

2026年5月29日 全13頁

「資産形成と成長の好循環」のための金融・資本市場の方向性

社債市場の活性化と家計の資産構成見直しが重要

金融調査部	研究員	瀬戸 佑基
	研究員	森 駿介
	研究員	西野 綾斗
経済調査部	主席研究員	中村 昌宏
	エコノミスト	秋元 虹輝
	エコノミスト	小林 若葉

[要約]

- 企業の国内投資活性化のためには、家計金融資産が企業の投資に向かい、企業の成長の恩恵が家計に還元されるという「資産形成と成長の好循環」の実現が重要だ。日本では銀行借入中心の金融システムが維持されてきたが、過度な借入依存には企業のリスクテイク抑制などの弊害がある。そのため、好循環実現には社債市場の活性化が不可欠だ。
- 企業が投資を積極化する中、負債比率が上昇していき、負債に占める社債の割合も最適水準まで上昇すれば、40年度の社債調達残高は約620兆円（24年度の約5倍）に拡大する可能性がある。ただし、実現には投資家層の多様化や低格付け債への投資需要喚起といった社債市場のボトルネック解消が必要だ。
- 併せて、家計の資産構成の見直しが進展し、リスク性資産（株式・投資信託・社債等）の比率が現状の20%台前半から35%以上まで上がれば、40年度の家計金融資産は約4,600兆円（25年の約1.9倍）に拡大する可能性が高まる。今後も「貯蓄から投資へ」の流れを絶やさないことが重要だ。

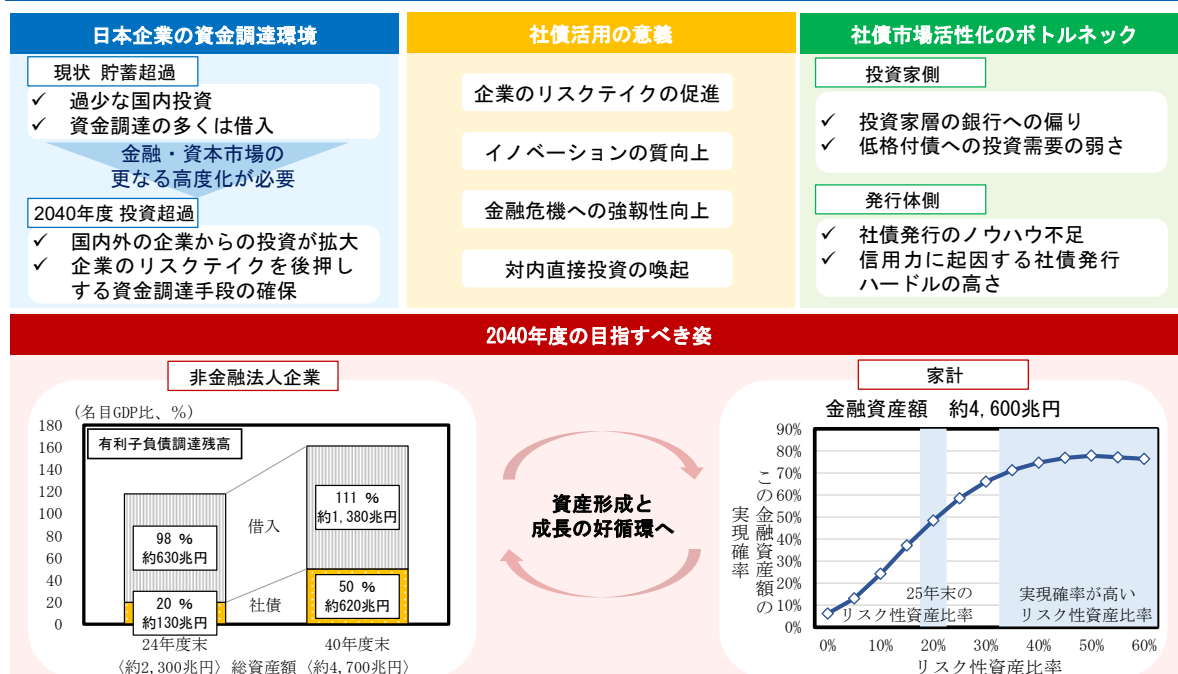
企業の国内投資を拡大させるためには、家計金融資産が企業の投資に向かい、企業の成長の恩恵が家計に還元されるという「資産形成と成長の好循環」を実現することが重要だ。本稿では、金融・資本市場の高度化の方向性や課題などを検討する。**図表 1** はその概要だ。

ペッキング・オーダー理論によれば、企業は、投資家と経営者の間に生じるエージェンシー・コスト（情報の非対称性に伴うリスクプレミアム等）が低い順、すなわち、内部資金、借入、社債発行、新株発行の順に資金調達を行うとされる。日本企業はこれまで、主に内部資金や銀行借入を投資資金に充ててきた。だが、過度な銀行借入への依存には企業のリスクテイクを抑制するなどの弊害があり、実際に日本経済の停滞を招いてきたと考えられることから、企業の成長を促すためには社債市場の活性化が欠かせない。

神田ほか（2026）の「シナリオ③」（以下、持続的成長シナリオ）を前提に、企業のレバレッジ比率が上昇し、有利子負債のうち社債の割合が最適水準まで上昇することも踏まえると、2040年度の企業の社債調達残高は2024年度の約5倍の約620兆円（名目GDP比で2.5倍の50%）に拡大する可能性がある。ただし、この実現には社債市場活性化を阻むボトルネック解消が求められる。

持続的成長シナリオにおける2040年度末の家計金融資産は約4,600兆円と、2025年末の約1.9倍に拡大する見込みだ。リスク性資産比率を現状の20%台前半から35%以上まで引き上げることでその実現可能性は高まり、「資産形成と成長の好循環」を後押ししよう。

