

# 人間の経済

第2期 第 **33** 号 (通巻111号) 2005年11月20日

## 目次

週刊マーケットレター (05年11月14日週号)

主要マーケット指標

TOPIXの前年比上昇率37%、ピーク近づく

2年連続のプラス成長の行方

週刊マーケットレター (05年11月21日週号)

主要マーケット指標

株価、債券価格を歪めた小泉発言

米物価落ち着き、ドル高持続

曾我 純

F・マゼルの交換券見本

森野 榮一



# 週刊マーケットレター（05年11月14日週号）

2005年11月13日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

## 主要マーケット指標

為替レート	11月11日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	118.20(118.35)	114.55	109.70
ドルユーロ	1.1685(1.1815)	1.1995	1.2470
ドルポンド	1.7410(1.7510)	1.7465	1.8110
スイスフランドル	1.3155(1.3065)	1.2895	1.2455
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.06313(0.06438)	0.06500	0.05563
米国	4.34000(4.30000)	4.13000	3.79000
ユーロ	2.31813(2.26625)	2.19150	2.13425
スイス	0.94000(0.94000)	0.80000	0.76000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.570(1.610)	1.535	1.475
米国	4.55(4.66)	4.39	4.32
英国	4.44(4.43)	4.27	4.40
ドイツ	3.52(3.49)	3.18	3.32
<b>株 式</b>			
日経平均株価	14155.06(14075.96)	13556.71	12263.32
TOPIX	1494.56(1494.99)	1405.99	1243.74
NY ダウ	10686.04(10530.76)	10253.17	10685.89
S&P500	1234.72(1220.14)	1184.87	1237.81
ナスダック	2202.47(2169.43)	2061.09	2179.55
FTSE100（英）	5465.1(5423.6)	5380.7	5358.6
DAX（独）	5090.75(4995.24)	5023.46	4953.93
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	315.59(318.77)	330.46	322.59
原油（WTI、ドル/バレル）	57.53(60.58)	63.53	65.80
金（ドル/トロイオンス）	468.3(456.3)	477.1	445.5

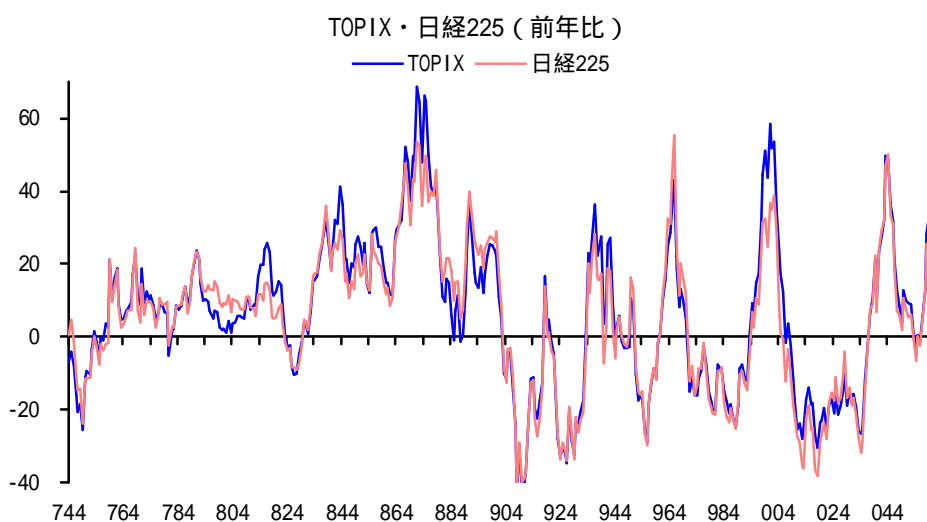
## TOPIX の前年比上昇率 37%、ピーク近づく

11月4日に14,000円台に乗せた日経平均株価は、先週も底堅く推移し年初来高値を更新した。東証1部の売買高は8日、45億株を超え過去最高を記録するなど、流通市場は過去にない大商いに沸いている。相場をリードしているのは外人であり、11月5日までの半月間の買い越し額は約1兆円に膨らんだ。

個人は売り越しているが、信用では買い越しており、4日時点の信用買い残は3兆7,637億円に拡大、株価が上昇し始めた3ヵ月前から約1兆円増加した。個人の売買高に占める信用取引の比率は約5割と高く、頻繁に繰り返される信用取引が売買高を過去最高に引き上げた要因と考えられる。

