

JTG 証券 ストラテジー・レポート

米ドル建て債券市場動向 週次
2025 年 3 月 14 日から 3 月 21 日まで経済調査室
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

1. 本レポートの目的

p.1

本レポートでは、2025 年 3 月 14 日から 3 月 21 日までの米国債券市場動向の状況を示すことを目的とする。(起債額と取引額は 3 月 17 日から 3 月 21 日まで)

- FOMC は事前想定通りに現状維持。トランプ政権の関税政策は、インフレと景気減速を生じさせやすい。FRB がみている「米国経済のあるべき姿」や必要な政策対応は、トランプ政権との間でずれが生じている。インフレが加速する懸念がある中での利下げは実施しにくい。FRB は通常の金融環境下での景気悪化よりも、インフレ下での景気悪化の方が、コントロール不能との認識。よって、他国との相互制裁を含む経済への影響を見極めるには、4 月の FOMC ではタイミング的に不十分。7 月頃までかかる可能性。その間は、株価・市場金利ともに変動性が増しやすいが、一方的な相場トレンドは形成しにくい。

2. 米ドル建て債券起債動向

p.1

- 優先債で起債額の特に大きかった案件はテクノロジーセクターのシノプシスの 100 億ドルの起債。2 番目は、政府セクターの国際復興開発銀行の 60 億ドル。3 番目は、一般消費財セクターの BMW 米国キャピタルの 40 億ドル。

3. 米ドル建て社債取引動向

p.2

- 最も債券の取引額が多かった金融機関債はシティグループ、次いでバンクオブアメリカ、ING グループだった。
- 事業会社のうち投資適格債で取引額が最も多かったのはマースで、フォードモーター、メキシコ石油公社(ペメックス)がそれに続いた。
- 投機級債ではボシュ・ヘルス債の取引額が多かった。

4. 米ドル建て債券価格動向

p.4

- ここでは、前週の利回り・スプレッドの時系列推移、セグメント別に比較した個別社債相場の動向を確認する。
- 直近(3 月 21 日)の 10 年国債利回りは 4.25%と前週比で-0.066%の低下、4 週比では-0.185%の低下。
- 全債券で見ると最大の利回りが出る年限は 24.4 年(2049 年 8 月満期)、利回りは 4.728%(気配、中値)。
- 米ドル建て社債を年限別に見ると、相対的にスプレッド(超過利回り)が広めに動いたのは、投資適格債では 2 年債、投機級債では 5 年債。

JTG 証券 ストラテジー・レポート

米ドル建て債券市場動向 週次:2025 年 3 月 14 日から 3 月 21 日まで

JTG 証券 チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、2025 年 3 月 14 日から 3 月 21 日までの米国債券市場動向の状況を示すことを目的とする。(起債額と取引額は 3 月 17 日から 3 月 21 日まで)

2. 米ドル建て債券起債動向

[ポイント]

- ここでは、3 月 17 日から 3 月 21 日までの起債市場動向を確認する。
- 優先債で起債額の特に大きかった銘柄はテクノロジーセクターのシノプシスの 100 億ドルの起債。2 番目は、政府セクターの国際復興開発銀行の 60 億ドル。3 番目は、一般消費財セクターのBMW米国キャピタルの 40 億ドル。
- 劣後債で起債額の特に大きかった案件はパシフィコープによる 8.5 億ドル。2 番目は、エンスター・グループによる 3.5 億ドル。3 番目は、Northwest Natural Holding Co による 3.3 億ドル。

優先債で起債額の特に大きかった案件はテクノロジーセクターのシノプシスの 100 億ドル

2 番目は、政府セクターの国際復興開発銀行の 60 億ドル

3 番目は、一般消費財セクターのBMW米国キャピタルの 40 億ドル

ここでは、3 月 17 日から 3 月 21 日までのシニア債(図表 1)と劣後債(図表 2)の起債市場動向を確認する。

前週の米ドル建てシニア社債の新規起債案件のうち発行額が大きかった案件は下記;

- 起債額の特に大きかった案件は、3 月 17 日に発行したテクノロジーセクターのシノプシスの 100 億ドルの起債。債券の本数は 6 本、年限は 2~30 年。米国の自動半導体設計(EDA;Electronic Design Automation)大手のシノプシスは、2024 年 1 月に同業の米 Ansys を約 350 億米ドルで買収。同案件は Ansys の株主に対し 1 株あたり 197 ドルの現金とシノプシスの普通株式 0.3450 株を渡す内容となっており、約 350 億ドルの買収価値のうち、現金部分は 190 億米ドルを占める。この現金部分は主に銀行のタームローンで一時的に借りていたが、今回の 100 億ドルの起債により長期社債で借り換えることで同買収案件は完了へ。
- 2 番目は、3 月 20 日に発行した、政府セクターの国際復興開発銀行の 60 億ドルの起債。債券の本数は 1 本、年限は 5 年。
- 3 番目は、3 月 21 日に発行した一般消費財セクターのBMW米国キャピタルの 40 億ドルの起債。債券の本数は 6 本、年限は 2~10 年。2024 年の BMW 北米部門の総販売台数は 37 万 1,346 台(前年比+2.5%)、同年第 4 四半期では 11 万 7,500 台(前年比+8.9%)と増加傾向を続けており、北米での販売台数は 2 年連続で過去最高を更新。同グループの販売金融子会社である BMW 米国キャピタルでは、定期的な社債の借り換えに加え、さらに事業拡大に向け調達額を上乗せする形で 40 億ドルの新規起債を実施。

