

第 1 章 社債市場の現状

第1章 社債市場の現状

本章では、主として、日本証券業協会の『証券業報』、日本銀行の「資金循環表」など社債に関する統計資料を中心とした分析により、近年の社債の発行・流通市場の動向について説明する。

1.1 本調査研究における社債の範囲

図表1-1は公社債を日本証券業協会発行『証券業報』の「公社債発行額・現存額」に関する統計で用いられている区分におおむね準拠して分類したものである。

社債とは、一般に、図表1-1の公募債のうち普通社債・転換社債¹・資産担保型社債及び私募社債を指すが、本稿では、そのうち、主として普通社債を対象に説明を行う。

図表1-1 公社債の分類

		募集方法	
		公募	私募
発行 体	公共部門	国債 地方債 政府保証債 財投機関債	縁故地方債 私募特別債
	特定の金融機関	金融債	
	民間部門 その他	普通社債 電力債 電力債以外の一般社債 転換社債 資産担保型社債	私募社債
	非居住者	円建外債 資産担保型社債	(発行・現存は捕捉されず)

(備考) 日本証券業協会『証券業報』「公社債発行額・現存額」の分類方法を参考に作成。

¹ 転換社債については、平成14年4月以降、正式名称は「新株予約権付社債」とが、本稿では、これまで名称として広く用いられている「転換社債」という名称を使用している。

1.2 公社債市場全体における社債の位置付け

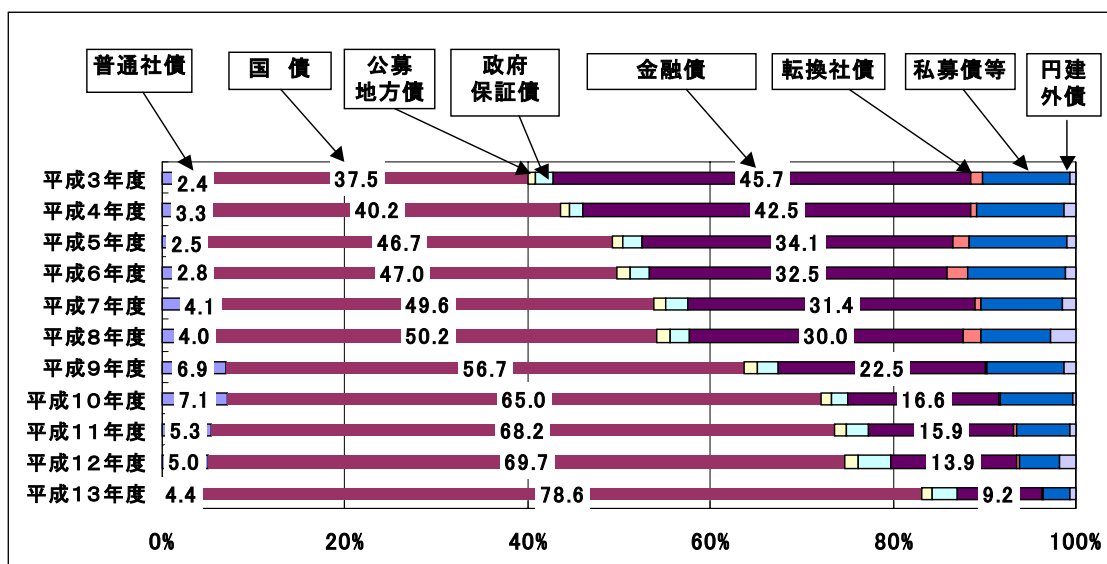
1.2.1 発行額

公社債の発行市場全体における占める社債の構成比については、平成13年度は4.4%と、平成3年度と比較すると、2.0ポイントの増加(2.4%→4.4%)となっている(図表1-2を参照)。

社債以外の公社債については、国債が(平成3年度:37.5%→平成13年度:78.6%)と41.1ポイントもの大幅な増加となっている。

一方、平成3・4年度当時は、国債以上に発行額が大きかった金融債²は、(平成3年度:45.7%→平成13年度:9.2%)と36.5ポイントもの大幅な減少となっている。公社債の発行市場においては、社債が金融債に代わって民間債の代表格になりつつあることを示している。

図表1-2 公社債発行額の構成比の推移



- (備考) 1 日本証券業協会『証券業報』から作成。
 2 政府保証債は、政府保証債と財投機関債である。
 3 私募債等は、私募社債、縁故地方債、私募特別債、資産担保型社債である。
 4 計数ごとに四捨五入したため、合計が100%にならない場合がある(以下の図表も同様)。

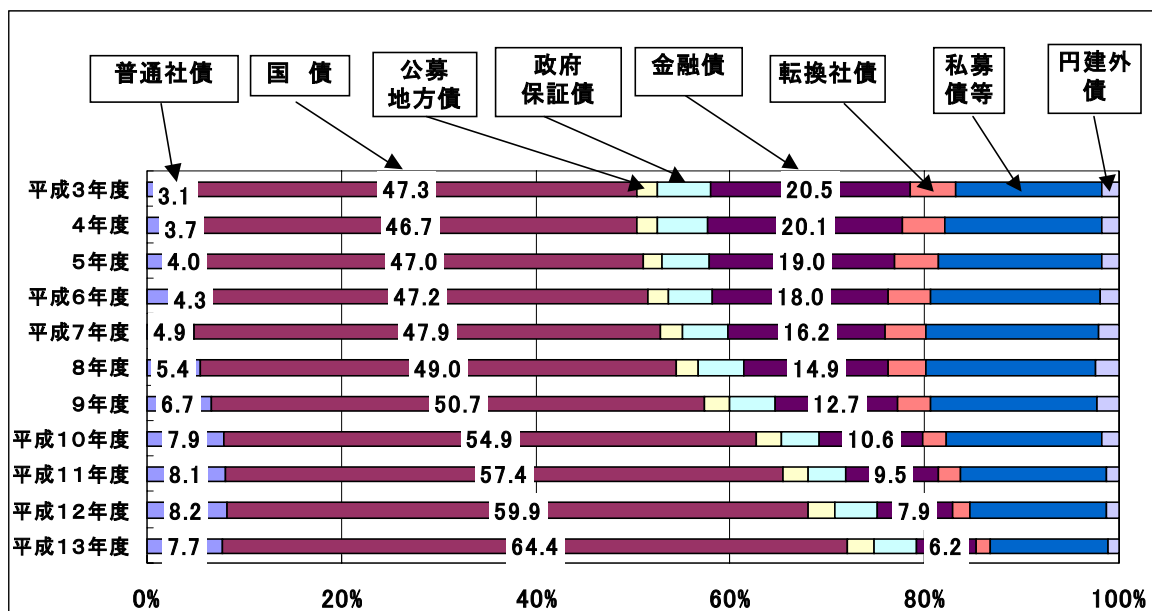
² 銀行の資金調達手段を主として預金に限定し、長期信用銀行など特定の金融機関の資金調達手段として認められていた金融債だが、平成11年に普通銀行に対しても社債発行が認められるようになったため、存在意義は薄らいできている。

