

2025 年 10 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国：米利下げ再開はどこまで説得力を持つか	2
中国：年末に向けた CNY 上昇の持続性は？	3
インド：米 H-1B ビザ発給厳格化を巡る誤解	4
インドネシア：財政と中銀独立性への懸念が重し	5
韓国：輸出は予想外の健闘が続くも、楽観出来ず	6
マレーシア：BNM の年内追加利下げの確度は低い	7
フィリピン：大規模な抗議デモが PHP の重しに	8
シンガポール：10 月 MAS 会合は現状維持が基本線	9
タイ：政情不安が再燃、来年に総選挙実施へ	10
ロシア：追加制裁の有無が最大の焦点	11
南アフリカ：米利下げ開始で堅調	12
トルコ：利下げ継続と CHP 裁判の行方が焦点に	13
ブラジル：BCB は 2 会合連続で据え置き	14
メキシコ：内外情勢の変化を受け利下げを継続	15
為替相場見通し	16

国際為替部

シニアマーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

Mizuho Securities Asia Limited

シニア中国エコノミスト

Serena Zhou

serena.zhou@hk.mizuho-sc.com

アジア・オセアニア資金部

チーフエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト

Tan Boon Heng

boonheng.tan@mizuho-cb.com

欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

新興国：米利下げ再開はどこまで説得力を持つか

シニアマーケット・エコノミスト

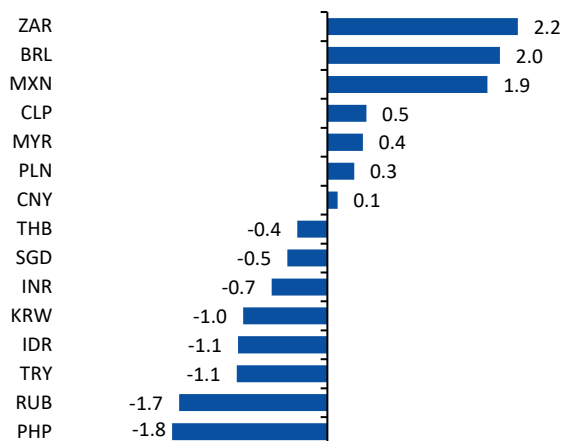
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

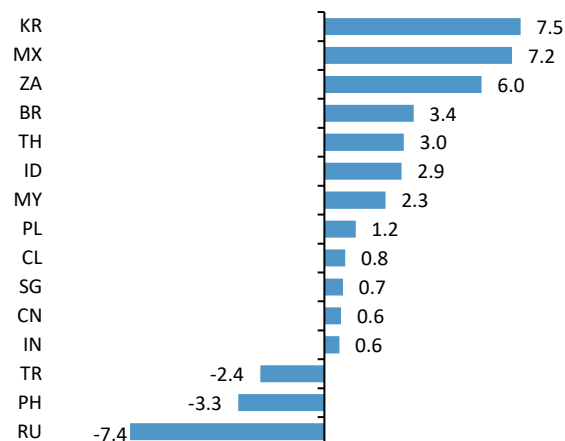
- 9 月の新興国通貨は強弱まちまちの動き。金価格上昇などもあり資源国通貨の健闘が目立った。月前半は米雇用統計をはじめ複数の経済指標の軟化を受けて、米利下げ期待が強まった。注目の FOMC では、利下げの再開が決定され一時ドル売りで反応も、その後ドルは反発。月後半から月末にかけては、トランプ政権による医薬品関税強化や米予算案を巡る一部政府機関の閉鎖懸念といった報道が交錯した中で揉み合いとなり、方向感を欠く動きになった。
- 9 月 FOMC では▲25bp の利下げを決定し、9 か月ぶりに利下げが再開された。しかし、パウエル議長の講演内容や最新のドットチャートの内容を勘案すれば今回の利下げ再開を受けて、FRB がハト派に急旋回したとは言い難い。
- 市場の反応も直近数か月の米国の経済指標の落ち込みから利下げ期待が高まっていたこともあり、新興国通貨の上昇幅は限定的となった。また、FRB は高インフレ持続を警戒する姿勢を維持している。月末にかけて好調な米国指標を背景にドルが反発したのも、市場が FRB のハト派旋回を確信していないことを示唆しているように映る。ドットチャートに話を戻せば、今回市場が年内 3 回までの利下げを織り込んだ点は重要であると考えており、これ自体は新興国通貨の支援材料となり得る。しかし、同時に米国の金融政策主導で更なるドル安を見込むには来年以降の利下げ継続が最低限必要になっていくだろう。
- FRB の利下げ期待は米国経済の行方よりも来年のパウエル議長の交代に伴う体制変更を見越して強まっていくものと推察される。しかし、先月の本欄でも指摘した通り、FRB 人事にてトランプ色が強まるほど、中央銀行の独立性に対しての疑問の声も増えていくことが予想される。これは為替だけでなく、全面的な米国売りに繋がり得る論点であり、トランプ政権がこれを許容し、FRB への介入を継続するというのも考えにくい。
- 2025 年はここまでドル安相場と言えるが、7～9 月期はドル安のペースが弱まったのも事実だ。特に、10～12 月期には 8 月に設定された新たな相互関税率の影響がじりじりと実体経済に影響が及んでくることが予想される。各国への影響については次頁以降も含めてご確認頂きたいが、輸出に関しては上半期との比較で減速するとの見方は強く、外需依存度の高い国を中心に成長の鈍化は避け難い。為替相場を見通す上で米国の利下げ継続は一定程度市場心理を下支えすることとなるが、世界経済全体も今後下火に入ることも念頭に入りたい。この点を考慮し、年末にかけてドル安一辺倒にはならないと推測する。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2025 年 9 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2025 年 9 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: 年末に向けた CNY 上昇の持続性は？

シニアマーケット・エコノミスト

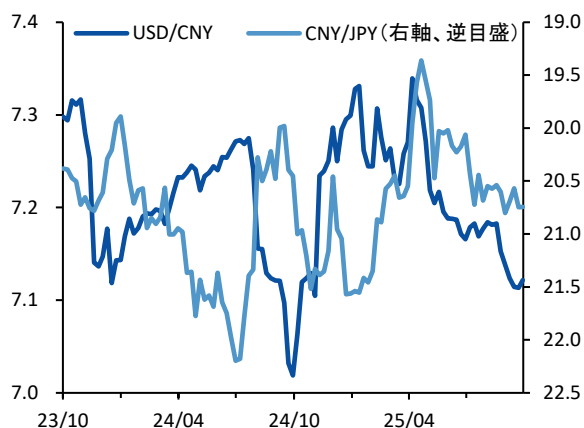
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

