第９章　社債市場から見たマネーフローを考える

中空　麻奈[1]

【要旨】

本稿では、日本の社債市場の発展とその停滞の要因について、国内外の債券市場の比較を交えながら考察する。

日本の社債市場の現状は、日本銀行の量的・質的金融緩和以降、金利が低くなったことによって社債発行が増加するはずであったにもかかわらず、年を追うごとに国債残高が増え、公社債における社債残高割合は7.6%（含む金融債）と停滞している。また、スプレッドも全体的に低水準で推移しており、クレジットリスクを取ってまで社債に投資する魅力がない状況になっている。一方、欧米では社債市場の活性化が進んでおり、公社債市場における社債発行残高割合は、金融発行も含めると米国については79.1%、欧州についても59.8%を占めている。欧米においては、ハイイールド債市場の存在や、銀行以外の多様な投資家による積極的な投資が、社債市場の拡大を支えている一因となっている。特に、日本企業は設備投資の減少や内部留保の蓄積、強すぎる間接金融により、資金調達手段として社債を発行する必要が少なく、これが社債市場の成長を制約している。家計も金融資産の半分以上を貯蓄に回しており、投資先のバリエーションの少なさも問題である。

また、企業の資金調達について見ると、日本企業の海外資金調達ニーズは高い一方、外国企業の円資金調達ニーズは高くない。日本の金融市場の規模の小ささや、規制の厳格さ、海外企業が日本で社債発行するインセンティブの低さのためであろう。これらを改善しなければ、海外企業による日本社債市場の活用は望めない。

停滞気味である日本社債市場に新たな活路を見いだせると期待されたサステナブルファイナンス市場およびGX経済移行債であったが、同GX経済移行債は大半が日本銀行または年金積立金管理運用独立行政法人が保有しており、本来想定していたような広がりは見せていない。金利が低い日本において、日本国債以外の新しいものに投資をしてもらうための魅力付けが必要である。

日本の社債市場が拡大しない理由は、日本の金融市場構造がオーバーバンキングであること、株による資金調達を選好しがちな企業経営者の意識、金融監督当局による過去の厳格なガイドラインの設定、投資家のインセンティブのなさ、金融リテラシー不足等が挙げられ、これらの要因が絡み合って日本の社債市場の拡大を止めている。どれか一つが変わるだけでも、社債市場の状況は変わると考えられる。

[1] BNPパリバ証券株式会社グローバルマーケット統括本部副会長

1. はじめに

日本の公社債市場において、日本銀行の量的・質的金融緩和以降、社債残高割合は一時5.0%程度まで低迷し、その後も停滞気味である。欧米と比較しても社債市場は小さく、欧米ではハイイールド債市場が活発である一方、日本ではそのような市場が存在せず、社債の発行は限定的であり、社債市場の拡大が望まれる。

本稿では、まず、第2節で日本の社債市場の現状とその動向について、欧米市場と比較するとともに、外国企業が円で資金調達する理由と日本企業が外貨で資金調達する理由について考察する。次に、第3節では、日本の企業・家計の資金調達および使途から社債市場が拡大しなかった理由を整理する。第4節では、日本の社債市場拡大において期待の市場であったサステナブルファイナンス市場とGX経済移行債について、その現状と可能性について述べた上で、第5節で日本の社債市場が拡大しない理由についてまとめる。最後に第6節でマネーフローの視点から、外国企業が日本で資金調達するようになるための工夫について検討し、日本の社債市場拡大の可能性を論考する。

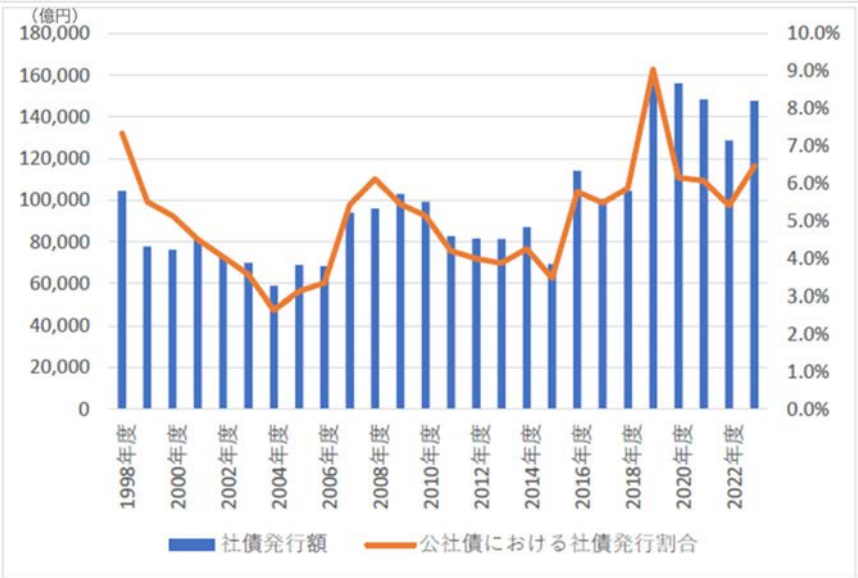
2. 社債市場の発展と動向

(1) 日本の社債市場

図表1は、社債発行額の推移と公社債における社債（金融債含む）の発行割合である。長い目で見れば社債市場は拡大しているように見えるが、2013年4月からの日本銀行の量的・質的金融緩和によって金利が低くなったことで、本来はさらに社債発行意欲がわくはずだったにもかかわらず、バブル崩壊やリーマン・ショック、東日本大震災等の影響によって発行の見送りを繰り返したこともあり、それほど大きな拡大は見せていない。

