

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 21 日から 3 月 28 日まで

経済調査室

上田 祐介

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

1. 本レポートの目的

p.1

本レポートでは、2025 年 3 月 21 日から 3 月 28 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 2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 日まで)

- 米国債の動きは小さいが、長短金利の格差が広がった。債券市場は自動車関税よりも、4 月 2 日の相互課税を待つ展開に。ただし、トランプ大統領の政策は進みやすく、インフレ懸念は継続。FRB も利下げには踏み切りにくい状況。またトランプ氏からの利下げ圧力は、FRB には響きにくい。よって、米長期金利(10 年、20 年)は不安定ながらも、4%台半ばの水準から大きくは落ち込みにくい。

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、3 月 27 日に発行した通信セクターの「TモバイルUSA」の 35 億ドルの起債。株主還元も資金使途に。この他、米国自動車産業における今後の資金調達環境の変化に備えてか、VW アメリカファイナンス、現代キャピタル・アメリカが相次いで大型起債を実施。

3. 米ドル建て社債取引動向

p.4

- 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で、JP モルガンチェース債がそれに続く形となった。通常の米銀主体の金融債取引の中で、前週はロイヤル・バンク・オブ・カナダ債の取引量が多かった。同行では、カナダの不透明な国際政治情勢を受け、起債による外貨調達を相次いで実施しており、取引量の増大にもつながっている。
- 事業会社のうち投資適格債では、マースが最も多く、ベライゾンコミュニケーションズ、オラクルがそれに続いた。2週前から大型 M&A 起債に係る評価が別れるマース債は変わらず取引が継続。一方、ベライゾン債は、米国株式相場が大きく変質する中、従来の大型グロース株に代わり高配当のバリュー銘柄が注目され、ベライゾンや T モバイル US の株価が大きく上昇、配当利回りと社債利回りとの比較感から通信銘柄の社債取引も増加した。

4. 米ドル建て債券価格動向

p.6

- 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 28 日)の 10 年国債利回りは 4.249%と前週比で 0.003%の上昇。4 週前(2 月 28 日)比では 0.041%の上昇。
- 直近(3 月 28 日)の、全債券で見て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 4.763% (気配、中値)。前週からは+0.04%の上昇。
- 投資適格に比べ、ハイイールド債のスプレッド拡大が顕著で、「質への逃避傾向」とリスクの織り込み不足のセグメント(例えば 2 年の B 格債など)がリスク回避の対象に。

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 21 日から 3 月 28 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 21 日から 3 月 28 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 2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 日まで)

2. 米ドル建て債券起債動向

[ポイント]

- ここでは、2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 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通信セクターのTモバイルUSAの 35 億ドルの起債。2 番目は、金融セクターのINGグループの 35 億ドルの起債。3 番目は、一般消費財セクターのフォルクスワーゲングループ・アメリカファイナンスの 35 億ドルの起債。
- 劣後債で起債額の特に大きかった案件はバンコク銀行(香港)による 10 億ドルの起債。2 番目は、エクイタブル・ホールディングスによる 5 億ドルの起債。3 番目は、インディペンデント・バンク(MA)による 3 億ドルの起債。

優先債で起債額の特に大きかった案件は通信セクターのTモバイルUSAの 35 億ドルの起債

2 番目は、金融セクターのINGグループの 35 億ドルの起債

3 番目は、一般消費財セクターのフォルクスワーゲングループ・アメリカファイナンスの 35 億ドルの起債

ここでは、2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 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 27 日に発行した通信セクターのTモバイルUSAの 35 億ドルの起債。債券の本数は 3 本、年限は 7~30 年、優先債調達。発行体は T-Mobile US, Inc.(T-Mobile)の直接完全子会社である T-Mobile USA, Inc.。同社では、今回の起債で集めた現金は、株式の買い戻し、配当支払いなどの社外流出、及び既存の債務の継続的な借り換えなど、一般的な企業活動目的に使用すると説明している。
- 2 番目は、3 月 25 日に発行した、金融セクターのINGグループの 35 億ドルの起債。債券の本数は 4 本、年限は 4~11 年、優先債調達。
- 3 番目は、3 月 27 日に発行した一般消費財セクターのフォルクスワーゲングループ・アメリカファイナンスの 35 億ドルの起債。債券の本数は 6 本、年限は 2~10 年、優先債調達。
- この他、米国自動車産業における今後の資金調達環境の変化に備えてか、VW アメリカファイナンス、現代キャピタル・アメリカが相次いで大型起債を実施した。

