市場分析

2025年5月23日

JTG証券 ストラテジー・レポート

米国格下げ等、財政懸念を活かす債券投資

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.2

本レポートでは、Moody's によるアメリカ合衆国国債の最上位格付からの格下げなどを踏まえた市場状況を確認し、投資機会について考察する。

2. 米国国債の信用格付けの引き下げ　p.2

- 5 月 16 日、ムーディーズでは米国政府の信用格付けを最上位の Aaa 格から Aa1 格に1ノッチ引き下げ。S&P、Fitch ははるかに早い段階で格下げ済み。
- 3 社の格下げ理由が示すように、米国で適切な財政計画が立てられないまま、財政赤字が継続し債務負担が増大し続けてきたこと、また債務上限引き上げを巡る政治的な対立が繰り返されてきたことなどが、米国国債の信用格付け引き下げ理由とされている。

3. トランプ政権の「One, Big, Beautiful Bill（OBBB、一つの大きく美しい法案）」　p.3

- 米トランプ政権では、既に「One, Big, Beautiful Bill（OBBB、一つの大きく美しい法案）」を議会に送致しており、下院では可決。
- 米国の議会予算局（CBO）の予備分析によれば、OBBB が恒久化（減税・支出拡大の恒久化）されると、FY2024 に 99%だった連邦政府の GDP 比債務比率は、2034 年 129%、2054 年 200%まで上昇しうる。

4. 債券・CDS 市場への影響　p.4

- トランプ政権が提出した OBBB(法案)の内容などを受け、米国では輸入関税に伴うインフレの恒久化や、発行増による需給懸念などから、米国国債の長期・超長期金利は大幅に上昇した。
- 米国の財政規律に対する警戒感が、より強く反映されたのは、国債のデフォルト可能性の大きさを反映するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）。米国の 5 年 CDS スプレッドは 55bps と、中国の 53.8bps と逆転した。これはソブリン CDS 取引が開始されて以来初めての状況。
- こうした市場環境を考えた場合に有効な債券投資戦略；

  i). 超長期の米国国債は、魅力的な利回り水準を提供。ただし、価格変動リスクも非常に高まっている状況。

  ii). より価格変動リスクを抑制した投資機会を考えた場合、米国 CDS をリンクした銀行発行債など、ダブルクレジットを参照するクレジット・リンク債では、通常の 5 年の銀行シニア債に+0.5%程度利回りが上乗せされる可能性がある。

審査承認済　2025-R027

JTG証券
Jトラスト グローバル証券

JTG 証券　ストラテジー・レポート

米国格下げ等、財政懸念を活かす債券投資

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、Moody's によるアメリカ合衆国国債の最上位格付からの格下げなどを踏まえた市場状況を確認し、投資機会について考察する。

2. 米国国債の信用格付けの引き下げ

5 月 16 日、ムーディーズでは米国政府の信用格付けを最上位の Aaa 格から Aa1 格に 1ノッチ引き下げた。他の米国主要格付機関（S&P、フィッチ）では、より早いタイミングで格下げを実施済みだったため、むしろ遅行的なアクションとみなす動きもある。以下に、各格付会社が米国の格付けの引き下げを行った際の主な理由を比較した。

(i) ムーディーズ（Moody's Ratings ; Moody's Investors Service）

- 格下げ日：2025 年 5 月 16 日
- 新格付け：Aa1（旧格付け：Aaa）、格付け見通し：安定的（Stable）
- 主な格下げ理由：
  構造的に大きな財政赤字の継続と債務負担の増大
  金利上昇に伴う利払い費用の増加
  歴代政権と議会による財政健全化措置の不在

（出所）"Moody's Ratings downgrades United States ratings to Aa1 from Aaa; changes outlook to stable"

(ii) フィッチ・レーティングス（Fitch Ratings）

- 格下げ日：2023 年 8 月 1 日
- 新格付け：AA+（旧格付け：AAA）、見通し：安定的（Stable）
- 主な理由：
  今後 3 年間にわたる財政状況の悪化見通し
  債務上限引き上げをめぐる政治的対立が繰り返されていること
  ガバナンス水準の長期的な低下

