

昭和恐慌とコロナショック －金融問題の先送りと産業構造改革への道

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

■『昭和金融恐慌史』は繰り返し読み返してきた良書

■震災手形は、本来は自然淘汰されるような企業を延命させる結果となった

昭和金融恐慌史を振り返る

筆者が1990年代から繰り返し読み返した本が、高橋亀吉氏、森垣淑氏の『昭和金融恐慌史』である。同書は、1927年に生じた昭和恐慌について、原因、実態、その後の影響等を分析したものであるが、特に、1990年代後半に金融危機を迎えた時期に、そこからの教訓は何かを考えさせられた。今回は、改めて読み返して、コロナショックへの教訓を探ることにする。

筆者が、今回、『昭和金融恐慌史』からみて気になる点は、危機後の震災手形への対応と、金融恐慌後の金融の変容である。それぞれについて考えてみよう。

震災手形からの教訓は

まずは、震災手形である。1923年に起こった関東大震災は甚大な被害をもたらした。その対応として政府は経済のマヒ状態への対応、特に、信用途絶への対応として流通不能化した手形を流動化すべく、震災手形割引損失補償令を公布した。これは、震災のために決済が困難になった手形を日銀が再割引することで流通力を付与したもので日銀特融とも称された。こうした対応は関東大震災という大惨事においては当然な処置であったものの、実際には震災とは無関係な手形が大規模に混入するのを許容してしまったことに問題があった。すなわち、既に経営が困難になっていた会社が震災対策のための金融措置を延命手段として悪用し、整理が先送りされたことを意味した。

当TODAY(5/20)ではコロナショックで脆弱な企業群として「コロナ7業種」(陸運、飲食、生活関連、宿泊、小売り、娯楽、医療福祉)を抽出して議論してきた。「コロナ7業種」の意味する範囲は日本経済のなかでも生産性が低く、本来、合理化や事業構造改革による対応が必要とされる業種であった。一方、現実には、当該業種を中心に、実質無利子・無担保での緊急融資がすでに40兆円近い規模で行われ

■今回は事業構造改革を同時に進めることが重要に

ているなかで、元からあった非効率な企業群の改革を先送りする結果になりやすい。当TODAY（9/24）で議論したように、全産業と比較して「コロナ7業種」の返済可能性はかなり低いことが示されている。同じく当TODAY（9/17）で示した、コロナ危機への有志による提言にもあるように、債務対応を先送りせず、事業構造改革を同時に行うことは昭和恐慌における震災手形への対応を教訓として考えるべき点だろう。また、昭和恐慌は1918年～1919年にかけてのスペイン風邪の後に起きたことも注目される点である。

昭和恐慌が金融市場に及ぼした点

次に、金融の変容について見る。高橋亀吉氏の『昭和金融恐慌史』では昭和恐慌が金融市場に及ぼした影響として以下の5点を挙げている点に注目したい。

『昭和金融恐慌史』、昭和恐慌が金融市場に及ぼした影響5点

1. 恐慌沈静後の資金需要の減退と銀行の預貸率低下と運用難（有価証券投資拡大）
2. 異常な低金利時代の出現
3. 預金の大銀行集中の急進展
4. 資金の大都市集中
5. 金融緩慢下の中小企業の金融難

（出所）『昭和金融恐慌史』高橋亀吉・森垣淑著より岡三証券作成

資金需要低下、預貸率低下、運用難、有価証券運用の連鎖

以上で示された、昭和恐慌後の金融市場への影響は、今日のコロナ危機からの影響を考えるうえで興味深い。『昭和金融恐慌史』によると、1927年には普通銀行の預貸率が100%を超えていたのが、昭和恐慌沈静後、1929年には70%台まで急速に低下している。これは、大震災後に緊急な資金需要が生じて、その後の恐慌で貸出し需要が急速に低下したことを示している。その結果、多くの銀行が有価証券投資に向かったとされる。また、資金需要低下の影響もあり、低金利が続いた。これは金融政策面での緩和に加えて、民間の資金需要減退が大きな要因とされる。

