

2020年5月11日

バランスシート調整再考、 なぜ金融システム不安が生じるか — 今回の負担は中小企業・地域金融機関に集中

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の連鎖
リスクに注意が必要

■ 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

バランスシート調整の連鎖

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。同時に、過去40年近く国債市場を見続けたなか、「国債は過剰債務の身代わり地蔵」として議論してきた。今回は、改めてバランスシート調整における連鎖、すなわち、企業の倒産リスク（インソルベンシー問題）、金融システム問題、さらに国債も含めた政府債務問題を考えることにする。今回、コロナショックにおいて過去のバランスシート調整と類似する動きがみられる中、連鎖波及リスクを念頭に置く必要がある。これは平成の30年の歴史が語ることでもあり、筆者の30年近いアナリスト人生にも重なる。

バブル崩壊はバランスシートの左側、 資産デフレが主因

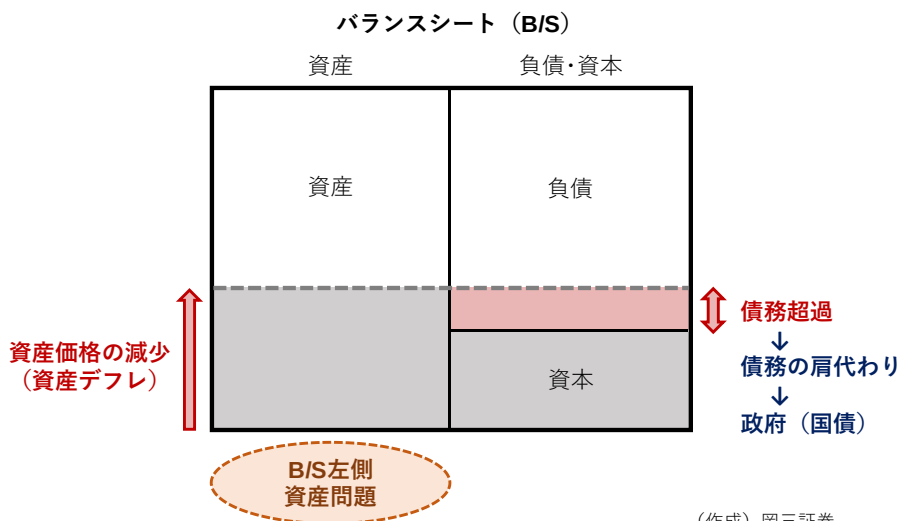
まずは、先月の当TODAY（4/20）のおさらいだ。次ページの図表1は、バランスシート調整を示す概念図だ。バブル崩壊では、図表1に示されるように、バランスシートの左側（資産）の消失（資産デフレ）が資本の毀損、極端な場合は債務超過をもたらした。それは、企業の倒産、インソルベンシー問題になる。

債務連鎖のプロセス

図表1のバランスシートは企業のバランスシートを想定していた。次ページの図表2では金融が関与して信用拡張が生じたなかで生じうるバランスシート調整の各セクターへの広がりを示す。まず、左側に位置した企業の資産価値が消失する一方で負債は残存し、バランスシートの右と左の「ギャッ

