Weekly Market Report

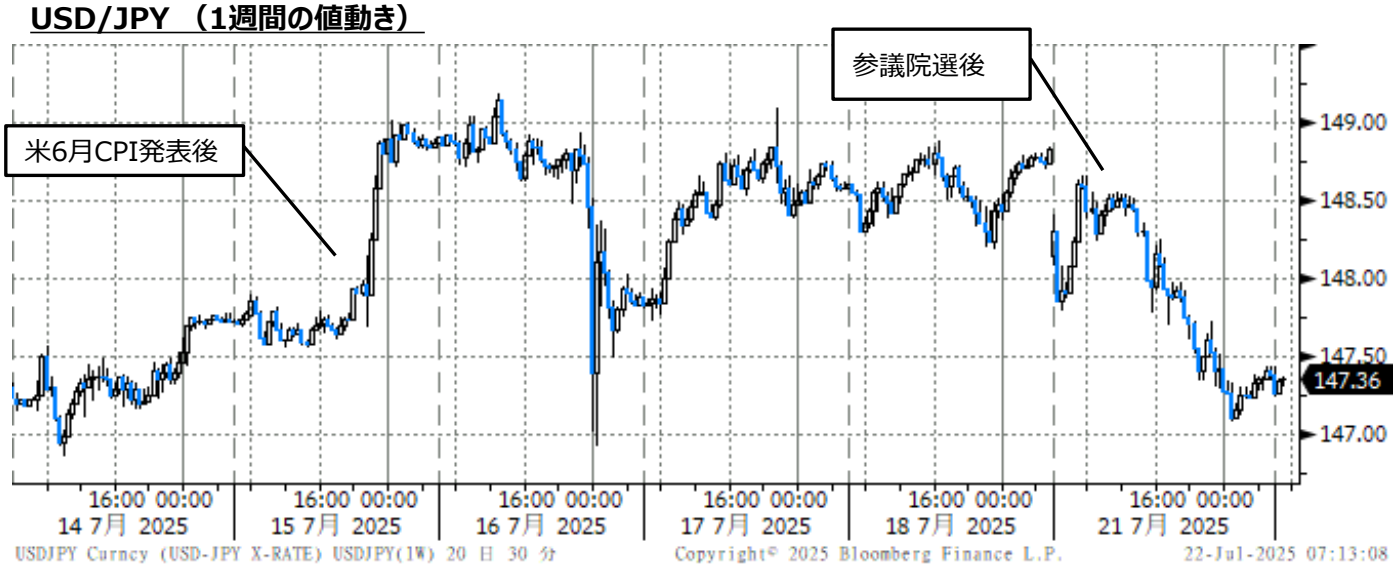
FX, JPY Interest Rate, Topics

Jul 22, 2025

1. 為替相場概況

先週のドル円相場は大振幅。今週は国内の政局不安定さから150円を試す展開を予想

USD/JPY （1週間の値動き）



（出所）Bloomberg

コメント

先週のドル円相場は1米ドル＝147円から149円程度のレンジ内で推移。15日に発表された米6月消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回ったことをで149円台前半までドル高・円安が進行。同指数の結果を受けて、関税の影響が徐々に物価に反映され始めたとの見方から米連邦準備制度理事会（FRB）の9月利下げ織り込みが後退した。17日にはトランプ米大統領がパウエル議長を解任する可能性が高いとの一部報道が報じられると、146円台後半まで下落する場面も見られた。その後、20日の参議院選挙を織り込んだ動きが見られ、148円台後半まで円安が進行したが、結果は市場の想定内であったことから円の買い戻しが優勢となり、147円台前半にて取引を終えた。今週のドル円相場は引き続きパウエル議長解任への思惑が上値を抑える一方で、国内の政権基盤弱体化が対米交渉に及ぼす影響への指摘や日銀の利上げ観測後退を背景とした円安圧力の強まりによって150円を試す展開を予想する。（市場営業部/下出）

今週の経済指標（予定）

日付	イベント	予想
7/22(火)	（米国）7月リッチモンド連銀製造業指数	-3.0
7/23(水)	（米国）6月中古住宅販売件数	402 万件
7/24(木)	（欧州）7月ECB政策金利	2.15 %
7/24(木)	（米国）7月製造業PMI	52.5
7/25(金)	（米国）6月耐久財受注	89.1

