

2025年12月1日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 東西の地政学リスクに揺れる	2
中国: 月内の CNY 高進行の要因とは?	3
インド: RBI の介入方針に右往左往	4
インドネシア: BI は IDR 安定維持のため据え置き	5
韓国: KRW 安進行を受け BOK の利下げは白紙に	6
マレーシア: BNM の追加利下げは来年以降に	7
フィリピン: BSP は利下げの可能性を示唆	8
シンガポール: 上値は限られるも、下値は底堅い	9
タイ: 先行きの政治・経済の不透明感が重しに	10
ロシア: 制裁と停戦思惑	11
南アフリカ: S&P が格上げ	12
トルコ: 緩やかなペースの管理されたリラ安が継続	13
ブラジル: 現状維持を続ける BCB	14
メキシコ: Banxico の利下げ路線は持続的か	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 勇大

+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:東西の地政学リスクに揺れる

シニアマーケット・エコノミスト

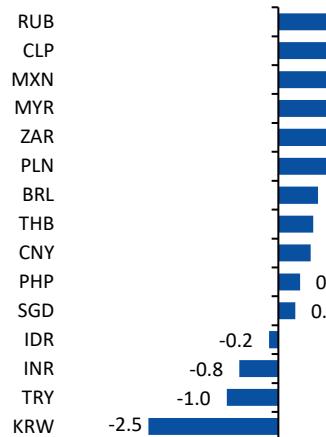
堀 奒大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

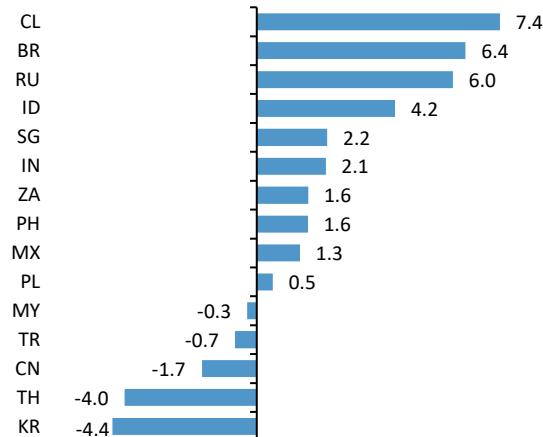
- 11月の新興国通貨は東欧・中南米通貨を中心に堅調。月前半は12月FOMCでの利下げ期待後退が逆風となるも、米政府機関の閉鎖が終了したことがリスク心理の改善に繋がった。月後半はFRBのタカ派な情報発信にドルが優勢となるも、以降は、軟調な米経済指標や次期FRB議長を巡る報道に米金利が低下し、月末にかけて、広範に新興国通貨が買われた。
- 一方で、東アジア通貨の軟化が目立った。KRWやTWDはそれぞれ月間で▲2.5%、▲2.1%値を下げており、これは日中間の関係悪化に伴う地政学リスクの高まりの影響を受けたのだろう。本件の概要は次頁以降もご確認頂きたいが、今のところ東アジア地域において急速にリスク心理が改善に向かう望みは大きくない。周辺国間の交渉は勿論、米中関係、アジア地域の安全保障体制の再編にも影響が及ぶ話であり、年末だけでなく翌年以降も相場テーマとしてクローズアップされる可能性はある。
- 欧州では、2025年も残り1か月となったが、ウクライナ危機の終息は見られていない。戦争終結に向けた和平案の協議についても報じられているが、ロシア・ウクライナ間だけでなく、欧州主要国や米国の思惑を全て織り込むような案が捻出される望みはこちらも極めて薄いと言える状況だ。ウクライナ危機勃発以降、欧州はエネルギーを中心に脱ロシア依存を進めてきたものの、和平交渉次第では、ロシアや米国との政治的な溝が深まることも考えられる。欧米間の関係悪化は世界経済の保護主義化を助長する結果にも繋がりかねない。
- 米金融政策に目を向けると、政府機関の閉鎖は終了し、雇用統計をはじめ主要経済指標の公表が再開されている。政府機関の再稼働に伴い経済活動の停滞が妨げられたほか、10月FOMC議事要旨では、多くのメンバーが12月利下げに否定的な姿勢であることが判明したこと、ドル持ち直しの要因となつた印象だ。今後のデータ次第でスタンスは変わる余地は残っており、過去2回の会合と比較してライブなものになりそうだ。また、四半期に1度のドットチャート、経済物価見通し(SEP)の更新もあるため、翌年以降の利下げペースについても必然的に注目は集まる。12月FOMCでの情報発信が年末にかけての新興国通貨の方向感を左右するのは言うまでもないが、次期FRB議長に対する思惑も相場テーマになりつつある。むしろこの点がFRBのハト派期待を増幅させており、特にこうした思惑がより一層強まる26年1~3月期の相場は、ドル売り優勢となる可能性を念頭に置きたい。

図表1:新興国通貨騰落率(2025年11月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表2:新興国株式騰落率(2025年11月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:月内のCNY高進行の要因とは?