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	T モバイル U S A	通信	35.0	2025/03/27	3	7~30	優先	5.1250~5.8750
1	I N G グループ	金融	35.0	2025/03/25	4	4~11	優先	4.8580~5.5250
1	フォルクスワーゲングループ・アメリカファイナンス	一般消費財	35.0	2025/03/27	6	2~10	優先	4.9500~5.8000
4	現代キャピタル・アメリカ	一般消費財	30.0	2025/03/27	5	2~7	優先	4.8500~5.7334
4	ロイヤル・バンク・オブ・カナダ	金融	30.0	2025/03/27	4	3~6	優先	4.7150~5.4979
6	シティグループ	金融	22.5	2025/03/27	1	11	優先	5.3330
7	アジア開発銀行	政府	22.0	2025/03/25	2	10~30	優先	0.0000~4.3750
8	X P L R インフラストラクチャー・オペレーティング・ハ	公益事業	17.5	2025/03/25	2	5~8	優先	8.3750~8.6250
9	R E L X キャピタル	一般消費財	15.0	2025/03/27	2	5~10	優先	4.7500~5.2500
9	アドバンスト・マイクロ・デバイス	テクノロジー	15.0	2025/03/24	2	1~3	優先	4.2120~4.3190

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。(注 1)2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 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バンコク銀行(香港)による 10 億ドルの起債
- 2 番目は、エクイタブル・ホールディングスによる 5 億ドルの起債
- 3 番目は、インディペンデント・バンク(MA)による 3 億ドルの起債
- 劣後債で起債額の特に大きかった案件は、バンコク銀行(香港)による 10 億ドルの起債。6.056%クーポンで法定年限は 15 年、初回コール日までの期間は 10 年、S&P の格付けは無し。タイの金融監督を受ける同国の銀行であるバンコク銀行は、米ドル建て債の投資家からの劣後資金調達のため、今回 Tier2 劣後債を香港の子会社を通じて発行した。
 - 次が、エクイタブル・ホールディングスによる 5 億ドルの起債。6.7%クーポンで法定年限は 30 年、初回コール日までの期間は 9 年、S&P で BBB 格。
 - 3 番目は、インディペンデント・バンク(MA)による 3 億ドルの起債。7.25%クーポンで法定年限は 10 年、初回コール日までの期間は 5 年、S&P の格付けは無し。

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								
バンコク銀行(香港)	銀行	TH	10.0	Baa3		1	10	15	6.0560	2025/03/25	2040/03/25	Y	2035/03/25
エクイタブル・ホールディングス	生命保険業	US	5.0	Baa2	BBB	1	9	30	6.7000	2025/03/26	2055/03/28	Y	2034/12/28
インディペンデント・バンク(MA)	銀行	US	3.0			1	5	10	7.2500	2025/03/25	2035/04/01	Y	2030/04/01

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。(注 1)2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 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]

- 2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 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 JP モルガンチェース債、バンクオブアメリカ債だった。
- 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、ベライゾンコミュニケーションズ、オラクルがそれに続いた。
- 一方、投機級債では CLYDESDALE ACQUISITION 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、2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 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。

(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 JP モルガンチェース債、バンクオブアメリカ債がそれに続く形となった。
- 通常の米銀主体の金融債取引の中で、前週はロイヤル・バンク・オブ・カナダ債の取引量が多かった。これは、2025 年 3 月 24 日に、同行が計 30 億ドルのグローバル債起債を公表したことを受けたもの。同債券は 3 月 27 日に発行された。同行では、カナダの不透明な国際政治情勢を受け、起債による外貨調達を相次いで行っており、2025 年 3 月 24 日には 15 億ユーロの 2027 年グローバル債を起債していた。

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 JP モルガンチェース債、バンクオブアメリカ債

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	Aa3/A+	3,405
2	JPモルガンチェース	A1/A	3,179
3	バンクオブアメリカ	A1/A-	2,879
4	ゴールドマンサックスグループ	Baa2/BBB	2,239
5	モルガンスタンレー	A1/A-	2,194
6	ロイヤル・バンク・オブ・カナダ	A1/A	1,453
7	HSBCホールディングスADR	Baa1/BBB	1,150

