

日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」

社債市場の現状及び活性化に向けた課題について

(事業会社から見た金融危機と社債市場の課題)

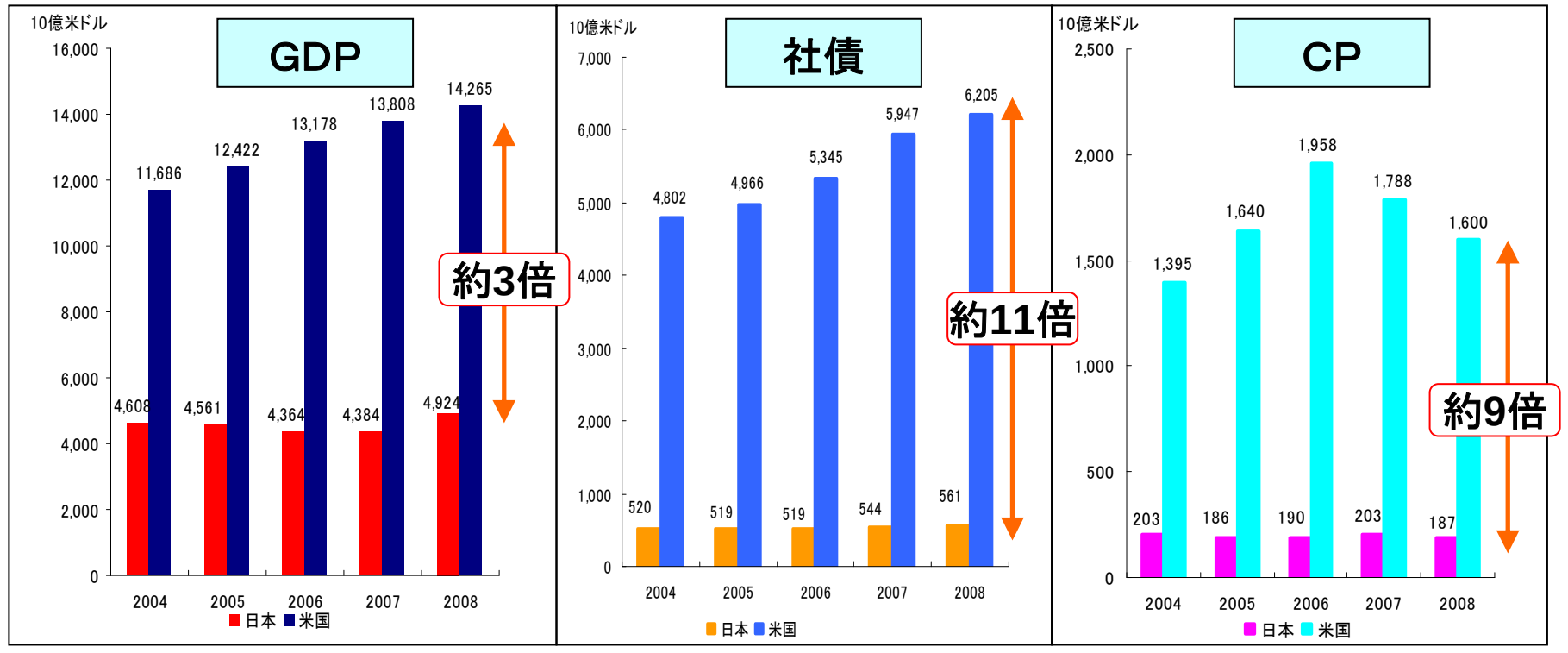
2009年9月9日

三菱商事株式会社
トレジャラーオフィス 資金為替市場室

1. 日本の資本市場(1)

日米のGDP・社債発行残高・CP発行残高の推移 <IMF、SIFMA、証券保管振替機構他>

(日本の社債・CP発行残高は、便宜的に1ドル=100円でドル換算したもの)



