

人間の経済

第2期 第 **34** 号 (通巻112号) 2005年12月12日刊

目次

週刊マーケットレター (05年12月5日週号)

主要マーケット指標
「構造改革」相場を担ぐ外人買い
産油国の経常黒字拡大の日本株への影響

週刊マーケットレター (05年12月12日週号)

主要マーケット指標
増益率の低下と株価の上昇

曾我 純

全国交換協会の宣言

フルクラン・マゼル
森野 榮一 訳

週刊マーケットレター（05年12月5日週号）

2005年12月4日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

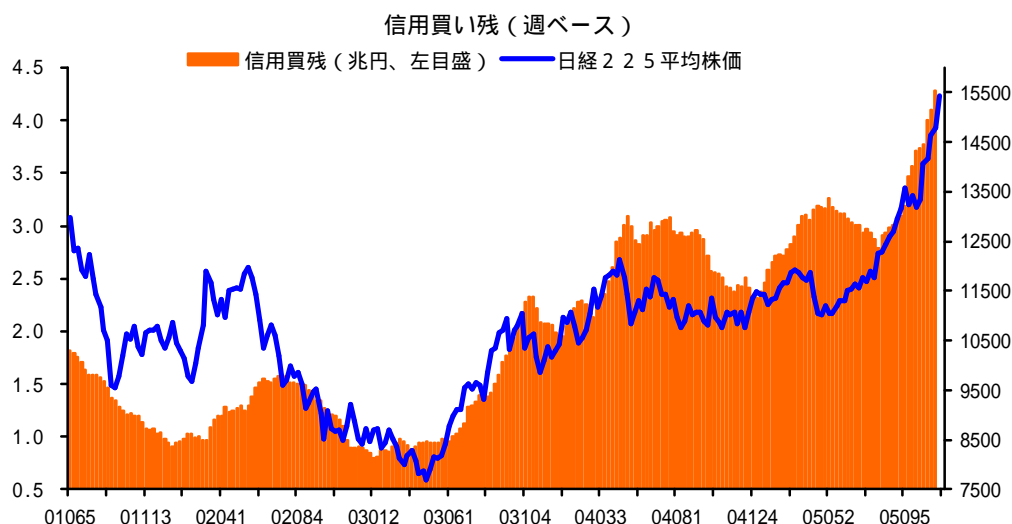
主要マーケット指標

為替レート	12月2日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	120.65(119.65)	116.90	109.85
ドルユーロ	1.1720(1.1725)	1.2075	1.2530
ドルポンド	1.7345(1.7145)	1.7765	1.8435
スイスフランドル	1.3170(1.3185)	1.2785	1.2290
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.06375(0.06563)	0.06438	0.05688
米国	4.44688(4.40063)	4.28000	3.76100
ユーロ	2.45213(2.45063)	2.26488	2.13000
スイス	1.04333(0.98500)	0.87417	0.76000
長期金利（10年債）			
日本	1.505(1.435)	1.565	1.325
米国	4.51(4.43)	4.60	4.03
英国	4.22(4.19)	4.41	4.13
ドイツ	3.38(3.41)	3.45	3.05
株 式			
日経平均株価	15421.60(14784.29)	13894.78	12600.00
TOPIX	1583.72(1529.67)	1474.25	1282.79
NY ダウ	10877.51(10931.62)	10472.73	10447.37
S&P500	1265.08(1268.25)	1214.76	1218.02
ナスダック	2273.37(2263.01)	2144.31	2141.07
FTSE100（英）	5528.1(5523.8)	5358.6	5326.8
DAX（独）	5307.99(5194.27)	4954.83	4837.81
商品市況（先物）			
CRB 指数	323.38(314.67)	316.45	331.35
原油（WTI、ドル/バレル）	59.32(58.71)	59.74	67.57
金（ドル/トロイオンス）	503.3(492.1)	462.8	444.2

「構造改革」相場を担ぐ外人買い

日経平均株価は棒状の上げ相場となり、難なく 15,000 円を超えてしまった。14,000 円台にとどまった営業日は 18 日にすぎず、13,000 円台の 30 営業日に比べると、相場はいかに短期に急上昇したかがわかる。週末の日経平均株価の水準は前年を 40.5%上回り、NY ダウやナスダック総合指数の 1 桁の伸びを大きく引き離している。FT100、DAX は 2 桁増だが、日経平均株価の伸びが高く、最近の日本株上昇は世界市場のなかでも群を抜いているといえる。

