

# 人間の経済

第2期 第 **35** 号 (通巻113号) 2006年1月17日刊

目次

**循環** 森野 榮一

**週刊マーケットレター** (05年12月19日週号)

主要マーケット指標

山高ければ谷深し

株高の影響大きい短観の業況判断

異常な金融政策下の増税

**週刊マーケットレター** (06年1月9日週号)

主要マーケット指標

5割近い株式の値上がりは続かない

輸出拡大で生産伸びる

実体経済に比べて異常に膨れたマネーが大相場を演出

**週刊マーケットレター** (06年1月16日週号)

主要マーケット指標

信用買い残の急増

機械受注の伸び減速

曾我 純

## 循環

森野 榮一

江戸時代、長屋の住人のしもごえは買いに来た近郷の農家に売られ、代金は大家が受け取り、毎年、春の隅田川の花見の費用に充てられたという話は落語によって多くの人の知るところです。

土中の微量元素は食物を通して人の体に入り排泄されるとき、これを水洗トイレで水に流してしまえば、海に出て土に戻らず土地はやせていき、ついには古代のローマ帝国崩壊の一因になったこと（その領土、北アフリカは当時豊かな穀倉地帯でローマに食料を移出していました。いまはどこでも荒地ですね）は知られていますね。

近代に入ってこれではならじと英国人が化学肥料などを考え出し、合理的なる英国式農業が始まるわけですが、江戸は土地に戻す循環を実現していたわけです。

このへんのことは各種資料にあります。庶民が読んでいた人情本にも、例えば、文化三年の振鷺亭主人作、『寒紅丑日侍』（かんべにうしのひさむらい）に、房州の化け物料理の祭りがあって、こんな一文があります。

ばゝあ「…御ひやうばんのばけ物料理はこれぞござい。奥はせまいからおあがんなさるなあがんなさるなあ。

ぢゝい「こりやあはア化物料理といふのか。道理よこはくつて年寄の齒にはあいましねい

ばゝあ「ヲヤ此（この）おんぢいさまア。四角ばつたつらアして。うそをつかあ茶の飲（のめ）ねいのをけんとうに。うちくらつておいて

ぢゝい「アハハ腹がはちきれそうであれたくなつたが。大金（たいきん）のしもごいをこゝへおいてゆくでもねへ 皆の衆いくべいじやアねいか

皆々「おらたちも内（うち）のせつちんへみやげにしますべいよ…

うんこをするのはうちに帰ってからというわけ

です。しもごえもたらふく食べたあとのおみやげ～というわけ。

なにせカネになるわけで、値段の付く資源でございました。この書にある海産物を使った化け物料理は絵がないので見当が付きませんが、まあ江戸の人はなんでも食べていたんでしょう。

滋養をつけると言つては、肉などもとうぜん「けだものぐい」と称して食べてました。陸鯨（おかくじら：いのしし）なんかです。そんなものを教えに反して食う奴がいるから江戸にはけだものろいで火事が多いのだとかいう人もいたそうです。（牛肉も食べていたんでしょうね。近江牛のみそ漬けは彦根藩が幕府に献上していたそうだから）

しかし、肉を食べていたのはなんと下々の人間たちであつたらしく、権藤成卿によれば、

「徳川氏の時代には、食物は豊富になつた。獣畜等は、下々の人でなければ、食ふものが少なかつたといふのは、宗教心と虚栄心に囚はれたのであらう。然かも中人は専ら野菜を食して、魚は一日に三度の食に一回食するは良き方であつたといふ事である。又た好んで豆腐を食したそうである。口腹の慾を充さぬといふのが、其頃の不文律であつた。」（権藤成卿、『農村自救論』）