シニアマーケット・エコノミスト
堀 勇大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11月のCNYは対ドルで+0.6%上昇。月初3日、7.11台後半で取引を開始。月前半は12月FOMCでの利下げ期待後退や中国10月輸出が予想を大きく下回る結果となったことが重しに。中旬、米政府機関閉鎖が終結し、リスク心理の改善が支援材料になり一時7.09台まで上昇。買い一巡後は一時7.12近辺まで反発も、以降は中国人民銀行(PBoC)のCNY高容認の流れを受けて断続的に高値を更新する展開に。月末には7.07台まで上値を伸ばした。
- 高市首相による台湾有事を巡る発言に端を発し、日中関係の冷え込みが懸念されている。中国政府は日本からの海産物輸入を再停止し、日本への渡航を自粛する強いメッセージを発信している。一連の報道を受けて円やTWDなど神経質な相場動向になっており、地政学リスクが再認識されている状況だ。
- 注目すべきは、中国のトランプ政権への働きかけが従来と異なる点だ。米中貿易交渉では、中国へ搔き回りをかけるトランプ政権に対して静観を貫く印象が強かったが、今回はむしろ中国から米国に協議を要請したと報じられている。もう1点は、高市発言からCNY相場が高値方向に傾いた点だ。周知の通り、日々のCNYのレートはPBoCが設定する中心レートに依存するため、PBoCは一定程度のCNY高の動きを容認しているとも読める。11月下旬には23年5月以来となる7.07台まで基準値はCNY高方向に推移した。
- 本欄では、外需頼みになりつつある中国経済の状況を踏まえれば、過度なCNY高をPBoCは容認しないと想定してきた。米金利の低下は確認されるが、足許の動きの背景には特殊な要因があり、憶測の域を出ないもののそれは今後の米国との交渉を視野に入れた動きかもしれない。習政権の外交戦略における台湾の重要性は非常に高く、為替や貿易面での譲歩を見せて、台湾有事に際する米国の干渉を回避する狙いはありそうだ。このため米国の出方は重要であり、状況次第では台湾有事に対する懸念は強まる可能性が残る。
- CNYの上昇は7.05近辺までと予想するが、上述の推測が相応の説得力を持った場合においては、一時的に7.0までの上昇があつても不思議はないと考えている。一方で、両国の金利差は大きく変わらない見込みで、断続的な7.0割れは今のところ考えていない。また、仮に地政学リスクが近隣諸国に波及した場合には、各国の中国との経済的な繋がりにもひびが生じる可能性がある。対中依存からの脱却を図る国は散見されるが、未だ中国の影響力は強いのも事実であり、アジア通貨を展望する上では無視できない論点になるだろう。

図表3:中国人民币相場(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: RBI の介入方針に右往左往

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

- 11月のINRは▲0.76%と下落した。88.8というこれまで上限ラインを21日に突破し史上最安値を更新後、安値圏で推移して引けた。
- 11月は、インド準備銀行(RBI、中央銀行)による為替介入方針に関して注目が集まった1か月間であった。今まででは88.8という水準で跳ね返されてきたUSD/INR相場だが、上記の通り21日にはついにこれを上抜けてINR安が進行し、対ドルでの史上最安値を更新した。インドは公的にはあくまで変動為替相場制を採用しているが、値動きなどからその主張は受け入れ難い。この点は、日頃INR相場をウォッチしている市場参加者なら首肯できると思う。
- 実際、国際通貨基金(IMF)は26日に公表した対インド4条協議報告書で、インドの為替制度に関して従前の「安定化制度(stabilized arrangement、2023年～)」から「クロール型制度(crawl-like arrangement)」に再分類することを公表している。前回の分類変更は2023年末だったが、それ以降もIMFとRBIの認識の差異は埋まっておらず、対立が継続している。ここ数年がそうであったように、IMFに後ろ指を差されたからといってRBIが直ちに介入方針を変えるとは思えない。よって、見通せる将来においてINR相場のボラティリティは抑制された状態が続こう。
- なお、RBIは12月5日に金融政策委員会(MPC)の結果を公表する。直近の10月消費者物価指数(CPI)は+0.25%(前年比、以下同様)と異常に低い伸び率を記録しており、利下げ再開が決定されても不思議ではない情勢だ。もっとも、このディスインフレは食品価格に拠る部分が大きく、例えCoA CPIは+4.3%と+4%台前半での安定した推移を続けている。振り返れば、今年は総合ベースでは大きくディスインフレが進んだが、コアベースに大きな変化は見られない。その他、PMIの伸びなどを確認しても、国内経済に明確な失速は確認できない。仮に12月MPCで利下げが再開されても、その後の連続性は疑わしいと考えている。
- 12月のINRは、上値重い推移を想定。11月に入り海外投資家のインド株売りの傾向が再び強まっていること、RBIがハト派な情報発信を行う可能性があることがその要因だ。日中の値動きを見る限り、11月半ばまでは88.8という水準が事実上の上限許容ラインであったように思われるが、市場は次なる防衛ラインを探っている状態である。

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



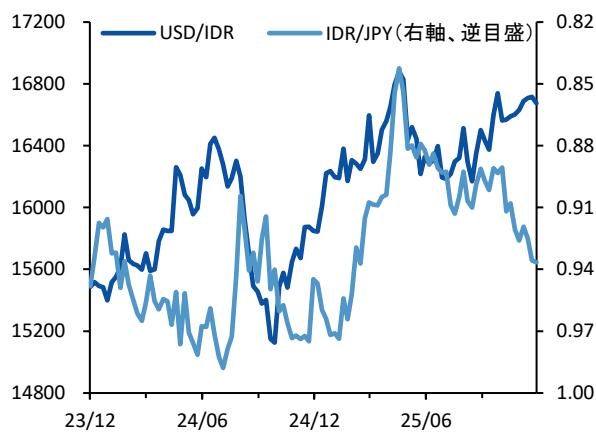
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア: BI は IDR 安定維持のため据え置き

