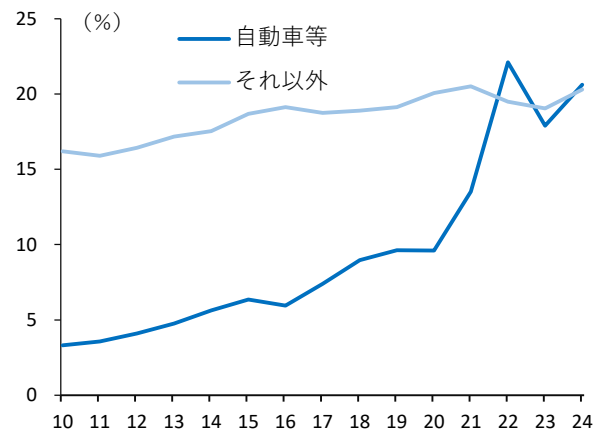
ただでさえ、メキシコ中央銀行(Banxico)の予測に基づけば、消費者物価指数(CPI)の伸び率が中銀目標に収束するのは、2026年の7~9月期だ。アジア諸国に対する輸入関税賦課は、これを遅らせる可能性がある。今まで Banxico は利下げを続けており、特に2026年の利下げ余地はそもそも限定的とみられていた。利上げへの転換はまずもってあり得ないので、もし関税由来で物価の伸びが押し上げられる場合、実質政策金利は低下することになる。決め打ちはできないが、関税由来の通貨安に警戒したいところだ。

図表 1: 一般輸出入税法(LIGIE)の改正案の概要

対象品目数	1463
最大関税率	50%
平均的関税率	35%
予想年間増収	520億MXN

出所: メキシコ財務省、各種報道、みずほ銀行

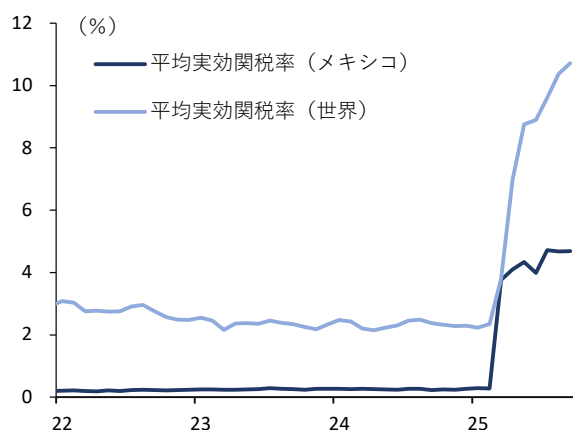
図表 2: メキシコの輸入に占める中国のシェア



出所: UN Comtrade、Macrobond、みずほ銀行

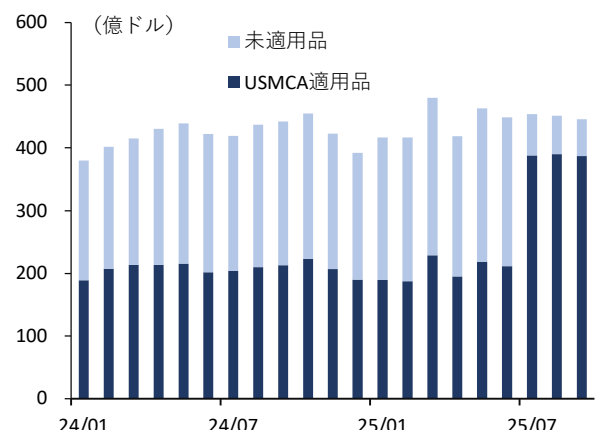
※自動車等は、HSコード87を対象にした

図表 3: 米平均実効関税率の推移



出所: 米商務省、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 米国のメキシコからの輸入額推移



出所: 米商務省、米国際貿易委員会、Macrobond、みずほ銀行

市場概観(中国)

対照的な結果となった内需・外需関連の経済指標

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

貿易黒字は1兆ドル超えも、内需関連指標は軟調な結果に

25 年中国の貿易黒字は過去最大を更新する見込みだ。11 月貿易収支は+1117 億ドルを計上、市場予想の+1031 億ドルを上回った(図表 1)。1～11 月の累計では+1.1 兆ドルの黒字となっており、前年の+9926 億ドルを上回っている。国別での実績を見ると、やはりトランプ関税の発動が意識される中で、米国向けの輸出が伸び悩んだが、ASEAN をはじめアジア、中南米、アフリカへの輸出増加分で補った格好である(図表 2)。11 月までの比較では輸出は前年同期比+5.2%増加したのに対して、輸入は同▲0.1%と前年割れになっている。貿易収支の内容を見る限り、輸出が伸びたのは事実であるが、内需の停滞により輸入の伸びが限定的であったことも推察される。

内需関連指標に目を向けると、やはり軟調な内容が目立った。11 月小売売上高は前年比+1.3%と市場予想の同+2.9%を大きく下回った(図表 3)。昨年同時期に消費財購入の補助金支給を開始したという一過性要因にも影響されたが、1 年が経過し、その効果にも限界が出てきつつあるとの指摘も見られた。不動産投資についても年初来で前年比▲15.9%とマイナスでの推移が継続している(図表 4)。また、不動産に限らず、それ以外の固定資産投資状況を見ても、減速傾向が強まっており、投資の面からも需要の弱さが窺える。