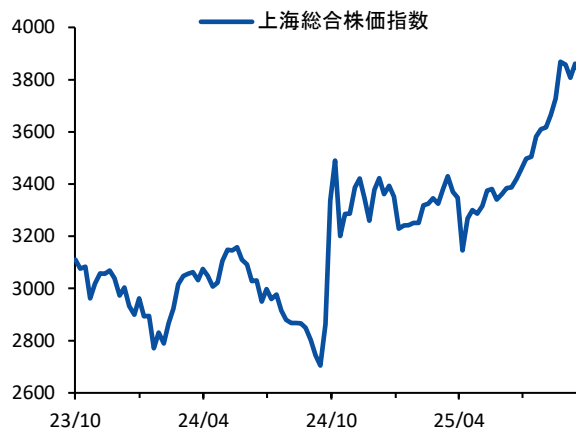
- 9 月の CNY は対ドルで+0.1%上昇。月初、7.13 台で取引を開始。上旬は米 8 月雇用統計の軟化が支援材料となりつつ、じりじりと上昇。FOMC での利下げ期待が強まったことで CNY は中旬にかけても上げ幅を拡大した。FOMC では予想通り▲25bp の利下げが決定し、CNY は一時 7.10 近辺まで上値を伸ばしたが、ドル売り一巡後は小幅に反発した。下旬にかけては、米 4～6 月期実質 GDP の上方修正など堅調な米経済指標の結果を受けてドルが買われる展開となり、CNY は一時 7.14 近辺まで下落し、月末は 7.12 台で取引を終えた。
- 9 月に入り米中貿易交渉は小休止となったが、来月韓国で開かれる APEC (アジア太平洋経済協力会議) にて、米中首脳による対面での会談が予定されている。これは第 2 次トランプ政権が発足して以降では初めてとなる。会合の内容は相互関税やフェンタニル流入などを巡る貿易交渉を中心に多岐にわたるものと予想されるが、トランプ米大統領は来年に中国へ訪問する意向を示しており、来月の会合では現状維持(留保期限の再延長)、来年の首脳会談で具体的な交渉へ、ということも視野に入る。このため、米中貿易交渉の先行きに關して相場が一喜一憂する状況は年末年始にかけても継続すると予想される。
- 足許の金融政策について、中国人民銀行(PBoC)は景気支援を優先する金融緩和を継続している。23 日公表の四半期金融政策委員会の概要では、外部環境の不透明性を指摘し、適度に緩和的な金融政策とその効果的な実施によって中国経済への影響を最大化すべきと表明した。25 年の実質 GDP はここまで数字上では目標の+5.0%程度を上振れる状況にあるが、これは相互関税発動を見越した駆け込み需要をはじめ、外需部門の伸びが寄与し、不動産をはじめ内需部門には不安要素が残る。こうした点から、緩和的な金融環境を維持して CNY 高を抑制しつつ、輸出部門ないし国内経済をサポートする運営方針を当面は継続すると考えている。上半期の成長率+5.0%超えは特殊要因も絡んでおり、景気の先行指標でもある景況感や消費者心理などの項目に停滞感が出る状況下、下半期の中国経済も堅調と判断するのは尚早だろう。
- 9 月は CNY が続伸する時間帯も見られたが、周辺国から少し遅れたドル安の裏返しの範疇と考えており、これが持続性を伴うかはやや疑問を持っている。対米金利差は縮小傾向にあるものの、FRB の年内複数回の利下げも織り込まれてきており、金利面での CNY 上昇には追加材料が必要と考えている。以上を踏まえ、10～12 月期の想定レンジは対ドルで 7.05～7.35 としたい。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インド: 米 H-1B ビザ発給厳格化を巡る誤解

マーケット・エコノミスト

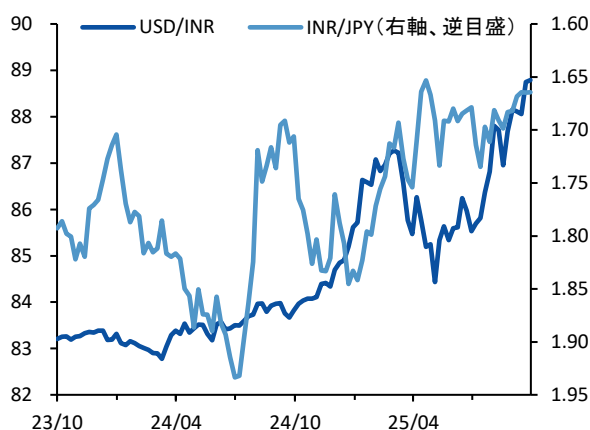
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

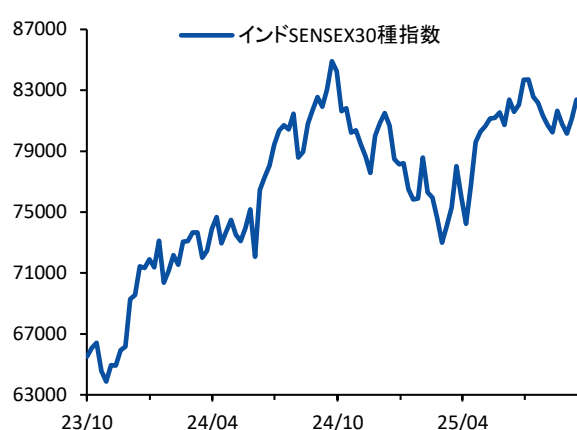
- 9 月の INR は▲0.66%と続落した。資源価格の底入れ傾向や海外投資家によるインド株式売り、下記の米 H-1B ビザ波及方針にかかる厳格化示唆などが重しになった模様だ。30 日には対ドルで過去最安値を更新する場面も見られた。
- 9 月 19 日に突如として明らかになった米 H-1B ビザ発給厳格化の方針に絡んで、INR 相場への悪影響が懸念されている。確かに、インド人技術者が米国から締め出され、結果として米国からの海外労働送金が減るなら、インドの経常収支および INR の需給環境は悪化が避けられない。INR の逆風になるのでは、という思惑も頷ける。ただし、これは一面的な理解だ。①ビッグテックのロビイングや米国内における労働力代替の困難さなどを背景に厳格化方針の緩和を予想していること、仮に相応の厳格化が実現したとして②インド人技術者がインドに戻らず他国で働き続ける可能性があること、③米印 IT 企業がインドに拠点を移すことでサービス収支の受取増加が期待されること、などを考慮に入れば、中長期的には INR 相場への影響は限定的と思われる。
- インド政府は 22 日、物品サービス税 (GST、日本の消費税に相当) の引き下げを正式に実行した。これは税の簡素化という目的も含まれており、従来の 4 段階から原則 2 段階へ、簡素なものになった。8 月末より米トランプ政権は対印輸入関税率を 50%に引き上げているが、インド政府は内需喚起によって悪影響の一部を相殺する構えだ。インド準備銀行 (RBI、中央銀行) は 24 日に公表した月報で、小売価格下落と消費下支えの効果が期待されると評価している。財務省高官は 5000 億 INR 程度の減収を見込む一方、1 兆 INR を超える減収を予測する向きも市場にはある。短期的には景気下支えの側面が強調されようが、中期的には財政リスクが意識される展開にも警戒したい。
- なお、本稿発刊の同日である 10 月 1 日に、RBI は 10 月金融政策委員会 (MPC) の結果を公表する。市場では前回会合に続き政策金利の据え置きが予測されている。上述の通り GST 減税は物価押し下げに作用するため、RBI がインフレ見通しにどの程度反映させるかに注目したい。
- 10 月の INR は、底堅い推移を予測。海外投資家による株式売りの勢いは弱まっており、尚且つ報道によれば 9 月には RBI が INR を下支えする為替介入を行った模様である。引き続き、米印通商交渉や資源価格動向には警戒を払うべきだが、過去最安値を更新し続ける展開は回避されると見込んでいる。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア: 財政と中銀独立性への懸念が重し