米・英・日の対外・対内投資の残高比較(対GDP比、%) <IMF International Financial Statistics 2005年>

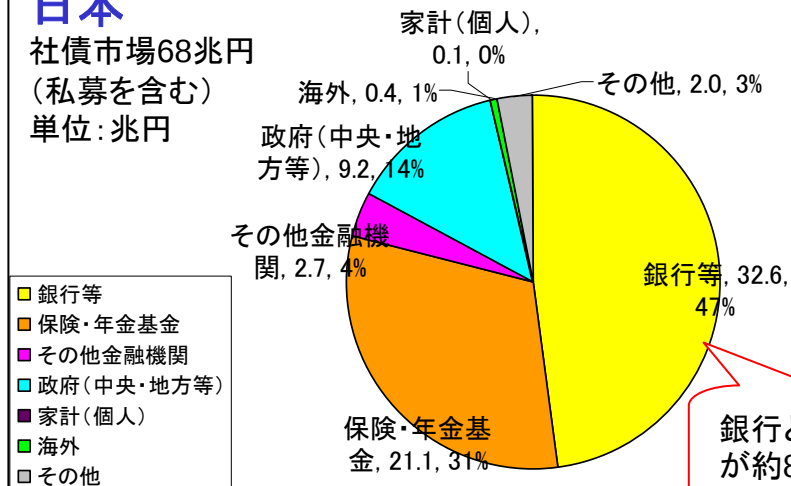
	米国	英国	日本
対外投資残高・株式	23.1	43.4	8.5
対外投資残高・債券	7.4	56.9	35.7
対内投資残高・株式	17.3	46.2	23.5
対内投資残高・債券	35.3	60.6	8.7

日本の債券市場は、海外からの資金流入が小さい。

日米の社債投資家層 <日本銀行、Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States>

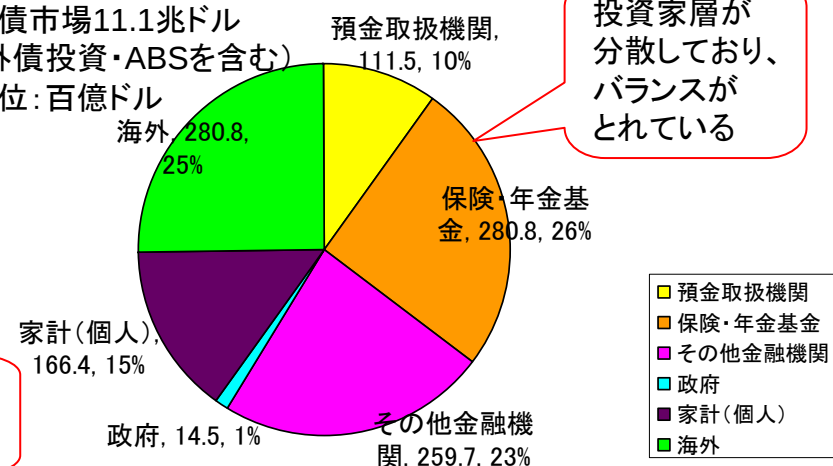
日本

社債市場68兆円
(私募を含む)
単位: 兆円



米国

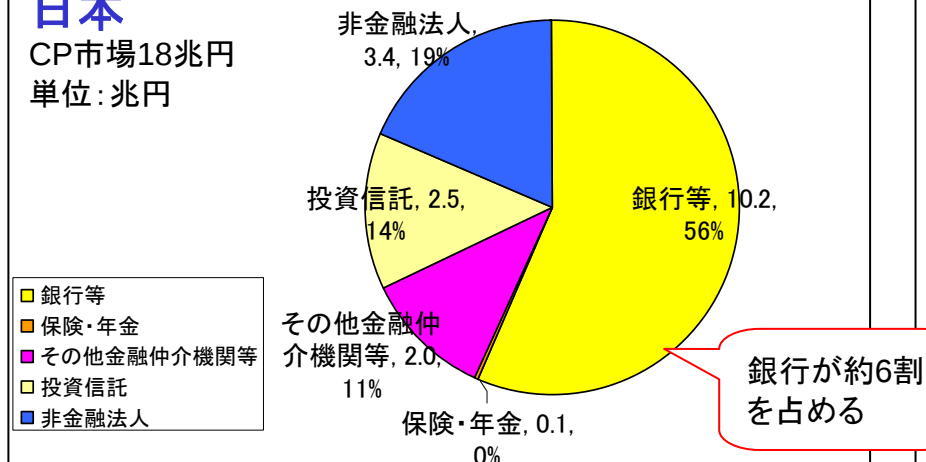
社債市場11.1兆ドル
(外債投資・ABSを含む)
単位: 百億ドル



日米のCP投資家層 <全銀協、投信協会、日本銀行、Federal Reserve Flow of Funds Accounts of the United States>

