

2020年9月3日

バブル崩壊は株・不動産への「怨念」から始まった ーコロナショックでは株・不動産に優しい政策に

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

■バブル崩壊の背景には、株・不動産への「怨念」に近い感情が存在していた

■バブル崩壊後、日本は「雪の世界」に閉ざされた

人生の分岐点はバブル崩壊

筆者は先月62歳になった。1958年生まれの筆者にとって、その半分の31年、人生の分岐点である1989年は日本の株式市場のピークであり、日本のバブル景気の天井でもあった。そこからの半分の人生は平成のバブル崩壊の時期に一致する。今年、コロナショックという新たな国難を迎えたが、当TODAYではバブル崩壊と比較することが多かった。1989年のバブルピーク時は証券業務に携わり、株式市場を含めた市場業務を体験してきた。その後、1990年代になって不動産のアナリスト業務を行い、株・不動産市場でバブル崩壊前後を過ごしながら感じたのは、株・不動産に対する「怨念」に近い感情がバブル崩壊の背景にマグマのように存在していたことだ。類似した空気はグローバルにもリーマンショック後の金融危機時に感じられた。一方、今回のコロナショックにおいては、そうしたネガティブな意識が従来ほどは感じられない点に注目している。

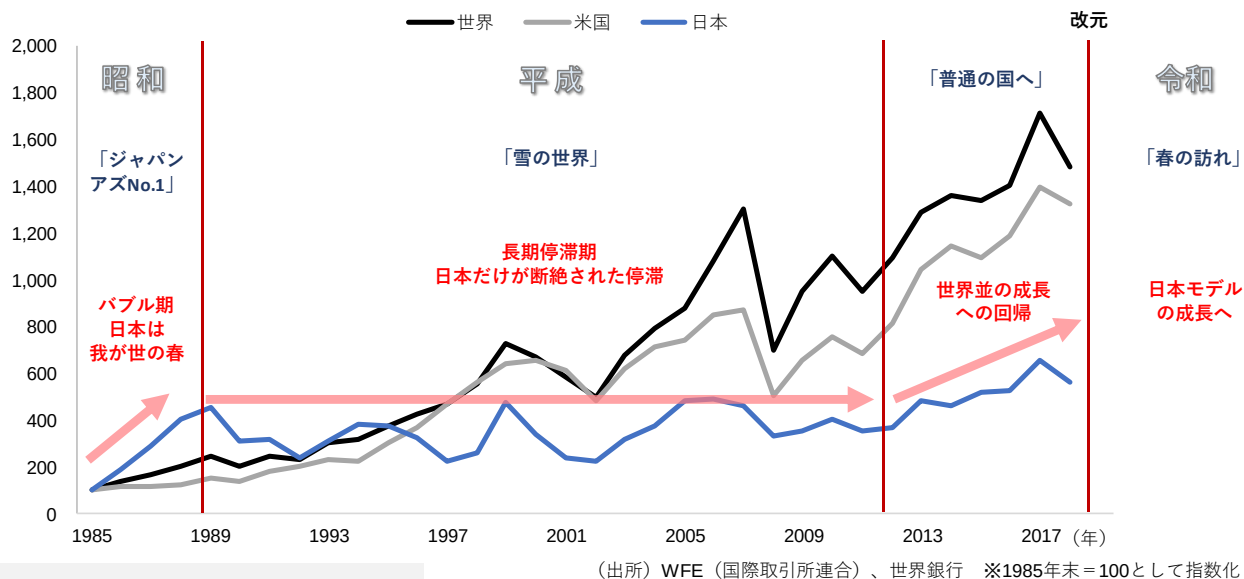
資産デフレの「雪の世界」

次ページの図表1は、1980年代から株式の時価総額を海外と比較したものだ。1989年、平成元年をピークとした株式市場は、平成のバブル崩壊後、海外市場では右肩上がりの上昇が続いたなか、日本は海外から隔絶された停滞状況が続いた。さらに、資産デフレに加えて円高というダブルパンチになった。以上の資産デフレと超円高が重なる「雪の世界」は「バブル潰し」によって政策的にもたらされたものだった。

「第二の敗戦」の背後にあった 不動産価値の消失

一方、次ページの図表2は不動産の時価総額を示す。1990

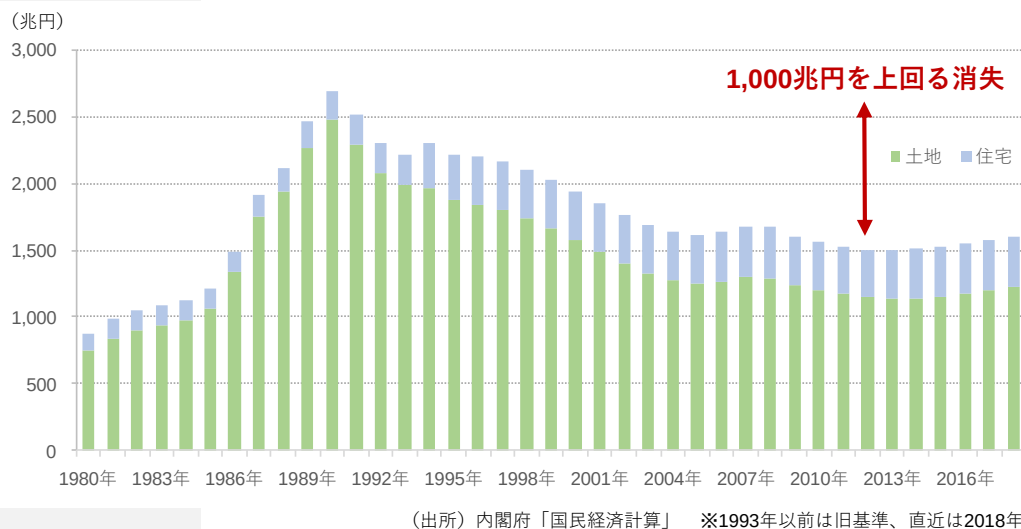
図表1：世界の株式時価総額の推移



■ バブル崩壊後の震度は、第二次世界大戦後の国富の消失を上回るとの試算も

年頃のピークと比べ、2000年代初頭のボトムでは1,000兆円以上の国富の消失が示される。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、以上で示した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」を志向し、縮小均衡がもたらされ、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。