図表 1：本稿の概要



(注) 非金融法人企業の総資産額は法人企業統計年報ベース。家計の金融資産額はSNAベース。

(出所) 各種資料・統計より大和総研作成

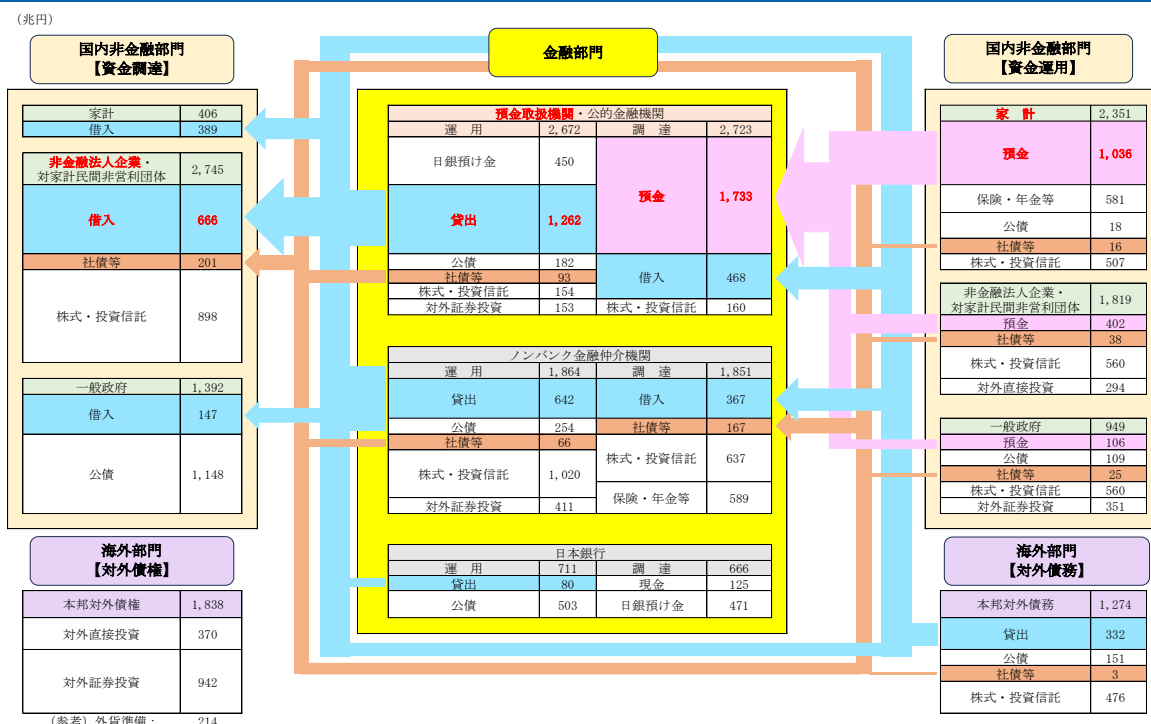
1. 銀行借入中心の日本の金融・資本市場の構造

金融自由化以降も、銀行を通じた間接金融が中心の金融システムが継続

日本における部門別運用・調達構造（ストックベース）の全体像を**図表 2** に示した。金融システム全体の中でも、とりわけ預金取扱機関（以下、銀行）の存在感が大きい。2025 年末で 2,351 兆円の家計金融資産の約半分（1,036 兆円）が預金として銀行に集まり、銀行はそれを原資として企業等に貸し付けを行ってきた。こうした「間接金融」は戦後の日本の信用秩序を支えてきたが、それが直近の「失われた 30 年」をもたらした側面も否めない。

他方、家計や、その資産の一部を受託する投資信託、保険会社といったノンバンク金融仲介機関（NBFI）¹による債券運用などの「直接金融」の規模は、金融システム全体の中で見れば限定的なままである。1970 年代の金融自由化以降、大企業による社債発行が増えるなど、一部で直接金融拡大の動きが見られた²ものの、日本の金融システムは今日に至るまで間接金融中心の構造を維持している。

図表 2：日本の部門別運用・調達構造（ストックベース）の全体像（2025 年末時点）



(注) 図表のノンバンク金融仲介機関（NBFI）は FSB の定義に準拠。桃色箇所は預金（日銀預け金を除く）、水色箇所は貸出（調達の場合は借入）、橙色箇所は社債等による運用・調達をそれぞれ表す。各部門の内訳については主要項目のみを掲載している。公債には国庫短期証券、国債・財投債、地方債を、社債等には政府関係機関債、金融債、事業債、居住者発行外債、CP、信託受益権、債権流動化商品をそれぞれ含む。貸出には日銀貸出金、コール・手形、民間金融機関貸出、公的金融機関貸出、非金融部門貸出金、割賦債権、現先・債券貸借取引を含む。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

¹ 預金取扱機関・中央銀行・公的金融機関を除く金融機関の総称で、保険会社、年金基金、投資ファンド、ブローカー・ディーラー、ファイナンス会社などを含む。詳細は、Financial Stability Board（金融安定理事会、以下 FSB）（2025）等を参照。