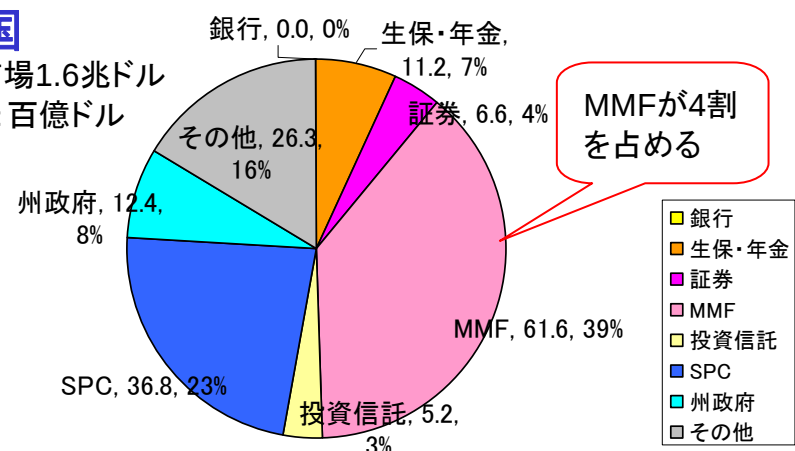
日本

CP市場18兆円
単位: 兆円



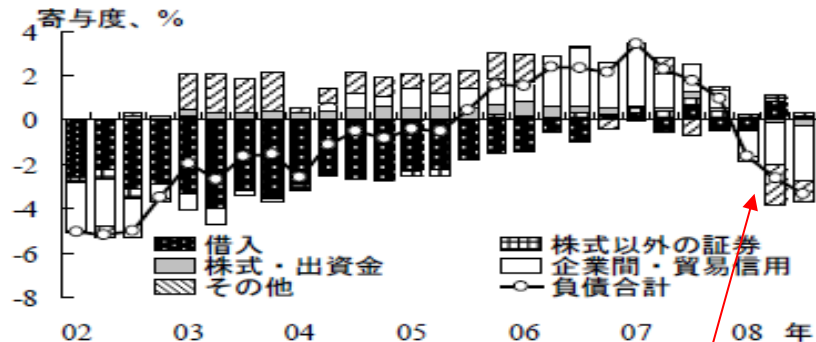
米国

CP市場1.6兆ドル
単位: 百億ドル



2. 金融危機と企業金融

企業の資金調達前年比の内訳 <日本銀行>



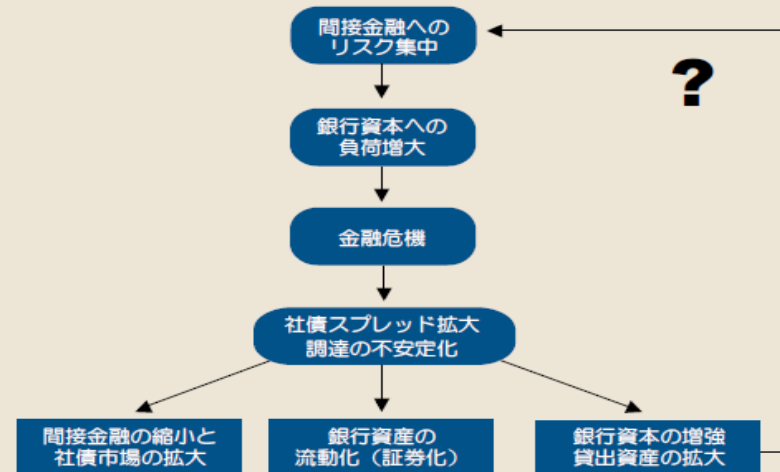
注) 「借入」、「株式・出資金」、「株式以外の証券」は、簿価、額面ベースの計数を利用。

