

# 金融資本市場レポート

25年1月号（24年12月集計）

[目次]

## 国債

平均応札倍率は2.71倍=11月の輪番オペ . . . . . 2

## 外為

日銀の利上げ見送りで円売り再開 . . . . . 2

## CP

発行・償還が初の20兆円超=12月のCP市場、過去最高を大幅更新 . . . . . 3

## SB

非上場化を新たに追加=社債特約条項さらに多様化 . . . . . 4

## PO

野村が3年連続トップ=POブックランナーランキング . . . . . 4

## IPO

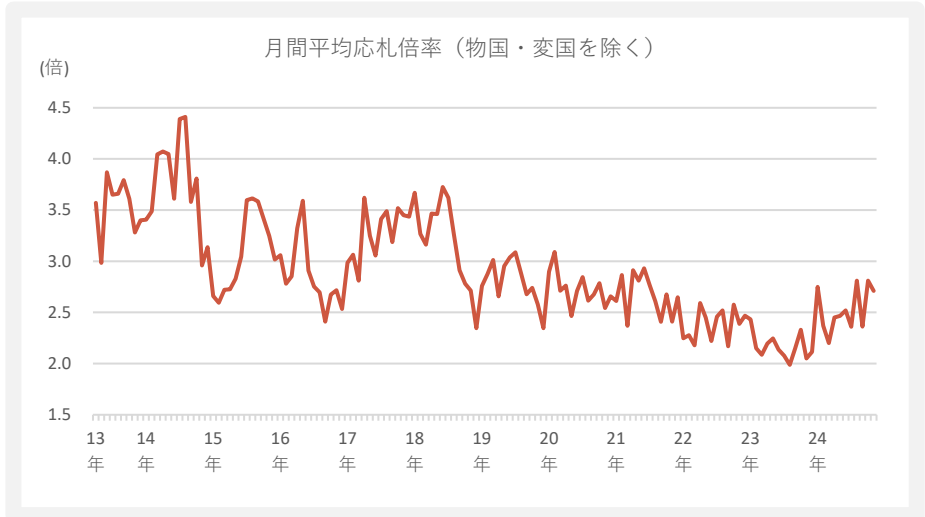
プロ→地方→グロース=IPOに新たな傾向 . . . . . 5

# 国債 平均応札倍率は 2.71 倍

## 11月の輪番オペ

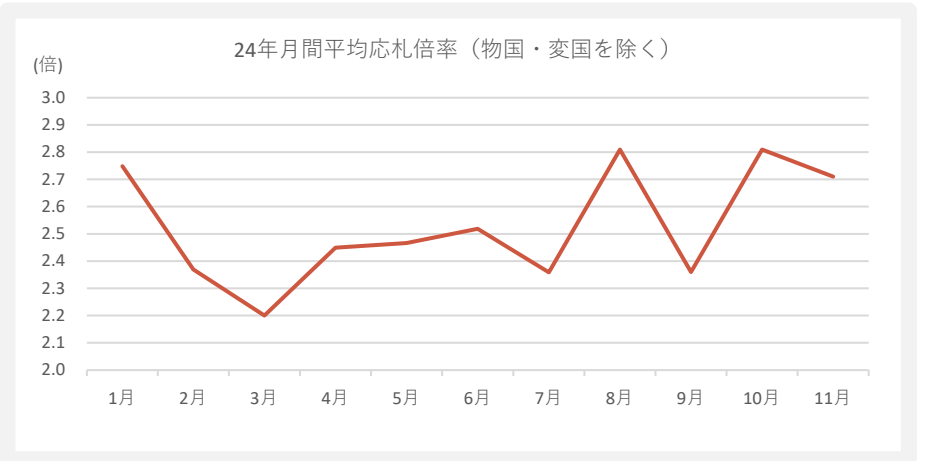
11月の輪番オペ(国債買い切りオペ)の平均応札倍率は2.71倍と、10月(2.81倍)を若干下回った。ゾーン別では10年超25年以下が2.48倍(前月1.98倍)、残存25年超も2.50倍(同2.07倍)と、超長期ゾーンで上昇が見られた一方、残存1年以下は1.79倍(同2.02倍)、残存1年超3年以下も2.85倍(同3.12倍)と、中短期ゾーンでは低下が見られた。11月時点での今年の平均応札倍率は2.51倍と、昨年(2.04倍)を大幅に上回っている。

今年の日銀による輪番オペ平均応札倍率は、21年(2.68倍)以来、3年ぶりの高水準となる公算だ。年間の買入額は、23年をピークに減額されるなかで、買入額に対する応札額は着実に増加しているため。日銀は四半期ごとに買入れ減額を行う姿勢を明らかにしている一方、来年度は中期国債の発行増額が見込まれることで、来年は年間を通じた応札倍率はさらに上昇する可能性があると思われる。



