

1. 会 合	第2回「2040 年に向けた我が国金融資本市場のビジョンについての懇談会」 (議事要旨)
2. 日 時	2026 年 7 月 23 日 (木) 15 時 30 分～17 時
3. 議 案	I. プレゼンテーション ➤ 日本経済と資本市場の長期シナリオ～2040 年に向け持続的に経済成長する条件とビジョン～(大和総研 常務取締役調査本部長 鈴木準 座長代理) ➤ 社債市場の活性化に関する近時の取り組み (東京大学 大学院法学政治学研究科 教授 行岡睦彦 委員) II. 意見交換
4. 主な内容	I. プレゼンテーション 下記の通り各スピーカーからプレゼンテーションが行われた。 ➤ 日本経済と資本市場の長期シナリオ～2040 年に向け持続的に経済成長する条件とビジョン～(大和総研 常務取締役調査本部長 鈴木準 座長代理) ➤ 社債市場の活性化に関する近時の取り組み (東京大学 大学院法学政治学研究科 教授 行岡睦彦 委員) II. 意見交換 ・ 家計金融資産が 2040 年度で 4,563 兆円となるとの推計について、現在から見ると金額としては倍増だが、年率にすれば平均 4.4%程度の成長であるため、伝え方によってかなり印象が違うと感じた。 高位シナリオを実現していく上では、家計の資産形成と同時に、企業の収益力向上を同時に進めることが重要である。今でも貯蓄から投資への資金シフトがなぜ必要かと問われることがあるが、過去 10 年を見れば日経平均株価の上昇幅は米国の株価指数よりも大きいにもかかわらず、家計が株価上昇の恩恵を享受できておらず、現在その恩恵は海外投資家に流れている現実がある。 日本の上場企業の粗利率が欧米企業並みになれば営業利益は倍増するということだが、これは相当な成長余地や改善余地があるということだと思う。企業の収益力向上と家計の資産形成の好循環を実現する上では、なぜ資金循環の構造改革が必要なのかを、具体的な数値も含めて分かりやすく継続的に伝えていくことが大切ではないか。 ・ 本日は社債市場の話が中心であったが、2040 年を考えるにあたっては日本へ投資してもらうために日本の企業を強くしなければならないといった議論が必要と感じた。 ・ 株式市場は、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コード、東京証券取引所の取組み等、2013 年頃から大きく変わっており、市場参加者も非常に多様になっている。一方、社債市場は、これまで様々な舞台

装置に関する取り組みはあったものの、なかなか活性化していない。海外の社債市場でハイパースケーラーが一晩で3兆円もの資金を調達しているのを見ると、需要があるところに市場が生まれるという面もあると思う。

今後の日本経済の発展を考えると、社債市場が発展することは重要だと考えている。現在は、日本の大企業が大規模な資金調達をする際は、日本ではなく海外で発行する傾向にある。日本の社債市場が成熟すれば日本の社債市場で資金調達を行う企業も出てくるとしており、これから考えると非常に大きな課題だと思う。

⇒ 社債市場の問題はこれまで様々な取り組みをしてきたが大きく進んでいない分野だと思う。これからさらに舞台装置を整えた上で、プレイヤーを増やすことが非常に大事だと思っている。

- ・ 日本の社債市場だと1～2週間マーケティングする必要があり、発行までに時間がかかることから、大企業が大規模な資金調達をするときは、海外の社債市場を使っているのが現実である。

家計金融資産の大半が預金になっている現状を踏まえると、これをいかに国内債や外債に動かすかが大事になる。舞台装置は整いつつあると思うが、リスク判断ができるプロフェッショナル人材が少ないと感じている。時間がかかると思うが、個人には金融教育を、証券会社にはリスク判断ができるプロフェッショナル人材の育成を愚直にしていくなければいけないのではないか。

⇒ 金利が低い時代が続いたため、発行体・証券会社ともにリスク判断ができるプロフェッショナル人材がいなかった。日証協はこれまでも舞台装置を整える取り組みをしていたが、需要も供給も限定的だったことから、社債市場の活性化も難しかったのだと思う。