資料) 日本銀行「資金循環統計」

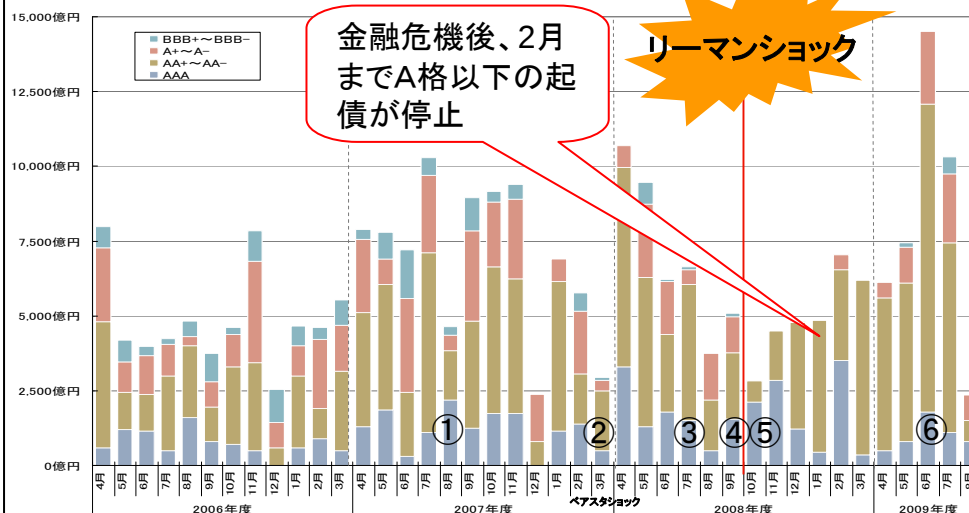
一貫して借入の返済により負債圧縮を図ってきたが、信用収縮の発生を受けて、企業間・貿易信用が減少する一方、借入は増加している

銀行システムと社債市場<PIMCO>

銀行システムと社債市場—歴史は繰り返す？



事業債の発行額推移



<社債市場の動向>

- ① 2007年8月 パリバショック
- ② 2008年3月 ベアー・スターンズショック
- ③ 2008年6~8月 不動産銘柄のデフォルトが頻発
(国内社債では2001年マイカル債以来のデフォルト)
- ④ 2008年9月 リーマンショック
- ⑤ 2008年10~11月 機関投資家向け起債が停止
- ⑥ 2009年6月 社債発行額が過去最大(単月)

<三菱商事の市場調達(リーマンショック後)>

- ・2008年12月 個人向け社債1,000億円
- ・2009年1月 機関投資家向け社債450億円
- ・2009年7月 機関投資家向け社債700億円
- ・2009年7月 高流動性シンジケートローン500億円

3. 日本の社債市場の課題

社債市場の活性化が
なぜ必要なのか

なぜ進まないか

どうすれば進む

外部環境

金融危機

銀行の
再編・集約

流動性リスク管理
の必要性

超金融緩和

タイトな
スプレッドカーブ

金融規制の強化

国際会計基準

成長分野への
効率的な資金配分

グローバル化
に向けた対応

少子・高齢化
の進行

金融 システム

・仲介機能の複線化を通じた
金融システムの安定化

・間接金融主体の金融市場

発行体

・調達手段の多様化を通じた
安定的な資金調達

・銀行借入中心の資金調達構造
・コスト意識と利便性
・直接金融に対する馴染みの薄さ
(格付・開示・IRなど)

