

金融資本市場レポート

25年12月号（25年11月集計）

【目次】

◇電子版・アクセスランキング

飛耳長目 第174回「ポンコツ合意のツケ」・・・・・・・・・・2

◇国債

7カ月ぶりの水準に上昇＝11月の輪番オペ応札倍率・・・・・・・・・・3

◇外国為替

円安容認の思惑で10カ月ぶり安値・・・・・・・・・・3

◇CP

発行額が過去2番目の規模＝11月のCP市場、短期調達増加で・・・・・・・・・・4

◇SB

意見不表明コベナンツを付与＝低格付け債・・・・・・・・・・5

◇PO

株の有利発行が活発化＝資金難で赤字企業・・・・・・・・・・5

◇IPO

維持基準の必要性乏しい＝東プロ市場の検討会議・・・・・・・・・・6

電子版・アクセスランキング

11月のアクセスランキング

1. 飛耳長目 第174回「ポンコツ合意のツケ」
2. 「物言う株主の自由放任が問題」
3. 日銀利上げ必至の情勢＝大規模経済対策でインフレ圧力
4. 地域金融の選択肢（422）「ひとかけらの事実もない記事」
5. これが俺の考え 第1回「下げを知らない世界の投資家」
6. 利上げ見送りで2%台＝長国の安値メドで市場見方
7. 戦略的検査の目 第69回「まさに『不正のデパート』」
8. 「資料と証言で証券史を編纂」
9. 一筆諫言「国債にまたぞろ財政懸念」
10. 短国、2年・5年を増発＝今年度補正の国債発行

◇◇◇ 11月のアクセストップ記事 ◇◇◇

飛耳長目 第174回「ポンコツ合意のツケ」

(2025.11.4 04:45 配信)

高市新総理が、華麗に外交デビューした。就任後1週間でトランプ米大統領と会談を成功させたのだから、前任の誰かさんとは大違いである。故安倍元総理が高市総理のことをほめちぎっていたとトランプ大統領がコメントしていた時、隣にいた茂木外相が目頭をぬぐっていた場面は、胸が熱くなった。ただ、両者がサインした肝心の合意内容は、「レアアースのサプライチェーン拡大」と、「7月22日に日米合意を文書化した大統領令14345号の実施に向けた決意を再確認」の2点だけだ。

前者はともかく、後者は言うまでもなく、本欄163回で「ポンコツ合意」と酷評した80兆円の対米投資合意である。前任の余りの無能さに開いた口が塞がらない最大の負の遺産だ。対米輸出関税を年間2兆円そこそこ削減した見返りに、80兆円の対米投資を約束してしまったのだ。それも、リスクはフルに日本が負い、リターンは90%は米国が取ると言う。金融の常識ではあり得ない無茶苦茶な代物である。あれから2カ月以上経つが、依然として、いったいどのようなストラクチャーで投資するのか、概容すら想像つかない。

今回の首脳会談は、エールの交換に徹したい高市総理と、エールの交換で我慢したトランプ大統領による絶妙な初顔合わせであったことは間違いない。しかし、たった2つの合意文書の1つは、このポンコツ合意の「実施に向けた決意の再確認」だった。トランプ大統領は、高市総理にちゃっかりサインさせたのだ。こうなったら逃げ場はない。当事者たる赤沢経済産業大臣は、いったいどうやって尻拭いするつもりなのであろうか。史上最高値を更新し続けている市場の期待を一身に背負っている高市総理の両肩に、前任の残した負の遺産が重くのしかかる。市場のどんちゃん騒ぎとは裏腹に、高市総理の前途は険しい。

【国債】 7 カ月ぶりの水準に上昇

11月の輪番オペ応札倍率

11月の輪番オペがすべて終了したが、月間の平均応札倍率は2・775倍と、月間ベースとしては4月の3・014倍以来、7カ月ぶりの高水準となった。円安の進展により輸入物価が上昇するなか、大規模経済対策がインフレ期待を押し上げており、さらに利上げの遅れが結果的にターミナルレートを押上げるとの思惑で、各年限の利回りが年初来最高（価格は年初来安値）を記録するなど、総じて相場が軟化するなかで応札が増加した。年間の平均応札倍率は現時点で2・635倍と、昨年（2・517倍）を上回っており、21年（2・679倍）以来4年ぶりの水準に上昇している。日銀による月間買入額（現行3兆3000億円程度）は、来年1～3月期以降、2兆9000億円程度に減額される見通し。

【外為】 円安容認の思惑で10カ月ぶり安値

25年11月の外為市場のドル・円相場は、高市政権誕生に伴う円の先安感が続くなか、政府関係者と植田日銀総裁の会談において、強い円安けん制が行われなかったことを受け、円売り・ドル買いが加速した。18日に高市首相と植田日銀総裁の初会談が行われた。植田日銀総裁はその後の会見で、為替が議論されたことを明らかにし、円安によるインフレ再燃の問題意識が共有されたと推測された。しかし、高市首相から政策の要請や要望はなく、円安容認と早期利上げ後退の思惑が強まった。また、翌19日には、植田日銀総裁と片山財務相・城内経財相の会談も行われ、為替について具体的な話は出ず、円買い介入への警戒感も弱まった。さらに、公表された10月のFOMC議事録では、多くのメンバーが12月の利下げに否定的な意見であることが明らかとなり、12月の米利下げ観測の低下もドル買いを意識させた。その結果、円は20日に157円78銭まで下げ幅を拡大。1月15日の158円07銭以来、10カ月ぶりの円安・ドル高水準を付けた。