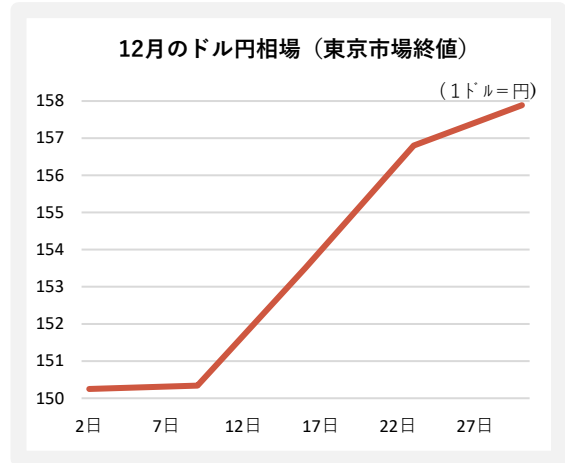
## 奇数月の低下傾向が継続

月間の応札倍率では、今年3月以降、奇数月が偶数月に対して低下する傾向が続いている。昨年も偶数月の応札倍率が高かった(奇数月2.01倍、偶数月2.15倍)が、今年は現時点で偶数月の応札倍率が大きく上昇(同2.42倍、2.66倍)している。市場では「40年債が奇数月に発行される一方、流動性供給入札の残存15.5年超39年未満のゾーンは偶数月に行われており、供給面の影響ではない」など明確な理由は分かっていない。



## 外為 日銀の利上げ見送りで円売り再開

24年12月の外為市場のドル・円相場は、25年の米利下げ回数の減少観測に加え、12月の金融政策決定会合で日銀が追加利上げを見送ったことを受け、円売りが再開した。月初は、11月の米大統領選でトランプ氏が再選を果たしたことに伴うドル高が一巡し、円は150円を挟んで底堅く推移した。11月の米失業率は悪化したが、ドルの下値が限られると11月の米消費者物価の高止まりもあって、円は152円台に下落。こうしたなか、12月の会合で日銀が追加利上げを見送るとの観測が強まると円売り優勢が継続した。17~18日に開催されたFOMCでは、0・25%の利下げが決定された。しかし、FOMCメンバーによる25年末の政策金利見通し中央値は2回の利下げとなり、前回9月の4回から利下げ回数が減少し、FRB議長の会見で利下げに慎重な見解を示した。また、18~19日の会合で日銀は追加利上げの見送りを決定。植田日銀総裁が会見で利上げを急がない姿勢を示すと円売りが加速した。円は最終営業日の12月30日に158円06銭まで下げ幅を拡大し、5カ月半ぶりの円安・ドル高水準を付けた。

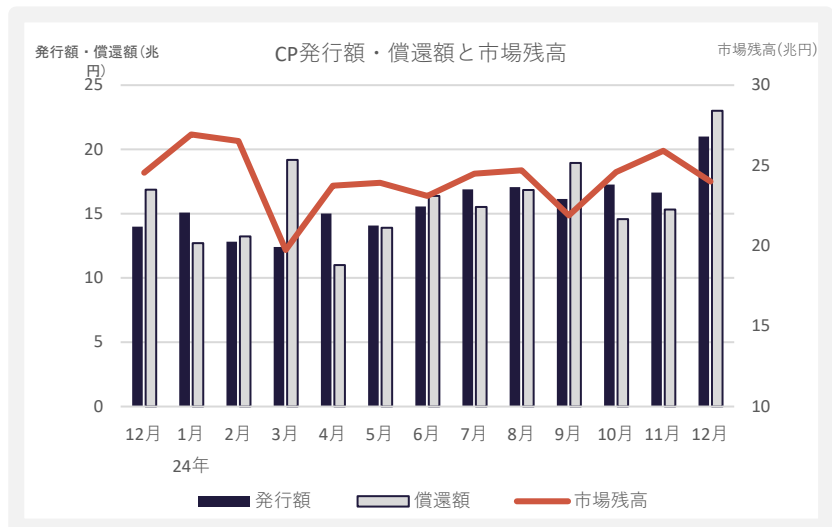


## CP 発行・償還が初の20兆円超

### 12月のCP市場、過去最高を大幅更新

国内CP市場では、24年12月中のCP発行額・償還額がともに初めて20兆円を上回り、月間ベースでの過去最高を大幅に更新した。日銀のマイナス金利解除・利上げを受けて市場残高は前年比で減少した状態にあるものの、発行金利のターム格差拡大で企業が調達期間の短期化を進めており、発行額・償還額の双方が押し上げられている。特に昨年12月中は金融政策決定会合での利上げを見据え、発行企業が期間の短い調達を繰り返したことが金額の積み上がりにつながった。今月についても、1月の決定会合(23・24日)の利上げが意識されて、企業が1月末償還の発行を選好している。昨年12月は期末の有利子負債圧縮により償還額が上回ったが、1月は発行額が上回る形で発行・償還額が高位で推移すると予想される。本紙まとめによると、12月中のCP発行総額は21兆5385億