図表 1 米ドル建て新発債の起債額ランキング(シニア債)

順位	発行体名	セクター	起債金額 (億ドル)	発行日	債券 本数	法定満期年限 (年)	優先順位	クーポン レベル(%)
1	シノプシス	テクノロジー	100.0	2025/03/17	6	2~30	優先	4.5500~5.7000
2	国際復興開発銀行	政府	60.0	2025/03/20	1	5	優先	4.1250
3	B MW米国キャピタル	一般消費財	40.0	2025/03/21	6	2~10	優先	4.6500~5.4000
3	欧州投資銀行	政府	40.0	2025/03/18	1	3	優先	3.8750
5	ナットウエスト・マーケッツ	金融	25.0	2025/03/21	4	3~5	優先	4.7890~5.5028
6	Stellantis Finance US Inc	一般消費財	22.5	2025/03/18	3	3~10	優先	5.3500~6.4500
7	アムコア・フレキシブルズ・ノース・アメリカ	原材料	22.0	2025/03/17	3	3~10	優先	4.8000~5.5000
8	フォード・モーター・クレジット	一般消費財	21.0	2025/03/20	3	3~7	優先	5.9180~6.5320
9	アフリカ開発銀行	政府	20.0	2025/03/18	1	5	優先	4.0000
9	DBSグループ・ホールディングス	金融	20.0	2025/03/21	3	3~5	優先	4.4030~4.9637

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。 (注 1)3 月 17 日から 3 月 21 日まで
(注 2) Bloomberg の定義の関係で、発行体名称、セクターなどが途中で切れることがある点に注意。

- 劣後債で起債額の特に大きかった案件はパシフィコープによる 8.5 億ドル
- 2 番目は、エンスター・グループによる 3.5 億ドル
- 3 番目は、Northwest Natural Holding Co による 3.3 億ドル
- 劣後債で起債額の特に大きかった案件は、パシフィコープによる 8.5 億ドルの起債。7.375%クーポンで法定年限は 30 年、初回コール日までの期間は 5 年、S&P で BBB- 格。オレゴン州の法人である PacifiCorp は下位劣後債を起債した。同社では 2025 年 3 月末の確定に向け統合経営資源計画 (IRP ; Integrated Resource Plan) の見直しを進めているが、この中でエネルギーインフラの近代化や規制要件への対応を進めると同時に、必要となる長期でより巨額の資金を安定確保する必要性が生じている。この目的のための柔軟性の高い資本構造の構築を目的とした下位劣後債の起債に踏み切った。この劣後債調達により、通常の上位資金 (優先社債や銀行ローン) の借入れ総額を増やしても現状の格付けを維持しやすくなる。
 - 次が、エンスター・グループによる 3.5 億ドルの起債。7.5%クーポンで法定年限は 20 年、初回コール日までの期間は 9 年、S&P で BBB- 格。エンスターグループ (以下、エンスター) は、NASDAQ 上場の世界有数の保険グループであるが、中核事業のレガシー機能は、経営状況が良くない保険会社および再保険会社と廃止 (ランオフ) ポートフォリオを買収し、廃止保険プールと裏付資産の分析や管理を通じて、経営資本を解放 (リリース) するソリューションで付加価値を向上させている独自の会社。今回起債の 2045 年満期の下位劣後債はバミューダ金融庁 (BMA) により Tier 2 要件を満たすと認定されている。本債券は、BMA の要求する拡張資本要件 (ECR) を満たすことを会社に義務付ける文言が含まれており、同規制要件が充足されない場合、元本は満期が到来しても ECR が満たされるまで繰り延べられる。
 - 3 番目は、Northwest Natural Holding Co による 3.3 億ドル。7%クーポンで法定年限は 30 年、初回コール日までの期間は 10 年、S&P で BBB 格。

図表 2 米ドル建て新発債の起債額ランキング(劣後債)

発行体名	業種	国	起債金額 (億ドル)	債券格付		債券 本数	初回コー ル日(年)	法定満期 年限(年)	当初固定クー ポンレベル(%)	発行日	満期日	コー ル可 否	初回コール日
				MDY	S&P								
パシフィコープ	公益事業	US	8.5	Baa2	BBB-	1	5	30	7.3750	2025/03/20	2055/09/15	Y	2030/06/17
エンスター・グループ	損害保険	US	3.5		BBB-	1	9	20	7.5000	2025/03/18	2045/04/01	Y	2034/10/01
Northwest Natural Holding Co	公益事業	US	3.3		BBB	1	10	30	7.0000	2025/03/18	2055/09/15	Y	2035/06/15

