

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 4 月 4 日から 4 月 11 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 4 月 4 日から 4 月 11 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 4 月 7 日から 4 月 11 日まで)

- トランプ関税への、経済的影響の評価はまだ固まりにくい状況。米国債の利回り拡大(債券売り)は、米国の信用リスクを高めるわけではない。また、期待と需給で相場が形成される株式相場とは異なり、一時的に資金が流出しても利回りが広がれば、再度資金流入が生じやすい。一方で、投機級債からの資金流出は、現実の企業経営に悪影響を生じさせる。特に、資金流出傾向が顕著な、小売(ドラッグストア、スーパーマーケット)、旅客航空などでは、比較的短い期間で経営悪化に追い込まれる小規模事業者も発生しうる。こうした不安定な期間が継続すると、金融システムにもストレスがかかり、トランプ政権が進める金融規制緩和をもってしても、与信の抑制が進みやすくなり、結果として、経済減速のスパイラルに陥る可能性がある。結論として、米国債や高位の投資適格債への投資は、利回りの目線が合えば、むしろ良い投資機会になりやすい。

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、4 月 8 日に発行したヘルスケアセクターの「1261229 BC Ltd(ボシュロムの資金管理ビークル)」の 44 億ドルの起債。
- 2 番目は、4 月 10 日に発行した一般消費財セクターの「ペイチェックス」の 42 億ドルの起債。

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は「バンクオブアメリカ」で、「ゴールドマンサックスグループ」がそれに続く形。
- 事業会社のうち、投資適格債では「ペイチェックス」が最も多く、「マース」、「オラクル」がそれに続く形となった。

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。
- 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ユナイテッドヘルス・グループ。同社を含む管理医療セクターは、関税の影響を受けても必要不可欠な出費として消費(売上高)が落ち込みにくい事業。
- 一方、投資適格債で最も下落したのが、娯楽コンテンツセクターのディスカバリー・コミュニケーションズ。ボーイング社債も中国向け航空機の引き渡し遅れの報道などを受け下落した。
- 外国債事業債券で人気があったのは、石油・総合セクターのエクイノール。値を下げたのは、小売(一般消費財)セクターのアリババグループ・ホールディング。

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 4 月 4 日から 4 月 11 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 4 月 4 日から 4 月 11 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 4 月 7 日から 4 月 11 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 4 月 7 日から 4 月 11 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ヘルスケアセクターの 1261229 BC Ltd の 44 億ドルの起債。2 番目は、一般消費財セクターのペイチェックスの 42 億ドル。3 番目は、原材料セクターのホルシム・ファイナンスUSの 34 億ドル。

ここでは、2025 年 4 月 7 日から 4 月 11 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;

優先債で起債額の特に大きかった案件はヘルスケアセクターの 1261229 BC Ltd の 44 億ドルの起債

2 番目は、一般消費財セクターのペイチェックスの 42 億ドルの起債

3 番目は、原材料セクターのホルシム・ファイナンスUSの 34 億ドルの起債

- 起債額の特に大きかった案件は、4 月 8 日に発行したヘルスケアセクターの 1261229 BC Ltd の 44 億ドルの起債。債券の本数は 1 本、年限は 7 年、優先債調達。1261229 B.C. Ltd.(以下”1261229”)は、Bausch + Lomb Corporation (ボシュロム・コーポレーション)の株式を保有・管理する目的で設立された特別目的会社(SPV)。2025 年 2 月、Bausch Health は、”1261229”を通じて最大 7 億ドルのシニア・セキュアード・ブリッジローン調達する契約を締結。この資金調達は、ボシュロムの株式を担保とする可能性があり、将来的には恒久的な資本構成への移行も検討等。さらに、2025 年 3 月には、”1261229”を発行体として、シニア・セキュアード・ノートの発行を通じて資金調達を行う計画を発表。これが今回の起債の背景。これにより、ボシュロムの分離や資本構成の最適化が進められやすくなる。
- 2 番目は、4 月 10 日に発行した、一般消費財セクターのペイチェックスの 42 億ドルの起債。債券の本数は 3 本、年限は 5~10 年、優先債調達。ペイチェックス (Paychex, Inc.)は、米国 NY 州に本社を置く、給与計算や人事(HR)、福利厚生、保険サービスなどを提供する人的資本管理(HCM)のリーディングカンパニー。米国及びヨーロッパで約 74 万 5,000 社の顧客を持ち、米国民間部門労働者の 12 人に 1 人の給与を処理。2025 年 1 月、同社は競合企業である Paycor HCM を約 41 億ドルで買収することを発表。この買収により、AI を活用した HR テクノロジーの強化と中堅・大企業向けサービスの拡充を期待。今回の起債は、同買収目的の長期資金調達が目的と考えられる。
- 3 番目は、4 月 7 日に発行した原材料セクターのホルシム・ファイナンスUSの 34 億ドルの起債。債券の本数は 4 本、年限は 2~10 年、優先債調達。

