

人間の経済

第2期 第 **37** 号 (通巻115号) 2006年2月19日刊

目次

週刊マーケットレター (06年1月30日週号)

主要マーケット指標

個人は株になぜこれほど強気になれるのか

週刊マーケットレター (06年2月6日週号)

主要マーケット指標

米長短金利の逆転

鉱工業生産8月以降、5ヵ月連続のプラス

消費性向7月以降前年を上回る

週刊マーケットレター (06年2月13日週号)

主要マーケット指標

金利上昇のにおいを嗅ぎ取る株式市場

第2地銀はなぜ貸出を伸ばすことができるのか

曾我 純

WAT Tips B円手形とROT

森野 榮一

週刊マーケットレター（06年1月30日週号）

2006年1月29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27日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	117.30(115.30)	117.45	115.45
ドルユーロ	1.2090(1.2135)	1.1830	1.2145
ドルポンド	1.7680(1.7705)	1.7280	1.7840
スイスフランドル	1.2845(1.2765)	1.3175	1.2740
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.06875(0.06750)	0.06750	0.06375
米国	4.66750(4.62000)	4.52063	4.24313
ユーロ	2.53513(2.52063)	2.49375	2.24063
スイス	1.00583(0.99417)	1.00500	0.83000
長期金利（10年債）			
日本	1.540(1.470)	1.490	1.515
米国	4.51(4.35)	4.34	4.55
英国	4.19(4.04)	4.18	4.40
ドイツ	3.48(3.36)	3.32	3.41
株 式			
日経平均株価	16460.68(15696.69)	15969.40	13417.08
TOPIX	1690.32(1624.39)	1637.93	1423.84
NY ダウ	10907.21(10667.39)	10777.77	10229.95
S&P500	1283.72(1261.49)	1256.54	1178.90
ナスダック	2304.23(2247.70)	2226.89	2063.81
FTSE100（英）	5786.8(5672.24)	5595.4	5182.8
DAX（独）	5647.42(5349.02)	5444.84	4806.05
商品市況（先物）			
CRB 指数	346.96(345.15)	324.59	323.41
原油（WTI、ドル/バレル）	67.76(68.35)	58.16	61.09
金（ドル/トロイオンス）	558.7(553.5)	508.0	473.8