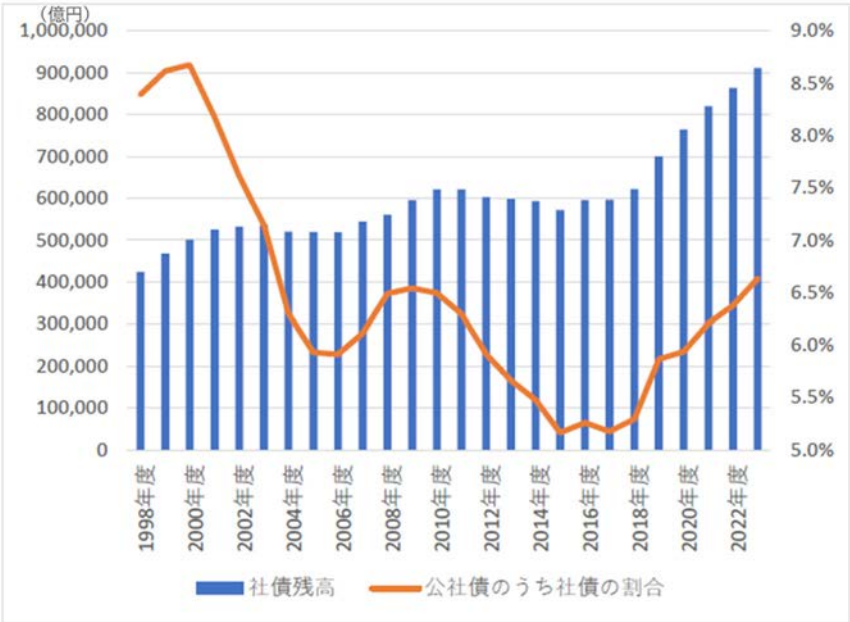
図表2を見ると、量的・質的金融緩和以降、公社債における社債（金融債含む）の残高割合が大きく減っており、国債残高が増えたことによって、社債残高割合は一時5.0%程度まで低迷した。その後、復調してはいるものの、2000年のレベルまでは回復できておらず、社債市場は停滞気味であると評価せざるを得ない。

図表1　社債発行額の推移と公社債における社債発行割合



（出所）日本証券業協会

図表2　社債発行残高の推移と公社債における社債残高割合



（出所）日本証券業協会

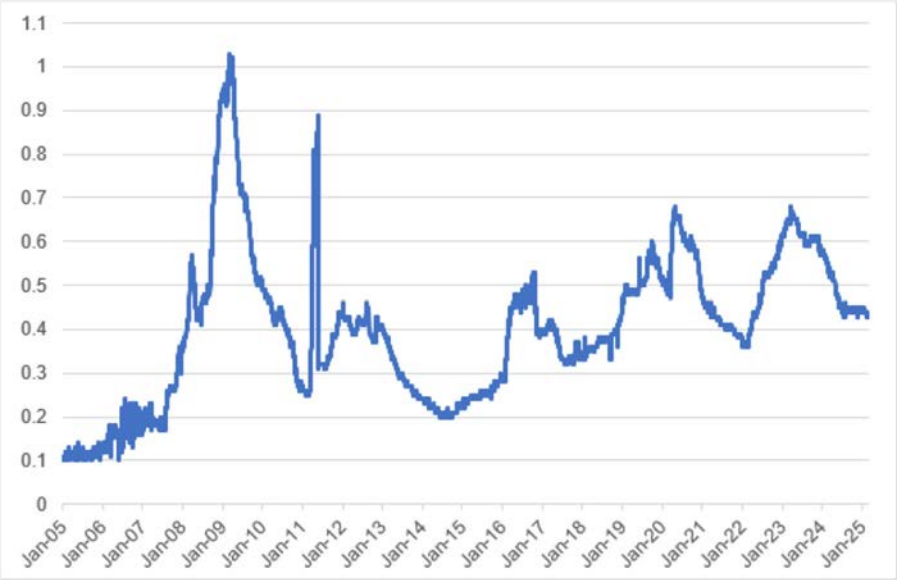
続いて、図表3は、日本企業の平均OAS（Option-Adjusted Spread、オプション調整後スプレッド）インデックスから日本企業の資金調達スプレッドの推移を示したものであり、長期的に見れば、スプレッドは徐々に上がってきていると言える。ただし、足元の金利上昇局面はさらにワイド化しているため、平均値ではその様子がトレースできていないことには留意

が必要である。2008年のリーマン・ショックや、2020年のコロナ・ショック等でスプレッドが広がってはいるが、2013年以降は量的・質的金融緩和期であり、全般に低水準で推移していた。2016年以降ワイド化したようにも見えるが、実は表面的なものである。日本国債がマイナスになったこともあり絶対値でプライシングをせざるを得ない企業が出てきたことで、平均値で見たスプレッドが広がったと考えられる。社債市場は、クレジットリスクを取って投資を行う市場であるため、スプレッドが小さければ投資家にとって魅力がなく、それならばクレジットリスクが小さい日本国債を買った方が良いという判断になる。

また、図表4は、2004年、2014年、2024年について、公社債残存額から日本の公社債市場に占める社債割合を示したものである。種類別割合を比較すると、年を追うごとに国債の割合が増大しており、さらに、資金調達手段の多様性が減少しているようにも見え、市場のダイナミズムが拡大したとは言えない状況である。

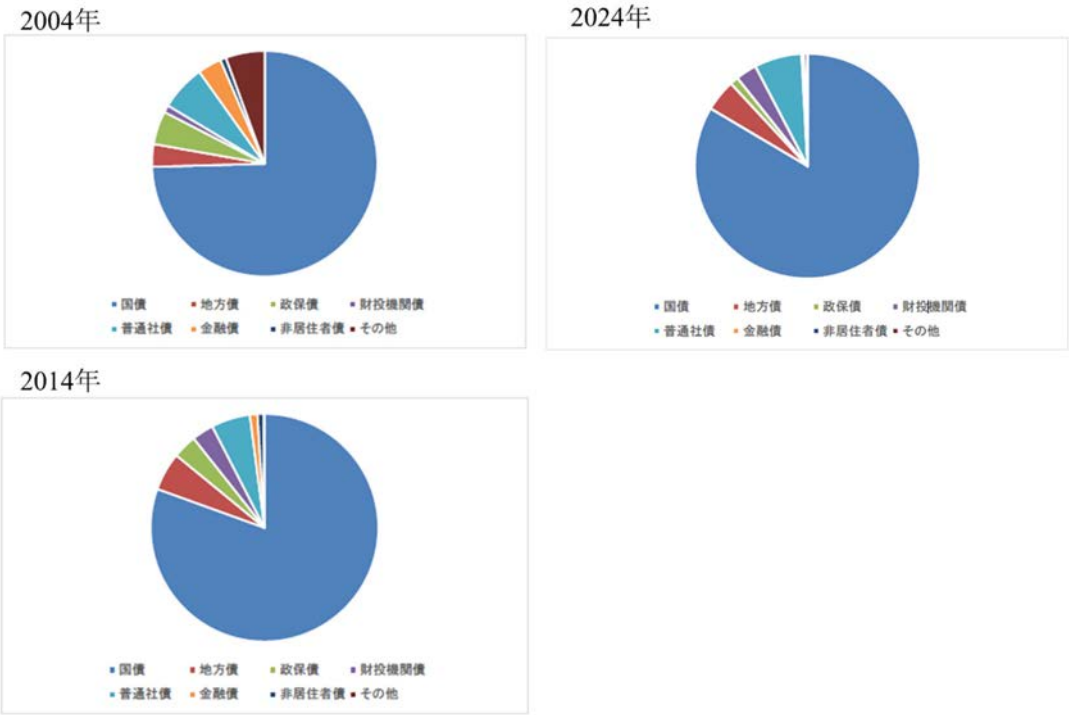
公社債のうち、5～6%しか社債がないという状況で社債に投資することは、投資家にとってはリスクである。社債を魅力的な資金調達手段にするためにも、銀行などからの借り入れではなく、社債の発行を増やしたり、社債投資によるリターンが順当に得られる仕組みを作ったりする必要がある。