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。 (注 1)3 月 17 日から 3 月 21 日まで
(注 2) Bloomberg の定義の関係で、発行体名称、セクターなどが途中で切れることがある点に注意。

3. 米ドル建て社債取引動向

[ポイント]

- 3 月 17 日から 3 月 21 日までに取引額が多かった米ドル建て社債を、金融機関債と、事業会社（投資適格、投機級）に分け、それぞれ示した。
- 最も債券の取引額が多かった金融機関債はシティグループ債、次いでバンクオブアメリカ債、ING グループ債だった。
- 事業会社のうち投資適格債で取引額が最も多かったのはマースで、フォードモーター、メキシコ石油公社（ペメックス）がそれに続いた。
- 一方、投機級債ではボシュ・ヘルス債の取引額が多かった。

市場において、売り又は買いの関心が高まっている社債は流通市場における取引量が増加しやすい。ここでは、米ドル建て社債のうち、3 月 17 日から 3 月 21 日までに取引額が多かった社債を、金融機関債（図表 3）と、事業会社（投資適格、投機級）（図表 4）に分け、それぞれ示した。下記の図表はそれぞれ以下の傾向を示していた。

最も債券の取引額が多かった金融機関債はシティグループ債、次いでバンクオブアメリカ債、ING グループ債

(i) 金融機関債の取引額ランキング

- 債券の取引額が多かった金融機関債は、シティグループ債、次いでバンクオブアメリカ債、ING グループ債がそれに続く形となった。
- 新たに取引額が増えたのは、ING グループ。3 月 18 日付で、総額 35 億ドルの複数の債券の発行条件が決定し、入れ替え取引がみられた。発行日は 3 月 25 日。年限は 4～11 年。

図表 3 米ドル建て金融機関債の取引額ランキング

[金融機関]

(単位：百万ドル)

順位	名称	格付	取引額
1	シティグループ	A3/BBB+	3,592
2	バンクオブアメリカ	A1/A-	2,447
3	INGグループ	Baa1/A-	2,382
4	JPモルガンチェース	A1/A	2,155
5	ゴールドマンサックスグループ	A2/BBB+	1,999
6	モルガンスタンレー	A1/A-	1,942
7	ウェルズファーゴ	A1/BBB+	1,433

出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成。（注 1）3 月 17 日から 3 月 21 日まで。格付は「Moody's/S&P」

（注 2）ここで参照している Moody's、S&P の海外格付けについては巻末の無登録格付けに関する説明書を参照していただきたい。

- 事業会社のうち、投資適格債で取引額が最も多かったのはマースで、フォードモーター、メキシコ石油公社（ペメックス）がそれに続いた
 - 投機級債ではボシュ・ヘルスの取引額が多かった
- (ii) 事業会社取引額ランキング
- 米国籍の事業会社のうち取引額が多かったのは、投資適格級ではマースが最も多く、フォードモーター、メキシコ石油公社（ペメックス）がそれに続く形となった。
 - マースは、前週に M&A 資金の調達目的での巨額起債を行っており、引き続き、入れ替えと新規債券のコンセッション（発行時プレミアム）獲得目的での短期売買が続いた。フォードモーターは、トランプ政権の関税政策への不透明感から、高水準の取引が継続。
 - 投機級債ではボシュ・ヘルス債の取引額が多かった。

図表 4 米ドル建て事業社債の取引額ランキング

[事業会社・投資適格（IG）]

（単位：百万ドル）

順位	名称	格付	取引額
1	マース	A2/A	2,557
2	フォードモーター	NA/BBB-	2,033
3	メキシコ石油公社（ペメックス）	B3/BBB	1,631
4	オラクル	Baa2/BBB	1,603
5	HCAヘルスケア	Baa3/BBB-	1,108

[事業会社・投機級（HY）]

（単位：百万ドル）

順位	名称	格付	取引額
1	ボシュ・ヘルス	Ca/CCC+	981
2	ベンチャー・グローバルLNG	B1/BB	518
3	ハーツグローバルホールディングス	Ba3/B	475
4	セラニーズ	Ba1/BB+	411
5	クリーブランド-クリフス	Ba3/BB-	397

出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成。（注 1）3 月 17 日から 3 月 21 日まで。格付は「Moody's/S&P」

（注 2）PEMEX は「スプリット銘柄」であり、S&P からは投資適格として、Moody's/Fitch からは投機級として格付けされている。本資料では「投資適格」に分類しているが、「投機級」とも評価できる点に注意。

（注 3）ここで参照している Moody's、S&P の海外格付けについては巻末の無登録格付けに関する説明書を参照していただきたい。

4. 米ドル建て債券価格動向

[ポイント]

- ここでは、前週の利回り・スプレッドの時系列推移、セグメント別に比較した個別社債相場の動向を確認する。

[市場全体]

- 3 月 21 日の 10 年国債利回りは 4.25%と前週比で-0.066%の低下、4 週比では-0.185%の低下。
- 全債券で見ても最大の利回りが出る年限は 24.4 年(2049 年 8 月満期)、利回りは 4.728%(気配、中値)。
- 米ドル建て社債を年限別に見ると、相対的にスプレッド(超過利回り)が広めに動いたのは、投資適格債では 2 年債、投機級債では 5 年債。