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	1261229 BC Ltd	ヘルスケア	44.0	2025/04/08	1	7	優先	10.0000
2	ペイチェックス	一般消費財	42.0	2025/04/10	3	5~10	優先	5.1000~5.6000
3	ホルシム・ファイナンスUS	原材料	34.0	2025/04/07	4	2~10	優先	4.6000~5.4000
4	NRW銀行	政府	15.0	2025/04/08	1	5	優先	4.0000
5	VICI Properties LP	金融	13.0	2025/04/07	2	3~10	優先	4.7500~5.6250
6	Mohegan Tribal Gaming Author	一般消費財	12.0	2025/04/10	2	5~6	優先	8.2500~11.8750
7	フィリピン・アイランズ銀行	金融	8.0	2025/04/07	2	5~10	優先	5.0000~5.6250
8	香港国際青島	工業	7.5	2025/04/09	1	3	優先	5.4000
9	リアルティ・インカム	金融	6.0	2025/04/10	1	10	優先	5.1250
10	Nexa Resources SA	原材料	5.0	2025/04/08	1	12	優先	6.6000

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。

(注 1) 2025 年 4 月 7 日から 4 月 11 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 4 月 7 日から 4 月 11 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バンクオブアメリカ債、次いでゴールドマンサックスグループ債、JP モルガンチェース債だった。
 - 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ペイチェックスで、マース、オラクルがそれに続いた。
 - 一方、投機級債ではオクシデンタルペトロリアム債の取引額が多かった。

最も債券の取引額が多かった金融機関債はバンクオブアメリカ債、次いでゴールドマンサックスグループ債、JP モルガンチェース債

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 4 月 7 日から 4 月 11 日までに取引額が多かった社債を、金融機関債（図表 2）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、バンクオブアメリカ債、次いでゴールドマンサックスグループ債、JP モルガンチェース債がそれに続く形となった。

図表 2 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	バンクオブアメリカ	A1/A-	4,757
2	ゴールドマンサックスグループ	A2/BBB+	4,658
3	JPモルガンチェース	A1/A	4,645
4	シティグループ	A3/BBB+	3,938
5	モルガンスタンレー	A1/A-	3,623
6	ウェルズファーゴ	A1/BBB+	2,272
7	HSBCホールディングスADR	A3/A-	1,352

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。（注 1）2025 年 4 月 7 日から 4 月 11 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ペイチェックスで、マース、オラクルがそれに続いた
 - 投機級債ではオクシデンタルペトロリアム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投資適格債では、新発のペイチェックス、大型 M&A のマース、1月の大型起債による需給影響が続くオラクルなどが順当に取引対象に。
 - 投機級債ではオクシデンタルペトロリアムやベンチャー・グローバル LNG など、市場でのテーマ性のあるネームが主に下げ方向での取引拡大。

図表3 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	バイチェックス	Baa1/BBB+	3,020
2	マース	A2/A	2,807
3	オラクル	Baa2/BBB	2,048
4	CVSヘルス	Baa3/BBB	1,732
5	エナジー・トランスファー	Baa2/BBB	1,686

[事業会社・投機級 (HY)]

(単位：百万ドル)

順位	名称	格付	取引額
1	オキシデンタルペトロリアム	Baa3/BB+	800
2	ベンチャー・グローバルLNG	B1/BB	755
3	セラニーズ	Ba1/BB+	738
4	シーザーズエンターテインメント	B3/B-	722
5	カーニバル	B1/BB+	696