円、償還額が23兆1603億円で、差し引き1兆6218億円の償還超。発行額は27カ月連続で10兆円を上回り、過去最高だった24年10月(17兆2689億円)を4兆円以上上回った。12月会合後に年末越え調達に踏み切る動きが相次いだため、12月25日~30日の4営業日で8兆7000億円を上回る発行が観測された。償還額も24年3月(19兆1851億円)を4兆円近く上回る過去最高だった。



## S B 非上場化を新たに追加

---

### 社債特約条項さらに多様化

事業会社債市場では、コベナンツ（特約条項）がさらに多様化してきており、コベナンツを付すことで低格付け社債の活性化が進んでいる。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）は、コベナンツを付した社債管理補助者を設置した社債（社債管理補助者設置債）として今週条件決定を予定している。前回債で付けた財務コベナンツである純資産・利益維持に加え、日本エスコン（8892）債で初めて付されたチェンジ・オブ・コントロール条項（C o C条項）のほかに、「非上場化（上場廃止）」および「3分の1を超える議決権を単独もしくは共同保有者とともに直接もしくは間接的に保有する株主が出現したとき」という新たなコベナンツを付し、社債権者が保有する社債の償還を請求することができるプットオプション付きとなっている。これは万が一同社が上場廃止すれば社債を償還する条項。コーポレートガバナンスコードや東証の市場改革の影響で非上場化を選択する企業が増えているなか、上場企業を前提として投資する投資家に対応する。また、社債管理補助者設置債は、23年9月の同社債（35億円）、今年7月の日本エスコン5年債（74億円）、今年10月のいちご（2337）3年グリーンボンドに続いて4号目。市場関係者によると、これまでのコベナンツ以外の多様な活用方法に向けた検討が継続して行われているという。

## P O 野村が3年連続トップ

---

### P Oブックランナーランキング

本紙集計のP Oブックランナーランキング（Jリート案件および海外案件除く）は、野村証券が金額ベースで3年連続のトップとなった。件数は4年連続のトップ。今年のP O総額は前年比9・5%増の2兆5772億円と活況を呈し、野村はこのうち30%超を獲得。関西電力（9503）やアイシン（7259）、三井海洋開発（6269）といった大型案件に加え、ソフトバンク（9434）とインフロニア・ホールディングス（5076）が発行した社債型種類株も手掛け、この分野で先導的役割を果たした。

一方、金額・件数2位はS M B C日興証券。件数は野村より10件少なかったが、今年最大案件のホンダ（7267）をはじめとした大型共同案件が金額に貢献。東映アニメーション（4816）など印象的な単独案件も手掛け、取扱総額は5352億円（前年は3626億円）に膨らんだ。みずほ証券は金額3位だったものの、件数はS M B C日興と同数の2位。このほか、金額4位は三菱U F J M S証券、5位は大和証券。件数4位は大和、5位は三菱U F J M Sとなった。また、S B I証券と岡三証券が前年に続いてランクインした。

# I P O プロ→地方→グロース

---

## I P Oに新たな傾向

I P O市場では、東証グロース市場への上場に向け、今後は東京プロ市場から一度地方取引所を経て東証グロース市場に上場する流れが増加すると見られてきた。これまでは東京プロ市場への新規上場後、グロース市場へステップアップする流れとなっていたが、市場区分見直しに伴う制度改正で上場基準と維持基準を同じとするなどの基準引き上げが行われたため。加えて、将来的なグロース市場の基準引き上げ論もあり、東京プロ市場からグロース市場へのステップアップは容易ではなくなったと指摘されている。一方で、成長に向けて一般投資家がいる流動性のある市場への上場ニーズは強く、その点、流通株式基準がないなど基準が比較的緩やかな地方取引所が選択肢となる。ただ、東証上場ブランドにニーズは根強く、地方取引所に上場して成長した後、グロース市場への重複上場する流れが増えてくる見通しだ。これまでも18年に東京プロ市場に新規上場したニッソウ（1444）は20年に名証セントレックスに新規上場したのち、22年7月にグロース市場への重複上場を果たした。また、19年に東京プロ市場に新規上場したQ L Sホールディングス（7075）は23年に名証ネクスト市場に新規上場し、今月グロース市場への上場を果たしている。

---

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）の二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。

