

バブル崩壊は大手の「バブル3業種」、 不動産問題だった ーコロナショックでは資産価格安定を防波堤に

2020年7月8日

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

■本日、筆者は聖火ランナー
として走るハズだった

■今後は不動産を中心とした
資産価格の下落に注意

世の中の不条理

本日、7月8日は本来、筆者は東京五輪パラリンピックの聖火ランナーとして埼玉県熊谷市を走る日だった。また、日本国内が東京五輪直前の熱気で盛り上がっているはずだった。残念ながら今やそうした雰囲気もない。そもそも、来年、開催されることも不透明になっているのが実情だ。誰が悪いのでもないが、世の中の不条理とはまさにこうしたものかもしれない。

バブル崩壊は不動産市場の下落が 引き金に

現実に戻ろう。これまで当TODAYでも議論してきたようにコロナショックでのバランスシート調整プロセスは、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り、影響がさらにバランスシートの左側、資産価格下落に及ぶ場合には、バブル崩壊並みのショックを及ぼす。バブル崩壊では不動産を中心とした資産デフレが「バブル3業種」（建設・不動産・卸小売）に影響し、その結果、大手金融機関を中心に金融システム問題となった。それだけに、今回、コロナショックに際しても、不動産を中心とした動向には細心の注意が必要だ。振り返れば、10年前のミニバブルの崩壊も不動産下落が引き金になった。不動産アナリストであった筆者の体験的にも、不動産は金融と一体で、最も重要な資産市場であると認識してきた。

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業種とされる業種が注目された。次ページの図表は、企業の業種別財務状況を示す。バラ

■当時の「バブル3業種」は
過剰債務に陥っていた

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いる。

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
運輸通信	45.6	6.1	7.4	16.3	0.0	1.8	4.0
電気	29.3	3.2	9.2	12.0	0.0	1.3	4.5
ガス水道	2.4	0.4	6.5	18.3	0.0	0.1	2.8
サービス	104.7	10.4	10.1	11.1	0.6	2.5	2.4

（出所）高田・柴崎著「金融不況脱出」（2003年、日本経済新聞社）

■不動産高騰は都市部が顕著
であったため、大手金融機
関等に影響が集中

バブル崩壊は不動産問題に起因する過剰 債務問題

バブル崩壊後、業種別の債務圧縮必要額は非製造3業種（不動産、建設、卸小売）にほとんどが集まり、以上の3業種以外では、有利子負債はキャッシュフローでの返済が可能と考えられた。バランスシート上では債務の反対側に資産として不動産問題が存在しており、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、卸小売、建設という業種は日本の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小企業問題の側面もあった。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り、しかも大手金融機関を中心とした信用拡張の恩恵を受けやすかった大手企業に債務や負担が集まりやすかった。

