

2025 年 10 月 31 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 世界経済・米金融政策の不確実性は継続	2
中国: やはり意識される米中貿易交渉の行方	3
インド: 据え置き継続も、「次の一手」は利下げか	4
インドネシア: BI は予想外の据え置きを決定	5
韓国: 追加利下げは 11 月会合が有力に	6
マレーシア: 26 年予算案では歳出が過去最大に	7
フィリピン: BSP のハト派スタンスが強まる	8
シンガポール: 短期的に金融政策修正は見込まれず	9
タイ: 次の追加緩和を視野に入れる BOT	10
ロシア: 米国・EU による制裁の強化が重しに	11
南アフリカ: 貴金属価格高騰が支えに	12
トルコ: 利下げ幅を大幅に縮小	13
ブラジル: 対米関係に改善の兆しあり	14
メキシコ: 失速感強まる域内経済	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

シニアストラテジスト

中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

新興国：世界経済・米金融政策の不確実性は継続

シニアマーケット・エコノミスト

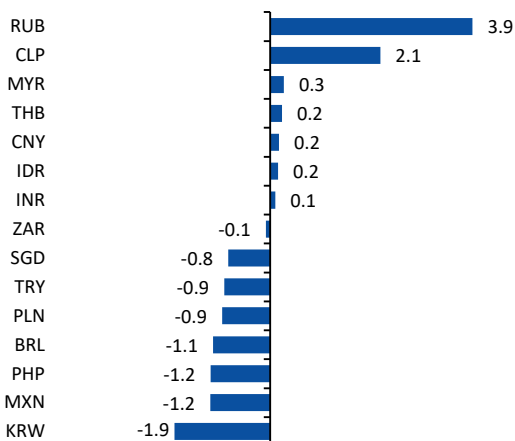
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

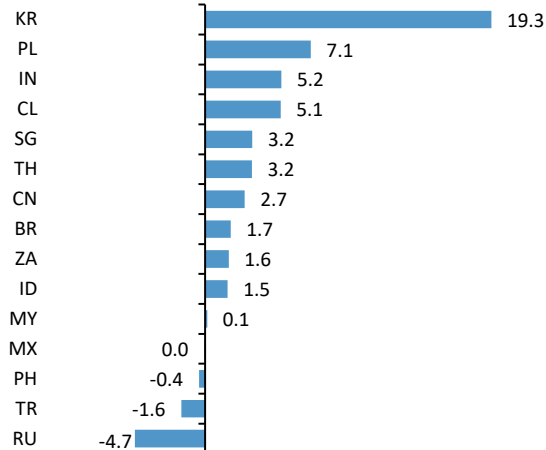
- 10 月の新興国通貨は強弱まちまちの動き。月前半は米政府機関の閉鎖を受けやや方向感を欠いた。中旬にかけては米中貿易摩擦の深刻化が嫌気され、アジア通貨を中心に売られた。月後半は米利下げ期待の高まりや米中貿易交渉の進展期待などが支援材料となるも、月末に実施された FOMC では追加利下げに慎重な姿勢が材料視され、ややドル優勢の相場となった。
- 14 日、IMF は世界経済見通し(WEO)を更新した。新興途上国全体では、25 年の GDP 成長率見通しが前回の+4.1%から+4.2%へ僅かに上方修正された。見通しのタイトルが日本語で「変動期の世界経済、見通し依然暗く」と題された通り、成長率見通しに関するリスクバランスは「依然として下方に傾斜」していると強調した。下振れリスクとして、①貿易政策の不確実性②移民政策厳格化などに伴う労働供給ショック③財政の脆弱性と金融市場の不安定化④テック株のリプライシング⑤中央銀行などの独立性棄損⑥気候変動などに伴う一次産品価格の変動、などを提示した。なお、①については貿易交渉の進展と低い関税率の実現というかたちで、景気を押し上げる可能性にも言及しており、先行き不透明感は依然として払拭しきれない状況である。
- 10 月 FOMC では 2 会合連続で▲25bp の利下げを決定し、12 月 1 日でバランスシートの縮小を終了すると表明した。一方、追加利下げについては引き続き慎重なトーンを維持しており、パウエル FRB 議長は 12 月の追加利下げを巡って FOMC メンバー間で意見対立があると言及しながら、追加利下げ自体が既定路線ではないと述べた。また、米国政府機関が閉鎖する中で、景気の見通しが立ちにくくなることが懸念されたが、民間データなどを代用して、経済における重要な変化を把握できるという見方を示した。とは言え、データ不足は 12 月の政策決定にも影響を及ぼす可能性がある点を示唆しており、追加利下げの検討は一層慎重にすべきと述べた。
- 10 月 FOMC の内容を見ても、FRB の急速なハト派旋回は見通しにくくなっている。月末に実施された米中首脳会談では、中国側がレアアース輸出の新規制を 1 年間延長する代わりに米国は 100%の追加関税発動を見送る方向となったが、両者の根本的な貿易摩擦の解消に繋がる内容とは言えなかった。かかる中、市場のリスク心理を短期的に期待するのは難しく、為替市場はやや膠着しつつある印象を受ける。年末かけてもこれらの動向を筆頭に一喜一憂する時間帯が続くそうである。

図表 1:新興国通貨騰落率(2025 年 10 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行 ※30 日まで

図表 2:新興国株式騰落率(2025 年 10 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行 ※30 日まで

