

人間の経済

第2期 第 **38** 号 (通巻116号) 2006年2月26日刊

目次

銀行家賛歌

エーリッヒ・ケストナー

斎藤由紀子 訳

週刊マーケットレター (06年2月20日週号)

主要マーケット指標

米実体経済強く利上げ続く

実体経済からかけ離れた株式市場

週刊マーケットレター (06年2月27日週号)

主要マーケット指標

米国景気の拡大によりドル高円安へ

曾我 純

B円手形と坊主切手

森野 榮一

銀行家賛歌

エーリッヒ・ケストナー/斎藤由紀子 訳

(Erich Kästner, Hymnus auf die Bankiers)

気楽な人は、彼らを知らない！

誰のことかって？

カネを5%で借りて

10%で貸す人たちのことさ。

彼らはいつだって平然として

心臓が止まったりしなかった。

その差が彼らの生産物なんだ。

(人がどう考えようとも。)

彼らの食欲は底なし。

神も世界も食らう。

彼らは種をまかず、ただ収穫するだけ。

そして自分たちのカネを繁殖する。

彼らはまるで魔法使い

からっぽの手で魔法をかける。

電話1本で黄金をつくり

砂から石油をつくる。

カネは流れてゆく。カネは不足しがちになる。

彼らはカネを需要に任せる。

そうして他人を破滅させる。

紙幣は時に凶器となる。

彼らが信仰するのは三数法の規則で

神なんて信じていない。

彼らにあるのは共感だけ。

彼らはカネを愛する。カネは彼らを愛する

(みんな一度は破産しているのに！)

注釈：消費者は社会的に左寄り、生産者は右寄り。銀行家はこっさり、その中間にいる。

週刊マーケットレター（06年2月20日週号）

2006年2月19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17日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	118.05(117.85)	115.45	118.85
ドルユーロ	1.1935(1.1905)	1.2105	1.1750
ドルポンド	1.7405(1.7435)	1.7675	1.7195
スイスフランドル	1.3105(1.3067)	1.2805	1.3165
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.07438(0.07188)	0.06625	0.06500
米国	4.77000(4.74063)	4.60225	4.37000
ユーロ	2.61000(2.58838)	2.50913	2.35000
スイス	1.10000(1.07500)	0.99167	0.95500
長期金利(10年債)			
日本	1.510(1.595)	1.425	1.460
米国	4.53(4.58)	4.33	4.46
英国	4.12(4.17)	3.98	4.22
ドイツ	3.44(3.48)	3.26	3.43
株 式			
日経平均株価	15713.45(16257.83)	15805.95	14411.79
TOPIX	1605.33(1660.22)	1631.61	1510.33
NYダウ	11115.32(10919.05)	10896.32	10720.22
S&P500	1287.24(1266.99)	1282.93	1242.80
ナスダック	2282.36(2261.88)	2302.69	2220.46
FTSE100(英)	5846.2(5764.1)	5699.0	5460.0
DAX(独)	5795.48(5701.47)	5460.16	5099.72
商品市況(先物)			
CRB指数	326.15(331.60)	342.45	313.21
原油(WTI、ドル/バレル)	59.88(61.84)	66.31	56.34
金(ドル/トロイオンス)	551.8(550.2)	553.4	486.2