[個別債券]

- 米国籍事業法人の投資適格債で最も上昇したのは管理医療セクターのセンチーン。投機級債で、最も上昇したのは公益事業セクターのPG&Eだった。
- 外国籍事業法人の投資適格債で最も上昇したのは、石油:総合セクターのメキシコ石油公社(ペメックス)。投機級債では石油:総合セクターのエコペトルだった。
- 金融機関の投資適格債で、最も上昇したのはウェルズ・ファーゴ。一方、最も下落したのはゴールドマン・サックス・グループ。

ここでは、債券のインデックス(指数)レベルで見た、米国債券市場の動向を確認する。

①.利回り・スプレッドの時系列推移

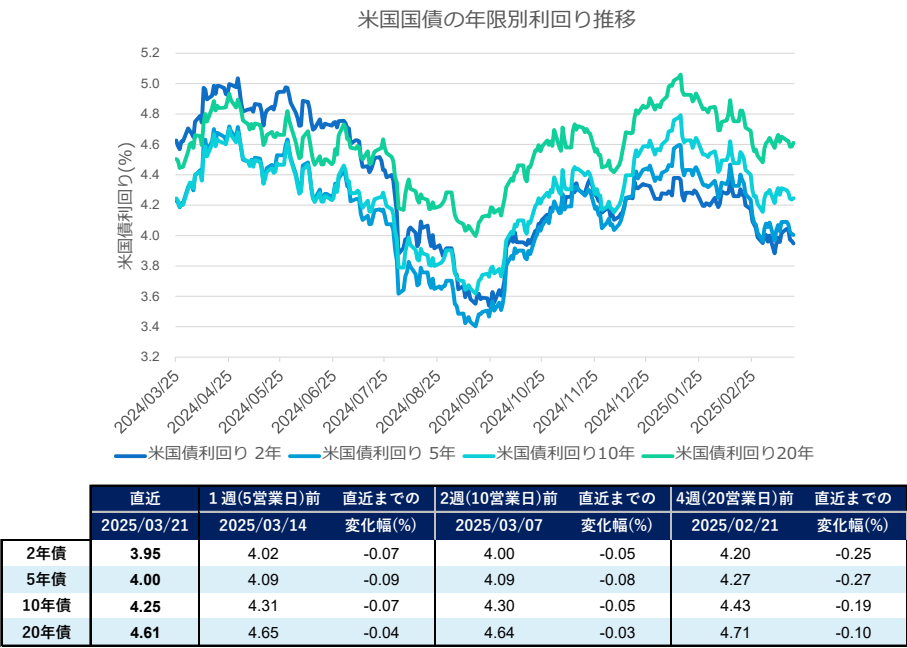
(i) 米国債利回り推移とイールドカーブの構造変化

以下の図表には、米国債のイールドカーブ変化(図表 5)、及び各年限の米国債利回り推移を示した(図表 6)。

- 3 月 21 日の 10 年国債利回りは 4.25%と前週比で-0.066%の低下、4 週比では-0.185%の低下。
- 20 年国債利回りは 4.61%と前週比で-0.041%の低下、4 週比では-0.1%の低下。