だそうですから、宗教心と虚栄心に囚われぬ下々はうまいものが食べたともいえます。

リサイクルについては、紙のリサイクルがあります。浅草紙のことですが、紙くずを拾い集めて再び低級な再生の浅草紙にしたわけです。人情本にはそれを彷彿とさせる記述もあります。紙くず拾いは元締めがいて、拾い集め人を組織化していたわけですが、紙くずを拾うのは正業のない人間がしていたらしく、たいがい物語には悪者で登場してきます。

# 週刊マーケットレター（05年12月19日週号）

2005年12月18日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

## 主要マーケット指標

為替レート	12月16日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	115.65(120.65)	119.20	111.35
ドルユーロ	1.2015(1.1815)	1.1670	1.2240
ドルポンド	1.7725(1.7545)	1.7175	1.8085
スイスフランドル	1.2895(1.3025)	1.3245	1.2685
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.06438(0.06500)	0.06500	0.05750
米国	4.50000(4.48000)	4.36813	3.89000
ユーロ	2.48013(2.45550)	2.3500	2.13638
スイス	0.99333(1.03250)	0.95000	0.76000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.530(1.555)	1.495	1.355
米国	4.44(4.52)	4.47	4.27
英国	4.23(4.33)	4.21	4.24
ドイツ	3.33(3.43)	3.42	3.13
<b>株 式</b>			
日経平均株価	15173.07(15404.05)	14170.87	12958.68
TOPIX	1580.78(1591.23)	1486.34	1328.84
NY ダウ	10875.59(10778.58)	10674.76	10641.94
S&P500	1267.32(1259.37)	1231.21	1237.91
ナスダック	2252.48(2256.73)	2187.93	2160.35
FTSE100（英）	5531.6(5517.4)	5430.0	5407.9
DAX（独）	5353.66(5282.13)	5081.46	4986.50
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	326.36(327.81)	315.31	315.39
原油（WTI、ドル/バレル）	58.06(59.39)	57.88	63.00
金（ドル/トロイオンス）	503.4(527.0)	478.3	459.5

## 山高ければ谷深し

週初めの12日、日経平均株価は前日比334円高と今年一番の上げ幅を記録したと思ったら、12月調査の『短観』が公表された14日には314円安となり、株価の変動率は大きくなってきた。株価のブレが激しくなってきたことは、市場参加者の株式市場に対する気持ちが神経質になってきていることのあらわれである。8月以降の急騰をみれば、上がり方が異常であることはだれもが認めざるをえないだろう。だから、いまの値段に不安を抱き、神経質な値動きになるのだ。

株価が企業の実力から離れていくことは、バブルが膨らんでいることであり、早晚、企業の実力に引き寄せられる動きが離れる力を上回り、バブルは弾けていくであろう。『短観』の経常利益計画によると、05年度上期は大企業で前年比7.7%増加するが、下期は2.8%増に減速する見通しである。売上高は上・下期ともに上方修正されたが、経常利益は上期の上方修正に対して、下期は下方修正されており、収益環境の悪化を示している。収益の悪化という株価を動かす最大の要因に無頓着になっていることこそ、株価の行き過ぎを如実にあらわしているものはない。

13日、日経平均株価は15,778円まで上昇したが、前年比では46.2%の上昇である。同日のTOPIXは49.8%増と過去の上昇率に比べても、ほぼピークに達したと判断したほうがよい。信用買い残は9日時点で4.75兆円、前週比3,405億円増加し、個人が株価上昇に浮かれて信用取引にのめりこんでいる姿が浮き彫りになった。クリスマス休暇にはいりつつある外人は、急速な円高に乗じてポジションを手仕舞う姿勢を強め、買い手不在の状態に陥るかもしれない。いずれにしても、これからの株式市場は「山高ければ谷深し」の格言を地で行く相場になるであろう。