ゼロ金利、売買手数料の低下さらにインターネットの普及によって、対面営業からネット取引へのシフトは急速に進んでいる。オンライン証券5社の口座数は9月末、226万口座と04年3月末から約2倍に拡大した。05年3月末からの半年でも口座数は48万も増加し、既存の証券会社からオンライン証券に口座が移管されていることを物語っている。これだけ商いが急増したにもかかわらず、営業収入が伸び悩んでいる証券会社があるということは、客は手数料の安いオンライン証券へ相当流れていることを裏付けている。

松井証券によれば、50歳以上の顧客の売買代金の伸びが著しく、年代別でも50歳代が最も多く、以下60代、40代、30代と続き、最低の20代は50代の10分の1程度にすぎない。50代以上の顧客の売買代金は全体の6～7割を占めているようである。ネット取引は若い顧客中心であるかのように思われがちだが、実際のところは中高年齢層が最も活発な取引を行っているのである。



インターネット取引の拡大によって、売買高は激増、9月の東証1部の売買回転率(売買高÷上場株式数×100)は219.6%へと急上昇した。最近では100%を超えることは珍しいことではないが、さらにその倍にも上昇するとは強気の証券会社さえも予想できなかった

数字ではないだろうか。

日経平均株価は過去3ヵ月で15.4%上昇したが、TOPIX（東証1部指数）は20.2%も上昇している。1年前との比較では日経平均株価の30.5%に対してTOPIXは37.0%も上昇しており、値上がり率から判断すると株価は高値圏に到達しているといえる。90年代の上昇率をみると今回のような高い伸びは4回数えることができるだけである。平均して3年に一度の高い上昇率であり、このような高い伸び率がいつまでも続かないことは歴史が証明している。いつでも利益を確定できる態勢を整えておく必要があるように思う。

## 2年連続のプラス成長の行方

7-9月期の名目GDPは前年比1.8%と3四半期連続して伸び率は拡大した。04年1-3月期の3.2%をピークに減速していたが、ふたたび盛り返し、プラス成長は2年続いている。失業率の改善などにより、影響力の大きい消費支出が1.5%増加したほか、民間設備投資も5.9%増加したことから、民需は2.3%増と04年1-3月期以来の高い伸びとなった。一方、原油高により輸入が拡大したため、外需は成長率を0.8%引き下げた。

デフレーターは前年比-1.1%と前期よりもマイナス幅は0.2ポイント拡大した。消費支出のデフレーターは0.5%減と3四半期ほぼ同じマイナス幅で推移している。民間設備投資は堅調だが、デフレターのマイナス幅は-1.3%と最大である。いったん民間設備投資が弱くなれば、デフレターのマイナス幅は拡大し、デフレが強まる恐れもある。プラスのデフレーターもある。民間住宅と公的資本形成の2部門は、いずれも04年1-3月期以降7四半期連続のプラスであり、7-9月期は0.6%、0.9%それぞれ上昇した。一部地価の上昇に基づく不動産取得や相変わらず価格メカニズムが作用しにくいことなどを反映していると考えられる。

実質ベースのGDPは前年比3.0%と5四半期ぶりの高い成長となった。消費支出は2.0%に上昇し、2年連続のプラスである。民間設備投資は7.3%の高い伸びを維持し、3年もプラス成長が続いている。民間設備投資の寄与度は1.1%と消費支出と同じであり、この2部門が成長の立役者といえる。

02年1月を底に景気拡大は46ヵ月に入っており、戦後3番目の長期拡大である。株価の上昇が設備投資を刺激し、それが消費の拡大につながっているようだ。だが、前年を37%も上回っている株価の上昇余地は乏しく、早晚、投機相場は修正されるだろう。株価の逆回転が实体经济にどの程度の反作用をもたらすことになるのかは正確にわからないが、期待収益率の失望から民間設備投資の急激な冷え込みは、かなりの確率で起こりそうなことだと思う。

# 週刊マーケットレター（05年11月21日週号）

2005年11月20日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

## 主要マーケット指標

為替レート	11月18日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	119.10(118.20)	115.70	110.55
ドルユーロ	1.1775(1.1685)	1.1960	1.2175
ドルポンド	1.7175(1.7410)	1.7505	1.7950
スイスフランドル	1.3145(1.3155)	1.2990	1.2710
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.06500(0.06313)	0.06375	0.05563
米国	4.37250(4.34000)	4.17413	3.82000
ユーロ	2.35350(2.31813)	2.18688	2.13113
スイス	0.96000(0.94000)	0.80000	0.76000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.460(1.570)	1.555	1.420
米国	4.49(4.55)	4.47	4.20
英国	4.26(4.44)	4.40	4.25
ドイツ	3.52(3.52)	3.27	3.19
<b>株 式</b>			
日経平均株価	14623.12(14155.06)	13352.24	12307.37
TOPIX	1531.65(1494.56)	1392.69	1252.94
NY ダウ	10766.33(10686.04)	10285.26	10554.93
S&P500	1248.27(1234.72)	1178.14	1219.02
ナスダック	2227.07(2202.47)	2056.00	2136.08
FTSE100（英）	5498.9(5465.1)	5263.9	5269.3
DAX（独）	5123.50(5090.75)	4947.18	4851.27
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	312.74(315.59)	329.18	311.75
原油（WTI、ドル/バレル）	56.14(57.53)	63.20	63.27
金（ドル/トロイオンス）	485.6(468.3)	472.1	439.5