² 詳細は、内閣府経済社会総合研究所（2011）等を参照。

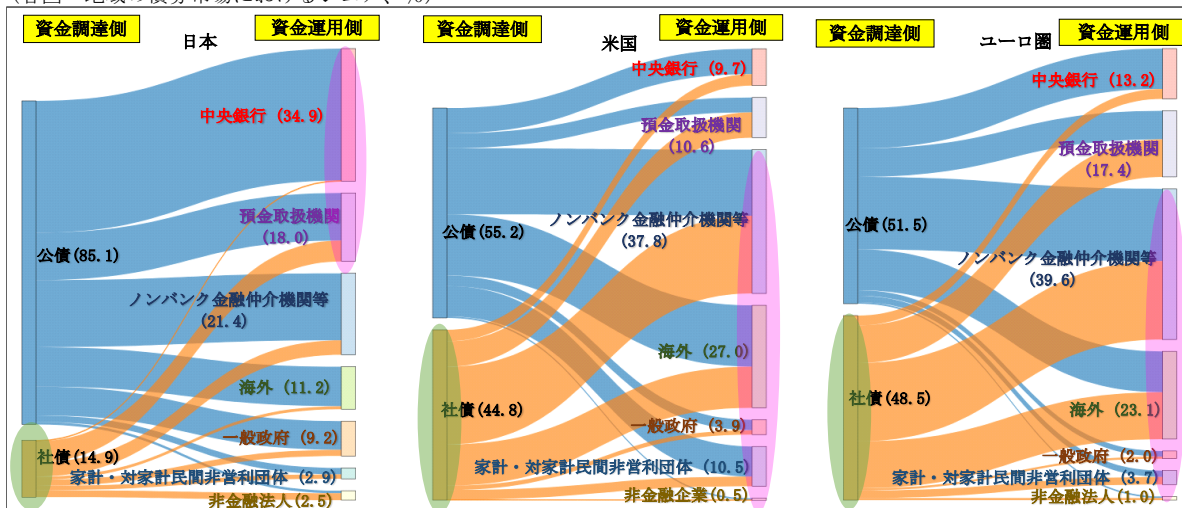
日本の債券市場は投資家の集中度が高く、社債市場拡大に向けては裾野拡大が不可欠

もともと、後述する「ホールドアップ問題」やリスクテイクの過度な抑制など、間接金融（銀行借入）への依存度が高い金融システム特有の課題が指摘されている。こうした中で企業の国内投資を一段と後押しするためには、銀行部門だけでなく、直接金融を含む金融資本市場全体の高度化が重要になるだろう。特に、直接金融の中でも企業の新規資金調達手段の中核を担う³社債（債券）市場の活性化は欠かせない。

そこで、主要3カ国・地域（日・米・ユーロ圏）の債券市場参加者構成を比較したものが**図表3**だ。まず、資金調達側（発行体区分）から見た日本の債券市場の特徴は、社債のシェアが小さい点にある。米国では45%、ユーロ圏では49%を占めるのに対し、日本では15%にも満たない。日本は財政の持続性が問題となるほど債券市場の大部分を公債（国債）が占めており、その多くを日本銀行（日銀）が保有しているなど問題は相当に大きい。

図表3：主要3カ国・地域（日・米・ユーロ圏）の債券市場参加者構成の国際比較（2025年末）

（各国・地域の債券市場におけるシェア、%）



（注）図表の公債は居住者発行債券（債権流動化関連商品を含む、日本は居住者発行外債を除く）のうち中央政府・地方政府・財政融資資金による発行分（政府関係機関債、政府支援法人（GSE）債等を除く）とし、社債は公債以外の居住者発行債券。米国の非金融企業は、非金融非法人企業を含む。図表の「ノンバンク金融仲介機関等」はFSBの定義するNBFIおよび公的金融機関による保有分。

（出所）各国統計より大和総研作成

次に、資金運用側（投資家区分）から見た日本の債券市場の特徴は、投資家構成の集中度の高さだ。米国やユーロ圏では投資信託や保険・年金など「ノンバンク金融仲介機関等（日本：21%、米国：38%、ユーロ圏：40%）」や「海外投資家（日本：11%、米国：27%、ユーロ圏：23%）」のシェアが大きく、中央銀行と銀行（預金取扱機関）の合計（日本：53%、米国：20%、ユーロ圏：31%）で投資家の過半を占める日本の市場構造とは対照的だ。

³ 経済産業省（2025）によると、日本の上場企業の新規資金調達（フロー）における各種調達手段のシェアは、借入（間接金融）が83.9%で最も大きく、次いで社債（直接金融）が12.6%、株式（直接金融）が3.5%（いずれも2013年度から2023年度の平均）となっている。

今後、日銀が金融政策の正常化の一環としてバランスシートの縮小を進めるにつれて、債券（国債）市場における中央銀行の保有シェアは縮小し、債券の受け皿は民間部門へと移っていくと見込まれる。しかし、「量的・質的金融緩和」導入以前には主要な債券保有主体であった銀行⁴は、今後の保有余力に限りがある。なぜなら、2013年以降、バーゼルⅢの段階的实施等⁵に伴い、銀行による債券保有には従来よりも強い規制上の制約が課されているからである。また、「貯蓄から投資へ」の流れが進み、家計金融資産に占める預金の割合が低下すれば、銀行の債券消化余力の抑制要因となる可能性にも留意が必要だ。こうした状況を踏まえると、社債市場の拡大には、NBFI や海外、家計などの投資拡大による投資家層の多様化が不可欠といえよう。

2. 2040年度に向けた社債活用の可能性と解消すべきボトルネック

社債活用の意義：企業のリスクテイク促進や金融危機への強靱性向上などさまざま

今後の社債活用の意義を探るために、銀行借入と社債の特性の違いを比較したのが**図表 4**である。社債とは異なり、銀行借入は債権者が集中しているという特徴を持つ。そのため、債権者である銀行には、コストを払っても企業のモニタリングを行うインセンティブが働きやすい（他の債権者のモニタリングに「ただ乗り」するフリーライダー問題が生じにくい）。その結果、企業経営者と資金提供者との間での情報の非対称性の問題が大きくなりやすい中小企業でも銀行借入を活用しやすい。さらに、債権者数が少ないことから、企業が経営不振に陥った場合でも契約変更交渉を柔軟に行いやすい利点もある。こうした特性から、資本市場が十分に発達しておらず、他の先進国の産業や既存技術にキャッチアップする局面である日本の高度経済成長期だったからこそ、メインバンク制度が機能を発揮した。

もともと、銀行借入への依存により、銀行がモニタリングを通じて借り手の情報を独占し、交渉力を強めて超過収益を奪うという「ホールドアップ問題」が発生する恐れがある。例えば、銀行自身にとって有利な条件を課すことや、企業のリスクテイクを抑制することなどが考えられる。この問題を避けるために、成長機会が豊富な企業や情報の非対称性の問題が小さい大企業には、社債調達など別の資金調達手段も確保しておく動機がある。また、銀行による貸出の原資は現預金であることから、その性質上、リスクのある運用には適さないとの見方もある。このほか、生産性向上のために研究開発投資やソフトウェア投資、人的資本投資などの無形資産投資を拡大する必要性が高まっているものの、無形資産投資は伝統的な設備投資に比べて担保が取りづらいため、社債を含む資本市場を通じた資金調達が適している。