図表3　日本企業の平均OASインデックス



（出所）ブルームバーグ

図表4　公社債市場に占める種類別割合



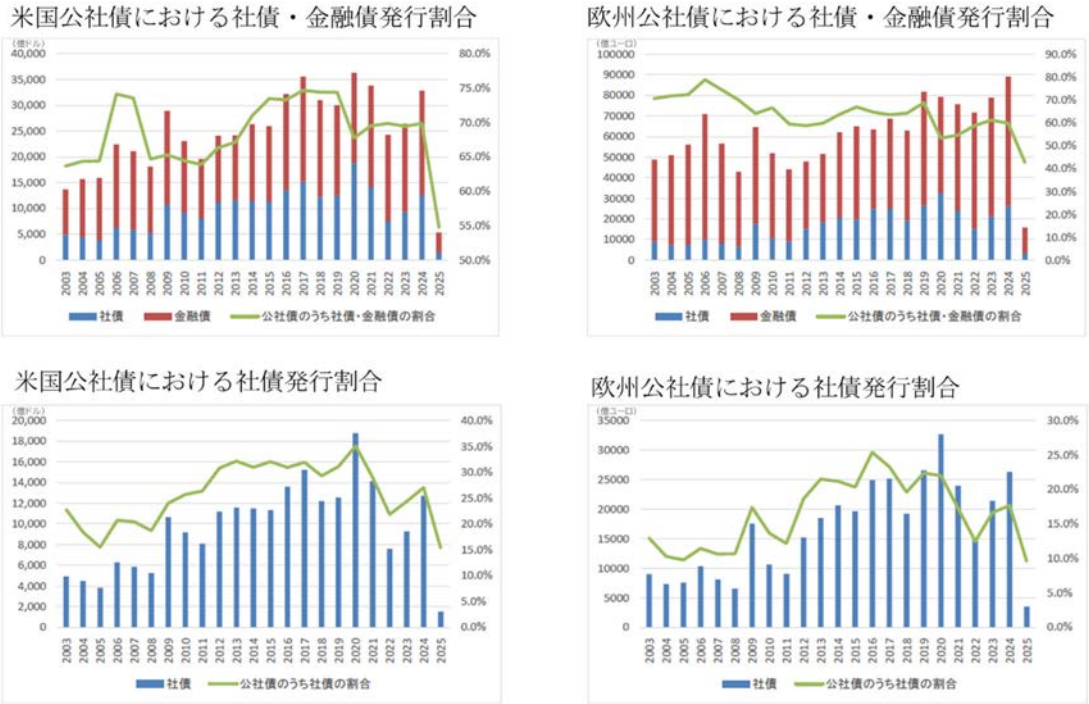
（出所）日本証券業協会

(2) 欧米の社債市場

では、他国の債券市場の動向はどうだろうか。図表5は、米国と欧州の公社債市場に占める社債・金融債の割合を示したものである。

上段の図表は、公社債に占める社債発行額と金融債発行額の割合、下段は、金融債発行額を除いて、社債発行額のみが公社債発行額に占める割合を示したものである。米国も欧州も日本と比較して社債・金融債の発行割合が高く、米国については60～70%、欧州は50～60%を占めている。一方、日本の金融債発行額を含めた社債発行割合は7.2%程度である。ここから金融債発行額を除くとさらに社債発行割合は下がることは図表1で見たとおりだ。2024年の公社債市場に占める金融債を含む社債発行残高割合においては、日本は7.6%である一方、米国は79.1%、欧州は59.8%となっており、欧米の社債発行割合の高さから社債市場の流動性を伺うことができ、その分投資しやすいマーケットであると言える。

図表5　欧米の債券市場動向



（出所）IGM

欧米における社債市場の活性化の要因として挙げられるのが、日本と異なりハイイールド債市場があるという点である。ハイイールド債とは、格付がBB格以下の債券のことであり、日本はBB格以下の格付で取引できる市場がないと言っていい。一方、図表6のとおり、米国では最大60%、少なくとも40%程度のハイイールド債または無格付け債が発行されており、欧州でも10%から最大35%程度はハイイールド債または無格付け債となっている。

社債市場の拡大を図るにあたり、欧米ではなぜこれが可能かという点について考える。日本の場合、企業・家計が資金余剰であることから銀行にとって貸出先がない。そこで、ポートフォリオバランスを考慮した結果、銀行が社債を含めた有価証券に投資を行っている。したがって、日本では、金融市場において銀行が主たる投資家になっているという特徴がある。一方、欧米では、銀行預金額が貸出金額に見合う量になっており、銀行が有価証券投資をする必要がない。銀行が主たる投資家となると、資本規制の観点から日本では少なくともBBB格以上の投資適格債が好まれてしまう。銀行以外の投資家がメインプレイヤーになっている欧米ではリスクテーカーが存在するため、社債市場の広がりに大きな違いを生んでいると考えられる。ただし、欧州は金融機関が経営破綻する際のバックアップ体制等が日本と似ている部分もある中、その欧州でもハイイールド債が活発に取引されている点は、日本が参考にできる点を見いだせる余地かもしれない。