1.2.2 現存額

図表1-3は平成3-13年度の公社債市場全体に占める社債の現存額(=社債の発行残高)に関する構成比の推移を示したもののだが、平成13年度末には、社債の比率は7.7%になっている。

社債の構成比は年々増加しており、平成3年度と平成13年度とを比較すると、(平成3年度:3.1%→平成13年度:7.7%)と4.6ポイントの増加、構成比で2倍以上となっている。社債以外の公社債では、国債が(平成3年度:47.3%→平成13年度:64.4%)と17.1ポイントもの大幅な増加なのに対し、平成3-6年度当時は、社債に次いで現存額が大きかった金融債は、(平成3年度:20.5%→平成13年度:6.2%)と14.3ポイントもの減少となっている。

図表1-3 公社債現存額の構成比の推移



(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

1.2.3 売買額

公社債市場全体³に占める社債の売買額⁴(「売り」と「買い」の往復ベース)の構成比について、平成13年度は2.1%と比率は小さいが、(平成3年度:0.4%→平成13年度:2.1%)と1.7ポイント増加している(図表1-4を参照)。

社債以外の公社債では、国債が平成3年度から平成13年度までの期間を通して、91-96%

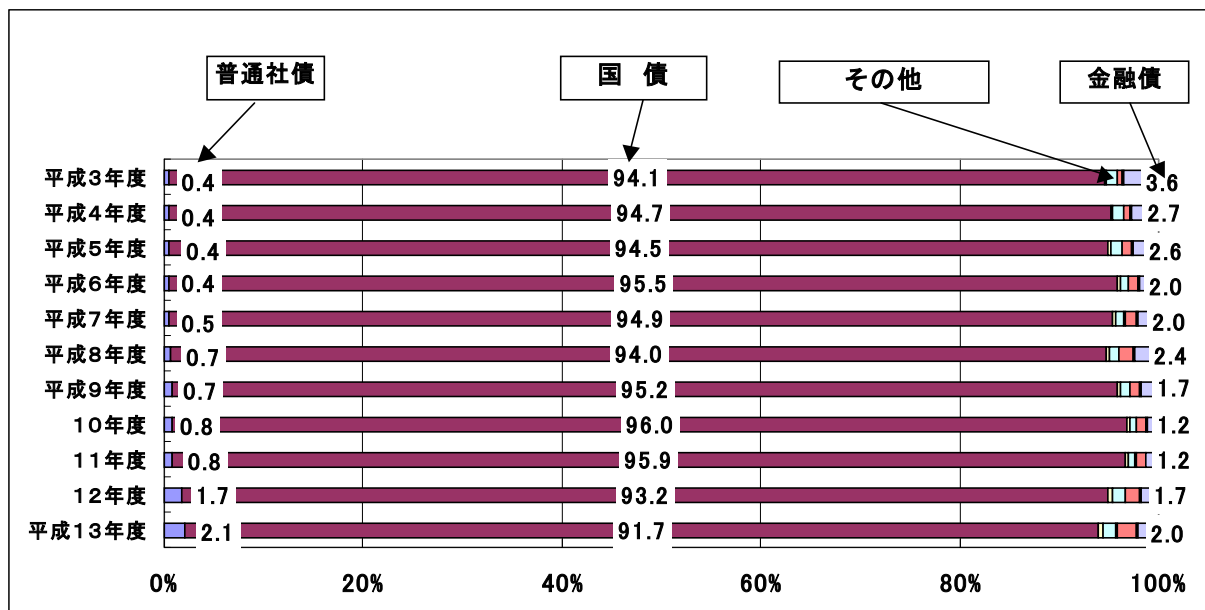
³ 我が国の公社債流通市場は、証券取引所で行われる取引所市場と証券会社等の店頭で取引が行われる店頭市場とに大別されるが、公社債売買額全体に関する店頭取引のウエイトは、圧倒的に大きいため、ここでは、店頭取引について分析する。

⁴ 売買額については、現先取引分を含んでいる。現先取引は一定期間後に一定価格で買い戻す(売り戻す)ことをあらかじめ約束して債券を売却する(買い付ける)債券売買取引で、実質的には債券を担保とした短期の金融取引である。

台と非常に高い比率で推移している一方で、金融債の比率が、(平成3年度:3.6%→平成13年度:2.0%)と1.6ポイント低下している。

公社債の流通市場では国債の比率が圧倒的に高いが、民間債については、金融債の比率が低下する一方社債の比率は上昇しており、流通市場においても、金融債に代わって社債が民間債の代表格になりつつある。

図表1-4 公社債売買額全体に占める社債の構成比の推移



(備考) 1 日本証券業協会のホームページ「公社債種類別店頭売買高」から作成。
2 「その他」とは、国債、普通社債及び金融債、以外の公社債を示す。

1.3 近年の社債の発行額・現存額・売買額の推移

1.3.1 発行額

ここでは、日本証券業界発行『証券業報』「公社債発行額・現存額」で用いられている分類に従い、普通社債を、「電力債」「一般債」「NTT・JR・JT債」(表記上は、以下「NTT等債」という。)の三つに分類して、発行額をみる。

