



Weekly Market Report

FX, JPY Interest Rate, Topics

Nov 11, 2024

1. 為替相場概況

今週のドル円相場は年内最大イベントの大統領選を終え、底堅い展開か。

USD/JPY（1週間の値動き）



コメント

先週のドル円相場は米大統領選の開票が行われる中、週央に上昇し週後半は低下する行て来いの展開。週初は本邦休場の中、前週末にアイオワ州の世論調査で、民主党のハリス氏が共和党のトランプ氏の支持率を上回るとの報道があり米金利が大幅低下したことで、ドル円は一時151円台半ばまで下落。5日に米大統領選が行われ、翌日の日本時間中にトランプ氏の当選が確定となったことで、財政拡大やインフレ圧力を強める政策が進むとの見方から米10年債利回りが大幅上昇し、ドル円は151円半ばから同日米時間には154円台後半まで円安が進行。週後半は英中銀とFOMCが政策金利を25bp利下げし、米長期金利低下とともにドル円も徐々に米選挙前の水準へ戻していき、ドル円相場は152円台後半で越過している。今週は、トランプ氏の再選でインフレ圧力が高まり金利上昇圧力がかかりやすくなる警戒感はあるつつも、具体的な政策がどのようなペースで進捗するのか探る展開となろう。米国では重要指標が相次ぎ発表され、13日の米CPI、14日のPPI、15日小売売上高などの指標に注目したい。（市場営業部/飯野）

今週の経済指標（予定）

日付	イベント	予想
11/11(月)	(日) 9月経常収支	-
11/12(火)	(英) 10月失業率	-
11/13(水)	(米) 10月CPI(前月比)	+0.2%
11/14(金)	(米) 10月PPI(前月比)	+0.1%
11/15(金)	(米) 10月小売売上高(前月比)	+0.3%

USD/JPY（5年間）



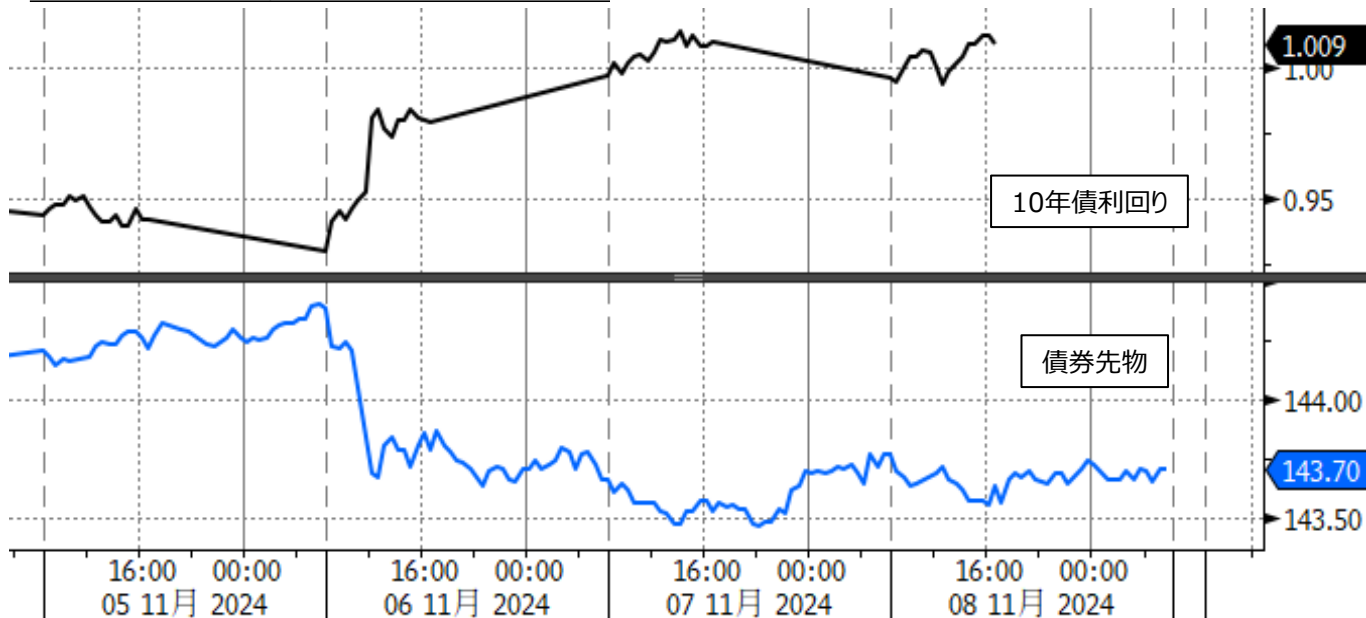
今週のレンジ予想（USD/JPY）

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
堀広太	151.70 – 155.00	トランプトレードで底堅い展開を予想。米国消費者物価指数、小売売上高で米国のインフレ・景気動向を探りたい。
浅野桂太郎	149.50 – 158.50	トランプ再選によるリスクオンムードが継続か。今週は米CPI（13日）や、パウエル議長講演（14日）に注目が集まる。