しかし、3年ほど前から状況が変化し、政府も2040年度を見据えた成長戦略を発表していることから、これからは金融の力を発揮しなければいけない場面だと思う。

また、日本企業の業績が良くても、海外に投資される傾向を感じている。日本企業の魅力を証券会社が顧客に対してわかりやすく説明をしなければいけないだろう。これから本番であり、社債市場については経済産業省も一生懸命取り組んでいるため、証券業界としてもしっかりやらなければいけないと考えている。

- ・ 最近金利が高くなってきた中で、社債と借入の差は改善してきていると感じる。また、企業もROEを上げたり成長を目指したりする流れもあるため、資金需要が旺盛になっている印象もある。これを合わせて考えると、社債の出番がいよいよ出てきた可能性は高まってきている。

こういったスピードやボリュームに合わせて、証券会社には、プロフェッショナル人材の育成、発行期間短縮化、セカンダリーマーケットの受発注実

務の充実といった努力も必要だと思う。これらのことをしっかり取り組めば、2040 年度に社債発行残高 620 兆円という試算は、無理な数字ではないと感じた。

- ・ 証券会社は、個人投資家のニーズがあるため円債を販売したいが、販売できる商品が少ないため困っている状況である。これまで長い間ほとんど金利がなかったが、そのような環境でも円債を販売すると、当社では一瞬で売り切れていた。

また、個人投資家がいきなりハイイールドの金融商品を購入することはないため、格付けや政府保証の有無等から考えて販売する必要があるし、個人投資家は様々なリスクの中でも一番デフォルトリスクを忌避する特徴があると感じている。

社債という言葉で一括りにせず、こういった対象に向けて施策を打つかも念頭に考えていただきたい。金利がほとんどない期間に、企業が個人向け社債の発行をやめてしまったが、富裕層でない一般の個人投資家でもニーズは高いという点はお伝えしたい。

- ・ 資料では 2040 年の社債購入主体として家計は主役ではないようだが、家計の観点から一般論としていえることは、インフレ率が高くて実質利回りが低いと家計資金は社債へ投資するメリットは少ない。低めのインフレ率の中で実質金利が魅力的なことが、家計の債券需要につながるということだと思う。

- ・ 金融資本市場のシナリオを考えるにあたっては、金融業界だけではなく、需要サイドが 2040 年に向けてどう伸びていくか、どういった産業に重点が置かれるかを前提にした上で議論しなければならないだろう。産業からの需要があれば、資金需要も増えて、最終的には家計の金融資産の構成も変わっていくと思う。そのうえで、金融資本市場に関する様々な制約や、補強すべき点に関する議論があるべきだろう。

社債投資を個人投資家に広げていくには、まだまだ認知度が足りないと思う。個人投資家にどうやって購入してもらうかについては、今後議論したい。

- ・ 2040 年度時点の社債の発行残高の想定は大変意欲的な水準だと思う。金融仲介の観点からは、海外資金を調達するための海外投資家との取引拡大、企業の成長投資のための資金調達のアベイラビリティを高めていく取り組みが重要だと感じた。

2040 年度時点の家計金融資産残高及び有価証券比率について、中長期的な高齢化や人口減に伴う家計金融資産の減少、日銀保有の国債の償還等も勘案する必要があるだろう。特に 40%の目標については、年代別や資産形成層

といった個別のイメージを共有していくことも重要だと思う。

これらのビジョンを実現するためには、金融機能の強化が必要だと考えており、金融資本市場を構成する仲介業者、投資家、発行体が相互連携しながらレベルを向上させていくことが重要となるだろう。

- ・ 人材育成にあたってはビジョンが大事だと考えており、ビジョンを描くことで具体的にどのような人材が必要で、どういった業務が発生するかが深掘りできるようになると思う。

また、資金需要があるところに資金が流れていくが、いかに成長に資する分野に資金が回るようにするか、回ったお金が成長につながるようにするかが大きなポイントだと思う。さらに、金利がある世界で日本経済が成長するために、金融資本市場、投資家、証券会社が、どういった役割を果たすか考えることも重要だろう。