## 株価、債券価格を歪めた小泉発言

小泉首相の量的緩和解除は「まだ早いのではないか。 まだデフレ状況だ」(14日)との発言を受け、債券利回りは大幅に低下し、為替相場は円安に振れた。首相を始め政府、自民党の政策担当者が、福井日銀総裁の量的緩和解除に向けた発言を真っ向から批判したことによって、量的緩和解除時期やさらにその先に控えているゼロ金利解除の時期が遠のいたことが、株価上昇に大きく寄与したと考えられる。

さらに、10月の米経済指標が米国経済の消費や生産が底堅く、物価も十分に抑制されていることを裏付け、安定成長を継続しているという安心感を植え付けるものであった。こうした予想を上回る良好な米国経済を反映して、外人の日本株購入が期待されただけでなく、売買単価の上昇に窺えるように、先週も外人は大幅に日本株を買い越したようだ。外人買いに先導された個人の商いも引き続き活発であり、週末、東証1部の売買代金は3兆円弱に増加した。

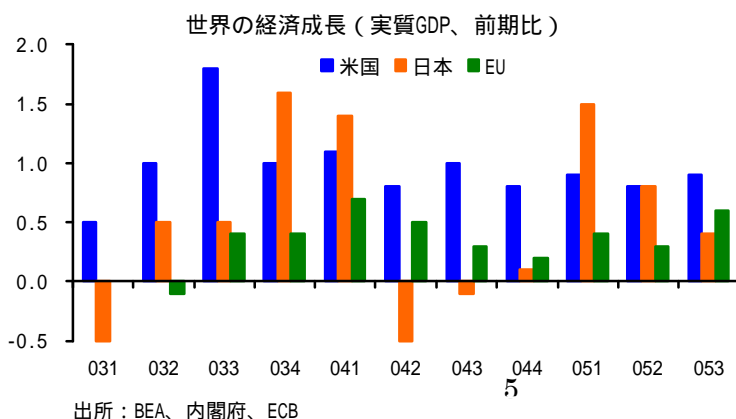
債券利回りが低い水準を維持し、企業収益の伸びが期待されれば、株価は上昇することになる。だが、日経の集計(金融関係を除く全産業、1332社)では、05年9月中間期の経常利益は前年比6.6%に鈍化した。06年3月通期では4.9%と4年連続の増益を見込んでいるが、収益の伸びは明らかに低下傾向を示している。先行き収益の伸びが再び高くなるシナリオが描きにくい経済状況下での上げ相場は、投機的様相が強いことをあらわしている。

債券利回りの低下にしても、量的緩和とゼロ金利という規制によって仕組まれたものであり、小泉首相のいう規制緩和と反する主張のなかで生まれたのである。福井総裁が「異例な政策を長くやり過ぎてインフレが心配なところまで引っ張ると後の反動が大きい」(18日)と述べているが、異常な金融政策を続けていけば、当然、日本経済の資金の流れに歪みが生じてくるだろう。すでに、株式市場や不動産には、短期的な値上がりだけを狙った投機的資金が大量に流れ込んでおり、考えられないほど高い水準まで上昇してしまう危険な状況に陥っている。

## 米物価落ち着き、ドル高持続

10月の米消費者物価指数は前月比0.2%、食品・エネルギーを除くコアも0.2%の増加にとどまった。コアの前年比伸び率は2.1%と前月よりも0.1ポイント上昇したが、5月以降、ほぼ横ばいで推移しており、コア指数が大幅に上昇する可能性は薄い。生産者物価指数の

コアが10月、前月比0.3%低下し、前年比でも1.9%と前月を0.7ポイント下回ったことも、消費者物価指数の緩やかな低下を促



すはずである。

異常に高騰していた原油価格（WTI）は先週末、56.14ドルに続落し、8月30日の最高値から19.6%下落した。ガソリン価格は8月をピークに低下しているが、今後さらに低下し、物価の安定感が増すだろう。物価は落ち着き、消費者マインドも好転することなどから、米国経済は大幅な減速に陥ることなく、実質3%台の成長が期待できそうだ。

