



週刊経済指標



経済の動きをグラフで見てください。
毎週火曜夕方発行

NY金下落、NY原油横ばい

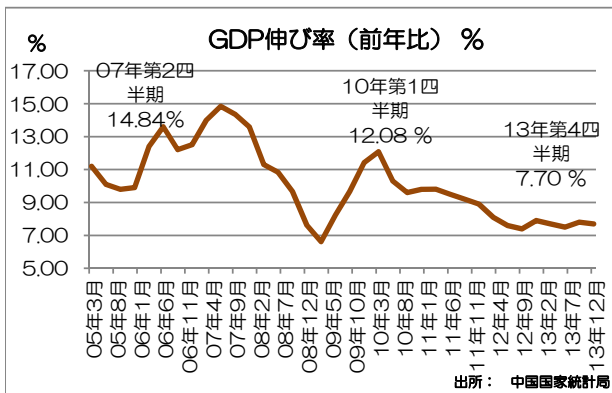
発行日 : 2014/3/12



週明け10日のNY金4月限は3.30ドル高の1341.50ドル。予想を上回る米雇用やウクライナ情勢が小康状態に陥ったことから下落したが、金曜安値を維持したあとは、ウクライナ緊張継続による逃避買いで反発した。金曜安値（1326.6ドル）を維持して反発に転じ、ドル安でプラスに浮上した。ウクライナ情勢を巡り欧米が対ロ制裁で協調したことに対し、ロシアが報復を警告するなど、依然として緊張が続いていることから逃避買いが優勢になった。ただ、ドル高・原油安となったことから上昇は一服し、戻り売りで上げ幅を削った。クリミア半島への軍事介入は米国が行わないとみられることや、ロシアへのエネルギー依存が高いことから欧州の対応も及び腰になると見透かされていることから、クリミア半島はロシアの実効支配が続くとの見方が広がっている。一方、対ロ制裁でロシア通貨ルーブルや債券・株などの金融資産が値崩れを起こすことは、悪影響が読み切れないことからロシアも避けたいところと見られる。新たな東西冷戦構造の幕開けとなりそうだが、ネットによる情報拡散などの新要素が加わり、経験則がそのまま使えない舵取りが要求されそう。世界最大の金上場投資信託（ETF）であるSPDRゴールド・トラストの金保有量が7日時点で805.2とんと、2月中旬以来の水準を回復したことも、地合いを強めたとみられる。

週明け10日のNY原油4月限は4月物は、前週末終値比1.46ドル（1.42%）安の101.12ドル。中心限月の終値ベースで2月14日（100.30ドル）以来、約3週間ぶりの安値で終了。4月限は、夜間取引中盤から下値を切り下げると、立会い開始後は100.85ドルへ下落。ウクライナ情勢をめぐる欧米とロシアの対立の深まりや、ロイター通信は5日、北朝鮮籍のタンカーが4日にリビアの反政府武装勢力が占拠している石油輸出港エスシデルへ接岸を試みたと報道。地政学上のリスクの高まりなども、中国経済の先行き懸念の強まりに圧迫された。中国の2月の輸出は前年同月比18.1%減と、市場予想（7.5%増）に反して急減し、2009年8月以来の大幅な落ち込みとなった。また、2月の原油輸入量は過去最高を記録した1月を18%も下回った。序盤以降は、一段と売り込まれるまでには至らなかったが、米原油ファンダメンタルズの弱さなどもあり、この日の安値圏でのみ合いが続いた。中国税関総署が8日発表した2月の貿易統計によると、輸出が前年同月比18.1%減の1141億ドルと、2013年9月以来5カ月ぶりにマイナスを記録。14年の同国の成長率目標達成への不安が一部で浮上し、エネルギー消費が鈍化するとの懸念が広がった。この日は、ウクライナで発砲があったとの報道もあり、警戒感は引き続き根強い。また、これを受け、リビアのゼイダン首相が8日、不法な原油積み込みに対しては「爆破も辞さない」と警告したと伝わり、同国の混乱長期化への懸念が強まった（日本先物情報システム）