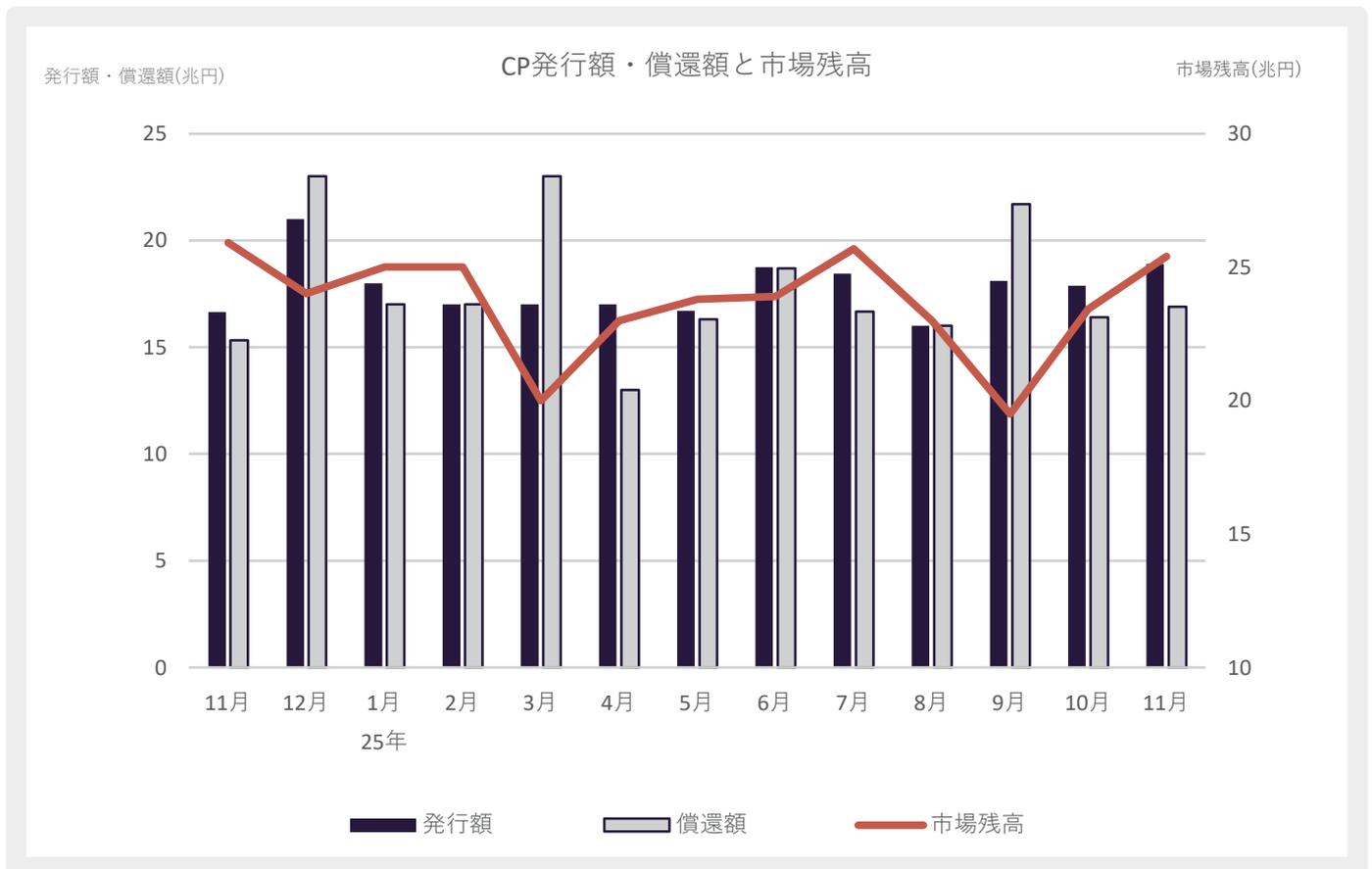
11月のドル円相場（東京市場終値）



【CP】発行額が過去2番目の規模

11月のCP市場、短期調達増加で

国内CP市場では、11月中の発行金額が13年以降で過去2番目の高水準となった。例年11月は四半期の中間月となるため、発行・償還ともに少なくなる傾向があるが、今期は日銀の利上げを見極める姿勢から、企業が期間の短い調達を選好していることが影響している。冬のボーナス対応による資金需要も新規発行の増加につながった。本紙集計によると、11月のCP発行総額は1兆8,938億円、償還総額は1兆6,917.8億円で、差し引き2兆202億円の発行超。残高増加幅は、期明け10月（1兆4,676億円）より大きくなった。月間発行額としては、24年12月（2兆1,538.5億円）以来の高水準。CP発行金利は、12月の金融政策決定会合（18・19日）をまたぐ期間の調達では一定の上乗せスプレッドが要求される地合いにある一方、利上げの有無はなお判断しにくい状況にあり、期間2週間～1カ月程度の継続調達に徹する企業も多い。半面、週初の植田日銀総裁の発言を受けて12月利上げ観測の織り込みが進んでおり、市場では「発行金利の目線は上昇するが、投資家の運用資金も見えやすくなるのでは」との声が聞かれた。



