

人間の経済

第2期 第 **47** 号 (通巻 125 号) 2006 年 5 月 21 日

目次

週刊マーケットレター(06年5月22日週号)

主要マーケット指標

米住宅着工の減速により物価の安定続く
株式下落、投機的自信の萎え

週刊マーケットレター(06年5月15日週号)

主要マーケット指標

実体経済からみてドルは売られすぎ
世界景気の鍵を握る物価

曾我 純

quote of this week / 限界的と総量的

森野 榮一

週刊マーケットレター（06年5月22日週号）

2006年5月21日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	5月19日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	111.65(110.00)	117.25	118.05
ドルユーロ	1.2775(1.2925)	1.2385	1.1935
ドルポンド	1.8785(1.8935)	1.7925	1.7405
スイスフラン	1.2165(1.1985)	1.2660	1.3105
短期金利（3カ月）			
日本	0.19500(0.18625)	0.11125	0.07438
米国	5.19375(5.17000)	5.07469	4.77000
ユーロ	2.89888(2.88750)	2.76875	2.61000
スイス	1.41000(1.40917)	1.28000	1.10000
長期金利（10年債）			
日本	1.905(1.990)	1.880	1.510
米国	5.05(5.20)	5.02	4.53
英国	4.61(4.75)	4.52	4.12
ドイツ	3.99(4.07)	3.94	3.44
株 式			
日経平均株価	16155.45(16601.78)	17350.12	15713.45
TOPIX	1638.57(1688.18)	1747.32	1605.33
NYダウ	11144.06(11380.99)	11278.77	11115.32
S&P500	1267.03(1291.24)	1309.93	1287.24
ナスダック	2193.88(2243.78)	2370.88	2282.36
FTSE100（英）	5657.4(5912.1)	6089.8	5846.2
DAX（独）	5672.28(5916.28)	5993.76	5795.48
商品市況（先物）			
CRB指数	338.64(361.75)	357.29	326.15
原油（WTI、ドル/バレル）	68.53(72.04)	72.17	59.88
金（ドル/トロイオンス）	656.7(710.3)	632.6	551.8

■ 米住宅着工の減速により物価の安定続く

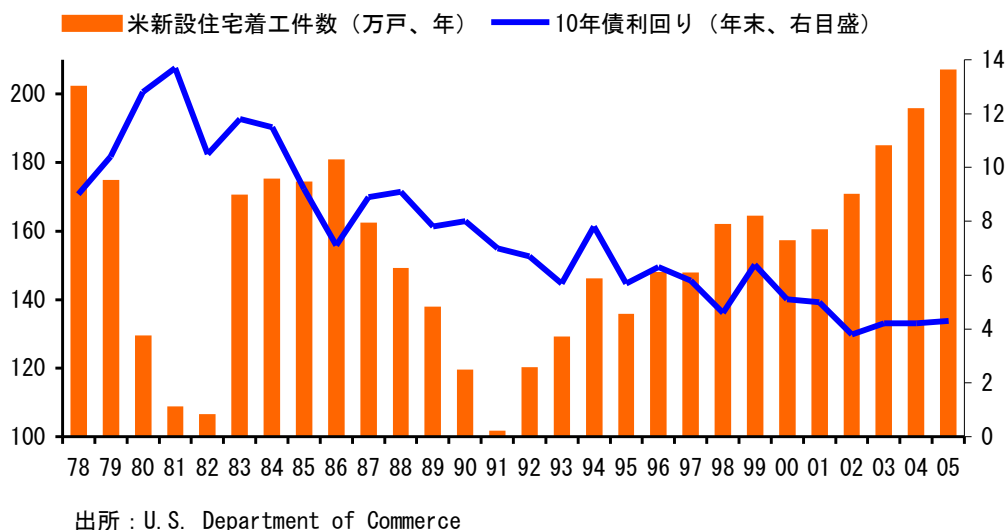
4月の米消費者物価指数（CPI）発表後、NYダウなど米株価は軒並み急落した。予想よりもCPIの上昇率が高く、インフレ懸念が強まり、FRBの利上げがまだ続くということが下げの要因になったようだ。CPIコア（食品・エネルギーを除く）は前月比0.3%と前月と同じ上昇率であり、前年比では2.3%と3月よりも0.2ポイント高くなった。これだけの理由でなぜこれほど下げたのだろうか。商品市況が過去最高を更新するなかで、物価上昇に点火するか