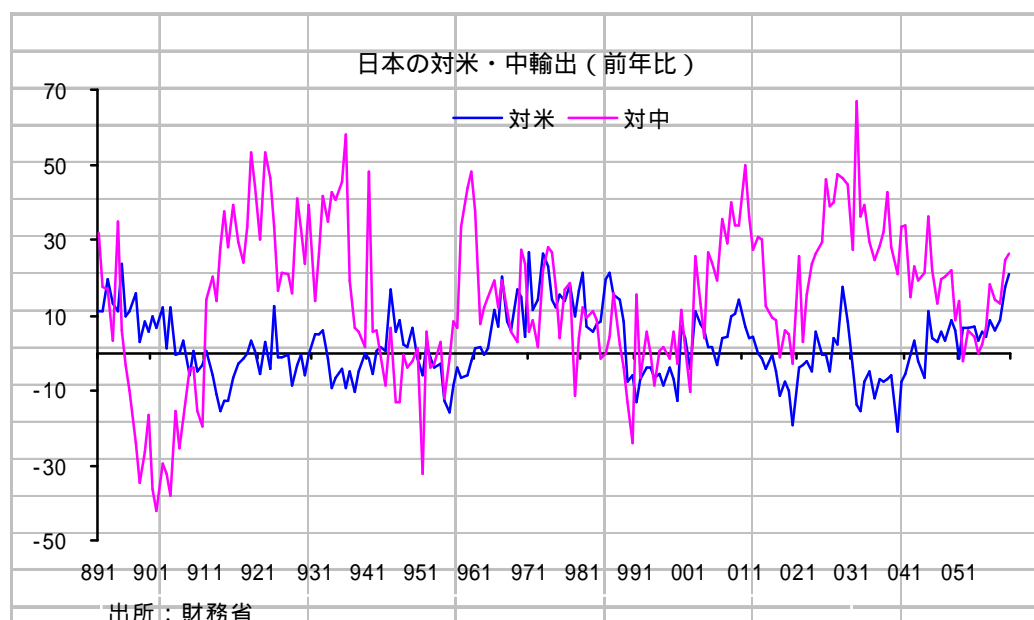
個人は株になぜこれほど強気になれるのか

日経平均株価はライブドア事件後の急落を完全に埋め、昨年来高値を更新した。ライブドア事件が発覚し急落した1月20日までの1週間に個人は5,296億円と約18年ぶりの大幅な買い越しを記録した。13日までの1週間でも3,755億円を買い越し、年初からでは9,145億円となり、外人(2,756億円)の買い越し額の3倍強に膨れた。

個人はなぜこれほど株式に強気になれるのだろうか。TOPIX(27日終値)の前年比上昇率は48.2%と過去の上昇率のほぼ上限に位置し、株価収益率は24倍に上昇するなど、株式の割高感が高まっている。ゼロ金利に甘んじるよりも、リスクは高くても手っ取り早い金儲けの誘惑には克てないのだろうか。デフレ脱却により景気はさらに拡大を続け、企業収益は予想以上の増益を期待できると踏んでいるのだろうか。

内需の弱さを外需で支えているのが今の日本経済の姿であり、自律的に回復力が強まっている状況ではない。昨年12月の小売業販売額は前年比1.2%増加したが、原油高により燃料小売が10.6%も増加したことが大きく寄与しており、実態は思わしい状態ではない。12月の小売業販売額の季節調整値は前月比0.8%増加したが、10-12月期では92.1と前期比横ばいとなった。百貨店やスーパーの売上高(既存店)は前年比0.9%、0.1%それぞれ増加したが、寒波による衣料の売上増によるもので、その他の商品の売上は低迷しており、寒波の影響がなくなれば、売上は前年を下回るだろう。衣料を販売していないコンビニの売上(既存店)は-3.4%と大幅な減少となり、厳しい状態が続いている。

昨年11月の全世帯消費支出は前年比-1.0%と3ヵ月ぶりのマイナスになった。11月の就業者数は前年比

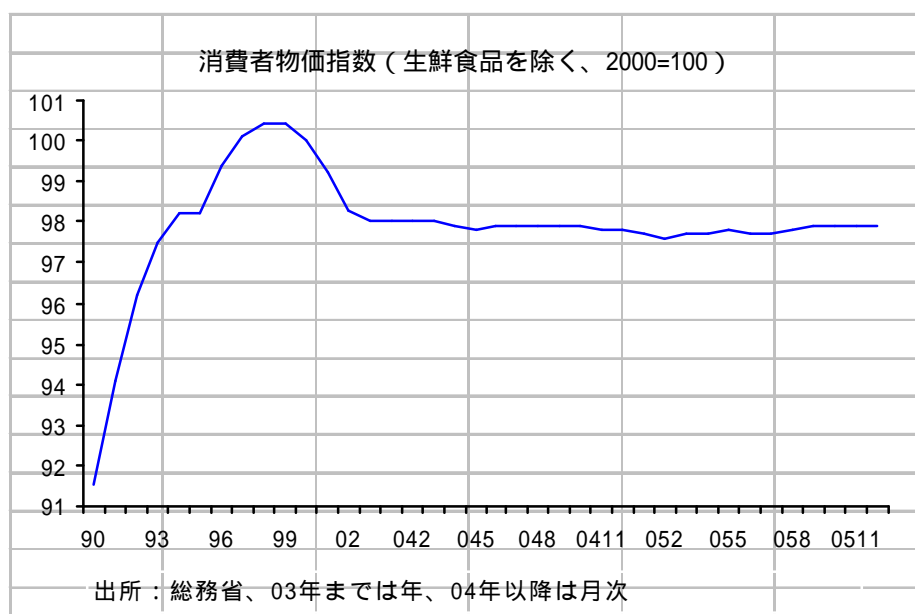


22万人増加したが、9、10月に比べれば増加数は落ちてきている。11月の現金給与総額は前年比0.1%増にとどまり、総労働時間は-0.4%と4ヵ月ぶりに前年を割り込み、所定外労働時間も横ばいに落ちてきた。

