

On the ground in Asia

アジア債券チームからのマンスリー・インサイト (2025 年 7 月)

アジアのソブリン債は良好なパフォーマンスとなる見込み、アジア・クレジットについてはファンダメンタルズが堅固ながらも慎重な見方

本稿は 2025 年 8 月 19 日発行の英語レポート「On the ground in Asia」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

アジア債券チーム
2025 年 8 月 25 日

サマリー



- 7 月のアジアの現地通貨建て国債市場は、利回りが上昇した米国債市場とは乖離した動きをみせて、利回りが概ね低下した。トータルリターンで見ると、タイの国債が相対的に堅調となる一方、中国の国債は劣化した。また、アジア通貨は、総じて米ドルに対して下落した。
- アジア域内では、マレーシアとインドネシアの中央銀行が政策金利を引き下げた。インフレ率は、域内にわたって加速したものの、抑制された状態が続いた。
- アジアの現地通貨建て国債は良好なパフォーマンスを示すとの見方を維持している。域内では、インドやインドネシア、フィリピンなど利回りが高めの債券に対する投資意欲が域内の他の国々と比べて底堅く推移すると予想している。また、シンガポールやタイでは旺盛な資金流入が流動性を押し上げ、債券市場の追い風となっている。
- 7 月のアジア・クレジット市場は、信用スプレッドが約 0.12%縮小するなか、月間トータルリターンが 0.63%となった。格付け別では、米国債利回りの上昇が投資適格債市場のパフォーマンスの重石となり、ハイイールド債市場をアンダーパフォームした。投資適格債の月間市場リターンは 0.50%となる一方、ハイイールド債の月間市場リターンは 1.43%となった。
- マクロ経済環境が依然不透明な中、アジア・クレジットのスプレッド水準が解放の日の前の水準近辺まで急速に戻しており、バリュエーション面の魅力度は低下している。信用ファンダメンタルズが堅固で、需給要因も良好である一方、貿易・地政学的リスクの再燃に対して慎重な見方をしている。したがって、当面はより慎重でディフェンシブなアプローチを取る方針である。
- 7 月の米国債利回りは、関税交渉の進展や米国の金利見通しの変化を受けて上昇に転じた。7 月末の利回り水準は 2 年物の指標銘柄で前月末比約 0.24%上昇の 3.96%、10 年物の指標銘柄で前月末比約 0.15%上昇の 4.38%となった。

YOUR GOALS, OUR COMMITMENT.

日興アセットマネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 368 号
加入協会/一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

アジア諸国の金利と通貨

市場環境

7 月のアジア現地通貨建て国債市場は、利回りが上昇した米国債市場とは乖離した動きをみせて、利回りが概ね低下した。トータルリターンでみると、タイの国債が相対的に堅調となる一方、中国の国債は劣後した。タイでは、インフレが抑制されていることに加えて資金流入が旺盛であり、また同国中銀の次期総裁としてウィタイ・ラタナコン氏が閣議で承認されると、よりハト派的な政策スタンスを示唆していると市場で受け止められ、タイ国債の需要が高まった。対照的に、中国では年前半の堅調な経済成長を受けてリスクセンチメントが高まり、投資家が株式へと資金をシフトするなか、中国国債から資金が流出した。

一方、アジア通貨は総じて対米ドルで下落した。米国の利下げ期待が市場で後退し、米ドルの需要が高まったことを受けて、米ドルは全面高となった。2025 年前半に記録的な水準の下落をみせたドルは何とか一部持ち直した。

マレーシアとインドネシアの中央銀行が政策金利を引き下げ

マレーシアの中央銀行は 5 年ぶりに利下げを実施し、政策金利を 0.25%引き下げて 2.75%とした。同中銀は、この動きについて「予防的措置」であるとし、インフレ見通しが緩やかとなるなかで経済成長を下支えする意向を示した。同様に、インドネシアの中央銀行は 7 月に利下げサイクルを再開し、政策金利を 0.25%引き下げて 5.25%とした。今回の決定は、2025 年および 2026 年のインフレ見通しがより緩やかなものとなっていることを反映しており、物価上昇率は目標レンジである 1.5~3.5%内に収まると予想されている。同中銀のベリー・ワルジヨ総裁は、インドネシアルピアは安定しており、また経済成長を下支えする必要があることから、今回の措置は妥当であると述べた。