もしれないといった不安が市場心理を冷やしたのだろうか。

金や銅などが急騰後、急落しているように、CPIも少しのきっかけで安定を保っている状態から不安定な状態へ移行すると想定しておくべきなのか。それほど不安であれば、長期金利は急騰しているはずだ。が、19日の米10年債利回りは5.05%、前週末比0.15%も低下しており、むしろ、債券市場はインフレ懸念が後退していると判断しているようである。

CPI発表の前日（16日）、4月の生産者物価指数（PPI）が公表されたが、コア指数は前月比0.1%と落ち着き、前年比でも1.5%と3月を0.1ポイント下回った。昨年8月には前年を2.8%も上回っていたが、それがいまでは1.5%に低下しており、PPIの先行性に鑑みれば、CPIが急激に上昇するとは考え難い。CPI総合指数は前月比0.6%上昇したが、エネルギーと交通を除けばインフレ不安が高まるような状況ではない。CPI総合指数の42%のウエイトを占める住居は過去3ヵ月、前月比0.1%、0.2%、0.1%の上昇にとどまっており、物価安定に寄与して

米住宅着工と長期金利



いる。

CPIを左右する住宅の動向は減速しつつあり、4月の新設住宅着工件数は年率184.9万戸、前月比7.4%減と3ヵ月連続で減少した。昨年4月から今年の2月まで200万戸を超えていたものが、2ヵ月連続の200万戸割れとなったのである。年ベースでは2000年の156.8万戸から05年には206.8万戸と5年連続の増加となり、1972年以来、33年ぶりの高い着工件数となった。

このように記録的な住宅ブームはFRBが政策金利を1%まで引き下げたことが大きく影響している。だが、04年6月以降の利上げにより、政策金利は5.0%に上昇し、今度は住宅建築を冷やすことになるだろう。過去にも住宅ブーム後には100万戸近くまで減少したことがある。91年を底とした住宅ブームが終わることになれば、相当激しいスランプに陥ることもあ

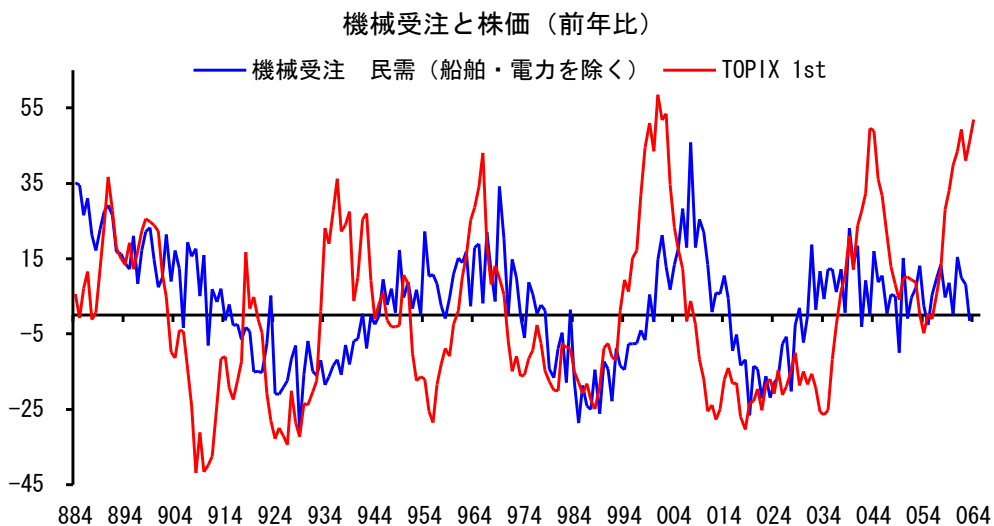
り得るのではないか。

日本のCPIに占める住居の比率は20%だが、この約2倍のウエイトを占める米国のCPIは、住居の変動によって大きく変化することになる。大ブームが過ぎ去って住宅不況になり、不動産価格が下落することになれば、CPIは低下することになるだろう。

CPIが安定していること、住宅ブームが終わりつつあること、などから米国がインフレに向かうリスクは低い。FRBがインフレリスクの芽を摘むためという理由で、利上げに動いたとしても、長期金利は逆に低下するだろう。米国の物価に神経質になることはない。实体经济だけでなく、為替相場からもドル上昇を期待でき、米国債券は買いのタイミングではないだろうか。

■ 株式下落、投機的自信の萎え

日経平均株価は2週連続の大幅安となり、18日には4月7日の高値から約1,500円下げた。外人は5月第2週まで2週連続で買い越したが、買い越し金額は縮小しており、株価のさらなる上昇には懐疑的になってきている。すでに、これまでの急騰で今期の増益まで織り込んでしまったように思う。予想株価収益率は20倍を超え、米S&P500の17倍などに比べて割高である。先週末で06年3月期の業績がほぼ出揃ったが、今期の当期純利益予想は2桁増には届かないだろう。株価が回復するには収益拡大見通しをたてることのできるような経済の拡大が必要だ。個人の信用買い残が12日時点、5.77兆円と高水準の状態を維持してい