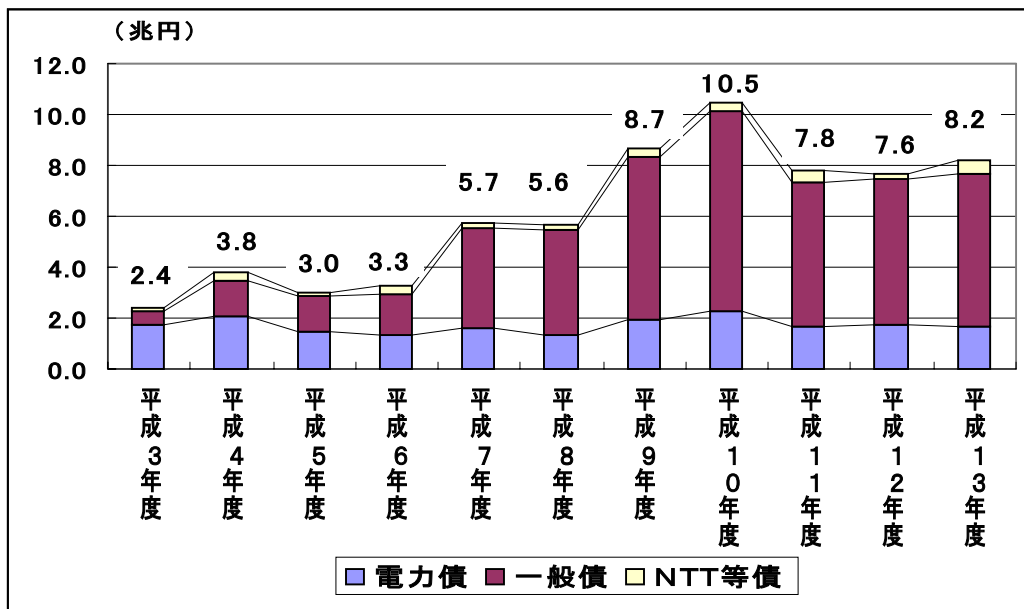
平成3-13年度における普通社債発行額全体の推移をみると、平成3年度の2.4兆円から、社債の償還等の影響もあって増減を繰り返し、平成10年度には10.5兆円に達した後、平成11-12年度は低下した後、平成13年度は上昇して8.2兆円となっている(図表1-5参照)。

種類別の構成比をみると、一般債が平成13年度には73.8%と普通社債全体の3/4に近く達し、平成3年度の22.7%から、52.5ポイントの増加となっている（図表1-6参照）。

一方、平成3年度当時は71.1%あった電力債については、平成13年度には20.0%と、51.1ポイントの低下となっている。また、NTT等債についても、平成3年度の6.2%から、平成13年度の6.2%と、変化していない。

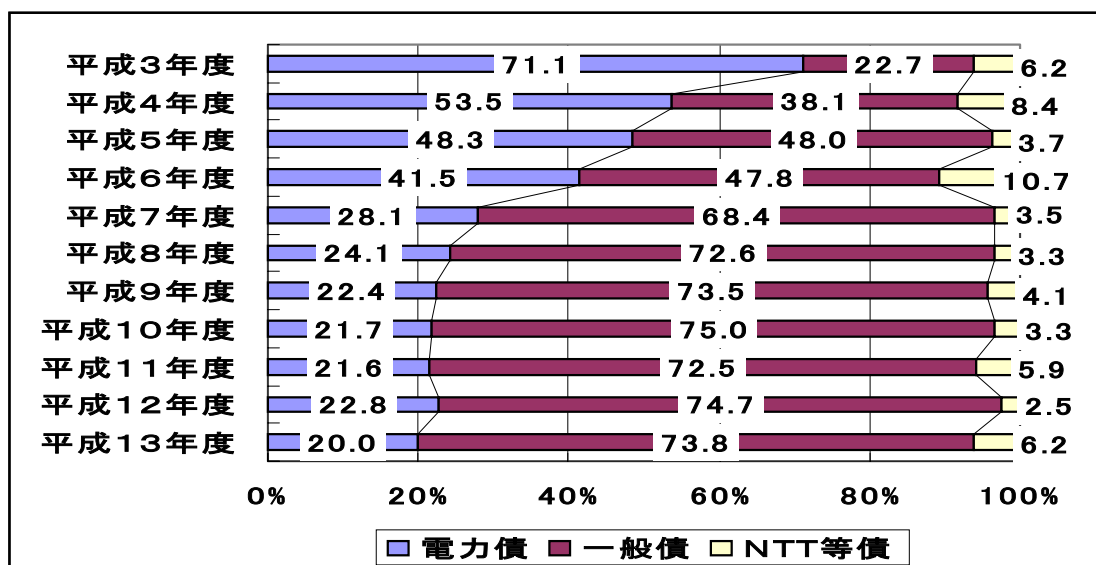
なお、発行金額については、電力債はあまり変化しておらず、また、NTT等債の発行額は、平成3年度から平成13年度にかけて、3.4倍程度増加しているが、一般債の発行額の伸びが急激であったため、電力債の構成比は大幅に低下し、また、NTT等債は変化のないものになっている。