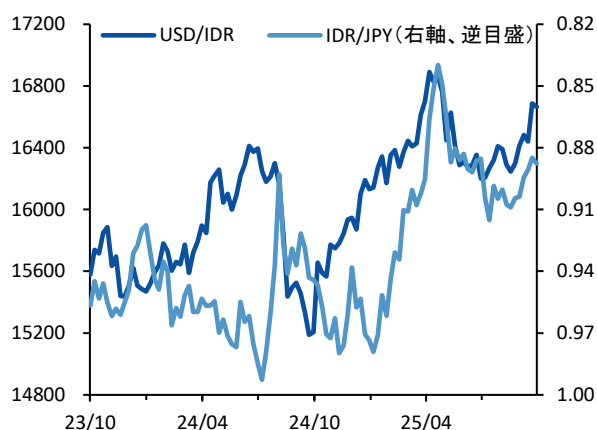
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

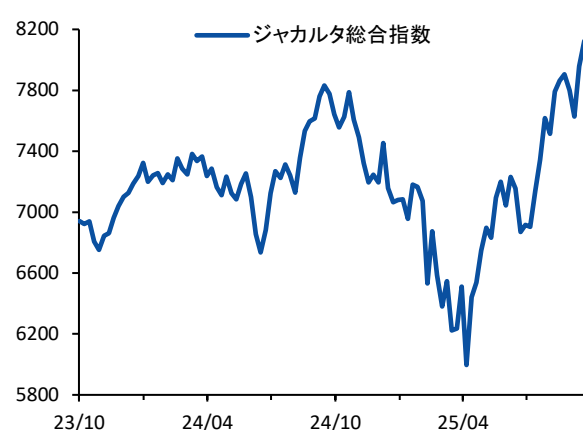
- 9 月の IDR は▲1.1%下落した。月初は先月末に勃発した反政府デモが重しとなり 16400 台で推移するも、一時は 16300 台まで回復した。8 日にプラボウォ大統領がムルヤニ財務相を解任したことが嫌気され 16500 台をつけた。その後、米金利の上昇に加え、インドネシアの財政への懸念の高まりから 16700 台まで下落し、月末は 16600 台で取引された。
- プラボウォ大統領は 8 日、スリ・ムルヤニ財務相を解任した。ムルヤニ氏は財政規律への意識の高さから、金融市場からの信認も非常に厚かったため同氏の解任は市場で分かりやすく嫌気された。後任には、プルバヤ・ユディ・サデワ氏が指名されている。同氏は、エコノミスト出身で、預金保険公社会長を務めていた人物。プルバヤ氏は財政規律を維持すると誓う一方で、ムルヤニ前財務相より歳出を拡大する可能性を示唆した。実際に可決された 2026 年度修正予算案は財政赤字対 GDP 比が 2.48%から 2.68%へ引き上げられた。
- インドネシア中央銀行 (BI) は 16~17 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI レートを▲25bp 引き下げて 4.75%にすることを決定した。事前予想では据え置きを見る向きが大勢であったため利下げはサプライズとなった。
- 声明文およびペリー BI 総裁の会見では、IDR の安定性の維持やインフレ情勢への言及は今までと同様だったが、経済成長への支援の必要性がより強調された。インフレ予想が目標内の低水準を維持するなか、先行きに関しては、ペリー総裁は引き続き「経済を支援する余地を探る」としており、追加利下げに含みを持たせた。金融政策判断における重要度のウェイトがインフレや IDR 相場から、成長支援に傾いていると言えるだろう。よほどの IDR 安やインフレ再燃がない限りは「次の一手」も利下げである可能性が高いだろう。
- なお、国会では BI による経済成長支援の役割を強化すると共に、BI 総裁の解任を大統領に勧告する権限を国会に付与する案が議論されていることが明らかとなった。これを受けて中央銀行の独立性に対する懸念も浮上している。
- 10 月の IDR は引き続き軟調な展開を予想する。外部要因に振られやすいことはさることながら、同国の財政悪化や中央銀行の独立性への懸念が IDR の重しとなるだろう。なお、大幅減価の際には BI が介入により IDR を支える可能性が高く、下落幅は一定程度にとどまるだろう。

図表 7: インドネシアルピア相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: ジャカルタ総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国：輸出は予想外の健闘が続くも、楽観出来ず

シニアマーケット・エコノミスト

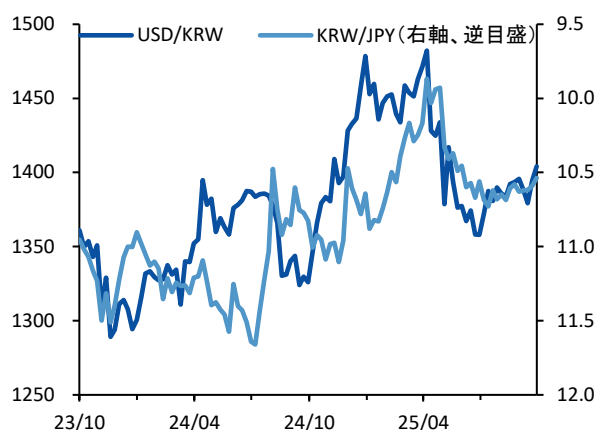
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の KRW は対ドルで▲1.0% 下落。月初、1390 近辺で取引を開始。月前半は米 8 月雇用統計の軟化に伴う利下げ期待や韓国株の上昇が支援材料となりつつじりじりと上昇。FOMC では利下げが再開されるも、大幅なハト派旋回は確認されず、じりじりとドルが反発。月後半から月末にかけては良好な米経済指標を受けて米金利が上昇。韓米貿易交渉が難航していることも市場心理の悪化に繋がり、下げ幅を拡大し、1400 台で取引を終えた。
- 25 年 1～9 月までの貿易収支は+505 億ドルの黒字を計上しており、24 年の+366 億ドルを上回っている。年初以降、トランプ関税による輸出の停滞が懸念されてきたが、前年割れとなった月は 2 回のみとなっており、今のところその懸念は払拭出来ている状況だ。総じて相互関税の発動を見越した駆け込みの需要の強まりがアジア諸国の輸出を下支えしている印象だが、韓国も例外ではない。製品別では半導体メモリの輸出の健闘が目立った。
- 一方で、本格的にトランプ関税の影響が懸念されるのは 25 年末から 26 年にかけてという指摘が多いのも事実だ。実際に米国向けの半導体と自動車輸出は減速傾向にある。特に自動車への関税率は日欧が 15% への引き下げで合意したのに対し、25% の関税率が維持されている。韓国は米国に対して、15% への関税引き下げを要請しているが本稿作成時点で進展は見られていない。また、半導体についてもトランプ政権がトランプ米政権は韓国大手企業に対し、中国の半導体製造拠点に必要な重要装置の輸送を制限する方針を示すなど逆風が強まっている。やはり 8 月の土壇場での合意では対米貿易交渉は一段落とはいかず、今後合意内容自体が白紙になる可能性があるという点は韓国の輸出見通しを非常に不透明化させる。この点、来月に自国で開催される APEC (アジア太平洋経済協力会議) にて、李大統領はトランプ政権との関係構築を強化できるかは経済面でも大きな注目点となる。
- 下半期の KRW は、米国の利下げ期待が高まる中でも、上昇が一服し、むしろ頭打ち感が出ている。こうした状況を踏まえると、先行きの輸出や対米投資を通じて KRW の需給環境悪化への懸念が徐々に反映されつつあるようにも思える。年末年始にかけて、米通商政策や金融政策に大きな変化は見込んでおらず、FRB の利下げ継続が一定程度支援材料になると思われるが、KRW 需給の悪化は為替を予想する上で過小評価すべきでないと考えている。以上を踏まえ、10～12 月期の KRW の想定レンジを対ドルで 1350～1430 としたい。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:BNM の年内追加利下げの確度は低い