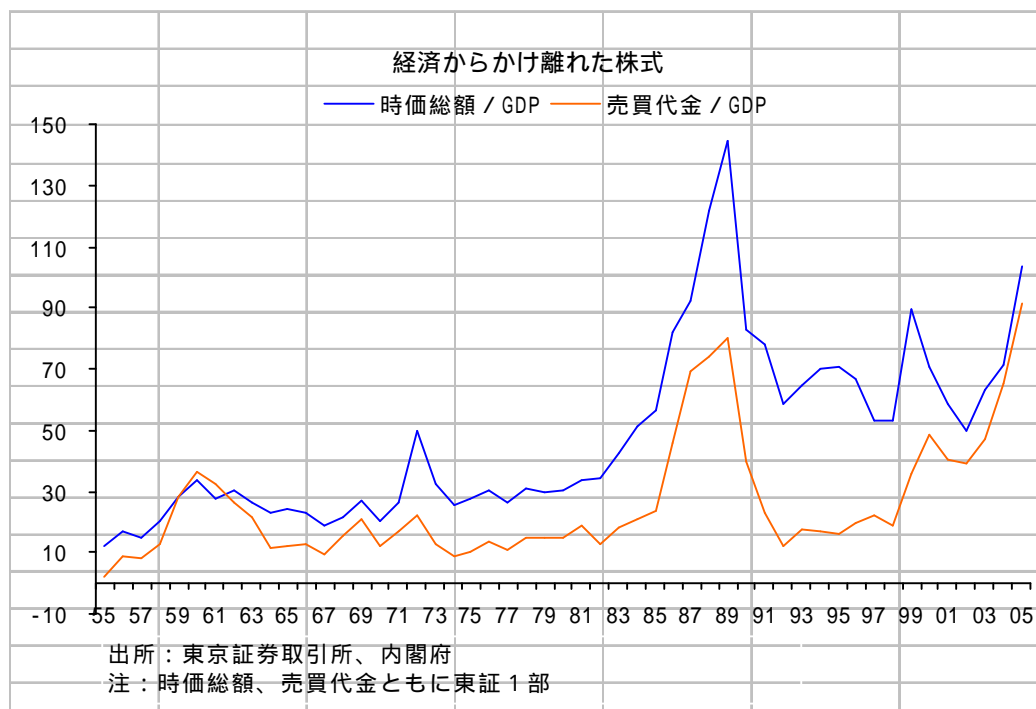
米実体経済強く利上げ続く

バーナンキFRB議長の議会証言はFOMCの内容を踏襲し、金融政策は今後の経済の動きいかんだという、ごくありふれたものであった。1月の米鉱工業生産は前月比0.2%低下したが、電力・ガスの落ち込みによるものであり、製造業は0.7%増と底堅い。小売売上高は1月、前月比2.3%、前年比では8.8%も増加した。自動車等を除いては前月比2.2%、前年比9.9%も増加し、米国の消費は力強さを増したといえる。ただ、2月のミシガン大学消費者センチメント指数は前月よりも悪化し、消費者心理は統計数値のように良くない。1月の生産者物価指数は前月比0.3%、前年比5.7%伸び、コア（食品・エネルギーを除く）は前月比0.4%と高めだが、前年比では1.5%と昨年7月の2.8%をピークに大幅に鈍化してきており、物価上昇圧力は低下してきている。生産者物価指数の前年比伸び率の鈍化は、しばらくして消費者物価の低下につながるだろう。実体経済は堅調であり、物価も沈静しつつあるのであれば、金融政策を弄る必要はないように思うが、FFレートは4.5%と名目経済成長率を下回っており、5%台半ばまで引き上げる可能性は高い。

実体経済からかけ離れた株式市場

日経平均株価は一時、前年を5割近く上回り、強気の外人もさすがに高所恐怖に襲われ、2月第2週は2,529億円売り越した。異常に上昇した商品市況からも資金を引き上げ、日本株に比べて出遅れていた米国や欧州の株式に資金を移動させているようだ。