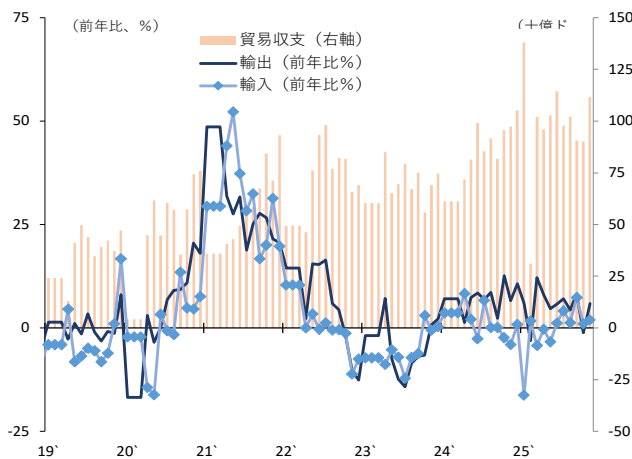
財政政策・金融政策の大枠は変わらず

上記の結果を踏まえて、景気押し上げ支援の必要性は改めて強まっている状況だ。一連の経済指標公表を前に、中国共産党は中央政治局会議を開催していたが、来年の経済政策について、「内需主導を堅持し、強固な国内市場を構築する」ことが最優先課題として挙げられた。その一環として「新質生産力(新たな質の生産力)」の育成にも注力する方針が示されており、AI や DX などの分野で西側諸国に追随していく意図がくみ取れる。外需部門については、「貿易紛争の調整を強化する」と説明しており、対米貿易摩擦の再燃に伴う輸出の落ち込みが警戒される中でも、ASEAN 諸国をはじめとする周辺国との自由貿易体制を維持・推進していくことが示唆された。財政政策に関しては今年と同様に「より積極的」な姿勢を維持し、金融政策についても、「適度に緩和的」と従来の姿勢を踏襲した。一方で、土地使用権売却収入の減少に伴う地方政府の財政悪化など、中国経済の先行き懸念となっている項目については「積極的かつ着実に解消する」と言及したものの、具体的な対応については来年 3 月の全人代で示されることとなりそう。今回の会合を見る限り、中国の財政・金融政策については従来の方針継続と読んで差し支えなさそうだが、中国経済の停滞感が意識される状況下、それらの規模も含めて市場の注目度は高まっている。

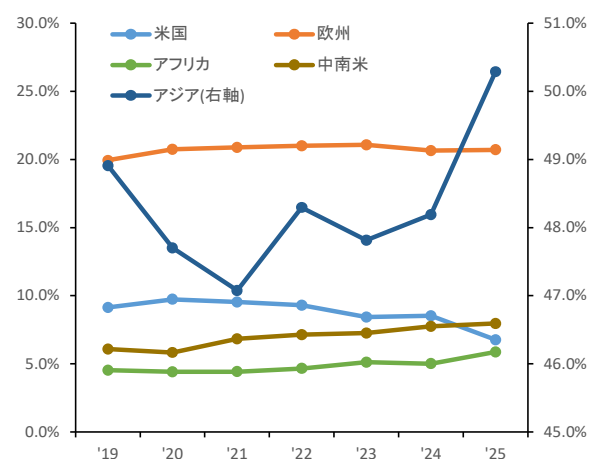
年初来高値圏の推移が続く CNY、当局は一定程度の CNY 高を容認か

中国経済に関する先行き不透明感は払拭しきれないものの、CNY 相場は断続的に高値を更新する状況が続いている(図表 5)。12 月 FOMC にて米国が利下げ継続となったことで段階的な金利差の縮小が確認されるが、26 年以降の利下げペースは減速が見込まれる中で、両国の金利差縮小も近い将来に一巡する可能性は否めない。一方で、足許の CNY 高を支えている要因が中国人民銀行(PBoC)の基準値設

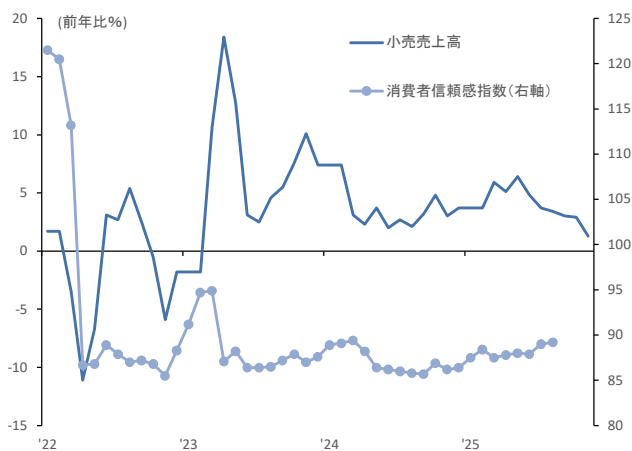
定が CNY 高方向に設定されている点であろう。具体的には、日々の基準値設定の際に相場の過度な変動を抑えることを目的として逆因子要因 (Counter-Cyclical Factor、以降 CCF と表記) を導入している。CCF による調整の実態は定かではないものの、この CCF の活用状況で PBoC の意向を推し量ることができる。ブルームバーグが算出した推計値の推移を確認すると、実勢レートが CNY 安方向に動いた際には特に CCF を用いて CNY 高方向の修正を施していることが確認できるが、CNY 高が続いた 11 月中も一定程度 CNY 高方向の修正を続けていた (図表 6)。もっとも、12 月に入ると一転して CNY 安方向への修正が入っていることも確認でき、これらの点を勘案すれば、PBoC の CNY 高許容範囲は本日の実勢レート近辺になるのかもしれない。先述の通り、中国経済が外需依存の様相が強まっている以上、行き過ぎた CNY 高にはけん制が入るはずであり、CNY の上値は限定的であると考えている。かかる中、本欄では年末までの想定レンジを対ドルで 7.04~7.15 と予想する。

図表 1: 貿易収支の動向


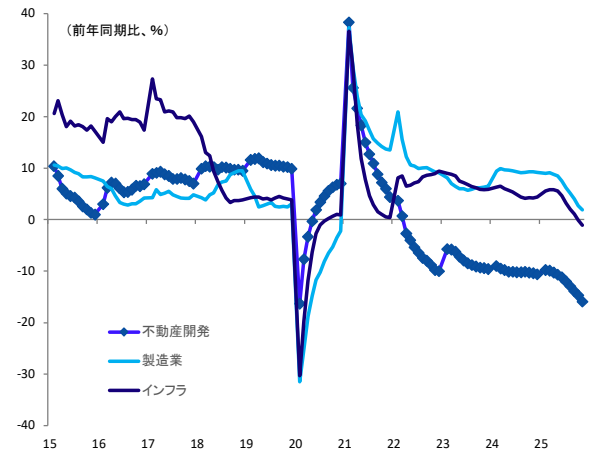
出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均

図表 2: 地域別輸出実績 (前年比%)