他では、韓国の中央銀行は政策金利を 2.50%に据え置いた。同中銀は、経済成長は「しばらくの間」抑制された状態が続くだろうとの認識を示しながら、家計債務の増加が主な懸念事項であると指摘した。ソウルの不動産市場が予想を上回る強さを示しており、家計の負債水準が高まっていることから、同中銀は政策の過度な緩和について慎重な姿勢を強めている。MAS(シンガポール金融通貨庁)は、シンガポールドル名目実効為替レート(S ドル NEER)の政策バンドの上昇率や幅、中央値を据え置いて、金融政策を維持した。

6 月の総合インフレ率は大半の国で加速するも、緩やかな上昇率にとどまる

域内の 6 月の総合 CPI(消費者物価指数)上昇率は、タイを除いて引き続き総じてプラスとなった。フィリピンのインフレ率は、光熱費の上昇加速を主因に前年同月比 1.4%となり、前月の同 1.3%から加速して 4 ヶ月続いた鈍化トレンドから反転した。インドネシアの 6 月の総合 CPI 上昇率は、食品・飲料、たばこ価格の上昇加速を受けて前年同月比 1.87%となり、前月の同 1.60%から加速するとともに市場予想の同 1.80%をやや上回った。マレーシアの 6 月の CPI 上昇率は前年同月比 1.1%となり、前月の同 1.2%から小幅に減速した。コア CPI の上昇率は前年同月比 1.8%と落ち着いた推移が続く、前月と同水準となった。シンガポールの総合 CPI の上昇率は、民間輸送費が上昇加速したものの、住居費の上昇鈍化によって打ち消されて前年同月比 0.8%となり、前月の上昇率とほぼ同水準となった。コア CPI の上昇率は、小売価格の上昇加速が食品およびサービス価格の鈍化によって相殺されるなか、前年同月比 0.6%と伸びが前月から横ばいとなった。

一方、タイでは、エネルギー価格の下落が主因となり、消費者物価の伸びが 3 ヶ月連続でマイナスとなった。総合 CPI の上昇率は、5 月に前年同月比 -0.57%となった後、6 月は同 -0.25%となった。コア CPI の上昇率は、前月の前年同月比 1.09%から同 1.06%へと鈍化した。政策当局は、年前半のインフレ率は平均 0.37%であり、基準となる前年の水準が高かったことから 7 月もマイナスの状態が続くとの見方を示した。

2025 年第 2 四半期の域内経済は堅調に拡大

中国の 2025 年第 2 四半期の経済成長率は前年同期比 5.2%となり、第 1 四半期の同 5.4%を若干下回ったものの、市場予想を上回った。中国の当局は、これまでのところ世界第 2 位の経済大国を巧みに管理している。中国の 2025 年前半の GDP 成長率は前年同期比 5.3%となり、李強首相が発表した当初は野心的と思われた年間成長率目標「5%前後」の達成に向けて順調に進んでいる。韓国の GDP 成長率は第 1 四半期に前期比 -0.2%となった後、消費の回復や力強い輸出に支えられて第 2 四半期は同 0.6%と持ち直した。前年同期比では 0.5%となり、第 1 四半期の 0%から加速した。