このように内需は決して活発とはいえないが、好調な輸出に支えられ製造業は堅調に推移している。昨年12月の輸出金額は前年比17.5%と2ヵ月連続の2桁増と好調である。主力の一般機械、電気機器、輸送

用機器がこぞって伸びているほか、商品市況の高騰から非鉄やプラスチックも41.4%、31.2%と大幅増となった。地域別には米国向けが20.6%増加し、98年7月以来の高い伸びとなった。対米輸出は数量ベースでも12月、6.4%増に拡大しており、昨年10-12月期の実質GDPが年率前期比1.1%に鈍化した米国経済からは想像し難い動きをしている。対米輸出が好調になったことから、対中輸出も昨年2月を底に回復しており、12月は26.4%増加した。

円安ドル高の影響もあり対米輸出は急拡大しているが、対米輸出が現状以上に伸びるとは考え難く、外需による景気の維持も限界に近いのではないかと。06年1-3月期の米経済成長率は前期の反動から伸びは回復する見通しだが、その後は減速していこう。対米輸出の20%以上の伸びは過去の推移からみてほぼピークに達した水準であることから、対米輸出は年央にかけて鈍化していくはずだ。今後、増税等の影響があらわれ輸出の落ち込みを内需で補うことができなくなり、日本経済はプラスの名目成長を維持することができなくなる。



内需の弱さは物価にもあらわれており、消費者物価は12月まで7ヵ月連続の前年割れだ。生鮮食品を除く総合は+0.1%と2ヵ月連続のプラスだが、可処分所得が伸びず消費の低迷が続けば、力強く物価が上昇するとは考えられない。生鮮食品を除く総合の季節調整値は12月まで3ヵ月連続、前月比横ばいとなり、変化していないのである。これだけ原油価格が上昇しているにもかかわらず、消費者物価がほぼ一定だということは、国内需要が弱いことの証拠ではないか。

昨年12月の国内企業物価は前年比2.2%増加したが、その寄与率をみると6割強は石油・石炭製品と非鉄金属が占めている。一般機器、電気機器等の加工業の物価は下落しており、原油価格の影響は限定的である。需要段階別では、素原材料価格は12月、前年比32.4%も上昇しているが、中間財になると4.9%に低下し、最終財では0.8%にとどまっている。物価上昇力が弱いことは、最終製品に対する需要が弱く、生産能力に余裕があるからである。日本経済に過度の期待を抱くことは禁物だということを物価は示唆しているように思う。

週刊マーケットレター（06年2月6日週号）

2006年2月5日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

為替レート	2月3日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	118.90(117.30)	116.15	117.20
ドルユーロ	1.2030(1.2090)	1.2015	1.1945
ドルポンド	1.7625(1.7680)	1.7425	1.7710
スイスフランドル	1.2950(1.2845)	1.2905	1.2920
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.06813(0.06875)	0.06688	0.06438
米国	4.71000(4.66750)	4.54438	4.29063
ユーロ	2.56938(2.53513)	2.48863	2.27538
スイス	1.05000(1.00583)	1.01000	0.91000
長期金利(10年債)			
日本	1.580(1.540)	1.470	1.565
米国	4.52(4.51)	4.36	4.64
英国	4.18(4.19)	4.11	4.44
ドイツ	3.48(3.48)	3.32	3.46
株 式			
日経平均株価	16659.64(16460.68)	16111.43	13894.78
TOPIX	1707.96(1690.32)	1649.76	1474.25
NY ダウ	10793.62(10907.21)	10847.41	10522.59
S&P500	1264.03(1283.72)	1268.80	1219.94
ナスダック	2262.58(2304.23)	2243.74	2160.22
FTSE100(英)	5759.3(5786.8)	5681.5	5431.9
DAX(独)	5657.12(5647.42)	5460.68	5011.00
商品市況(先物)			
CRB 指数	345.90(346.96)	336.37	321.29
原油(WTI、ドル/バレル)	65.37(67.76)	63.14	60.58
金(ドル/トロイオンス)	567.4(558.7)	530.7	456.3