出所：内閣府

ることも株式市場の重しになっている。

3月末のネット口座数が1000万口座を突破した。1年前に比べると約300万口座増、2年前の約2倍の規模に拡大した。異常な増え方である。口座数の急増に伴いネット株取引の株

式売買代金は03年度、04年度の412兆円、511兆円から05年度には893兆円に増大し、全会員の株式委託取引の約3割を占めるまでになった。ゼロ金利、手数料の安さ、証券税制の優遇措置等、個人がネット取引にのめり込んでいける条件が国によって整備されたからだ。

株式市場の魅力を高め、個人を超短期売買に誘い込んだ。企業のことを分かろうともせず、値動きだけで売買を繰り返していれば、下げの過程でも同一方向の注文が殺到することは想像に難くない。日本人の集団気質が一方通行に拍車を掛けることになり、实体经济から掛け離れた水準まで株価を押し下げるだろう。投機的な自信を持てなくなっただけで、株式の崩壊は起こることを肝に銘じるべきである。

03年4月の大底からすでに3年以上上げており、ゼロ金利政策に加えて、株価の上昇が資金調達力を高め、企業の設備投資意欲をいっそう刺激した。だが、1－3月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前年比3.8%と2四半期連続で低下し、GDPに寄与していた設備投資にも陰りが窺える。実績を見通しで除した「達成率」も2四半期連続で100%を下回ったほか、4－6月期の受注の伸び率はさらに低下する見通しであり、長期間続いた株式と設備投資の好循環が途絶えそうである。

週刊マーケットレター（06年5月15日週号）

2006年5月14日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	5月12日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	110.00(112.55)	118.55	117.85
ドルユーロ	1.2925(1.2725)	1.2105	1.1905
ドルポンド	1.8935(1.8595)	1.7505	1.7435
スイスフランドル	1.1985(1.2255)	1.2985	1.3075
短期金利（3カ月）			
日本	0.18625(0.11375)	0.11125	0.07188
米国	5.17000(5.16625)	5.06825	4.74063
ユーロ	2.88750(2.85863)	2.76025	2.58838
スイス	1.40917(1.40000)	1.27000	1.07500
長期金利（10年債）			
日本	1.990(1.920)	1.880	1.595
米国	5.20(5.10)	4.98	4.58
英国	4.75(4.69)	4.46	4.17
ドイツ	4.07(4.00)	3.88	3.48
株 式			
日経平均株価	16601.78(17153.77)	17162.55	16257.83
TOPIX	1688.18(1737.18)	1742.89	1660.22
NYダウ	11380.99(11577.74)	11129.97	10919.05
S&P500	1291.24(1325.76)	1288.12	1266.99
ナスダック	2243.78(2342.57)	2314.68	2261.88
FTSE100（英）	5912.1(6091.7)	6000.8	5764.1
DAX（独）	5916.28(6113.29)	5901.25	5701.47
商品市況（先物）			
CRB指数	361.75(351.92)	340.63	331.60
原油（WTI、ドル/バレル）	72.04(70.19)	68.62	61.84
金（ドル/トロイオンス）	710.3(682.2)	597.5	550.2