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

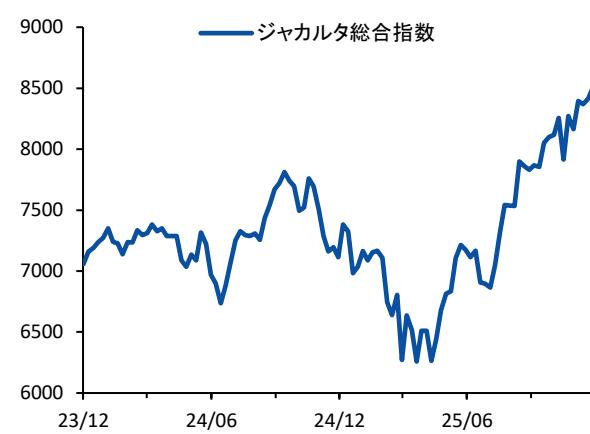
- 11月のIDRは▲0.2%下落した。月初は前月のFOMCでのタカ派な情報発信などが重しとなり 16700 台での推移となった。一時、米政府機関の閉鎖解除への期待から 16600 台をつけるも、その後 16700 台へ押し戻された。下旬はFRB の利下げ期待が高まったことを受けて再び 16600 台で推移し、月末も同水準で取引された。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 11 月 18~19 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI レートを市場予想通り 4.75% に据え置くことを決定した。据え置きは 2 会合連続となった。
- 物価動向を見ると、10 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+2.86%と 7 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 は同+2.36%とインフレ目標の中央値(+2.5%)を下回った。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。インドネシア 7~9 月期実質 GDP は前年比+5.04%と 4~6 月期から鈍化するも、市場予想(同+5.00%)を僅かに上回った。BI はインドネシア経済は堅調な成長を維持していると述べつつも、潜在能力に応じて更なる成長促進が求められた。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前回会合同様、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格好となった。
- ペリー総裁は、今回の据え置き決定は「IDR 安定維持という短期的な焦点に沿ったものであり、証券投資を呼び込むため」と理由を説明。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、利下げ余地を探ると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。なお、ペリー総裁は、BI は財務相と連携強化のため今月の会合から財務省の代表者を招待すると説明した。財務相の代表者は金融政策への投票権は付与されないが、これにより中銀の独立性への懸念を高める可能性があるだろう。
- 12 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: KRW 安進行を受け BOK の利下げは白紙に

シニアマーケット・エコノミスト

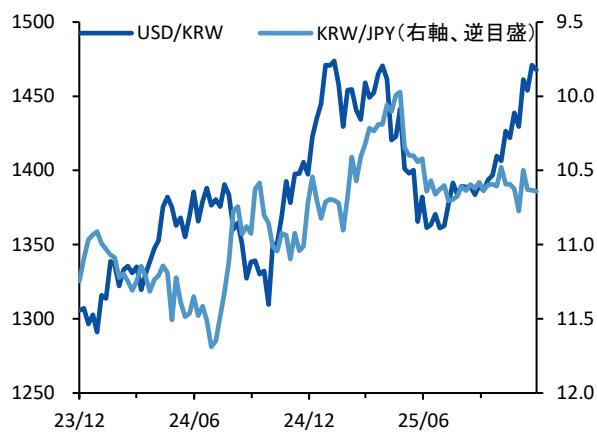
堀 勝大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

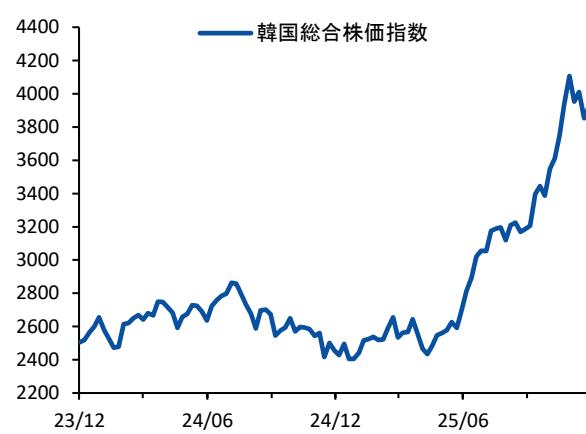
- 11月のKRWは一時7か月ぶりの安値圏へ。月初1430付近で取引を開始。月前半は12月FOMCでの利下げ期待後退、国内勢の米株式をはじめとした海外証券投資の加速に伴い、KRW売り優勢に。中旬もその流れが継続し、一時1470台まで軟化。韓国中銀の為替介入への懸念から売り一巡も、ドル円相場に連れ安となる時間帯もあり上値重く推移した。下旬はFRB利下げ期待が再燃したこと、小幅に値を戻すも、1460近辺での取引で引けた。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は27日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を従来の2.50%に据え置いた。現状維持は4会合連続での決定であった。今会合でBOKは定例の経済・物価見通しを更新。見通し自体には大きな修正は無く、25年の成長率予想は前年比+1.8%と24年の同+2.0%を下回る見込みだ。物価動向については、為替レートの下落に伴う輸入インフレの強まりに警戒を強めている。なお、前回会合で警戒を強めた不動産価格の動向は引き続き騰勢を維持しており、決してBOKの利下げをサポートする結果にはならなかった。25年のCPI上昇率は前年比+2.1%と8月時点の同+2.0%から引き上げ、コアインフレ率は前回予想の同+1.9%に据え置かれた。
- 今後の方針について声明文では、金融環境の安定性に留意し、経済成長および物価上昇率を中期的に目標水準で安定させると総括した。文言自体は10月会合のものと大差はなかったものの、BOKの利下げ期待は会見の内容を踏まえるとやや後退したように映る。要因の1つは直近で約7か月ぶりの安値を記録したKRW動向であろう。BOKが金融政策を策定する上で、KRWを含む金融市場の安定性を維持する優先度が上がったと推察される。こうした事情に鑑みれば、来年以降の金融緩和が既定路線ではなくなったようにも見える。次回会合は来年1月に予定されているが、BOKは輸出動向や不動産価格をはじめとしたインフレ状況、国内金融市场の動向といった国内要因のほか、米金融政策や東アジア地域の地政学リスクの動向など外部要因も考慮に入れた政策判断が求められることになる。
- 今後のKRW相場について、対米貿易交渉の過程で大規模な対米投資を実施していくことで合意したこと、相互関税発動の影響でKRWの需給環境は悪化することが予想される。一方、AIや半導体に関する需要は根強いとの見方から、BOKは26年の貿易黒字見通しを大幅に上方修正している。この点は今後の韓国経済動向にも繋がる論点であり、その動向を注視したい。