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。(注)2025年4月7日から4月11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]

- 4 月 11 日の 10 年国債利回りは 4.49%と前週比で 0.495%の上昇、4 週比では 0.177%の上昇。
- 直近の 4 月 11 日において最大の利回りが出る年限は 22.6 年、利回りは 5.04%
- 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 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管理医療セクターのユナイテッドヘルス・グループ。投機級債で、最も上昇したのは無線通信サービスセクターのエコスターだった。
- 外国籍事業法人の投資適格債で最も上昇したのは、石油:総合セクターのエクイノール。最も下落したのはアリババグループ・ホールディング。
- 金融機関の投資適格債で、最も上昇したのはアメリカン・エクスプレス。一方、最も下落したのはジェフリーズ・ファイナンシャル・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

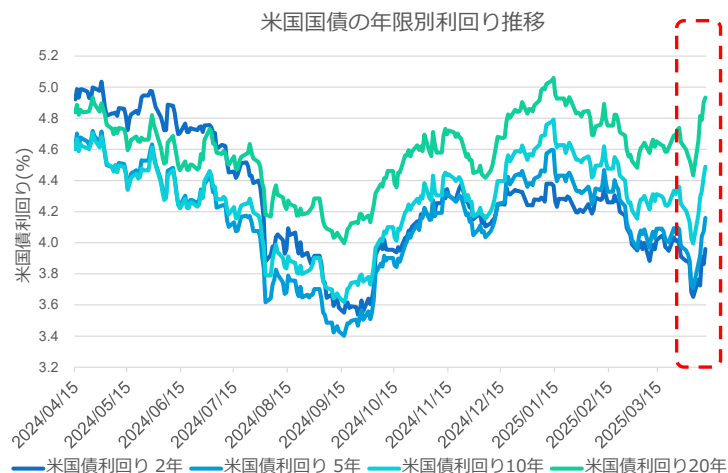
(i) 米国債利回り推移とイールドカーブの構造変化

以下の図表には、米国債のイールドカーブ変化(図表 4)、及び各年限の米国債利回り推移を示した(図表 5)。

- 4 月 11 日の 10 年国債利回りは 4.49%と前週比で 0.495%の上昇、4 週比では 0.177%の上昇。
- 20 年国債利回りは 4.93%と前週比で 0.501%の上昇、4 週比では 0.282%の上昇。
- 短期間で、金利が下落した後大幅に上昇するなど、トランプ関税の影響への市場の評価が大きくぶれている。

4 月 11 日の 10 年国債利回りは 4.49%と前週比で 0.495%の上昇、4 週比では 0.177%の上昇。

図表4 米国国債金利の推移



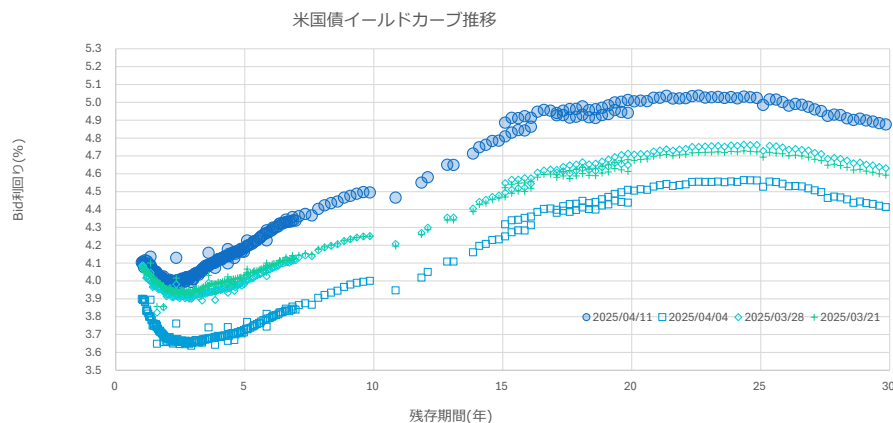
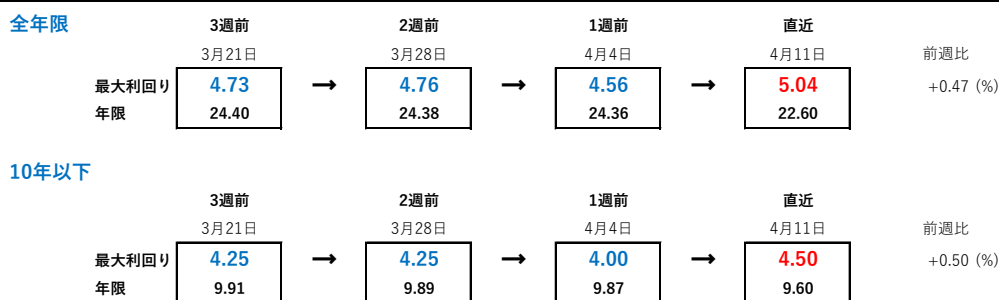
	直近 2025/04/11	1週(5営業日)前 2025/04/04	直近までの 変化幅(%)	2週(10営業日) 2025/03/28	直近までの 変化幅(%)	4週(20営業日) 2025/03/14	直近までの 変化幅(%)
2年債	3.96	3.65	+0.31	3.91	+0.05	4.02	-0.06
5年債	4.16	3.71	+0.45	3.98	+0.18	4.09	+0.07
10年債	4.49	3.99	+0.50	4.25	+0.24	4.31	+0.18
20年債	4.93	4.43	+0.50	4.65	+0.29	4.65	+0.28