⁴ 日本銀行「資金循環統計」によると、2013年4月の「量的・質的金融緩和」導入前（2013年1-3月期）の債券（居住者発行外債を除き、債権流動化関連商品を含む）保有者に占める預金取扱機関の比率は39.3%であった。

⁵ 社債については国際統一基準行における自己資本比率の最低水準の実質的な引き上げの影響に留意が必要である。また、バーゼル規制の第2の柱では、国際統一基準行は2018年（国内基準行は2019年）に銀行勘定の金利リスク（IRRBB）規制が導入され、銀行の債券保有への制約が強まった。IRRBB規制による銀行の国債保有への影響については中村（2025）を参照。

図表 4：銀行借入と社債の特性の違い

	銀行借入	社債
平均的な資金調達規模	小さい	大きい
平均的な償還期間	短期～中期	中長期（5～10年が中心）
借り手企業規模	幅広い企業が利用	大企業中心
平均的な企業の情報の非対称性の問題	大きい	小さい
コベナンツ	多い	少ない
債権者の数	少ない	多い
契約変更交渉の柔軟性	高い（経営不振時に債務整理しやすい）	低い（社債権者との交渉は困難）
貸し手への情報独占の問題	深刻になりやすい（いわゆる「ホールドアップ問題」）	情報は分散（社債発行が融資の交渉で有利に働く場合も）

（出所）Carey et al. (1993)を参考に大和総研作成

先行研究を見ると、企業が社債調達を積極化する意義を指摘するものが多い（図表 5）。例えば、新規に社債を発行した企業は資金調達実施後に設備投資が有意に増加する一方、新規に借り入れを実施した企業では実施後に無形資産投資が有意に減少するとの実証研究が存在する。これは、銀行によるホールドアップ問題がリスクの高い成長投資を妨げていることが背景にあると解釈できる。負債の中でも社債は、企業のリスクテイクを後押しする資金調達手段と捉えることもできよう。

銀行との関係が深い企業では、特許の被引用数や被引用数上位の特許件数などで測定される「イノベーションの質」が低くなる傾向を示す研究もある。銀行によるモニタリングや取締役派遣等を通じたガバナンスが強い企業における研究開発投資は、挑戦的なイノベーションを狙うよりも、既存技術の改良など安定的な研究に充てられやすいことが背景にあるとみられる。

図表 5：社債調達拡大（銀行依存度低下）の効用についての先行研究一覧

企業のリスクテイク促進	<ul style="list-style-type: none"> ・ 社債発行企業は、起債 2 年後に設備投資を有意に増加（細野ほか, 2013） ・ 新規の借り入れを行った企業は、無形資産投資を有意に減少（Hosono & Takizawa, 2017） ・ 銀行依存度が低い企業ほどリスクテイクを行う傾向。借入が多い企業ほど研究開発投資が少ない（内閣府, 2008）
イノベーションの質向上	<ul style="list-style-type: none"> ・ 銀行依存度が高い企業ほど、特許の被引用数や被引用数上位の特許件数などで測定される「イノベーションの質」が有意に低い傾向（Nishimura & Suzuki, 2025）
金融危機への強靱性向上	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融危機時に銀行は追い貸しを続ける傾向。そのため、銀行借入中心型経済では金融危機後の経済回復が鈍い傾向がある（Gambacorta et al, 2014）
対内直接投資の喚起	<ul style="list-style-type: none"> ・ 社債市場の機能強化は、海外企業の円建て資金調達を容易にし、対内直接投資を促進（川本・片野, 2025）

（出所）各種資料（【参考文献】参照）を参考に大和総研作成

社債調達拡大はマクロ経済にもポジティブな影響を及ぼすことを示す研究も存在する。例えば、Gambacorta et al. (2014) による 41 カ国のパネルデータを用いた研究では、銀行借入中心型の国はその他の国よりも、通常の景気減速局面ではその後の回復スピードが速い一方、金

融危機後には経済回復が鈍化する傾向があることが示されている。この背景には、金融危機時に銀行は追い貸しを続ける傾向にあり、必要なレバレッジ縮小を迅速に行えない可能性が指摘されている。

このほかにも、国内の社債市場の機能強化は、国内銀行とのリレーションを持たない海外企業による円建て資金調達を容易にすることで、対内直接投資を促進することが期待されるとの見方もある。

「持続的成長シナリオ」における 2040 年度末の社債残高は 620 兆円程度

それでは、日本企業⁶の投資を後押しするために、どの程度の社債市場の発展が必要であろうか。この点について、持続的成長シナリオを日本経済の目指すべき姿のベンチマークとし、まずは企業の資本構成のうち有利子負債がどの程度になるかを検討したい。

モディリアーニ・ミラー理論（MM 理論）⁷では、情報の非対称性や税金、取引コストなどが存在しない完全市場においては、資金調達が株式か負債かという選択は企業価値に影響しないとされる。しかし実際には、投資家・銀行等と企業経営者の間の情報の非対称性に伴うエージェンシー・コストや、負債拡大による節税効果（支払利息の税控除）と倒産リスク増加のトレードオフなどが存在する。そのため、企業の収益性や担保提供能力、成長機会に応じて企業は資金調達手段や負債比率を絶えず調整していると考えられる。

そこで、各種経済変数を組み込んだ部分調整モデル⁸を用いて、持続的成長シナリオと統合的な事業環境を想定すると、2040 年度末における非金融法人企業の有利子負債⁹対総資産比率（有利子負債比率）は 2024 年度末の 33%から上昇し、43%になると試算される（**図表 6 左**）。ペッキング・オーダー理論¹⁰が示唆する通り、企業はこれまで高水準の内部資金などを背景に、より順位の低い負債調達が進まなかった。しかし、今後は企業の設備投資の積極化により資金需要が内部資金の蓄積ペースを上回ることに加え、資金調達の際の担保となる有形固定資産も増大していく可能性がある。その場合、企業の負債による資金調達需要・余力が拡大し、企業のレバレッジは徐々に高まるとみられる。