シニアマーケット・エコノミスト

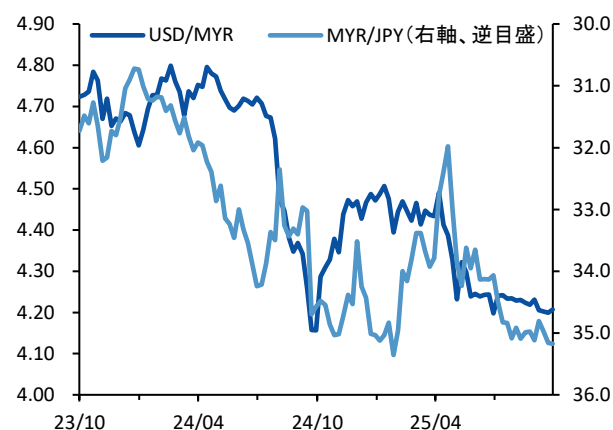
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の MYR は対ドルで+0.3%の上昇。月初 4.21 台後半で取引を開始。上旬は米 8 月雇用統計の軟化と米利下げ期待の高まりが支援材料となり 4.20 台まで上昇。その後も FOMC や FRB 関連人事が注目される中で、MYR は一時約 1 年ぶりの高値となる 4.18 台まで上昇。下旬に実施の FOMC では利下げが再開されるも、トーンはややタカ派であり、会合後はドルが反発。その後は強めの米国経済指標の結果も相まって 4.22 近辺まで下押しされ取引を終えた。
- マレーシア中央銀行 (BNM) は 4 日の金融政策委員会 (MPC) で、政策金利を従来の 2.75%に据え置いた。声明文ではマレーシア経済について、個人消費に加え、民間・公的部門の投資も堅調であるとの見方を示した。4~6 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+4.4%を記録し、上半期の成長率についても同+4.4%で推移した。下半期については、同+4.0~+4.8%と多少幅はありながらも上半期とほぼ同水準での成長を見込んでいる。景気の上振れ要因には、引き続き主要輸出品である電気・電子機器の需要が強まることや観光業の活性化を挙げ、下振れ要因としては、一次産品の価格続落に言及している。
- 物価動向に関して、年初来のインフレ率は総合ベースで前年比+1.4%、コアベースで同+1.9%と安定的な動きが続いている。25 年、26 年の見通しについて、現状では需要・供給サイドとも明確な物価変動要因が見当たらない中で、当面は安定的な推移となる見方を示している。
- かかる中、BNM は現状の政策金利水準及び金融政策について、物価安定を維持する上で、適切であり景気支援にも資するものと総括している。外部環境の不確実性も警戒感を示したが、7 月会合での利下げは予防的な対応であったことも示唆しており、現段階では利下げを急がない姿勢が窺える。経済・物価に対する認識も 7 月会合時点から大きな変化はなく、むしろ米国との関税交渉が一旦落ち着いたこともあり、前向きな見方も出つつある。追加利下げには先行きの景気停滞リスクの高まりなど、追加材料が必要になっていくと思われる。
- BNM 会合は市場予想通りの内容に終わり、その後の MYR 相場への影響も限定的であった。年末までのマレーシアの金融政策には大きな変化が見込まれない状況下、やはり市場の注目は米国の金融政策に向いている。9 月 FOMC では利下げが再開されたものの、パウエル議長が在任の限り大幅な利下げは見込んでいない。10~12 月期については、米国の利下げ期待が MYR を含め新興国通貨の支援材料となろうが、上昇幅は大きくないと予想している。

図表 11: マレーシアリング相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:大規模な抗議デモが PHP の重しに

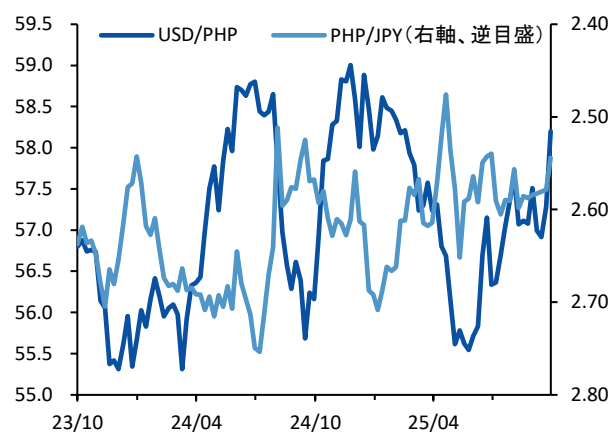
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

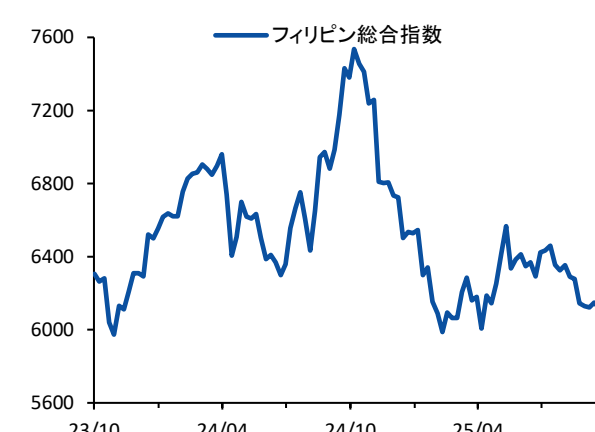
- 9 月の PHP は▲1.8%下落した。月初は 57 台半ばを中心とした動きとなり、米 8 月雇用統計の冴えない結果がドルを下押しすると、一時 56 台後半をつける場面もみられた。しかし、下旬はフィリピンの公共事業に絡む汚職事件に抗議する大規模デモに加え、米経済指標の良好な結果が重しとなり 58 台半ば付近をつけ、月末は 58 台前半で取引された。
- 5 日公表の 8 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.5%と 7 月(同+0.9%)から加速し、市場予想(同+1.2%)を上振れた。食品とエネルギーを除くコア CPI は同+2.7%と 7 月から加速した。総合ベースではフィリピン中央銀行(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るが、コアベースが目標レンジの中央値に接近しているのは注視が必要だろう。
- BSP は、10 月 9 日に金融政策会合を予定している。前回会合では政策金利を 5.25%から 5.00%へ▲25b 引き下げた。3 会合連続の利下げとなった。BSP は、インフレ見通しについては概ね変更はないとし、インフレ期待についても安定しているとした。一方で、電気料金の調整やコメの関税引き上げがインフレ圧力を高める可能性があることに言及した。
- 声明文では国内の需要は堅調を維持しているが、米国の政策が世界貿易や投資に及ぼす影響が世界経済の重しとなり、フィリピンの経済見通しを抑制する可能性に言及。インフレが低位で安定推移するなか、経済成長支援のため利下げを決定したのだろう。先行きの金融政策に関しては引き続きデータ次第とした。緩和姿勢は維持するものの、以前ほどではないとした。また、緩和サイクルの終わりに近づいていることも示唆した。10 月 7 日に発表される 9 月 CPI が大きく上昇した場合利下げを見送る可能性があるため注目が集まる。
- 21 日に公共事業に絡む汚職事件に抗議する大規模デモが起きた。首都マニラでは数万人が参加した模様である。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ことが発端となった。一連の疑惑はマルコス大統領の側近や親族にも及ぶなど政治混乱が広がっている。本件は政治動向に大きな変化をもたらす可能性があるため、動向に注視する必要があるだろう。
- 10 月の PHP は資源価格動向や米通商政策など、引き続き外部要因には振られやすい状況は継続するだろう。また政治的不透明感も重しとなると考える。