中国: やはり意識される米中貿易交渉の行方

シニアマーケット・エコノミスト

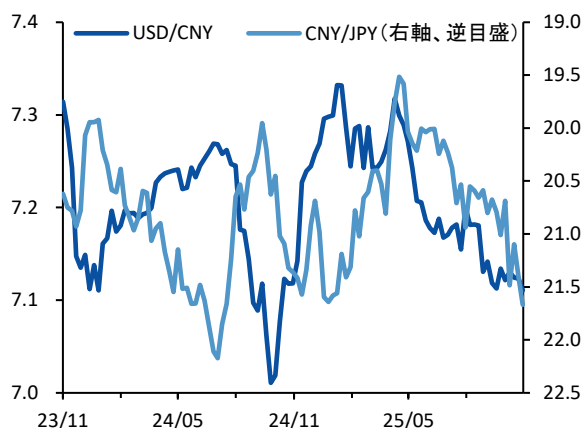
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の CNY は対ドルでじり高の動き。国慶節明けの 10 日、7.12 台で取引を開始。米国が対中関税の大幅な引き上げ方針を表明し、一時 7.14 台まで下落。その後月末に米中首脳会談が実施される見通しとの報道を受け反発し、7.12 台まで値を戻した。その後動意を欠く相場となるも、米中首脳会談の直前に実施された米中外相の電話会談の内容が好感された。月末の首脳会談では貿易摩擦の深刻化が回避され、CNY も堅調。月末は 7.11 台で取引された。
- 25 年 7～9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比 4.8%と 4～6 月期の同+5.2%から減速した。上半期に GDP を牽引したのは、米中貿易摩擦の深刻化を見込んだ輸出の前倒しであったという見方は強く、下半期にはある程度減速することは織り込まれていた印象だ。7～9 月期についても引き続き外需部門の健闘が続いているように映る。国内経済については、消費者心理の悪化に伴う借入需要の停滞、不動産市場の冷え込みなど課題は多い。
- かかる中、第 20 期中央委員会第 4 回全体会議(4 中全会)後に公表のコミュニケでは、2026～30 年にかけての 5 年間の目標として、AI や半導体などのハイテクへの投資を増やし、科学技術強国を目指す方針を示した。これは半導体輸出規制を敷く米国を意識した内容で、将来的に半導体を自前で調達する体制を整備する意向が窺える。なお、内需拡大にも注力すると言及されたものの、今後 5 年間の経済成長に関する具体的な数値目標はなかった。
- 物価動向について、25 年もデフインフレは継続している。デフインフレ自体、内需の弱さを示唆する材料の 1 つであるが、今後、国内業者による過剰な価格競争をいかに制御していくかもデフインフレ脱却のポイントとなっていくだろう。特定分野に関しての過剰生産が需給ギャップの歪みを深刻化させ、強いインフレ下押し圧力となっているとの指摘も強まっている。中国の過剰生産は意図せぬ国際的な価格競争と保護主義化を引き起こしかねず、内外の経済情勢に鑑みれば戦略部門に対する政策支援見直しの必要性は高まっている。
- 本欄では引き続き CNY 上昇は 7.0 近辺までと予想する。米国は連続かつ大幅利下げに踏み込む可能性が低いこと、中国側は先述の国内経済の課題を踏まえて、金融緩和を基本線とすることが濃厚である。為替レートについても直近では中国人民銀行は CNY 高方向への動きを容認しているものの、中国景気を牽引しているのが輸出関連部門であることを勘案すれば CNY 高が継続すればより敏感に対応するはずであり、この点も CNY の上値を押さえるだろう。

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: 据え置き継続も、「次の一手」は利下げか

マーケット・エコノミスト

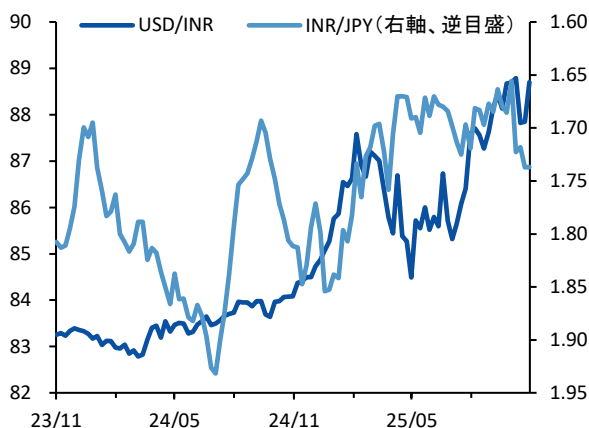
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

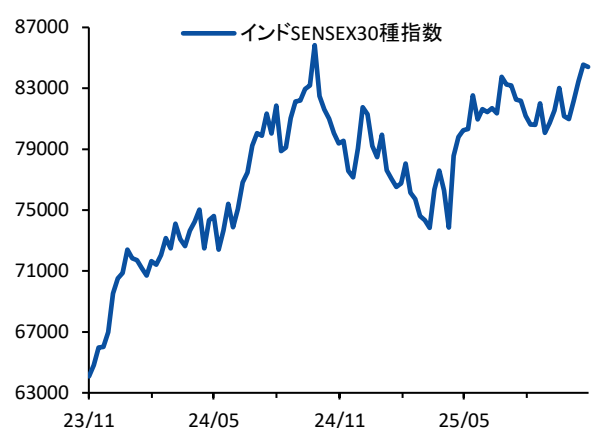
- 10 月の INR は+0.10%と僅かに上昇(30 日時点)。資源価格の低位安定やインド株高、海外投資家によるインド株式の買い越しなどが支えになった。
- インド準備銀行(RBI、中央銀行)は 10 月 1 日に金融政策委員会(MPC)の結果を公表し、政策金利のレポレートを 5.50%で据え置いた。なお、政策スタンスも「中立」で維持されている。政策決定は全員一致だったが、6 名中 2 名のメンバーは政策スタンスに関して「緩和的」への変更を主張した。
- 総裁会見および声明文は、マクロ経済環境と見通しは、成長を更に支援するための政策余地を拡大している」と利下げ余地にそれとなく言及しつつも、「先行して実施された金融政策措置(これまでの累次の利下げ)や最近の財政政策(GST 引き下げ)の効果は継続中」「貿易関連の不確実性も展開中」「政策効果の顕在化を待つことが賢明」と説明し、「次の一手」を急がない姿勢を示した。15 日に公表された議事要旨も同様に今後の利下げ余地を示唆しており、タイミングは別にしても、やはり利下げ再開は既定路線だろう。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。
- ところで 10 月には、米印の貿易交渉について興味深い報道が相次いだ。ランプ米大統領は、モディ印首相がロシアからの原油購入を止めることを約束した、と述べたが、その真偽は不明である。一方で、インドの国営石油会社がロシアからの原油購入を見直しているとの報道もみられるため、ロシアからのエネルギー購入に関して米印当局者間で何らかの話し合いや合意に準ずるものがあったのは確かなのだろう。この間も、両国当局者による各種通商交渉は継続している模様であり、今後の動向を見守るほかない。もっとも、インドは内需主導、かつ対米依存度が低いことから、米国が賦課する輸入関税率が多少変動してもマクロ経済全体への影響は軽微になろう。RBI が神経質な為替介入をしている限り、ニュースフローでの相場変動も抑制されよう。
- 11 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、10 月には 4 か月ぶりに買い越しに転じる見込みだ。資金フローは引き続き INR の支えになろう。他方で、資源価格に底入れ感が感じられるのはやや気がかりだ。なお、ロシアに対する向き合い方は米印双方にとって極めて重要な論点であり、これは米印通商交渉の先行きも決定づける。3 か国関係を巡るニュースフローに警戒を払いたい。