出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成。

直近の4月11日において最大の利回りが出る年限は22.6年、利回りは5.04%

- イールドカーブの構造を見ると、直近の4月11日において最大の利回りが出る年限は22.6年、利回りは5.04%。前週からは+0.47%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9.6年、利回りは4.50%。

図表5 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。

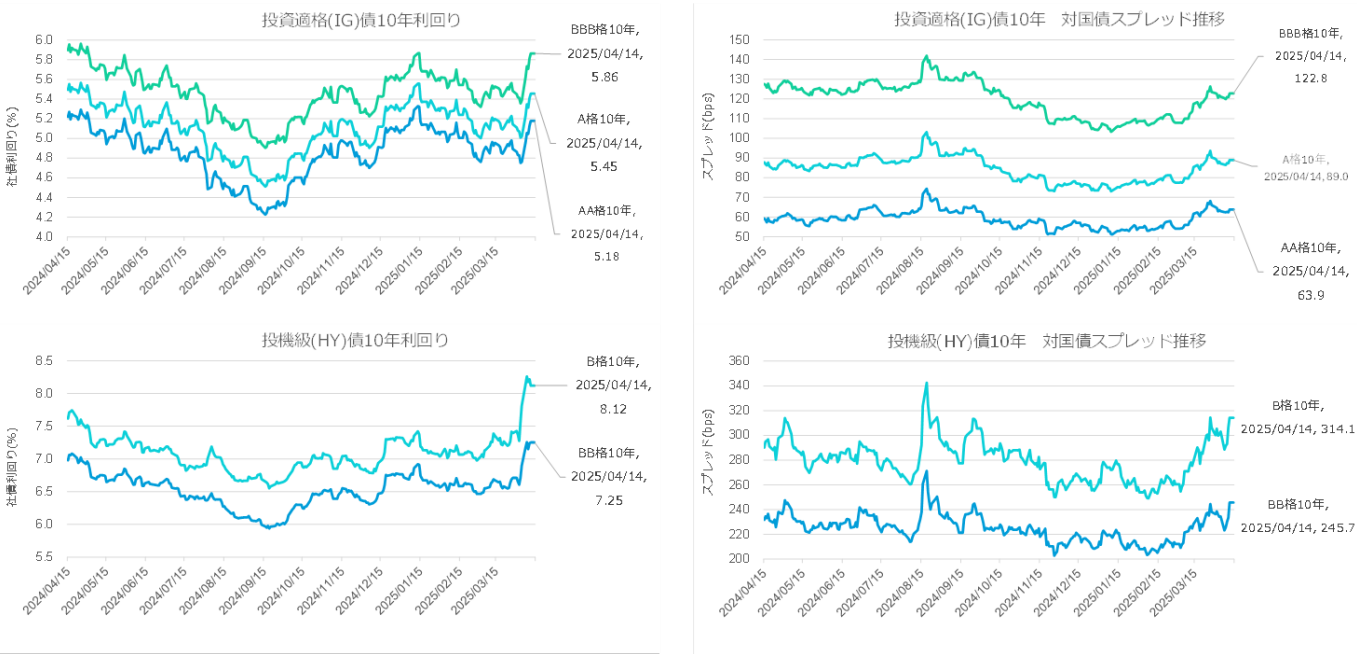
ii) 米ドル建て社債利回り・スプレッドの状況

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 2 年債

次に、米国国債・社債の利回り・スプレッドの変化(図表 6)を確認する。社債スプレッドは全面的にワイド化後、投資適格債のスプレッドは横ばい、投機級社債のスプレッドはさらに拡大した。

- 年限別に見ると、格付けが高い社債では、年限間の利回り格差(リスク・プレミアム)を維持。短期債には、「質への逃避」による買い需要。
- 格付けが低くなるほど、短期の信用スプレッド拡大により、年限間でのスプレッド水準が近い水準に(スプレッド・カーブの平坦化、デフォルトリスクと回収率を意識)。
- 社債等(クレジット商品)の相場形成(プライシング)の2極化。

図表 6 米国国債・社債の利回り・スプレッドの変化



期間: 2025/04/04~2025/04/11

		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		3.97	0.29			4.16	0.43			4.45	0.45		
AA格	米国 社債全体	4.34	0.29	37.3	-0.8	4.65	0.39	48.8	-4.0	5.18	0.42	72.6	-3.0
A格		4.56	0.34	58.9	4.2	4.93	0.44	76.8	0.9	5.45	0.43	100.3	-1.2
BBB格		4.95	0.40	97.9	10.3	5.35	0.50	118.8	7.3	5.86	0.48	141.2	3.1
BB格		6.36	0.39	238.6	9.9	6.83	0.35	266.3	-7.7	7.25	0.36	280.2	-8.9
B格		7.27	0.48	329.8	18.8	7.86	0.35	369.3	-8.2	8.12	0.31	367.0	-13.6