図表 13:フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14:フィリピン総合指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

シンガポール: 10 月 MAS 会合は現状維持が基本線

アジア・オセアニア資金部
チーフエコノミスト
Vishnu Varathan
vishnu.varathan@mizuho-cb.com

アジア・オセアニア資金部
マーケット・エコノミスト
Tan Boon Heng
boonheng.tan@mizuho-cb.com

- 9 月の SGD は対ドルで▲0.7%下落。SGD の上昇は一服したものの、周辺国通貨との比較で大きく劣後したわけでもない。シンガポールの経済指標も強弱まちまちで、SGD の方向感に影響を及ぼすには至らず、結果としてドル主導の相場が継続した格好だ。
- 月初公表の電子産業指数は中立超えも、非石油国内輸出は前年比▲11.3%と急減し、電子機器輸出は同▲6.5%と低迷した。輸出減少の主因は化学製品と食品の輸出減である。化学製品については 7 月の医薬品輸出が急増したことによる反動で、電子機器についても統計上の理由が大きい。総じて現段階では必要以上に輸出の落ち込みを悲観することはないと思われる。
- 一方で、7 月小売売上高は前年比+4.8%と増勢を維持したが、これは慎重に解釈すべきである。理由は政府による商品券配布による一過性要因である可能性があるからだ。商品券が一般国民に配布されたのが 7 月下旬であったため、この効果は 8 月の小売売上高にも影響が及ぶだろう。そのため、内需の動向を把握するには 9 月以降の数字を含めて判断していくことが重要だ。
- 8 月の消費者物価指数(CPI)は総合ベースが前年比で+0.5%、コアベースでは同+0.3%となり、それぞれ 7 月同+0.6%、同+0.5%から下振れたが、これは一部、航空運賃の値引きによるものだ。また、数字の変化自体もそれほど強い訳ではなく、10 月 MAS(シンガポール通貨管理局、中央銀行)会合での政策変更の決定打にはならない。インフレは MAS の予想範囲内に収まっており、先行きの見通しにも変化をもたらすものではないと思われる。
- そのため、10 月の MAS 政策会合では現状維持が予想される。現時点でデフインフレの傾向が見られるのは事実であり、金融緩和を通じてインフレ率を長期トレンドへ戻すことは合理的にも思えるが、過去の緩和の影響にも考慮する必要がある。過去、政策バンドの傾きを検討する際には MAS は成長減速が顕著な場合に実施してきたが、今回がそういった状況とも思えない。
- S\$NEER(シンガポールドル名目実効為替レート)は引き続き政策バンド上部を推移し、上昇余地は限定的だ。足許の状況を踏まえれば SGD は積極的な買い要素・売り要素は見当たらず引き続きドルの方向感次第となりそうだ。付け加えるとすれば、SGD 通貨バスケットを構成する人民元が続伸していること、米国の相互関税率が周辺国との比較で低水準に設定されていることに鑑み、下押し懸念は相対的に軽微であるという点は SGD の強みとなりそうだ。

図表 13: シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 14: シンガポール ST 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

タイ: 政情不安が再燃、来年に総選挙実施へ

シニアマーケット・エコノミスト

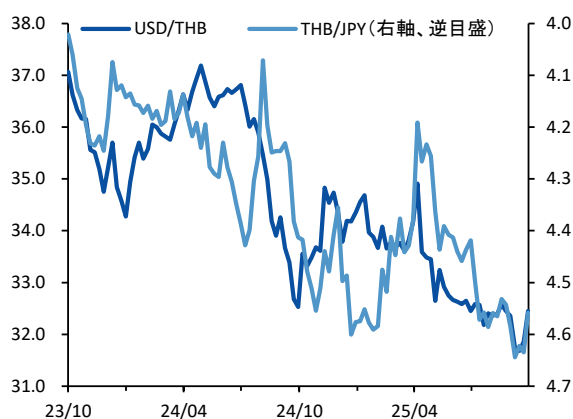
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の THB は対ドルで前月比▲0.5%の下落。月初 32.30 台で取引を開始。上旬は政情不安が意識されつつも、米 8 月雇用統計の軟化が支援材料に。中旬は金価格の続伸もあって約 4 年半ぶりの高値となる 31.50 台を記録。FOMC では利下げが再開されるも、パウエル議長の会見内容を受けてドルが反発。月末にかけては強めの米経済指標の結果から、大幅利下げ観測が後退したことでドル買いが継続し、結局月初とほぼ同水準の 32.30 近辺で取引を終えた。
- タイ憲法裁判所は 8 月 29 日、カンボジアとの国境紛争に関する対応を巡り、ペートンタン首相の解職を決定。その後 9 月 5 日に実施された首相選任選挙では、連立与党の最大勢力であったタイ貢献党に有力候補がいなかったこともあり、タイ誇り党のアヌティン氏が指名された。最大の決め手となったのは、野党でありながら下院の最大勢力であるタイ国民党を取り込むことに成功したことであろう。もっとも、タイ誇り党とタイ国民党は思想や政策面で大きく異なり、両党が寄り添って政策運営をすることは困難である。こうした状況下、タイ貢献党を政治の中心から引きずり落とすという点で思惑が合致したと推測される。
- アヌティン新首相は「政権運営に多くの制約はあるかもしれないが、たゆまぬ努力で職務にまい進する」とコメント。しかし、タイ国民党は政権奪取を目指しており、アヌティン氏支持するにあたり、4 か月以内の議会解散を約束させたようだ。現にアヌティン首相は来年 1 月までに下院を解散し、遅くとも 4 月上旬までに総選挙を実施する方針を明らかにした。アヌティン首相は 29 日、国会で政策方針として、国内経済の再生、生活費の負担軽減、家計債務への対応や国内観光の促進などを掲げているが、今回の首相選出は暫定的な対応であり、4 か月間で取り組める職務には限りが出てくるだろう。ここで列挙した課題はタイ経済が抱える中長期的なものであるが、次期政権がどう優先順位を決定していくかは不透明だ。総じてタイの政局は当面流動化することは避けられないと思われる。また、来年の総選挙もその結果だけでなく、選挙後の内閣組閣の動向を含めて今後を展望する必要があるだろう。
- 政局の流動化は THB 売り材料と考えるのが自然であり、選挙が近づくにつれて政治デモが本格化するような展開には特に警戒したい。なお、足許では金価格上昇が続くが、タイ当局は金の現物取引に課税を検討し、THB 高をけん制する局面もあった。こうした中、金価格の続伸を現状大きな通貨高要因とは捉えておらず、10～12 月期の想定レンジを対ドルで 31.6～33.7 と予想する。

図表 15: タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



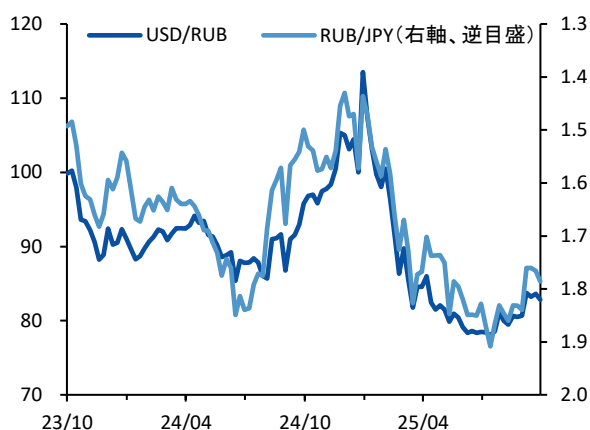
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 追加制裁の有無が最大の焦点