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:BI は予想外の据え置きを決定

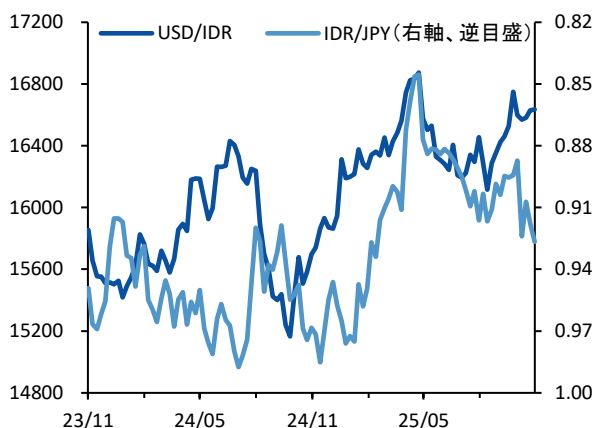
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の IDR は+0.2%上昇した。月初はインドネシア財政への懸念の高まりなどから 16700 台をつける場面もみられた。ただ、インドネシア銀行(中央銀行、BI)による IDR 安定策に支えられ、16500 台を中心とした動きに。22 日に BI が政策金利を予想外に据え置くも、その後は 16600 台で推移し、同水準で 30 日も取引された。
- BI は 21~22 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI レートを 4.75%に据え置くことを決定した。9 月会合まで 3 会合連続で実施された利下げは、一旦停止となった。なお、市場予想では▲25bp の利下げをみる向きが大勢だったため、据え置き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、経済成長への支援の必要性への言及がみられた。先行きも金融市場における高い変動性が継続する見通しであるため、国内経済に与える影響を緩和するため、引き続き政策対応の強化が必要だと述べた。IDR 相場に関しても引き続き安定した動きとなるとの見解を述べた。
- ペリー総裁は、今回の据え置き決定は「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、IDR の安定維持、および経済成長を支える必要性と一致する」と理由を説明した。今回会合では成長率が良好で、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。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。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。
- 17 日にアイルランガ・ハルタルト経済担当調整相は 10~12 月期に 30 兆ルピアの給付金支給を実施すると発表した。また、大学新卒生 10 万人を対象としたインターンシップ・プログラムも発表した。プラボウォ政権の大衆迎合的な財政拡張が続くなか、財政赤字の拡大への懸念も高まっている。
- 11 月の IDR は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、引き続き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:追加利下げは 11 月会合が有力に

シニアマーケット・エコノミスト

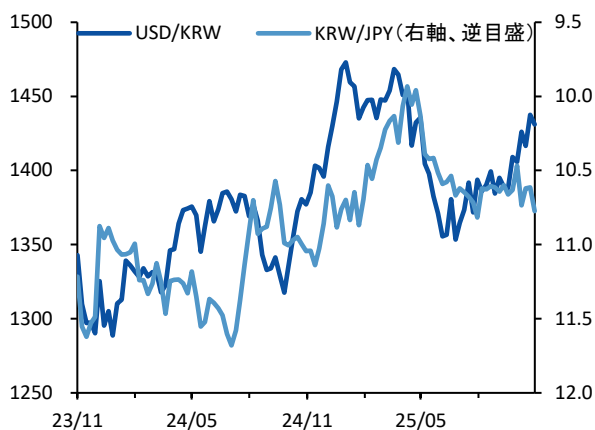
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の KRW は月後半にかけて下落。月初、1400 近辺で取引を開始。月前半は米政府機関の閉鎖や祝日の影響で動意を欠いた。中旬は米中貿易摩擦の深刻化を受けリスク心理が悪化したことが重しに。月後半は BOK 会合の内容や対米投資に際する KRW 需給悪化懸念が意識されて、一時月安値の 1440 台を記録。月末にかけては、米中貿易交渉の進展期待が支援材料となりつつ、小幅に値を戻し、1430 近辺で取引された。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は 23 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レポ金利)を従来の 2.50%に据え置いた。BOK は経済成長の下振れリスクを軽減するために利下げ姿勢を維持し、国内外での政策の変化による経済・物価情勢を見極めると総括した。韓国経済について、前回 8 月会合の時点から大きな見通しの修正はなかった。建設投資の勢いが弱まっていること、製造業における雇用の鈍化が景気の重しとなる一方、好調な半導体市況と段階的な内需の持ち直しが GDP を押し上げるとの見方を示した。25 年、26 年の成長見通しはそれぞれ前年比+0.9%、同+1.6%に据え置かれた。
- 物価見通しも大きな変更は見られなかった。先行きのインフレについては、主に資源価格動向や政府による価格統制策、KRW の水準に左右されると述べているが、25 年、26 年ともインフレは+2%近辺での推移が続くと見込んでいる。
- 先行きの金融政策を左右する材料となりそうなのが不動産市況の動向である。BOK は不動産の需給ギャップ拡大などからソウルをはじめ都市部の不動産価格が上昇傾向であることを指摘し、不動産市況の過熱に伴うインフレや家計債務の増加に警戒感を強めている。こうした状況を受けて、政府は住宅購入者に対する住宅ローン規制を強化することで沈静化を図っている。
- 足許の景気を踏まえれば、BOK は追加緩和の機会を伺うことが基本線となろうが、不動産市況がそれを妨げているのは確かだろう。李 BOK 総裁は 7 人のメンバーのうち 5 人は近い将来での利下げを支持していると述べているが、来年以降の金融緩和継続を約束はしなかった。この点を踏まえ、考えられる利下げ時期は 11 月に経済・物価見通しを更新したタイミングが最有力となりそう。
- 11 月の KRW について、FRB は金融緩和に慎重である一方、BOK は 11 月会合での利下げ可能性が高まっている。需給面においても、先述の対米投資やトランプ関税発動に伴う輸出鈍化など需給悪化の材料は複数存在しており、KRW の買い要素に欠く地合いになりそう。

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:26 年予算案では歳出が過去最大に

シニアマーケット・エコノミスト

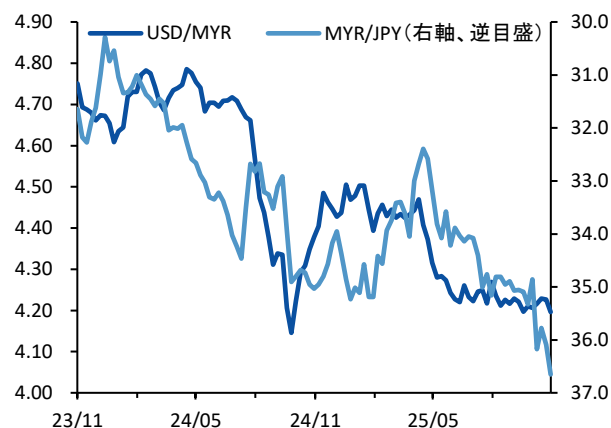
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