図表1-5 普通社債の種類別発行額の推移



（備考）野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

図表 1 - 6 普通社債種類別発行額の構成比の推移



(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

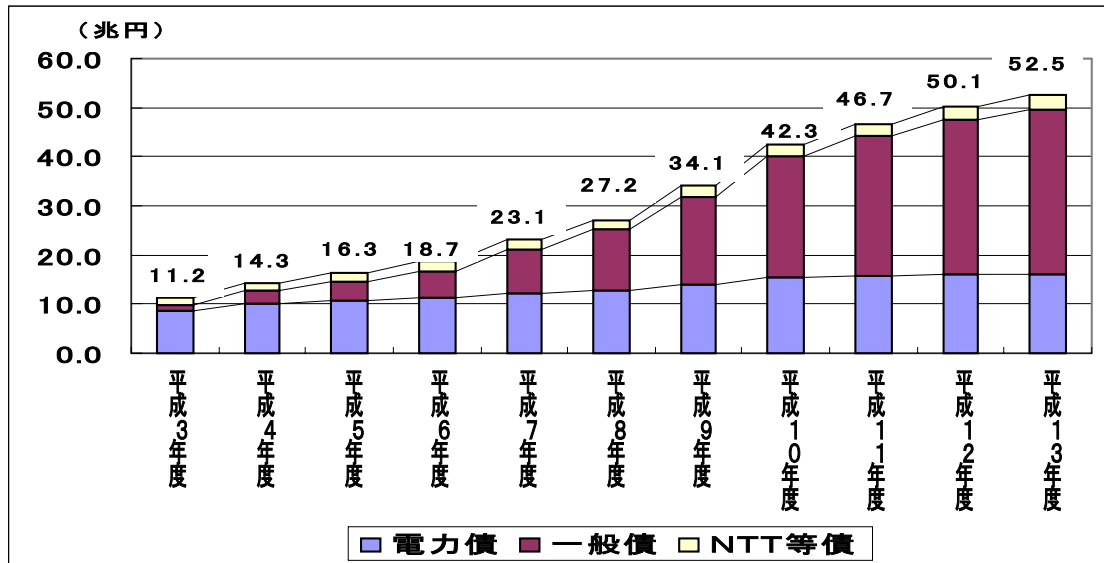
1.3.2 現存額

平成3-13年度における普通社債現存額全体の推移をみると、平成3年度の11.2兆円から毎年増加し、平成13年度は52.5兆円に達している(図表1-7参照)。

種類別には、一般債が平成13年度には64.1%であり、平成3年度の11.6%から、52.5ポイントの増加となっている(図表1-8参照)。

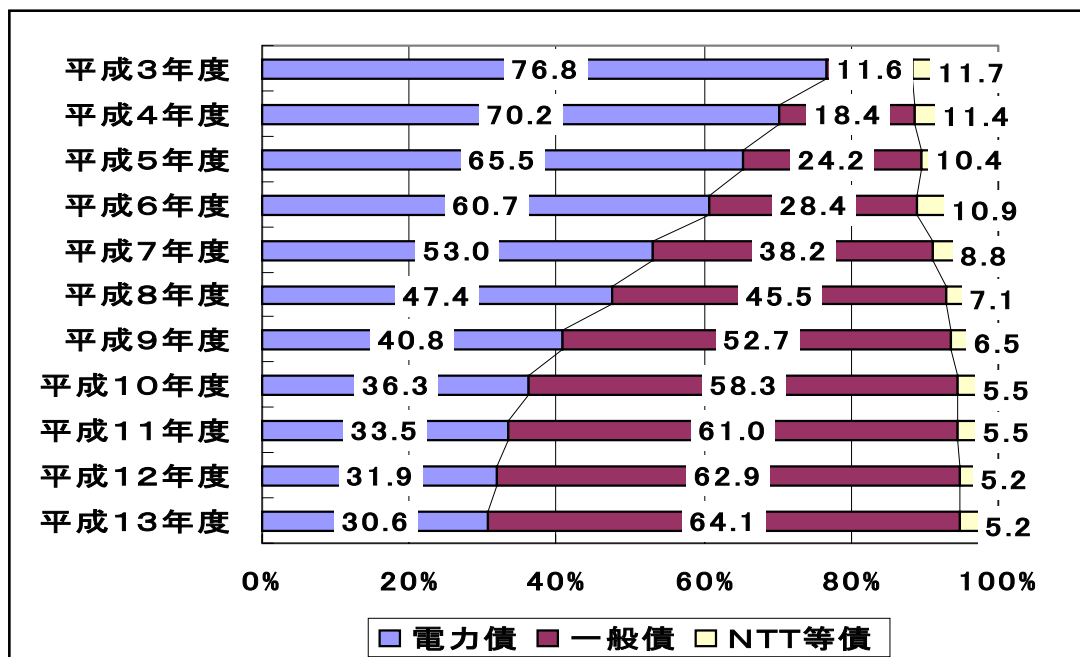
一方、平成3年度当時は76.8%近くあった電力債については、平成13年度には30.6%と、46.2ポイントの低下となっている。また、NTT等債についても、平成3年度の11.7%から、平成13年度の5.2%と、6.5ポイントの低下となっている。現存額については、発行額ほどではないが、一般債の構成比率は大きく増加している。

図表 1 - 7 普通社債の種類別現存額の推移



(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

図表 1 - 8 普通社債種類別現存額の構成比の推移



(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

1.3.3 売買額

ここでは、日本証券業界発行『証券業報』「公社債種類別売買高」で用いられている分類⁵に従い、普通社債を、「電力債」「一般債」「公募電電債」の三つに分類して、売買額をみる。

平成3－13年度における普通社債売買額全体の推移をみると、平成3年度の9.2兆円から一貫して増加し、平成13年度は54.1兆円となっており（図表1－9参照）、社債の流通市場が順調に拡大していることを示している。

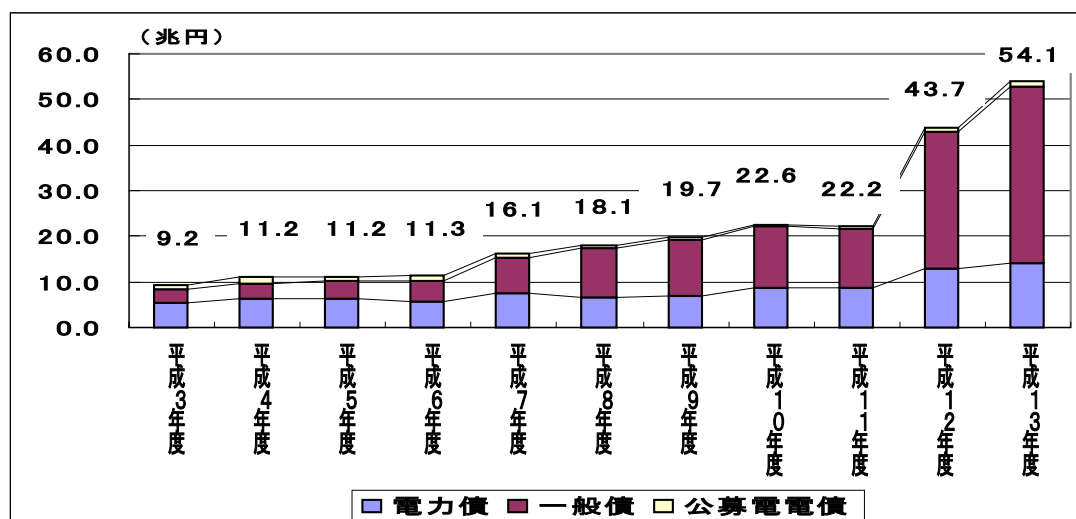
種類別の構成比をみると、一般債が平成13年度には72.0%であり、平成3年度の31.7%から、40.3ポイントの増加となっている（図表1－10参照）。