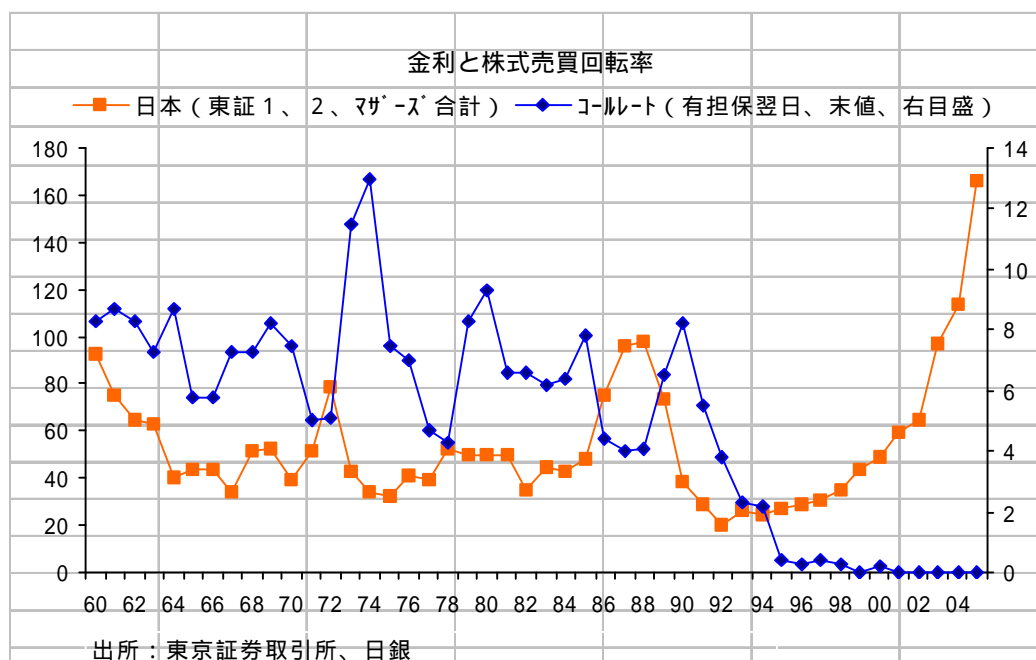
外人が大幅に売り越した2月第2週、逆に、信用買い残は5兆9,836億円、前週比2,825億円も増加し、バブルの余熱が冷めぬ91年5月以来の高い水準を記録した。個人が実体経済から遊離した株式市場を顧みず、引き続き信用取引にのめり込んでいることを裏付けている。



昨年10-12月期のGDPは名目前期比0.9%、実質では1.4%の高い成長となり、市場予想よりもよい結果が

でたが、株式相場は大幅に下落した。景気拡大が長期化しているなかで、このような高い成長が生まれることは稀であり、今後、高成長の持続は期待できず、成長の鈍化が明らかになるとみているのだろう。

GDPの前年比伸び率は2.6%と4四半期連続で伸び率は拡大した。消費と民間設備投資が2.4%、9.7%それぞれ伸び、両者のGDP寄与度は2.8%に達した。寒波により消費は嵩上げされ、消費税の税率引き上げ前の97年1 - 3月期以来の高い伸びとなった。民間設備投資もITバブル期のピーク(2000年10-12月期)の伸びに並んだ。04年10-12月期の民間設備投資はマイナスだったが、05年1 - 3月期は高い伸びとなって



おり、06年1 - 3月期の前年比伸び率は大幅にダウンしよう。1 - 3月期の消費も寒波による嵩上げが剥げ、定率減税縮小も影響し、前期比減少する可能性が高く、GDPの伸び率低下は避けられない。

实体经济と株式を比較すると、株式の行き過ぎがはっきりわかる。東証1部の時価総額を名目GDPで割ったグラフをみると、05年は103.8%とバブル期のピークである89年以来の高さとなり、88年に次ぐ過去3番目の記録である。売買代金とGDPの関係は05年、91.3%と3年連続で上昇し、89年を抜き過去最高を更新した。これほど売買高が膨らんだのは日銀がゼロ金利を長いこと続けているからである。ゼロ金利に税制優遇や手数料の低下、インターネット取引等が加わり、超短期売買が一般的となり、売買高は急増した。コールレートと売買回転率のグラフから、金利が低下すれば売買回転率が上昇する関係が読み取れる。ゼロ金利という異常な状態が売買回転率を過去最高に引き上げたことは間違いなく、实体经济に照らしても、株式市場がバブルに陥っていることは紛れもない事実である。利上げの株式市場に及ぼす影響は計り知れず、それがまた实体经济を苦しめることになるだろう。バブルが膨らめば膨らんだだけ、破裂のショックは大きく、経済が正常に戻るのは容易でない。日銀は政治家の言いなりになることなく、今こそ独立性を発揮し、金利を正常な水準に戻すときだと考える。