## 株高の影響大きい短観の業況判断

12月調査の『短観』によると、大企業製造業の業況判断（「良い」 - 「悪い」、%ポイント）は21%と前回の9月調査より2ポイント改善し、これで3期連続の上昇となった。石油・石炭製品、非鉄金属、繊維は23%、10%、9%それぞれ大幅に改善したが、これらを除けば小幅な変化である。先行きは19%と2ポイント低下し、悪化業種が改善業種を上回る見通しだ。大企業非製造業は前期比2ポイント改善の17%に回復したが、先行きは横ばいの計画である。

大企業製造業業況判断と株価の関係をみると、株価がピークを超えた数四半期後に業況判断は悪化するパターンが多く、株価が業況判断に先行している。今回も株価の異常な値上がりによって、業況判断は引き上げられたと読むのが理にかなっているのではないだろうか。今回の業況判断は相当割り引く必要があるように思う。

## 異常な金融政策下の増税

日銀は量的緩和解除をしきりに説いているが、解除の目安となる来年3月末までに株式

相場は下落基調を強めている可能性が高く、解除どころではない事態になっていないとも限らない。一方、与党は15日、「税制改正大綱」を発表し、来年の増税を明らかにした。日銀には量的緩和でさえ解除はとてできる状況ではないとっておきながら、景気を悪化させる増税を平気で打ち出すといった矛盾をどのように釈明するのだろうか。増税できるまでに景気が回復したのであれば、まず異常な金融政策を正常な姿に戻すことが先決である。異常な金融政策すら変更に戻込みするのであれば、増税などできるわけがない。

増税が決まったことで、株式相場は大幅な調整を余儀なくされ、民間設備投資の冷え込み等を誘発し、来年の景気は悪化するであろう。日銀は量的緩和策を取り続けざるをえず、日銀と金融機関による国債保有額は膨らむばかりである。企業のバランスシートは改善しつつあるが、国と日銀のバランスシートは悪化し続けている。量的緩和を縮小していけば、国債の消化が覚束なくなり、国の予算が厳しい状況に追い込まれる。量的緩和を継続すれば、日銀が国の債務をますます背負い込むことになる。小泉首相の「構造改革」や「民営化」といった言葉ばかりに気をとられているうちに、日本経済は正常化とは逆の方向へさらに踏み出している。

今年は今回で最後になります。来年は1月9日号より始めます。皆様よいお年をお迎えください。

## 週刊マーケットレター（06年1月9日週号）

2006年1月8日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

### 主要マーケット指標

為替レート	1月6日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	114.45(117.75)	120.85	113.30
ドルユーロ	1.2150(1.1845)	1.1780	1.2180
ドルポンド	1.7705(1.7225)	1.7420	1.7795
スイスフランドル	1.2695(1.3135)	1.3055	1.2695
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.06688(0.06625)	0.06500	0.06438
米国	4.55000(4.53625)	4.45688	4.11000
ユーロ	2.49013(2.48663)	2.45288	2.18038
スイス	1.02833(1.01000)	1.05167	0.80833
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.440(1.470)	1.560	1.485
米国	4.37(4.39)	4.48	4.39
英国	4.07(4.09)	4.24	4.26
ドイツ	3.25(3.30)	3.37	3.19
<b>株 式</b>			
日経平均株価	16428.21(16111.43)	15423.38	13359.51
TOPIX	1684.90(1649.76)	1591.34	1371.37
NY ダウ	10959.31(10717.50)	10856.86	10287.10
S&P500	1285.45(1248.29)	1263.70	1191.49
ナスダック	2305.62(2205.32)	2260.76	2084.08
FTSE100（英）	5731.8(5618.8)	5538.8	5372.4
DAX（独）	5536.32(5408.26)	5300.85	5017.27
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	339.47(331.83)	324.29	323.93
原油（WTI、ドル/バレル）	64.21(61.04)	59.94	61.36
金（ドル/トロイオンス）	539.7(517.1)	510.2	471.9