出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成。(注 1)2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 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、ベライゾンコミュニケーションズ、オラクルがそれに続いた
 - 投機級債では CLYDESDALE ACQUISITION 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、ベライゾンコミュニケーションズ、オラクルがそれに続く形となった。
 - 2週前から大型 M&A 起債に係る評価が別れるマース債は変わらず取引が継続。一方、ベライゾン債は大量の取引対象となった。米国株式相場が大きく変質する中、従来の大型グロース株に代わり高配当のバリュー銘柄が注目され、ベライゾンや T モバイル US の株価が大きく上昇している。この動きを受け、配当利回りと社債利回りとの比較感から通信銘柄の社債取引も増加した。
 - 投機級債では CLYDESDALE ACQUISITION 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	1,607
2	ベライゾンコミュニケーションズ	Baa1/BBB+	1,498
3	オラクル	Baa2/BBB	1,365
4	フォードモーター	Ba1/BBB-	1,132
5	ブロードコム	Baa1/BBB+	1,128

[事業会社・投機級 (HY)]		(単位：百万ドル)	
順位	名称	格付	取引額
1	CLYDESDALE ACQUISITION	NA/B+	611
2	セラニーズ	Ba1/BB+	491
3	ベンチャー・グローバルLNG	B1/BB	438
4	ボシュ・ヘルス	Caa1/B-	420
5	モヒガン・トライバル・ゲーミング・オーソリティ	B3/B-	370

出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成。 (注 1)2025 年 3 月 24 日から 3 月 28 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。

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 28 日の 10 年国債利回りは 4.25%と前週比で 0.003%の上昇、4 週比では 0.041%の上昇。
- 直近の 3 月 28 日において最大の利回りが出る年限は 24.4 年、利回りは 4.76%。
- 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 5 年債、投機級債では 2 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無線通信サービスセクターのベライゾンコミュニケーションズ。投機級債で、最も上昇したのは探査・生産セクターのオキシデンタル・ペトロリアムだった。
- 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、最も上昇したのはゴールドマン・サックス・グループ。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

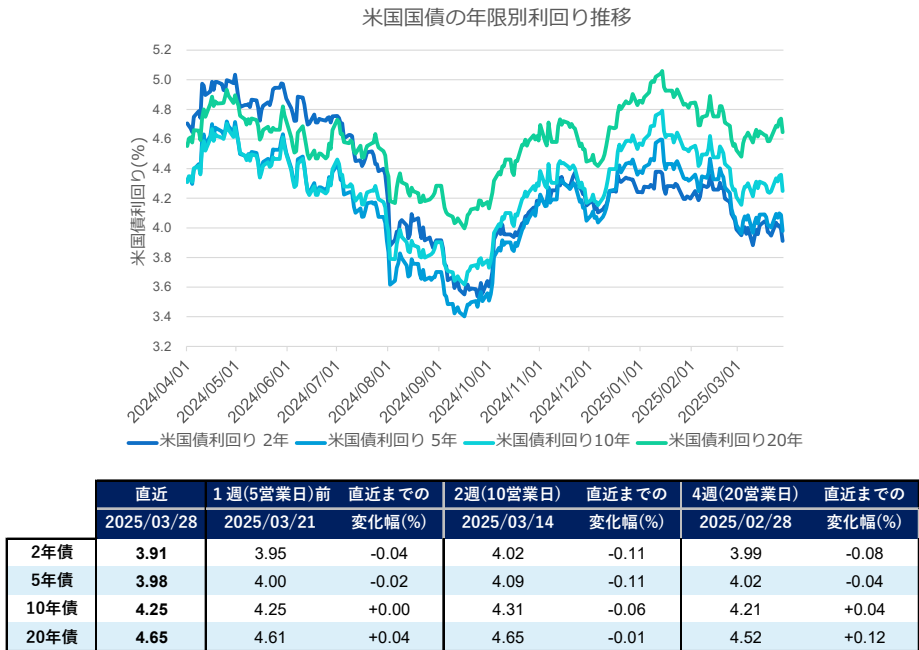
(i) 米国債利回り推移とイールドカーブの構造変化

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 28 日の 10 年国債利回りは 4.25%と前週比で 0.003%の上昇、4 週比では 0.041%の上昇。
- 20 年国債利回りは 4.65%と前週比で 0.036%の上昇、4 週比では 0.122%の上昇。
- 自動車関税のインパクトは薄く、翌週の相互関税を待つ展開。金利のステイプ化(短期下落・長期上昇)はさらに進む。