一方、平成3年度当時は59.3%あった電力債については、平成13年度には25.9%と、33.4ポイントの低下となっている。社債については、発行市場だけではなく、流通市場においても、電力債の比率が低下し、変わって、一般社債の比率が増加している。

また、公募電電債についても、平成3年度の9.0%から、平成13年度の2.1%に低下している。

なお、電力債及び公募電電債の売買額自体は、平成3年度から平成13年度にかけて増加しており、一般債の売買額の伸びが急激であったため、電力債・公募電電債の構成比は大幅に低下している。

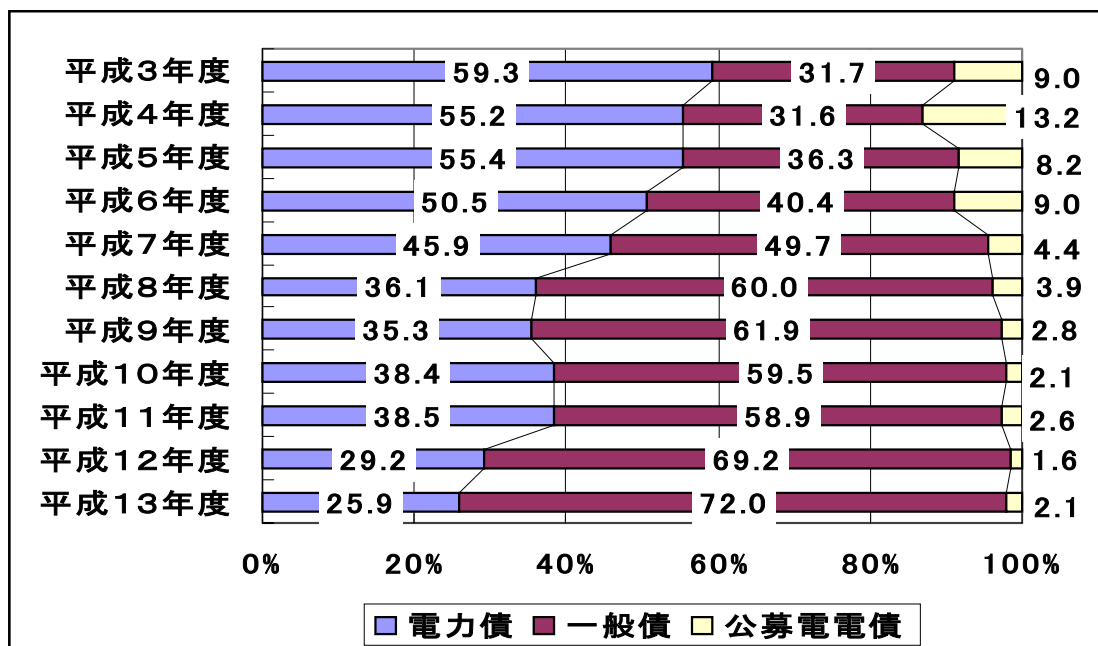
図表1－9 普通社債の種類別売買額の推移



（備考）野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

⁵ 『証券業報』「公社債発行額・現存額」の分類とは、多少異なっている。一般債については、「交通債・放送債」に分類されている数字を含んでいる。公募電電債には、当然ながら、JR・JT債を含んでおらず、それらは一般債（公社債種類別売買高の表記上は、「一般社債」）に含まれている。

図表 1-10 普通社債種類別売買額の構成比の推移



(備考) 野村総合研究所『公社債要覧』、日本証券業協会『証券業報』から作成。

1.4 投資家別の社債投資の動向

ここでは、資金循環統計の「事業債」という取引項目を基に、平成元年度から13年度までの、投資家別の社債投資の動向をみる。なお、資金循環統計における「事業債」の定義・範囲は、次のとおりである。

事業債は、株式会社が国内で発行した債券である。これは、証券取引法上の「担保付又は」無担保の社債」に該当するものであり、①普通社債（『公社債便覧』における電力債、JR債、NTT債、一般債）、②転換社債、③新株引受権付社債が含まれている（日本銀行調査統計局[2002年1月]「資金循環統計の解説」による。）。

1.4.1 社債市場全体に占める投資家の比率

資金循環統計の取引主体は、大きく、金融機関、国内非金融部門、海外、の3つに分類されているが、金融機関の社債の保有比率が高いため、以下では、金融機関については、中央銀行、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関、非仲介型金融機関、の5つに区分し、合計10部門に分類して説明する。

社債の取引主体別の保有状況（平成13年度末現在）については、金融機関の比率が圧倒的に高く、79.4%もの高い比率を占めている。

金融機関については、保険・年金基金(37.1%)、預金取扱機関(32.6%)、その他金融仲介機関(8.8%)、非仲介型金融機関(0.9%)、の順に高い比率になっており、中央銀行は0%である。

金融機関以外については、対家計民間非営利団体(7.0%)、一般政府(5.4%)、非金融法人企業(4.8%)、海外(1.8%)、家計(1.6%)、の順に高い比率になっている。

図表 1-11 は、社債について取引主体別残高の構成比の推移（平成元年度－平成 13 年度）をグラフ化したもので、図表 1-12 は社債の保有残高の実額と構成比を示したものである。

総じて、「国内非金融部門」が社債保有のシェアを増加させ（7.9%→18.8%）、逆に「金融機関」が社債保有シェアを低下させている（91.2%→79.4%）。

信用リスクがあって、流動性の低い社債保有に金融機関が消極的であり、運用難等を背景に、信用リスクはあるが高い利回り確保が期待出来る社債保有に国内非金融部門が積極的であったことがうかがわれる。

図表 1-11 について、平成元年度と平成 13 年度とを比較して、構成比が増加している主な取引主体は、「対家計民間非営利団体」、「非金融法人企業」「一般政府」、である。

