

2020年4月20日

## コロナショックとバランスシート調整のデジャブ ー対策は、B/S両サイド、資産価格維持と資本注入が基本

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

■ バランスシート調整と共に  
歩んだ人生だった

■ バブル崩壊後は過剰債務の  
段階的な肩代わりが生じた

### 国債はバランスシート調整で 過剰債務の身代わり地蔵

この1か月余り、当TODAYでは何度かバランスシート調整の概念を紹介してきた。筆者は過去40年近く国債市場を見続けてきたなか、長年議論してきたのは、「国債は過剰債務の身代わり地蔵」という概念だった。筆者の1990年代以降30年近いアナリスト人生は、平成のバブル崩壊後とも重なるだけに、バランスシート調整とともに歩んだ時期だった。しかも、筆者が銀行でクレジットアナリスト業務にあった1990年代、担当分野がバブル崩壊時、最も傷が大きかった不動産・建設業種であった原体験もバランスシート調整に関し一段と思い入れを強めるものとなっていた。

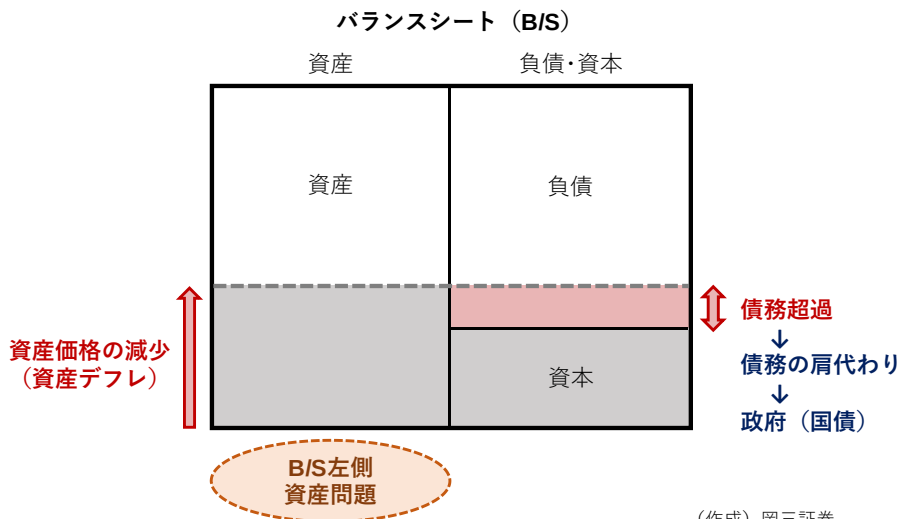
### バブル崩壊はバランスシートの左側、 資産デフレが主因

次ページの図表は、バランスシート調整を示す概念図だ。筆者はこの図表をバブル崩壊後の環境を説明するに際して1990年代後半から用いてきた。バブル崩壊では、次ページの図表に示されるように、バランスシートの左側（資産）の消失（資産デフレ）が資本の毀損、極端な場合は債務超過をもたらした。すなわち、バブル崩壊に伴い過剰となった債務が段階的に、「企業 → 金融機関 → 政府」と肩代わりされ、その結果、政府からその見返りとして国債が発行されることになった。「国債は過剰債務の身代わり地蔵」と表現してきたのはバブル崩壊後の以上のプロセスを示したものだった。