3 月 28 日の 10 年国債利回りは 4.25%と前週比で 0.003%の上昇、4 週比では 0.041%の上昇。

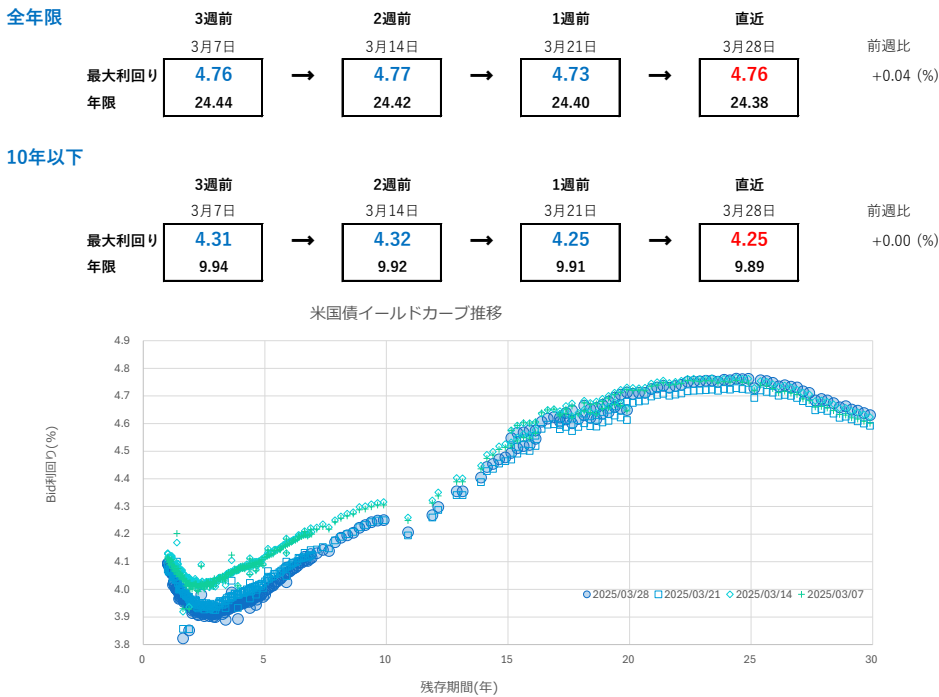
図表 5 米国国債金利の推移



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。

- 直近の 3 月 28 日において最大の利回りが出る年限は 24.4 年、利回りは 4.76% 年、利回りは 4.76%
- イールドカーブの構造を見ると、直近の 3 月 28 日において最大の利回りが出る年限は 24.4 年、利回りは 4.76%。前週からは+0.04%の上昇
 - 残存 10 年以下だけの債券を見た場合には、最大の利回りが出る年限は 9.9 年、利回りは 4.25%。