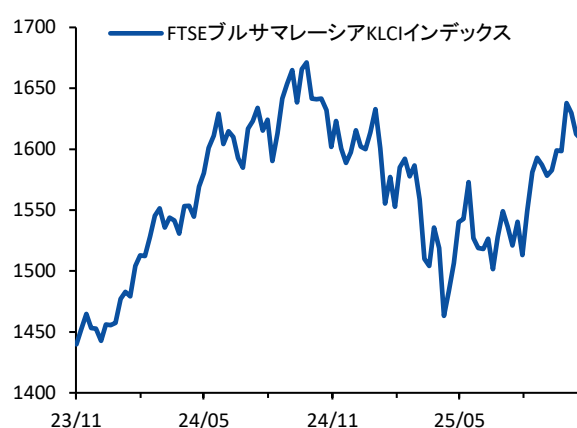
- 10 月の MYR は対ドルで+0.3%の上昇(30 日時点)。月初 4.21 近辺で取引を開始。上旬は米政府機関の閉鎖が決定し、積極的な取引が控えられる中で動意を欠く展開。中旬は米国の対中関税強化を示唆する発言にリスクオフムードは強まるも MYR 相場への影響は限定的。下旬にかけて、米中首脳会談での貿易交渉の進展が期待される中、リスク心理は改善に向かい MYR は月高値の 4.18 台へ。月末は FOMC 後に若干値を下げるも 4.19 台での取引となった。
- 政府は 10 日、2026 年度の予算案を発表した。歳出は前年比+11.6%の 4700 億リンギと過去最高を更新した。歳出の拡大分は教育や医療分野のほか半導体、AI 部門など高成長が期待できる分野に充当される方針。一方で、歳入は前年比+2.7%増の 3431 億リンギに設定。歳入増加分は炭素税の導入、酒類・たばこ税の引き上げなどから賄う見通しだ。また、燃料や電力の一律補助を段階的に廃止し、対象者も的を絞ることで歳出の削減も目指す。政府は財政赤字を 28 年までに GDP 比▲3.0%まで削減する方針を掲げている。26 年の財政赤字予測は同▲3.5%で、25 年の同▲3.8%から改善する見通しである。
- 25 年 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.2%と 4~6 月期の同+4.4%から加速した。業種別では、サービス業が同+5.1%と前四半期の伸びを維持したほか、鉱業が同+10.9%と前四半期の同▲5.2%から持ち直した。マレーシア財務省は 25 年成長予想について、外需部門の成長鈍化を内需部門がカバーすることで前年比+4.0~+4.8%で着地すると見込んでいる。
- ASEAN 首脳会議が下旬にマレーシアで実施された。域内の経済連携やタイ・カンボジア間での国境紛争やミャンマー情勢など安全保障維持に向けた取り組みが議論された。また、東ティモールが正式に ASEAN への加入が認められたほか、トランプ大統領が 8 年ぶりに会議に参加したことが注目された。トランプ大統領は東南アジア諸国との国際的な協力を強調する姿勢を示したものの、中国経由の迂回輸出や ASEAN 地域の安全保障維持に対する援助などについては具体的な発言を避けている。
- MYR は引き続き底堅い動きが予想される。10 月 FOMC も大きなサプライズなく終了し、段階的な米国の利下げが支援材料となりそうだ。マレーシア経済は内需部門を中心に堅調で、先行きの輸出の減速は警戒されるがマレーシア中銀が積極的に利下げに踏み込む理由は今のところ見当たらない。周辺国が金融緩和色を強めている中で、この点も MYR の選好に繋がる可能性はある。

図表 11: マレーシアリンギ相場(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: BSP のハト派スタンスが強まる

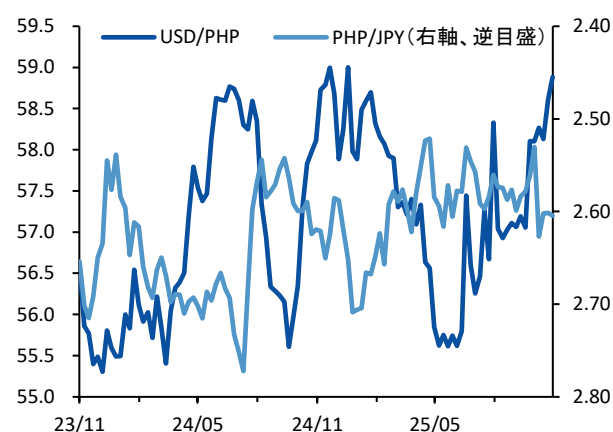
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の PHP は▲1.2%下落した。月初から月中旬までは 57 台後半から 58 台前半で取引された。9 日にフィリピン中央銀行 (BSP) がサプライズ利下げに踏み切った際も、57 台後半から 58 台前半への動きとなった。下旬になると、BSP の利下げ観測が台頭し、28 日に 59.0 を突破し過去最安圏に。29 日にレモロナ総裁が BSP は特定の水準を擁護していないとの発言なども受けて 58 台後半をつけ、30 日は同水準で取引された。
- 7 日公表の 9 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+1.7%と 8 月 (同+1.5%) から加速したが、市場予想 (同+1.9%) は下振れた。食品とエネルギーを除くコア CPI は同+2.6%と 8 月から僅かに鈍化した。総合ベースではフィリピン中央銀行 (BSP) の目標範囲 (+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。
- BSP は 9 日、政策金利を 5.00% から 4.75% へ▲25bp 引き下げ。利下げは 4 会合連続。市場では据え置きをみる向きが大勢であったためサプライズとなった。前回 8 月会合では緩和サイクルの終わりに近づいていることも示唆していたにも拘わらず、今回再び利下げに踏み切った。会合間で、明確にハト派スタンスが強まった。
- レモロナ総裁は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た。前回会合ではインフレリスクに重きが置かれていたが、今回は経済成長への支援へと明確に重きが変わったことが窺える。成長見通しの弱まりは、公共インフラ投資に関するガバナンスへの懸念が企業の信頼感に影響を与えていると具体的に声明文で述べている。現時点での大きな問題はガバナンスだとはっきりと明言し、前会合では 2025 年はあと 1 回の利下げの可能性を示唆していたがその発言を撤回し、更にもう 1 回の利下げ余地があるとした。インフレ見通しが安定していること、公共インフラ投資に関する汚職疑惑を受けた成長見通しの引き下げを背景に BSP は緩和姿勢を強めた。
- 27 日に金融政策委員会のメンバーのディオクノ氏が、12 月会合における追加利下げを強く示唆し、景気下支えの必要性を強く訴えたことを受けて BSP がハト派に傾斜していることが窺えた。PHP にはネガティブであり、28 日に PHP は対ドルで 59.0 を突破し過去最安値圏となった。
- 11 月の PHP は資源価格動向や米通商政策などの外部要因に加え、BSP のハト派化や政治的不透明感などの国内要因にも振られやすくなるだろう。