USD/JPY（5年間）

（出所）Bloomberg

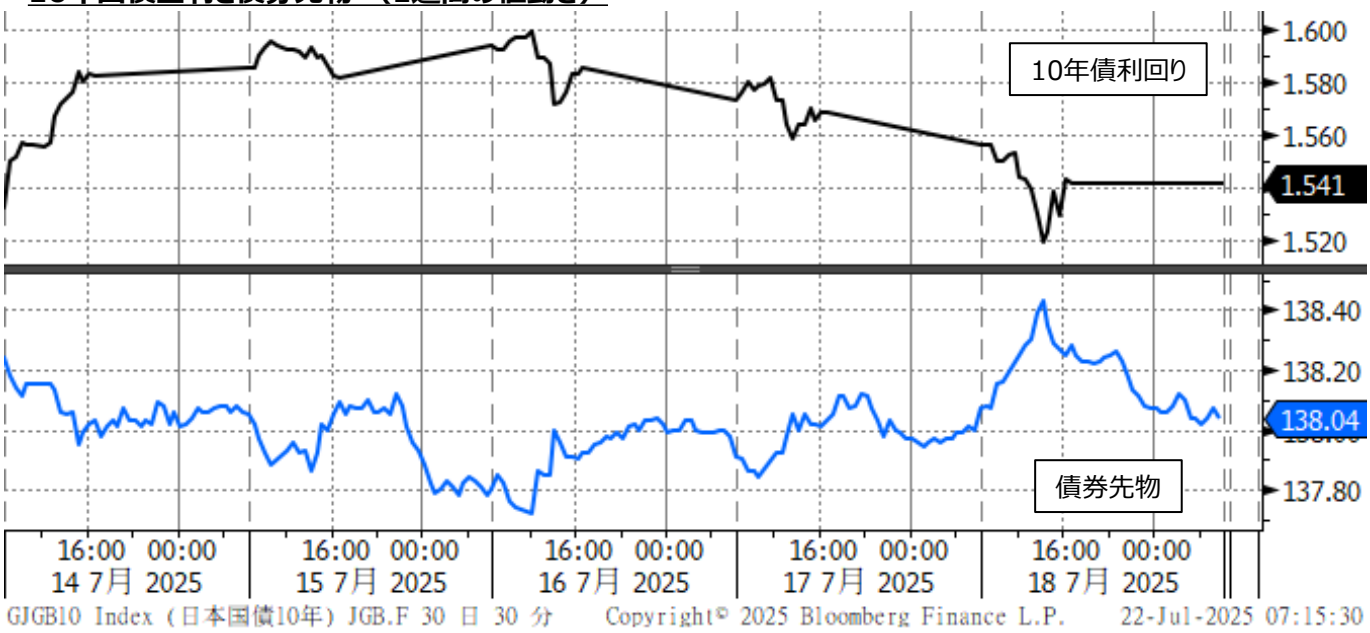
今週のレンジ予想（USD/JPY）

予想者	今週のレンジ	予想のポイント
松榮 俊樹	146.00－150.00	米国はブラックアウト期間に入ったことで金融政策絡みの発言はないが、引き続き関税動向や石破首相の進退に注目。
野路 舞花	145.00－151.00	参議院選の結果を受け石破首相は続投を表明したものの、党内から辞任を求める声もあり石破首相の去就に注目したい。