世界の主要株価の株価収益率はいずれも 10 倍台であるが、日経平均株価は 22 倍に上昇しており、収益面から評価すると割高である。配当利回りを比較しても日本が最低であり、収益や配当といったファンダメンタルズから日本株がさらに買われる理由を見出すことは



難しい。

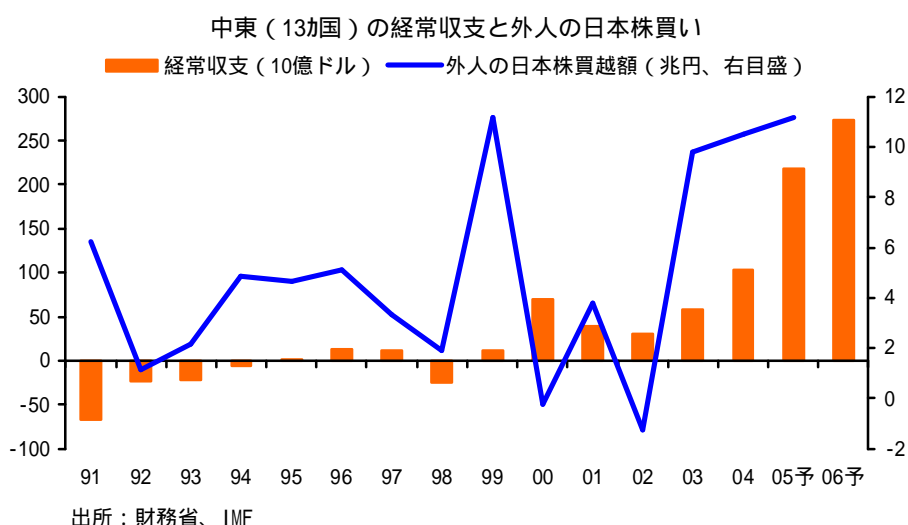
日本株の買い主体である外人は今年の 1 月から 11 月までに、すでに 11.2 兆円を買い越しており、過去最高の 99 年を超えている。4、5、6 月の外人買い越し額は合計でも 6,100 億円にすぎなかったが、7 月 1 日発表の短観 (6 月調査) が業況の改善を示したことなどを背景に、7 月の外人買い越し額は 1.37 兆円に急増した。8 月にはいり、政府が脱「踊り場」宣言や郵政民営化法案の参議院での否決、衆議院解散・総選挙等により、外人の買いはさらに勢いを増し、8 月の買い越し額は 2.1 兆円に拡大した。9 月 11 日の衆議院選挙の結果、自民党が 296 議席を獲得し、圧勝したことから、9 月も 1.67 兆円を買い越した。10 月 14 日、郵政民営化法が成立し、小泉内閣が引き続き「構造改革」を進め、日本経済を強化するだろうという期待によって、10、11 月も 1 兆円、1.6 兆円それぞれ買い越した。

2000 年の IT バブルのように、IT 技術の普及によって世界経済が長期的に高い成長を持

続するのではないかという楽観的見方が、株価を実体経済から乖離させた。今回、欧米の機関投資家は、「官から民へ」というスローガンを掲げ、「構造改革」を政策の全面に押し出し勝利した小泉政権に高い評価を与え、日本株に資金を投入しているのだと思う。

産油国の経常黒字拡大の日本株への影響

原油価格の高騰によって、産油国の潤沢な資金が日本株に流入しているのではないだろうか。中東産油国（13カ国）の経常収支は98年、252億ドルの赤字だったが、その後黒字となり、原油価格の上昇につれて、黒字幅は急拡大している。03年以降、黒字額は年々倍



増しており、05年には2,176億ドルに増加する見通しである。02年の初めに原油価格は底打ちし、上昇していくにつれて、外人の日本株買いも力強さ増しており、原油高と外人の日本株買いの関係は強い。

IMFによると中東の経常収支は、06年には2,727億ドルと05年を551億ドル上回る見通しである。最近、原油価格は持ち直しているとはいえ60ドルを下回った水準にあり、この程度の水準であれば、IMFの見通しを大幅に下回り、05年程度の経常黒字にとどまるだろう。

過去にも原油価格は高騰したが、それが世界の製品・商品製造コストを引き上げ、先進国の消費者物価は軒並み2桁増となった。産油国は原油の輸出のみに依存しているモノカルチャーであり、生活関連商品や機械類などの多くを輸入にたよらざるを得ないため、輸入品の価格上昇によって、経常黒字は瞬く間に消えてしまったのである。だが、今回、原油価格は高騰したにもかかわらず、主要先進国の05年の消費者物価は約2.1%の上昇にとどまり、過去の原油高とは比べものにならないほど安定している。来年も原油価格が50~60ドルの高い水準を保つことができれば、輸入製品の価格安定によって、中東産油国の経常黒字は引き続き2,000億ドルを上回るであろう。