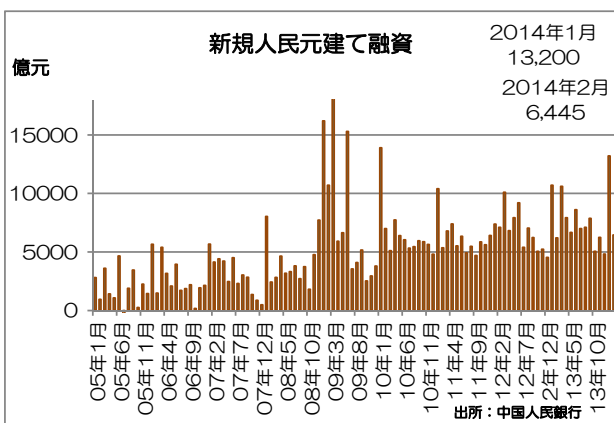
TOPICS 中国の経済指標



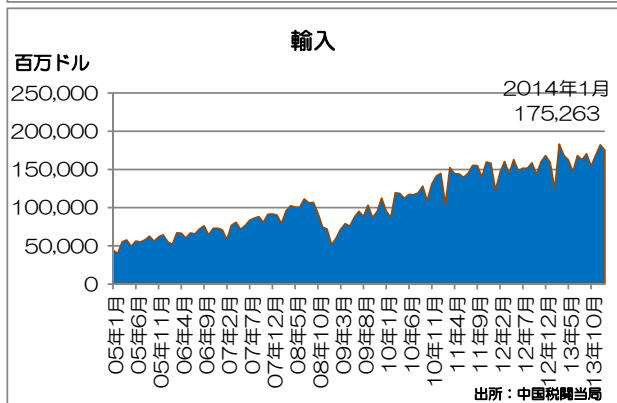
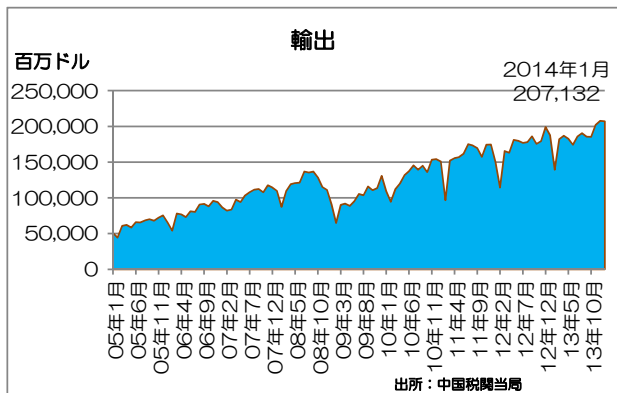
Wall Street Journalによれば、中国の1月の輸出が驚くほど力強かったことから、同国の公式統計への信頼がまた疑問視されており、中国経済の足取りをたどる難しさが浮き彫りになった。

1月の輸出は欧州と米国からの旺盛な需要を背景に10%増加し、伸びは予想を上回った。多くのエコノミストは、同月に中国の工場の生産が勢いを失い、昨年第4四半期に同国の経済成長率が鈍化したことから、輸出はほぼ横ばいしないゼロの伸びになると予想していた。

台湾と韓国が減少しているのに中国だけが伸びるのはおかしいというアナリストが多い。中国企業は、輸出額を増加してより多くの資金を国内に持ち込むことをしていた。輸入したものを同じ値段で輸出しても、人民元が高くなれば利益がでる。金利差を利用したり、ラウンドトリップと言って、モノを輸出して得た資金を運用し、最終的にモノは買い戻すといった手口もあるという。