機関 投資家

・運用の多様化

・クレジット投資への慎重姿勢
・債券インデックスにおける
社債の組み入れ比率の低さ
・Buy & Holdの運用スタイル

銀行 証券会社

・与信集中リスクの緩和
(銀行のストレス分散)
・証券業務の収益源の多様化

・株式やM&A業務との比較感

社債市場 のインフラ

・欧米に比肩し得る
金融資本市場の整備
・流通市場の活発化
・グローバル・マネーフローの
国際的ハブ

・市場関係者が多く
継続的な改革を進めにくい

個人 投資家

・生涯設計やライフスタイルに
合わせた資産運用

・運用対象が預金か
リスク度の高い投資に限られる
・社債を対象とした投信が少ない

・直接・間接のバランスのとれた発展

・資金調達コストに対する意識改革
・Debt Providerへの戦略的アプローチ
・銀行との新しい関係の構築
・財務規律

・アセットアロケーションの見直し
・インデックスの見直し
・流通市場を活用した利回りの向上

・クレジット・ポートフォリオ・マネジメントの推進
・証券化商品の適切な活用
・セカンダリー業務等のフィービネス拡大

・市場関係者が一体となった
改革への取り組み
・証券決済制度の改善
・税制の見直し

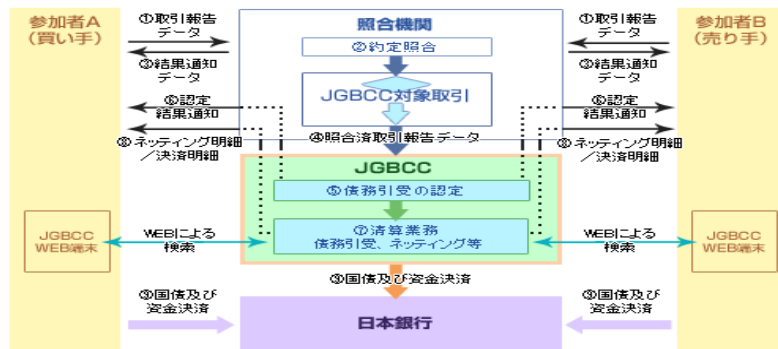
・「貯蓄から投資まで」幅広い品揃え
・ミドルリスク・ミドルリターン運用商品
としての社債の活用

市場のインフラ整備を進め、流通市場の活性化を促進し、社債市場の規模拡大を促す必要がある。

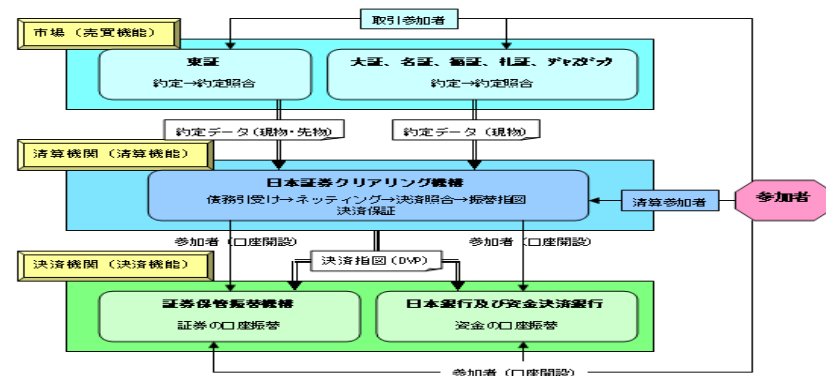
4. 証券決済制度の機能強化(1)

日本の証券決済制度

国債 : 日本国債清算機関(JGBCC)
約550兆円(長期国債、中期国債)



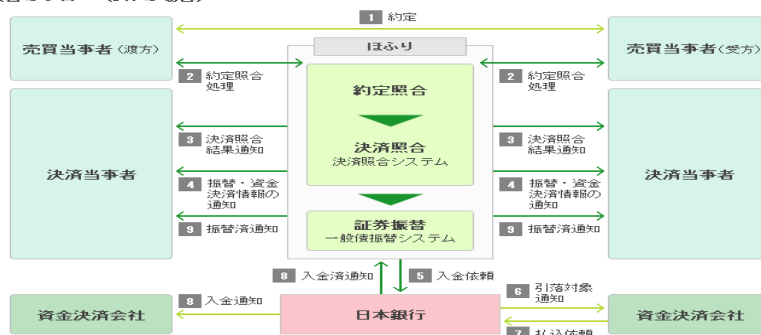
株式 : 日本証券クリアリング機構+証券保管振替機構
約320兆円(東証1部・2部・マザーズの時価総額)



社債 : 証券保管振替機構

約230兆円(一般事業債、公募地方債公募財投機関債、利付金融債、公募サムライ債、私募債等)

振替のフロー (DVPの場合)