ア 学校法人、社会福祉法人等を含む「対家計民間非営利団体」について、平成元年度と平成 13 年度とを比較すると、（平成元年度:1.8%→平成 13 年度:7.0%）と 5.2 ポイントの大幅な増加になっている。

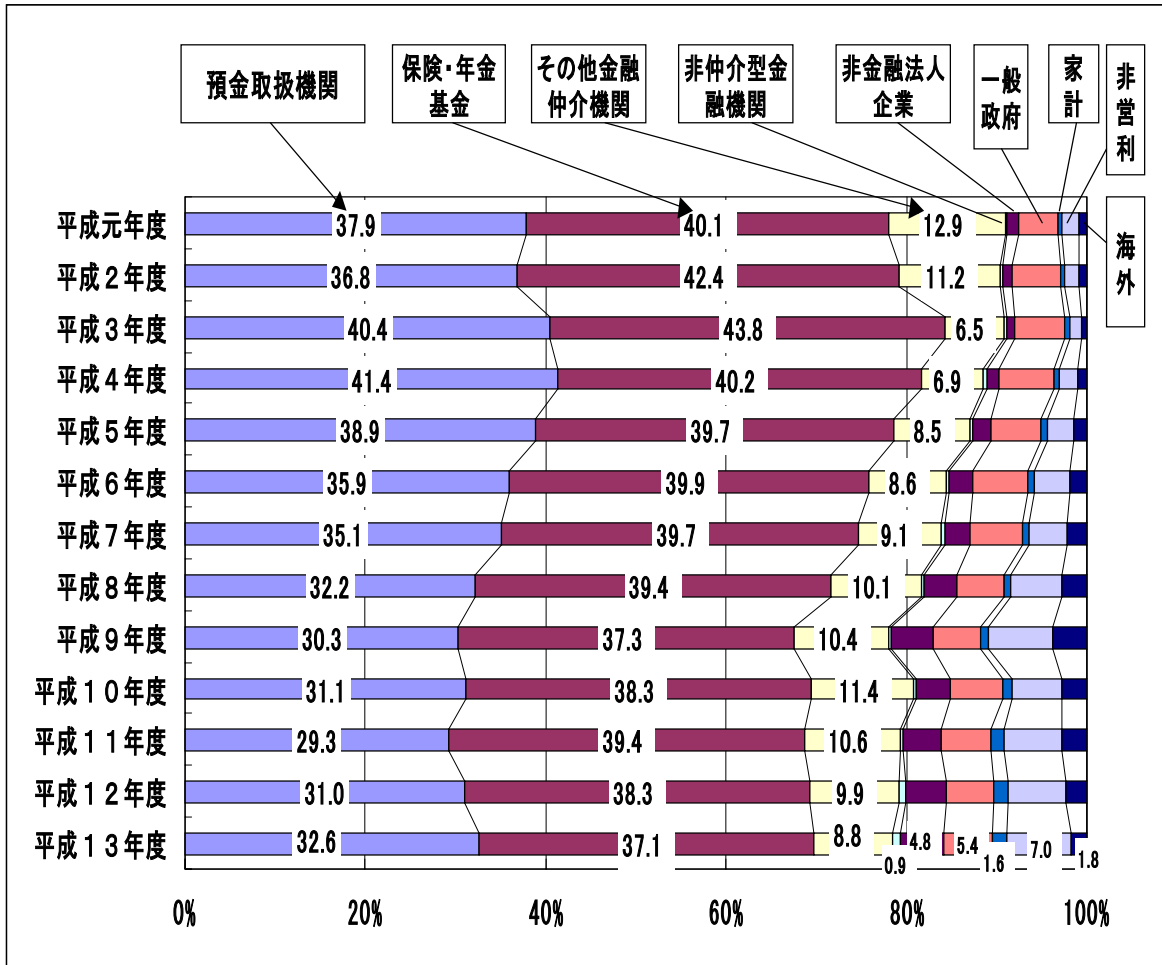
イ 「非金融法人企業」の割合も、（平成元年度:1.2%→平成 13 年度:4.8%）と 3.6 ポイントの増加、「一般政府」も（平成元年度:4.4%→平成 13 年度:5.4%）と 1.0 ポイントの増加となっている。

逆に、平成元年度と平成 13 年度とを比較して、構成比が低下している主な取引主体は、「預金取扱機関」「その他金融仲介機関」「保険・年金基金」である。

ウ 最も減少しているのは、「預金取扱機関」で、平成元年度と平成 13 年度とを比較すると、（平成元年度:37.9%→平成 13 年度:32.6%）と、5.3 ポイントの減少（うち、合同運用信託が 4.2 ポイント減少）している。ただし、平成 12-13 年度は社債保有のシェアを高めている。

エ 同様に、「その他金融仲介機関」は、（平成元年度:12.9%→平成 13 年度:8.8%）と 4.1 ポイントの減少（うち、株式投信が 4.2 ポイントの減少）、「保険・年金基金」も（平成元年度:40.1%→平成 13 年度:37.1%）と 3.0 ポイントの減少（うち、企業年金が 11.1 ポイントの減少）となっている。

図表 1 - 11 社債の取引主体別保有残高構成比の推移



(備考) 日本銀行「資金循環統計」から作成。

図表 1-12 社債の取引主体別資産残高の推移

(単位：億円)