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 注: 25 年は 10 月までの実績

図表 3: 小売売上高と消費者信頼感指数


出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 固定資産投資の状況


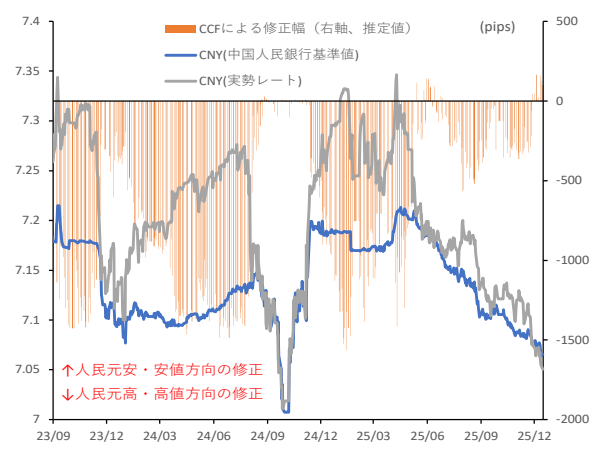
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: CNY と対米金利差の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: CNY 基準値と逆因子要因(CCY)による調整状況



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(タイ)

12 月金融政策委員会～景気減速懸念を踏まえ利下げを再開

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

タイ中央銀行(BOT)は17日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の1.50%から1.25%に引き下げた(図表1)。利下げは7人のメンバーの全会一致となった。BOTは今年に入り累計で▲100bpの利下げを実施しており、ブルームバーグの事前予想でも利下げの予想が有力であった。

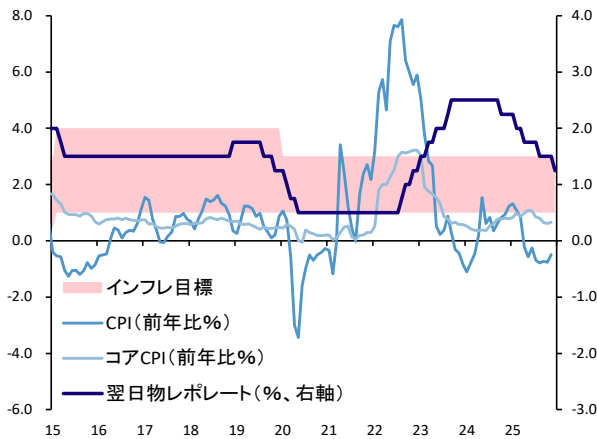
声明文では来年以降の成長率鈍化に警戒感を示した。具体的には、内需の停滞やトランプ関税発動に伴う財輸出の鈍化、観光業の持ち直しが遅れている点に言及した。タイ経済は25年に+2.2%(前年比、以下同様)、26年に+1.5%、27年に+2.3%の成長を見込んでいるが、先述の要因に加えて、南部の洪水による一過性の要因もタイ経済の重しとなるとの見方を示している。観光業については、中国人観光客の訪問が減少している状況が確認されるが、26年は今年の着地見込みである440万人から600万人に増加すると予測しており、観光業全体の持ち直しに期待感を示している(図表2)。26年の成長予想が低水準となっている背景としては、政治の先行き不透明感も強く影響していると見られる。12月中旬にはアヌティン首相が議会を解散する方針を示しており、当初想定よりも前倒しで総選挙が実施される見通しとなっている。今年夏場から実質的に政治が機能しない状況が続いており、こうした状況を早期に脱却できるかも景気成長のポイントになりそうだ。

物価情勢について、物価動向について、直近11月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.5%、生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+0.7%となった(図表3)。総合CPIについては、8か月連続でマイナス圏を推移しており、BOTはインフレ見通しを25年が▲0.1%、26年が+0.3%、27年が+1.0%へと下方修正した。総合CPIは27年前半までに徐々に目標レンジに戻ると予想されているものの、エネルギー価格の下落や政府による補助金、内需の弱さがインフレ下押し材料となりそうだ。一方で、コアCPIは25年、26年ともに+0.8%、27年は+1.0%とプラスを維持する見込みである。

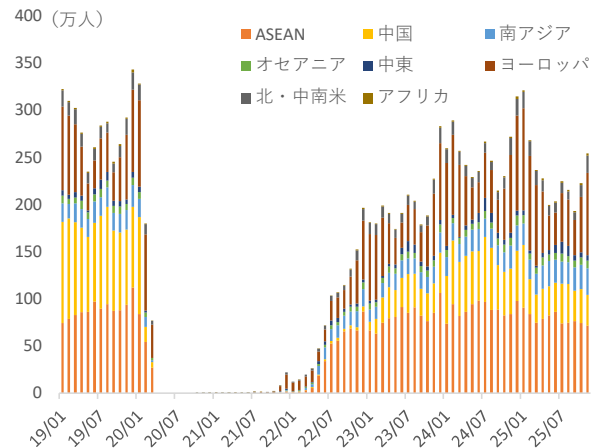
かかる中、BOTは景気減速リスクが高まっていることを踏まえて、金融政策をより緩和的にすることで、景気支援を維持・強化していく方針を示した。今後についても、金融リスクを監視しながら、経済・物価の見通しの変化に柔軟に対応していくことを強調した。なお、前回10月会合からセタプット前総裁からウィタイ新総裁に総裁が交代しているが、過去の経歴から金融緩和を要求してきた政府との関係は深いとの見方もあり、BOTが早期の利下げ再開をするとの予想が優勢だった。今回はこうした市場の想定に合致した政策決定となり、今後も追加利下げの期待も出て来るだろうが、1.25%という政策金利水準を加味すれば利下げの幅も徐々に限られているのも事実である。こうした状況を踏まえれば、26年に入っても連続的な利下げが実施されると断定するのも早計と考えており、あくまでデータ次第で追加利下げは検討されるだろう。

足許のTHB相場に目を向けると、軟調な景気・物価状況にありながらも底堅い動きが続いているというのが正直な印象だ。THBの堅調推移には、米国の利下げ継続や金価格の上昇を要因として指摘する声も強い(図表4)。BOTもこうした状況を認識の上で、金取引に関して規制を強化することを財務省へ要請したことが、会合後