＜日本の証券決済制度改革の経緯＞

2002年11月の日本証券業協会「証券決済制度改革の推進に向けて」公表後の進捗状況

2003年1月: 日本証券クリアリング機構が株式業務を開始

各証券取引所及びJASDAQで独立して行なわれていた株式の現物取引の清算及び決済のインフラ統一化を実現

2003年10月: 日本国債清算機関を設立

国債市場の主要プレーヤーである証券会社・銀行・短資会社による共同出資により、欧米並みの清算機関を設立

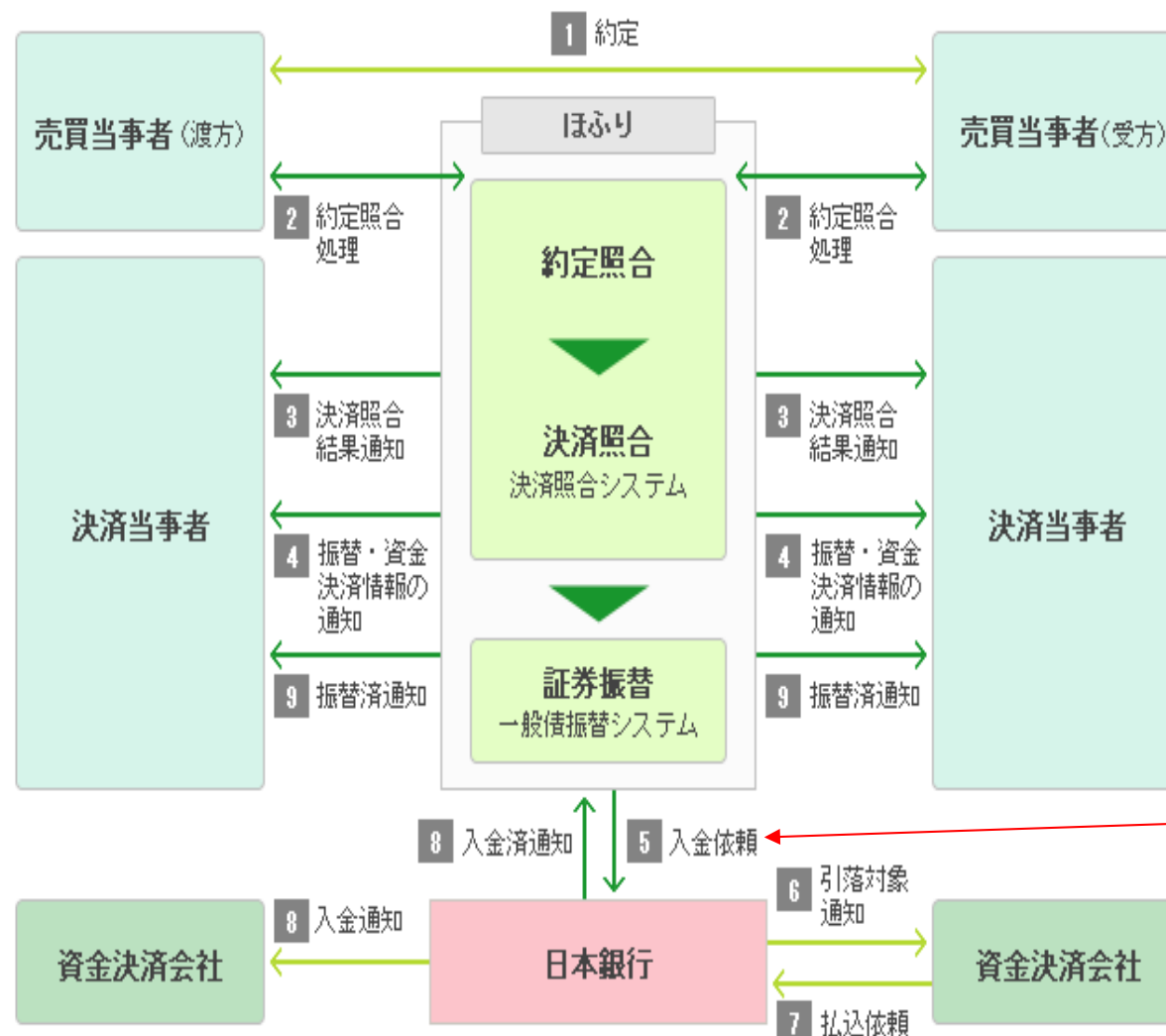
2006年1月: 一般債振替制度が開始

証券保管振替機構による振替業務を開始
→ 決済・清算機能の更なる向上が今後期待される

日本の証券決済制度では、国債・社債・株式の3つで振替・決済機能が分かれている。これらの機能の高度化や連携等を通じて、資本市場全体としての総合的な発展が望まれる。

社債の振替・決済制度

振替のフロー (DVPの場合)