米長短金利の逆転

日経平均株価は昨年来高値を更新したため、債券は売られ、日米金利差のさらなる拡大を背景に円安ドル高が進行した。OPEC 総会で原油生産量を現状維持にすることが決まったことから原油価格は値下がりしたが、銅を始めとする非鉄金属の値段は鰻登りの様相を呈しており、ロンドン市場で銅先物価格は先週末、前年比 67.8%も値上がりした。米株式相場の上値は重く、債券相場も膠着状態にあるためか、投機資金は商品市場に向かっているようだ。

1月31日のFOMCでFFレートは0.25%引き上げられ4.5%に上昇したが、米国経済の拡大が続き、労働コストの上昇がみられることから、FRBはさらに金融引締めに向かうだろう。1月の米非農業部門雇用者は前月比19.3万人増、前年比でも1%台半ばの伸びを維持し、1月の新車販売台数も前年比7.6%と5ヵ月ぶりのプラスになるなど、今年第1四半期の出だしはまずまずといえる。だが、昨年10-12月期の米労働生産性（非農業部門）は前期比年率-0.6%と01年1-3月期以来のマイナスになった。05年では2.7%と02年の4.0%から3年連続の低下だ。一方、05年の単位労働コストは2.4%と同じく02年の-0.5%から上昇するなど、物価への懸念も台頭しつつあり、米国経済の舵取りは難しさを増してきている。

FFレートは長期金利の水準と同じになり、3ヵ月物金利は長期金利を上回った。先行き金利が低下する可能性が高いため、資金需要は長期よりも短期指向を強めているからだ。こうした長短期金利の逆転は、景気が成熟してきていることをあらわしており、景気循環の立場からは、米株式は買いづらい局面にある。

鋳工業生産8月以降、5ヵ月連続のプラス

昨年12月の鋳工業生産は前月比1.4%と8月以降5ヵ月連続のプラスだ。奇しくも政府が脱踊り場宣言を発表した8月から生産は拡大し続けているのである。株価も鋳工業生産と同じ動きをしており、鋳工業生産の帰趨が株価を決める重要な要因になっているといえる。

鋳工業生産は前年比でも7月の-2.3%を底に徐々に伸び、12月は3.8%まで回復した。前年比伸び率に対する寄与度をみると、電子部品・デバイス工業が2.3%と最も大きく、輸送機械（除く船舶・鉄道）が1.5%とそれに続いている。いずれも輸出主導で生産を伸ばしており、電子部品・デバイス工業は前年比20.2%、輸送機械（除く船舶・鉄道）は12.8%と好調である。

02年以降の景気回復過程で電子部品・デバイス工業は3回の生産の山を築きつつある。最初の山は02年10月（38.0%）であり、2番目は03年12月（27.1%）につけ、現在3番目の山を作りつつあるが、生産は前年をすでに20%を越えているため、ピークは近づいていると判断すべきだろう。

消費性向7月以降前年を上回る

12月の勤労者世帯の消費支出は前年比2.8%増加した。寒波来襲により、住居、光熱、被服等への支出が大幅に伸びたからだ。実収入や可処分所得は前年をいずれも下回り、平均消費性向は前年を2.1ポイント上回った。1月の消費支出は12月に伸びた反動があらわれマイナスになるだろう。

有効求人倍率は12月、1.0倍となり、92年9月以来、13年3ヵ月ぶりの1倍回復となった。ただ、自動車や液晶など有力な輸出製品を生産している地域の有効求人倍率は高く、そうでない地域は低いといっ

た地域間格差が大きくでている。また、正社員（0.65倍）ではなくパート（1.41倍）の改善が大きく、正社員として採用されることは依然厳しいことが分かる。

毎月勤労統計によると、12月の現金給与総額は前年比1.6%増加し、10-12月期でも1.0%増と前期よりやや高くなった。10-12月期の総実労働時間は-0.1%とマイナスから抜け出せず、所定外労働時間も0.9%と前期並みとなった。12月の完全失業率は4.4%、前月比0.2ポイント低下し、就業者数は前年比9万人増加したが、増加数は3ヵ月連続で減少した。雇用は徐々に改善されつつあるが、景気をさらに大きく持ち上げるような力はないように思う。