### 今回、米国の場合は、バブル崩壊後の 資産デフレ対応に近い側面も

ここで留意すべき点は、今回の米国での問題はシャドー

## バブル崩壊に伴うバランスシート調整の概念図



- バブル崩壊時には  
資産価格が減少する一方、  
負債が残り、債務超過に

- FRBは迅速に本質に迫る  
対応策を打ち出した一方、  
日銀は二の足を踏む状況

- 今回の大きな問題は  
売上減による資本の毀損

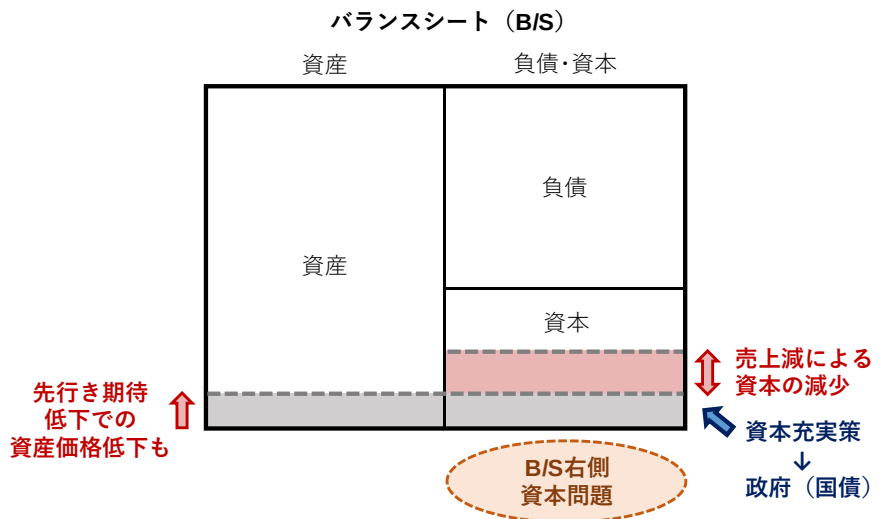
バンク分野での問題が顕現化しただけに、日本のバブル崩壊後のバランスシートの左側、資産問題と類似する性格を持つ。4月9日に米国のFRBは2.3兆ドル（約250兆円）規模の資金供給を発表した。そこでは、政府の出資金で設立した特別目的事業体（SPV）をFRBが運営し、低格付けの社債や融資の買い入れを行い、事実上、一般企業にも間接融資を行うことを可能とするものである。米国の企業金融上の問題はシャドーバンクの広がり背景とした個別企業の社債やローンにあっただけに、国としては直接介入が必要との強い危機意識を持っていると考えられ、こうした状況は日本のバブル崩壊時の資産の毀損状況に類似する。今回のFRBの対応はその本丸への対応として評価される。日本においては、日銀はETFやREITの買い入れは行っているが、米国のような低格付け債券や融資にまでは至っていない。

## 今回、コロナショックは 段階的な資本注入のプロセスに

一方、今回、コロナショックで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ものとなる。ただし、その違いはバランスシートの右側、資本の毀損が出发点になる。すなわち、企業が売上高の減少等に伴う損失から資本を失うことが、今回の基本となる。同時に、先行き期待低下から株式・不動産を中心に資産価格が下落して、バランスシートの左側の資産価値の減少も生じうる。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。今回の問題は、経済活動を意図的に止めることに伴う資本の毀損であるだけに、結果的にバブル崩壊後と同様の過剰債務に陥る可能性がある。コロナショックの場合に必要な資本を段階的に補うプロ

セス、「政府 → 金融機関 → 企業」を議論したのは以上の構造にあるからだ。

### コロナショック時のバランスシート調整概念図



(作成) 岡三証券

■ コロナショックは  
経済停止に伴う売上減が  
資本の毀損につながる問題

## バランスシート問題の難しさ

筆者は1990年代以降、バランスシート問題を30年近く自らのライフワークとして議論してきたが、同時にその説明の難しさも常に意識してきた。バランスシート問題は多くの共通性・基本形を持つ。ただし、実務的にバランスシート問題は説明が困難であり、なかでもメディアを含む一般の方々に理解されにくいとの印象を抱いてきた。例えば、映像での瞬間的印象を重んじるテレビメディアでは、バランスシート調整を取り上げるのは難しいと感じてきた。テレビはその性格上、瞬時に把握できるものを好む「瞬間芸」の世界である。会計上の議論でも、損益計算書の「利益か損失か」の「白か黒か」の世界は、一瞬の映像で視聴者に理解を求めるテレビで伝わりやすい。しかし、バランスシート調整では、バランスシートの右と左に広がりがあることから、説明を行うに際してフリップも作りにくい。仮にバランスシートを用いて説明しようとしても多くの場合、ディレクターから「こんなフリップではわからない」とダメだしされることも多かった。最近、筆者も諦めてテレビではバランスシート問題の説明はしないようにしていた。経済番組で筆者が出演の機会をもったTV東京の「モーニング・サテライト」は視聴者が市場参加者中心でまだ対応可能な面もあったが、一般視聴者中心の「ワールド・ビジネス・サテライト」(WBS)では殆ど使ったことがなかった。