3 月 21 日の 10 年国債利回りは 4.25%と前週比で-0.066%の低下、4 週比では-0.185%の低下。

図表 5 米国国債金利の推移

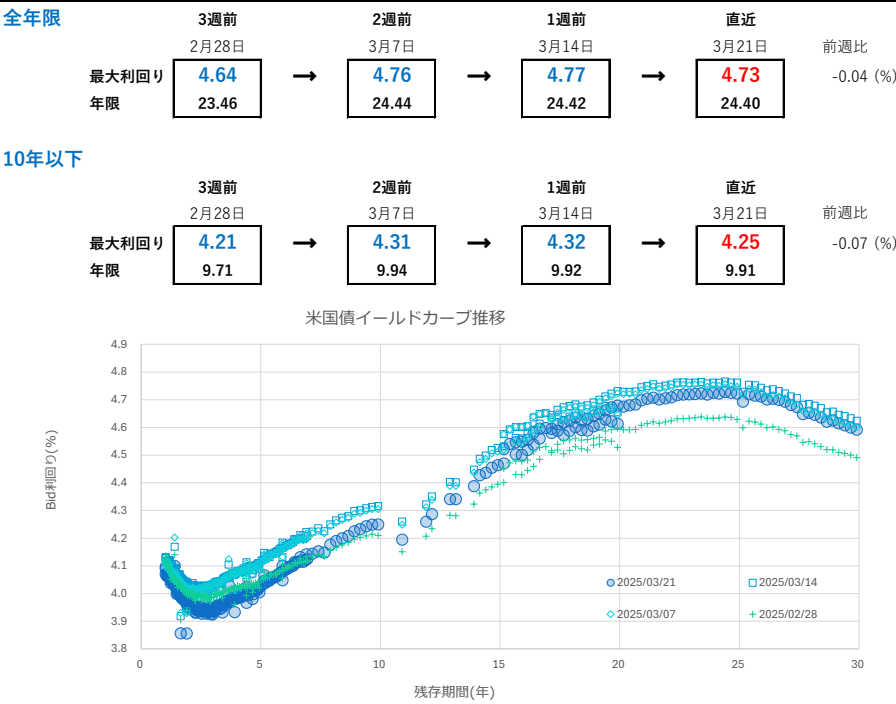


出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。

全債券で見ても最大の利回りが出る年限は 24.4 年(2049 年 8 月満期)、利回りは 4.728%(気配、中値)。

- 直近(3 月 21 日)、全債券で見ても最大の利回りが出る年限は 24.4 年(2049 年 8 月満期)、利回りは 4.728%(気配、中値)。前週からは-0.04%の下落。
- 10 年以下の債券で見ると最大の利回りが出る年限は 9.9 年(2035 年 2 月満期)、利回りは 4.250%(気配、中値ベース)。(※残存 1.0 年未満の債券を除く)。

図表 6 米国国債イールドカーブの推移



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。

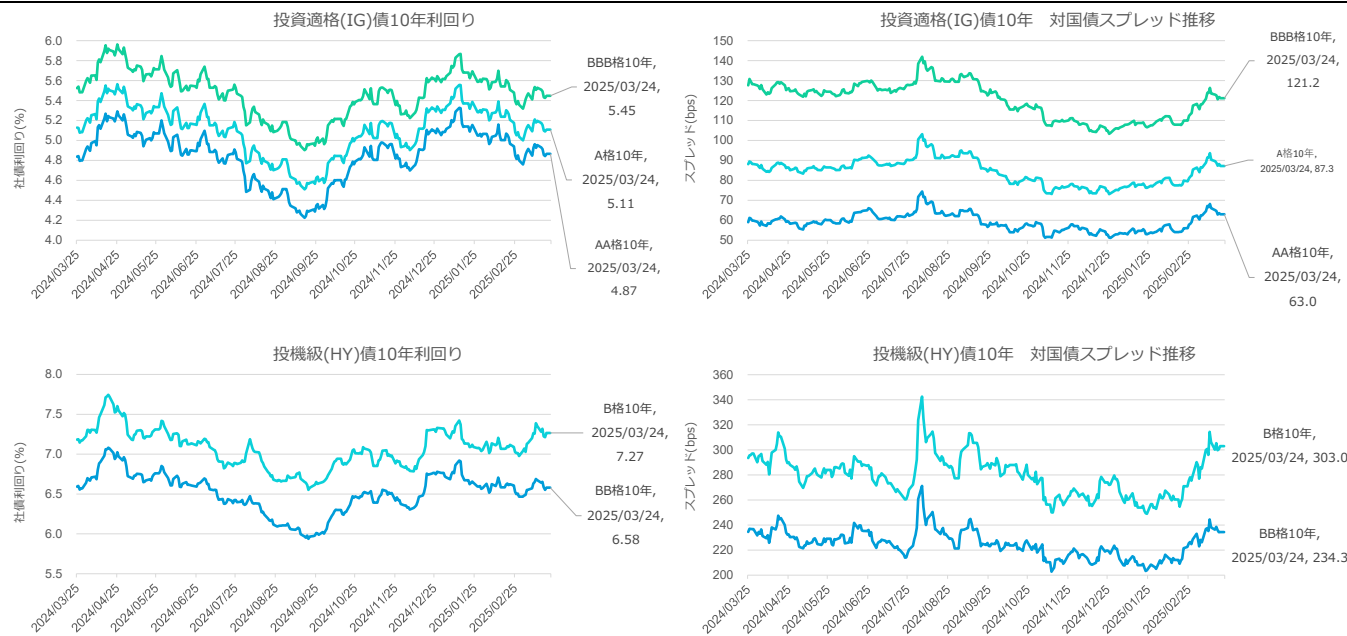
(ii) 米ドル建て社債利回り・スプレッドの状況

次に、米国国債・社債の利回り・スプレッドの変化(図表 7)を確認する。

米ドル建て社債を年限別に見ると、相対的にスプレッド(超過利回り)が広めに動いたのは、投資適格債では 2 年債、投機級債では 5 年債

- 年限別に見ると、相対的にスプレッド(超過利回り)が広めに動いたのは、投資適格債では 2 年債、投機級債では 5 年債。
- 投資適格債のスプレッドは、BBB 格 2 年の-0.7bps タイプ化が最もリスクを織り込む動き。A 格 10 年のスプレッドの-3.1bps タイプ化が最もリスクを回避する動き。
- 投機級債のスプレッドは、B 格 5 年の-1.1bps タイプ化が最もリスクを織り込む動き。B 格 2 年の-6.7bps タイプ化が最もリスクを回避する動き。