2. 円金利相場概況

米大統領戦後、10年国債金利は1.00%台で推移。今週は米政策と経済指標を見極めたい。

10年国債金利と債券先物（1週間の値動き）

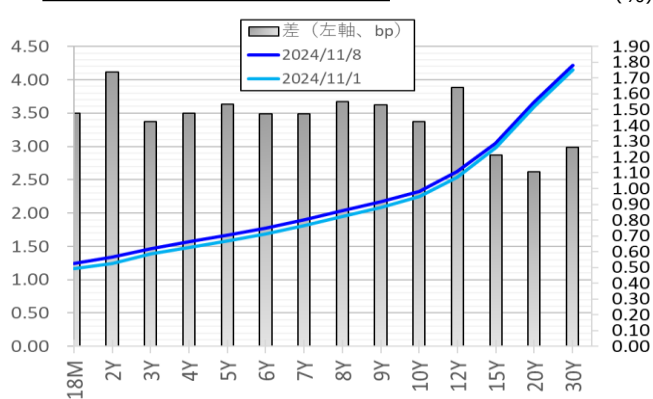


コメント

先週の10年国債金利は0.91台%から1.01台%のレンジで推移。週初は0.94%台でスタートした10年国債金利は前週末の国民民主党の玉木代表の発言を受け、日銀利上げ期待が後退したことで、一時0.92%前後まで下落。週央には米大統領選にてトランプ氏が勝利したことを受け、国内時間に米金利が大幅に上昇。10年債金利も1.00%台まで大幅上昇。米大統領戦翌日に実施された10年国債の入札は、やや弱めの結果となったものの金利上昇幅は小幅にとどまり、10年国債金利は1.00%台で越週。

米長期金利は既に大統領選前の水準に戻っており、トランプ大統領の実際の政権運営を見極めたい向きもあり、国内の10年国債金利も1.0%前後での推移を予想する。今週は米経済指標が相次ぎ、米金利動向との連動に注意したい。（市場営業部/下出）

金利スワップ変化（1週間）



10年円金利スワップ推移（5年間）



今週のレンジ予想（10年国債利回り）

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
飯野りさ子	0.96% - 1.03%	米大統領選でのトランプ氏勝利による米金利の高止まりを受け、円金利も下がりにくい展開か。国内の5・30年債入札に注目。
伊豆浦有里恵	0.96% - 1.05%	国内では早期の追加利上げ観測の高まりと財政拡張懸念が金利の上振れ要因か。海外では相次ぐ米経済指標に注目したい。

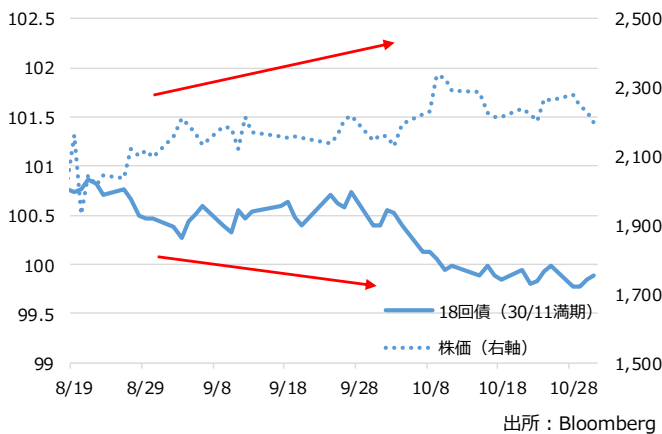
3. 今週のトピックス マーケット情報

M&Aと社債権者への影響について

■ セブン&アイHDの社債は買収提案を受けて下落

- カナダのコンビニ大手アリマントーション・クシュタール（以下、「ACT」）によるセブン&アイHDへの買収提案は大企業が海外企業による買収対象となる事例として、注目を集めている。
- 本件では、ACTの格付（Moody's/Baa1、S&P/BBB+）がセブン&アイHDの格付（Moody's/A2、S&P/A）を2ノッチ下回る。そのため、M&Aが成立した場合はセブン&アイHDは格下げなど、信用力にネガティブな影響が生じる可能性がある。
- S&Pは買収提案の翌日にコメントを発表。買収が成立した場合は財務バランスの悪化が見込まれること。買収が不成立の場合でも成長投資、資本効率の改善、株主還元が求められることで信用力の低下に繋がる可能性があるとの見解を示した。
- 実際に8/19の提案以降はセブン&アイHDの株価はTOBの買付価格に向けて上昇、社債価格は信用力悪化懸念から下落している（図表1）。