	年度末	平成元年度	平成2年度	平成3年度	平成4年度	平成5年度	平成6年度	
金融機関		237,930 (91.2%)	253,033 (90.7%)	302,763 (91.1%)	344,564 (88.9%)	371,406 (87.4%)	393,971 (84.7%)	
中央銀行		0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	
預金取扱機関		98,938 (37.9%)	102,620 (36.8%)	134,251 (40.4%)	160,551 (41.4%)	165,420 (38.9%)	167,101 (35.9%)	
保険・年金基金		104,620 (40.1%)	118,378 (42.4%)	145,595 (43.8%)	156,007 (40.2%)	168,630 (39.7%)	185,597 (39.9%)	
その他金融仲介機関		33,776 (12.9%)	31,114 (11.2%)	21,755 (6.5%)	26,820 (6.9%)	36,048 (8.5%)	39,793 (8.6%)	
非仲介型金融機関		596 (0.2%)	921 (0.3%)	1,162 (0.3%)	1,186 (0.3%)	1,308 (0.3%)	1,480 (0.3%)	
国内非金融部門		20,661 (7.9%)	23,735 (8.5%)	27,347 (8.2%)	39,219 (10.1%)	47,329 (11.1%)	61,922 (13.3%)	
非金融法人企業		3,095 (1.2%)	2,959 (1.1%)	2,836 (0.9%)	5,169 (1.3%)	8,255 (1.9%)	12,016 (2.6%)	
一般政府		11,598 (4.4%)	14,778 (5.3%)	18,253 (5.5%)	23,620 (6.1%)	23,595 (5.6%)	28,326 (6.1%)	
家計		1,256 (0.5%)	1,493 (0.5%)	1,939 (0.6%)	2,559 (0.7%)	2,911 (0.7%)	3,288 (0.7%)	
対家計民間非営利団体		4,712 (1.8%)	4,505 (1.6%)	4,319 (1.3%)	7,871 (2.0%)	12,568 (3.0%)	18,292 (3.9%)	
海外		2,347 (0.9%)	2,244 (0.8%)	2,151 (0.6%)	3,921 (1.0%)	6,262 (1.5%)	9,114 (2.0%)	
合計		260,938 (100.0%)	279,012 (100.0%)	332,261 (100.0%)	387,704 (100.0%)	424,997 (100.0%)	465,007 (100.0%)	
	年度末	平成7年度	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度	平成13年度
金融機関		429,405 (84.3%)	454,608 (82.0%)	461,114 (78.3%)	500,360 (81.1%)	521,007 (79.6%)	552,856 (79.9%)	543,549 (79.4%)
中央銀行		0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)
預金取扱機関		178,695 (35.1%)	178,305 (32.2%)	178,712 (30.3%)	191,924 (31.1%)	191,732 (29.3%)	214,297 (31.0%)	223,241 (32.6%)
保険・年金基金		202,109 (39.7%)	218,577 (39.4%)	219,405 (37.3%)	236,443 (38.3%)	258,058 (39.4%)	265,355 (38.3%)	254,258 (37.1%)
その他金融仲介機関		46,618 (9.1%)	56,214 (10.1%)	61,382 (10.4%)	70,169 (11.4%)	69,128 (10.6%)	68,661 (9.9%)	59,999 (8.8%)
非仲介型金融機関		1,983 (0.4%)	1,512 (0.3%)	1,615 (0.3%)	1,824 (0.3%)	2,089 (0.3%)	4,543 (0.7%)	6,051 (0.9%)
国内非金融部門		69,386 (13.6%)	84,451 (15.2%)	105,358 (17.9%)	99,255 (16.1%)	114,958 (17.6%)	123,412 (17.8%)	128,988 (18.8%)
非金融法人企業		14,256 (2.8%)	20,431 (3.7%)	27,489 (4.7%)	22,551 (3.7%)	27,801 (4.2%)	31,576 (4.6%)	32,655 (4.8%)
一般政府		29,574 (5.8%)	28,491 (5.1%)	30,762 (5.2%)	36,113 (5.9%)	35,796 (5.5%)	36,066 (5.2%)	36,862 (5.4%)
家計		3,869 (0.8%)	4,426 (0.8%)	5,272 (0.9%)	6,260 (1.0%)	9,982 (1.5%)	10,932 (1.6%)	11,211 (1.6%)
対家計民間非営利団体		21,687 (4.3%)	31,103 (5.6%)	41,835 (7.1%)	34,331 (5.6%)	41,379 (6.3%)	44,838 (6.5%)	48,260 (7.0%)
海外		10,796 (2.1%)	15,498 (2.8%)	22,381 (3.8%)	17,105 (2.8%)	18,188 (2.8%)	15,829 (2.3%)	12,067 (1.8%)
合計		509,587 (100.0%)	554,557 (100.0%)	588,853 (100.0%)	616,720 (100.0%)	654,153 (100.0%)	692,097 (100.0%)	684,604 (100.0%)

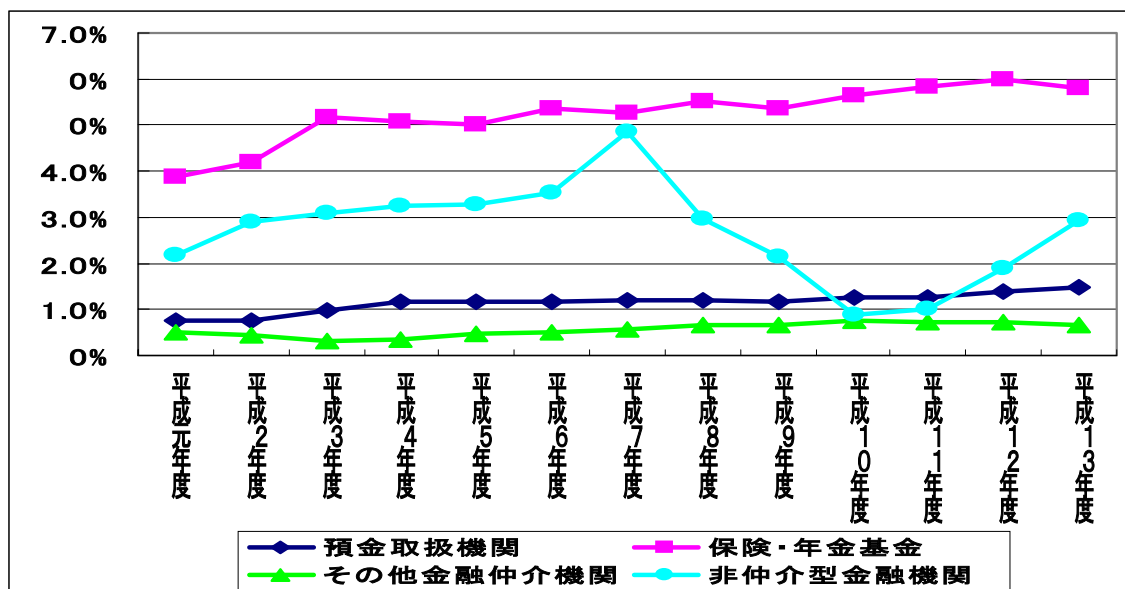
- (備考) 1 日本銀行「資金循環統計」から作成。
 2 計数ごとに四捨五入したため、合計が100%にならない場合がある。

