

日銀短観、「実質貸出態度状況」で見たコロナ金融環境 — 金融機能発揮だが、将来的信用コスト増加不安も

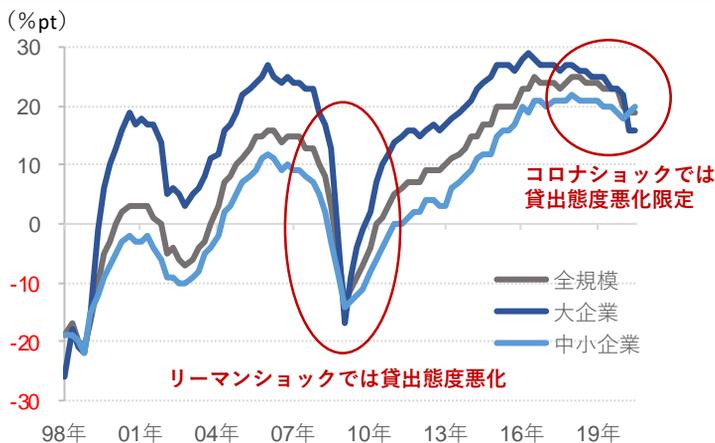
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■ コロナショック時では
貸出態度の悪化が限定的

金融機関の貸出態度が緩和維持

昨日の当TODAY（10/5）では、以下の図表を用いて、日銀短観で示された金融機関の貸出態度がリーマンショック時と比べて緩和した状況にあることを紹介した。リーマンショック時に金融機関の貸出態度が厳しくなったのと対照的に今回は資金面での不安が軽微に止まったのが特徴とした。

金融機関の貸出態度判断DI



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、直近は20年9月調査

■ 米国の経済指標は市場予想
を上回る状況が継続

企業の資金繰りは厳しい面も

一方、同じく日銀短観で示された企業の資金繰り判断を次ページの図表で確認すると、今回の9月短観で、やや改善した面はあるものの、かなり悪化した状況が続いている。コロナショックに伴う売上げ消失で赤字補填のための資金需要が増加した面が大きかったと考えられる。過去を振り返ってみれば、先述の金融機関の貸出態度判断DIと、次ページの資金繰り判断DIは基本的に連動して動いてきたことがわかる。

資金繰り判断DI



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、直近は20年9月調査

■ 企業の資金繰りが厳しい局面で金融機関の貸出姿勢は厳格化されてきた

■ 金融機関の実質的な貸出態度はかなり緩和傾向

金融機関は企業の状況に応じて貸出し姿勢を変化させる

以上の、日銀短観での金融機関の貸出態度と企業の資金繰り状況の連動は自然なことでもある。企業の業績が悪化し、資金繰りが厳しいと判断する局面は、金融機関の立場からみれば審査面で信用コスト上昇不安が生じ、貸出態度を厳格化する局面になる。こうした状況は、時として「雨の時に傘を取り上げる」として批判的に見られた面もあるが、金融機関のリスク管理からすれば当然の行動となる。以下の図表で以上の貸出態度と資金繰りを比較し、「貸出態度判断DI-資金繰り判断DI」を便宜上、「実質貸出態度状況」と位置付けることにする。その結果、以下に示されるように、足元は過去、特にリーマンショック時と比べて、「実質貸出態度状況」が緩和された状況にある。

実質貸出態度状況 (貸出態度 - 資金繰り)



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、直近は20年9月調査

「実質貸出態度状況」の緩和は金融機能を果たした成果、政策効果の成功も

以上の「実質貸出態度状況」、実質的な金融機関サイドの緩和状況をどう評価したらいいだろうか。今回の金融機関の緩和的姿勢は、コロナショックという危機時に適切に対処したとして評価すべき面もある。事実、金融当局は金融機関に対し、コロナショック時に貸出しを中心に金融機能を果たすべきとしてきた。同時に政策サポートとして政策金融機関を活用した緊急融資枠を大幅に拡大した。また、民間の金融機関を通じて実質無利子・無担保の融資の拡大を行ってきた。以上で示された「実質貸出態度状況」の緩和的な状況は、官民挙げた資金繰り対策の成果によるところと考えられる。