今日のコロナ危機での環境も、以前、当TODAY（9/9）でも示したように「預貸ギャップ」が大幅に拡大して、カネ余りが強まり運用難から有価証券投資に向きやすい状況と類似性がある。すなわち、危機直後は一時的に緊急融資が伸びるものの、一旦危機が沈静化する段階では融資は伸び悩むことになる。一方、金融緩和の中での資金緩慢状況で預金が大幅

■昭和恐慌後と同様に、危機沈静化後は融資は伸び悩み

に伸びる中、銀行を中心とした運用難が生じやすくなる。なお、日本に止まらず、今日、米国でも預貸率低下から運用難になりやすくなっている点も注目だ。

大銀行・大都市への集中

一方、『昭和金融恐慌史』によると、銀行のなかの構造として、地域金融機関では、信頼の低下によって預金の流出が進み、その結果、資金の大銀行への集中が生じた点が注目される。同時に、資金が地方から大都市へと集中する動きが強まった。こうした動きは、地方での産業の衰退に加えて、地域の銀行の信用悪化から都会の大銀行に資金がシフトした点を示している。

今日のコロナ危機でも、その影響が地域や中小企業に影響が及びやすい中では、資金が大手銀行や大都市を中心とした銀行に集まりやすい構造は類似している。既に高齢化のなかで相続によって資金が大都市に集まりやすい状況が従前から続いていただけに、コロナ危機は大都市への集中を一層加速させやすい。

■大銀行・大都市への資金の集中が加速する可能性も

中小企業の金融難は生じるか

『昭和金融恐慌史』では、中小銀行は預金の流出に見舞われ資金繰りに苦しみ、それに直結した中小企業が金融難に陥ったことが指摘されている。特に休業になった銀行との取引があった企業の資金繰り問題が顕現化した。当時、政府は政府系金融機関を通じた資金対策を行っていたが、十分な対応にならず、中小企業の整理、大企業の拡大につながったとしている。

今日のコロナ危機でも「コロナ7業種」を中心に中小零細企業への影響が大きい分だけ、資金の大企業への集中が生じやすい環境にある。大企業は比較的財務面では自己資本が厚く、しかも資産価格が維持されていることから資本力も有する。中小零細企業の資本不足に対して大企業が出資を行うことで大企業への集中が強まることになりやすい。今回はバブル崩壊と異なり、金融面では影響が地域金融機関に及びやすいこともあり、地域金融機関の統合に向けた動きが生じやすい環境にある。

当面は、地域金融機関中心に中小企業向けの実質無利子無担保の緊急融資が資金繰りを支えるが、その対応は無限には続かない。しかも、その返済可能性は一般融資に比べてかなり低下する不都合な真実に直面することになる。無利子無担保分は信用保証協会による保証付きが多いとはいえ、いずれ地域銀行のプロパー貸出しを含めた信用コスト上昇によって次第に中小企業向け貸出しを選別的に行わざるを得ないだろう。その結果、中小企業向けの資金繰りも徐々に悪化することにならざるを得ないと考えられる。

■地域銀行の貸出しは信用コストの上昇によって選択的な対応に

昭和恐慌のあとに産業構造が転換したことに学ぶ

昭和恐慌の後、1930年代は結果として日本の産業構造が大きく転換した時期だった。1930年代には戦時経済化したこともあり、新たな産業勢力、新興財閥も台頭し、重化学工業への急速な転換が生じた。従来、日本の産業は農業や軽工業を中心とした産業構造にあったが、昭和恐慌における農村の没落もあり、多くの人口が農村を中心とした地方から工業化の中心となった都市にシフトする動きが生じた。こうした重工業も第二次大戦で大きな損害を被ったが、戦後の日本の重化学工業中心の復興の礎になったのは、1930年代の工業インフラにあった。

今回、コロナショックで影響が及びやすいのは「コロナ7業種」を中心とした労働集約型の生産性が低いサービス業種である。従来からサービス産業の低生産性という課題に直面している状況下で、コロナショックをきっかけに事業構造改革を行う必要がある。今回の危機を改善の機会にすることもできることを、昭和恐慌の事例は示すものである。

■ コロナショックを契機に「コロナ7業種」の事業構造改革を実施する必要も

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(<https://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11月改訂)