## 5 割近い株式の値上がりは続かない

昨年からの強基調を引き継ぎ、年明け以降も3営業日連続高となり、日経平均株価は昨年来高値を更新した。株高にもかかわらず、長期金利は低下気味であり、為替相場は大幅な円高ドル安となった。原油や金の再燃からCRB指数は過去最高を記録し、今年も一次産品価格の動向が経済や市場を支配する気配が窺える。

世界の主要株価指数なかでも日本株の上昇がトップクラスだが、実体経済面からそれを裏付けることができるだろうか。日経平均株価のPERは24倍を超え世界的に割高になっているが、この割高を正当化できるほど期待経済成長率が高くなったのだろうか。国勢調査により人口減に突入したことがはっきりしたが、これが長期期待経済成長率にどのように影響するのだろうか等々を考えることなく、市場は見切り発車してしまったようである。

いまの株式市場には長期的視点などの欠けらもない。超短期売買に嵌り、一時的な利ざや稼ぎに熱中しているのである。デフレ脱却等の市場が好感するような言葉に飾られた評論、解説を鵜呑みにした市場参加者が、怖いもの知らずで株式を買っているのだ。

6日時点の前年比上昇率は日経平均株価43.0%、TOPIX46.8%と5割近い値上がりとなり、株価のピークは近づいている。80年代を除けば、このような高い上昇率があらわれるのは瞬間的であり、持続することはなかったからだ。一点の曇りもない相場でも、突然暗雲が垂れ込み、稲妻が閃光を放すると、人が家屋に逃げ込むのと同じように、市場に不安心理が芽生えたと、瞬く間に買い手は見当たらなくなり、売り一色に包まれるのである。今は流動性が高いから心配する人は少ないけれども、現時点で流動性が高いからといって、下げ相場でも流動性が高く、うまく売り抜けられると考えるのは間違いだ。PERが10倍台に低下するまで、忍耐強く待つことが、投資家のとり得る道だと思う。昨年8月以降、企業業績や体質が様変わりしたわけではないことをわすれてはいけない。

## 輸出拡大で生産伸びる

昨年11月の鉱工業生産指数は前月比+1.4%と4ヵ月連続の増加となった。前年比では3.3%と7月を底に回復しつつある。鉱工業生産が戻しつつあるのは、輸出が増勢を取り戻してきたからだ。11月の輸出数量指数は前年比6.6%と夏頃までの低迷から抜け出し、04年9月以来の高い伸びとなった。米国向け輸出が回復したことから、アジア向けも11月は4.0%と3ヵ月ぶりのプラスとなった。電機機器、一般機械、輸送用機器の輸出がいずれも好調であり、こうした輸出拡大が鉱工業生産を牽引していると考えられる。

原油や銅価格等の高騰により、掘削機械、建設機械の輸出も伸びている。米製造業新規受注統計によると、建設関連、オイル・ガス関連機器、コンピューターの受注は11月、前年を2割以上上回っており、原油等の資源高が米設備投資を支え、その余波が日本にも及んでいるようだ。

鉱工業生産は底堅く推移しているが、内需の様子はそれとは違う動きをしている。11月の小売販売額は前年比0.1%とそろそろプラスだが、燃料の売上増によってプラスになっ

ているだけで、燃料関連を除けば低迷している。勤労者世帯の消費支出は前年比-0.1%と4月以降、プラス月は10月のみと不振。可処分所得が11月まで5ヵ月連続の前年割れでは、消費低迷はしかたあるまい。11月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比-0.8%と3ヵ月ぶりのマイナスになり、企業業績の改善とは裏腹に、従業員への支払いは渋い。このような懐具合によって、12月の新車販売台数は前年比9.7%減と2桁に近い落ち込みとなり、株価が急騰を演じているのとは反対に月を追うごとにマイナス幅は大きくなっている。日本経済は外需頼みの様相を強め、自律的回復から遠ざかっているように思う。企業は内部留保を厚くするだけでなく、従業員の給与を引き上げなければ、消費の拡大は図れないことを思い出すべきである。