（出所）"Fitch Downgrades the United States' Long-Term Ratings to 'AA+' from 'AAA'; Outlook Stable"

(iii) S&P グローバル(Standard & Poor's Global Ratings)

- 格下げ日：2011 年 8 月 5 日
- 新格付け：AA+（旧格付け：AAA）、格付け見通し：ネガティブ（Negative）
- 主な理由：
  米国の政策決定プロセスや政治機関に対する信頼性の低下
  中期的な債務安定化に向けた信頼ある財政計画の欠如
  債務上限引き上げを巡る政治的な対立

（出所）"United States of America Long-Term Rating Lowered To 'AA+' On Political Risks And Rising Debt Burden; Outlook Negative"

これらの格下げ理由が示すように、しっかりとした財政計画が立てられないまま、財政赤字が継続し債務負担が増大し続けてきたこと、また債務上限引き上げを巡る政治的な対立が繰り返されるなどが、米国国債の信用格付け引き下げにつながった。

3. トランプ政権の「One, Big, Beautiful Bill（OBBB、一つの大きく美しい法案）」

米トランプ政権では、既に「One, Big, Beautiful Bill（OBBB、一つの大きく美しい法案）」を議会に送致しており、下院では可決され、次の上院での議論を待つ状況にある。同法案では、個人所得税の大幅な引き下げ方針[1]を含んでいる。ただし、もともと米国の財政は悪化しやすい状況にある中で減税が恒久化すれば、米国の財政状況は従来の想定以上に悪化しやすい。

この法案が及ぼす財政への影響については、米国の議会予算局（CBO）が予備分析[2]、[3]を実施、や財政責任連邦予算委員会（CRFB）[4]などでも OBBB の影響分析を行っている。これらの分析では下記の点などが指摘されている。

- OBBB は 10 年間で約 3.8 兆ドルの赤字増加をもたらす可能性。
- 連邦政府の GDP 比債務比率 99%（FY2024）が、
  (i)現行法ベース（OBBB 未成立）で、2034 年 116%、2054 年 172%まで上昇。
  (ii) OBBB 成立（法案通り）で、2034 年 125%、2054 年 134%まで上昇。
  (iii) OBBB 恒久化（減税・支出拡大の恒久化）で 2034 年 129%、2054 年 200%まで上昇。
- メディケイド（低所得者向け医療保険）への 1 兆ドル以上の削減が提案されており、約 870 万人が医療保険を失う可能性。
- メディケア（高齢者向け医療保険）への年間 4%の自動削減が発動される可能性。
- チップや残業代への課税免除、新たな子供向け貯蓄口座（MAGA アカウント）の創設などを含む。ただし、財政への影響は小さい。
- 国防・国境警備費の増加：国防費に 1,500 億ドル、国境警備に 700 億ドルの追加支出も提案。

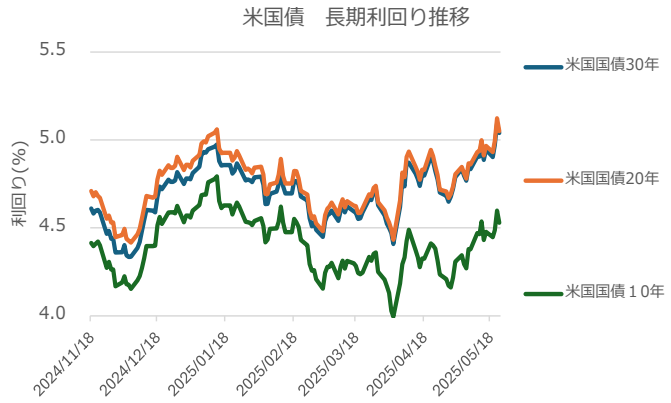
4. 債券・CDS 市場への影響

トランプ政権が提出した OBBB(法案)は、上記の通り米国の歳入を大幅に減らし財政の悪化を生じかねない内容となっている。この内容などを受け、米国では輸入関税に伴うインフレの恒久化や、発行増による需給懸念などから、米国国債の長期・超長期金利は大幅に上昇した（図表 1）。