社債市場を強化することで成長につながるという話も重要な視点だと思うが、社債と株式のバランスや、多様な金融商品が出てきた中で、社債と成長投資の関係は深掘りしてもいいのではないか。また、コベナンツがしっかりしている社債と、そうでない社債は、成長に与える影響は違うと思うため、制度整備がどう成長に結びつくかというところも深掘りするポイントだと思う。

- ・ 米国では、私的年金制度のように、様々な人が証券投資しやすい制度がある。今後のシナリオとして家計の有価証券保有比率を上げることが必要なのであれば、金融リテラシーの向上も重要ではあるがそれだけではなく、米国のように政策や制度で後押しする必要があるだろう。

[会議後提出意見]

- ・ 近年の日本企業による資金余剰状態は、現預金の積み上がりや投資の停滞が要因であると批判されることもあるが、対外直接投資の増加も要因の一つであり、この点は評価できるかもしれない。

「貯蓄から投資へ」の目的のうち、現在特に重要なのは「①家計の金融所得の向上」、「②新たな投資機会の発見(を通じた経済成長・企業の生産性向上)」の2つである。①は投資成果を誰が享受するかという所得分配の側面に関わる一方、②は成長性の高い企業にいかに資金を供給するかという資源配分の側面に関わるため、区別して議論することが有益だ。また、目的を意識し、焦点を当てる対象をタイプやセグメントに分けて議論を行うことも重要である。

金融知識の多寡に関わらず日本企業の利益を家計が享受できるよう、集団投資スキーム(投資信託や年金等)を通じた金融仲介機能を拡充することが望ましい。

	社債市場の活性化のためには、需要側と供給側の双方にとって利用しやすい制度とすることが必要である。そのため、当事者の意見を踏まえながら制度改善を考えることが重要である。 - 政府が掲げる 2040 年度までの官民国内投資目標のような大規模・長期の成長投資を金融面から支えるためには、銀行借入に加え資本市場にも資金供給経路を作る必要がある。企業の成長投資を促し、日本経済の持続的な成長を実現していく上で、社債市場の活性化は極めて重要だ。 制度面では、社債権者保護の在り方について現在の市場環境に即した見直しが必要であり、改正産競法における社債管理者設置義務の免除特例は、コベナンツ及び社債管理補助者の活用を通じて、社債権者保護と社債の活用との調和を推し進めるための大きな一歩だ。また、企業の初回債の発行の障壁となっている発行手続期間の長期化について、日証協における発行手続の効率化に向けた検討が行われていることに感謝するとともに、引き続きの検討をお願いしたい。 現在、舞台装置の整備が進む中で、官民一体で発行体・投資家の裾野を拡大し、実需につなげるフェーズに入っている。発行体・投資家双方の結節点である証券会社はキープレイヤーであり、今後も主導的な役割を期待する。 最終的には、社債による資金調達・資金供給が当たり前となるような市場慣行を定着させること、すなわち、成長投資を行う大企業・中堅企業を中心に、銀行借入と社債を補完的に使い分け、投資家が信用リスクを適切に評価した上で参加できる、厚みのある市場を構築することが重要だ。当方としても、引き続き、発行体側の成長投資ニーズと、投資家側の適切なリスクテイク・運用ニーズをつなぐ観点から、関係省庁・市場関係者と連携し、社債市場の厚みを作る取組を進めたい。 - ビジョンの個人金融資産に占める有価証券の比率 40%について、欧州並みの水準であることの口頭説明があったが、欧州並みの水準についての資料やデータも必要であろう。金利がある状況下では個人投資家による円債のニーズが高まっているので、個人投資家も買付できる円債の発行拡大を期待している。
5. その他	※本議事要旨は暫定版であり、今後、内容が一部変更される可能性があります。
6. 本件に関する問い合わせ先	社会連携本部 金融証券研究センター（03-6665-6763）