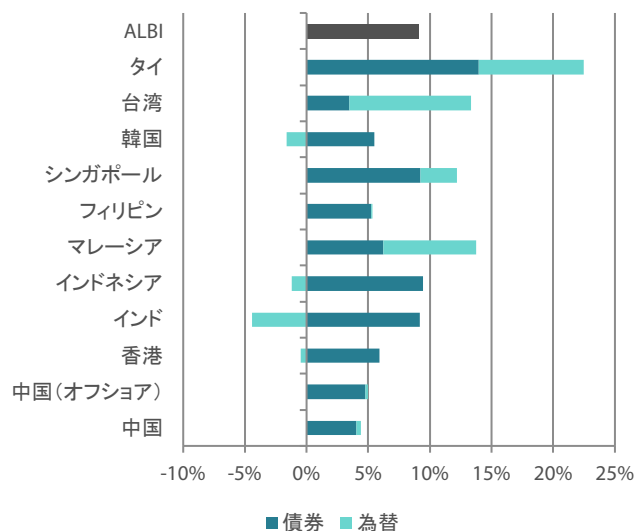
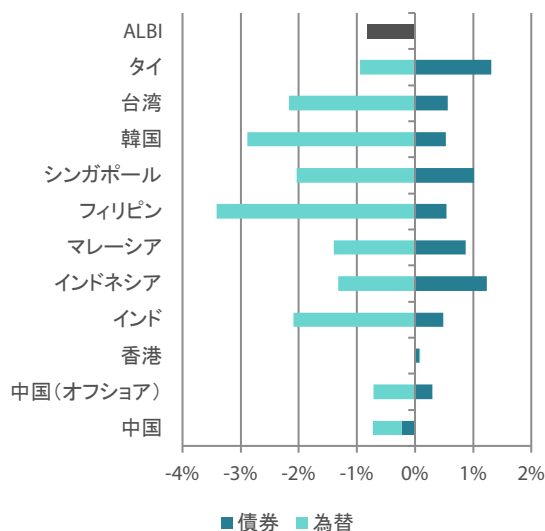
シンガポールの 2025 年第 2 四半期の経済成長率(速報値)は前年同期比 4.3%と、第 1 四半期の 4.1%を小幅に上回った。また、マレーシアの第 2 四半期の経済成長率も市場予想を上回った。第 2 四半期の GDP 成長率(速報

値)は、サービス部門の堅調な活動に支えられて前年同期比 4.5%と市場予想の同 4.2%を上回り、第 1 四半期の同 4.4%からやや加速した。

チャート1:アジア現地通貨建て債券のリターン

過去 1 ヶ月(2025 年 6 月末~2025 年 7 月末)

過去 1 年(2024 年 7 月末~2025 年 7 月末)



信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメント アジア リミテッドが作成

(注) リターンは Markit iBoxx アジア・ローカル・ボンド・インデックス(ALBI)およびその各国インデックスに基づく。各国インデックスの債券のリターンは現地通貨ベース、各国インデックスの通貨と ALBI のリターンは米ドルベース。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

今後の見通し

アジアの現地通貨建て国債は良好なパフォーマンスとなる見込み

米国の関税をめぐる不透明感が数カ月間にわたり続いた後、大半のアジア諸国は、ドナルド・トランプ米大統領による 4 月の「(相互関税を発表した)解放の日」の演説で発表された関税率よりも低い水準で交渉することに辛うじて成功した。とは言え、最終的な世界の「基本税率」は 15~20%となり、楽観的な基本シナリオである 10%よりも依然高く、多くの輸出主導型のアジア諸国に重くのしかかる可能性がある。

アジアの複数の中央銀行が経済への打撃を緩和するために先制的な利下げを実施したが、政策当局は貿易と投資の伸びを注視しながら次のアクションを決定するとみられ、追加金融緩和に傾斜しながら、経済成長がさらに減速する場合にはある程度の財政措置を実施する可能性がある。

アジアの強固なファンダメンタルズと財政状況を受けて緩やかな成長環境となる可能性があるなか、アジア諸国の中央銀行は近く見込まれる影響を緩和するために金融・財政政策を実施する余地があるため、アジア現地通貨建て国債は良好なパフォーマンスを示すとの見方を維持している。域内では、インドやインドネシア、フィリピンなどの利回りが高めの債券に対する需要が域内の他の国々と比べて底堅く推移すると予想される。また、シンガポールやタイでは旺盛な資金流入が流動性を押し上げ、債券市場の追い風となっている。

当面、米 FRB(連邦準備制度理事会)は関税によるインフレの影響が経済に波及するのを待ってから金融政策の方向性を決定する意向であるため、米ドルはアジア通貨に対して一服感が広がるだろう。しかし、コストの上昇は結果的に総需要の鈍化を招き、中期的に米国経済や米ドルの見通しを低迷させる可能性がある。

アジアのクレジット市場

市場環境

7 月のアジア・クレジット市場は上昇

7 月のアジアのクレジット市場は、信用スプレッドが約 0.12%縮小するなか、月間トータルリターンが 0.63%となった。格付け別では、米国債利回りの上昇が投資適格債のパフォーマンスの重石となるなか、投資適格債はハイイールド債をアンダーパフォームした。投資適格債はスプレッドが 0.097%縮小して月間市場リターンが 0.50%となる一方、ハイイールド債はスプレッドが 0.17%縮小して月間市場リターンが 1.43%となった。