先週、金価格が 1983 年 2 月以来、約 23 年ぶりに 500 ドルを突破した。中東のオイルマネーが株式だけでなく、金にも向っているのだろう。使い道のないホットマネーが来年も世界の金融・株式市場だけでなく商品などのあらゆる市場に流出入し、相場の攪乱要因になりそうである。

週刊マーケットレター（05年12月12日週号）

2005年12月11日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

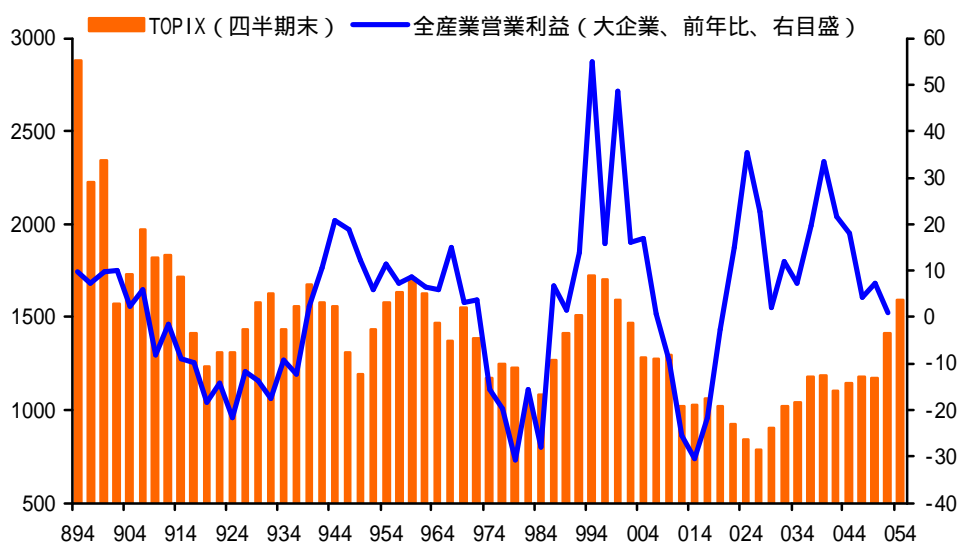
為替レート	12月9日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	120.65(120.65)	117.55	109.75
ドルユーロ	1.1815(1.1720)	1.1765	1.2405
ドルポンド	1.7545(1.7345)	1.7435	1.8395
スイスフランドル	1.3025(1.3170)	1.3095	1.2435
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.06500(0.06375)	0.06500	0.05750
米国	4.48000(4.44688)	4.33000	3.85000
ユーロ	2.45550(2.45213)	2.30875	2.13363
スイス	1.03250(1.04333)	0.94167	0.76000
長期金利（10年債）			
日本	1.555(1.505)	1.560	1.340
米国	4.52(4.51)	4.64	4.12
英国	4.33(4.22)	4.43	4.15
ドイツ	3.43(3.38)	3.52	3.04
株 式			
日経平均株価	15404.05(15421.60)	14072.20	12692.04
TOPIX	1591.23(1583.72)	1487.71	1293.35
NY ダウ	10778.58(10877.51)	10546.21	10678.56
S&P500	1259.37(1265.08)	1220.65	1241.48
ナスダック	2256.73(2273.37)	2175.81	2175.51
FTSE100（英）	5517.4(5528.1)	5439.8	5359.3
DAX（独）	5282.13(5307.99)	5011.38	5005.93
商品市況（先物）			
CRB 指数	327.81(323.38)	316.54	323.32
原油（WTI、ドル/バレル）	59.39(59.32)	58.93	64.08
金（ドル/トロイオンス）	527.0(503.3)	466.3	449.0

増益率の低下と株価の上昇

財務省発表の『法人企業統計』によると、7 - 9 月期の全産業営業利益は前年比+3.7%と伸び率がピークを付けた 04 年 4 - 6 月期以降、5 四半期連続の低下となり、02 年 4 - 6 月期以来の低い伸びとなった。営業利益の伸びが大きく低下しているなかで、株価の上昇が強まるという不思議な現象が起こっている。営業利益の伸びが低迷しているときに株価が急伸することは、糸が切れたタコのように、株価が独自の動きをしていることであり、いつ失速し急降下するかもしれない不安定な状態にあることなのである。みずほ証券の誤発注をきっかけに日経平均株価が 300 円超下落したのは、市場参加者がいまの株価水準に相当神経質になっていることの証である。