### **实体经济に比べて異常に膨れたマネーが大相場を演出**

12月のマネタリーベースは前年比1.0%と2ヵ月連続の低下となり、01年1月以来の低い伸びとなった。日銀券発行高が05年4-6月期の4.0%から12月は1.9%に鈍化したことに、量的緩和策が出尽くし日銀当座預金の伸び率低下が加わったからである。

05年のマネタリーベースは110.8兆円(平残)と前年比2.0%増に伸びは低下した。だが、5年前の2000年に比較すると1.7倍になっており、实体经济の推移に比べると、マネタリーベースの突出ぶりがあきらかだ。05年の实体经济をあらわす名目GDPは約500兆円であるから、マネタリーベースは名目GDPの22%の規模を有す。ところが、2000年の同比率は12.6%にすぎず、約10ポイント低い。实体经济に占めるマネタリーベースが多いことは経常取引や予備的取引ではなく、投機的分野に金が回っていることをあらわしている。

信用乗数は低下しているが、それでも05年のマネーサプライは700兆円を超えており、名目GDPの1.4倍の規模である。バブルのピークである89年は1.06倍であるから、今のマネーの規模がいかに实体经济と釣り合いがとれていないかがわかる。こうした異常に膨らんだマネーが株式市場をはじめとする投機市場に流入しているからこそ、相場が盛り上がっているのではないだろうか。



## 週刊マーケットレター（06年1月16日週号）

2006年1月15日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

### 主要マーケット指標

為替レート	1月13日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	114.15(114.45)	119.95	114.50
ドルユーロ	1.2145(1.2150)	1.1945	1.2025
ドルポンド	1.7760(1.7705)	1.7690	1.7550
スイスフランドル	1.2765(1.2695)	1.2935	1.2885
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.06563(0.06688)	0.06625	0.06375
米国	4.60000(4.55000)	4.49125	4.15000
ユーロ	2.50588(2.49013)	2.45950	2.18125
スイス	1.00750(1.02833)	1.04167	0.80000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.450(1.440)	1.580	1.565
米国	4.35(4.37)	4.52	4.46
英国	4.05(4.07)	4.29	4.40
ドイツ	3.26(3.25)	3.40	3.28
<b>株 式</b>			
日経平均株価	16454.95(16428.21)	15778.86	13449.24
TOPIX	1681.69(1684.90)	1626.15	1407.79
NY ダウ	10959.87(10959.31)	10823.72	10216.59
S&P500	1287.61(1285.45)	1267.43	1176.84
ナスダック	2317.04(2305.62)	2265.00	2047.22
FTSE100（英）	5711.0(5731.8)	5507.2	5265.2
DAX（独）	5483.09(5536.32)	5310.28	4950.07
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	336.84(339.47)	335.62	328.92
原油（WTI、ドル/バレル）	63.92(64.21)	61.37	63.08
金（ドル/トロイオンス）	556.1(539.7)	521.0	471.1

## 信用買い残の急増

1月6日時点の信用買い残（3市場）は5.45兆円、前週比2,227億円も増加し、上昇の起点になった8月からは約2倍に拡大した。個人は現物では昨年5月以降売り越しているが、信用では同8月以降買い越しており、12月は9千億円超と外人の買い越し額を上回った。信用買いによって株価は上昇し、さらに信用買いを誘い込むという構図になっている。

オンライン証券では信用取引の比率は高く、ゼロ金利で調達した資金を2～3%で貸し出すことで巨額の利益を上げている。信用取引はオンライン証券会社にとって「金のなる木」である。信用取引の拡大によって、売買回数の増加だけでなく、金貸しによる利ざやを得るといううまみがあるからだ。因みに、松井証券は05年9月中間期の金融収益は63億円、販管費の9割を稼ぎ出しているのである。