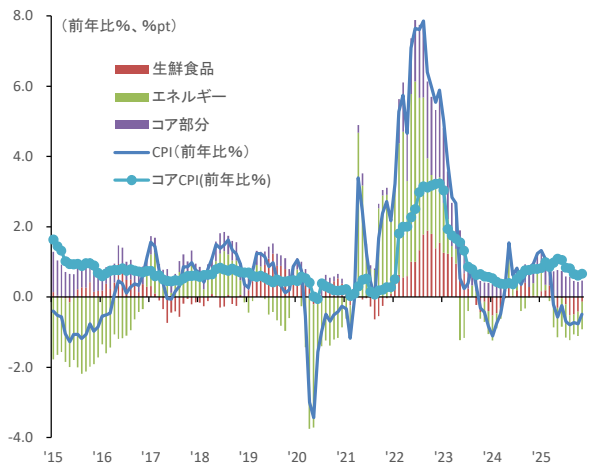
に判明している。これ以外にも、THB の動向をより厳格に監視し、THB に大きな上昇圧力があつた際には THB 高を抑制する処置を取ると言及し、通貨高に対する警戒感を強めている。景気が外需頼みになっている状況下、為替を THB 安方向に調整していくために今回の利下げは正当化されたとも読める。しかし先行きについて、国内経済の更なる減速や政情の不安定化など複数の不安材料を抱えている中で、積極的には買われにくいと予想しており、特に 26 年 1～3 月期については後者の動向にはより注意を払いたい。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率


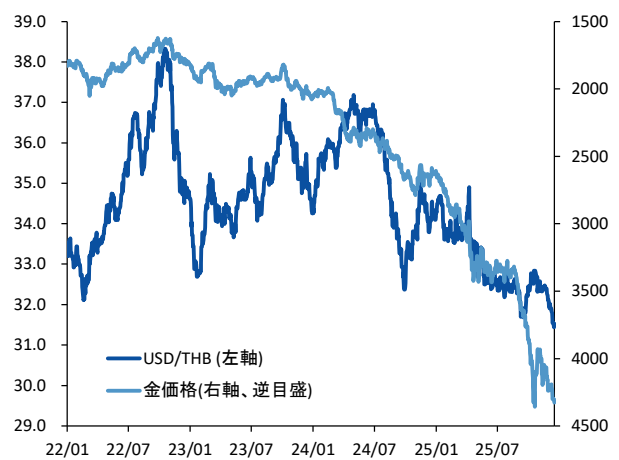
出所: BOT、ブルームバーグ、みずほ銀行

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: 消費者物価指数の動向


出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: THB 相場と金価格の動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(インドネシア)

12 月金融政策会合～緩和姿勢は維持も、IDR 支援のため据え置き～

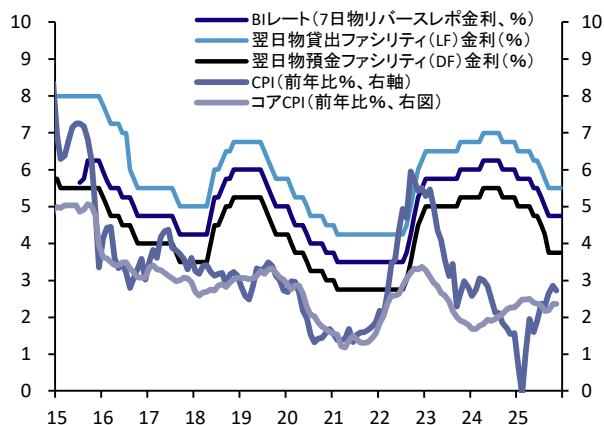
国際為替部
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

物価動向を見ると、11 月の消費者物価指数(CPI)は+2.72%(前年比、以下同様)と 10 月の+2.86%から伸びが鈍化し、市場予想の+2.75%を僅かに下回った(図表 3)。8 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 10 月から横ばい推移となり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といえよう。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、コアインフレ率の先行きに関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。

最新の経済動向に関して、製造業 PMI や消費者信頼感などは底入れし、回復基調が見て取れる(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 年の成長率見通しは+4.7%～5.5%を維持し、2026 年は+4.9%～5.7%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るとした。先行きに関して世界経済の不透明感が強く、経済の鈍化が継続すると見込まれるなか、国内経済の耐性を強化し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据え置きを決定した。なお、今までの利下げ効果が銀行の貸出金利に十分に波及していないことへの懸念は引き続き示している。

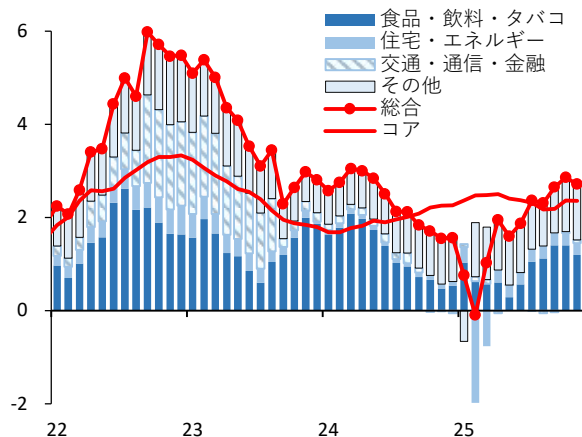
以上を踏まえペリー総裁は、今回の据え置き決定は「世界的な不確実性が高いなか、IDR の安定を維持する取り組みの一環」と理由を説明し、IDR の下支えを優先する姿勢を示した。成長率が良好で、インフレも低位で推移しているなか、IDR 防衛及び今までの利下げの効果を見極めるため様子見姿勢を示し、据え置きを決定したのだろう。先行きに関しては 2025 年および 2026 年のインフレ予想が目標内の低水準を維持し、経済成長の更なる促進のため、引き続き利下げ余地を探ると追加利下げに含みを持たせた。月ごとに、インフレ、IDR の安定、経済成長を評価し緩和規模と時期を評価するとした。IDR 安やインフレ再燃が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 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


出所: インドネシア銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

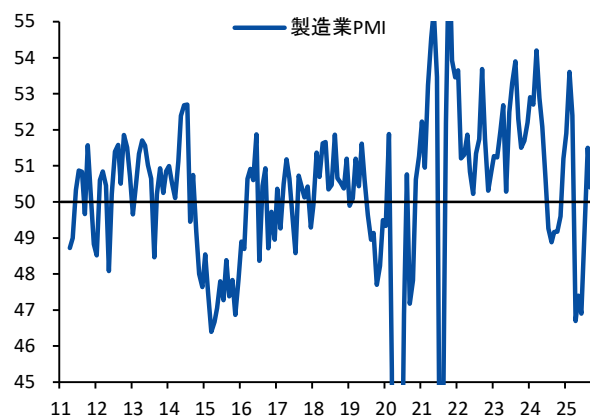
注: 2025 年 2 月の CPI は前年比▲0.09%

図表 3: 消費者物価の動向(前年比%, %ポイント)