---

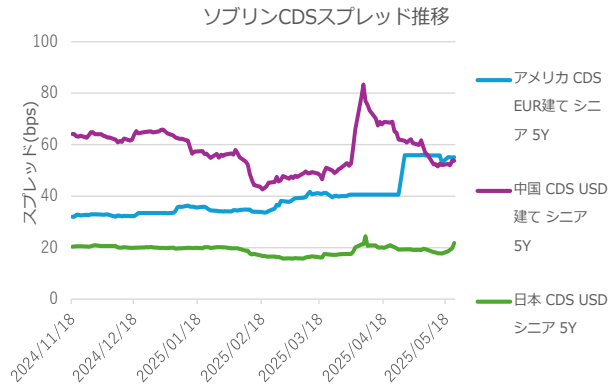
[1] 例えば、標準控除額の恒久的な引き上げ（例：単身申告者で 8,300 ドル→16,300 ドル）。子供税額控除の増額（2,000 ドル→2,500 ドル）、等。
[2] "Preliminary Analysis of the Distributional Effects of the One Big Beautiful Bill",2025/5/20, CBO
[3] "Projections of Deficits and Debt Under Alternative Scenarios for the Budget and Interest Rates",2025/5/21, CBO
[4] "Adding Up the House Reconciliation Bill", 2025/5/14, CRFB

図表 1　米国国債の長期金利推移



出所：Bloomberg データより、JTG 証券で作成。

図表 2　ソブリン CDS(5 年)の推移



出所：　Bloomberg データより、JTG 証券で作成

一方、米国の財政規律に対する警戒感が、より強く反映されたのは、国債のデフォルト可能性の大きさを反映するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）だ。米国の 5 年 CDS スプレッドは 55bps と、中国の 53.8bps と逆転した。これはソブリン CDS 取引が開始されて以来初めての状況だ。なお、日本のソブリン CDS は、石破首相による「日本はギリシャより財政が悪い」との発言にも関わらず、21.8bps とはるかに信用リスクは低いとする市場評価に留まっている。

現実的には、米国も日本も、自国通貨上だけで国債の発行を継続している限り、理論上デフォルトが発生する可能性は低い。そうなると、CDS にクレジット・イベントが発生する可能性は極めて低いことになる。

こうした市場環境を考えた場合、どのような債券投資戦略が有効だろうか。超長期の米国国債も確かに魅力的な利回り水準を提供している。ただし、価格変動リスクも非常に高まっている状況だ。今の環境下で、並行して、より価格変動リスクを抑制した投資機会を考えた場合、米国 CDS をリンクした銀行発行債など、ダブルクレジットを参照するクレジット・リンク債では、通常の 5 年の銀行シニア債に+0.5%程度利回りが上乗せされる可能性がある。株式も不安定化する中で、さまざまな債券の分散投資を行う上で、ソブリン CDS の活用もまた、一つの有効な投資手段となりうるだろう。

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。

〇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	■S&P グローバル・レーティングについて	■フィッチ・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.moodys.com/japan/ratings-news）の「規制関連」のタブ下にある「開示」をクリックした後に表示されるページの「無登録格付説明関連」の欄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いません。 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。	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もありません。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。	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得ます。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留意ください。

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。

高リスク商品のお取引における注意事項

【投資不適格債券】
一般的に投資適格債券と比較して利回りが高い一方で、価格変動が大きく、また、信用リスクをはじめとした各種リスクが高い商品です。

【劣後債】
企業が発行する社債の一種で、発行体の倒産・清算時における元利金の支払順位(債務弁済順位)が一般債務よりも低く、リスクが高い債券です。劣後債の中には償還期限の定めがないものもあり、「永久劣後債」と呼ばれます。また、「新型劣後債」や「実質破綻時債務免除特約付」の場合には、発行体または発行体が債務弁済の保証をする子会社の金融機関等の自己資本比率が一定の水準を下回った場合や監督当局の決定などにより、強制的に元本が削減されたり株式に転換されたりする特性があります。

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