ゼロ金利の継続によってもマネーは実物経済に流れ込むことなく、投機市場に向かっているようだ。『法人企業統計』によると、昨年9月末の企業の長短金融機関借入金は296.5兆円、前年比11.0%減少し、企業の銀行借入返済の動きは続いている。一方、日銀の『貸出・資金吸収動向等』によると、昨年7～9月期の銀行・信金計貸出は前年比-1.8%（平残）であり、企業向け貸出に比べればマイナス幅はずいぶん小さい。個人向け貸出が増加しているとはいえ、企業貸出の大幅なマイナスをこれほど縮小するほど伸びていない。銀行は企業向け貸出の減少分をどの分野に貸出しているのだろうか。

デフレ経済下では借入を返済し、現金を保有する行動をとることが経済的合理性に適っており、企業はまさにデフレに適した身軽なバランスシートの構築を図っているのである。デフレを脱しつつあるという見方もでてきているが、原油高をはじめとする資源価格高騰による物価の上昇であり、原油高が一巡すれば、物価は緩やかに下落するはずだ。本当にデフレが終わるという見通しに立てば、企業は借入を増やすと考えられる。

デフレからの脱却が容易でないことがわかれば、信用取引を中心とする個人の株式取引も下火になるのではないだろうか。11月の消費者物価指数（食品・エネルギーを除く）は前年比-0.2%とマイナス幅は縮小してきているが、消費需要の低迷や民間設備投資のピークアウト等から判断すれば、物価のマイナス幅は年央から再び拡大するかもしれない。企業の借入金返済の動きは止まらず、銀行は国債買い入れを増やす以外に資金運用の方法を見出すことができないであろう。

そのような時期に量的緩和策を解除すれば、銀行は日銀当座預金から国債へ資金をシフトせざるを得なくなる。日銀は負債の減少により、国債等の資産の減少を余儀なくされ、その分銀行の負担が増え、銀行資産に占める国債の割合はますます高くなるだろう。国内銀行（銀行勘定）の総資産に占める有価証券の比率は昨年9月末、27.9%と1990年末から11.5ポイント、2000年末からでも6.3ポイントそれぞれ上昇している。量的緩和が解除されれば、銀行は国の借金をさらに背負い込むことになり、有価証券比率のさらなる上昇が見込まれる。

## 機械受注の伸び減速

昨年 11 月の『機械受注統計』によると、民需（船舶・電力を除く）は前月比+2.3%と 2 ヶ月連続で増加した。製造業が 11.7%増と 3 ヶ月ぶりにプラスになったほか、非製造業（船舶・電力を除く）も 7.7%増加した。業種別では化学、石油・石炭、鉄鋼といった素材産業が好調であり、主力の機械、電気、自動車はいずれも前月比マイナスとなった。

民需（船舶・電力を除く）は前年比でも 0.2%とプラスを維持しているが、夏頃に比べれば大幅に減速しており、再び勢いを取り戻すことができるだろうか。製造業は 12.3%増と 7 月以降 5 ヶ月連続の 2 桁増と好調だが、非製造業は-7.7%と 2 ヶ月ぶりに前年を下回った。製造業も 2 桁増とはいえ、化学、石油・石炭だけで前年比増加額の 6 割超を占めており、原油高等に伴う特需に依存している姿が浮かび上がる。製造業の中心をなす電気機械はプラスだが、韓国のサムスン電子が 06 年の設備投資を前年比 8 %減と 5 年ぶりのマイナスにしたことから、今年の電気機械の受注は厳しくなるかもしれない。台湾 TSMC の売上高が 12 月、前年比 37.6%増まで急回復しており、天井が近づいていることも電機機械の設備投資意欲に悪影響するように思われる。

編集 発行 **ゲゼル研究会**

221- 0021 横浜市神奈川区子安通 3- 32 森野榮一 気付

Gesell Research Society Japan <http://grsj.org/> [info@grsj.org](mailto:info@grsj.org)

Gesell Research Society Japan all rights reserved 許可無く複製・再配布を禁ず