⁶ 以下では特に非金融法人企業に分析の焦点を当てることとする。

⁷ Modigliani and Miller (1958) を参照。

⁸ 当社の「[第 210 回日本経済予測（改訂版）](#)」（2021 年 9 月 8 日）等を参考に、法人企業統計を用いて部分調整モデルにより企業に関する複数の経済指標（収益力を示す償却前営業利益対総資産比率（EBITDA 比率）、担保資産の大きさを示す有形固定資産対総資産比率（固定資産比率）、成長速度を示す総資産成長率）から有利子負債対総資産比率（有利子負債比率）を推計し、持続的成長シナリオと統合的な同比率水準を試算した。推計式は以下の 2 式から導出。

有利子負債比率－最適負債比率＝調整速度×（有利子負債比率（前四半期）－最適負債比率）

最適負債比率＝ $\alpha + \beta \times \text{EBITDA 比率} + \gamma \times \text{固定資産比率} + \delta \times \text{総資産成長率}$

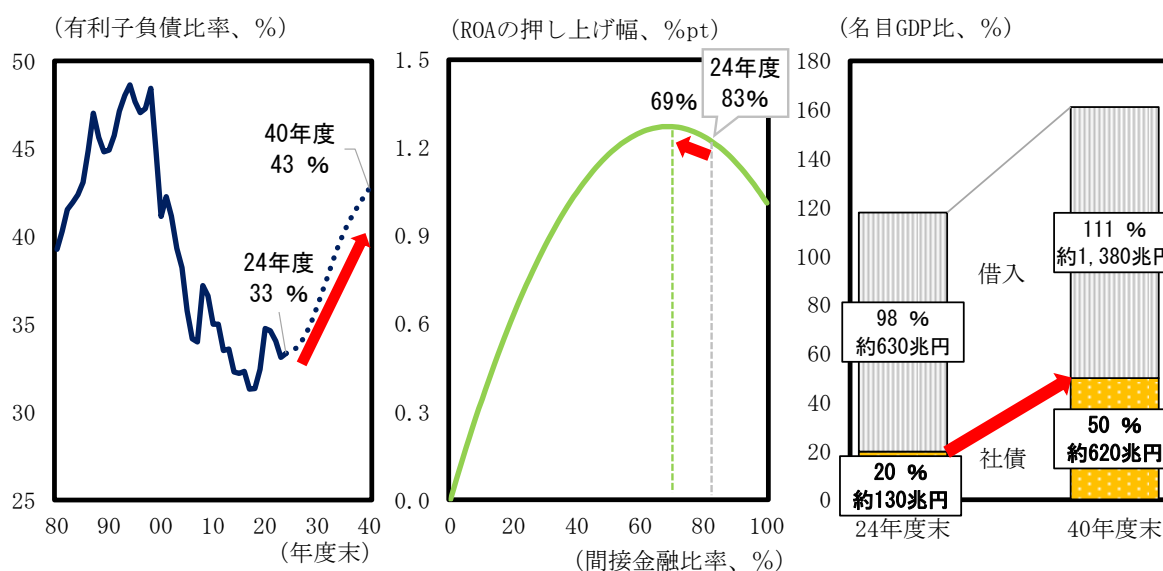
⁹ 財務省「法人企業統計」のデータを利用しているため、ここでは有利子負債＝借入金＋社債とした。

¹⁰ Myers and Majluf (1984) を参照。

次に、有利子負債のうち、社債（直接金融）での調達が進むかについて検討する。前出の Gambacorta et al. (2014) は、間接金融と直接金融¹¹の広がりや経済成長へ及ぼす影響を分析している。これによれば、間接金融と直接金融はある程度までは相互補完的に経済成長を促進させるが、それぞれの依存が過度に強まると成長率が低下する¹²、「逆 U 字」型の関係がある。

この分析方法を日本の企業レベルに応用すべく、財務省「法人企業統計」の業種別・企業規模別データを疑似パネルデータとし、有利子負債残高に占める最適な間接金融比率を推計した。ここでは、総資産利益率（ROA）を被説明変数、間接金融比率とその2乗項、売上高変化率、総資産を説明変数として、収益性の観点から最適な間接金融比率を検討した。

図表 6：有利子負債比率の見通し（左）、有利子負債に占める最適な間接金融比率の推計（中央）、非金融法人企業の有利子負債調達残高の見通し（右）



(注 1) 左図の有利子負債比率（有利子負債対総資産比率）の見通し（破線部分）は、説明変数を償却前営業利益対総資産比率（EBITDA 比率）、有形固定資産対総資産比率（固定資産比率）、総資産成長率とする部分調整モデルにより推計したうえで、法人企業統計季報と年報の較差を機械的に調整して年報ベースにしたもの。推計式は以下の通り（以下、「***」は 1%水準、「**」は 5%水準で統計的に有意）。推計期間は 1980 年 1-3 月期～2025 年 10-12 月期（頑健性の確認のためコロナ禍を除いた 2019 年までの期間で推計しても同様の結果を得られた）。調整済み決定係数は 0.99。

有利子負債比率 = $0.01^{***} - 1.26^{***} \times \text{EBITDA 比率} + 0.13^{***} \times \text{固定資産比率} + 0.62^{***} \times \text{総資産成長率} + 0.94^{***} \times \text{有利子負債比率 (前四半期)}$

(注 2) 中央図は、法人企業統計の 28 業種（金融業、保険業を除く）・3 企業規模別のパネルデータによる推計。推計期間は 2013 年 1-3 月期～2025 年 10-12 月期。推計式は以下の通り。ROA = 経常利益 / 総資産、間接金融比率 = 借入残高 / (借入残高 + 社債残高) とした。