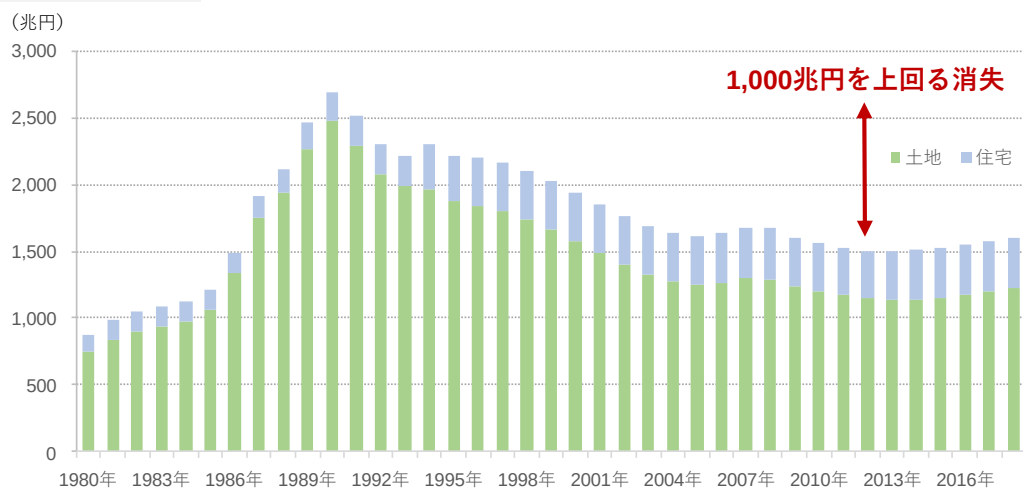
「第二の敗戦」の背後にあった 不動産価値の消失

先述の過剰債務の背景には不動産を中心とした資産デフレ

■ バブル崩壊後の震度は
第二次世界大戦を上回る
との試算も

があった。以下の図表は不動産の時価総額を示す。1990年のピークと比べ、2000年代のボトムでは1,000兆円以上の国富の消失が確認できる。これは日本のGDPの約2倍の水準である。第二次世界大戦での国富の消失をGDPで示した場合、バブル崩壊後の震度は第二次世界大戦を上回るとの試算もある。それだけに、「第二の敗戦」との表現はあながち誇張ではなく、その背景には不動産を中心とした資産デフレがあった。その結果、平成の30年近く、企業はバランスシートに資産を「持たない経営」のバランスシート調整圧力から縮小均衡をもたらし、デフレスパイラルに至った。今日もそのマインドセットは色濃く企業セクターに残っている。

日本の国富（土地、住宅）の推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」 ※1993年以前は旧基準、直近は2018年

■ 対策で求められるのは
「資産価格維持」と
「資本の充実策」

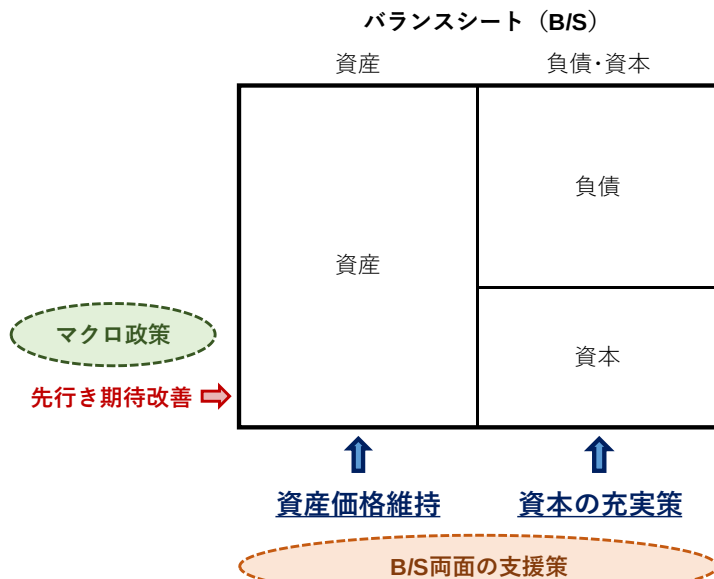
資産デフレの回避と資本の充実が基本

事例としたバブル崩壊とコロナショック、どちらもバランスシート調整で不可欠なことは、次ページの図表のように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。バブル崩壊後もコロナショックも、結局、資産価格の減少も含め資産が債務対比で不足することで生じる現象である。従って、資産価格の下落を防ぎつつ、政府の支援も含めた資本充実策を実行するプロセスが基本となる。

地域金融機関問題も 不動産問題につながる

今日、地域金融機関の不動産向け貸し出し比率が貸家を中心に高いのが特徴である。従って、不動産問題が地域金融機

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

- 政府の対応は、事実上の不動産市場への公的資金の注入に等しい

関の問題につながることに留意が必要だ。今回、政府が二次補正予算で対応した家賃支援給付金は、事実上の不動産市場への公的資金の注入に等しい効果を及ぼす。すなわち、割引現在価値（ディスカウントキャッシュフロー）で不動産評価を行うに際し、賃料の負担力が増すことは価格保全に資するからだ。同時に、家賃支援給付金は多分に「コロナ7業種」の支援を意味するだけに、資本の充実と資産価値の維持を同時に実現する必要を意味する。

同時に日本銀行は株式市場や不動産市場を支援すべくETFやREITの買い取りを拡大しており、株式・不動産市場で資産価格を支援する対応を政府・日銀が行っているのは過去のバランスシート調整の教訓に基づき妥当なものだ。バブル崩壊の再来を回避するにも、不動産を中心とした資産デフレに陥らせないと政府の強い姿勢がこれからも重要だろう。

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)