堅調な経済指標や関税に関する懸念の緩和、見込まれる中国の政策措置に対する楽観的な見方を受けて、7 月のアジア・クレジット市場のスプレッドは全般的に縮小した。月初は、米中両国の経済指標が市場予想を上回ったことにより、リスクセンチメントが良好となるなど、好調な出だしとなった。中国の不動産セクターに対して新たな財政出動策が行われるかもしれないとの思惑が市場で広がり、中国の不動産関連株が急騰したこともリスク選好の動きを後押しした。さらに、中国の第 2 四半期の GDP 成長率が前年同期比 5.2%と市場予想を上回り、政府の通年の成長率目標である「5%前後」を達成する勢いを維持していることもセンチメントの下支えとなった。

7 月は、韓国やインドネシア、フィリピンなど多くのアジア諸国と米国とのあいだで新たに貿易協定が発表されたことを受けて政策の不透明感が後退し、投資家センチメントが全般的に下支えされた。また、アジアの GDP 成長率は市場予想を上回り、韓国やマレーシア、シンガポールはいずれも第 2 四半期により力強い経済成長率をみせた。

中国の李強首相が、チベット高原の東端で世界最大となる水力発電ダムの建設に着手すると発表したことも、センチメントを押し上げた。推定コストは、三峡ダム・プロジェクトのおよそ 4.5 倍に相当する約 1.2 兆人民元であり、市場ではこのプロジェクトは景気刺激策の明らかな兆候だと受け止められた。また、中国当局が主要産業の生産能力管理を推進し、無秩序な競争に対処すると示唆したことを受けて、コモディティ相場が押し上げられた。このような環境下、7 月末時点の信用スプレッドはすべての主要国にわたって前月末比で縮小した。

7 月の発行市場は引き続き活発

発行市場については、投資適格債分野でインドネシア政府のスクーク(イスラム債)の発行(2トランシェで総額 22 億米ドル)など計 17 件(総額 79.5 億米ドル)の新規発行があった。また、ハイイールド債の新規発行は 4 件(総額 13.5 億米ドル)となった。

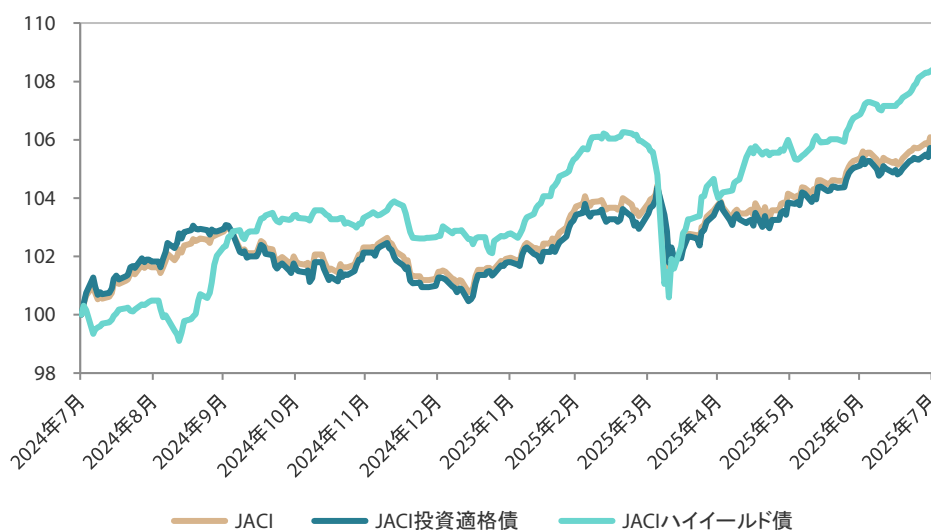
7 月の米国債市場はイールドカーブが上方シフト

7 月の米国債利回りは、関税交渉の進展や米国の金利見通しに変化したことを受けて上昇に転じた。月初は、6 月の非農業部門雇用者数や失業率が市場予想よりも良好となったことを受けて市場で 7 月の利下げの可能性が見直されるなか、利回りは上昇した。財政面では、米国議会が「1 つの大きく美しい法案(One Big Beautiful Bill)」と名付けた大型減税法案を可決し、トランプ大統領が署名した。この法案によって新たな減税措置が導入される一方、財政赤字が拡大することになる。この法案は確かに大きなものだが、米国政府の財政と経済が足元でより不安定な状態になっていることを考えると、その美しさはまだ不明と言える。