図表6　欧米の社債市場動向

（出所）IGM

(3) 外国企業の円調達と日本企業の外貨調達

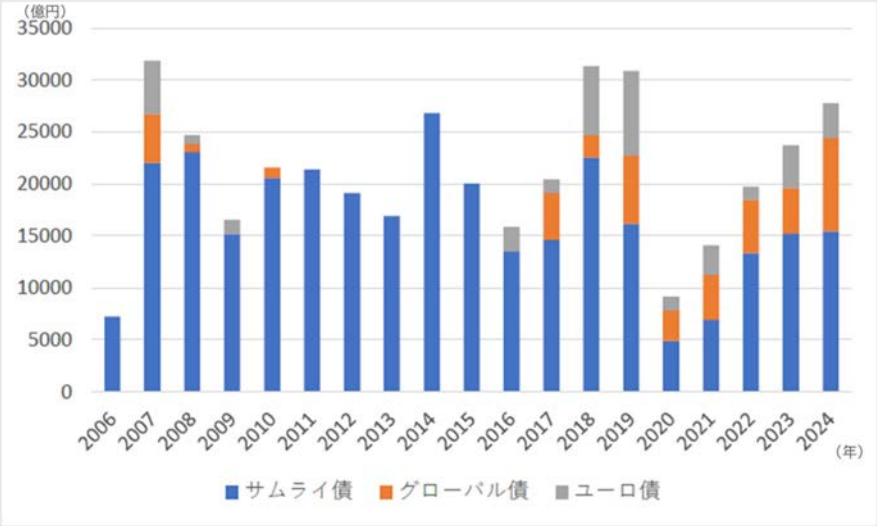
続いて、外国企業の日本での資金調達と、日本企業の海外での資金調達について見る。

図表7は、海外発行体の円建てでの資金調達動向を示しているが、安定的に推移しているとは言えず、海外発行体の円建て資金調達ニーズは必ずしも高まっていないということを示唆している。一方、図表8からは、日本企業がドル資金を調達するニーズと比較して、海外企業が円資金を調達するニーズが相当程度小さいということが分かる。

では、なぜ日本企業は海外で社債発行するのか。いくつか理由があるが、日本の資本市場が小さいために単純に資金を調達するために海外で発行するケース、同じく日本の資本市場が小さいために規制関連で資金が必要なので海外で発行するケース、大型のM&Aなどで外貨もしくは円貨が必要なケース、事業的に外貨が必要なケース、投資家を多様化したいケース、場合によっては多少プライスのアービトラージがあるケース等が考えられる。

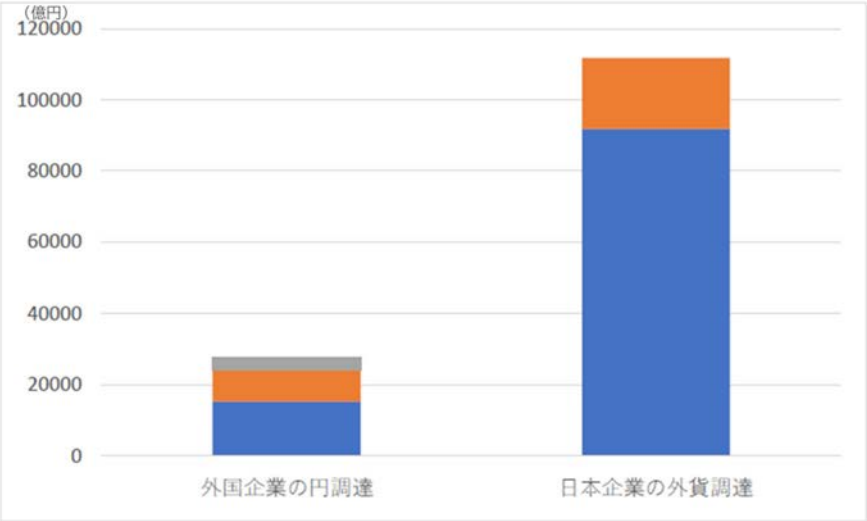
他方、海外企業が日本で社債発行する意義としては、投資目的で日本円のニーズがあるケース、投資家の分散を図りたいケース、政治的な背景でソブリン債が発行されるケース、また、日本企業が海外で社債発行する場合と同様に、多少プライスのアービトラージがあるケースがあるが、日本企業が海外で発行する場合よりも発行体やニーズが限られている。反対に、海外企業が日本市場を活用しない理由は、資金調達規模が小さく、リスクを取る投資家の数も限定的、サムライ債の場合には目論見書などの日本語訳などコストも時間もかかり、発行にあたっての手続きが煩雑でマーケティングに時間がかかる、ハイイールド債市場がないのでそもそも発行するインセンティブがなく裾野が広がらない、日本は金利は低いもののスワップコストが高く外貨になおすと母国市場での調達と変わらない、もしくは割高になる等が挙げられ、よほどの事がない限りは日本で資金調達しようとはならないということではないだろうか。

図表7　海外発行体の円建ての資金調達動向



（出所）IGM

図表8　外国企業の円調達と日本企業の海外資金調達の比較（2024年）



（出所）IGM

3. 企業･家計の金融行動

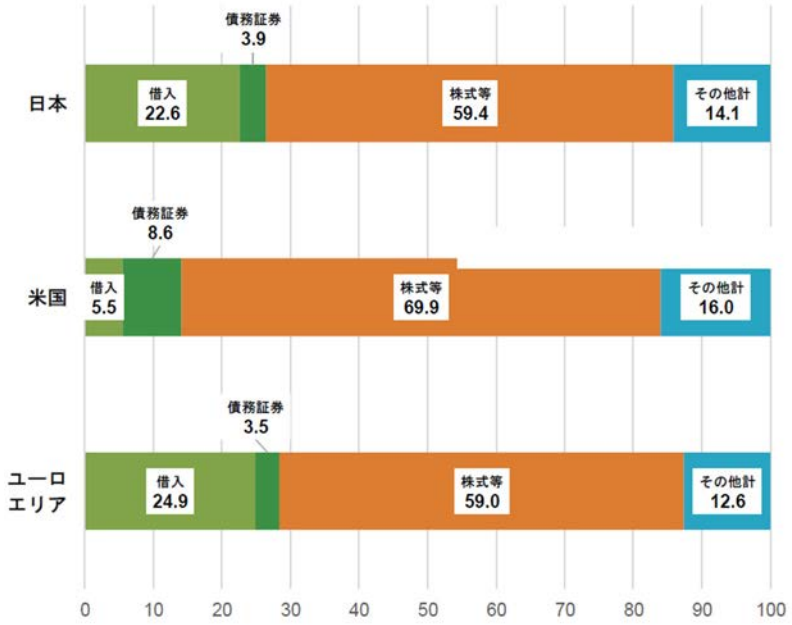
本節では、日本の企業や家計の行動について整理する。

(1) 日本企業の資金調達、資金使途

各国企業の金融負債構成について見ると（図表9）、欧米も他と比較して社債による調達割合が高いわけではないが、日本はより低いことがわかる。また、日本企業の利益剰余金およ