週刊マーケットレター（06年2月27日週号）

2006年2月26日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

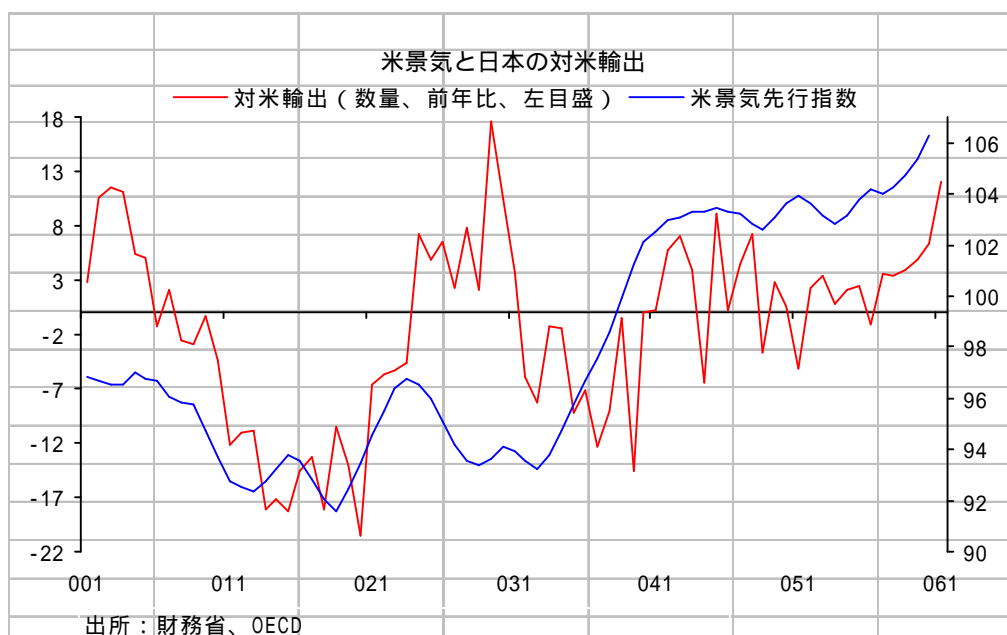
主要マーケット指標

為替レート	2月24日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	116.90(118.05)	114.70	118.70
ドルユーロ	1.1880(1.1935)	1.2280	1.1825
ドルポンド	1.7450(1.7405)	1.7865	1.7235
スイスフランドル	1.3180(1.3105)	1.2610	1.3125
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.08250(0.07438)	0.06625	0.06563
米国	4.81000(4.77000)	4.63000	4.40000
ユーロ	2.64363(2.61000)	2.52838	2.44813
スイス	1.13167(1.10000)	0.99000	0.97167
長期金利（10年債）			
日本	1.595(1.510)	1.435	1.435
米国	4.57(4.53)	4.39	4.47
英国	4.16(4.12)	4.03	4.20
ドイツ	3.49(3.44)	3.37	3.42
株 式			
日経平均株価	16101.91(15713.45)	15648.89	14742.58
TOPIX	1647.74(1605.33)	1612.43	1517.64
NYダウ	11061.85(11115.32)	10712.22	10916.09
S&P500	1289.43(1287.24)	1266.86	1265.61
ナスダック	2287.04(2282.36)	2265.25	2259.98
FTSE100（英）	5860.5(5846.2)	5633.8	5511.0
DAX（独）	5870.79(5795.48)	5334.30	5187.98
商品市況（先物）			
CRB指数	328.90(326.15)	343.72	314.38
原油（WTI、ドル/バレル）	62.91(59.88)	67.06	58.71
金（ドル/トロイオンス）	558.8(551.8)	557.7	492.1

米国景気の拡大によりドル高円安へ

原油等の鉱物性燃料の輸入増や一般機械、電気機器の輸入拡大によって、輸入が輸出を上回り、1月の貿易収支は3,489億円の赤字となった。赤字は01年1月以来、5年ぶりである。地域別には、対米国・欧州の黒字は増加したが、対中東や中国の赤字が拡大し、黒字を維持できなかった。

貿易収支は赤字だが、対米輸出は好調であり、金額ベースでは1月、前年比21.7%伸びた。一般機械、電気機器も堅調だが、特に、自動車为好調であり、前年比43.1%も伸び、対米輸出の伸びの5割強を自動車占めた。対EUの輸出も14.8%増と2桁増となったが、対アジアは5.1%と6ヵ月ぶりの低い伸びとなった。