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 將行
+44 20 7786 2505
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

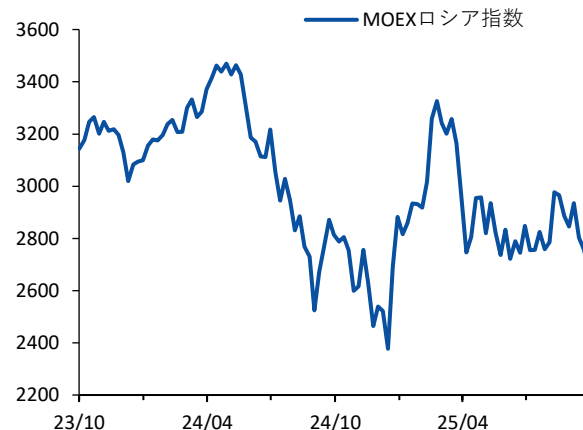
- 9 月の RUB は、限定的な値動きにとどまった。原油価格やロシア中銀の金融政策よりも、米国による追加制裁の有無が最大の不安定要因となり、市場は方向感を欠いた展開が続いている。
- 米国はロシアと取引のある第三国(中国やインドなど)経由のロシア産品輸出に対し、最大 100%の「二次関税」を課す可能性を示唆しているものの、決定的な動きにはまだ繋がっていない。なお、EU はロシア産 LNG の禁輸を 2027 年 1 月から 1 年前倒しで実施する案を提案した。ロシア・中央アジアの銀行や中国の製油所などへの制裁拡大も検討されている。ロシアは欧州有志連合によるウクライナ安全保障枠組みの進展を警戒し、地上軍派遣や制裁強化への牽制を強めている。
- ロシア中銀は 9 月 12 日に政策金利を 18%から 17%へ▲100bp 引き下げたが、市場予想(▲200bp 利下げ)よりも慎重な対応となった。インフレ期待は依然として高く、経済の先行き不透明感が強まっている。
- 財政面では、ロシア財務省が予算の前提となるブレント原油の基準(カットオフ)価格を現行の 1 バレルあたり 60 ドルから、2030 年までに 55 ドルへと段階的に引き下げる方針を表明したことが注目される。原油価格が国家予算のカットオフ価格を上回る場合、その超過分を国民福祉基金(NWF)に積み立てる一方、価格が下回る場合は NWF を取り崩して予算の穴埋めを行う。長引く戦争により NWF 残高は大幅に縮小し、財政赤字の拡大が続く。2025 年 1 月には法人税や所得税の増税が実施され、さらに付加価値税(VAT)の引き上げも検討されており、国民や企業への負担増が鮮明となっている。
- 軍事外交面では、ロシア製ドローンがポーランド領空に複数回侵入し、NATO 加盟国領空での撃墜が確認されるなど、NATO とロシアの緊張が一段と高まっている。NATO 第 4 条(協議要請)が発動され、欧米諸国の警戒感も強まっている。一方で、ロシアは中国や北朝鮮との関係強化を進め、国際的な孤立打破を狙う動きが鮮明となった。
- 今後も RUB は米欧の追加制裁や地政学的リスクに大きく左右される見通しであり、財政や経済の持続可能性にも不透明感が漂う。
- 以上を踏まえ、10~12 月期の想定レンジを対ドルで 80.0~88.0 としたい。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: MOEX ロシア指数



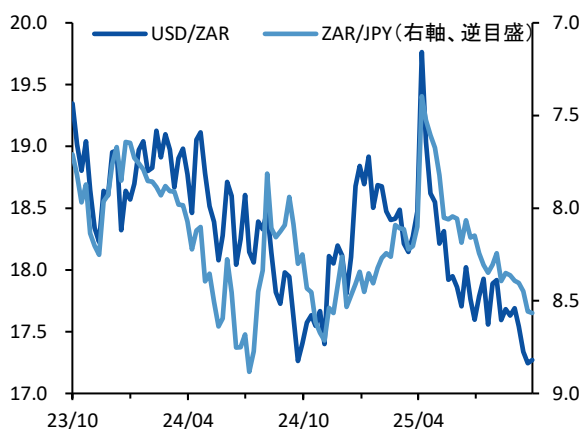
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 米利下げ開始で堅調

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
+44 20 7786 2505
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

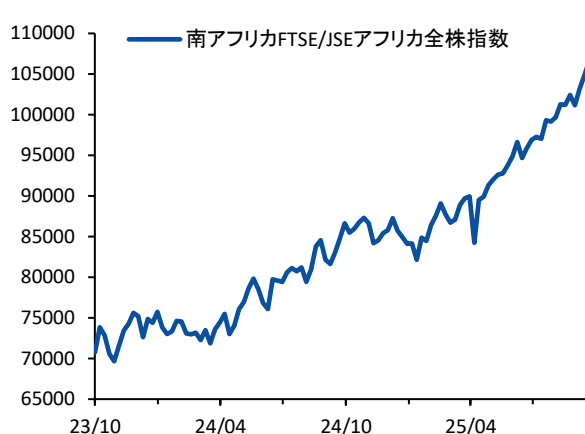
- 9 月の ZAR は、米国の利下げ観測とドル安を背景に対ドルで底堅く推移し、年初来高値を更新した。
- 国内経済に目を向けると、南アフリカ経済は予想を上回る成長とインフレの落ち着きを背景に、追加利下げの余地が生まれつつあるが、南アフリカ準備銀行 (SARB) は慎重なスタンスを示している。SARB は 9 月 18 日、政策金利を 7.00% に据え置くことを決定した。今回の決定は、金融政策委員会 (MPC) メンバー 6 人中 4 人が据え置きを支持し、2 人が追加利下げを主張する票割れとなった。なお、7 月会合では全会一致での利下げだった。SARB のカニャゴ総裁は、インフレ期待を +3.0% (前年比、以下同様) に定着させることが成長加速の前提条件であると強調し、国庫省との間でインフレ目標の正式な見直しに向けた協議が進んでいることも明らかにした。
- インフレ動向に関しては、8 月の消費者物価指数 (CPI) の伸びが予想外に減速したものの、今後は食品や電力料金の上昇を背景に一時的に +4.0% 近くまで上昇する見通しである。SARB は 2025 年のインフレ率を平均 +3.4%、2026 年を +3.6%、2027 年には +3.0% に収束すると予測している。特に電力料金については、規制当局による料金改定を受けて、2026 年 7~9 月期以降の見通しを +6.0% から +7.9% に引き上げた。
- 一方で、経済成長は明るい兆しを見せている。9 月 9 日に発表された 2025 年 4~6 月期実質 GDP 成長率は前期比 +0.8% と、SARB の予想 (+0.4%) および市場予想 (+0.5%) を大きく上回った。製造業、鉱業、貿易、農業といった主要セクターが成長を牽引し、支出面では家計消費と在庫投資が大きく寄与した格好だ。特に家計消費は 5 四半期連続の増加となり、+0.6 ポイントの寄与度を記録するなど好調だ。
- ZAR は米利下げ開始と慎重な SARB の金融政策、世界的なリスク選好姿勢、国内経済環境の好転といった要因から、底堅い展開が想定される。とはいえ、高金利通貨の「宿命」として、米利下げ期待の剥落や、市場のリスクセンチメントの悪化時には反落しやすいことは意識する必要があるだろう。
- 以上を踏まえ、10~12 月期の想定レンジを対ドルで 16.5~18.3 としたい。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