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。

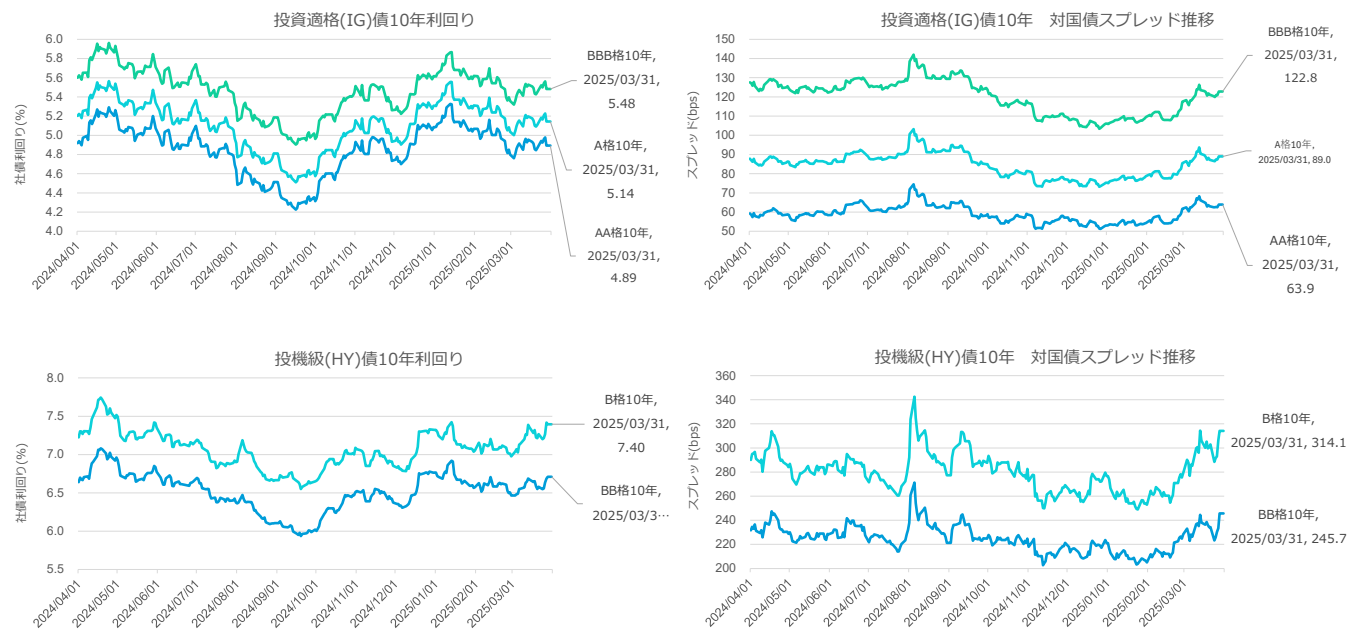
(ii) 米ドル建て社債利回り・スプレッドの状況

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。トランプ大統領の相次ぐ関税発言に起因した経済環境への不透明性を反映し、社債のスプレッドは全面的に拡大した。

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 5 年債、投機級債では 2 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 5 年債、投機級債では 2 年債。
- 投資適格債のスプレッドは、BBB 格 5 年の+2.7bps ワイド化が最もリスクを織り込む動き。AA 格 2 年のスプレッドの+0.3bps ワイド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 2 年の+30.4bps ワイド化が最もリスクを織り込む動き。B 格 10 年の+11.2bps ワイド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



期間:2025/03/21~2025/03/28		2Y				5Y				10Y			
		利回り (%)	変化Δ (%)	スプレッド (bps)	変化Δ (bps)	利回り (%)	変化Δ (%)	スプレッド (bps)	変化Δ (bps)	利回り (%)	変化Δ (%)	スプレッド (bps)	変化Δ (bps)
米国国債		3.92	-0.02			3.99	-0.03			4.25	0.02		
AA格	米国 社債全体	4.17	-0.02	25.3	0.3	4.41	-0.01	41.5	1.9	4.89	0.03	63.9	0.9
A格		4.33	-0.01	41.2	1.4	4.62	-0.01	63.1	2.5	5.14	0.03	89.0	1.7
BBB格		4.64	-0.00	72.3	1.8	4.95	-0.00	95.8	2.7	5.48	0.03	122.8	1.6
BB格		5.65	0.15	173.0	17.1	6.23	0.14	224.3	17.1	6.71	0.13	245.7	11.4
B格		6.33	0.28	241.2	30.4	7.06	0.18	307.2	20.7	7.40	0.13	314.1	11.2

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 21 日から 3 月 28 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無線通信サービスセクターのベライゾンコミュニケーションズ。投機級債では探査・生産セクターのオキシデンタル・ペトロリアム