■ バランスシート問題を  
説明するうえでの難しさも

■ バランスシートの左右両面を支える政策が必要

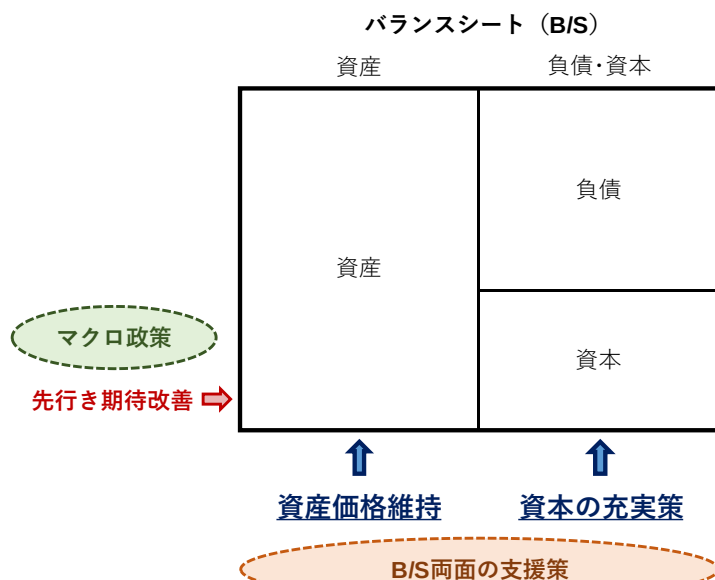
■ 対策で求められるのは「資産価格維持」と「資本の充実策」

■ バブル崩壊とコロナ問題では資本注入の行いやすさに違いも

## 資産デフレの回避と資本の充実が基本

今回、事例としたバブル崩壊とコロナショック、どちらも先の図表が示すのは、バランスシート調整で不可欠なことは、バランスシートの両サイドへの対応、B/S左側の資産デフレを回避しつつ、B/S右側の資本の充実をはかることだ。バブル崩壊後の債務の肩代わりもコロナショックの資本の注入も、結局、資産価格の減少も含め資本が債務対比で不足することで生じる現象である。従って、極力、資産価格の下落を防ぎつつ、政府による資本充実策を実行するプロセスが基本となる。加えて、マクロ対策として先行き期待を改善させることも必要になる。

### バランスシート調整における対応の基本形



(作成) 岡三証券

## バブル崩壊では バブル形成への責任論が生じたが、 コロナショックでは不可抗力の面も

以上のプロセスでは、バブル崩壊に対しては過剰債務の肩代わりに対しその責任論が生じやすかった。すなわち、バブル経済における企業側の放漫経営と金融機関に生じた不良債権への責任論で、その結果、債務の肩代わりに際して強いリストラ・経営責任を含んだ社会的制裁とそれを実行するための政治的「儀式」が不可欠となった。その結果、資本注入に際しては多大な時間と労力を必要とした。

一方、今回のコロナショックでは、各企業や金融機関が一定の善管注意義務を果たしていたなかで生じた不可抗力、自

■究極的には資本問題であり  
資本注入策が求められよう

■第2次世界大戦後のような  
デフレスパイラルに陥らない  
ためにも対応が必要に

■国民・企業に安心感を与える  
政府のメッセージも重要に

然災害との共通認識が生じやすい分、バブル崩壊時のような世論の反対が生じにくい。ただし、問題は資本の補い方だ。そもそもの要因が売上高の減少なので、売上高そのものを補うことが求められやすい。今回、政治の世界では「お肉券」のような議論が生じたのもその一環だ。また、直接的に損失を補うべく、現金給付や給付金の支給が考えられたのもその流れの中での対応だ。ただし、究極的には資本の問題であるだけに、なんらかの形で資本を注入することが求められるのではない。

## 資本問題のデジャブ、 再び、「第3の敗戦」にならないために

長年、バランスシート問題に対峙してきたなか今回、再び、コロナショックでこの問題を話題にするようなことは想定していなかった。しかし、図らずもコロナショックで1990年代に議論したバランスシート問題を議論することになった。それは、30年近い前のデジャブの世界だ。しかも、バランスシート問題は共通のパターンがあることを再認識させるものとなった。振り返れば、日本の平成バブル崩壊における資本の消失は、GDPを超える規模であり、それは第2次世界大戦でのGDP対比での資本の消失を上回るとの試算もある。それだけに、第2次世界大戦の敗北の後、「第2の敗戦」とされ、その後遺症が長らく、企業や家計の行動に沁みついてデフレスパイラルをもたらし続けた。今回、コロナショックでの影響が「第3の敗戦」にならないようにするには、繰り返しになるが、資産デフレを食い止め、資本を適切に補うしかない。

## 一定期間の目途を示し先行き期待の維持 で資産価格を維持することが不可欠に

資産デフレを止めるには直接市場に介入するETF買いやREITの購入がある。ただし、基本的には先行き期待を改善させて企業が生み出す収益を改善させることになる。しかも、今回、緊急事態宣言も含め、あえて生体反応を止める「麻酔」を打つかの如く対応しているだけに、その期間の目途を経済主体に共有させることが必要になる。2020年度は「耐える年度」として国民に覚悟をもってもらう一方、その期間の損失を国が支えるとの安心感を持たせることもバランスシート問題の処方箋になる。

バランスシート問題はいつも基本形がある。そうした経験を、日本はバブル崩壊、リーマンショック、東日本大震災で幾度となく繰り返してきた。その知見を今回コロナショックにも生かさないとしたら我々は過去30年何をしてきたかが

■ バブル崩壊時の経験・知見  
を活かすことが必要

問われる局面でもある。ただ、1990年代のバブル崩壊から20年以上が経過し、当時、バランスシート問題に立ち会った世代が政府サイドでも民間でも代わりだしているなか、改めてこの知見を呼び起こす必要もあるだろう。



## 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)