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の追加利下げは来年以降に

シニアマーケット・エコノミスト

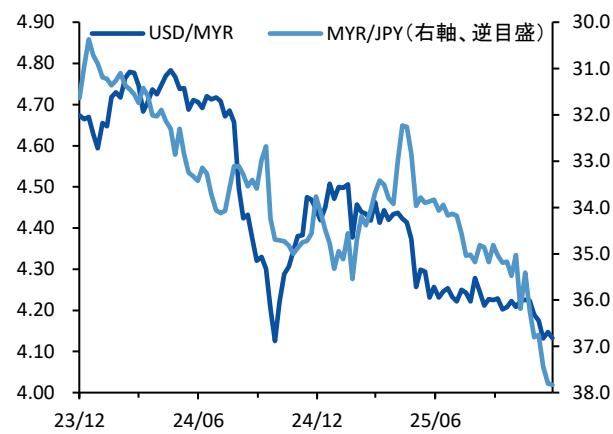
堀 勝大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11月のMYRは約13か月ぶりの高値水準を記録。月初、4.19付近で取引を開始。一時4.20台まで弱含むも、米政府閉鎖の終了期待がリスク心理の改善に繋がりじり高の展開に。中旬、堅調な国内経済指標と軟調な米経済指標の結果から、MYRは一時約13か月ぶりの4.12台まで続伸した。月後半はMYR上昇の反発もあって4.18近辺まで売られるも、FRB議長人事による米金利低下が材料となり再び下落、月末は4.13台で取引を終えた。
- マレーシ亞中銀(BNM)は6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。現状維持は前回9月会合に次ぐ決定となった。声明文ではマレーシ亞経済について、前回会合に続き個人消費に加え、民間・公的部門の投資も堅調であると総括した。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、観光業の活性化や26年予算案における歳出拡大にも期待感を示した。25年の成長予想については、前年比+4.0%～+4.8%に設定しており、この点も前回会合から変更はなかった。
- 物価動向に関して、賃金上昇が段階的に消費者物価に転嫁されつつある状況を指摘しつつも、翌年以降はその動きも一巡すると予測している。総合ベースとコアベースのインフレの乖離が進んでいるが、エネルギー価格の下落を要因として指摘している。25年、26年の見通しについて、声明文には具体的な数字の記載は無かったが、当面は安定的に推移するとした。
- 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。こちらについても9月会合の内容とほぼ合致しており、景気・物価に関するリスクへの認識が変わりないことを示唆している。次回会合は26年1月に予定されているが、米相互関税発動を受けた輸出部門の動向や米中貿易交渉をはじめ外部環境の変化をどう評価するかが、金融政策策定上のポイントとなって行きそうだ。
- 上述の通り、国内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ものの、BNM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状況である。周辺国が金融緩和色を強める中で、相対的な金利の先高観がMYRの選好に繋がる可能性はある。片や、10月FOMCでは連続利下げが決定されたものの、12月の追加利下げが確約されるには至っておらず、追加利下げ期待の後退が新興国通貨全般の重しとなりそうだ。かかる中、年末までのMYRに想定レンジについては対ドルで4.12～4.26と予想する。

図表 11: マレーシアリニギ相場(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



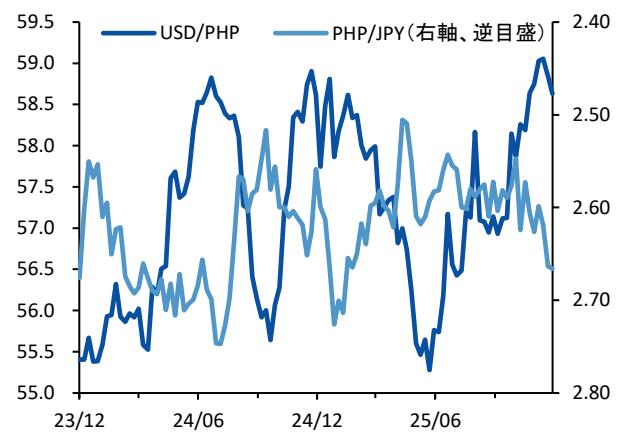
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:BSPは利下げの可能性を示唆

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

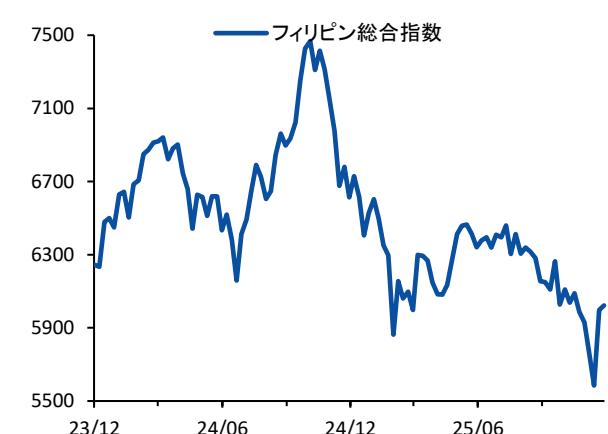
- 11月のPHPは+0.4%上昇した。月を通して58台後半から59台前半で推移した。前月末にフィリピン中央銀行(BSP)の利下げ観測が高まつたことやフィリピン7~9月期実質GDP成長率が冴えない結果となつたことが重しとなつた。月下旬にFRBの利下げ観測が高まつたことが支えとなり58台後半で推移。月末も同水準で取引された。
- 5日公表の10月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.7%と9月から横ばいの伸び率となり、市場予想(同+1.8%)を下振れた。食品とエネルギーを除くコアCPIも同+2.6%と前月から横ばいとなった。総合ベースでBSPの目標範囲(+2.0~4.0%)を下回り、コアベースで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よう。
- 7日発表のフィリピン7~9月期実質GDP成長率は前年比+4.0%と4~6月期(同+5.5%)から大幅に鈍化し、市場予想(同+5.2%)を下振れた。公共インフラ投資に関する汚職問題の影響が反映される格好となつた。
- BSPは12月11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▲25bp引き下げ4.75%にすることを決定。市場では据え置きを見込む向きが大勢だったため、サプライズとなった。緩和サイクルの終わりに近づいていることを以前に示唆していたにも拘わらず、再び利下げに踏み切り明確にハト派スタンスが強まつた。
- レモナ総裁は国内成長の見通しが弱まつたことを強調し、利下げの理由として挙げた。重きが経済成長への支援へと明確に変わつたことが窺えた。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た。
- 11月18日にレモナ総裁は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。BSPが12月利下げを実施する可能性は高いと考える。
- 12月のPHPは資源価格動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：上値は限られるも、下値は底堅い