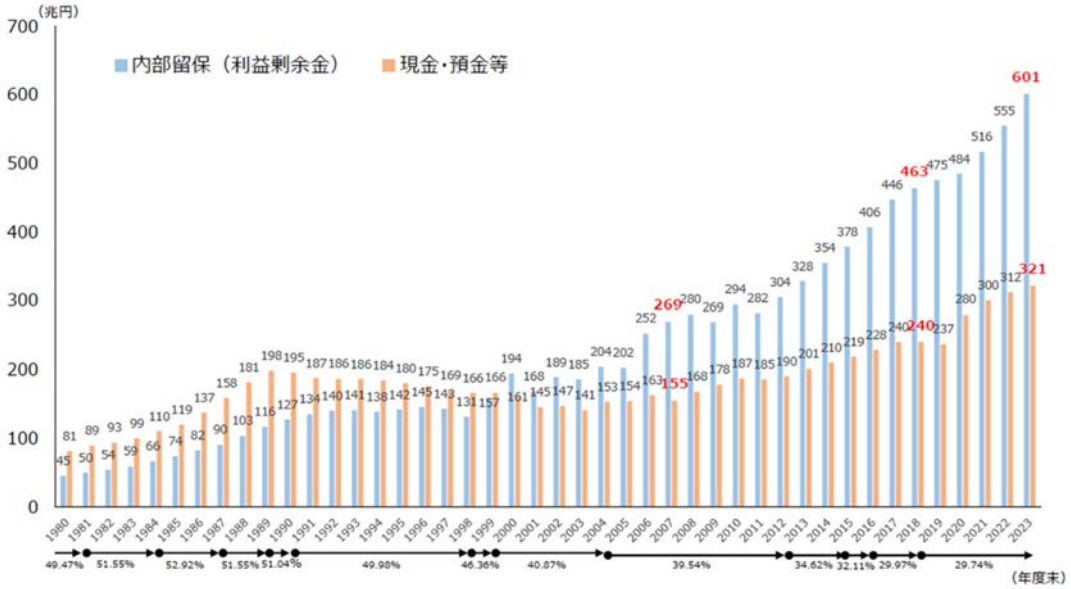
び現金・預金等の推移（図表10）、国内設備投資等の推移（図表11）を見ると、度重なるクレジットイベントとそのたびに重くなる規制を鑑み、より保守的な方向へと日本の企業行動が変わったことは見て取れる。限定的な設備投資の替わりに内部留保を蓄積したこともあり、もともと間接金融がしっかりと根付いていることも踏まえて、社債を発行する必要性が乏しかったことがわかる。

図表9　企業の金融負債構成の国際比較（2024年）



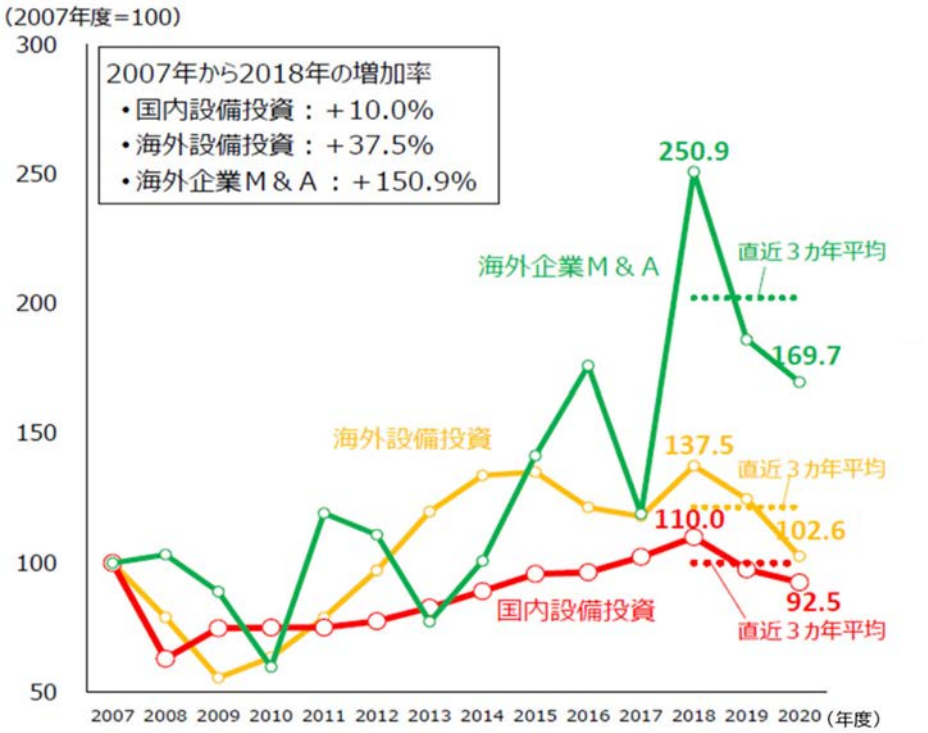
（出所）日本銀行

図表10　利益剰余金および現金・預金等の推移



（注1）　年度下部の数値は、普通法人の各事業年度の所得に対する実効税率。（）書は復興特別法人税を含む。
（注2）　全規模・全産業（金融・保険業除く）の数値。「現金・預金等」は現金・預金と有価証券の合計。
（出所）財務省資料より抜粋、財務省「法人企業統計年報」