対米輸出は数量ベースでも12.0%と昨年7月のマイナス1.0%を底に拡大しつつある。日本からの輸出がこれだけ伸びていることは、米国の消費は強く、景気は拡大していると考えてよさそうだ。OECDの米景気先行指数によると、04年以降、05年の半ばまで米景気は踊場にあったが、その後、拡大しつつあることがわかる。

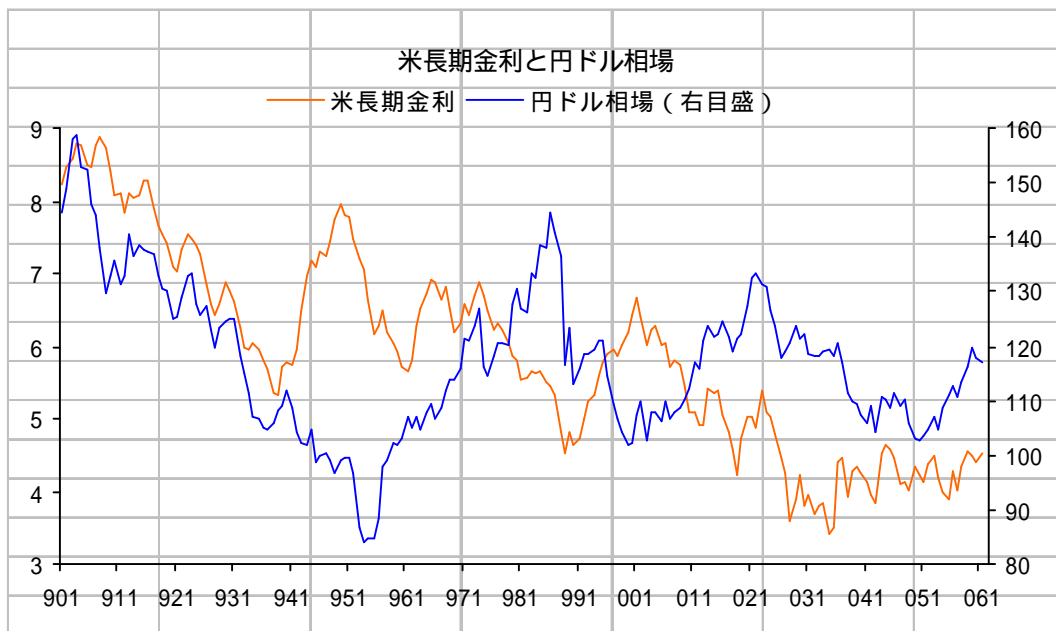
米景気先行指数と日本の対米輸出のグラフをみると、米景気の拡大と輸出増の関係を読み取ることができる。米景気がさらに力強く拡大していけば、対米輸出も増加し、日本の景気拡大も持続するだろう。米景気の拡大は欧州や中国をはじめとするアジアの景気を刺激することになるはずだ。9兆ドル弱の規模に拡大した米個人消費が世界景気の鍵を握っているといえる。

米個人消費が堅調なのは雇用者が増大していることに加えて、原油高にもかかわらず消費者物価が安定しているからだ。1月の米消費者物価のコア(食品・エネルギーを除く)は前月比0.2%、前年比2.1%と引き続き低い伸びにとどまっている。原油は再び1バレル60ドル台に上昇したが、このレベルを大きく超えなければ、コアは徐々に低下していくように思う。

FRBが政策金利4.5%に引き上げても、米長期金利が4%台の半ばにとどまっているのは、債券市場が消費者物価は安定的に推移するとみているからだ。FRBはFFレートを5%台に引き上げる見通しだが、その

ことが景気を減速させるという見方が強まり、米債券相場は上昇するであろう。米債券相場の上昇観測は米国への資金流入をもたらす、ドルが選好され、ドル高基調の流れが強まるはずだ。過去の円ドル相場と米債券相場の関係を見ると、米債券相場が上昇する過程では円安ドル高の進行が顕著なことがわかる。