投資適格債で最も下落したのはパイプラインセクターのシェニエール・エナジー・パートナーズ。投機級債では娯楽コンテンツセクターのテグナ

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、最も上昇したのは無線通信サービスセクターのベライゾンコミュニケーションズ債（図表 8 上図）。高配当を材料に株価が大きく上昇した。
- 4 位のシグナ・グループ債は 3 月 13 日に新体制（ブライアン・エヴァンコを社長兼 CEO に任命）の公表と同時に 2025 年通期の財務見通しを再確認し、連結調整後営業利益を 1 株当たり少なくとも \$29.50 と予測。また、44 年連続の配当維持と、最近の配当成長率 22.76%（前期までの実績値）が評価され、株式同様の買い対象となった。
- 投機級事業債で、最も上昇したのは天然ガス探査・採掘を営むオキシデンタル・ペトロリアム債だった（図表 8 下図）。同社は 2024 年 8 月のクラウンロック買収以降、財務的には厳しい状況にあったが、パークシャーハサウェイによる株式の追加取得が同社の株式・債券の市場時価を支えていた。3 月上旬の相場急変を受け、同社の債券価格も大きく下落していたが、資産売却による財務改善などのニュースもあり、若干、債券価格が戻した状況。
- 米国籍事業法人の投資適格債で、最も下落したのはパイプラインのシェニエール・エナジー・パートナーズ債（図表 9 上図）。トランプ大統領による輸入自動車課税のニュースもあり、カナダ・メキシコとのサプライチェーン不安から、前週から引き続きゼネラル・モーターズファイナンシャル債が 1 段安まで売られた。
- 投機級債で、最も下落したのは娯楽コンテンツセクターのテグナ債だった（図表 9 下図）。3 月 27 日以降に急に債券時価が下落した。同日のリリースは、TEGNA の消費者向けデジタル製品の製品管理と設計を主導する製品担当 VP、及びグロース担当 VP の交代のみであったが、今後のサービス供給能力に市場が不安を感じた可能性がある。

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 2025/3/28		基準日 2025/3/21	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	ベライゾン・コミュニケーションズ	1.680	10/30/2030	無線通信サービス	85.31	4.70	84.89	4.79
2	ハリバートン	2.920	03/01/2030	石油・ガスサービス・設備	92.05	4.75	91.62	4.85
3	ウォルト・ディズニー・カンパニー	3.800	03/22/2030	娯楽コンテンツ	97.12	4.45	96.68	4.55
4	シグナ・グループ	2.375	03/15/2031	管理医療	87.30	4.86	86.98	4.92
5	クアンタ・サービシーズ	2.900	10/01/2030	工業・その他	90.06	4.99	89.74	5.05

[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 2025/3/28		基準日 2025/3/21	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	オキシデンタル・ペトロリアム	6.625	09/01/2030	探査・生産	105.13	5.52	104.80	5.59
2	パラマウント・グローバル	4.950	01/15/2031	娯楽コンテンツ	96.31	5.71	96.02	5.77
3	ピアトリス	2.700	06/22/2030	医薬品	87.34	5.52	87.23	5.54
4	オキシデンタル・ペトロリアム	5.200	08/01/2029	探査・生産	99.95	5.21	99.84	5.24
5	オキシデンタル・ペトロリアム	6.125	01/01/2031	探査・生産	102.86	5.54	102.85	5.54

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 2025/3/28		基準日 2025/3/21	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	シェニエール・エナジー・パートナーズ	4.000	03/01/2031	パイプライン	93.43	5.31	93.95	5.20
2	ゼネラル・モーターズファイナンシャル	5.850	04/06/2030	自動車	101.81	5.43	102.29	5.33
3	ゼネラル・モーターズファイナンシャル	5.750	02/08/2031	自動車	100.96	5.56	101.39	5.47
4	シェニエール・エナジー・パートナーズ	4.500	10/01/2029	パイプライン	97.53	5.12	97.89	5.03
5	ゼネラル・モーターズファイナンシャル	2.350	01/08/2031	自動車	84.61	5.50	84.92	5.42

[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 2025/3/28		基準日 2025/3/21	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	テグナ	5.000	09/15/2029	娯楽コンテンツ	92.86	6.89	94.57	6.41
2	P G & E	5.250	07/01/2030	公益事業	96.04	6.14	97.14	5.89
3	セラニーズ U S ホールディングス	6.800	11/15/2030	化学工業	103.75	6.24	104.86	6.01
4	ユナイテッド・レンタルズ北米	3.875	02/15/2031	工業・その他	90.96	5.71	91.74	5.54
5	ヤム・ブランド	3.625	03/15/2031	レストラン	89.71	5.69	90.42	5.53

