

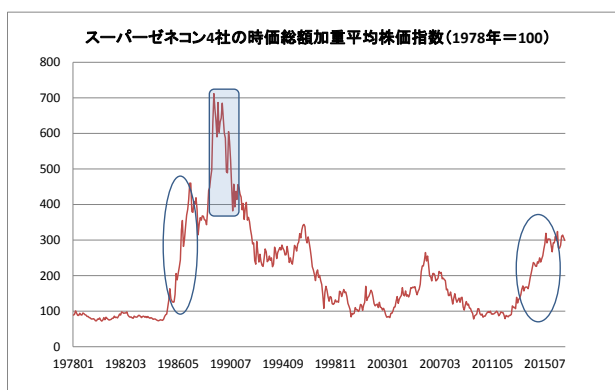
バブル期との比較で読み解くゼネコンの今後

2017.5.1 発行

“2 度目”も急伸したバブル期のゼネコン株価

大手ゼネコン各社の業績が好調です。スーパーゼネコン 4 社のみを見ても、3 月 15 日の鹿島建設を皮切りに、4 月 20 日現在、大成建設を除く 3 社が業績上方修正と増配を発表済みで、業況は極めて好調と言って差し支え無いでしょう。しかし、株価に目を転じると総じて煮え切らない展開が続いています。これは、各社過去最高レベルと肩を並べる完工利益率を達成したものの、更なる利益率改善ストーリーが見え難いこと、施工能力の上限が近く、増収シナリオが描きにくいことが、業績や株価頭打ちを予想させているものと思われます。

(図表1) バブル期のゼネコン株価は“2 度目”の切り上がりも力強かった



スーパー4 社:大成建設、大林組、清水建設、鹿島建設
出所:ブルームバーグ等より明治安田アセットマネジメント作成

1986-1990 年代初頭のいわゆるバブル期は、東京

を中心に地価が急騰した前半と、この地価上昇が全国に伝播した後半に分ける事が出来ると考えますが、現在は、主に完工利益率改善による株価上昇が一服した 1988 年前半と状況が酷似している様に思います。当時は、1988 年後半から 1989 年前半(図表1:四角で囲まれた部分)に大手ゼネコンの株価が再度大幅上昇を遂げ、特に年度決算直前の 1989 年 2~3 月の株価上昇は印象的なものでした。さて、今回のゼネコン株価はどのように推移するのでしょうか。バブル期と現在、建設業界の置かれている状況の相違点を比較することで、今後の業績と株価について考えてみたいと思います。

バブル期は“拡散”、今回は“集中”

まず、バブル期と現状が類似している点として以下が挙げられるでしょう。①東京臨海部の国際金融センター構想(今回では東京五輪の開催決定)、②リゾート法を背景に全国にリゾート施設建設(同、カジノ(IR)法案)、③インテリジェントビルの登場で設備工事会社に脚光(同、BIM、CIM、i-Construction(注)等)。これらはいずれも業績等に追い風となる内容です。

注)i-Construction は、今後の労働力不足に対応する技術として期待されています(詳細はアナリストコラム 2017 年 1 月号で取り上げていますのでご参照ください)。

一方、相違点で特筆すべきは、今般のガバナンス

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

アナリスト・コラム

の進歩でしょう。バブル期は無謀と思える投資や債務保証が少なくありませんでしたが、現在では各社投資には慎重なスタンスを採っています。更に、バブル期と比べて法人税の実効税率が低下している点にも注目です。交際費等の損金処理できない冗費の絞り込みを進めた成果と言えそうで、これら会社側の意識の高まりと行動は、高水準に見えるゼネコン各社の利益率を更に押し上げる原動力となりそうです。

(図表 2) バブル期との業界環境比較

	バブル期	今回
類似点	東京臨海部の国際金融センター構想	東京五輪
	全国リゾート建設（リゾート法）	カジノ法案（IR法）
	インテリジェントビル（高度情報化ビル）に脚光	i-Construction等（施工管理の高度情報化）
	労働力不足。但し、バブル期は建設人口増加、現在は減少	
相違点	建設単価上昇。バブル期は地価上昇が建設単価を煽り、現在は選別受注と公共工事事確法等の影響大。	建設単価は横ばい圏
	大手は売上拡大。当時は年2000-3000億円増収でも違和感を感じず	売上高（特に単体）は横ばい圏
	東京中心だった建設需要が全国に拡大	東京一極集中
	地価高騰。ジャパン・マネーが世界を席卷	地価は安定。チャイナ・マネーが国内流入
	一部、無謀な投資や債務保証が見られた	各社、投資には慎重
	実効税率が高い。交際費・使途不明金に由来する所も多かった	実効税率低下。財務規律、ガバナンス体制の向上。
	工事完成基準	工事進行基準
	東日本大震災発生。防災・減災意識の高まり。国土強靱化、都市防災の強化	

出所:明治安田アセットマネジメント作成

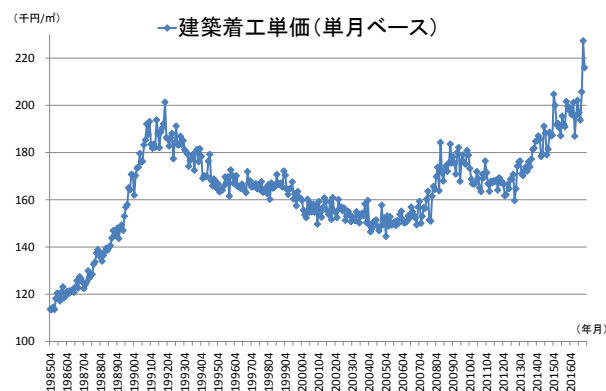
バブル期にゼネコン各社の売上が大きく伸長したのは、国家財政に余裕があったこと、地価上昇が地方に“拡散”し、建設需要を喚起したことが無縁ではないでしょう。一方、現在はバブル期ほどの派手さはありませんが、好採算案件の受注機会自体は少なくありません。有名なものだけでも、東京外かく環状道路、リニア新幹線、五輪関連施設、東京都の防災関連工事等が挙げられます。これらは高い技術力を必要とすること、一つ一つの案件が大型であること、更に、リニアを除けば東京周辺に“集中”している点

が特徴で、これからもスーパーゼネコンや首都圏地盤の技術力のある準大手に好採算案件の受注が集中することになりそうです。この秋口からは外環道工事案件が本格化する模様で、2017年度は収入面でも楽しみの多い年度になりそうです。採算面やバブル末期の総量規制の様な政策リスクが考えにくいことも、業績、株価両面で安心感があると言えるでしょう。

着工単価は過去の延長線上から上放れ

3月31日、国土交通省は2017年2月の月次建設関連統計を発表しました。2月単月の大手ゼネコン50社ベース建設工事受注高は前年比5.7%増と3カ月連続プラス、発注者別では、民間製造業や中央官庁等がけん引しました。建築着工単価(工事費予定額を着工床面積で除した値)は21.6万円となり、過去最高値の1月(22.7万円)に次ぐ高値でした。バブル期のピーク単価を頭一つ抜け出した格好となり、大手ゼネコン各社の収益力は一段高いステージに入ったと考えています。

(図表 3) 建築単価は既にバブル期を超えた



出所:国土交通省・建設関連統計より明治安田アセットマネジメント作成

国内株式運用部調査担当 シニア・リサーチ・アナリスト
(建設・住宅・不動産、エネルギー、運輸担当)
望陀 謙智

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。