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

- 11月のSGDはドルに対して軟化したものの、下落幅は小幅に留まった。周辺国通貨では、CNHやMYRがアウトパフォームした一方で、同じく通貨バスケットを構成するAUDや円の急落で上昇分が相殺され、SGDは月間を通してレンジ推移となつた。
- シンガポールの25年通年のGDP成長率予想は、従来の前年比+1.5～+2.5%から約+4.0%へと上方修正された。7～9月期実質GDP成長率（確報）は前年比+4.0%と速報ベースの同+2.9%から大幅な上方修正となつた。製造業は同+5.0%の力強い成長を示し、前期比（季調済）では同+11.3%を記録した。主導役は明らかにエレクトロニクス分野だが、AI関連の半導体、サーバーおよびサーバー関連製品の伸びが特に際立つ。サービス業も同+3.9%と堅調で、卸売業から金融・保険業まで幅広い分野で成長が見られた。
- 一方、インフレは底打ちの兆しを見せており、10月の消費者物価指数（CPI）は総合およびコアインフレ率ともに前年比+1.2%と9月の同+0.7%、+0.4%から上昇した。サービス分野のインフレ率は同+1.8%に加速、これは主にレジャー関連支出や医療サービス価格上昇が影響した。
- 堅調な成長とインフレ圧力の若干の強まりを背景に、シンガポール通貨管理局（MAS、中央銀行）が26年半ばまで政策金利を据え置くとの見方が優勢になっている。また、足許堅調に推移している半導体市況の動向をさらに検証する必要が出てきている。こうしたMASの姿勢がSGDの下支えとなっているが、最近の米中貿易合意で中国の関税差がシンガポールをはじめ周辺のアジア諸国と縮小したこと、シンガポールの相対的に低い関税率への魅力を弱め、これがSGD売りに繋がる可能性は無視できない。
- 総じて、ドルが当面堅調に推移するとの見通しの中、SGDは25年末にかけて1.30を挟んだ水準で小動きとなる可能性が高い。26年に入り、リスクオフ環境が続ければASEAN域内通貨の弱さが波及する恐れがある。しかし、SGDがTWDやKRWなどのテクノロジー主導国、円やAUDなど一部先進国通貨と比べてもリスクオフ局面において相対的な安定性を示してきた。リスクオフ時のSGDの安定性は上昇要因というよりは下支え要因として整理している。中期的には、こうしたSGDの強みが生きてくる時間帯も出て來ると予想しており、米中関係の冷え込みやウクライナ危機、台湾有事など地政学リスクの芽が点在する中でもSGDが大崩れする展開は現状想定していない。

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:先行きの政治・経済の不透明感が重しに

シニアマーケット・エコノミスト

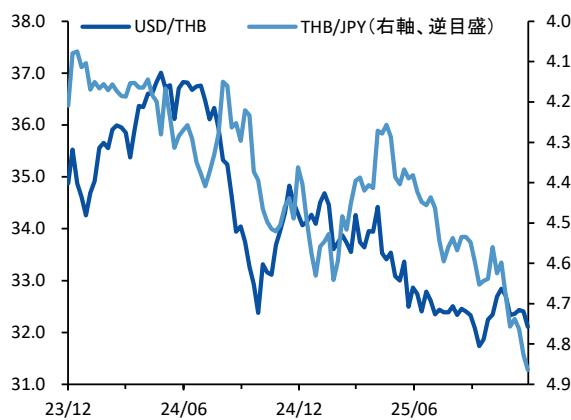
堀 勇大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

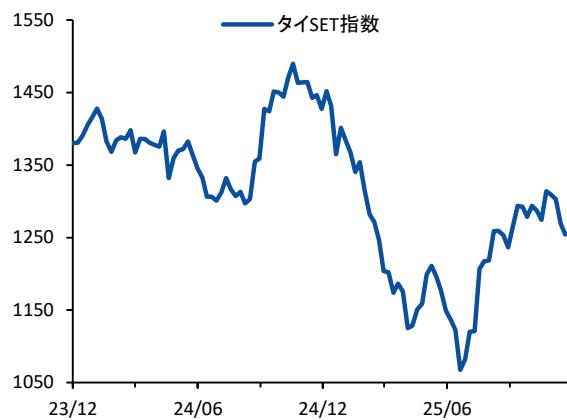
- 11月のTHBは対ドルで前月比+0.7%の上昇。月初32台前半で取引を開始。12月FOMCでの利下げ期待後退や金価格下落を背景にじり安の展開も、米政府機関の閉鎖終了期待が支援材料に。月半ばにかけては、やや相場材料に乏しく、方向感を欠く地合いとなった。下旬は、タカ派な10月FOMC議事要旨の内容にドルが強含むも、次期FRB議長に関する憶測や複数の米経済指標の軟化が意識されて上昇、月末には32.10台を記録した。
- 17日、7~9月期実質GDP成長率が公表され、結果は前年比+1.2%と市場予想の同+1.6%を下回った。また、前期比では▲0.6%と22年10~12月期以来のマイナス成長となった。詳細項目を確認すると、個人消費は前四半期の水準を維持したが、政府支出が▲0.7%のマイナス寄与となっており、これがGDPを押し下げた。一方、外需部門は+2.1%ポイントのプラス寄与となったが、過去2四半期との比較では、若干ながら着実に減速ムードが漂う。財輸出は前年比+10.8%と前四半期の同+14.3%から減速したもののプラスを維持したが、サービス輸出は同▲10.7%と前四半期の同▲2.6%からマイナス幅を拡大した。
- 観光業については、外国人観光客の受入実績も伸び悩んでいる。本欄でも繰り返し指摘してきた通り、中国人観光客の往訪人数が減速したのが主な要因だ。外国人観光客の受入ピークであった2019年との比較では全体に占める中国人観光客の割合が約30%であったのに対して、直近25年10月時点では13%まで減少している。24年3月以降中国との間でビザ免除といった取り組みを進めてきたが、当初期待された効果が出たとは言い難い。この点に関して、内需を中心に中国経済に停滞感が出ているということも無視できない。10月は国慶節であったこともあり、多くの中国人観光客の訪問が期待されたが、結果は24年が460万人であったのに対して、25年は357万人に留まっている。
- 外需の停滞懸念が強まる中で、内需の押し上げを期待したいところではあるが、政情の流動化が足を引っ張っている感は否めない。8月のペートンターン前首相の解任を受け、新たにアヌティン首相が就任しているが、同氏は首相に就任するに際して4か月以内の議会解散を約束している。直近では現金給付の実施が開始しているものの、総選挙実施が既に決定している中で、大規模な経済政策は打てないと考えるのが自然だろう。政治・経済の双方で先行き不透明感が強まる状況下、THBは下落方向のリスクが強まっている状況だ。以上、を踏まえ、THBの年末までのレンジを対ドルで31.7~34.1としたい。