【S B】既発行体にもコベナンツ

事業会社債が多様化

低格付け債の発行促進に向けた取り組みであるコベナンツにおいて、新たに監査法人の不適正意見・意見不表明をトリガーとするものが出てきた。11月13日に条件決定予定のジャパンインベストメントアドバイザー（7172）2年債（20億円程度）で、財務コベナンツとC o C条項に加え、監査法人の不適正意見・意見不表明をトリガーとするコベナンツを付与した。なお、19日に条件決定したI D O M（7599）債では、レポーティングコベナンツにおける通知すべき事項として、同様の内容を盛り込んだ。市場関係者からは、意見不表明は上場廃止の前段階と位置付けられることから、より投資家保護を重視したもの、との見方がされている。直近では、ニデック（6594）が意見不表明から特注銘柄に指定され、同社債の流通価格が下落するといった事象も見られており、投資家において意見不表明の重要性に対する認識が広がってきたと見られる。他方、コベナンツの付与や種類が増えてきていることに対して懸念の声も聞かれている。先行銘柄が付けたコベナンツは一律に求められるものではないと発行体負担を懸念する声のほか、様々な種類が出てくることによる投資家サイドの混乱などを懸念する声もある。

【P O】株の有利発行が活発化

資金難で赤字企業

赤字企業による新株や新株予約権の有利発行が活発化している。業績悪化や株価低迷が長期化し、事業の改善見通しも立たないなかで資金の出し手も見当たらないためだ。赤字企業はもともと銀行借り入れが困難で、株を引き受ける投資家も限られていることから、市場の一部では「足元を見られている」との指摘もある。年内の駆け込み的な実施ニーズがあるうえ、東証の上場基準厳格化を受け、株価を早期に立て直したい意向が強まっていることも有利発行の温床となっている可能性はある。有利発行が経営立て直しにつながるケースもあるとはいえ、既存株主は犠牲を強いられる形であり、注意が必要だ。

第三者割当における有利発行は、一般的に直近株価の90%を下回る価格での発行を指し、株主総会での特別決議が求められる。この点、窪田製薬ホールディングス（4596）の第三者割当は、新株の発行価額と新株予約権の行使価額をともに7円に設定。14日終値59円を88%もディスカウントする極端な有利発行であり、12月の臨時株主総会での特別決議が発行条件となる。新株予約権の割当先はエボファンドだが、新株の割当先は同社社長と資産管理会社であり、特別決議での勝算はあると考えられる。このほか、ピクセルカンパニーズ（2743）、サイバーステップ（3810）、ジェリービーンズグループ（3070）などが有利発行を開示した。

【IPO】維持基準の必要性乏しい

東プロ市場の検討会議

東証は11月25日、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議第24回会合の議事録を公表。委員からは、東京プロ市場に上場維持基準を設けることについて必要性は乏しいとの考えが示された。多様な企業ニーズに応えている現状を変質させることになるとの考え。また、東京プロ市場の存在意義を明確化すべきとの意見が複数見られた。東京プロ市場は本来期待される役割と魅力を訴求できておらず、「現状のままでは正直存在意義がどこにあるのか」との見方。この点、Jアドバイザーが伴走者となり、上場企業をサポートすることに意義があるとの意見のほか、非上場株式の流通市場としての活用なども提案された。

本レポートの図表は金融ファクシミリ新聞社のデータを基に作成しました。

金融ファクシミリ新聞社（FNグループ）について

FNグループは、1988年に設立した金融ファクシミリ新聞社と1957年に設立した外国為替情報社（現・FNグローバル）の2つの新聞社を母体に結成された金融証券分野の専門情報メディアです。「金融ファクシミリ新聞」の発行とニュースサイト「金ファク電子版」の運営を行っています。

「金融ファクシミリ新聞」について

「金融ファクシミリ新聞」は、東京金融市場の話題を中心に、当社独自の取材で構成された金融専門紙です。財政・制度・政策・コーポレートファイナンス全般、金利・国債・社債・株式・外為・デリバティブ等の市況や各種金融商品の情報など、多岐にわたる情報をお届けしています。財務省等の官公庁その他関連団体をはじめ、日本銀行、国内外の証券各社、メガバンク・信託銀行・生損保・地銀・信金・投信・総合研究所等から、事業法人各社にいたる日本の金融資本市場に携わる方々にご利用いただいています。