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

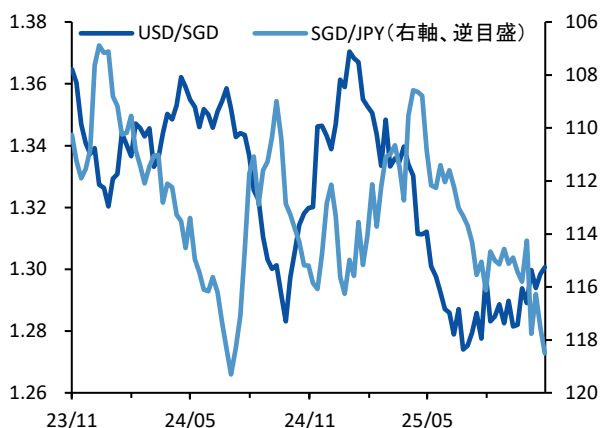
シンガポール:短期的に金融政策修正は見込まれず

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

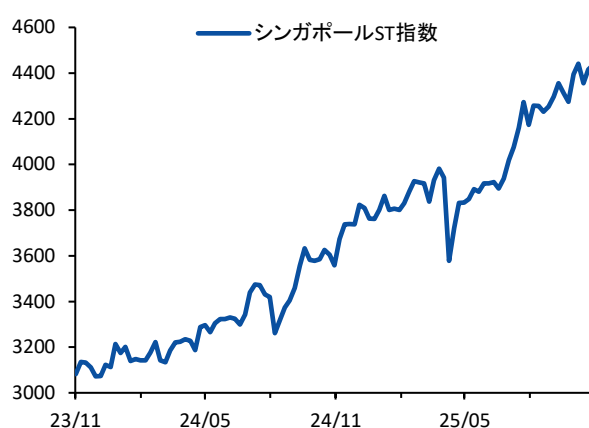
- 10 月の SGD はドルに対して軟化し、一時 1.30 を上回る水準に達した。しかし、SGD の下落は見かけほど深刻ではなく、INR や CNH など当局による大規模な介入があった通貨がアウトパフォームしていることも考慮すべきだろう。
- シンガポール金融通貨庁 (MAS、中央銀行) は 14 日、定例の金融政策会合を開催し、金融政策は現状維持となった。現状維持は前回 7 月会合に次ぐ決定である。目先の経済・物価について深刻なリスク要因が出ていない以上、今回は追加緩和を見送り、有事の際における金融緩和の糊代を残す方針なのだろう。為替の観点からも S \$ NEER (SGD 名目実効為替レート) の動きは安定的であり、中期的な物価安定と堅実な経済成長を目指す金融政策の枠組みからも逸脱はしていない。今後もトランプ関税がもたらす实体经济への影響を注視しつつ、必要があれば追加緩和という姿勢は維持されそう。
- 国内経済について、25 年 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+2.9%と予想を上回り、前期比で+1.3% (季調済) 拡大した。加えて、9 月の鉱工業生産が前月比+26.3%と強い結果になった。トランプ関税発動を見越した前倒し需要の側面もあるが、シンガポールの相互関税率は周辺国と比べても低い水準に設定され、輸出は当初懸念されたほど悪化しない可能性も出てきている。一方、今後関税交渉が個別商品に及ぶ場合には警戒したいところだ。トランプ大統領は 10 月後半にマレーシアに訪問し、そこでタイ、マレーシア、ベトナムなど複数国との間で合意書を締結し、一部の品目で関税が引き下げられたことが報じられた。今後、シンガポールの相対的な優位性との差が縮まる可能性もあるが、ASEAN 諸国が米中双方と貿易摩擦の解消ないし、自由貿易促進の動きが強まればシンガポールの成長にとっても追い風となり得る。
- 米中首脳会談後も、両者の貿易交渉に進展があれば、リスク心理が改善し、SGD の準安全通貨としての魅力は薄れることも考えられる。実際、ASEAN 地域への投資がリスクオン環境となれば、サプライチェーン再編やレアアース・鉱物資源の保有において、シンガポールは魅力に欠けるのも事実だ。
- 以上、いくつか SGD の下落要因は混在するが、SGD は安定的な推移が続いている。MAS が政策バンドを上昇方向に設定している中で、S\$NEER も高水準を保つことが予想される。特に、MAS が投資の増加による成長を示唆している状況下、短期間で金融政策が変わる見込みは薄い。この点も踏まえて、年末までの対ドルでのレートを 1.29~1.33 と予想する。

図表 13:シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14:シンガポール ST 指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ: 次の追加緩和を視野に入れる BOT

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

- 10 月の THB は対ドルで前月比+0.2%の上昇(30 日時点)。月初 32.40 台で取引を開始。上旬は米政府機関の閉鎖を受け動意を欠くも、米国の対中関税強化を巡る動きに徐々に軟化した。売り一巡後は金価格上昇を受け持ち直すも、米地銀の信用懸念や金価格の反落を受け一時月安値の 32.90 台へ下落するなど一進一退の動きに。下旬はトランプ関税の一部軽減と米中貿易交渉の進展期待が支援材料となり上昇、月末は 32.90 近辺で取引された。
- タイ中央銀行(BOT)は 8 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の 1.50%に据え置いた。BOT は今年に入り累計で▲100bp の利下げを実施していた。今回合会に際して BOT は経済・物価見通しを更新。25 年の成長予想は前年比+2.3%から同+2.2%へ引き下げられた。声明文では年後半にかけての景気減速に警戒感を強め、特に観光業と内需の停滞懸念を指摘している。
- 物価動向について、好天候による食料品価格の下落や資源価格の軟化が引き続き CPI を押し下げている。また、食品とエネルギーを除いたコアベースについても、BOT が掲げるインフレ目標(+1.0~+3.0%)の下限に達していない。先行きの見通しを見ても、需要サイドからのインフレ押し上げが見込みにくい状況下、25、26 年ともコアインフレは同+1.0%未満の推移を見込んでいる。
- かかる中、BOT は緩和的な金融環境を維持しつつ、国内経済を下支えしていく姿勢を強調した。今回はウィタイ新総裁にとって初めての合会であったが、これらの文言は従前から頻繁に使われていたフレーズであり、これだけでは明確にハト派に傾斜したとは判断できない。下半期はトランプ関税の影響が今後实体经济へ波及していくこと、先述の観光業や内需の停滞懸念など、複数の景気減速リスクが存在する。今回は先行きの利下げの糊代を残す観点から利下げを見送ったと推測されるが、タイ経済の状況を見極めながら年末年始にかけて複数回の利下げが実施されても不思議ではない。今回合会ではウィタイ新総裁のカラーが明確に出た訳ではないが、過去の経歴から、金融緩和を催促する政府との関係は深いとの見方もあり、今後の情報発信にも注目が集まる。
- 本欄での THB の見通しに大きな変更はなく、年末までのレンジを対ドルで 31.7~34.1 と見込む。政治面ではカンボジアとの国境紛争について和平合意が結ばれ地政学リスクの沈静化に向かいつつあるが、先行きの不透明な経済情勢もあって積極的な買いには繋がっていない。今後は総選挙についての政治面の動きも本格化していくと見られ、この動向も注意したい。