図表1：バブル崩壊に伴うバランスシート調整の概念図

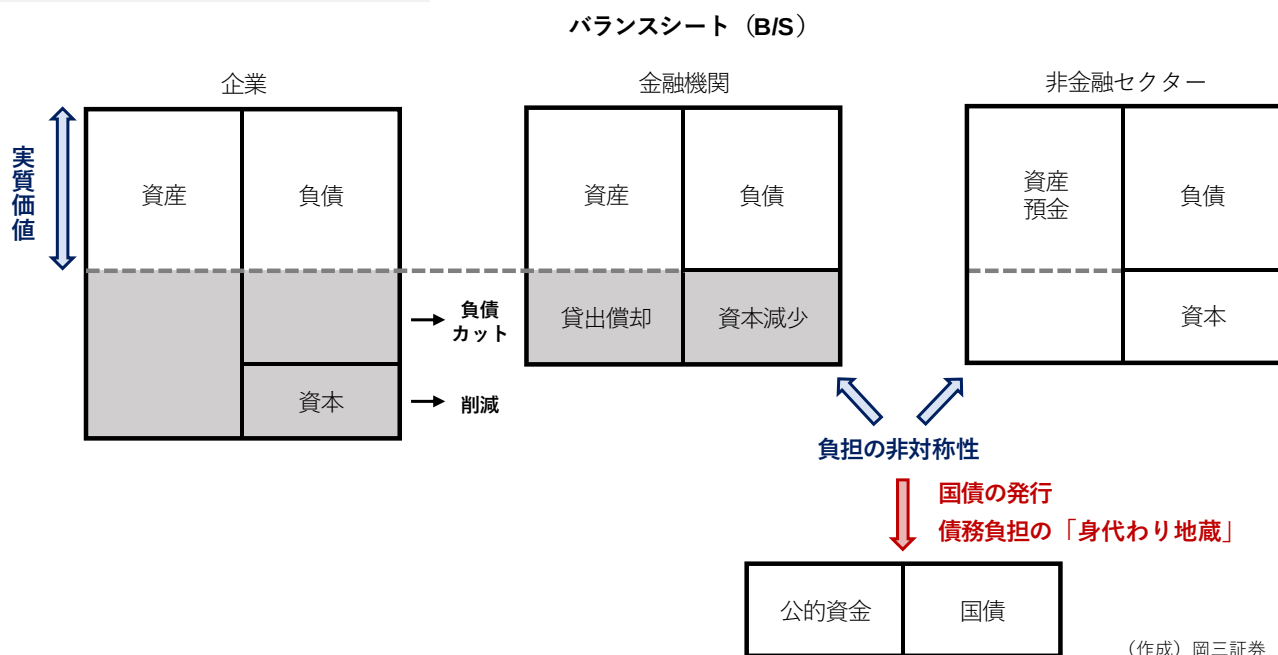
■バブル崩壊時はB/S左側の資産消失が大きな問題に



■預金者保護の観点から
国債発行による対応措置

プ」が存在する。その結果、資本不足が生じ（債務超過）、倒産にいたる。それは、返済ができないインソルベンシー問題として、図表2の中央の金融機関の不良債権問題につながり、その延長線上で金融システム問題に波及する。債務の連鎖で言えば、金融機関は家計に負担を迫ることも理論上は可能だが、預金者を保護する観点から政府が国債を発行してそのギャップを埋める対応がなされる。図表2では、「負担の非対称性」で家計の資産（預金）は維持して、金融機関の資本だけが負担を受ける構造になる。

図表2：バランスシート調整の概念図（身代わり地蔵）



ここで、従来から議論してきたように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だった。

バランスシート調整で重要なのは 信用拡張が生じていたこと

1990年代によく言われたことに、「バブルが崩壊してもなんら問題はないではないか、株・不動産価格が下落しても、またもとに戻っただけだ」との見方は多かった。ここで信用拡張がなく、例えば、個人が手持ちのお金をつぎ込んだだけで、その資産価格が戻ったなら、単に「元に戻った」だけだ。ただし、通常の経済活動には「信用」「負債の拡大」が伴い、金融の拡張を通じて貸出し等で信用が拡大した場合、負債も同時に拡大する。バランスシート調整では資産の価値が毀損しても負債はそのままの水準で残ることが、一般には意外にも理解されていない。その結果、「上がったものが元に戻っただけ」との表現がいまだに横行し、「バブルは潰れて当然」との見方につながりやすい。以前、当TODAYで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示してきたが、図表2のように、バランスシートが3つもある状況はより説明がしにくい。

■ バランスシート調整では
負債が一定水準で残ることが
大きな問題

バブル崩壊とコロナショックの差－今回は 中小企業、地域金融機関に負担が集中

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。ただし、その違いは、今回はバランスシートの右側、資本の毀損が起点である。すなわち、企業が売上げ減少等に伴う損失から資本を失うことが今回の出発点となる。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の資産価値の減少も二次的に生じうる。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。また、信用活動がバブル時期ほど大きくないだけに、その波及はバブル崩壊ほどにはなりにくい。ただし、次ページの図表3が示すように、その影響が異なることを改めて認識する必要がある。すなわち、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」（建設・不動産・大手流通）を中心に大手金融機関に波及した問題となった。一方、コロナショックでは経済活動の停止に伴う、飲食・小売り・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。

■ コロナショックでは
地域金融機関が悪影響を
受けやすい

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として認識する必要がある。

図表3：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	売上げ消失で資本減
業種	資産デフレの直撃 不動産・建設・大手流通 (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 比較的中小金融機関
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

これまで、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げ減少なので、その売上げそのものを補うことが求められやすい。それは政府等の休業要請とのパッケージのなかで議論されるべきものだ。ただし、今日の状況は、「経済活動は止めるけど、何とか耐えてくれ」とのメッセージ、すなわち、「気合い」の議論に止まっており、資本の消失による「不都合な真実」には目を向けていない状況にある。日本では賃料など一部の負担に止まり、対応の序の口の段階ということもできよう。ただし、究極的には資本の問題であるだけに、どのような形で資本を注入するかが問われることになる。

■ バブル時と比較すれば
資本注入など対応策への
理解を得られやすい

■ 一段と踏み込んだ資本対策
が求められる

■資産デフレ対策、資本注入
など適切な対応が不可欠

資本問題のデジャブ、 まず、「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筆者が今回、再び、コロナショックでバランスシート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、それは第二次世界大戦での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、第二次世界大戦の敗北の後、「第二の敗戦」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た。今回、コロナショックでの影響が新たな「第三の敗戦」にならないようにするには資産デフレを食い止め、資本を適切に補うしかない。

また、先に示したバランスシート調整の連鎖が金融機関に波及するリスクもある。しかも、今回は地域中小金融機関に及ぶ可能性があるだけに、そうした特質に沿った対応が重要となる。過去、当TODAYで10兆円規模の中小企業向け資本注入のファンド枠の設定を提言してきたのも金融システム問題につながる不安があるからだ。また、次の波及として資産デフレに及べば過去のバブル崩壊の二の舞となるだけに連鎖をいかに食い止めることが重要になる。

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)