• 証券保管振替機構(ほふり)は、社債の振替業務を行なっているが、清算機能(ネットイング)や資金決済機能については具備していない。

• ほふり自身は、社債においては清算・決済機能を提供しておらず、セントラル・カウンターパーティとしてレポ取引や証券貸借取引、保護預かりの範囲内での与信提供によるフェイルの回避、担保の時価評価など、投資家にとって利便性が高く、流通市場の流動性向上に資するサービスが提供されていない。

• 米国のDTCC(その傘下機関であるNSCC)や欧州のEuroclearといった証券決済機関では、このような機能を標準装備し、質の高いサービスを投資家に提供している。

• 例えば、レポ取引を可能とする仕組みがないことにより、社債ではショート取引による機動的な運用や証券会社によるマーケットメイクが活発に行なわれておらず、市場の流動性がなかなか高まらない要因になっている。

米国の証券決済制度 (DTC)



DTCC : 1999年に持株会社として設立。

DTC : 信託銀行免許とFRB口座を有するCSD (Central Security Depository)。NSCCにおいて実施されている証券取引の決済(売買ネッティング)に基づいて帳簿振替を行なう他、証券の保護預かりを行なう。米国も含めて110ヶ国、3.5百万件(約28兆ドル)の保護預かりを行なっている。

NSCC : Central Counterpartyとして、株式・事業債・地方債・ETF・投資信託といった取引の清算・決済・リスク管理を行なう他、取引執行の保証等を行なう。

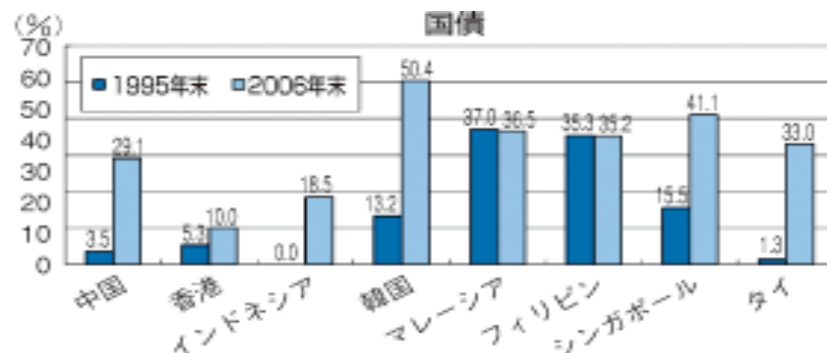
FICC : 2003年に米国債の清算機関とMBS清算機関を統合して設立。

<DTC・NSCC・FICCは、参加者に対して、当事者からの委託業務に応じて一定の担保を維持することを義務付けている。>

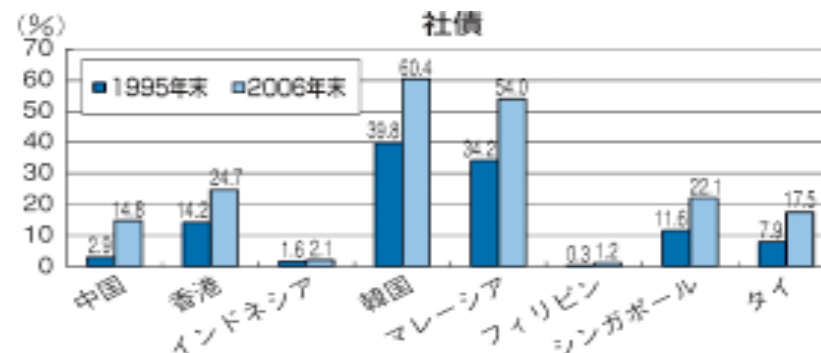
DTCC Solutions : 公開買付・CBの転換・株式分割・配当・利払い等のCorporate Actionをサポートする。シンジケートローンも対象として取り扱う。