図表 15: タイバーツ相場(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



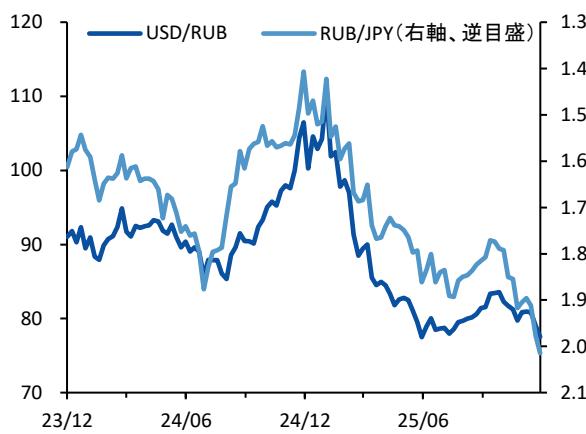
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア：制裁と停戦思惑

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

- 11月のUSD/RUBは「エネルギー制裁の再強化」と「停戦思惑」、という相反する二つの力に挟まれながら、70台後半に値固めしている。
- 10月22日、米財務省はロスネフチとルクオイルを包括的なSDN(資産凍結・取引禁止)に指定し、非米国主体への二次制裁リスクも明記した。一方、EU側はLNG・ガスの輸入を段階的に停止する立法プロセスを前進させ、2026年以降の新規契約禁止、2027年までの既存長期契約の打ち切りを想定する案で各機関合意を積み上げている。供給多角化を背景に、対露エネルギー依存度の恒常的低下が見込まれ、外貨流入の経路を狭める中期圧力としてRUBの上値を抑えている。
- 地政学の面では、米政権主導の「28項目停戦案」が11月下旬の欧州・キーウとの協議を経て「19項目へ修正」と報じられ、内容についてはロシア側のノンペーパーに依拠したとする報道も出た。領土・兵力制限などウクライナに不利とされる条項の弱体化が伝わる一方、欧州域内の反発は強く、最終合意への不確実性は大きい。市場はこの停戦思惑をコモディティのリスクプレミアム低下として先取りし、RUBには短期的支援材料となったが、合意なきままに制裁だけが強化されるシナリオも排除できず、「期待と懐疑」が交錯する地合いが続いている。
- 12月は、ロシア中央銀行(CBR)の金融政策決定会合を控える。CBRは10月24日に政策金利を16.5%へ小幅に引き下げたものの、2026年の平均金利レンジに関し13~15%と示唆しており、インフレ期待や財政赤字拡大に配慮した「高金利を長く」路線を崩していない。12月19日の次回会合でも、追加利下げはあっても漸進的なものに留まろう。

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:S&P が格上げ

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

- 過去1か月、南アランド(ZAR)は対ドルで底堅く推移し、11月13日には1ドル=16.95ランドと約1年9か月ぶりの高値を記録した。その後やや調整しつつも、11月末時点で17.11ランドと堅調を維持している。
- ZAR の上昇は複数の要因に支えられている。第一に、南ア準備銀行(SARB)がインフレ目標を従来の「3~6%」から「3%±1%」へ引き下げたことが挙げられる。この政策変更は、急速な利下げ観測を後退させ、ZAR の安定性を高めた。SARB は11月20日の金融政策委員会では市場予想通り▲25bp の利下げを決定し、6.75%に引き下げた。もっとも、インフレ率は10月時点で前年比+3.6%と目標レンジ内に収まっており、インフレ調整後の実質政策金利はなお高水準である。SARB の見通しでも、2025年平均は3.3%、2026年は3.5%と見込まれており、こうした安定した物価動向と、利下げペースの緩やかさがZAR の信認を支えている。
- 第二に、財政健全化の継続が市場心理を改善している。11月12日に公表された中期予算計画(MTBPS)では、財政赤字の縮小方針が堅持され、2025年度の財政収支はGDP比▲4.5%、2026年度▲3.6%、2028年度▲2.7%と改善が見込まれている。歳入増加はVAT や法人税の增收に支えられ、歳出抑制も進んでいる。足許の消費は底堅く、小売売上高は9月に前年比+3.1%と予想を上回った。
- さらに、格付け改善がランドの信認を強化した。S&P は11月14日に南ア国債の外貨建て格付けをBB-からBB、自国通貨建てをBB からBB+に引き上げ、見通しを「ポジティブ」に変更した。格上げ理由には、経済成長と財政軌道の改善、国有電力会社エスコムの偶発債務削減が挙げられる。12月5日にはムーディーズによるレビューが予定されており、見通し引き上げの可能性が注目される。
- 米国経済の減速や追加利下げ観測を背景にドル安基調が続く中、ZAR は対ドルで緩やかな増価を維持する可能性が高い。インフレ目標引き下げによる政策の安定性、財政健全化と格付け改善による投資家信認、さらに貴金属価格の上昇による貿易収支改善がZAR を支える。一方で、南ア国内の成長には明るい兆候が見られる一方で、ZAR は依然として外部環境の変化(米国景気や資源価格)に左右される面が大きい点には注意が必要だ。