図表11　国内設備投資等の推移

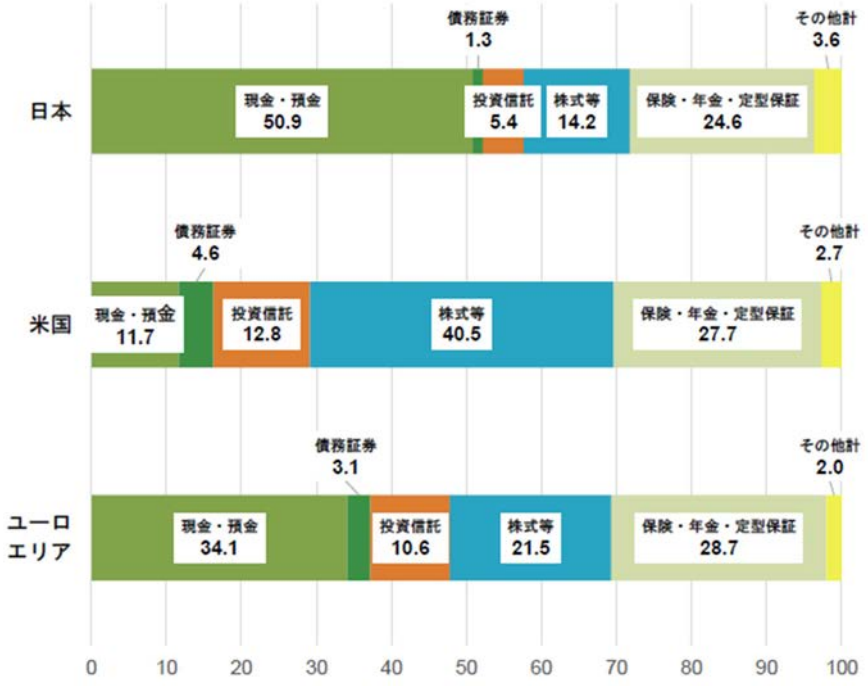


（注1）　国内設備投資＝土地を除く有形固定資産の増減額+減価償却費+特別減価償却費。
（注2）　M＆Aは日本企業による外国企業の買収が対象。
（出所）財務省資料より抜粋、財務省「法人企業統計年報」、経済産業省「海外事業活動基本調査」、ブルームバーグ

(2) 日本家計の資金調達、投資行動

続いて、図表12で各国の家計の金融行動について見ると、日本家計は半分以上が貯蓄に回っているのに対し、欧米は様々な金融資産に振り分けている。「貯蓄から投資へ」の流れで米国のような資産構成を目指したとしても遠いため、中庸である欧州は日本家計の変遷として参考になる。

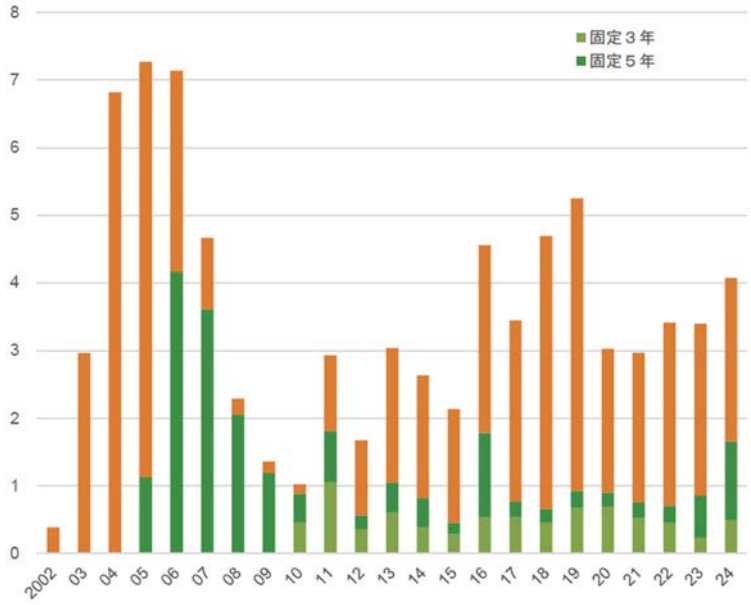
図表12　家計の金融負債構成の国際比較（2024年）



（出所）日本銀行

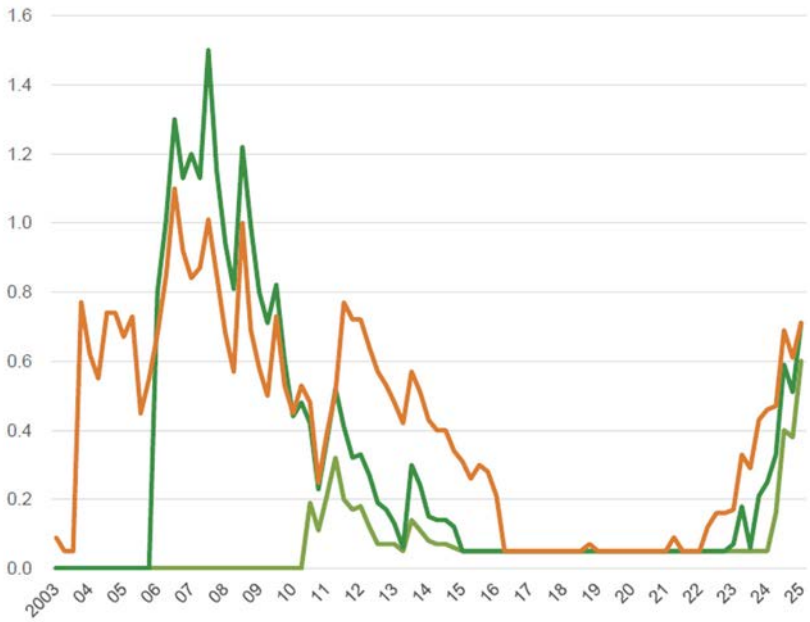
これから日本の家計が「貯蓄から投資へ」行動変化するにあたり、投資先のバリエーションが少ないことも問題である。図表13を見ると、個人向け国債発行額は一定額発行されているが、図表14からわかるとおり、スプレッドがあって投資妙味があるわけではない。預貯金で保有するのと比較して、個人向け国債を買った方がメリットが大きいかというと、それ程でもないことがわかる。