Deriv/SERV : 2007年に設立。金利・為替・株式・CDSといったOTCデリバティブ取引のサポート業務を行なう。

アジア各国の債券市場規模（対GDP対比）＜財務省「通商白書」2008年版＞

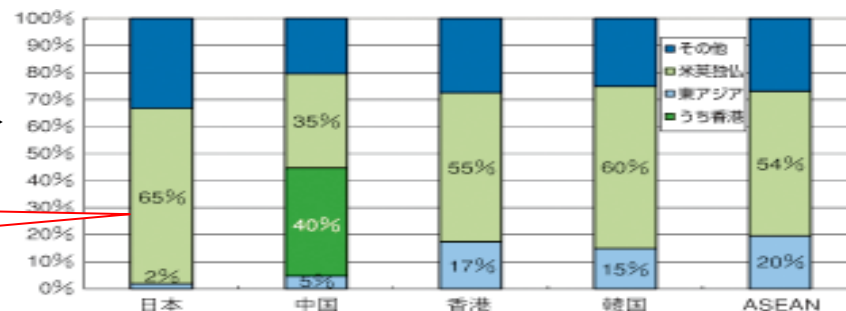


資料：ADB「Asian Bonds Online」。



アジア諸国・地域の対外証券投資残高の地域別割合（2006年）＜財務省「通商白書」2008年版＞

債券投資は、
対欧米に偏重



資料：IMF「Portfolio Investment: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIs) Data」。

＜財務省「通商白書」からの抜粋＞

アジアにおいては、90年代後半のアジア通貨危機の経験を踏まえて、債券市場を育成し、間接金融から直接金融へシフトしようとする取り組みがなされてきた。

然し、アジアの債券市場は「①市場インフラが未整備、②市場の規模が限定的」であるため、発行者と投資家が少なく、流動性が低い、商品の種類が少ない、といった問題を抱えている。

その結果、アジア域内の豊富な貯蓄は域内の他国の債券ではなく、米国債を中心とする欧米の債券に投資されている。これは、貿易取引ではアジアの域内貿易比率が60%に達しているのと対照的であり、アジアにおいては、实体经济の一体化に金融・資本市場の一体化が追いついていないことを示している。

- ① 日本の社債市場は規模が小さく、資金調達は間接金融偏重となっており、構造上の課題を抱えている。金融危機などの環境の変化を踏まえれば、**社債市場の活性化**を通じ、**金融システムの安定化や効率的な資金配分**に向けた対応が求められる。社債市場の活用は、資金調達の多様化を通じ**企業の経営基盤の安定化**に繋がっていく。
- ② 社債投資の活性化は、約1,400兆円の個人金融資産の有効活用にも繋がると期待される。「貯蓄から投資へ」の意味を正しく理解し、運用商品の多様化を進めることは、少子高齢化が進む中で、**個人の生涯設計やライフスタイルに合わせたポートフォリオ構築**に資すると考えられる。
- ③ 社債市場のインフラ整備として、**証券決済制度の改善**を進めていくことが求められる。欧米市場では、レポ取引・証券貸借取引など、**投資家にとって利便性が高い多様なサービス**が提供されている。インフラ整備を進めることにより、社債投資の利便性向上、市場の流動性の増加、投資家層の拡大、発行体の増加、という好循環に繋がることが期待される。
- ④ 国際レベルの市場インフラを整備することで、アジア金融資本市場の中心的役割の強化にも繋がると考えられる。**グローバル・マネーフローのハブ**となることを通じ、日本の成長をサポートする力になることが期待される。
- ⑤ このような観点に立ち、**市場関係者が一体となって**社債市場のインフラ整備を推進し、バリューネットワークを構築していくことが望まれる。社債市場の課題は、プライマリー・セカンダリーの市場慣行、発行体・投資家・金融仲介者・振替機関といった市場関係者、制度・システムなど、様々な観点から検討する必要がある。