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



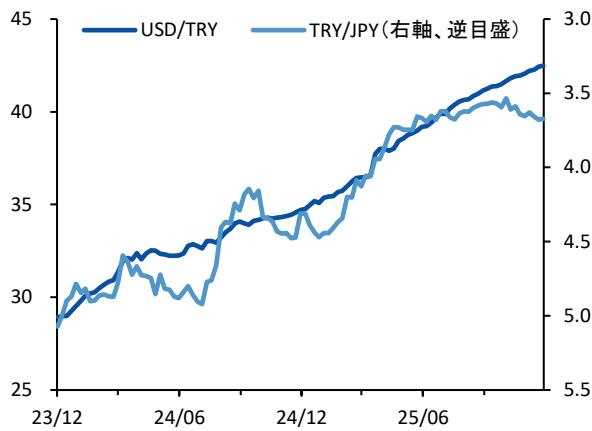
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 緩やかなペースの管理されたリラ安が継続

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

- 11月のトルコリラ(TRY)の対ドル下落率は、過去13か月で最も緩やかになった。過去数か月、トルコ中央銀行は「実質的な通貨価値の維持」を掲げ、インフレ率を上回る急激な通貨安を回避する政策を進めてきた。
- 為替のボラティリティが落ち着く一方、背景のマクロは「インフレ鈍化と政策の慎重化」の二本柱が色濃い。トルコ統計局の10月消費者物価指数(CPI)は前年比+32.87%(前月+33.29%)と市場予想を下回り、月次上昇率も+2.55%へ減速した。中銀は10月会合で政策金利を▲100bp引き下げ39.5%としたが、従来の▲300bp・▲250bpと比べペースを大幅に縮め、「見通しが目標から大きく乖離すれば再引き締めも辞さず」と文言を強めた。11月7日のインフレーションレポートでは2025年末のインフレ予想レンジを+31~33%へ引き上げ、サービスの粘着性や食品価格の上振れ、期待のアンカー不足を明示した。これらが示すのは、インフレの低下トレンドを認めつつも政策の弛緩には慎重で、実質金利を高位に保つ意志である。
- 外部環境では、IMFのArticle IVスタッフ声明(11月21日)が「財政赤字の対GDP比改善(2024年▲4.7%→2025年▲3.6%見込み)、インフレの段階的低下、実質金利の維持、外貨準備の積み増し」を評価しつつ、「鈍いディスインフレがショック耐性を弱める」と警鐘を鳴らした。中銀のリラ化戦略は進展し、FX保護預金(KKM)は制度終結と各種マクロプルーデンスの組み合わせで急速に縮小、政策伝達やバランスシートの健全化に寄与している。9月の経常収支は11億ドルの黒字(他方、1~9月累計は赤字拡大)と、サービス黒字の下支えが続いた。小売売上は9月+14.3%と加速し、需給バランスに対する中銀の慎重姿勢を裏付ける。こうした組み合わせが、為替の「急変を避けつつ徐々に減価」という現在の相場構造を支えている。
- TRYは引き続き、国内の政治情勢や、外部環境(特に米金利、ドルの状況)には一定の注意が必要なもの、高水準の実質政策金利がサポート要因となり、緩やかなペースでの管理されたTRY安が継続する可能性が高い。

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: 現状維持を続ける BCB

マーケット・エコノミスト

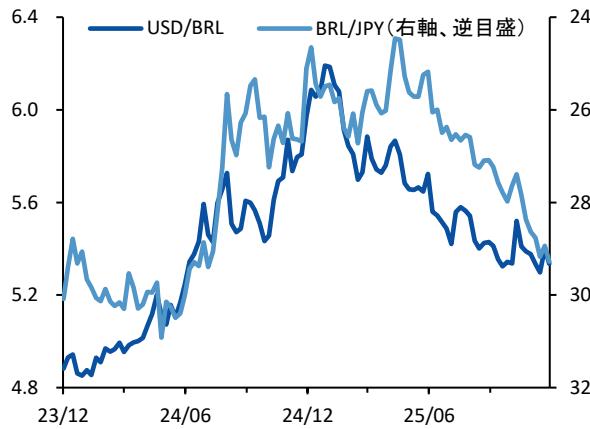
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 11月のBRLは+0.78%と上昇した。総じて材料に欠ける展開の中で、市場全体のリスクセンチメントに振らされる時間帯が続いた。月を通して、5.3台半ばを中心としたレンジ推移に終始した印象が強い。
- ブラジル中央銀行(BCB)は11月5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。BCBはインフレ見通しを下方修正したものの、今後の政策運営に関しては、「金利を現在の水準に非常に長期間維持することが、インフレ率を目標に収束させるのに十分かどうか評価する」と据え置きの継続を示唆した。加えて、「今後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。11日に公表された同会合の議事要旨を確認してもインフレの上振れリスクに対する警戒感が強く滲み出ており、一部市場参加者が期待している次回12月での利下げ着手の可能性は極めて低いと言わざるを得ないのが実情だろう。
- なお米トランプ政権は20日、前ブラジル大統領の起訴に絡んでブラジルに課していた40%の上乗せ関税に関し、一部品目をその対象から除外することを決定した。牛肉、コーヒー、ココア、果物などが免除される模様だ。もっとも、これは二国間関係の雪解けを意味する措置ではない。なぜなら、その1週間ほど前には、米政権は農産品関税の引き下げに動いていた経緯があるのだ。地方選挙で共和党の劣勢が続く中で、トランプ政権と言えど、支持率回復のために関税を引き下げるを得なくなっていると解釈できよう。そうはいっても、経緯はどうあれ、ブラジルに課される輸入関税が下がったこと自体はBRLにとってポジティブとは言えそうだ。
- 12月のBRLは横ばい圏の推移を見込む。25日に公表された11月前半の消費者物価指数は1月以来に中銀の目標レンジに収まっており、同様のデータが続ければBCBに対する利下げ開始期待が台頭する可能性がある。政権からの利下げ圧力が高まっていることも意識したい。一方でブラジルの月次金融収支を見ると、例えば4~10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3.9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。