図表13　個人向け国債発行額の推移（兆円）



（出所）日本銀行、内閣府

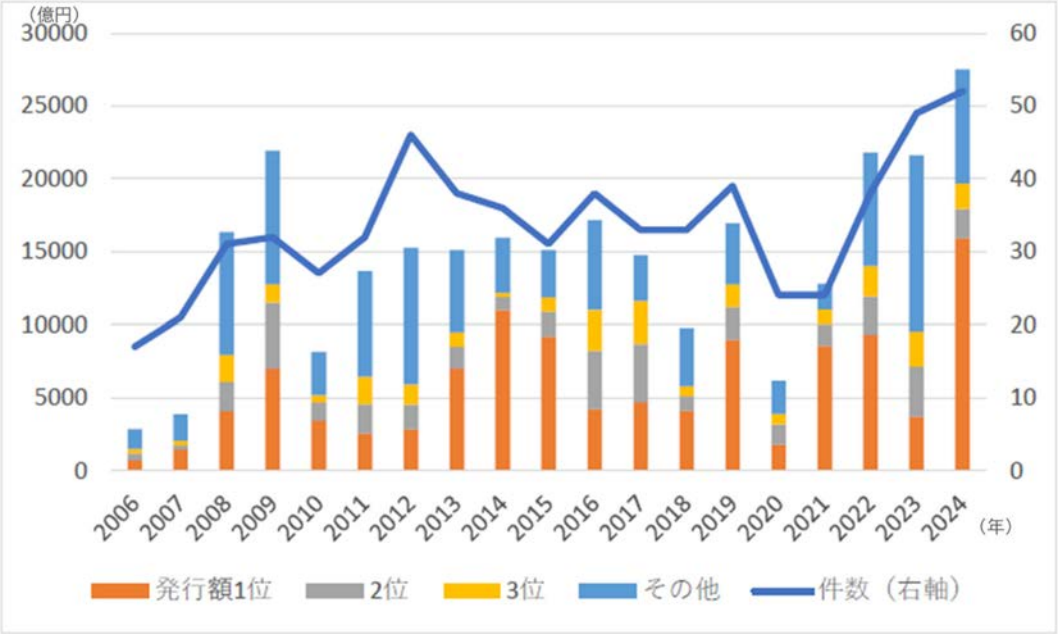
図表14　個人向け国債利率の推移（%）



（出所）日本銀行、内閣府

また、個人向け投資のバリエーションを増やす観点から、個人向け社債の発行が増えることに期待をしたいが、個人向け社債の発行にはハードルがある。同社債を発行する際、1口1万円の購入でも目論見書を配布する必要があり、コストがかかる。機関投資家の場合、1億円単位で購入してくれるため、コストを考えると機関投資家向けに発行する方が効率がよい。そのため、一般的には機関投資家から円滑に資金調達できる場合は個人向け社債を発行するインセンティブが低いため、発行数が少ない。また、図表15からわかるように、個人向け社債は上位3位の発行体が発行額のほとんどを占めており、投資先のバリエーションが少ない。発行体のバリエーションを増やすためには、個人のリテラシーを向上させることも必要であるが、社債発行時の目論見書のルールを変えてコストを下げる等の改革も必要となってくるのではないだろうか。

図表15　個人向け社債の発行額推移とその内訳、件数



（出所）CapitalEye

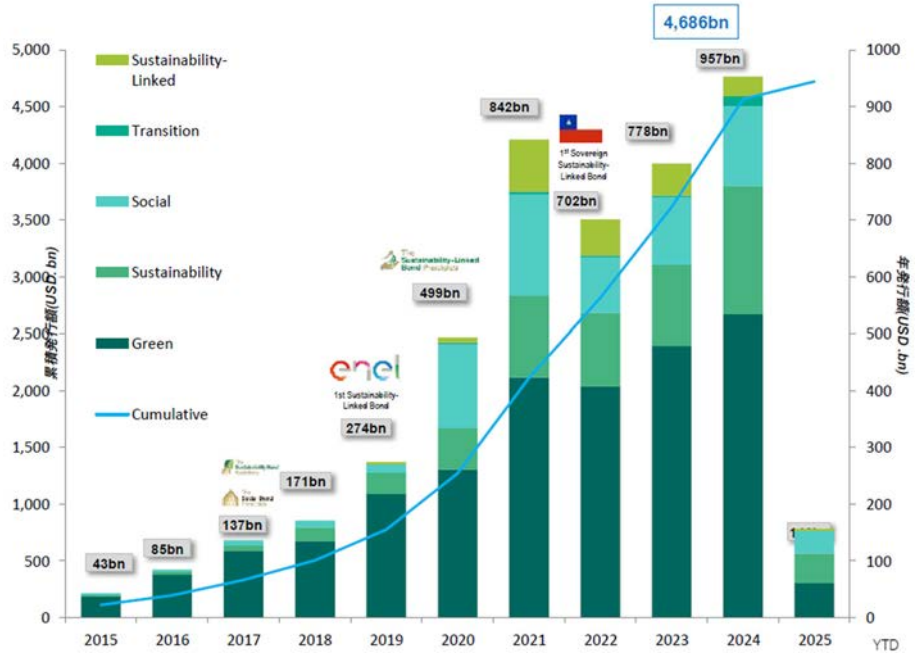
4. サステナブルファイナンス市場とGX経済移行債

BB格以下のハイイールド債市場ができない日本において、サステナブルファイナンスやGX市場は期待の市場であった。図表16のとおり、世界全体で見るとサステナブルファイナンスは計4.0兆ドルを超え、現時点では4.6兆ドル超まで到達している。

日本も2023年2月の「GX実現に向けた基本方針」のロードマップにて、投資促進策、カーボンプライシングによるGX投資先行インセンティブと新たな金融手法の活用による、今後10年間に予想される150兆円超の官民投資の投資促進策として、GX経済移行債を発行している。その額は今後10年間で20兆円規模を予定しているが、現時点で発行済みのGX経済移行

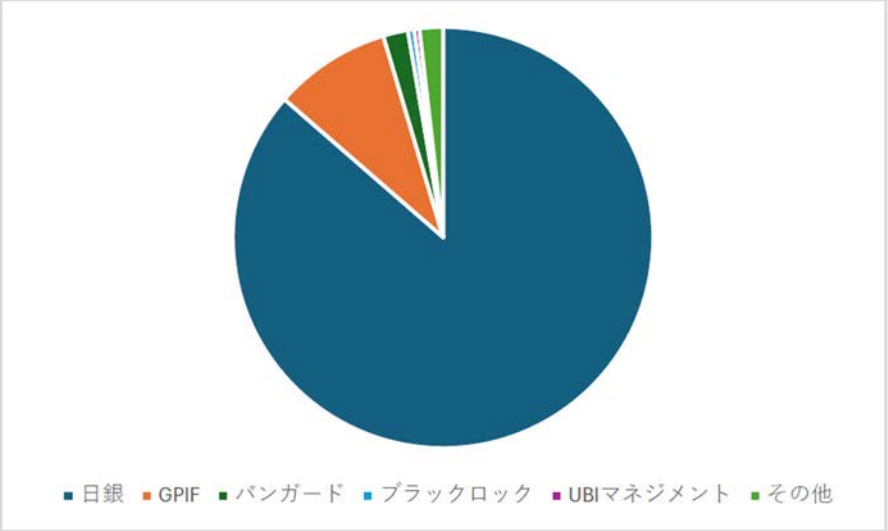
債は、図表17のとおりその多くを日本銀行と年金積立金管理運用独立行政法人が保有しており、日本銀行が86%、年金積立金管理運用独立行政法人が約10%である。GX経済移行債は、多くの投資家が保有することを想定して発行されたが、個人向けの発行はされておらず、外国投資家もほとんどいない。したがって、日本のGX経済移行債は需要が強いとは言えず、スプレッドも広くなりつつある（図表18）。本来であれば、グリーンボンドの発行なのだから、他の普通債と比べて価格は高く利回りは低い、すなわち発行体にとって有利なグリーニアムが得られることを期待していたが、そうはなっていない。これは、金利がこれから上がることが織り込まれている中、日本国債への追加投資は難しいことに加え、日本国債のうちグリーンという新規性に対して投資をしてもらうためには、それだけの魅力付けが必要であったということである。