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 4 月 4 日から 4 月 11 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ユナイテッドヘルス・グループ。投機級債では無線通信サービスセクターのエコスター

投資適格債で最も下落したのは娯楽コンテンツセクターのディスカバリー・コミュニケーションズ。投機級債ではケーブルテレビ・衛星放送セクターのディッシュDBS

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 7 に、下落した社債を図表 8 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ユナイテッドヘルス・グループ債(図表 7 上図)。ユナイテッドヘルスを含む管理医療分野は、関税の影響を受けても必要不可欠な出費として消費が落ち込みにくい事業。同業の他の企業も「事業の安定性」から社債の価格が下落しにくい傾向がある。
- 医薬品のポートフォリオが幅広で、さらに医療機器の製品販売でも高いシェアを有するジョンソン・エンド・ジョンソンも、同様に「事業の安定性」から社債への買い需要が高く、価格が下落しにくい傾向がある。
- 投機級事業債で、最も上昇したのは無線通信サービスセクターのエコスター債だった(図表 7 下図)。
- 米国籍事業法人の投資適格債で、最も下落したのは娯楽コンテンツのディスカバリー・コミュニケーションズ債(図表 8 上図)。
- 投資適格債の下落銘柄で注目したいのは、3 位のボーイング。トランプ大統領による F-47(次世代戦闘機)の受注により好感されていた同社だが、「中国向けの機体納入が、トランプ大統領の指示により延期になった」との報道を受け、社債価格も再度下落に転じた。同社では、膨大な部品から構成される航空機製造における中国排除は、ようやく回復したサプライチェーンへの悪影響を及ぼす可能性がある懸念。
- 投機級債で、最も下落したのはケーブルテレビ・衛星放送セクターのディッシュDBS 債だった(図表 8 下図)。
- 投機級の下落銘柄で注目したいのは、2 位以下を占めたオキシデンタル・ペトロリアム。足元でのエネルギー相場の激しい下落傾向を受け、同社の株価も 1 年以内の最高値から半分近い水準まで下落したが、社債(2034/10 満期)のスプレッドも 140bps 程度から 240bps 程度まで急拡大した。同社が進める過剰な債務圧縮が足元の市況ではさらに遅れるとの懸念も。パークシャー・ハサウェイの保有銘柄として割高に買われていた水準からの反動による調整もあった。