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



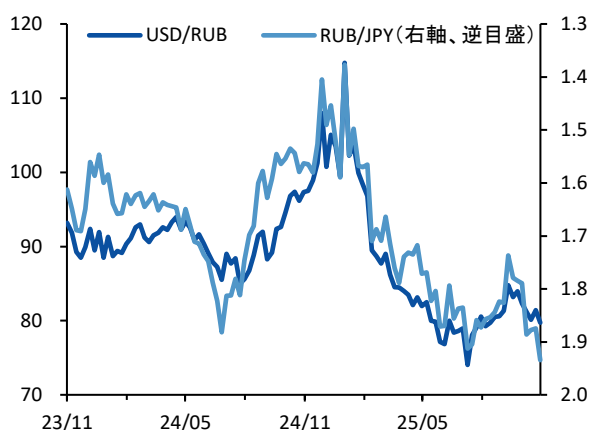
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 米国・EU による制裁の強化が重しに

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

- 10 月の RUB は原油価格やロシア中銀の金融政策よりも、米欧による追加制裁の有無が最大の不安定要因となり、方向感を欠いた展開が続いた。特に米国・EU による制裁強化の観測が強まるたびに、RUB は上値の重い動きとなり、中期的にも制裁動向次第で大きく左右される状況が続いている。
- 経済面では、ロシア経済は原油価格や制裁動向に大きく依存している。ロシア財務省は国家予算の前提となるブレント原油価格の基準を、現行の 1 バレル 60 ドルから 2030 年までに 55 ドルへ段階的に引き下げる方針を示した。原油価格が基準を上回る場合は超過分を国家福祉基金 (NWF) に積み立て、下回る場合は NWF を取り崩して予算穴埋めを行う仕組みだが、戦争長期化で 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・所得税増税が実施されたが、現在は付加価値税 (VAT) 引き上げも検討されている模様だ。
- 金融政策では、ロシア中銀が 10 月 24 日に政策金利を 17.0% から 16.5% へ引き下げた。これは 4 会合連続の利下げとなるが、インフレリスクの高まりを受けて利下げ幅は市場予想 (▲100bp) の半分にとどまった。2025 年のインフレ率見通しは +6.5~7.0% (7 月時点では +6.0~6.5%) に上方修正され、インフレ目標達成時期も 2026~2027 年へ延期された。政策金利見通しも 12~13% から 13~15% へ引き上げられており、追加の金融緩和の余地は限定的との見方が強まっている。
- 政治や外交面では、米国・EU はロシアへの追加制裁を強化した。米国はロスネフチやルクオイルなど主要石油企業への資産凍結・取引禁止を発動し、EU も LNG 輸入禁止や金融網への規制強化を進めている。EU はロシア産 LNG の段階的輸入禁止を決定し、短期契約分は 2026 年 4 月 25 日から、長期契約分は 2027 年 1 月 1 日から対象となる。中国・インドをはじめとする第三国向けのロシアのエネルギー輸出に対しても、米国は「二次関税」課税の方針を強めており、戦争終結に向けてロシアの戦争継続能力を絶とうとする姿勢を強めている。引き続き RUB 相場においても、制裁強化の流れが影響しよう。

図表 17: ロシアルーブル相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 18: MOEX ロシア指数



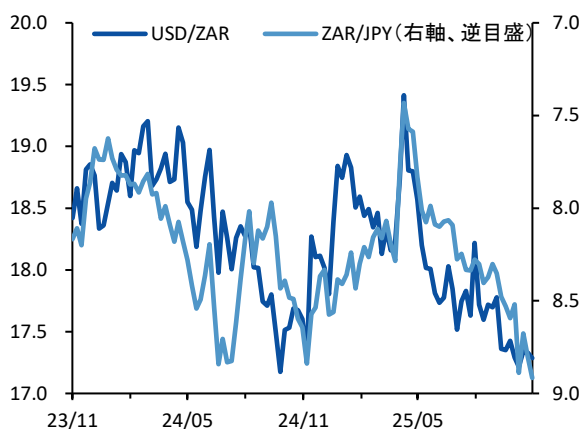
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

南アフリカ: 貴金属価格高騰が支えに

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

- 10 月の ZAR は振れ幅を伴いながらも、堅調な展開が続いている。米中対立の再燃によるキャリー取引の巻き戻しが ZAR を含む高金利通貨に調整圧力をかける場面も見られたが、金価格の高騰と貴金属相場の支援もあり、他の高金利・新興国通貨と比較しても底堅い動きとなった。
- 既報の通り 2025 年 10 月、金価格は史上最高値を更新した。南アは金の生産でも世界有数の規模だが、同時に世界最大のプラチナ生産国であり、金価格の高騰に伴いプラチナにも割安感から買いが入り、貴金属価格全体の上昇が ZAR を支えている。この価格上昇は、南アの貿易収支改善や資源関連株の上昇を通じて、ZAR 相場の下支え要因となっている。南ア株式市場では鉱山株が年初来で 3 倍に上昇し、FTSE/JSE アフリカ全株指数は+30%超の上昇を記録している。
- 外交面でも進展があった。10 月 24 日、金融活動作業部会 (FATF) は南アフリカをマネーロンダリング監視強化対象の「グレーリスト」から正式に除外した。南ア政府は 22 項目の行動計画を完了し、金融システムの健全性を回復。これにより、資本流入の回復や投資家信頼の向上が期待されている。
- また、ラマポーザ大統領は、10 月 29 日に米国との貿易協定交渉が最終段階にあるとし、近い将来の合意に楽観的な姿勢を示している。南アは米国による 30% の関税措置に対して報復を避け、鉱物資源などを交渉材料にして協議を継続している。
- 一方で ZAR 相場の堅調さには南アフリカ準備銀行 (SARB) の高金利政策が寄与している面も大きい。SARB は目下、インフレ目標 (+3~6%) の見直しを進めており、7 月には下限の +3% を目指す方針を表明。財務省との協議を経て、11 月 12 日に公表予定の中期予算計画で正式な見直し結果が示される可能性がある。実現すれば、インフレ抑制を重視する姿勢を改めて示すものとなり、ZAR 相場にとってはさらなるサポート要因となりそうだ。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