ROA = $3.38^{***} + 3.70^{**} \times \text{前四半期の間接金融比率} - 2.68^{**} \times \text{前四半期の間接金融比率の 2 乗} + 0.33^{***} \times \text{売上高の自然対数階差 (前年同期差)} - 0.21^{***} \times \text{総資産の自然対数} + \text{業種} \cdot \text{規模別固定効果} + \text{時間固定効果}$

(注 3) 右図は左図の有利子負債比率および中央図の間接金融比率の推計値から非金融法人企業の 2040 年度末の社債調達額および借入残高を試算したもの。

(出所) 財務省統計より大和総研作成

¹¹ 直接金融について、同論文では株式と債券を対象としている。

¹² 過度な金融深化（経済規模に対する金融取引残高の拡大）や信用拡大は、インフレや脆弱な銀行システムにつながる可能性があるとする。

推計結果を見ると、間接金融比率が69%のときにROAの押し上げ幅が最も大きくなる、「逆U字」型の関係が確認できる（**図表 6 中央**）。実際の間接金融比率は、2024 年度末時点で 83%（法人企業統計年報ベース）である。社債の利用が増えるにつれ、前述したような社債調達のメリットにより、収益性が高まるといえそうだ。

持続的成長シナリオでは、2040 年度の非金融法人企業（法人企業統計年報ベース）の総資産は2024 年度対比で2.1 倍の4,700 兆円程度となる見込みだ。このとき見込まれる有利子負債比率と最適な間接金融比率から、非金融法人企業の2040 年度末時点における社債調達残高は約620 兆円（名目GDP比50%）と試算される（**図表 6 右**）。

最適な社債調達残高達成には、投資家層の多様化やハイイールド債市場活性化などが必要

ただし、上記で推計された「最適な間接金融比率」や「最適な社債調達残高」は、あくまで収益性を最大化する観点から最適と考えられる水準である。社債市場活性化を妨げているさまざまなボトルネックを解消していかなければ、そのような状況は現実のものとはならない（**図表 7**）。

まず、投資家側のボトルネックとして、投資家層が銀行に偏っており海外投資家やNBFIの存在感が乏しいことに加え、特にハイイールド債（BB 格以下）や、相対的に信用格付けの低い投資適格社債（BBB 格）への投資需要が乏しいことが挙げられる。このような状況をもたらしている背景として、例えば以下のような要因が挙げられている（経済産業省（2026））。

- ・ 付与されるコベナント（発行者を制限する条項）が社債間限定同順位の担保提供制限条項¹³など最低限のものにとどまる例が大宗を占めており、社債権者保護が不十分
- ・ クレジット分析に長けた人材を十分に確保する機関投資家が少ないために、銘柄ごとの分析が精緻にできない結果、BBB 格以下の銘柄が投資対象外とされることが少なくない
- ・ BB 格以下に格下げされた銘柄を機械的に売却する内規を持つ機関投資家が相応に存在
- ・ 最低投資単位が1 億円未満の場合は、社債管理者の設置義務が生じるために、最低投資単位が1 億円と大きい社債が多く、投資信託への組入れが困難¹⁴

また、発行体側のボトルネックとして、そもそも社債発行に当たっての知見・ノウハウが企業に蓄積されていないという問題がある。実際、日本と米国の上場企業数はいずれも4,000 社弱と同程度であるものの、社債発行企業数は米国（2,392 社）と比べて日本（555 社）は少なく、社債発行経験を有する企業が乏しいのが現状である¹⁵。さらに、信用格付けの低い社債への投資需要が少ないために、将来的な財務健全性に自信のない企業は社債を発行しづらいという問題もある。

¹³ 同一の発行者が発行する他の社債に担保が設定された場合に限り、当該社債にも担保が設定される条項。

¹⁴ 実際、米国では社債等の約23%が投資信託（ミューチュアルファンド）やETFによって保有される一方、日本の投資信託による保有は4%に留まっている（2025 年末時点）（データ出所は、FRB、日本銀行）。

¹⁵ なお、社債発行企業数の大部分は上場企業であるものの、一部非上場企業も含まれる。

これらのボトルネックに対して、2025年6月には日本証券業協会が相対的に信用格付けの低い社債を対象に、適切なコベナントの付与状況を証券会社の引受審査時に確認すること等を定めたガイドラインを策定した¹⁶。また、2026年4月には経済産業省における「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会」が発行体や投資家の裾野拡大に向けた幅広い施策を取りまとめた中間報告書を公表している。さらに、2026年度中の成立・制度開始が期待されている産業競争力強化法の改正案では、一定の要件を満たした社債について、最低投資単位が1億円未満であっても、社債管理者の設置を不要とする例外措置が設けられている。これらの取り組み等を通じて、ボトルネックを解消していくことが、社債残高を2040年度に約620兆円まで拡大させるために不可欠である。

図表7：日本と米国の社債市場の比較

	日本	米国	時点
社債発行企業数 (金融除く)	555社	2,392社	2026/4/23
BBB格以下の発行額割合	2%	55%	2024年
主な投資家	銀行(39%)、保険(16%)、家計(10%)、 非金融法人企業(7%)、公的年金(7%)	海外(29%)、保険(28%)、投資信託 (15%)、ETF(8%)、私的年金(6%)	2025年末
コベナント付与状況	不十分 〔大半が社債間限定同順位の 担保提供制限条項のみ〕	特にハイイールド債市場で幅広いコ ベナントを盛り込んだパッケージを 採用する慣行が存在	-
社債管理者の設置状況	設置されないことが一般的 (最低投資単位が1億円以上の際は設置義務なし)	Trustee(トラスティ)設置が一般的 (元本1千万ドル以上の公募社債発行時に設置義務)	-
機関投資家向け社債の 最低投資単位(最頻値)	10,000万円	15.7万円(1,000米ドル)	2025年
起債アナウンスから 条件決定までの期間	2~3週間程度	2~5日程度	-

(注1) 「社債発行企業数」は、2026年4月23日時点で社債発行残高が存在する企業数。

(注2) 「主な投資家」のうち、米国は社債+居住者発行外債。米国における投資信託は、ミューチュアルファンドを指す。

(注3) 「機関投資家向け社債の最低投資単位(最頻値)」については、1ドル157円で計算。

(出所) 経済産業省(2026)、日本証券業協会(2024)、LSEG、日本銀行、FRBより大和総研作成

3. 2040年度の家計金融資産の姿

家計では「貯蓄から投資へ」が進む

資金運用主体として重要な役割を持つ家計の金融資産の動向に注目すると、NISA(少額投資非課税制度)の抜本的拡充・恒久化や、インフレによる現預金の目減りが意識されることなどの要因もあり、「貯蓄から投資へ」の流れが加速している。社債発行額の増大が期待される中、保有主体として家計がさらに注目される可能性もある。日本の家計が直接保有する社債は社債全体の約1割にすぎず(2025年末時点)、個人向け社債市場の拡大余地は大きいと考えられる。

¹⁶ 日本証券業協会が策定したガイドライン(日本証券業協会(2025))では、一定の格付けの銘柄について、コベナントの一種であるチェンジオブコントロール条項(発行者に支配権の移転や、非上場化等があった場合に、社債権者に予め定める価格で繰上償還の請求権を与える条項)及びレポーティングコベナント(上場している発行者が非上場化された後に、社債権者にレポーティングを行う義務を発行者に課す条項)の付与状況等を引受証券会社が確認する必要があること等を規定している。

持続的成長シナリオにおける 2040 年度の姿の実現のためには、資産構成の見直しが必要

持続的成長シナリオでは、2040年度末に家計金融資産残高が4,563兆円（以下、「予想残高」とする）に達すると推計される。2025年12月末時点（2,351兆円）の約1.9倍となる数値であり、現預金が半分近くを占める現在の状況を踏まえると（**前掲図表 2**）、実現のためには貯蓄の積み増しだけでなく資産構成の見直しも必要になるだろう。

そこで、リスク性資産（株式・投資信託・社債等）の比率を変えた資産配分をいくつか設定し、各資産配分において、2040年度末に家計金融資産が予想残高を実現する確率をモンテカルロ法で試算した（試行回数は資産配分ごとに50,000回）。試算に際しては、持続的成長シナリオにおいて想定される家計金融資産への資金流入も考慮している。

なお、2040年度までに一度でも「直近の金融資産額ピークから10%以上の金融資産減少（ドローダウン）」が見られた例については、資産形成行動からの撤退が発生すると仮定し、予想残高が実現しないとみなす。これは、リスク性資産比率が高まるほど資産全体の収益性が高まり予想残高が実現しやすくなる一方、資産の大幅減少に直面する可能性も高まる、というトレードオフを考慮するということである。

資産配分のパターンを考えるに当たっては、家計金融資産に占める株式・投資信託の構成比が徐々に上昇し、その分現預金の構成比が低下すると仮定した。また国債の構成比は家計金融資産の4%、社債の構成比は1%と仮定した。これは、国債について、日銀が国債買入額を徐々に減らす中で、家計が合計で約183兆円（2025年末現在：約18兆円）を保有する姿を想定し、社債については、家計が合計で約46兆円（同：約10兆円）を保有する姿を想定することに相当する。前節では、機関投資家向け社債を含めた社債市場は約5倍に拡大すると想定したが、個人向け社債の残高もそれと同程度に拡大すると想定した。各資産配分と予想残高が実現する確率の関係性を図示したものが**図表 8**だ。

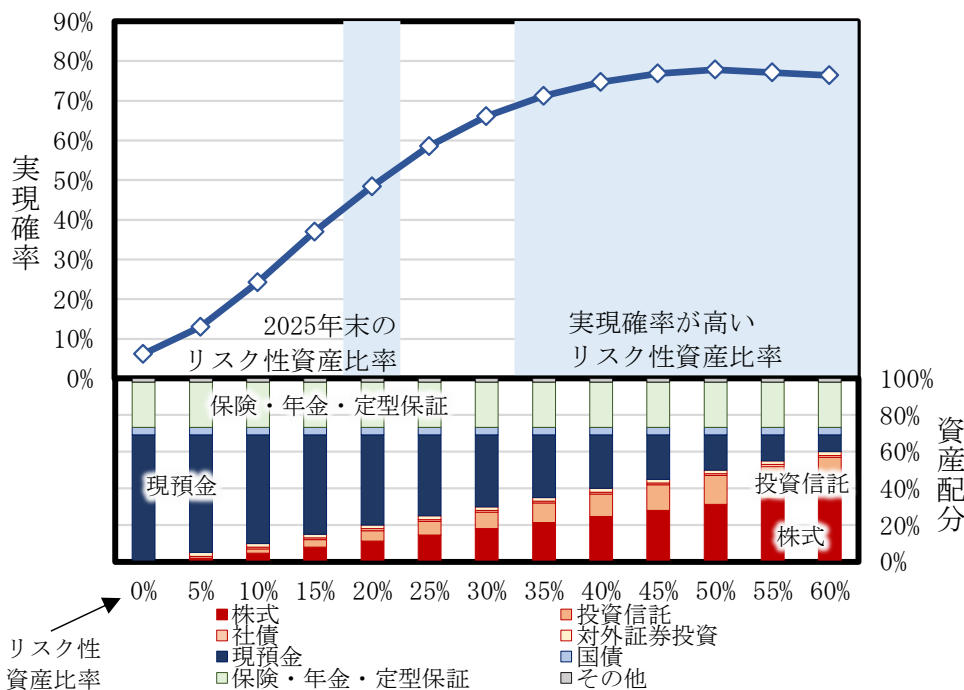
リスク性資産比率を現在の20%前半から35%以上に高めていくことで、予想残高が実現する確率が70%を超え、その後の同確率は横ばい圏で推移することがわかる。「貯蓄から投資へ」の流れを絶やさなければ、「4,563兆円」は十分実現し得る値といえよう。日本の家計のリスク性資産比率は、米国の約6割やユーロ圏の約4割¹⁷と比較して低位にあり、リスク性資産比率を高める余地は大きい。なお、リスク性資産比率が35%になると仮定すると、家計金融資産から得られる年間の運用リターンは、2025年の43兆円程度から2040年度には196兆円程度¹⁸まで増加すると推計される。

今後、社債などの直接金融を含む金融・資本市場全体の高度化に加え、家計における資産構成の見直しが進展すれば、「資産形成と成長の好循環」が実現するだろう。こうした金融構造の変化が、消費や投資の拡大を通じ経済活動の活性化につながることを期待される。

¹⁷ 日本銀行「資金循環の日米欧比較」（2025年8月29日）

¹⁸ 株式・投資信託・対外証券投資・社債・国債・現預金について、2025年末・2040年度末における直接保有による保有額に、シミュレーションにおける各年の収益率を掛け合わせることで計算。なお、ここでは森・瀬戸・西野（2025）で示した考え方・手法を用いて、本稿での資産額・収益率等の前提の下で計算した。

図表 8 : 資産配分ごとに見た持続的成長シナリオにおける 2040 年度の姿の実現確率



(注1) 「リスク性資産」は株式、投資信託、対外証券投資、社債（図表2における社債等の定義とは異なり、ここでは事業債のみを社債としている）。リスク性資産比率 0%以外のシナリオでは、リスク性資産のうち対外証券投資・社債構成比をそれぞれ家計金融資産の2%・1%に固定し、残りの2/3が株式、1/3が投資信託となると想定。また、国債（4%）、保険・年金・定型保証（25%）、その他（2%）の構成比は変化せず、リスク性資産比率の上昇時は、現預金の構成比だけが低下すると仮定。

(注2) 予想残高実現確率は、モンテカルロ法により得られた結果（試行回数は資産配分ごとに50,000回）のうち、①資産成長率予想を実現し、かつ②直近ピーク時からの10%以上の資産減少がないものの割合。シミュレーションの前提となる期待収益率は、株式・対外証券投資・社債・国債については、TOPIXやダイワボンドインデックス等のインデックスより実績リターンを取得、投資信託については資産運用業協会統計より純資産総額等を取得し実績リターンを推計、現預金については日本銀行「店頭表示金利の平均年利率」などを基に実績リターンを推計した。なお、マクロモデルにおける持続的成長シナリオにおける株式等の収益率を参考に、株式、投資信託については2006~25年度の平均的なリターン+4.6%pt、国債、社債については同+2.3%ptと置いた。各資産の標準偏差や相関係数については同期間の観測値。

(注3) 図表上の「リスク性資産比率」は直接保有分のみを含む数値だが、シミュレーションでは保険・年金・定型保証を通じた株式等の間接保有と、対外証券投資を考慮している。また、各年度期初に、持続的成長シナリオと整合的な額の資金流入があると仮定している。

(注4) 予想残高は2025年末から2040年度末までの家計金融資産の伸び率を基に設定している。

(注5) 予想残高70%以上の部分を、「実現確率が高い」とし、図表内にて網掛けしている。

(出所) Bloomberg、資産運用業協会、日本銀行等より大和総研作成

【参考文献】

Carey, M., S. Prowse, J. Rea, G. F. Udell (1993) “The Economics of Private Placement Market” Board of Governors of the Federal Reserve System.

FSB (2025) “Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation 2025” (2025/12/16) .

Gambacorta, L., J. Yang, K. Tsatsaronis (2014) “Financial structure and growth” BIS Quarterly Review. March 2014 pp.21-35.

Hosono, K., and M. Takizawa (2017) “Intangible Capital and the Choice of External Financing Sources” RIETI Discussion Paper Series. 17-E-080.

Modigliani, F., and M. H. Miller (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” American Economic Review. Vol.48, No.3. pp.261-297.

Myers, S. and N. Majluf (1984) “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have” Journal of Financial Economics. Vol.13, No.2. pp.187-221.

Nishimura, Y. and K. Suzuki (2025) “Bank–firm Relationships and Innovation Outcomes: Evidence from Categories and Quality” RIETI Discussion Paper Series. 25-E-051.

川本敦・片野幹 (2025) 「日本企業の成長と内外の資金フロー」、財務総合政策研究所『「日本企業の成長と内外の資金フローに関する研究会」報告書』、pp. 1-23

神田慶司・田村統久・畑中宏仁・吉田亮平・山口茜・龐鈞文 (2026) 「日本経済は持続的に成長できるのか—マクロモデルによる将来シナリオの検証」(大和総研レポート、2026年5月29日)

経済産業省 (2025) 「第1回 企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会 事務局説明資料」(2025年10月31日)

経済産業省 (2026) 「企業金融の高度化に向けた社債市場の在り方に関する研究会 一中間報告書一」(2026年4月20日)

内閣府 (2008) 『平成20年度 年次経済財政報告』

内閣府経済社会総合研究所 (2011) 「金融自由化」「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」第1巻『日本経済の記録—第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで—』第1部 第5章、pp. 70-90.

中村文香 (2025) 「[国債保有のスムーズな移行に向けた課題](#)」(大和総研レポート、2025年2月28日)

日本証券業協会 (2024) 『「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」報告書 (2024年7月報告)」(2024年7月16日)

日本証券業協会 「有価証券の引受け等に関する規則第3条の考え方 (社債券の適切な引受判断に係るガイドライン)」(2025年6月17日)

森駿介・瀬戸佑基・西野綾斗 (2025) 「[家計金融資産の運用リターンの日米比較](#)」(大和総研レポート、2025年12月26日)

細野薫・滝澤美帆・内本憲児・蜂須賀圭史 (2013) 「資本市場を通じた資金調達と企業行動—IPO、SEO、および社債発行の意思決定とその後の投資・研究開発—」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』2013年 第1号 (通巻第112号)、pp. 80-121.