米国は新たな関税の発動を 8 月 1 日へと延期したものの、EU(欧州連合)や日本を含む主要貿易相手国に対する関税率を引き上げるとともに分野別の追加関税を課したため、市場センチメントの重石となった。また、日本の財政懸念も、日本の超長期国債の圧力となり、米国債の長期部分に悪影響を及ぼした。米国の総合 CPI 上昇率は落ち着いた様子となったが、その詳細をみるとコア物価に関税圧力の兆候が示されたため、利回りは上昇した。

月末にかけては、米国が日本や EU との貿易協定で合意に至ったことを受けて、市場センチメントが改善した。米国のスコット・ベッセント財務長官が協議は 90 日間延長可能であると示唆したことを受けて、米中間の交渉が再開されるとリスク選好度が高まり、米国債は反転した。月末に、FRB は政策金利を再び据え置いた。異例だったのは、2 人の FRB 理事(ともにトランプ大統領がかつて指名)が、同中銀の政策決定に反対したことだった。とはいえ、会合後の記者会見で FRB 議長が 9 月の利下げを示唆しなかったことから、市場ではタカ派的な姿勢と受け止められた。月末の利回り水準は、2 年物の指標銘柄で前月末比約 0.24%上昇の 3.96%、10 年物の指標銘柄で約 0.15%上昇の 4.38%となった。

チャート 2: 過去 1 年のアジア・クレジット市場のパフォーマンス



信頼できると判断した情報をもとに日興アセットマネジメントアジアリミテッドが作成

(期間) 2024 年 7 月末～2025 年 7 月末

(注) JP モルガンアジア・クレジット・インデックス (JACI) (米ドル・ベース) を、2024 年 7 月末を 100 として指数化。グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

今後の見通し

信用のファンダメンタルズは引き続き追い風であり、需給状況が良好であるものの、5 月の急騰を受けてバリュエーション面での魅力度は低下

貿易や関税に関連する不透明感はこちら数週間で和らいでいるものの、米国の実効関税率は依然として前年を大幅に上回っている。これに加えて、米国の経済成長や FRB の金融政策も見通しづらい状況にあることから、外需やアジア各国のマクロ経済のファンダメンタルズは当面ある程度の逆風に晒されるとみられる。インドネシアでは財政政策の転換が見込まれるなど、特定の国における動向も注視していく必要がある。しかし、大半のアジア諸国は、外部環境や、財政、内需が比較的良好な状況で足もとのボラティリティ上昇局面を迎えており、この先の逆風の影響を十分に吸収して耐えることができるとみられる。

中国当局は、国内の消費や投資を後押しするとともに、株式市場や不動産市場を安定化させるべく、総合的な財政政策や特定の業種に特化した政策の導入を引き続き進めている。さらに、アジア各国の中央銀行の大部分は、内需を下支えするために金融政策を緩和する余地が一定程度ある。このように厳しさが増しているものの、引き続き良好なマクロ経済情勢を背景に、関税上の脅威や地政学的動向の影響を受ける可能性がある一部のセクターや個別のクレジットを除き、アジアの企業や銀行の信用ファンダメンタルズは底堅さを維持すると予想している。

アジアの信用スプレッドが「解放の日」の前の水準近辺へと急速に戻していることに加え、マクロ経済環境には依然不透明感があることから、バリュエーション面の魅力度はやや低下している。信用ファンダメンタルズや良好な需給要因は現在も追い風となっているが、貿易・地政学的リスクが再燃することについて警戒している。また、トランプ大統領は、1 期目に貿易関税を一時停止したあと再び引き上げたことにも留意している。したがって、当社では当面のあいだより慎重且つディフェンシブなアプローチを取る方針である。

当資料は、日興アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合もありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。