■ コロナショックでは金融機能が十分に発揮された

「コロナ7業種」の信用リスク先送り不安も

一方、金融機関のリスク管理の観点からみて、信用リスクが高まっているなかで貸出し姿勢を緩和させることは、一層、信用リスクを高めることになる。そもそも、中小企業の「コロナ7業種」を中心にした貸出しは、事実上の赤字資金補填融資が多く、融資現場では対応困難なものも多い。筆者が昔、銀行の審査部で融資の評価を行っていた時、基本動作として、①資金使途、②償還原資、が問われた。「コロナ7業種」向けの融資は、①資金使途は赤字資金であり、②償還原資は、コロナ環境下、説得力のある将来の収益性が描きにくく、十分な償還原資は確保されていないだけに、審査の教科書的対応では審査は通りにくい。しかし、現実には今年、緊急融資の形で何十兆円の単位で融資が実行されている。先月の当TODAY(9/24)で議論したように、「コロナ7業種」向け融資の債務償還年数が他の業種と比べて極端に長い状況を示すものでもある。すなわち、先の図表で「実質貸出態度状況」の緩和的な状況は、一面で、将来の信用コストを一段と高めるリスクを秘めていると評価することもできる。

■ 本来、審査が通りにくい融資が実行されている状況

大企業中心に資金面の余裕を示すことも

一方、先に示した図表で大手企業の「実質貸出態度状況」の緩和的な状況も、もちろん、将来的な信用コスト上昇リスクを内包すると考えることもできる。ただ、大企業の場合、実質的な資金の余裕度が予想以上に増していると考えられる。日本の大企業を中心に、コロナショックの前の段階で内部留保を抱え自己資本比率もかつてない水準に高まっていたなかでショックが起きたため、資金繰りの影響を従来ほど受けにくくなっていた。また、金融機関側は大企業の資金需要にはここぞとばかりに積極的に対応した結果が先の

■ 大企業は資金繰りの影響を従来ほど受けにくい状況

■大企業中心に積み上がったキャッシュを投融資に回すことも選択肢に

「実質貸出態度状況」の緩和的な状況に示されたと考えることもできる。

以下の図表は日本企業の自己資本比率の推移である。10年前のサブプライム問題が顕現化したところ（2007年度）の46.0%と比べ、2019年度は52.6%（3Q末時点）と大幅な改善である。リーマンショックにともない市場性調達不全に陥ったことで多くの企業が資金繰りの不安を抱いたことの反動から慎重な財務運営を行ってきたと考えられる。大企業中心に積みあがったキャッシュを今こそ投融資に回すことも選択肢になることを示したものである。

日米企業の自己資本比率（中央値）



(作成) 岡三証券、直近値は米国が2019年末、日本が19年度3Q
 ※集計対象：米国（S&P1500指数構成銘柄のうち12月末決算企業）
 日本（TOPIX構成銘柄のうち決算期が2月、3月の企業）
 ※金融を除く、データ取得可能企業の自己資本比率の中央値

「コロナ7業種」と大企業で資本の好循環を

■中小企業の資本不足を資金的な余裕がある企業が補う好循環が重要となろう

以上を総括すれば、先に示した図表で中小企業の「実質貸出態度状況」の緩和的な状況は、今後の信用コスト上昇リスクを示すものであると同時に、今後の大企業を中心とした資金の活用機会を示すものでもある。しかも、金融緩和のサポートもあり、株式・不動産価値が守られてバランスシートが毀損していないだけに、大企業を中心に実質自己資本が増しており、資本投資を行う潜在力を有する状況にある。従って、中小の「コロナ7業種」を中心とした中小企業の資本不足を補うべく、資本の余裕のある大企業が出資や買収を行う好循環を実現することも重要になる。今次、金融緩和では単に中小企業中心に倒産リスクの先送りだけに止めず、大企業と中小企業の間で資本不足を補う好循環を実現すること、持続性ある事業構造改革への道筋をつけることが課題になる。

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れるようお願いいたします。
- ・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ものですが、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、本レポートに記載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しません。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ら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ら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、債権順位に従っ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ですが、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ら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(亜洲)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(亜洲)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は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、資格も有していません。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:

本レポートは参照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、使用等を行う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)