平均消費性向は昨年7月から6ヵ月連続の前年比プラスとなり、勤労者世帯は可処分所得の伸び以上に消費を拡大している。こうした家計の消費行動に加えて、堅調な民間設備投資が景気を支えている。が、設備投資関連の指標をみると、設備投資の傾向は明らかに下り坂に入っている。原油や非鉄金属の価格高騰によって、そうした素材関連の特需が、今回の民間設備投資を息の長いものにしている。素材価格の動向が民間設備投資の行方を決めるように思う。

週刊マーケットレター（06年2月13日週号）

2006年2月12日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

為替レート	2月10日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	117.85(118.90)	114.40	118.20
ドルユーロ	1.1905(1.2030)	1.2065	1.1685
ドルポンド	1.7435(1.7625)	1.7655	1.7410
スイスフランドル	1.3067(1.2950)	1.2800	1.3155
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.07188(0.06813)	0.06688	0.06500
米国	4.74063(4.71000)	4.56850	4.33225
ユーロ	2.58838(2.56938)	2.49563	2.32263
スイス	1.07500(1.05000)	1.02000	0.94167
長期金利(10年債)			
日本	1.595(1.580)	1.425	1.570
米国	4.58(4.52)	4.43	4.55
英国	4.17(4.18)	4.13	4.42
ドイツ	3.48(3.48)	3.28	3.52
株 式			
日経平均株価	16257.83(16659.64)	16124.35	14080.88
TOPIX	1660.22(1707.96)	1659.03	1484.68
NY ダウ	10919.05(10793.62)	11011.58	10640.10
S&P500	1266.99(1264.03)	1289.69	1230.96
ナスダック	2261.88(2262.58)	2320.32	2196.68
FTSE100(英)	5764.1(5759.3)	5688.8	5423.5
DAX(独)	5701.47(5657.12)	5494.71	5015.55
商品市況(先物)			
CRB 指数	331.60(345.90)	336.45	314.53
原油(WTI、ドル/バレル)	61.84(65.37)	63.37	57.80
金(ドル/トロイオンス)	550.2(567.4)	544.3	466.6

金利上昇のにおいを嗅ぎ取る株式市場

日銀は3月8、9日開催の金融政策決定会合で量的緩和を解除するようだ。福井日銀総裁は「日本経済については、理想的とまでは言わないが、どの角度から見ても比較的バランスの良い経済の姿になって」おり、消費者物価（除く生鮮食品）も「1月分の指数は、これまでの数字に比べよりはっきりとしたプラスになっていくと見込んでいる」と述べ、量的緩和を解除する条件が整ってきている点を強調している。

法人税を中心に税収が当初予想を上回っており、国債発行も来年度は30兆円以下になることから、日銀当座預金の規模を縮小しても、金融機関だけで国債を十分消化できると考えているのだろう。経済にこれだけ自信を強めているのであれば、さらにゼロ金利解除にまで踏み込まなければならない。7-9月期の名目GDPは前年比1.5%増加し、今週発表の10-12月期はさらに伸びる見通しであり、ゼロ金利によって、銀行や企業はあまりにも優遇されているからだ。

ゼロ金利という異常な金利が長期化したため、日本経済がそこから抜け出すには麻薬患者が苦しむような苦痛を味わうことになるかもしれない。銀行の利ざやが薄く、企業のコストは高くなり、収益は間違いなく悪化するからだ。他方、家計は利息を手に入れることができ、預金の魅力がでてくる。国債の利回りは上昇し、政府の資金調達コストは増すだろう。ゼロ金利の恩恵を受け、回転売買による鞘取りゲームに溺れていた株式市場もいくらか正常な姿に戻ると思われる。

いくら優柔不断で弱腰の日銀とはいえ、量的緩和解除後、半年もすれば金利を引き上げざるを得ないだろう。量的緩和は国債を銀行が持つか、日銀が持つかの違いがあるだけで、実体経済にはまったく関係がないからだ。非金融部門に影響があるのは金利であり、金利を上げていけば資金需要、特に、投機的資金需要にはてきめん効いてくる。ゼロ金利に慣れきった体質が金利上昇に適応することは容易ではない。バブル化している株式市場をはじめとする投機的マネーは、金利の上昇を敏感に感じ取るように思う。そうしたにおいを株式市場は嗅ぎ取りつつある。