図表 7 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 2025/4/11		基準日 2025/4/4	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	ユナイテッドヘルス・グループ	2.875	08/15/2029	管理医療	92.97	4.69	94.02	4.40
2	ジョンソン・エンド・ジョンソン	4.800	06/01/2029	医薬品	101.18	4.48	102.37	4.17
3	エクソンモービル	2.440	08/16/2029	石油:総合	92.39	4.39	93.65	4.04
4	プロクター・アンド・ギャンブル	3.000	03/25/2030	消費財	93.31	4.52	94.60	4.22
5	ユナイテッドヘルス・グループ	4.800	01/15/2030	管理医療	100.10	4.78	101.53	4.44

[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 2025/4/11		基準日 2025/4/4	
					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	91.23	9.15	89.12	9.59
2	エコスター	10.750	11/30/2029	無線通信サービス	104.34	9.56	103.09	9.89
3	テネット・ヘルスケア	4.250	06/01/2029	ヘルスケア施設・サービス	93.31	6.10	92.93	6.21
4	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	99.55	6.23	99.33	6.28
5	ユナイテッド・レンタルズ北米	3.875	02/15/2031	工業・その他	89.66	6.00	90.01	5.92

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 8 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 2025/4/11		基準日 2025/4/4	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	ディスカバリー・コミュニケーションズ	3.625	05/15/2030	娯楽コンテンツ	86.08	6.92	89.54	6.04
2	フォード・モーター・クレジット	6.050	03/05/2031	自動車	94.71	7.16	98.35	6.39
3	ボーイング	3.625	02/01/2031	航空宇宙・防衛	89.98	5.68	93.37	4.95
4	テレダイン・テクノロジーズ	2.750	04/01/2031	ハードウェア	86.45	5.44	89.67	4.75
5	マイクロン・テクノロジー	5.300	01/15/2031	半導体	97.47	5.82	101.05	5.09

[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 2025/4/11		基準日 2025/4/4	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	ディッシュDBS	5.125	06/01/2029	ケーブルテレビ・衛星放送	60.59	19.43	64.26	17.62
2	オキシデンタル・ペトロリアム	6.125	01/01/2031	探査・生産	97.87	6.58	102.97	5.51
3	オキシデンタル・ペトロリアム	8.875	07/15/2030	探査・生産	109.78	6.64	114.80	5.59
4	オキシデンタル・ペトロリアム	5.200	08/01/2029	探査・生産	95.94	6.29	100.22	5.14
5	オキシデンタル・ペトロリアム	6.625	09/01/2030	探査・生産	100.73	6.46	104.52	5.64

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。

(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9上図に、下落した社債を図表9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:

最も上昇したのは、
石油:総合セクターの
エクイノール。

最も下落したのは、
小売(一般消費財)セ
クターのアリババグ
ループ・ホールディン
グ。

- 外国籍事業法人の投資適格債で、最も価格が上昇したのは石油:総合セクターのエクイノール(図表9上図)。
- 今回のベンチマーク対比での相対的な「上昇銘柄」は、すべて時価が下落している点に注意。公社や、(市場内で上位の)無線通信事業者などのインフラ事業では、継続的な売上が維持されやすく、相対的に社債価格の下落は抑制。ブリティッシュ・テレコム(3位)、ドイツテレコム(4位)が典型例。
- 外国籍の投資適格債で最も下落したのが、小売(一般消費財)セクターのアリババグループ・ホールディング(図表9上図)。
- 下落5位のオランジュは、フランス市場内で最上位の無線通信事業者。しかし、最近では後払い契約のシェアを後進のSFRやBouygues Telecomに奪われ、総回線数を不安定なプリペイド回線で維持している状況。これが、BTやドイツテレコムとの明暗を分けた形。