図表2：日本の国富（土地、住宅）の推移



■株・不動産は「悪」との
共通認識の下、「バブル潰し」
政策が行われた

■今回は、政府・日銀が株・
不動産を積極的に下支え

「バブル潰し」の背景にあった呪縛

バブルが崩壊した1990年代以降、株式市場では以下の用語が新聞紙面を飾った。「飛ばし」、「損失補填」、「総会屋事件」等であり、株式は「拝金主義」として批判の対象になっていた。同時に、不動産市場では、「地上げ」、「バブル紳士」、「持つ者持たざる者の格差」、等だった。株式・不動産市場がスキャンダルにまみれ、バブル潰し、そこからの正常化が課題との認識が多くの世論を支えた。その結果、株価是正、不動産価格抑制が政策目的とされやすかった。

このような株式・不動産市場は「悪」であるとの認識が様々なスキャンダルのなかで自然と生じ、その結果、「国民合意」で「バブル潰し」の一連の政策がとられたことになる。マクロ政策では金利の引き上げが1989年から始まり、量的にも不動産市場への総量規制がとられた。特に不動産については、不動産の総量規制のほか、地価税創設、固定資産税の課税強化、土地取得金利分の損益通算を認めないなどの措置、土地取引の届け出制、特別土地保有税の見直し、譲渡所得の課税強化等の一連の措置がとられた。

今回は資産価格に優しい

それに比べて、コロナショックでは一転して株・不動産に優しい状態にある。しかも、それに対して国民が当たり前と思っている点に注目する必要がある。

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。家賃支援給付金は表向きは不動産対策ではない。それは、あくまでも「恵まれない」、「コロナ7業種」向けの対応になっている。また、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を支援すべくETF買い入れの倍増、不動産市場を支援すべくREIT買い入れの倍増を決定しており、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。以上の対応は過去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は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。

いつも不動産は「悪者」だった

前述のように、家賃支援給付金は事実上の不動産市場への公的資金注入だ。マクロ政策面でも日銀がREITやETF買い入れを倍増したのは不動産・株式市場支援策である。これら

■「悪」とされてきた不動産
の支援が正当化される状況

のコロナショックに伴う対策は表向き不動産・株式市場支援が目的ではない。ただし、「恵まれない」「コロナ7業種」支援の名の下に、長年「悪者」だった不動産支援も含めて正当化される構図となる。この半世紀、不動産が、金融・政策面から常に締め付けを受けてきた負の歴史とは大きく異なる。バブル崩壊後、1990年代を不動産アナリストとして不動産市場の最悪期を体験してきた筆者が振り返ると、感慨深いものがある。

不動産市場、 過去と比べてマイナス要因が少ない

■現在の不動産の状況は、
過去との比較で金融面の
サポートが非常に大きい

過去半世紀における不動産バブルは、1973年の列島改造ブーム、1990年のバブル経済、2007年のミニバブルと概ね17年サイクルだった。どれも、その変調は金融引き締めや不動産市場への制約が行政面から付された歴史だった。それに対し、今回は一転し、金融面のサポートにゆるぎのない点は大きな違いだ。図表3はコロナショックを巡る不動産の環境について、バブル崩壊時・リーマンショック時と比べたものだ。今回は従来と大きく違うことがわかる。すなわち、今回、テナントは「コロナ7業種」で大きな打撃を受けるものの、金融面でのサポートが大きく、資金面で締め上げられた過去の危機とは大きく異なる。その結果、保有物件の売却を急ぐ状況になく、保有を続けることができる。今回は実質無利子・無担保での資金繰り支援が行われており、その資金の一部は不動産市場にも流れていると考えられる。こうした対応は不動産支援が目的ではないが、過去の危機では資金面から不動産関連が締め上げられたことと比べて大きな違いだ。

図表3：不動産市場のコロナショックとバブル崩壊・リーマンショックの違い

	バブル崩壊	リーマンショック	コロナショック
金融機関	××× 利上げ、総量規制、 地価税創設	×× 利上げ、規制強化	◎ 金融緩和
不動産所有者	×× 「バブル3業種」	× 独立系不動産会社の 脆弱化	○ 資金繰り支援
テナント	○	○	×× 「コロナ7業種」 家賃支援給付金

(作成) 岡三証券

■不動産投資についても、
一定の慎重さが必要だろう

不動産サイクル上、次のピークは2024年、 次第に選別が必要な局面に

ちなみに先に示した不動産サイクル17年周期の次のピークは2024年、まだ間があるとの見方もあるが、同時にそろそろ選別が必要な局面ともなる。筆者の投資に対する基本認識は従来から「修正LED戦略」であり、そのなかには不動産投資も重要なアセットクラスとして含まれるだけに、一定の慎重さをもった不動産投資も望まれる。株式市場についても急な上昇には留意が必要だが、コロナショックに対して一段の支援をとという声が強い分だけ、大企業中心の株式市場への資金流入につながりやすいだろう。

7年8ヵ月続いた安倍政権は節目を迎えたが、その成果は資産デフレを止め、国富を重視した政策を行った点であった。今後、新政権の課題はコロナショックも踏まえ、資産市場の安定を維持することにある。

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)