第2地銀はなぜ貸出を伸ばすことができるのか

マネーサプライの代表的指標であるM2+CDは1月、前年比1.9%と前月と同じ伸びとなり、回復していると言われる実体経済の動きとの関連性は認められない。現金通貨は3.2%と昨年1月の2倍以上伸び、預金通貨は5.8%と引き続き高い伸びをみせている一方、準通貨は-2.4%とマイナス幅を拡大しており、再び、定期預金から普通預金への動きが強まっている。定期預金が減少し、普通預金が増加することは、銀行は貸出を増やすことが難しくなり、信用創造機能が衰えることでもある。

M2+CDに郵便貯金を加えた広義流動性の伸び率は2.3%と昨年1、2月の4.2%をピークに低下しつつある。M2+CDは伸び悩んでいるが、それでも名目GDPの伸びを上回っており、昨年7-9月期のM2+CD(708.2兆円)は名目GDP(502兆円)の1.41倍の規模に拡大し、80年代を上回るマネーが実体経済以外の分野に流れ出ている。

日銀が思うようにマネーサプライが伸びないのは、貸出がプラスに転じないからだ。都銀等の貸出の前年比マイナス幅は縮小してきているが、1月も前年比1.7%減少した。都銀等の貸出がマイナスから抜け出せない半面、地銀と第2地銀の貸出は2.1%、2.0%それぞれ伸びた。なかでも、第2地銀は昨年9月まで前年割れだったが、その後プラスに転じ、4ヵ月連続のプラスである。都銀等の貸出がマイナスでありなが

ら、景気回復が遅れている地方中心の第2地銀は、なぜ貸出を伸ばすことができるのだろう。第2地銀の預金は、貸出同様、プラスになったのは昨年10月以降であり、1月は前年比1.0%増加した。中小企業向け貸出が多い第2地銀は、どのような分野に貸し出しているのか不安を覚える。

B円手形とROT

wija+iWAT0.11 がリリースされてバーター円 or ドルが使えるようになって、じんわり使用されはじめています。

バーター円ですから、この手形の清算を振出人は円貨でなす約定を入れているわけではありません。

ですから、このB円では、ワット建ての手形が減価型ROTや増価型が使用できるように、同じく使用できます。しかし、wija+iWAT を使用している人ならだれでも気が付きますが、約定に円貨での清算を入れることができます。

もちろんそれは、裏書人はすべて、その円貨清算の保証人になるようなものですから高い信用が要求されます。

しかし、wija+iWAT では、それがすでに実現されているわけです。

iWAT 券が新規に使われるアクションが起こるごとに、まるで脳内のシナプスが伸びるようにネット上で承認のプロセスが全関係者の間で処理されます。でないと新規に使用できずペンディング状態になるからです。

この特質は、iWAT 手形帳を使ったB円処理で、高度な信用関係維持と、円貨清算B円手形の利用が可能であることを示しています。

そこで問題となるのは iWAT、B円 or ドルとも、ROT（減価型）でもMOT（増価）でも関係者の合意で発券できることです。

? ROTの場合、例えば、半年の清算請求遅延約束で1年後に5割を停止額として、減価させる場合、減価開始後減価停止まで、その漸次的に減価する額面で支払い手段に使えるかということそうではありません。あたかも100%確実な先物に於けるようなスプレッドが成立してしまうわけですから、減価開始直後から円貨清算期日の清算額評価で使われることになってしまうわけです。ほんとうにB級円になってしまうこととなります。

? これを回避する手法は、ROTではなく、円貨清算手数料が発生する（発券者が清算時請求します[これもまた支援型ワットです]）B円手形とし、清算期日が近づくほど清算手数料が漸次的に低くなる「手数料リバース減価型」とし、円貨清算はこの手数料リバース減価の発生する区間ごとに、清算請求に応ずる方式とすることが考えられます。

? これによって発券者は、ROTと同様の被支援型発券による支援枠組みを実施できます。

? もちろん、こうした券の発券時、発券者が円貨をそれによって購入する方式も可能です。

（森野榮一）

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

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