出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 2: IDR 相場と米金利の動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI の推移(中立水準=50)


出所: S&P Global、みずほ銀行

市場概観(メキシコ)

Banxico は利下げ路線を一時停止、様子見姿勢へ

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

メキシコ中央銀行(Banxico)は 12 月 18 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を▲25bp 引き下げ、7.00%にすることを決定した(図表 1)。市場予想通りであり、決定は多数決で、ヒース副総裁は前回会合から引き続き据え置きを支持した。利下げは 12 会合連続。

懸案のインフレ動向について Banxico は、直近の伸びの上昇を強調した。物価動向に関し、9 日に公表された 11 月消費者物価指数(CPI)は、+3.80%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.70%および前回の+3.57%を上回った(図表 2)。7 月以降、目標レンジ(前年比+3%±1%)には収まって推移している。一方でコアベース(+4.28%→+4.43%)は高止まりが続いており、基調的物価の情勢はなお厳しい。かかる中 Banxico はインフレ見通しに関し、総合・コアベース双方を僅かに上方修正した(図表 3)。総合・コアベース双方で、2025 年 10~12 月期から 2026 年 4~6 月期にかけての見通しが上方修正されている。もっとも、総合ベースのインフレ率が目標近傍に達する時期に関しては、2026 年 7~9 月期で不変である。見通しのリスクバランスが上方へ傾いている旨の判断に変化はなかったが、過去のバイアスに比べれば改善している認識も同時に示された。なお、今回会合の声明文では、「財政調整」に関する言及も見られた。来年 1 月から施行される予定の、アジア向けの輸入関税賦課のことを指しているのだろう(*1)。Banxico はこの関税措置に関し、「物価への影響は一時的と推定」「追加的情報が入り次第(予測に)組み込む」と記載されている。今のところ、関税が要因で政策金利のパスが変わる可能性は高くないとみられる。

かかる中で Banxico は、「利下げサイクルの継続が適切」と述べ、利下げ継続の理由を説明した。インフレへの警戒がむしろ強まっている中での利下げ判断として、声明文を読む限り、「為替レート」「国内経済の軟調さ」などが大きく寄与した可能性が高い。特に、景気認識に関しては「10~12 月期の経済活動は引き続き軟調」と言及されている。実際、先行指標を見る限り、今四半期の成長率も弱そう(図表 4)。これらの要素を考慮に入れ、Banxico は利下げを継続したのだろう。

以上、Banxico は利下げを継続した。先々の決定に関し声明文では、「追加的な政策金利調節のタイミングを評価する」としている。12 月 FOMC でも見られた通り、「タイミング」は明白なキーフレーズである。これは、利下げの連続性を排除するものである。更に、「追加的」という表現は、残された利下げ余地が大きいことを示唆している。即ち上記のフォワードガイダンスは、Banxico が利下げ路線を一時停止し、様子見姿勢へ移行したことを意味している。筆者は、従前より 2026 年初頭における利下げペース鈍化を想定していたので、今回のフォワードガイダンス修正にも驚きはない。

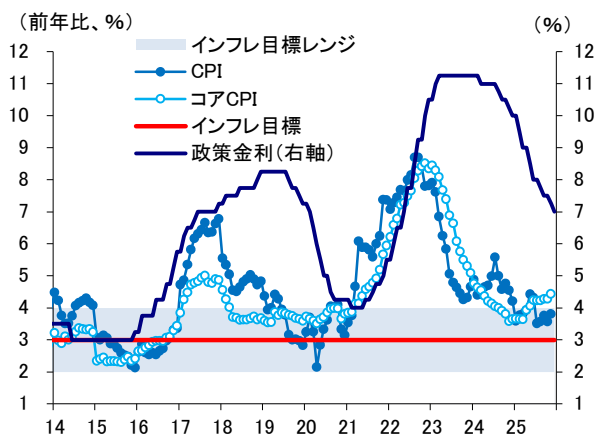
例えば、政策金利から 1 年先期待インフレ率を差し引いた短期実質政策金利は 11 月時点で 3.33%となっており、Banxico の想定する中立実質政策金利のレンジ(+1.8%~3.6%)に収まっている(図表 5)。今回会合の▲25bp で、更にレンジ中央値(+2.7%)に接近することになる。以上の要素に鑑み、政策金利は 2026 年 12 月末時点で 6.50%と想定する。これでも中立水準推計レンジの中央値付近に達する程度と思われるので、米関税政策の動向に鑑みれば、政策金利見通しのリスクバランス

は下向きだ。

12 月に入ってから 12 月金融政策決定会合までの MXN 相場は上昇し、18.0 を挟んで推移している(図表 6)。対米関係の改善期待、Banxico のハト派姿勢後退期待などが支えになった。年末にかけての MXN 相場は、上値重い推移を想定する。確かに Banxico の姿勢は分かりやすく変わったが、内需が軟調なことは事実だ。輸入関税賦課によるインフレ圧力が一時的だったとしても、その間実質的な引き締め効果は低減されるから、通貨安の思惑が台頭しても不思議ではない。更に、対米関税交渉に関するムードは過度に楽観的であり、今後は揺り戻しに警戒すべき局面とも考えている。

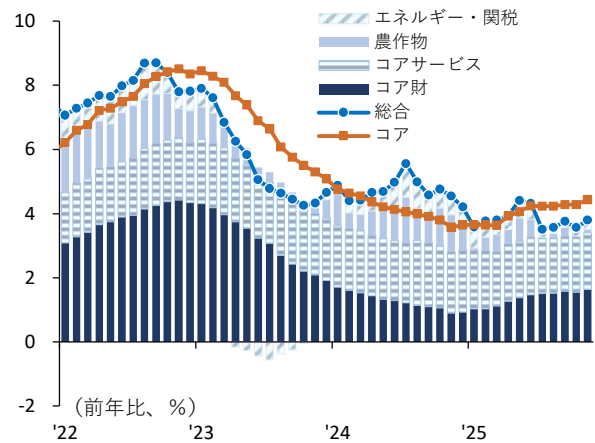
(*1)詳細は、本稿 2～3 頁をご参照ください

図表 1: 政策金利とインフレ率



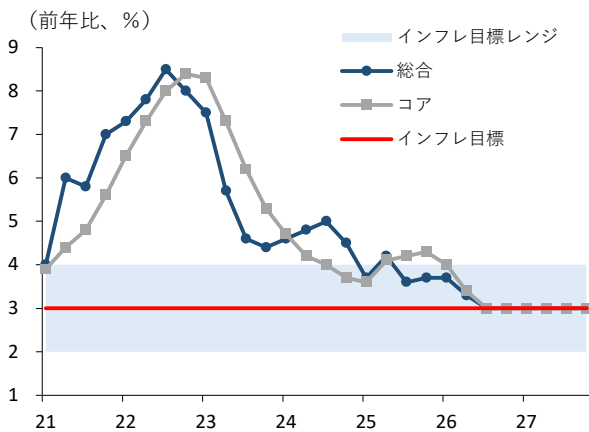
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 消費者物価指数の推移



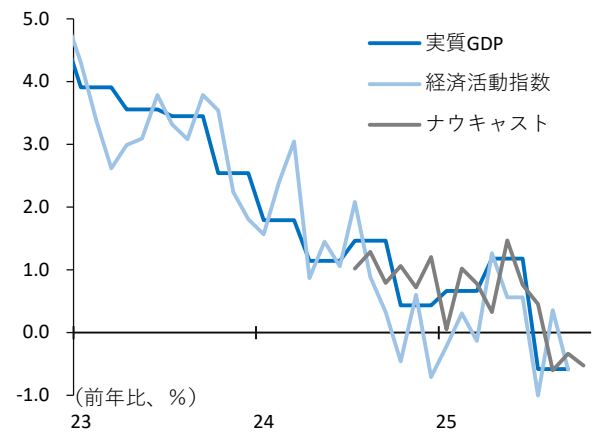
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 3: Banxico の CPI 見通し(12 月会合時点)

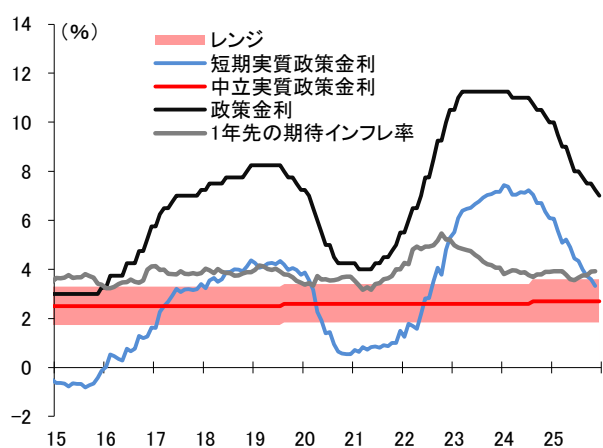


出所: Macrobond、みずほ銀行

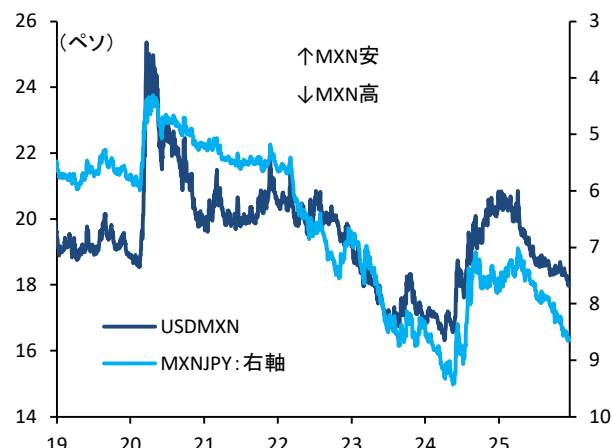
図表 4: 実質 GDP 成長率とその代理変数



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 5: Banxico が想定する中立実質政策金利


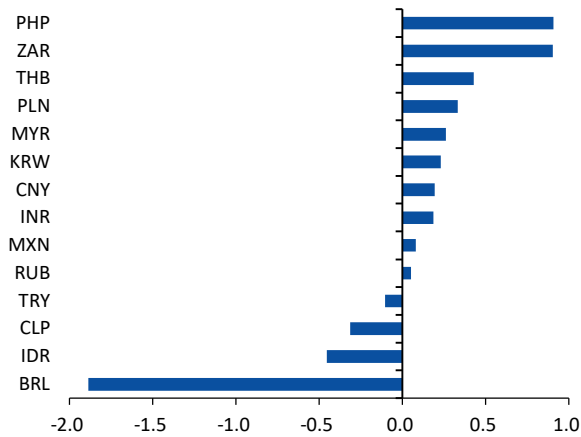
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 6: MXN 相場


出所: Bloomberg、みずほ銀行

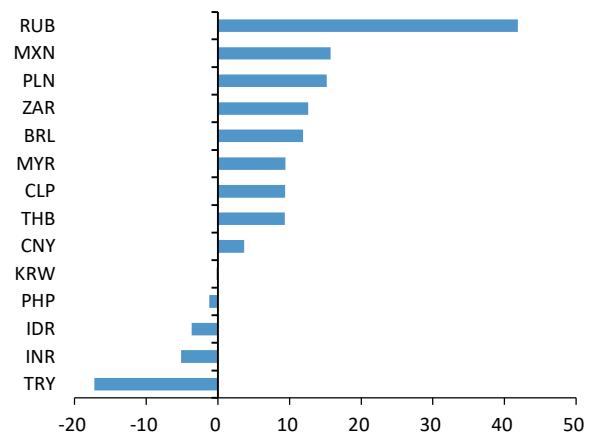
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



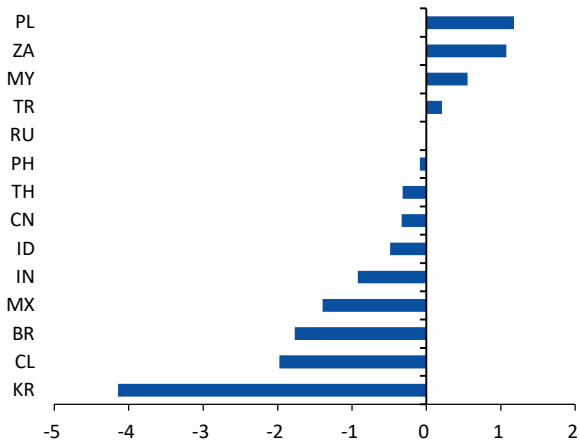
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