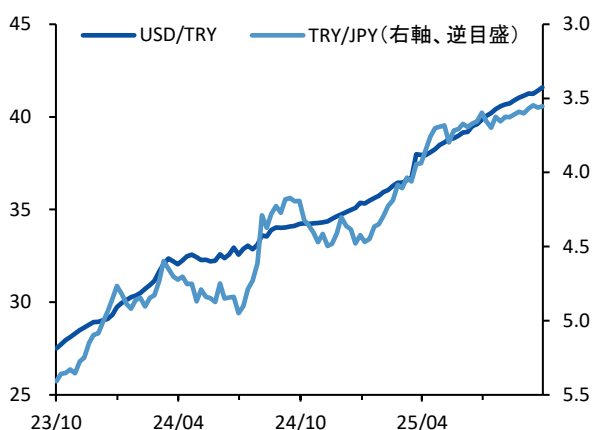
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 利下げ継続と CHP 裁判の行方が焦点に

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
+44 20 7786 2505
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- TRY は 2025 年 3 月以降の緩やかな下落トレンドが続いている。9 月のトルコ中央銀行 (CBRT) による利下げ発表後も、TRY 相場への影響は限定的となった。一方で、CBRT の高金利政策維持はリラの信託を下支えしている。
- CBRT は 9 月会合において市場予想を上回る▲2.5%ポイントの利下げを実施し、政策金利を 40.5%とした。利下げの根拠は「国内最終需要の減速がインフレ低下に寄与」との判断だが、「価格安定が達成されるまで引き締めスタンスを維持」するとしている。今後も利下げの可能性を示唆するものの、高水準の政策金利は維持される公算だ。一方、為替政策では「TRY の実質的な上昇」に関する言及が削除されており、為替安定と期待形成のチャネルを重視するスタンスが強調されている。これはインフレ調整後で見たリラの実質価値上昇を容認する姿勢 (端的にはトルコのインフレ率の高さと比較して TRY の対主要通貨の下落率が小さい状況) からの転換を意味するものであり、やや TRY 安方向のインプリケーションがある。
- 一方、政治情勢は、最大野党・共和人民党 (CHP) の党大会の合法性を巡る裁判が続く、党内の中枢機能停止リスクが意識されるなど不透明な状況が続いている。2023 年の党大会や地方大会の不正疑惑を発端に、党首の正当性や党運営の合法性が司法判断の対象となり、地方首長の職務停止や逮捕も相次いでいる。9 月には裁判の審理が 10 月 24 日まで中断され、市場は一時的に安堵したが、政治的不透明感は依然として残る。今後の裁判結果が、TRY や株式市場の変動要因となる可能性は意識する必要がある。
- 米国の利下げ開始もあり、トルコの高水準の政策金利は引き続き TRY のサポート要因になることが見込まれる。もっとも、国内外の政治情勢の不透明感には一定の注意が必要となろう。
- 以上を踏まえ、10~12 月期の想定レンジを対ドルで 40.9~45.2 としたい。

図表 21: トルコリラ (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブール 100 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル:BCB は 2 会合連続で据え置き

マーケット・エコノミスト

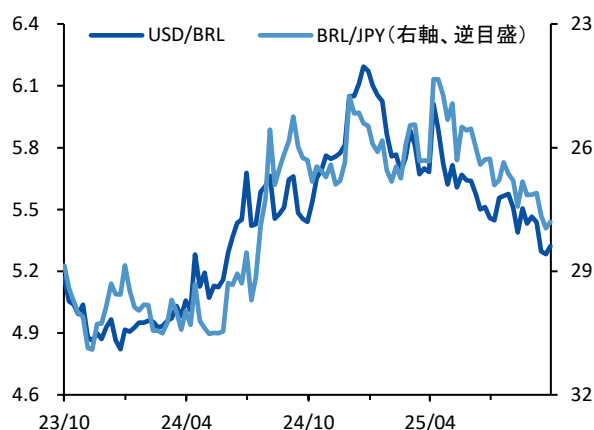
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

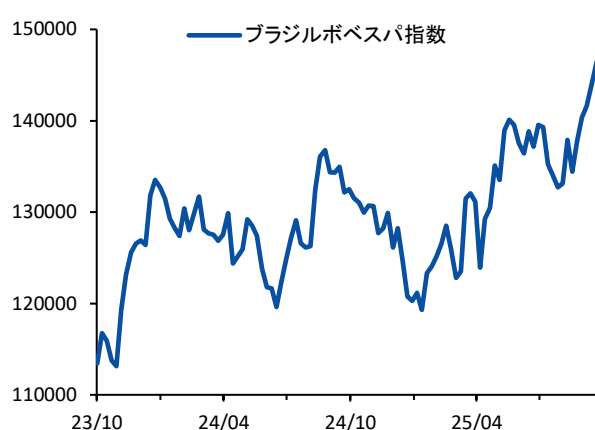
- 9 月の BRL は+2.03%と続伸した。海外投資家によるブラジル株式の買い越し傾向、商品市況の底入れ、IMM 通貨先物取引で確認される「投機の BRL 買い」などが支えになった模様だ。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 9 月 17 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を 15.00%で据え置いた。BCB は、インフレ見通しやそのリスクバランス、長期間の据え置き継続を示唆するフォワードガイダンスを概ね前回会合から据え置いており、早期の利下げは見込めない。23 日に公表された議事要旨もタカ派的な記載が目立っており、年内利下げ着手のハードルはやはり高い。中銀に対し穏当な対応をとっていたアダジ財務相からの高金利批判が最近聞こえてくるのは気がかりだが、順当にいけば BCB の利下げ開始は 2026 年 1~3 月期ではないか。確かに現行の政策金利は高すぎるゆえ、利下げペースは相当に速くなることが見込まれる。
- 既報の通り 11 日、最高裁はボルソナロ前大統領に対し、27 年を超える禁固刑を言い渡した。米政府はこれに関連し、最高裁判事の妻に対し「グローバル・マグニツキー法」に基づく制裁を課した。これは通常、汚職や人権侵害を理由に課される制裁であって、明らかな拡大適用である。もっとも、新たな対ブラジル関税措置などには本稿執筆時点で公表されておらず、むしろ市場には安堵感すら広がっている。この点 22 日の国連総会で、短時間ながら両国元首が直接言葉を交わし、今後の会談実施で合意したことも好感されているのだろう。ブラジルは米国からの関税賦課に対し怯む姿勢を一切見せておらず、反米感情の高まりもありむしろ国内ではルラ大統領の支持率が上がっている。現状、トランプ氏にとっては苦い結果に終わっているように映る。対米依存が極めて低いブラジルに対して、いつもの脅しは通用しないということに尽きる。
- 10 月の BRL は上値重い推移を想定する。上記の通り BCB の年内利下げ開始は見込まないが、景気悪化が鮮明になる中で、利下げ開始を見込んだ値動きが始まってもし不思議ではない。当然それは「投機の BRL 買い」の取り崩しに寄与する話でもあり、4 月上旬以降続く BRL 高の転換点になる可能性がある。一方ブラジルの月次金融収支を見ると、例えば 4~8 月の期間で比較すると株式の資金流入は昨年対比で実に 3.4 倍を記録している。「解放の日」が境になっている印象も否めず、米政権の態度に大きな変化がないことを前提にすれば、BRL の下値も限定的になるのではないかと。

図表 23:ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24:ブラジルボエスバ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 内外情勢の変化を受け利下げを継続