図表 7 米国国債・社債の利回り・スプレッドの変化



2025/03/21 時点

期間:2025/03/14~2025/03/21

		2Y				5Y				10Y			
		利回り	変化Δ	スプレッド	変化Δ	利回り	変化Δ	スプレッド	変化Δ	利回り	変化Δ	スプレッド	変化Δ
		(%)	(%)	(bps)	(bps)	(%)	(%)	(bps)	(bps)	(%)	(%)	(bps)	(bps)
米国国債		3.94	-0.08			4.02	-0.09			4.24	-0.06		
AA格	米国 社債全体	4.19	-0.09	25.0	-0.8	4.42	-0.11	39.6	-2.7	4.87	-0.09	63.0	-3.1
A格		4.34	-0.10	39.8	-1.5	4.63	-0.12	60.6	-2.8	5.11	-0.09	87.3	-3.1
BBB格		4.64	-0.09	70.5	-0.7	4.95	-0.11	93.1	-1.9	5.45	-0.08	121.2	-2.4
BB格		5.50	-0.13	155.9	-5.1	6.10	-0.11	207.2	-2.5	6.58	-0.09	234.3	-3.7
B格		6.05	-0.15	210.8	-6.7	6.89	-0.10	286.5	-1.1	7.27	-0.09	303.0	-3.1

出所:Bloomberg データより、JTG 証券で作成。注:税引前の利回りで表示している。

②.セグメント別に比較した個別社債相場の動向

次に、主なセグメント別に個別社債相場の動向を比較する。ここでは、対ベンチマーク（市場平均）で比較した場合に、2025 年 3 月 14 日から 3 月 21 日までの間に相対的に単価が上昇/下落した社債を比較する。

(i) 米国籍の事業社債について

米国籍事業法人：

投資適格債で最も上昇したのは管理医療セクターのセンチーン。投機級債では公益事業セクターのPG&E

投資適格債で最も下落したのは自動車セクターのフォード・モーター・クレジット。投機級債では無線通信サービスセクターのエコスター

米国籍の社債について、対ベンチマーク（市場平均）で、基準日から評価日にかけて相対的に単価が上昇した社債を図表 8 に、下落した社債を図表 9 に示した。同図表に示された社債のうち残高が多いものを参照すると、以下の傾向が観測された。

- 投資適格の米国籍事業債で、最も上昇したのは管理医療セクターのセンチーン債（図表 8 上図）。米下院共和党が 10 年間で最大 2 兆ドル（約 299 兆円）の政府支出削減と最大 4 兆 5000 億ドルの減税を実施する予算案の成立を目指し、さらにメディケイド（低所得者向け医療保険制度）支出の大幅削減を求めていることがセンチーンの株価や債券価格を引き下げていた。しかし、トランプ政権では 2 月 25 日付で医療価格の透明性を高めるための行動プランを公表した一方で、早期のメディケア支出削減には必ずしも前向きではない。加えて、上院共和党でも消極的な立場がとられ、上下院の対立により予算が成立していない状況を受け、債券価格が反転した形。
- 投機級事業債で、最も上昇したのは公益事業セクターのPG&E債だった（図表 8 下図）。ただし、山火事リスクに対する保険引受会社の不足問題が解決していない中の市場価格上昇であり、引き続き不透明性が存在している点に注意。
- 米国籍事業法人の投資適格債で最も下落したのは、自動車のフォード・モーター・クレジット債（図表 9 上図）。相対的に経営体質が弱いフォード・モーターは、トランプ政権の政策影響で想定されるサプライチェーンの混乱や、部品など原材料価格の価格上昇に対し、製品値下げなど営業強化策の実施余地に乏しく、自動車メーカー系の販売金融子会社の中でも、相対的に最も市場で嫌忌される形に。
- 投機級債で、最も下落したのは無線通信サービス・セクターのエコスター債だった（図表 9 下図）。（同種事業のディッシュ DBS は同社の子会社）。

図表 8 相対的に価格が上昇した米国籍企業の米ドル建て事業法人債(残存 4-6 年、無担保シニア)

[投資適格 (IG)]

順位	債券/発行体名称	クーポン(%)	法定満期日	業種	評価日 2025/3/21		基準日 2025/3/14	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	センティーン	2.500	03/01/2031	管理医療	84.62	5.58	83.66	5.78
2	センティーン	3.000	10/15/2030	管理医療	87.71	5.60	86.78	5.81
3	コストコホールセール	1.600	04/20/2030	大規模小売店	87.58	4.36	86.67	4.56
4	ボーイング	3.625	02/01/2031	航空宇宙・防衛	92.55	5.11	91.64	5.30
5	ウーバー・テクノロジー	4.300	01/15/2030	インターネット	98.54	4.64	97.60	4.86

[投機級 (HY)]

順位	債券/発行体名称	クーポン(%)	法定満期日	業種	評価日 2025/3/21		基準日 2025/3/14	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	P G & E	5.250	07/01/2030	公益事業	97.14	5.89	95.94	6.16
2	ピアトリス	2.700	06/22/2030	医薬品	87.23	5.54	86.57	5.69
3	ユナイテッド・レンタルズ北米	3.875	02/15/2031	工業・その他	91.74	5.54	91.09	5.67
4	オキシデンタル・ペトロリアム	6.125	01/01/2031	探査・生産	102.85	5.54	102.18	5.68
5	ヤム・ブランド	3.625	03/15/2031	レストラン	90.42	5.53	89.84	5.65