図表16　世界におけるサステナブルファイナンス市場



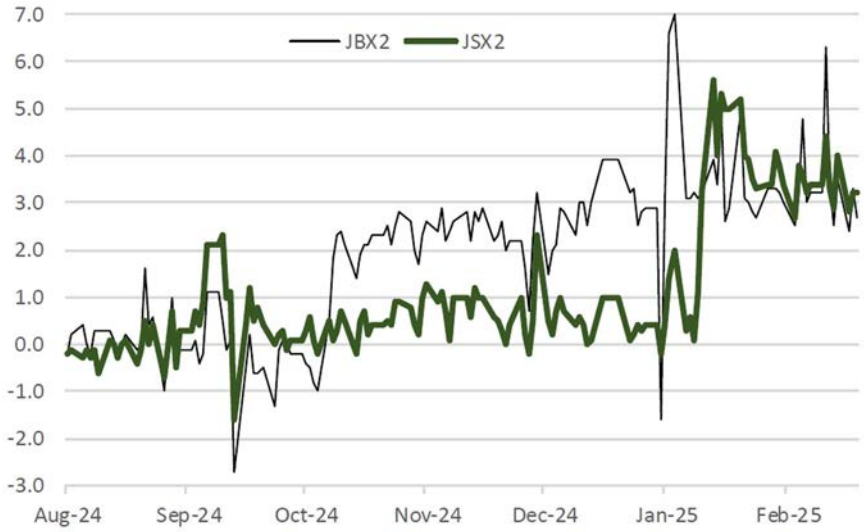
（出所）ブルームバーグ

図表17　GX経済移行債に投資する投資家とその比率（2025年2月）



（出所）ブルームバーグ

図表18　GX経済移行債の10年、5年2回債のスプレッド推移



（出所）ブルームバーグ

5. 日本の社債市場が拡大しない理由

ここまで見てきたように日本の社債市場は拡大していない。その理由について、以下のようにまとめることができる。

1点目は、日本の金融市場構造が、オーバーバンキングであるという点である。社債を発行するよりも低いレートで銀行から借入ができるため、日本の金融市場構造を変えない限り、社債市場は大きくならないと言える。

2点目は、企業経営者の意識である。ある一定の前提のもとでは、株による資金調達でも、債券による資金調達でも理論的な調達コストは変わらないはずである。しかし、株と債券どちらも調達できるような状況のとき、あるいは、社債の金利が低いときでも、株による資金調達の方を選好する経営者が多いのが実情であり、社債によって資金調達を行うという意識がない。

3点目は、金融監督当局による厳格なガイドラインの設定である。第2節(2)で述べたように、日本の公社債市場における主たる投資家は銀行等の機関投資家である。過去、機関投資家は各ガイドラインによって、投資の際に投資責任を果たすべく、一定の信用格付を持つ債券を選定するよう基準が設けられていた。多くの投資家は、定められている更に一つ上の格付を下限として、余裕をもって投資をする傾向があった。現在では、このガイドライン（金融検査マニュアル）は廃止されており、金融監督当局から強制されるものではなくなったのだが、過去の厳格なガイドラインの影響で、未だにリスクの高い債券投資は広がっておらず、社債市場が拡大しない一因を形成したと言える。

4点目は、投資家のインセンティブがないという点である。欧米では、ファンドマネージャーと呼ばれるファンド運用担当者は利益を出したらその5%程度が還元される制度になっていることが常識だが、日本においては、債券投資に関しては元本割れしないことが最優先とされており、リスクを取って社債に投資するインセンティブが生まれない。

5点目は、債券投資は預金の延長だという考えが強く、リスクがあることが理解されていない。そのため、投資となると株式に偏重してしまい、債券に投資しようという人が少ないという金融リテラシーの不足である。

上記5点の要因それぞれが絡み合って日本の社債市場拡大を止めており、どれか一つが変わるだけでも状況は変わると考えられる。

6. おわりに ―マネーフローの視点で言えること―

本稿では、日本の社債市場が拡大しなかった理由について、日本社債市場と欧米社債市場との比較や企業・家計の行動、サステナブルファイナンス市場の現状から整理した。

第2節(3)で述べたように、外国企業が日本市場を活用しない理由は、資金調達規模が小さい、投資家の数が少ない、社債発行にあたっての手続きが煩雑、マーケティングに時間がかかる、ハイイールド債市場がないため発行体の裾野が広がらない、外貨スワップを考えると調達コストも安くないといったことが挙げられる。マネーフローの視点で考えると、外国企業が日本で資金調達をするための工夫が必要であり、目論見書作成等の規制緩和や、ハイイールド債市場の拡大、信用格付の高い企業が劣後債や優先出資証券を発行しニーズを細分化すること、さらに、個人向け社債市場が弾力的に動けるようにNISAにハイイールド債の銘柄を加えることで、外国企業の日本での社債発行が増えると考えられる。特に、ハイイールド債市場拡大のためには、グリーンやサステナブルファイナンス市場の活用が期待され、

例えばグリーンボンドであればBB格以下でも発行できるような流れを金融監督当局が作るといった取組をすることでより広がるのではないか。

いずれにせよ、海外勢から見て日本市場が魅力的にならないと、マネーフローの観点での円のニーズが高まらない。社債市場の拡大は、投資の視点ばかりではなく、“円”の魅力を高めることにもつながる、という視点も必要ではないか。

参考文献

金融庁「金融検査マニュアル」https://www.fsa.go.jp/manual/manualj/yokin.pdf
財務省「近年の法人税改革の振り返り」、内閣府「第2回 税制のEBPMに関する専門家会合（2024年11月19日）」資料 https://www.cao.go.jp/zei-cho/content/6ebpm2kai1.pdf
日本銀行「資金循環の日米欧比較」https://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf