

## バブル崩壊は大手バブル3業種、 コロナショックは中小の「コロナ7業種」問題 －陸運・小売・宿泊・飲食・生活関連・娯楽・医療福祉、7業種に留意

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田創

### バブル崩壊とコロナショックの差は

コロナショック下のバランスシート調整プロセスも先のバブル崩壊後と共通する。ただし、その違いは、今回はバランスシートの右側、資本の毀損が起点となることである。すなわち、企業が売上減等に伴う損失から資本を失うことが出発点となる。同時に、先行き期待の低下から株式・不動産を中心とする資産価格が下落して、バランスシートの左の資産価値の減少も二次的に生じる。ただし、その程度は現段階ではバブル崩壊時と比べ限定的だ。また、信用活動がバブル時期ほど大きくなりだけに、その波及はバブル崩壊ほどにはなりにくい。バブル崩壊では不動産を中心とした資産デフレの影響がいわゆる「バブル3業種」（不動産・建設・卸小売）を中心に大手金融機関の問題となった。一方、コロナショックでは経済活動の停止に伴う、飲食・小売・観光を中心とした中小企業の問題が、地域金融機関に波及する連鎖が生じやすい。これまでの日本の危機はマクロ経済の転換に伴う大企業を中心としたものだったが、今回は中小企業中心の新たな形態の危機として認識する必要がある。

- コロナショックでは、中小企業の問題が地域金融機関に波及が生じる

#### バランスシート調整の比較

	バブル崩壊	コロナショック
バランスシート問題	資産価格の消失 株・不動産中心の資産デフレ	売上消失で資本減
業種	資産デフレの直撃 不動産・建設・卸小売 (3業種中心の大手企業) 比較的大手金融機関	経済活動停止の直撃 小売・飲食・宿泊等 中小企業中心 比較的小手金融機関
責任論	生じやすい (バブル責任論)	生じにくい (自然災害のようなもの)

(作成) 岡三証券

## バブル崩壊における バブル3業種の問題は過剰債務

■ バブル崩壊時には、バブル3業種の負債圧縮の必要性が高かった

バブル崩壊時には「バブル3業種」が注目されたが、その背景には何があったかを改めて確認したい。以下の図表は、1998年度の企業の業種別債務状況を示している。バブル崩壊時のバランスシート調整の問題を把握するには、有利子負債の金額（借入金と社債等の合計）とキャッシュフロー（当期利益と減価償却の合計）のバランスを考える必要がある。具体的な指標としては、債務償還年数と負債圧縮必要額が特に重要であり、バランスシート調整が進展すれば両指標は低下する。債務償還年数は有利子負債残高をキャッシュフローで割った数字である。負債圧縮必要額は債務償還年数を10年（不動産業は20年）と仮定した場合にその10年分（不動産業は20年）のキャッシュフローを超える有利子負債の金額として算出しており、当時の「バブル3業種」が過剰債務に陥っていたことを示している。このような考え方方は筆者が1990年代に銀行の審査部でクレジットアナリスト業務に従事していた時に個別企業の判断にあたって基本的に用いていたものだが、1990年代後半にマクロ的にも債務調整を判断するパロメーターとして重視した概念であった。2003年に不良債権処理の加速を目指して産業再生機構が発足したが、同機構が企業を支援する際の判断基準として「債務残高が営業キャッシュフローの10倍以内」としていたのも同様のスタンスであったと考えられた。

業種別債務状況の推移（1998年度）

	有利子負債 (兆円) ①	キャッシュ フロー (兆円) ②	債務償還 年数(年) ①/②	キャッシュフロー がゼロとなる 金利上昇幅(%)	負債圧縮 必要額 (兆円)	支払利息 (兆円) ③	支払利率 (%) ③/①
全産業	653.6	45.2	14.5	7.4	202.0	18.2	2.8
製造業	137.8	16.0	8.6	12.3	0.0	3.3	2.4
3業種計	329.0	8.7	37.9	2.4	223.5	9.0	2.7
不動産	143.4	1.9	76.7	0.8	106.0	4.6	3.2
卸小売	138.5	4.3	32.1	3.4	95.3	3.2	2.3
建設	47.1	2.5	18.9	4.3	22.1	1.2	2.5
その他	186.9	20.4	9.1	12.5	0.0	5.9	3.1
非製造業	45.6	6.1	7.4	16.3	0.0	1.8	4.0
運輸通信	29.3	3.2	9.2	12.0	0.0	1.3	4.5
電気	2.4	0.4	6.5	18.3	0.0	0.1	2.8
ガス水道	104.7	10.4	10.1	11.1	0.6	2.5	2.4
サービス							

（出所）高田・柴崎著「金融不況脱出」（2003年、日本経済新聞社）

## バブル崩壊は不動産問題に起因する 過剰債務問題

先の議論では、業種別の負債圧縮必要額は非製造3業種

■大手企業に債務が集中し、結果的に大手金融機関の問題に波及した

■企業の減収率はリーマンショックを超える可能性

(不動産、建設、卸小売) にほとんどが集まっていた。以上の非製造3業種以外では、有利子負債はすでにマクロ的にはキャッシュフローでの返済が可能と考えられた。バブル崩壊においては、バランスシート調整といつても特定の業種に偏在する過剰債務問題であった。また、バランスシート上では債務の反対側に資産である不動産の問題が存在し、1990年代のバランスシート問題は不動産問題の性格を色濃く持っていた。本来、非製造業の不動産、建設、卸小売という業種は日本の中堅中小企業が集中する業種でもあり、不良債権問題は地方の中堅中小企業問題の侧面もあったはずだ。ただし、バブル期の不動産の高騰は東京圏を中心とした都市部に顕著であったため、信用拡張の恩恵を受けやすかった大手企業に債務が集中し、その結果、大手金融機関の負担になりやすかった。また、日本の金融慣行として主力銀行（メイン行）にメイン寄せという形で負担が集中しやすい構造にあったことも大手金融機関の問題につながった。

## コロナショックの負担は 売上・利益・資本問題に連鎖

今回、新型コロナウィルスに伴って生じている現象は活動が広範囲にわたり抑制され、経済活動が低下していることがある。感染防止の「手術」のために、あえて体に「麻酔」をかけ生体反応を止める薬を処方しているに等しい。今日の環境は以下の図表に示されるように、具体的に経済活動を停止させ、その状況が続くことで売上を消失させる効果を持つ。さらに一定のマージンを掛け合わせることで本来得られる利潤がマイナスになり、資本の毀損につながる。すなわち、出発点がP/L（損益計算書）問題であり、それがB/S（バランスシート）に波及するプロセスとなる。リーマンショックにおける売上は大企業・中小企業押しなべて2割程度の減少となっていたが、今回、リーマンショックを超えるとすれば3割程度の減少も視野に入ってくるだろう。

### コロナショックでの資本消失の概念図

経済停止での売上消失



期間



売上高減少

売上高減少



マージン



利潤の減少

→「資本」の毀損

## 中小企業中心の「コロナ7業種」問題

■中小企業のどの業種に財務的な貧弱性があるかを確認することが重要

以前の当TODAY（4/21）で議論したように、大企業は37%の売上減で赤字に転じるが、中小企業の場合、14%の売上減で赤字転落となり、大企業と中小企業のレジリエンスには予想以上に大きな差がある。

そこで今回は、中小企業のなかでもどの業種に財務的な脆弱性があるかを検証する。以下の図表は、中小企業の業種別の財務状況を示すものだ。ここで、中小企業を中心とした財務上のレジリエンスを計る観点から3つの財務指標を用いる。それらは、①資金繰りの耐久力、②自己資本比率、③赤字転落の減収率である。

中小企業の財務状況比較

	資金繰りの耐久力 (年分)	自己資本比率	赤字転落の 減収率(試算値)
製造業	1.73	43.8%	-13.3%
農林水産業	1.72	43.1%	-16.7%
鉱業、採石業、砂利採取業	2.19	26.1%	-20.6%
建設業	1.61	39.1%	-15.8%
電気業	5.25	2.2%	-16.9%
ガス・熱供給・水道業	1.96	36.7%	-10.6%
情報通信業	1.18	44.9%	-2.6%
陸運業	0.76	34.3%	-6.7%
水運業	1.79	5.1%	-
その他の運輸業	1.00	42.8%	-8.0%
卸売業	2.92	33.4%	-17.2%
小売業	1.25	28.7%	-10.7%
不動産業	2.15	31.7%	-40.9%
物品賃貸業	2.10	18.7%	-8.1%
宿泊業	0.56	18.8%	-6.8%
飲食サービス業	0.47	15.1%	-2.2%
生活関連サービス業	0.61	24.2%	-6.4%
娯楽業	1.06	21.9%	-
学術研究、専門・技術サービス業	1.70	59.9%	-19.8%
教育、学習支援業	0.95	46.9%	-9.5%
医療、福祉業	0.75	21.5%	-7.2%
職業紹介・労働者派遣業	0.49	40.7%	-6.1%
その他のサービス業	1.01	56.4%	-17.2%
全産業（除く金融保険業）	1.48	37.1%	-13.7%

（出所）法人企業統計調査、2018年度、金融・保険を除く、資本金1億円未満を中小企業として算出

※資金繰りの耐久力は、流動性の高い手元資産（現金・預金+受取手形+売掛金）÷固定費（人件費+支払利息等+動産・不動産賃貸料+租税公課）

※赤字転落の減収率は、固定費や特別損失等を一定として試算

■「コロナ7業種」を中心に資金繰りや資本毀損へのサポートが必要に

■バブル崩壊時は3つの要因を背景に大手金融機関の問題につながった

■地域金融機関の取引先にはコロナ問題の影響を受けやすい業種が多い

先に示したように、バブル崩壊局面では過剰債務の評価の観点から債務償還年数等の指標が大きな目安となった。一方、コロナショックについては、中小企業の売上減に伴う資金繰りや自己資本の毀損に対するレジリエンスが極めて重要であり、3つの財務指標から総合判断することにした。「麻酔」に伴う経済活動の低下から大幅な売上減が想定されるなか、①は流動性の高い手元資産（現金・預金等）が年度ベースの固定費の何年分に相当するかを示しており、資金繰り懸念の度合いが確認できる。また、②の自己資本比率と③の赤字に転換する減収率では、資本の毀損問題への耐久力が示される。

結果的に、今回、レジリエンスに欠ける業種として以下の「コロナ7業種」が抽出された。（1）陸運業、（2）小売業、（3）宿泊業、（4）飲食サービス業、（5）生活関連サービス業、（6）娯楽業、（7）医療福祉業であり、主に労働集約型の業種だ。これら「コロナ7業種」が中小企業全体に占める比率は売上高で約28%を占める。但し、当期純利益では約12%と利益率が相対的に低く、今回の問題の本質である資本の毀損が生じやすい。短期的な資金繰り支援のみならず、「コロナ7業種」を中心とした資本の充実策の有無が下期以降の倒産件数や、コロナショック後の回復力に大きな違いをもたらすことになる。

## 1990年代後半のバブル崩壊時は負担が集中した大手金融機関の問題に

1990年代後半のバブル崩壊が大手金融機関の問題につながったのは、大きく3つの要因があった。第1は、大手金融機関中心に先のバブル3業種への貸し出しが拡大したこと。第2にそれまでの主力金融機関に負担が集まりやすい金融慣行。第3に大手金融機関の預貸比率が100%を超える「ローン行」状態で、しかも市場性資金調達に依存する構造にあったことだ。一方、地域金融機関の負担が比較的小さかった。

## コロナ問題の影響は地域金融機関に向きやすい

今回のコロナショックは比較的地域金融機関に影響が及びやすい点に留意する必要がある。その要因は以下の3点にある。第1に、大手行はバブル崩壊後すでに再編やリストラを進めていたこと。第2に、コロナショックの影響を受けやすい飲食・宿泊等の7業種問題になり、それらは地域金融機関の取引先に多いこと。第3に、地域金融機関は国内の預貸収益の依存が高く、コロナショックの以前からマイナス金利を含めた収支低下の影響を受けやすかったことがある。今回、コロナショックに伴う信用コストの上昇の影響が地域金融機

**■資本対策が無い場合、深刻な倒産・雇用問題が生じる可能性も**

関中に生じやすいだけに、今回のコロナ危機を契機として地域金融機関に再編も含めた経営改革の動きが生じやすいと展望される。

今回のコロナショックではバブル崩壊時のような大企業については一部を除き、比較的影響が限定されることで株式市場へのインパクトも限られる。但し、先述の「コロナ7業種」を中心とした中小企業に問題が生じやすく、倒産リスク・雇用に深刻な影響が及ぶ不安を持つ。また、地域金融機関を巻き込んで金融システム不安をもたらすことに留意すべきだ。従って、政策対応としても従来の発想にとらわれず中小企業の持続性を保つべく資本対策に注力する必要があると考えている。こうした状況下、景況感の回復が生じにくうことにも留意が必要だ。

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなさるようお願いします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたのですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いただきます。
  - ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
  - ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
  - ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従つて元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### **岡三証券株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亞洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亞洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有しておりません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参考情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。  
本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等をすることが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)