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成 (注 1) 税引前のクーポン、利回りで表示している。

(注 2) 上記の表はベンチマーク対比での相対的な価格変動を示している。金利の上昇時には、個別の債券価格が下落しているケースもありうる点に注意。

図表 9 相対的に価格が下落した米国籍企業の米ドル建て事業法人債(残存 4-6 年、無担保シニア)

[投資適格 (IG)]

順位	債券/発行体名称	クーポン(%)	法定満期日	業種	評価日 2025/3/21		基準日 2025/3/14	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	フォード・モーター・クレジット	7.350	03/06/2030	自動車	104.93	6.18	104.99	6.17
2	フォード・モーター・クレジット	4.000	11/13/2030	自動車	89.89	6.15	89.94	6.13
3	フォード・モーター・クレジット	5.113	05/03/2029	自動車	96.60	6.06	96.56	6.07
4	フォード・モーター・クレジット	5.875	11/07/2029	自動車	99.38	6.03	99.22	6.07
5	フォード・モーター・クレジット	6.050	03/05/2031	自動車	98.98	6.26	98.66	6.32

[投機級 (HY)]

順位	債券/発行体名称	クーポン(%)	法定満期日	業種	評価日 2025/3/21		基準日 2025/3/14	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	エコスター	6.750	11/30/2030	無線通信サービス	91.25	9.05	91.47	8.97
2	エコスター	10.750	11/30/2029	無線通信サービス	105.39	9.29	105.63	9.24
3	テネット・ヘルスケア	6.125	06/15/2030	ヘルスケア施設・サービス	100.21	6.08	100.21	6.07
4	ディッシュDBS	5.125	06/01/2029	ケーブルテレビ・衛星放送	65.21	17.09	65.08	17.09
5	テグナ	5.000	09/15/2029	娯楽コンテンツ	94.57	6.41	94.25	6.50

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成 (注 1) 税引前のクーポン、利回りで表示している。

(注 2) 上記の表はベンチマーク対比での相対的な価格変動を示している。金利の下落時には、個別の債券価格が上昇しているケースもありうる点に注意。

外国籍事業法人：

最も上昇したのは、
石油:総合セクターの
メキシコ石油公社(ペ
メックス)。

最も下落したのは、
石油:総合セクターの
イタリア炭化水素公
社。

(ii) 外国籍企業の米ドル建て外国事業社債について

外国籍企業の米ドル建て社債(投資適格)について、対ベンチマーク(市場平均)で、相対的に単価が上昇した社債を図表 10 上図に、下落した社債を図表 10 下図に示した。同図表に示された社債のうち残高が多いものを参照すると、以下の傾向が観測された。

- 外国籍事業法人の投資適格債で、最も単価が上昇したのは石油:総合セクターのメキシコ石油公社(ペメックス)(図表 10 上図)。前週の下落から反騰。トランプ関税の中でも重要な影響が生じうる 4 月 2 日の品目別課税が、同日には正式発表されず、同日は相互関税の公表のみにとどめるとの報道を受け、メキシコ国債及びペメックス債が反騰。
- 外国籍の投資適格債で最も下落したのが、石油:総合セクターのイタリア炭化水素公社(図表 10 下図)。

図表 10 相対的に単価が上昇/下落した外国籍企業の米ドル建て事業法人債(残存 4-6 年、無担保シニア)

[上昇]

順位	債券/発行体名称	クーポン(%)	法定満期日	業種	評価日 2025/3/21		基準日 2025/3/14	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	メキシコ石油公社 (ペメックス)	5.950	01/28/2031	石油:総合	85.00	9.33	83.89	9.61
2	メキシコ石油公社 (ペメックス)	6.840	01/23/2030	石油:総合	91.11	9.15	90.39	9.35
3	メキシコ石油公社 (ペメックス)	8.750	06/02/2029	石油:総合	100.08	8.72	99.31	8.95
4	アストラゼネカ	1.375	08/06/2030	医薬品	85.05	4.55	84.43	4.68
5	アメリカ・モビル	2.875	05/07/2030	無線通信サービス	91.21	4.83	90.57	4.98

[下落]

順位	債券/発行体名称	クーポン(%)	法定満期日	業種	評価日 2025/3/21		基準日 2025/3/14	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	イタリア炭化水素公社	4.250	05/09/2029	石油:総合	98.07	4.83	97.80	4.90
2	トランスカナダ・パイプラインズ	4.100	04/15/2030	パイプライン	96.11	4.98	95.77	5.06
3	エクイノール	3.125	04/06/2030	石油:総合	93.63	4.55	93.20	4.65
4	プリティッシュ・テレコミュニケーションズ	9.625	12/15/2030	有線通信サービス	121.98	5.14	121.42	5.26
5	テレフォニカ・ヨーロッパ	8.250	09/15/2030	有線通信サービス	114.97	5.08	114.42	5.20