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
メキシコ石油公社（ペ
メックス）。

(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、最も価格が上昇したのも下落したのも石油・総合セクターのメキシコ石油公社（ペメックス）（図表 10 上下図）。ペメックス債は、売り買いが混在。
- 欧州通信企業では、米国で株価が急騰した T モバイル US の過半数を所有するドイツテレコム債の価格が上昇した。
- 米国のモバイル企業の社債価格が上昇した一方、欧州モバイルのテレフォニカ・ヨーロッパ債やオランジュ債は消費者の可処分所得減少懸念から債券が売られることとなった。メキシコ等でモバイル事業を営むアメリカ・モビル債も同様に売られた。

図表 10 相対的に価格が上昇/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 2025/3/28		基準日 2025/3/21	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	メキシコ石油公社（ペメックス）	6.840	01/23/2030	石油・総合	91.38	9.09	91.11	9.15
2	スミス・アンド・ネフュー	2.032	10/14/2030	医療機器・装置製造	86.21	4.91	85.99	4.95
3	アリババグループ・ホールディング	2.125	02/09/2031	小売（一般消費財）	87.37	4.61	87.17	4.65
4	アストラゼネカ	1.375	08/06/2030	医薬品	85.21	4.52	85.05	4.55
5	ドイツテレコム・インターナショナル・ファイナンス	8.750	06/15/2030	有線通信サービス	117.34	4.93	117.14	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 2025/3/28		基準日 2025/3/21	
					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	84.92	9.36	85.00	9.33
2	メキシコ石油公社（ペメックス）	8.750	06/02/2029	石油・総合	99.99	8.75	100.08	8.72
3	テレフォニカ・ヨーロッパ	8.250	09/15/2030	有線通信サービス	114.89	5.09	114.97	5.08
4	アメリカ・モビル	2.875	05/07/2030	無線通信サービス	91.14	4.86	91.21	4.83
5	オランジュ	9.000	03/01/2031	無線通信サービス	120.87	4.90	120.92	4.90

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。（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
上昇したのはゴールド
マン・サックス・グル
ープ

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、最も上昇したのも下落したのもゴールドマン・サックス・グループ(図表 11 上下図)。バタフライ・トレードの需要があった可能性がある。
- 中南米でエクスポージャーを有するサンタンデール債が買われ、アメリカと国境を接する先進国であるカナダのロイヤル・バンク・オブ・カナダ債が売られるなど、トランプ政権に起因する外交・政治リスクが金融機関債にも波及した形。

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 2025/3/28		基準日 2025/3/21	
					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	99.74	4.88	98.79	5.07
2	H S B Cホールディングス	5.130	03/03/2031	総合銀行	100.63	5.09	99.74	5.25
3	ゴールドマン・サックス・グループ	5.049	07/23/2030	金融サービス	101.09	4.91	100.39	5.05
4	J Pモルガン・チェース・アンド・カンパニー	4.995	07/22/2030	総合銀行	101.03	4.86	100.48	4.97
5	サンタンデール・ホールディングスUSA	5.353	09/06/2030	銀行	100.15	5.48	99.68	5.57

[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 2025/3/28		基準日 2025/3/21	
					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	3.814	04/23/2029	金融サービス	97.14	5.04	97.60	4.91
2	バンク・オブ・アメリカ	2.884	10/22/2030	総合銀行	91.97	5.02	92.24	4.96
3	ウェルズ・ファーゴ	2.572	02/11/2031	銀行	90.40	4.94	90.66	4.87
4	ロイヤル・バンク・オブ・カナダ	5.153	02/04/2031	総合銀行	101.19	4.96	101.48	4.89
5	ロイヤル・バンク・オブ・カナダ	4.650	10/18/2030	総合銀行	99.11	4.45	99.33	4.40

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

米国債の動きは小さいが、長短金利の格差が広がった。債券市場は自動車関税よりも、4/2 の相互課税を待つ展開に。ただし、トランプ大統領の政策は進みやすく、インフレ懸念は継続。FRB も利下げには踏み切りにくい状況。またトランプ氏からの利下げ圧力は、FRB には響きにくい。よって、米長期金利(10 年、20 年)は不安定ながらも、4%台半ばの水準から大きくは落ち込みにくい。

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らず、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、同一カテゴリー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いません。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