マーケット・エコノミスト

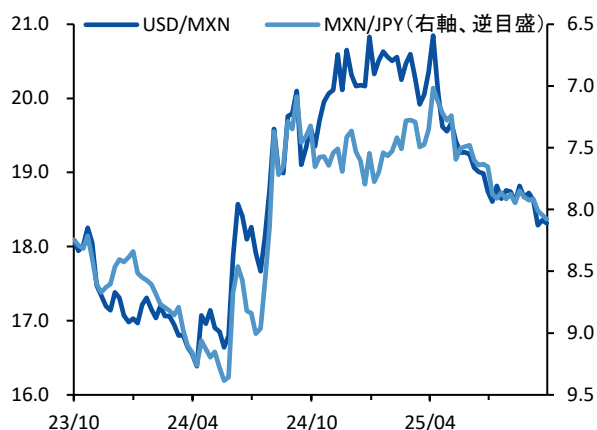
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

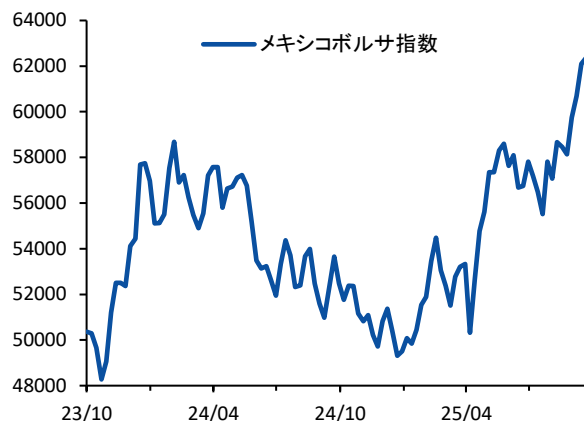
- 9 月の MXN は+1.88%と続伸した。メキシコ株式の騰勢や資源価格の底入れに加えて、IMM 通貨先物取引で確認される「投機の MXN 買い」などが支えになった模様だ。
- 9 月 8 日、シェインバウム政権は議会に対し 2026 年予算案を提出した。注目を集める財政収支見通しに関し、GDP 対比で▲4.1%と設定された。ただし、前提となる成長率見通しは明らかに強く、甘さも目立つ。歳入面に関しても、お茶を濁すような格好で事実上の増税が組み込まれており、「増税なしでの財政赤字抑制」とした過去の公約が政権の財政運営を縛っているように見受けられる。債務残高などに鑑みれば財政危機が差し迫っているわけでもないが、かといって近年の財政弛緩が続けばその限りではない。
- メキシコ中央銀行 (Banxico) は 25 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、7.50%にすることを決定した。直近のインフレ情勢は厳しく、Banxico もインフレ見通しを前回会合から概ね据え置いている。インフレへの警戒が変わっていない中での利下げ判断として、声明文を読む限り、「FRB の利下げ再開」と「国内経済の軟調さ」が大きく寄与した可能性が高い。なお、先々の決定に関し声明文では、「政策金利の更なる調整を評価する」とのフォワードガイダンスを維持した。「次の一手」が引き続き利下げであることは明確だ。ただ、次回の利下げで政策金利が有意に引き締めのとは言えなくなるであろうこと、インフレ見通しがなお厳しいことなどを考慮すれば、2026 年に入って以降は利下げの連続性は排除されるだろう。以上の要素に鑑み、政策金利は 2025 年末で 7.00%、2026 年 12 月末時点で 6.50%と想定する。それでも中立水準推計レンジの中央値に達する程度と思われるので、米関税政策の動向も併せて考えれば、政策金利見通しのリスクバランスは下向きだ。
- 10 月の MXN は、上値重い推移を想定する。先行指標やオルタナティブデータを見る限り、7~9 月期の域内経済活動は弱く、10 月には同期の基礎的経済指標が多く揃う。Banxico の利下げ長期化期待が MXN の逆風になる可能性に警戒したい。加えて、IMM 通貨先物ポジションを確認する限り、「投機の MXN 買い」は相応に積み上がっており、逆流に警戒すべき局面と考えたい。ところで、10 月下旬には米国による対墨輸入関税率引き上げ (25%→30%) の延期期限を迎えるが、再度延期に至ることが基本線ではないか。もともと、USMCA の緩衝材もあり、+5%ポイント程度の上昇なら影響は極めて小さいだろう。

図表 25: メキシコペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2025年 1～9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)	7.1024 ～ 7.3512	7.1214	7.18	7.14	7.11	7.08	7.05
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.8500	7.7824	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	83.764 ～ 88.805	88.791	85.8	86.3	85.5	85.8	85.3
インドネシアルピア	(IDR)	16079 ～ 17224	16665	17000	16560	16450	16500	16550
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ～ 1487.45	1404.05	1390	1370	1350	1340	1330
マレーシアリング	(MYR)	4.1805 ～ 4.5185	4.2070	4.26	4.14	4.07	4.06	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ～ 58.715	58.200	56.1	55.2	54.4	54.4	54.4
シンガポールドル	(SGD)	1.2698 ～ 1.3751	1.2902	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28
台湾ドル	(TWD)	28.790 ～ 33.280	30.464	30.0	29.7	29.3	29.0	29.0
タイバーツ	(THB)	31.58 ～ 34.98	32.46	33.0	32.8	32.5	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	25038 ～ 26437	26425	26450	26350	26300	26250	26300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.0500 ～ 114.7788	82.8543	84.0	86.0	88.0	90.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.2171 ～ 19.9328	17.2711	17.4	17.6	17.8	18.0	18.2
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ～ 41.9184	41.5877	43.0	44.0	45.0	46.0	47.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.2698 ～ 6.2270	5.3217	5.45	5.55	5.60	5.65	5.70
メキシコペソ	(MXN)	18.2008 ～ 21.2932	18.3158	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 ～ 21.666	20.746	20.47	20.31	20.68	21.05	21.28
香港ドル	(HKD)	18.031 ～ 20.403	19.007	18.89	18.64	18.92	19.20	19.33
インドルピー	(INR)	1.644 ～ 1.848	1.666	1.71	1.68	1.72	1.74	1.76
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ～ 0.981	0.888	0.865	0.876	0.894	0.903	0.906
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ～ 10.916	10.528	10.58	10.58	10.89	11.12	11.28
マレーシアリング	(MYR)	31.951 ～ 35.699	35.171	34.51	35.02	36.12	36.70	36.95
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ～ 2.726	2.544	2.62	2.63	2.70	2.74	2.76
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ～ 116.28	114.66	112.56	111.71	114.31	116.22	117.55
台湾ドル	(TWD)	4.310 ～ 5.090	4.854	4.90	4.88	5.02	5.14	5.17
タイバーツ	(THB)	4.150 ～ 4.668	4.556	4.45	4.42	4.52	4.61	4.69
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ～ 0.6253	0.5598	0.56	0.55	0.56	0.57	0.57
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.370 ～ 1.985	1.786	1.75	1.69	1.67	1.66	1.63
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ～ 8.627	8.566	8.45	8.24	8.26	8.28	8.24
トルコリラ	(TRY)	3.501 ～ 4.481	3.555	3.42	3.30	3.27	3.24	3.19
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.669 ～ 28.111	27.802	26.97	26.13	26.25	26.37	26.32
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ～ 8.152	8.076	7.90	7.63	7.66	7.84	7.98

注: 1.実績の欄は 2025 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 1 日の 7 時 50 分頃。2.実績値はブルームバークの値。3.予想の欄は四半期末の予想。4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(9 月 30 日発行)』に基づく。

出所:ブルームバーク、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。