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成 (注 1) 税引前のクーポン、利回りで表示している。
(注 2) 上記の表はベンチマーク対比での相対的な単価変動を示している。金利の上昇時には、個別の債券単価が下落しているケースもありうる点に注意。
(注 3) PEMEX は「スプリット銘柄」であり、S&P からは投資適格として、Moody's/Fitch からは投機級として格付けされている。本資料では「投資適格」に分類しているが、「投機級」とも評価できる点に注意。

金融機関:

投資適格債で、最も
上昇したのはウェル
ズ・ファースト

一方、最も下落した
のはゴールドマン・サ
ックス・グループ

(iii)米ドル建て金融機関の投資適格債について

図表 11 には、米ドル建て金融社債について、対ベンチマーク(市場平均)で、相対的に
単価が上昇した社債を上図に、下落した社債を下図に示した。相対的に単価が上昇して
いた金融社債のうち残高が多いものを参照すると、以下の傾向が観測された。

- 金融機関の投資適格債で、最も上昇したのはウェルズ・ファースト(図表 11 上図)。低ク
ーポン(2~3%)の米国金融シニア債を買い、高クーポン(4~6%)の金融シニア債を売る
動きがみられた。

- 一方、最も下落したのが、ゴールドマン・サックス・グループだった(図表 11 下図)。

図表 11 相対的に価格が上昇/下落した 米ドル建て金融機関債(投資適格)(残存 4-6 年、無担保シニア)

[上昇]

順位	債券/発行体名称	クーポン(%)	法定満期日	業種	評価日 2025/3/21		基準日 2025/3/14	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	ウェルズ・ファースト	2.572	02/11/2031	銀行	90.66	4.87	89.40	5.13
2	J Pモルガン・チェース・アンド・カンパニー	2.739	10/15/2030	総合銀行	91.88	4.93	91.05	5.10
3	バンク・オブ・アメリカ	3.194	07/23/2030	総合銀行	93.86	4.95	93.01	5.13
4	エーオン	2.800	05/15/2030	損害保険	91.09	4.77	90.29	4.95
5	ゴールドマン・サックス・グループ	2.600	02/07/2030	金融サービス	90.63	4.78	89.85	4.96

[下落]

順位	債券/発行体名称	クーポン(%)	法定満期日	業種	評価日 2025/3/21		基準日 2025/3/14	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	ゴールドマン・サックス・グループ	4.692	10/23/2030	金融サービス	98.79	5.07	98.87	5.05
2	バークレイズ	5.367	02/25/2031	総合銀行	100.92	5.21	100.96	5.21
3	H S B Cホールディングス	5.286	11/19/2030	総合銀行	100.63	5.21	100.63	5.21
4	バンク・オブ・アメリカ	5.162	01/24/2031	総合銀行	100.91	5.00	100.89	5.01
5	サンタンデール・ホールディングスUSA	6.174	01/09/2030	銀行	102.56	5.68	102.45	5.71

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成 (注 1) 税引前のクーポン、利回りで表示している。
(注 2) 上記の表はベンチマーク対比での相対的な価格変動を示している。金利の上昇/下落時には、個別の債券価格が下落/上昇しているケースもありうる点に注意。また、Bloomberg の定義の関係で、発行体名称、業種などが途中で切れることがある点に注意。

③.市場動向のまとめ

FOMC は事前想定通りに現状維持。トランプ政権の関税政策は、インフレと景気減速を生じさせやすい。FRB がみている「米国経済のあるべき姿」や必要な政策対応は、トランプ政権との間でずれが生じている。インフレが加速する懸念がある中での利下げは実施しにくい。FRB は通常の金融環境下での景気悪化よりも、インフレ下での景気悪化の方が、コントロール不能との認識。よって、他国との相互制裁を含む経済への影響を見極めるには、4 月の FOMC ではタイミング的に不十分。7 月頃までかかる可能性。その間は、株価・市場金利ともに変動性が増しやすいが、一方的な相場トレンドは形成しにくい。

以上

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・レーティングスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://ratings.moodyys.com/japan/ratings-news))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズ・レーティングスの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合があります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。
---	---	---

この情報は、2024 年 6 月 25 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、Jトラストグローバル証券(以下、JTG 証券)が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は JTG 証券が行っております。

JTG 証券では調査部門の活動(リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む)に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト(以下、同アナリスト)は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG 証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内で JTG 証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について JTG 証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

JTG 証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG 証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において JTG 証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG 証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、JTG 証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG 証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG 証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象（直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況）についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。JTG 証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG 証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と JTG 証券並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。

間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があつたとしても、JTG 証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright JTG 証券 Co. Ltd. All rights reserved.

本資料は JTG 証券の著作物であり、著作権法により保護されております。

JTG 証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー7 階

Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】

店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(但し約定代金の 1.1524%(税込)に相当する額が 3,300 円(税込)に満たない場合は 3,300 円(税込)の委託手数料をご負担いただきます。

【投資信託】

投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】

債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

Jトラストグローバル証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 35 号
貸金業者登録番号 東京都知事(1)第 31946 号
加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会