大企業（資本金 10 億円以上）の営業利益は前年比 0.9%と水面すれすれのところまで低下しており、10-12 月期はマイナスに転落する可能性が高い。過去の株価と営業利益の関係を辿ってみると、当然のことだが、営業利益の伸びと株価は相関性が強く、営業利益が伸びているときには株価も上昇し、逆もまたしかりなのである。

収益と株価



出所：財務省

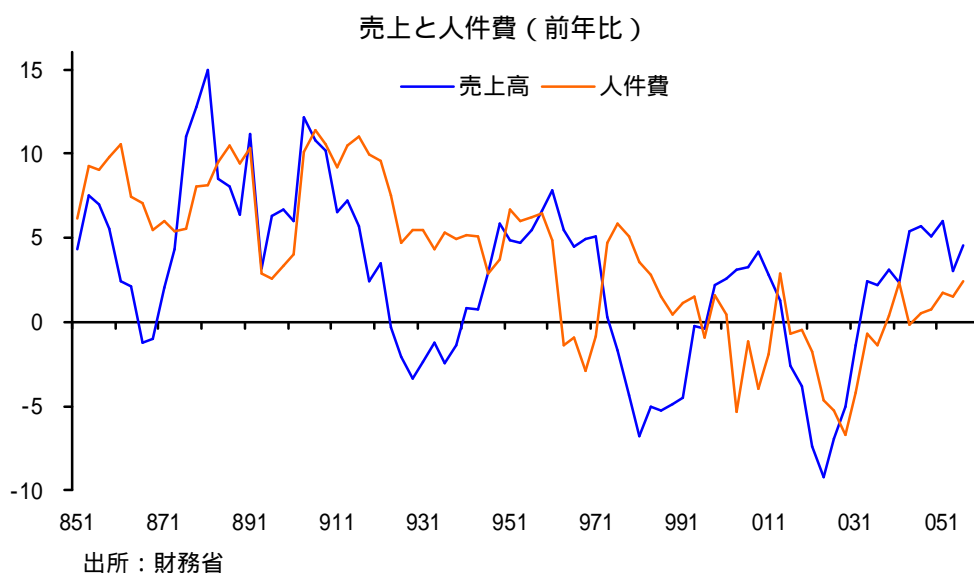
注：05年第4四半期のTOPIXは12月9日時点

だが、01 年 10-12 月期以降の大企業営業利益回復期には株価はなおも下がり続け、営業利益との関連が途切れた。日本経済の先行きについて悲観の見方が支配し、営業利益の回復など眼中になかったからだ。営業利益が底打ちしてから 1 年後の 02 年 10-12 月期には 35.3%もの増益となったが、深刻なデフレにより株価は不振を極めた。営業利益が 04 年 4 - 6 月期の第 2 の山を形作る過程で株価はやっと上昇していったのである。このように 01 年 10-12 月期以降の営業利益と株価の関連は薄れたが、営業利益の前年比プラスが 13 四半期も連続していることや増益率が落ち込んでいることなどを考え合わせれば、そうした時

期に株価の上昇率が高くなるのは異常なことなのである。

大企業の営業利益は前年比0.9%までプラス幅は縮小したが、非製造業はマイナス4.6%と9四半期ぶりの減益となった。一方、製造業は7.6%と2四半期連続でプラス幅は小幅ながら拡大した。営業利益の伸びは鈍化しているが、設備投資は製造業の2桁増により、8.8%と底堅い。ただ、設備投資を決定したのは数四半期前であるから、そのときの予想収益と比べてみると相当違いがでていると思われる。設備投資の前年比プラス期間はすでに10四半期と前回のITバブル期を3四半期も上回っており、今下期の設備投資マインドは慎重になるのではないだろうか。

全規模全産業の売上高は4.6%と前期を1.6ポイント上回った。販管費は売上の伸びを下回ったが、売上原価は前年比5.1%増加し、これが営業利益の伸びを低下させた。人件費は前年比2.4%と5四半期連続で伸びは上昇したが、売上の伸びを依然下回っており、利益を生み出している要因のひとつである。人件費のうち従業員給与は2.8%増加したが、従業員数が2.3%増加しているため、一人当たりの給与はほぼ横ばいだ。規模別に一人当たりの給与を比較すると、大企業と中小企業はプラスだが、中堅企業はマイナスとなり、ばらつきがある。ただ、増加しているとはいえ1%台と低く、消費を持ち上げるほどの力はない。7-9月期の一人当たり給与を景気の谷である02年1-3月期と比較すると、大企業は4.3%増加しているが、中小と中堅企業ではいずれも0.7%減少しており、多くの従業員の景況感は景