図表9 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 2025/4/11		基準日 2025/4/4	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	エクイノール	3.125	04/06/2030	石油:総合	92.33	4.88	93.94	4.49
2	イタリア炭化水素公社	4.250	05/09/2029	石油:総合	97.19	5.09	99.10	4.54
3	ブリティッシュ・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	119.45	5.57	122.23	5.08
4	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	114.59	5.47	117.30	4.93
5	アメリカ・モビル	3.625	04/22/2029	無線通信サービス	94.25	5.23	96.55	4.57

[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 2025/4/11		基準日 2025/4/4	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	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)	84.48	5.26	88.32	4.42
2	メキシコ石油公社(ペメックス)	5.950	01/28/2031	石油:総合	79.47	10.81	83.00	9.86
3	メキシコ石油公社(ペメックス)	8.750	06/02/2029	石油:総合	95.06	10.24	98.18	9.28
4	アメリカ・モビル	2.875	05/07/2030	無線通信サービス	89.43	5.28	92.21	4.61
5	オランジュ	9.000	03/01/2031	無線通信サービス	117.86	5.41	121.32	4.81

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。

iii) 米ドル建て金融機関の投資適格債について

図表10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:
- 投資適格債で、最も
上昇したのはアメリカ
ン・エクスプレス
- 一方、最も下落した
のはジェフリーズ・フ
ァイナンシャル・グル
ープ
- 金融機関の投資適格債で、最も上昇したのはアメリカン・エクスプレス(図表 10 上図)。
 - 一方、最も下落したのが、ジェフリーズ・ファイナンシャル・グループだった(図表 10 下図)。
 - 下落 5 位のオランジュは、フランス市場内で最上位の無線通信事業者。しかし、最近では後払い契約のシェアを後進の SFR や Bouygues Telecom に奪われ、総回線数を不安定なプリペイド回線で維持している状況。これが、BT やドイツテレコムとの明暗を分けた形。

図表 10 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 2025/4/11		基準日 2025/4/4	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	アメリカン・エクスプレス	5.282	07/27/2029	消費者金融	101.16	5.06	102.38	4.75
2	J P モルガン・チェース・アンド・カンパニー	2.069	06/01/2029	総合銀行	91.62	5.09	92.78	4.76
3	トウルイスト・ファイナンシャル	1.887	06/07/2029	銀行	90.77	5.14	91.94	4.80
4	チャールズ・シュワブ	5.643	05/19/2029	金融サービス	102.29	5.24	103.63	4.88
5	J P モルガン・チェース・アンド・カンパニー	4.005	04/23/2029	総合銀行	97.35	5.12	98.64	4.76

[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 2025/4/11		基準日 2025/4/4	
					単価	利回り(%)	単価	利回り(%)
1	ジェフリーズ・ファイナンシャル・グループ	4.150	01/23/2030	金融サービス	92.62	5.95	96.02	5.10
2	野村ホールディングス	2.679	07/16/2030	金融サービス	87.14	5.53	90.16	4.81
3	三菱UFJファイナンシャル・グループ	2.048	07/17/2030	総合銀行	85.12	5.33	88.01	4.63
4	三井住友フィナンシャルグループ	2.130	07/08/2030	総合銀行	85.66	5.30	88.45	4.63
5	野村ホールディングス	3.103	01/16/2030	金融サービス	90.15	5.48	93.06	4.74

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

トランプ関税への、経済的影響の評価はまだ固まりにくい状況。ただし、米国債の利回り拡大(債券売り)は、米国の信用リスクを高めるわけではない。また、期待と需給で相場が形成される株式相場とは異なり、一時的に資金が流出しても利回りが広がれば、再度資金流入が生じやすい。

一方で、投機級債からの資金流出は、現実の企業経営に悪影響を生じさせる。特に、資金流出傾向が顕著な、小売(ドラッグストア、スーパーマーケット)、旅客航空などでは、比較的短い期間で経営悪化に追い込まれる小規模事業者も発生しうる。こうした不安定な期間が継続すると、金融システムにもストレスがかかり、トランプ政権が進める金融規制緩和をもってしても、与信の抑制が進みやすくなり、結果として、経済減速のスパイラルに陥る可能性がある。

結論として、米国債や高位の投資適格債への投資は、利回りの目線が合えば、むしろ良い投資機会になりやすい。

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もあります。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ったとしても、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