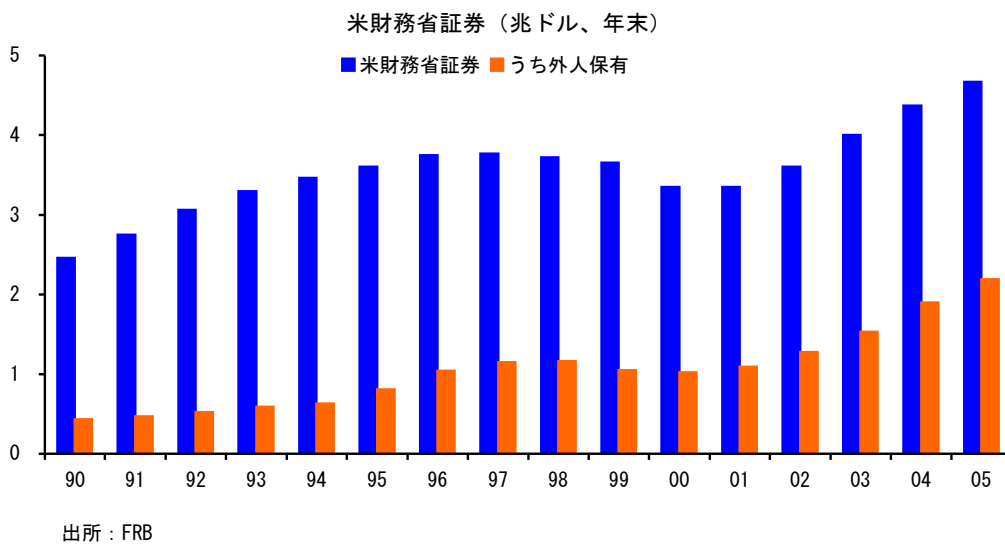
■ 実体経済からみてドルは売られすぎ

一次産品価格の高騰は衰えることなく、CRB指数は過去最高を更新した。米債券・株式相場は下落し、米国から投機資金は流失、ドルは大幅安となった。10日、FRBは政策金利を0.25%引き上げ年5.0%とし、今後の変更は経済動向次第だと声明に明記した。とはいえ、物価は安定しており、政策金利を引き上げるにしても、小幅な上昇にとどまるはずだ。政策金利の上昇が限られたものであれば、米債券利回りの上昇も最終局面にあるとあっていいだろ

う。

いまは、債券の値下がり为了避免のために、債券から現金へと流動性の確保を優先しているが、債券利回りの天井が感じられるようになれば、現金から債券に流動性を犠牲にすることをいとわない動きがでてくるはずである。

05年末の米財務省証券残高は4.67兆ドル、そのうち2.19兆ドルを外人が所有している。02年以降の外人の米財務省証券買いは急増しており、01年末の外人保有額（1.09兆ドル）に比べると、4年で2倍に拡大した。外人保有額が巨額になっているだけに、外人の動向は米債券相場だけでなく、為替相場にも大きな影響を与えることになる。



最近の米債券安やドル安の多くは、外人売りに基づくのではないかと考えられるが、米国の実体経済は主要国に対して劣っているわけではなく、一時的な物価上昇懸念だけで売られている。5月のミシガン大学消費者センチメント指数は大幅に低下したが、4月の小売売上高は前月比0.5%増、4月のISM指数は製造業・非製造業ともに前月を上回り、米国の景気拡大は持続している。景気が拡大し物価も安定していれば、近いうちに米国債、ドルは買い戻されるだろう。

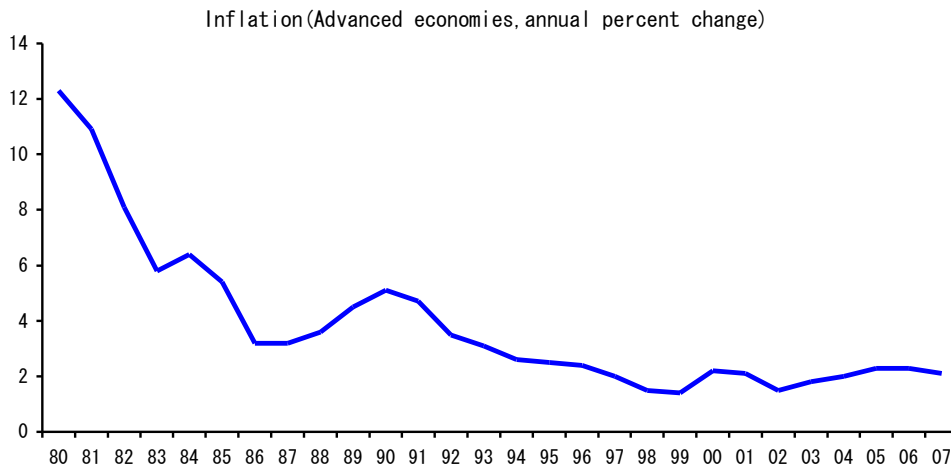
3月のOECD景気先行指数によると、日本の前月比横ばいに対して米国は0.2%、EU15は0.4%それぞれ上昇し、米国やEUに比較して日本の景気回復力が弱いことがわかる。前年比伸び率も米国とEUは3.9%、3.8%伸びたが、日本は1.4%にすぎず、通貨の力を実体経済から序列化すれば、円は最も弱い通貨だといえる。

1ヵ月前に比べれば、円ドルレートは8円以上円高ドル安になったが、市況の高騰を過度に警戒した市場の誤った価格付けだと思う。素材高の影響が米国におよぶことになれば、原油の大半を輸入に頼っている日本も対岸の火災視することはできなくなる。