FRBは引き続き政策金利を引き上げ、5%近くまでの利上げを想定しておいたほうがよいだろう。すでにイールドカーブは水平に近い形状になっているが、しばらくこうした形状が続き、その後、短期が長期を上回る右下がりの形状になる見通しである。

7 - 9月期の各国の実質GDPが出揃ったが、米国が前期比0.9%と最も高く、次がユーロ圏の0.6%、日本は0.4%と最低であった。経済の勢いなどから、米国の利上げ継続観測は強く、EUは12月1日に利上げする見通しだが、米国のように引き上げることはなく、様子を見ながら慎重に対処したい様子である。他方、日本は利上げなどいつになるか予想もつかない有様であり、そうした金利見通しから、円はドル、ユーロに対して値を下げていくだろう。



## F・マゼルの交換券見本

森野 榮一

ピエール・ジョゼフ・ブルードンは所有に関する『第二覚書』で、交換の発展が財産の不平等を突き崩す歴史の傾向に注目しています。社会的平等を実現しようとするにつき、この交換に止目する社会主義の潮流は「交換の社会主義」と呼ばれ、今日まで一つの潮流をなしているといえるでしょう。

その、淵源を尋ねると、欧州ではフルクラン・マゼルに行き着きます。1829年に彼は始めて交換の理論を議論をし始めたと述べていますし、実践が始められたわけですから。どういうわけか、この国ではこの事実は無視され続けてきました。理由は生産手段の所有関係を変えることで社会主義をもたらそうと考える「生産の社会主義」が優勢であったからかもしれません。

F・マゼルは、交換の全国協会が会員に交換の仲介と保証をなす交換協会を提起しました。マゼル商会の名で、1849年に刊行された『交換の全国協会定款』(F. Mazel et C<sup>ie</sup>, Statuts de la société générale d'échange)には、同協会の交換券見本が収録されていますので、ご紹介しましょう。

この見本への注で、

ここで与える交換券の見本は、われわれが打ち立てる交換サービスの仕組みを申し分なく理解させようとするためのものである。交換人は自分自身で自身の紙券を作成しうることが分る。つまり、その時その時間にその必要に応じて貨幣に打撃を与えることができる。仲介者として働く協会は同時に保証の役にもたつ。

といわれているように、この見本を一瞥すれば、マゼルらの取引の枠組みがよくみてとれます。

これは手形帳のように、一綴りの帳面の一枚で



図 1: 交換券見本

す。左右に発券時に切り離される控えの部分があります。左端は振出人の控えで、右端が管理人の控えです。

券面はこうなっています。

F・マゼルの交換券見本

管理者の押印 全国交換協会

F・マゼル商会

パリ、ランビュトー通り、17番

5フラン交換券 冊子番号 紙券番号

食料品店デュラン商会

サンデニ通り、20番

協会の約款に従い、当社の振り出した価値、5フランの代わりとなる交換券

デュラン商会

ギヨーム氏に交付

二週間分の労働報酬として

管理人、ベルナール確認、1849年3月15

日 F・マゼル商会

領収済み ギヨーム(\*)

(\*)注は上記文言。

つまり、交換協会の会員企業であるデュラン商会は、ギョーム氏の二週間の働きに対して5フラン交換券を正貨5フランの代わりに支払ったというわけです。

デュラン商会はマゼル商会でこの券の発券手続きをします。そのさい管理人は左端の割り符を切り離して保管します。発券人であるデュラン商会は、これをギョーム氏に引き渡すさいに、右端の割り符を分離し保管します。

これによって発券され、会員のなかでこの5フラン交換券は流通をはじめます。

ワットシステムに似ていますが、信用付与を交換協会も行う点で、C/S型(クライアント・サーバ型)のシステムです。しかし基本はワットに似て、デュラン商会は交換券を自己発券しています(ワットシステムは二者間で発券がなされますが、交換券のシステムではかならず介在者の交換協会を含めた三者による発券がなされ、受領者へ支払われます)。

つまり、事業者が協同して信用組織を立て、交換や決済手段を創造しているわけです。ここで価値の担保をなしているのは、食料品店、デュラン商会の商品です。その購入に使えるのですから。発券者に使われたときはこの券は当然、そこで終わりとなるはずで、会員はこうした発券が可能な交換券帳をもち、交換協会の確認・承認を経て、貨幣がなくとも交換を実行することができます。

ここで、注目すべきは、交換券は通常事業者が使う手形に似ていますが、手形とちがい貨幣用途で機能し、さらに銀行家が介在しておらず、交換協会は銀行ではないということです。事業者の協同組織として形成され、交換手段を創造する信用の組織となっています。



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