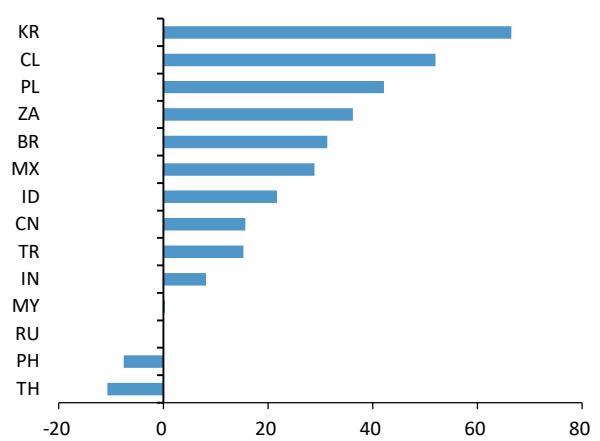
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



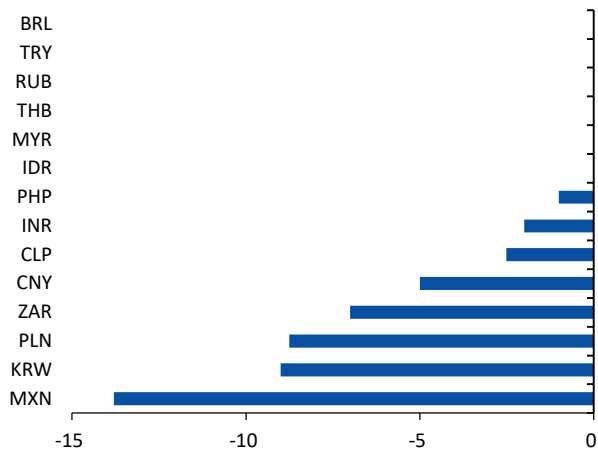
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

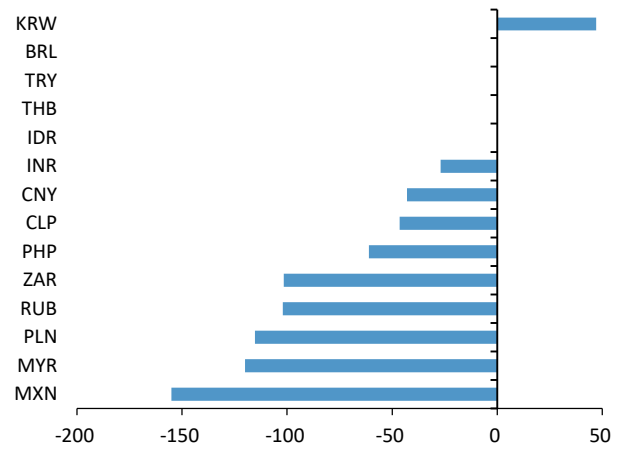
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

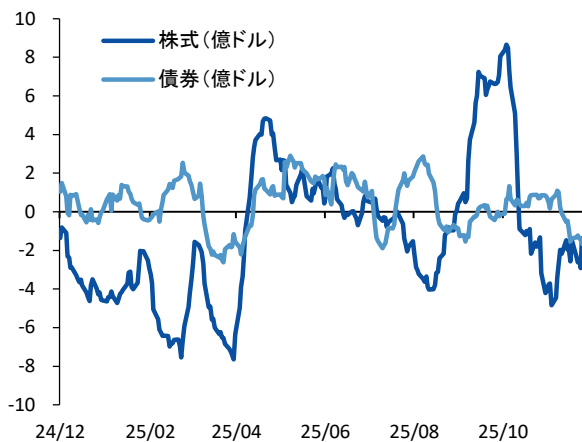


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

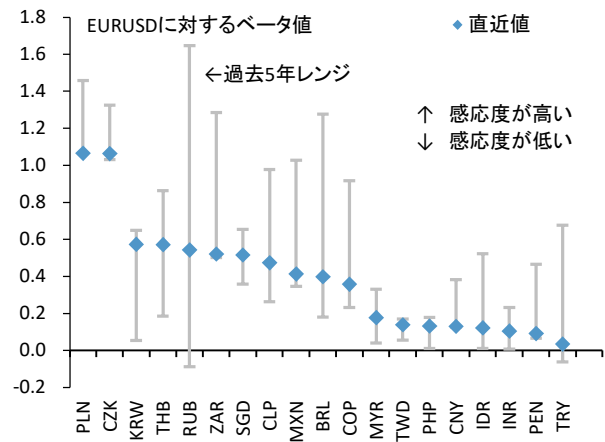
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

チャート集

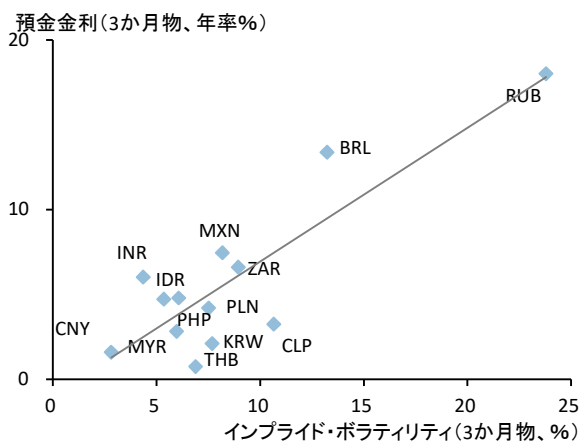
主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



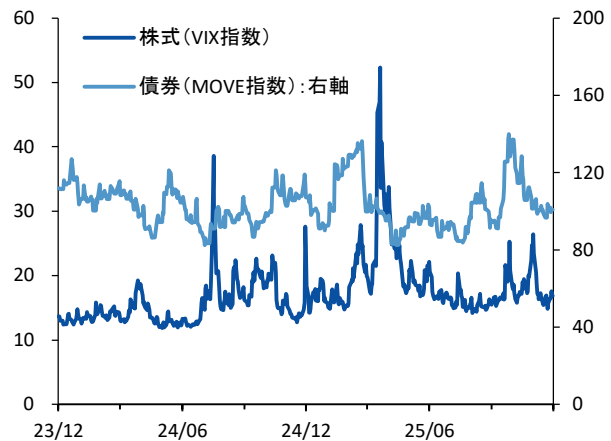
EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