■ 世界景気の鍵を握る物価

1週間で日経平均株価は500円を超える下げとなった。円高、長期金利の上昇、業績不安、「中央青山監査法人」の業務停止、3月の「景気動向指数」の悪化等が絡み合って、下げを引き起こしたと考えられる。だが、最大の要因は株価が前年を50%も越える高い水準にあり、市場が投機的な色彩を濃くしていたからである。

株価が高いところへ、不安材料が次から次へと続くことになれば、相場が崩れるのは不思議なことではない。まだゼロ金利で、コストは低いが、5兆円を超える信用買い残を抱えたままでは、個人投機家もさらに信用買いを増やすことはできないだろう。また、外人も米国株式市場が不安定な状態にあれば、心理的にも資金的にも日本株に目を向ける余裕がなく



Source: IMF

なってくる。

前期、利益がでたとはいえ、資源高の恩恵を受けたところが多くを稼いでおり、それを除けば利益の拡大は決して大きくない。商品市況の高騰が続いているため、いまのところ、資源にかかわる産業や企業は引き続き増益基調を維持しているようだ。

素材価格と消費者物価とに格差があるかぎり、資源産出国や素材供給企業は膨大な利益を手に入れることができる。資源産出国や素材供給企業は手にした巨額の利益を背景に、供給をさらに増やすための設備投資を拡大させているだけでなく、参入や代替製品の研究・開発等に伴う設備投資にも着手しており、関連するプラントや機械類には特需が発生している。消費者物価が安定しているため、資源高が世界の景気だけでなく、日本の景気も支えているとあっていいだろう。世界的に消費者物価の安定基調が続くかどうか、景気を占ううえで最大のポイントになると思う。

quote of this week

限界的と総量的

森野 榮一

誰しも、毎日の仕事に限りなく、心身の業の発揮につき、

今日は昨日よりよけいに出来たなとか、

今日は少し、さぼってしまったなとか、

考えながら

明日は少し休もうとか、がんばろーとか

思うものです。

そこではいつもと同じ量の仕事をしたことよりは、さらにそれにどれだけ積み上げたか、限界的な仕事量に気が行っています。

こうした考え方と、対照的に、

昨日も今日も、その差に多少の差異はあってもこれだけの量が達成できたな

と考える流儀もございます。

ここでは成し遂げた仕事の総量が配慮されています。

この二つは共に必要な考え方と思いますが、存外、前者に捕らわれることが多く、あと少し、あと少し、ガンバローなどと、つい無理をして身体を壊すなんてことになりがちです。

このへんの事情は世の中の変化を人が考えるときにも配慮しておいたほうがよいようで、明治期に刊行された有名な相場指南書である野口泰次の『相場道』のなかに、百貫に堪える橋の比喻がございます。

先ず一例を以て示しますと、茲に百貫に堪へる一つの橋があると仮定します。是に十貫の物を載せたでは何でもない。二

十貫でも何でもない。三十貫、五十貫、八十貫と次第に積み上げ九十九貫載せてみても一寸の僥^{ぎょう}¹もないが、唯だ此の場合最後に一貫の物を載せた時に初めて橋はポキンと折れます。之は最後の貫で折れたのではなく、最初からの百貫で折れたのであるが、複雑なる実社会では先の九十九貫は割合に目立たないで、最後の貫だけ目に着き、如何にも唯の一貫で折れたやうに云ひ囃され、それに幾分の疑問を持つてゐる人さへもが、矢張り一貫で折れたものと考え込むやうな誤りに導かれることがあります。又斯様の場合には往々、先の九十九貫に就いて盛んに論議された揚句其無事なるを見て安心した頃に最後の貫で折れると云ふことになり易いもので、それだけ非常に意外に感ぜしむるものであります。…

経済学にも限界分析というものがありますが、最終一単位でモノを考えようとするもので、変化を捉えるには非常に優れた手法です。しかしその鮮やかさに目を奪われますと、事が起こって、それが「唯の一貫で折れたやうに云ひ囃」すことになりかねません。

限界分析と合わせ、積分して総量で考える手法もあるわけですから、限界的思考を位置づける思考流儀がありませんと、人が囃し、騒いでいる様子につい乗せられて、事の本質を見逃してしまうことになりがちなのかもしれません。

世の中で、事が意外に感じられるときは多いものです。そうしたときは、何かを見過ごしているから意外なのだと、ちょっと疑ってみる必要もあるのかもしれません。

¹僥とは「さいわい」の意味ですが、ここでは「おもしろくないこと」の意で使っています。

人間の経済 第二期第47号(通巻125号)
2006年5月21日刊

編集・発行 ゲゼル研究会
221-0021 横浜市神奈川区子安通3-321 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



ゲゼル研究会