図表 23: ブラジルレアル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボベスパ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: Banxico の利下げ路線は持続的か

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

- 11月のMXNは+1.39%と上昇した。13日にかけては市場心理の改善やメキシコ株高を背景に18.25付近までMXN高が進んだものの、その後は資源価格下落やメキシコ株高一服が重しになり、上値重く推移した。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は11月6日の金融政策決定会合で、政策金利を▲25bp引き下げて7.25%とした。利下げは11会合連続だ。インフレ見通しはわずかに上方修正されたものの、インフレ率が目標に達する時期は2026年7～9月期と据え置かれている。FRBの利下げ再開や国内経済の減速を背景に利下げが継続されているが、声明文においては今後のペース鈍化もそれとなく示唆された。
- もっとも、20日に公表された議事要旨は、大半の委員が追加利下げに前向きな意見を持っていることが示された。各委員で指摘している要因は異なるが、例えば軟調な国内経済、対米金利差の水準、ドル相場の推移などが挙げられている。以上の情報発信を踏まえれば、次回12月会合での利下げ継続も既定路線と考えてよいだろう。筆者は現状、政策金利に関し2025年末に7.00%、2026年末に6.50%まで低下すると想定しているが、米国の関税政策などの影響で政策金利のリスクバランスは下向きである。
- 24日に公表された12月前半の消費者物価指数(CPI)は、+3.61%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.54%および前回の+3.50%を上回った。コアベースでも、+4.32%と高い伸び率が続いている。いくら国内経済が弱いとはいえ、中銀の物価目標が+2.0～4.0%であることを考慮に入れると、やはり利下げの継続性は多分に疑わしいと言わざるを得ない。特にコアベースは明らかに目標を上回って推移している。上述の通り、2026年においては利下げの連続性は排除されると見込んでいる。
- 12月のMXNは、横ばい圏の推移を想定する。ナウキャストを見る限り10～11月にかけての国内経済は底堅いようで、Banxicoによる12月会合の決定が利下げであっても、フォワードガイダンスに関してはハト派姿勢が弱まる可能性を意識したい。翻って、12月FOMCも似たような決定になる可能性が十分にあるので、一方向のMXN高に繋がるかは疑わしい。加えて、年明けにもUSMCA見直しに関する議論は進展する可能性があり、米墨通商交渉に絡んだ各種ニュースフローにも警戒するべきだろう。

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 1~11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									
対ドル									
中国 人民元 (CNY)	7.0742 ~ 7.3512		7.0742	7.12	7.12	7.10	7.04	6.98	
香港 ドル (HKD)	7.7500 ~ 7.8500		7.7851	7.78	7.78	7.77	7.76	7.76	
インドルピー (INR)	83.764 ~ 89.540		89.458	89.3	88.8	87.6	85.8	85.3	
インドネシアルピア (IDR)	16079 ~ 17224		16675	16870	16650	16600	16600	16650	
韓国 ウォン (KRW)	1347.23 ~ 1487.45		1466.66	1450	1430	1420	1400	1400	
マレーシア リンギ (MYR)	4.1220 ~ 4.5185		4.1280	4.20	4.14	4.09	4.08	4.07	
フィリピン ペソ (PHP)	55.158 ~ 59.230		58.630	58.5	57.5	57.1	56.7	56.4	
シンガポール ドル (SGD)	1.2698 ~ 1.3751		1.2960	1.31	1.30	1.29	1.28	1.28	
台湾 ドル (TWD)	28.790 ~ 33.280		31.391	31.1	30.8	30.5	30.3	30.2	
タイ バーツ (THB)	31.58 ~ 34.98		32.10	32.9	32.7	32.5	32.3	32.0	
ベトナム ドン (VND)	25038 ~ 26437		26359	26450	26350	26300	26350	26450	
中東欧・アフリカ									
ロシア ルーブル (RUB)	74.0500 ~ 114.7788		77.5391	78.0	80.0	82.0	84.0	86.0	
南アフリカ ランド (ZAR)	16.9512 ~ 19.9328		17.1117	17.2	17.4	17.6	17.8	18.0	
トルコ リラ (TRY)	35.2419 ~ 42.5400		42.5026	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)	5.2639 ~ 6.2270		5.3349	5.35	5.50	5.55	5.60	5.65	
メキシコ ペソ (MXN)	18.2008 ~ 21.2932		18.2927	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		22.071	21.91	21.63	21.41	21.88	22.49	
香港 ドル (HKD)	18.031 ~ 20.403		20.005	20.05	19.79	19.56	19.85	20.23	
インドルピー (INR)	1.644 ~ 1.848		1.741	1.75	1.73	1.74	1.79	1.84	
インドネシアルピア (100IDR)	0.830 ~ 0.981		0.934	0.925	0.925	0.916	0.928	0.943	
韓国 ウォン (100KRW)	9.749 ~ 10.916		10.618	10.76	10.77	10.70	11.00	11.21	
マレーシア リンギ (MYR)	31.951 ~ 37.986		37.734	37.14	37.20	37.16	37.75	38.57	
フィリピン ペソ (PHP)	2.470 ~ 2.726		2.666	2.67	2.68	2.66	2.72	2.78	
シンガポール ドル (SGD)	107.08 ~ 120.76		120.17	119.45	118.64	118.20	120.12	122.37	
台湾 ドル (TWD)	4.310 ~ 5.090		4.974	5.02	5.00	4.98	5.08	5.20	
タイ バーツ (THB)	4.150 ~ 4.871		4.853	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		2.009	2.00	1.93	1.85	1.83	1.83	
南アフリカ ランド (ZAR)	7.263 ~ 9.203		9.102	9.07	8.85	8.64	8.65	8.72	
トルコ リラ (TRY)	3.501 ~ 4.481		3.662	3.63	3.50	3.38	3.35	3.34	
ラテンアメリカ									
ブラジル レアル (BRL)	23.669 ~ 29.611		29.193	29.16	28.00	27.39	27.50	27.79	
メキシコ ペソ (MXN)	6.845 ~ 8.613		8.514	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1日の9時30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(11月27日発刊)』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。