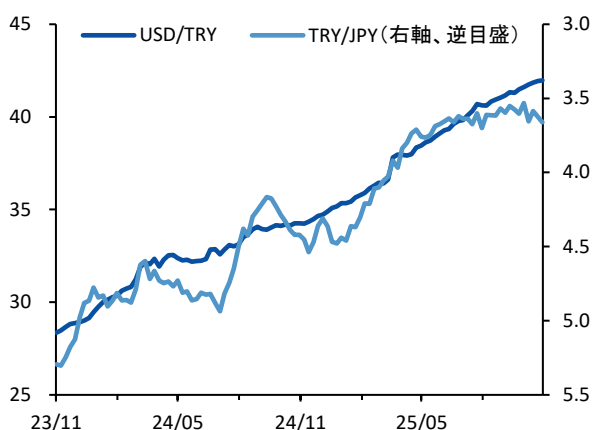
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

トルコ: 利下げ幅を大幅に縮小

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

- TRY は 2025 年 3 月以降、緩やかな下落トレンドを継続している。10 月の利下げ幅が市場予想を下回ったことや、CHP 党大会の合法性確定による政治リスク後退を受けて、株式市場や CDS など他の市場は好感する動きを見せたが、リラの反応は限定的となった。
- トルコ中央銀行(CBRT)は 10 月 23 日、政策金利を▲100bp 引き下げて 39.5% とした。市場予想(▲150bp)を下回る小幅な利下げとなった。7 月は▲300bp、9 月は▲250bp の利下げを実施してきたが、9 月消費者物価指数(CPI)が前年比+33.3%と 8 月の+33.0%から加速したことを受け、利下げペースを大きく縮小した。声明では「インフレ見通しが目標から大きく乖離した場合は金融引き締めも行う」と明記し、今後も利下げ自体は継続するが、より慎重な姿勢に転じた。今後の利下げはインフレや外貨準備の動きに応じてペース調整される方針が示された。
- 政治情勢をめぐっては、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いていたが、10 月 24 日にアンカラ地裁が「CHP 党大会の無効化訴訟」を却下した。党首オズギュル・オゼルの地位が法的に確定し、党の指導体制が安定的になった。これを受けてイスタンブール株式市場(BIST100)は+4%以上上昇、銀行株指数も+7%以上上昇、トルコの 5 年物 CDS も▲13bp 低下するなど、金融市場に安心感が広がった。
- この 1 か月のトルコ経済・政治情勢は、インフレ加速とそれに対応した中銀の慎重な金融政策運営、最大野党の党大会合法性確定による政治リスクの後退、と総じて TRY 相場には安定化要因が増えたかたちだ。とりわけ、10 月会合での利下げ後も、インフレ調整後の実質政策金利は依然高水準にあり、インフレ見通しが悪化した場合は追加利上げも辞さない姿勢が示された点は重要である。今年 9 月からの米国の利下げ開始もあり、CBRT の高金利政策は引き続き TRY のサポート要因となると見込まれる。

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: 対米関係に改善の兆しあり

マーケット・エコノミスト

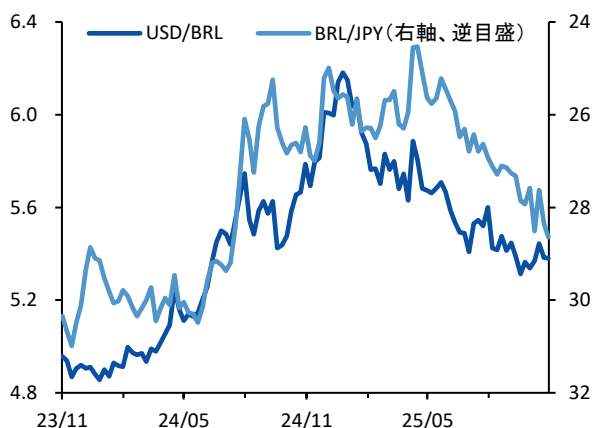
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

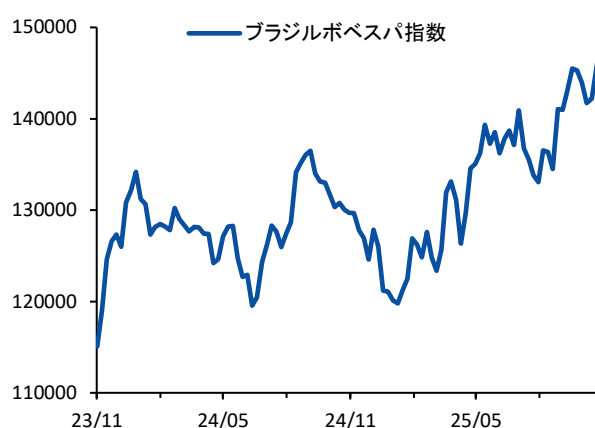
- 10 月の BRL は▲1.11%と反落した(30 日時点)。月半ばにかけては、下院の金融所得税等の増税法案否決を受けた財政悪化懸念の高まりが嫌気され 5.50 を超えて売られたが、その後はじりじりと値を戻した。
- 10 月 26 日、ブラジルのルラ大統領、米国のトランプ大統領は、訪問先のマレーシアはクアラルンプールにて首脳会議を行った。開催直後の両国元首、政府高官による情報発信を踏まえる限り、会談は前向きなカタチで終了した模様だ。今後は実務レベルでの協議に移るとされており、両国交渉の成り行きを見守ることになる。振り返れば、8 月初旬から米国はブラジルに対し 50%という懲罰的な輸入関税を賦課しているが、やはりそれ以降ブラジルの対米輸出は目に見えて落ち込んでいる。輸出依存度の低さ、対米依存度の低さなどからブラジルにおけるマクロ経済全体への影響は足許まで軽微なものにとどまっている模様だが、対米輸出持ち直しの可能性は素直に前向きに受け止めてよいだろう。今後のニュースフローに警戒したい。
- 域内のインフレ動向に関し、24 日に公表された 10 月前半までの消費者物価指数(IPCA-15)は、+4.94%(前年比、以下同様)と市場予想の+5.00%および前回の+5.32%を下回った。一方で、食品・飲料・エネルギーを除いた指数の伸び率は+4.6%付近で高止まりしており、基調的物価の情勢はなお厳しいといえる。かかる中、ブラジル中央銀行(BCB)は 11 月 5 日に金融政策委員会(Copom)を開催するが、最近の中銀高官発言を踏まえる限り、政策金利の据え置きが続く公算が極めて大きい。本欄は、BCB による利下げ着手は早くても 2026 年 1~3 月期と見込んでいる。11 月会合においても、利下げ開始の示唆は行わないだろう。
- 11 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る。一方ブラジルの月次金融収支を見ると、例えば 4~9 月の期間と比較すると株式の資金流入は昨年対比で実に 3.8 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: 失速感強まる域内経済