2. 円金利相場概況

10年国債利回りは2008年以来の高水準を記録。参院選後の金利水準の居所を探る展開に

10年国債金利と債券先物 （1週間の値動き）

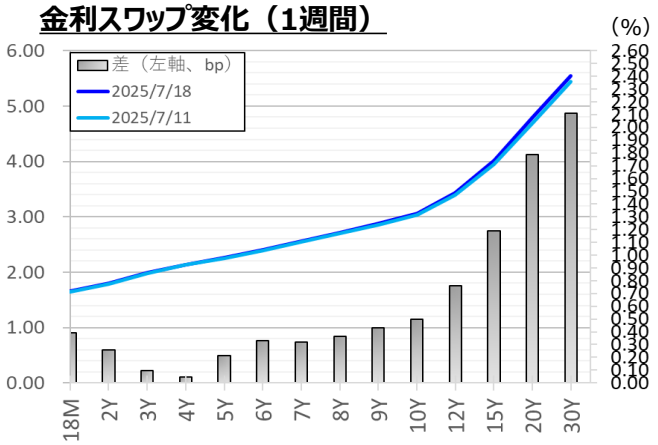


（出所）Bloomberg

コメント

先週の10年国債金利は前半に上昇、後半にかけて低下となった。週初は米金利が上昇した影響で前週末比大きく上昇してのスタート。週前半は、20日開票の参院選で与党が過半数を割り込めば、拡張的な財政政策に傾くとの警戒感で、財政悪化懸念から債券が大きく売られ金利上昇。その後も報道各社の情勢報道などで与党の苦戦状況が伝わったことでさらに売りが優勢となり、1.595%まで上昇し2008年10月以来の高水準を記録。週央からは、金利上昇が目立っていた超長期債に割安感からの買いが入ったことで、長期債にも買いが及び金利低下。週末には流動性供給入札の応札倍率が3.51倍で強めの結果となったことや、日銀の買い入れオペが各年限で応札倍率低下など、需給の引き締まりを示す結果が相次ぎ金利は低下し、1.54%程で越週。注目の参院選は、与党過半数割れの結果となったが、半数125議席に対して122議席と小幅な割り込みにとどまり、石破総理は続投の意向を発表した。
今週は、40年国債入札と内田日銀副総裁の発言、日米関税の実行に注目。（市場営業部/堀）

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）

（出所）Bloomberg

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	1.45%－1.60%	参院選では与党が過半数割れしたもののすでに織り込み済みで、もみ合いで推移すると予想。内田日銀副総裁の発言に注目。
小野口 裕美子	1.50%－1.60%	自公過半数割れとなった参院選を受け、財政拡張への警戒感が継続する展開か。注目材料は23日の40年債入札。

3. 今週のトピックス
マーケット情報

国内公募社債の引受規制にコベナンツ審査導入へ

■ 日証協が新たなコベナンツモデルを公表

- 日本証券業協会（日証協）は、2009年来、国内社債市場の活性化に取り組む。本邦においては、発行体が信用力の高い一部の企業に偏っており、投資家についても米国に比べて投資信託や海外投資家の割合が低い、という長年の課題の是正を目指している。昨年7月の「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」にて、無担保普通社債が銀行ローンに実質的に劣後する懸念に配慮し、基本的に付与すべきコベナンツとして、チェンジオブコントロール条項とレポーティングコベナンツを挙げ、引受審査の項目として日証協の自主規制への追加検討の提言がなされていた。
- 日証協は、3月に「社債券の適切な引受判断に係るガイドライン」の案を公表。案では、BBB格以下や無格付の社債（担保付、劣後を除く）を対象にコベナンツの付与状況を引受審査の際に確認することを求めている。４月にパブリックコメントの募集を締め切っており、一部報道では９月にも自主規制として適用される見通しだ。これに先立ち、日証協は6/17に、「コベナンツモデル」を約13年ぶりに改訂。今回の改訂では、①社債コベナンツの分類、②社債コベナンツの柔軟・適切な設定（図表1）、③社債コベナンツ抵触時の対応、社債管理者および社債管理補助者の活用（図表2）などが例示された。

【図表1】コベナンツの組み合わせモデルの一例

	具体的なコベナンツ例	期待される効果
追加負担制限コベナンツ+財務維持コベナンツ	（1）インタレストカバレッジレシオの維持 （2）有利子負債/EBITDA倍率の維持	追加負担制限コベナンツは、財務状況の悪化の際には十分といえないことから、低格付け企業においては、財務コベナンツの組み合わせが効果的。
類似するコベナンツ組み合わせ	（1）負債の制限と負債比率維持 （2）純資産額維持と自己資本比率維持	内容が近いコベナンツの利用は発行者に厳しい効果を生じさせる。内容が重複したり冗長になる点は注意が必要。
新たな効果が得られる組み合わせ	（1）担保提供制限と有担保負債比率維持 （2）チェンジオブコントロール条項と負債の制限、資産の処分に関する制限、セールアンドリースバック制限	（1）同順位でない無担保負債が複数あり担保提供制限が相互にかからない場合に影響を抑制。 （2）多額のレバレッジを活用した買収に伴うリスクが低下させる効果。
信用リスクの高い企業に有用なコベナンツ	（1）担保提供制限 （2）負債の制限 （3）支払制限 （4）投資等の制限 （5）資産の処分に関する制限 （6）関連当事者との取引に関する制限 （7）チェンジオブコントロール条項	社債権者の迅速な意思結集が困難という特性等を踏まえ、特定の行為を制限し、債務履行能力の低下を防ぐ。投資適格以上となった場合には、担保提供制限とチェンジオブコントロール条項以外は消滅する設計が一般的。
LBO後の社債に対するコベナンツ	（1）支払制限、インタレストカバレッジレシオの維持、デッドサービスカバレッジレシオの維持 （2）レポーティングコベナンツ	（1）財務レバレッジ上昇によるリスクの抑制。 （2）非上場化後の情報開示の質・量のカバー。