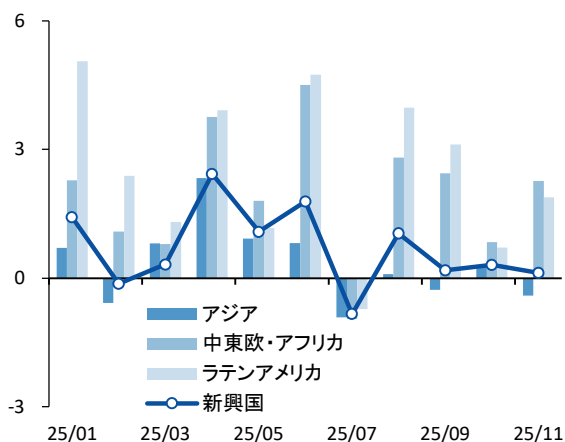
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



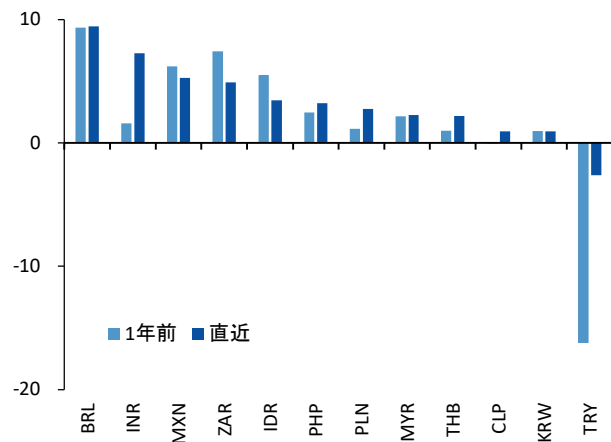
株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



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15日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	2.9%	1.3%	2.9%	--
15日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.0%	4.8%	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%	-2.6%	-1.7%	--
15日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.5%	3.0%	3.7%	--
15日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	-0.7%	-0.3%	-1.2%	--
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	19.4%	-11.8%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	-1.9%	16.6%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	6.8%	11.6%	22.2%	21.7%
17日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.25%	1.25%	1.50%	--
17日 (水)	インドネシア	BI-Rate	4.75%	4.75%	4.75%	--
18日 (木)	台湾	CBC指標金利	2.00%	2.00%	2.00%	--
19日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	1.9%	1.5%	1.6%
19日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	11.6%	--	15.7%	--
19日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$706m	--
22日 (月)	中国	1年貸出プライムレート	3.00%	--	3.00%	--
22日 (月)	マレーシア	CPI(前年比)	1.5%	--	1.3%	--
22日 (月)	台湾	失業率	--	--	3.3%	--
23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	1.2%	--
23日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	25.1%	--
23日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	11.2b	--
24日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	--	112.4	--
24日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	14.5%	--
24-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	12.2%	--
25日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1242m	--	-\$3440m	--
26日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3828m	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	29.1%	--
中東欧・アフリカ						
12月17日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.6%	3.5%	3.6%	--
17日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	-1.1%	0.7%	--
18日 (木)	南ア	PPI 前年比	2.8%	2.9%	2.9%	--
19日 (金)	ロシア	主要金利	16.00%	--	16.50%	--
22日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	4.3%	--
24日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.1%	--
25日 (木)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	100.8	--
25日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	--	74.4%	--
ラテンアメリカ						
12月15日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	0.7%	0.4%	2.0%	2.2%
15日 (月)	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	4.2%	2.6%	--
18日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	3.0%	3.4%	3.3%	--
18日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	7.00%	7.00%	7.25%	--
19日 (金)	ブラジル	経常収支	-\$5000m	--	-\$5121m	--
22日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	0.7%	--
23日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	4.5%	--
23日 (火)	メキシコ	貿易収支	--	--	606.1m	--
24日 (水)	メキシコ	失業率(季調前)	--	--	2.6%	--
26日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	6914b	--

注: 2025 年 12 月 19 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	7.0413	7.12	7.12	7.10	7.04	6.98
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.8500	7.7808	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	83.764 ~ 89.540	90.255	89.3	88.8	87.6	85.8	85.3
インドネシアルピア	(IDR)	16079 ~ 17224	16723	16870	16650	16600	16600	16650
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ~ 1487.45	1477.00	1450	1430	1420	1400	1400
マレーシアリング	(MYR)	4.1220 ~ 4.5185	4.0842	4.20	4.14	4.09	4.08	4.07
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ~ 59.230	58.570	58.5	57.5	57.1	56.7	56.4
シンガポールドル	(SGD)	1.2698 ~ 1.3751	1.2900	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28
台湾ドル	(TWD)	28.790 ~ 33.280	31.540	31.1	30.8	30.5	30.3	30.2
タイバーツ	(THB)	31.58 ~ 34.98	31.43	32.9	32.7	32.5	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	25038 ~ 26437	26324	26450	26350	26300	26350	26450
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.0500 ~ 114.7788	79.9663	78.0	80.0	82.0	84.0	86.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.9512 ~ 19.9328	16.7258	17.2	17.4	17.6	17.8	18.0
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ~ 42.5400	42.8069	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	5.5222	5.35	5.50	5.55	5.60	5.65
メキシコペソ	(MXN)	18.2008 ~ 21.2932	17.9962	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	22.103	21.91	21.63	21.41	21.88	22.49
香港ドル	(HKD)	18.031 ~ 20.403	20.015	20.05	19.79	19.56	19.85	20.23
インドルピー	(INR)	1.644 ~ 1.848	1.725	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	10.545	10.76	10.77	10.70	11.00	11.21
マレーシアリング	(MYR)	31.951 ~ 37.986	38.128	37.14	37.20	37.16	37.75	38.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ~ 2.726	2.662	2.67	2.68	2.66	2.72	2.78
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ~ 120.76	120.72	119.45	118.64	118.20	120.12	122.37
台湾ドル	(TWD)	4.310 ~ 5.090	4.937	5.02	5.00	4.98	5.08	5.20
タイバーツ	(THB)	4.150 ~ 4.871	4.954	4.74	4.71	4.68	4.77	4.91
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ~ 0.6253	0.5909	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	1.948	2.00	1.93	1.85	1.83	1.83
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ~ 9.203	9.311	9.07	8.85	8.64	8.65	8.72
トルコリラ	(TRY)	3.501 ~ 4.481	3.635	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	28.200	29.16	28.00	27.39	27.50	27.79
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ~ 8.613	8.652	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 19 日の 9 時 50 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。