1.4.2 取引主体別の社債保有比率

金融機関について、平成元～13年度について、保有金融資産全体に占める社債の保有比率をみると、いずれの部門も社債保有比率を上昇させている。平成13年度末では、保険・年金基金（5.8%）、非仲介型金融機関（2.9%）、預金取扱機関（1.5%）、その他金融仲介機関（0.7%）の順に高くなっている⁶（図表1-13及び1-15参照）。

また、同様に、国内非金融部門及び海外についてみると、いずれの部門も社債の保有比率を上昇させているが、平成13年度末において、家計（0.1%）、非金融法人企業（0.5%）、海外（0.5%）、一般政府（0.8%）のいずれもが1%未満の低い水準であるが、対家計民間非営利団体については、平成元年度の1.1%から平成13年度の10.0%に大幅に上昇している⁷（図表1-14及び1-15参照）。

図表1-13 金融機関の社債保有比率の推移

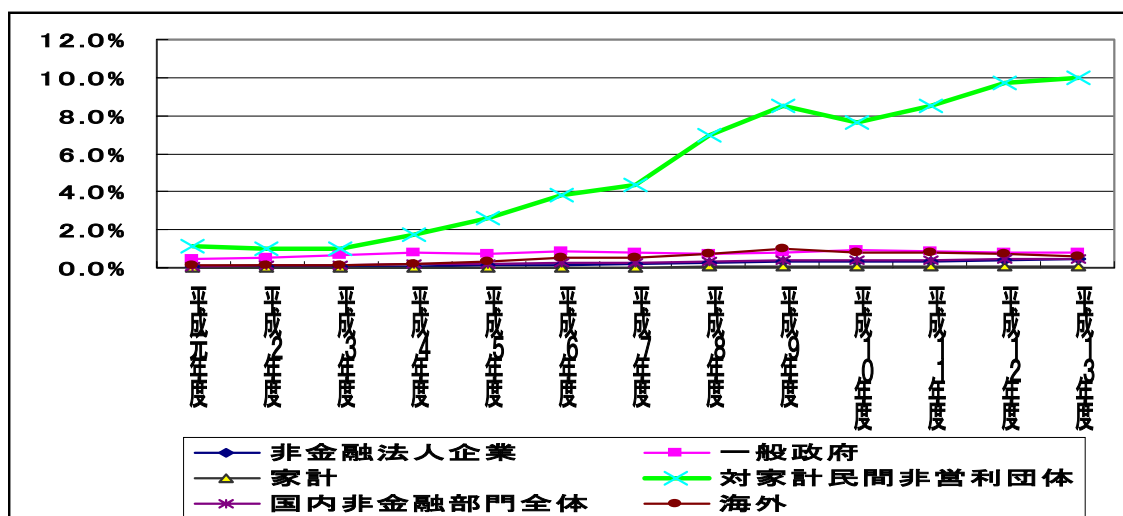


（備考） 日本銀行「資金循環統計」から作成。

⁶ 例えば、民間生命保険の場合には、ALM上の要請から債券運用を増加させており、その一環として社債投資を増やしているといわれている。

⁷ 代わって、金融資産全体に占める金融債の保有比率を平成元年度の22.0%から平成13年度の1.7%と大幅に低下させている（金額ベースでも、金融債については、平成13年度は平成元年度の1/10近くに低下しており、一方、社債は10倍程度増加している。）。

図表 1-14 国内非金融部門及び海外の社債保有比率の推移



(備考) 日本銀行「資金循環統計」から作成。

図表 1-15 金融資産全体に占める社債保有比率の推移

	預金取扱機関	保険・年金基金	その他金融仲介機関	非仲介型金融機関	金融機関計	
平成元年度	0.8%	3.9%	0.5%	2.2%	1.1%	
平成2年度	0.8%	4.2%	0.4%	2.9%	1.1%	
平成3年度	1.0%	5.2%	0.3%	3.1%	1.3%	
平成4年度	1.2%	5.1%	0.4%	3.2%	1.4%	
平成5年度	1.2%	5.0%	0.5%	3.3%	1.5%	
平成6年度	1.2%	5.4%	0.5%	3.5%	1.5%	
平成7年度	1.2%	5.3%	0.6%	4.8%	1.6%	
平成8年度	1.2%	5.5%	0.7%	3.0%	1.7%	
平成9年度	1.2%	5.3%	0.7%	2.1%	1.6%	
平成10年度	1.3%	5.6%	0.8%	0.9%	1.7%	
平成11年度	1.3%	5.8%	0.7%	1.0%	1.8%	
平成12年度	1.4%	6.0%	0.7%	1.9%	1.9%	
平成13年度	1.5%	5.8%	0.7%	2.9%	1.9%	
	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	国内非金融部門全体	海外
平成元年度	0.0%	0.5%	0.0%	1.1%	0.1%	0.1%
平成2年度	0.0%	0.5%	0.0%	1.0%	0.1%	0.1%
平成3年度	0.0%	0.6%	0.0%	1.0%	0.1%	0.1%
平成4年度	0.1%	0.8%	0.0%	1.7%	0.2%	0.2%
平成5年度	0.1%	0.7%	0.0%	2.6%	0.2%	0.4%
平成6年度	0.2%	0.8%	0.0%	3.8%	0.3%	0.5%
平成7年度	0.2%	0.8%	0.0%	4.3%	0.3%	0.5%
平成8年度	0.3%	0.8%	0.0%	7.0%	0.3%	0.7%
平成9年度	0.4%	0.8%	0.0%	8.5%	0.4%	1.0%
平成10年度	0.3%	0.9%	0.0%	7.7%	0.4%	0.8%
平成11年度	0.4%	0.8%	0.1%	8.5%	0.4%	0.8%
平成12年度	0.4%	0.8%	0.1%	9.7%	0.5%	0.7%
平成13年度	0.5%	0.8%	0.1%	10.0%	0.5%	0.6%

(備考) 日本銀行「資金循環統計」から作成。