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

- 10 月の MXN は▲1.16%と反落した(30 日時点)。メキシコ株式や資源価格の軟調推移に加え、メキシコ中銀によるハト派的な情報発信などが重しになった。もっとも、全体的に値動きは抑制されており、18.4 を挟んだレンジ推移との印象も強い。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は 10 月 9 日、9 月金融政策決定会合の議事要旨を公表した。会合声明文と同様に、インフレ安定や軟調な経済、FRB の緩和路線などを背景に、追加利下げを検討する姿勢が改めて示された。ヒース副総裁は相変わらずインフレの上振れリスクを警戒し現状維持を支持し続けているようだが、完全な少数派である。急速な MXN 安が無ければ、年内の残り 2 会合は▲25bp の利下げが続く公算が大きい。
- 域内の物価情勢に関し、23 日公表の 10 月前半の消費者物価指数(隔週、CPI)は、+3.63%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.73%および前回の+3.78%を下回った。コア CPI に関しても、+4.24%と市場予想および前回の+4.28%を下回った。コアサービスはむしろ伸びが僅かに加速(+4.41%→+4.42%)しているため安心をできる情勢にはないが、軟調に見える内需も考慮に入れば、目先の利下げ路線の障害にはならないだろう。
- 経済動向に関し、30 日公表の 7~9 月期実質 GDP 成長率は、▲0.3%(前期比、以下同様)と市場予想の▲0.4%を僅かに上回るも、4 四半期ぶりのマイナス成長に沈んだ。マイナス成長は従前より想定されていたため過剰反応は不要だが、中銀の利下げ路線を支持する結果には変わらない。
- なお、11 月 1 日より米国はメキシコに賦課する輸入関税を 25%から 30%に引き上げるはずだったが、25 日に開催された両国元首の電話会談を経て、「更に数週間」延期されることが決まっている。仮に発動されても、USMCA の緩衝材の存在もあって、+5%ポイントの上昇はほとんどメキシコ経済にとって影響はないだろう。
- 11 月の MXN は、上値重い推移を想定する。域内経済は失速が鮮明であり、Banxico は 11 月会合でもハト派的な情報発信を行う可能性が高い。10 月 FOMC における情報発信を踏まえれば、MXN の金利先安観が意識される可能性が高いとみる。一方で、米国と各国の通商交渉はここにきて急ピッチに進んでおり、リスクセンチメントの改善が MXN の追い風として作用する可能性にも留意したいところだ。

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 1～10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)	7.0924 ～ 7.3512	7.1102	7.18	7.14	7.11	7.08	7.05
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.8500	7.7695	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	83.764 ～ 88.805	88.701	89.3	88.8	87.6	85.8	85.3
インドネシアルピア	(IDR)	16079 ～ 17224	16636	17000	16560	16600	16600	16650
韓国ウォン	(KRW)	1347.23 ～ 1487.45	1428.01	1400	1390	1370	1360	1350
マレーシアリング	(MYR)	4.1805 ～ 4.5185	4.1933	4.26	4.14	4.07	4.06	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	55.158 ～ 59.230	58.787	58.5	57.5	57.1	56.3	56.1
シンガポールドル	(SGD)	1.2698 ～ 1.3751	1.2991	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28
台湾ドル	(TWD)	28.790 ～ 33.280	30.733	30.2	30.0	29.5	29.2	29.2
タイバーツ	(THB)	31.58 ～ 34.98	32.32	33.0	32.8	32.5	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	25038 ～ 26437	26331	26450	26350	26300	26250	26300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.0500 ～ 114.7788	80.0125	84.0	86.0	88.0	90.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.0683 ～ 19.9328	17.2642	17.4	17.6	17.8	18.0	18.2
トルコリラ	(TRY)	35.2419 ～ 42.0724	42.0371	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	5.3813	5.45	5.55	5.60	5.65	5.70
メキシコペソ	(MXN)	18.2008 ～ 21.2932	18.5301	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 ～ 21.710	21.614	21.03	20.87	20.96	21.33	21.84
香港ドル	(HKD)	18.031 ～ 20.403	19.780	19.41	19.15	19.18	19.46	19.85
インドルピー	(INR)	1.644 ～ 1.848	1.735	1.69	1.68	1.70	1.76	1.81
インドネシアルピア	(100IDR)	0.830 ～ 0.981	0.924	0.888	0.900	0.898	0.910	0.925
韓国ウォン	(100KRW)	9.749 ～ 10.916	10.761	10.79	10.72	10.88	11.10	11.41
マレーシアリング	(MYR)	31.951 ～ 36.652	36.652	35.45	35.99	36.61	37.19	37.93
フィリピンペソ	(PHP)	2.470 ～ 2.726	2.614	2.58	2.59	2.61	2.68	2.75
シンガポールドル	(SGD)	107.08 ～ 118.67	118.30	115.62	114.79	115.86	117.78	120.03
台湾ドル	(TWD)	4.310 ～ 5.090	5.001	5.00	4.97	5.05	5.17	5.27
タイバーツ	(THB)	4.150 ～ 4.766	4.755	4.58	4.54	4.58	4.67	4.81
ベトナムドン	(100VND)	0.5401 ～ 0.6253	0.5836	0.57	0.57	0.57	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.370 ～ 1.985	1.921	1.80	1.73	1.69	1.68	1.67
南アフリカランド	(ZAR)	7.263 ～ 8.948	8.900	8.68	8.47	8.37	8.39	8.46
トルコリラ	(TRY)	3.501 ～ 4.481	3.650	3.51	3.39	3.31	3.28	3.28
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.669 ～ 28.762	28.547	27.71	26.85	26.61	26.73	27.02
メキシコペソ	(MXN)	6.845 ～ 8.350	8.293	8.12	7.84	7.76	7.95	8.19

注: 1.実績の欄は 2025 年 10 月 30 日まで。SPOT は 10 月 31 日の 10 時 45 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。4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(10 月 29 日発行)』に基づく。

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。