（出所：日本証券業協会より抜粋）

【図表2】コベナンツ抵触時の実務フロー

（b-1）社債権者が社債権者集会を招集する場合（社債管理補助者設置債）

1. 発行者は、コベナンツの抵触事由が発生した場合、その旨を公表したうえで、社債情報伝達サービスを通じて社債権者に通知する。その際に、社債管理補助者の連絡先をあわせて通知する。
2. 社債権者は、社債権者集会招集を希望する場合又は社債権者集会の招集者に加わることに関する他の社債権者の意向確認を社債管理補助者に請求する場合は、その旨並びに社債権者集会の目的及び招集の理由を社債管理補助者に通知する。当該通知には、口座管理機関から発行された振替口座簿の記録を証明する書面（以下「86 条証明書」という。）を添付する。
3. 社債管理補助者は、要請のあった者が社債の未償還残高の10分の１未満を保有する社債権者であった場合※、社債情報伝達サービスを通じて、他の社債権者に対し、社債権者集会の目的及び招集の理由とともに、社債権者集会の招集者に加わるか否かの意向確認を行う旨通知する。その際に、社債管理補助者の連絡先をあわせて通知し、社債権者集会の招集者に加わる場合はその旨を、86条証明書を添付のうえ社債管理補助者に連絡するよう通知する。
   ※ 社債の未償還残高は、発行者に確認を行うことが考えられる。（4．において同じ。）
4. 社債管理補助者は、（意向確認の結果）社債の未償還残高の10分の１以上を保有する社債権者から社債権者集会を招集する意向が確認された場合、社債権者集会の招集に向けた準備（場所の確保等）を行う。
5. 社債管理補助者は、社債要項で定めた期日までに、社債権者集会を招集する旨並びに社債権者集会の日時及び場所、議題等について公告するとともに、社債情報伝達サービスを通じて、社債権者に通知する。
6. 社債権者集会を開催し、議案の決議を行う。
7. 社債管理補助者は、決議後1週間以内に裁判所に社債権者集会決議の認可申請を行う。
8. 裁判所の認可後、発行者はその旨の公告を行い、社債権者集会においてウェイブやアメンドが可決された場合は、その効力が発生する。

（出所：日本証券業協会より抜粋）

■ 自主規制導入を前にコベナンツ付き社債が登場

- ６月に起債されたGENDA債（JCR/BBB+）とムゲンエステート債（無格付け）にはコベナンツが付された（図表3）。いずれもA格未満の発行体であり、日証協がガイドラインで示した、コベナンツ付与を検討するべき先に当てはまる。
- 両案件ともにチェンジオブコントロール条項が付されたほか、コベナンツ抵触時の実効性を高めるため社債管理補助者が設置された。また、格付を取得していないムゲンエステート債については財務コベナンツも併用。日証協が公表したモデルに準拠した商品設計がなされている。両社とも、今回が初の公募債起債。発行体の裾野拡大につながった事例といえよう。

【図表3】コベナンツ付き社債の条件

		GENDA債	ムゲンエステート債
条件決定日		2025/6/24	2025/6/24
年限		3年	3年
発行額		33億円	36億円
利回り		2.498%	2.500%
対国債スプレッド		170bp	170.2bp
格付（JCR/R&I）		BBB+/-	無格付
CoC条項	償還価格	**100円**	**101円**
	トリガー①	**50%超の議決権取得 合併・完全子会社化 上場廃止**	**1/3超の議決権取得 合併・完全子会社化 上場廃止**
	トリガー②	**BB+以下/格付取下げ （90日以内）**	**無し**
財務コベナンツ		**無し**	**純資産額維持 利益維持**
社債管理補助者		**有り**	**有り**

（出所：各社リリースより抜粋）

■ コベナンツ導入が進む背景

- 日証協がコベナンツ審査導入を進める背景には、2023年4月に発生したユニゾHD債のデフォルト事案において、社債の商品性に起因する課題が顕在化したことが挙げられる。また、近時において企業のM&Aが活発化しており、社債の信用力評価や時価変動リスクにかかる投資家の関心が高まっていることも一因とみられる。
- これらの事象は、日証協がコベナンツ導入の対象としていないA格以上の社債についても発生し得るものであり、今後も規制範囲の拡大や社債権者保護に資するアイデアについての検討も続けられよう。引受規制の進化により、既存の発行体、投資家も含めてより使い勝手のよい市場となることを期待したい。

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もありません。
・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、ご自身のご判断でお願いします。
・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。

あおぞら銀行
AOZORA

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