【図表1】セブン&アイHDの社債価格、株価推移



■ M&Aにおける社債権者のリスク

- セブン&アイHD社債の要項を確認すると、コベナントは社債間限定の担保提供制限条項のみ（図表2）。
- そのため、M&Aが成立した場合はセブン&アイHD社債権者に対して、以下のようなリスクが生じる可能性がある。
- ①格下げリスク：格付が下回る企業による買収であることに加え、大規模なM&Aでは巨額の資金調達を要する可能性がある。財務バランス悪化により、格下げとなるリスクがある。
- ②ローンに劣後するリスク：担保提供制限条項の対象は社債のみに留まるため、ローンに担保が付される場合でも社債に担保提供する必要がないため、実質的にローンに劣後するリスクがある。
- ③情報開示不足となるリスク：非上場化となった場合は情報の適時開示を行う義務がなくなるため、公開情報の量・質が低下するリスクがある。

【図表2】セブン&アイHD債の社債要項

銘柄	株式会社セブン&アイ・ホールディングス第18回無担保社債 (社債間限定同順位特約付)
発行金額	300億円
利率	年1.040%
償還期限	2030年11月1日
担保	本社債には担保および保証は付されておらず、また本社債のために特に留保されている資産はない。
財務上の特約 (担保提供制限)	1. 当社は、本社債発行後、本社債の未償還残高が存する限り、 当社が国内で既に発行した、または国内で今後発行する他の無担保社債 （本社債と同時に発行する・・・） のために担保提供 （当社の資産に担保権を設定する場合・・・） する場合には、本社債のためにも担保付社債信託法に基づき、同順位の担保権を設定する。 2. 当社が、本欄第1項により本社債のために担保権を設定する場合は、・・・
財務上の特約 (その他の条項)	本社債には担保切替条項等その他の財務上の特約は付されていない。 担保切替条項とは・・・

出所：発行登録類補書類より抜粋

■ 社債権者の取り得る手段は売却のみか

- チェンジオブコントロール（CoC）条項*のようなコベナントがない限りM&Aが発生した際に社債権者として取り得る手段は限られる。したがって、同様の事態は多くの国内社債に生じる可能性があることには留意したい。

*M&Aなどのイベント発生時に社債権者が事前に定められた価格で発行体に社債の繰上償還を請求できる条項。

【図表3】基本的に付与すべきコベナント

	チェンジ・オブ・コントロール条項	レポーティングコベナント
内容	発行体に組織再編、大株主の異動や非上場化等があった場合に、社債権者に繰上償還の請求権を与える条項	投資判断に重要な事象（非上場化など）が生じた場合に発行体が社債権者へ報告を行う義務を課した条項
対象		
BB格以下	付与を求める	
BBB格	付与を求める*	
A格以上	付与の対象外	

*但し、格付が下がった場合（BB格以下への低下）にコベナントの効力が発生する形式も認める

出所：各種リリースより抜粋

■ 社債権者への影響は企業の裁量による部分が大きい

- 7月に日本証券業協会は「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキンググループ」の報告書において、社債権者保護の観点からCoC条項を基本的に付与すべきコベナントと位置付けた（図表3）。ただし、対象をBBB格以下としている点はセブン&アイHDの事例に鑑み、引き続き議論の余地もあろう。
- なお、過去事例ではM&Aにより信用力が大きく変化する場合は自主的に繰上償還を行った例（プロテリアルなど）もある。レピュテーションの観点から、社債権者に配慮した対応を行うことは考えられるが、あくまで発行体の裁量によるものであり、国内社債投資家としては改めてM&Aリスクを認識すべきであろう。

ご留意事項

- ・本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の申し込みでも、取引締結の推奨でもなく、売買若しくは何らかの取引を行うことを助言したり、または勧誘したりするものではありません。
- ・本資料の内容につき、当行はその正確性及び完全性を保証するものではなく、一切の責任を負いません。ご利用に際しては、ご自身のご判断をお願いします。
- ・本資料に基づき、お客さまが投資のご判断をされた結果に基づき生じた損害・損失等については、当行は一切責任を負いません。
- ・本資料は著作物であり、著作権法により保護されております。無断で本資料の全部または一部を複製、送信、転載、譲渡および配布することはできません。
- ・本資料に掲載された各見通しは本資料作成時点での各執筆者の個人的見解に基づいており、それらは必ずしも当行の見解を反映しているとは限らず、また、予告なしに変更される場合があります。



商号：株式会社あおぞら銀行（登録金融機関 関東財務局長（登金）第8号）
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会