気拡大とは程遠いものであろう。

企業規模による給与格差が拡大しているだけでなく、正社員と非正社員の格差、さらに成果主義や能力主義による格差等、今回の景気拡大の背後には、大きな経済問題をつくりだしていることを忘れてはいけない。短期的には経済成長を引き上げるが、長期的には日本経済の発展を損なう種を植え付けているのである。売上や利益の拡大により、短・長期

借入金を前年比 9.5%、11.0%それぞれ削減する一方、自己資本を 7.5%積み上げ、バランスシートは改善されてきたが、バランスシートや損益計算書にはみえないところでの毀損が日本経済を長期的に弱体化させていくように思う。

全国交換協会の宣言

フルクラン・マゼル

森野 榮一 訳

F・マゼル商会が1849年に刊行した全国交換協会約款のパンフレットにF・マゼルの宣言がありますので、ご紹介します。

(F. Mazel et Compagnie, Statuts de la société générale d'échange, 1849.)

1849年といえば、我が国では、天保も終わり弘化、嘉永と続く、嘉永は2年です。列強の圧力が強まるなか、国内的には各藩・幕府の財政も疲弊し、例えば広島藩では銀札を乱発、民衆が両替商を襲う反乱をみたころ、フランスでは、前年の2月に始まる2月革命の騒乱のなかでした。社会主義者たちが社会改革のプログラムを競うなか、マゼルはとおの昔の、20年も前に（我が国でいえば翌年は天保となる文政の末年）に交換券のシステムを実践しはじめていたのでした。しかし、世間の無視のなか沈黙します。だが48年革命のなか、再登場するわけです。そんなわけで、文言はだいぶ気負っていますが、地域通貨に関心がある方のご興味を惹くかもしれません。

宣言

今日、公衆の理性は真剣に進歩の諸手法の研究に従事している。また、交換のシステムは広範な基礎に立って好意的な諸条件において実践に移されねばならないようにみえる。私にはもはや沈黙を守ることは許されない。

交換の理論の、最初の創設者である私は1829年からすでに、我が国でよきことをなさんと企てた。協会の支店は少なくとも6か月間で我が国境の向こうまで拡大し、商業上の企ての点でみて驚異的な結果をみたのである。しかしその誕生は決して成熟しはしなかった。フランスは人間的な進歩を必要としているが、それ自身でその準備ができているわけではまったくないし、悪い方向にさえ向かっている。将来の、あまりにも明白な真理を認めようとししないのだ。私はじぶんの仕事を中断した。あらゆる領域や私の理念がもたらすすべての発展に私の理念を与えることなく、さらにいうなら、論理と訓練の法則によって要求されるまで、むしろ待つことにしたのである。

その後、我々は十分に進歩した。なにからなにまでもが時が来たことを告げている。交換の最高の擁護者、人が掲げるその旗は実践の領域に私を呼び寄せる。私はそこにいる！

かつて我が著作のなかで用意した以上の確信をもって、私はこの理念の支持者、未来の戦士を我が周囲に集める。どのような人間ならば、かろうじて支持者ではない

とあえて告白するであろうか？

私は交換、すなわち真の理念を宣言する。ところで真理は一つである。その適用のなかでその性格を歪めるべきではない。

さまざまな試みが総合的に、かつ、そのまったき純粹さのなかで交換を打ち立てるために正当化される。光栄ある理念は、さらに多くの崇拜者をもち、いっそう燦然と輝くであろう。

私に関しては、我が生涯の榮譽と我が理性の煥発なる信仰をもって、私がなによりもまず提起し、今日成功の機会を得た、この理念の現実化を追い求めなければならない。

私は、盲目的な信仰も、安易な信頼も必要とはしない。意識と理性。これらこそ、私が我が第一級の支持者たちに、我が成功の必然性をば、彼らをして私の諸原理のなかに読み取らしめるために求めるものだ。その後で、その他の人々には、成功がその成功それ自身によって示されるであろう。

さらに、最も強固な基盤をもつ商業企業を選ばれた条件に置くことで、私は完全な保障を提供し、いかなるリスクをも予想させないであろう。

直接には安堵を、そして引き続く救済を。それが万人にとって全国交換協会の果実でなければならぬものだ。私はそれを長き来し方の諸前例に応報すべく創設し、本当の秩序と完全な自由の理念そのものにすべてを捧げる

1849年3月25日

フルクラン・マゼル

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