日米の景気は米国が日本よりも相対的に強く、この傾向が続くことになれば円安ドル高が定着しよう。10-12月期の日本のGDPは予想を上回る高い成長を示したが、設備投資の長期的拡大によって、生産と消費にギャップが出てくることも考えられ、10-12月期をピークに成長率は低下する見通しである。



05年の成長率は名目1.4%と97年以来の高い伸びとなった。06年の成長率もゲタが0.9%と高いことから、1%台の成長は可能かもしれない。収益率の低下などから、成長を牽引してきた民間設備投資は減速を免れないだろう。消費がこれを埋め合わせることができるほどの力はなく、日本景気のテンポは弱くなり、外人は資金を日本から引き上げるだろう。量的緩和解除や利上げ観測によって、円高ドル安に振れているが、一時的なものであり、景気減速感を背景に円安ドル高傾向が強まる見通しである。

B 円手形と坊主切手

森野 榮一

1730年(享保15年)幕府によって公許された大阪堂島の米相場については、世界で最も早く先物市場が機能していた事例として多くの人の知るところです。ここでの取引手法がWATと関連する点につき、少し話題にしておきたいと思います。

wija+iWATはbarter円、barterドルまで扱うシステムになりましたが、敏感な方ならずにお感じのところでしょうか、これはあるタイプの倉荷証券様証券に光を当てるものです。

なにがそれかと申しますと、堂島で行われていた取引の内、正米取引(架空取引である建物米の取引のほうではありません)で活用されていた、いわゆる坊主切手です。

ふつう正米取引では、大坂にあった諸藩の蔵屋敷が税として集めた米穀を販売していたわけですが、一枚10石を表す米切手が取引されていました。

この切手は宇和島藩特産の丈夫な仙貨紙が使われましたが、それに、俵数や販売した蔵屋敷名、切手番号、落札者氏名それに落札期日、蔵出期限が記載されていました。落札者及びその切手保有者はその期限になると現米に引き替えることができたわけです。

もちろんここには「思惑」が入り込み先物としてこの切手は売買されたわけです。ところでこの切手は現金によって購入され(落札され)ることで発行された「出切手」ですが、もうひとつ、切手があったのです。

それは、各藩はいずれも幕末に近づくほどその財政状況は悪化していきましたが、そのため、借金の手段として米切手を活用するようになります。各藩は借金に頼らざるをえなくなっていくのですが、すべて借金には担保となるものが重要です。

そこで米切手を入れるわけです。借金のかたに入れるわけですから、カネの出し手からみれば、米を入れてもらう前ですから先納切手とも呼ばれていました。

これは落札された出切手とは違う性格をもっていたようです。まず、落札者や落札日の記載がないのです。つまり落札日がないということは蔵出までの期日の起算日がないのですからその間の保管にかかる損耗を計算できません。

つまり現米請求や現米清算よりは資金融通に使われたようです。それでも相場の影響を受けながら市場会員間で売買の対象であると同時に決済手段としても機能していたことでしょう。これを券面に具体的記載がないことから坊主切手とよばれていました。

これに較べれば、具体的記載のある出切手のほうが好まれますから、各藩は財政がピンチになるほどに、出切手のかたちで先納切手を出し始めましたが、これは実際に現米請求があるとたいへんでした。現米の裏付けがありませんから、現米がたりなくなるのです。空米切手くうまいきつてになってしまうわけですから。

ワットもROTやMOTで、清算猶予期日を設定し、その日以降は坊主にするということを支援スキームの採用のさいに採られた事例があります。また、通常ワットは清算期日に関しては坊主にしてあります。そうして、この証書は、いつでも清算請求できますが、チェーンをのばすかたちで決済手段としても使われます。

特段、B円建てである必要はなくワット建てでもよいのですが、事業者が将来なにか生産物を作り出す場合、円貨によって坊主型の倉荷証券を思惑で購入するということがこれから出てくるかもしれません。もちろん正米切手型も出てくるで

しょう。

併しそのためには、思惑が交差する切手取引市場が形成されなければなりません。そうなると地域通貨は通貨先物様のシステムを自力で作り返すということになるのかもしれない。

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