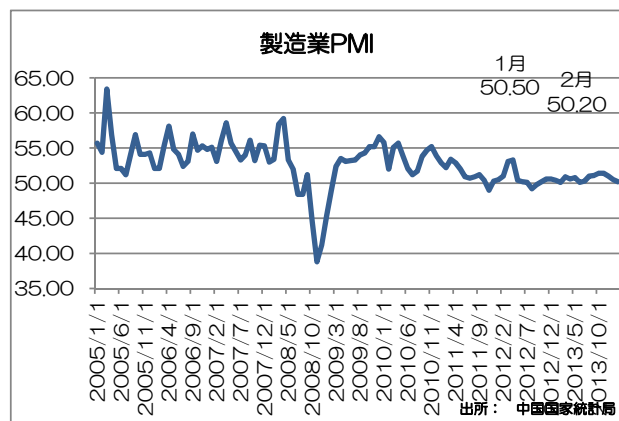


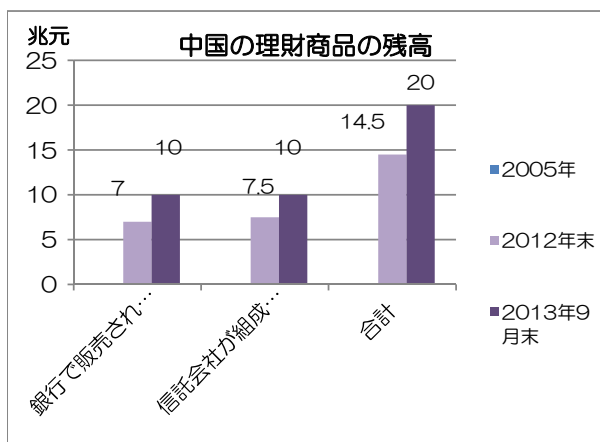
ロイターによれば、中国国家统计局が発表した2月の中国製造業購買担当者景気指数（PMI）は50.2となり、1月の50.5から低下した。8カ月ぶり低水準だったが、市場予想の50.1はわずかに上回った。先週発表されたマークイット/HSBCの中国製造業PMI速報値は48.3で1月の49.5から低下し、7カ月ぶり低水準となっていた。



ロイターによれば、中国人民銀行（中央銀行）が発表した2月の新規人民元建て融資は6445億元（1050億ドル）となり、1月の1兆3000億元から半減した。市場予想の7160億元も下回った。経済の流動性を示す指標である2月の社会融資総量は9387億元。前月の2兆5800億元を大幅に下回った。

2月のマネーサプライM2伸び率は前年比13.3%で、ロイターがまとめた予想の13.2%とほぼ一致した。人民元建て融資残高は前年比14.2%増。市場予想は14.3%増だった。





	銀行で販売される理財商品	信託会社が組成する信託商品	合計	
2005年	0	0	0	0
2012年末	7兆元	8兆元	14.5兆元	約246兆円
2013年9月末	10兆元	10兆元	20兆元	約340兆円
購入最低単位	5万元	100万元		
	約85万円	約1,700万円		
償還期間	3カ月～半年	1～2年		
利回り	5%前後	10%前後		

『理財商品』には、大手銀行で販売される投資商品と、信託会社が組成してスーパー等で販売される信託商品がある。それぞれの昨年9月末の残高は約10兆元で、合計20兆元（約340兆円）と見られる。

理財商品破綻の例

- ① 山西省の炭鋳会社向け融資のため2014年中誠信託が中国工商銀行を通じて販売した11年2月に販売した期間3年、利率9.5～11%総額30.3億元（約515億円）の『誠至金開1号』が、2014年1月利払いできなくなった。⇒ 匿名の投資家によって元本は保証された。
- ② 2月12日吉林省の信託会社「吉林省信託」が発行する理財商品「松花江77号」の総額9.7億元の一部で、満期になっても投資家に返済できなくなった。3月11日までに結論が出される。
⇒ 中国の四大国有銀行である中国銀行の李礼輝前行長（前頭取）は10日、日本経済新聞などのインタビューに応じ、個人向け高利回り商品の理財商品について「一部は債務不履行（デフォルト）を容認すべきだと述べた。
- ③ 野村国際（香港）の推計によると、2012～14年1月の間にデフォルトの危機に陥った金融商品は28あったという。
- ④ 1998年広東国際信託投資公司（GITIC：ITICという国際投資信託公司の一部）が破綻。日本の金融機関は数千億の損失を出した。今回の信託商品問題との違い
イ）類似点； ① 元本は政府により保証されているという暗黙の了解が政府によって守られるか、反故にされるか。
② 当時4大銀行（工商銀行、建設銀行、農業銀行、中国銀行）を中心に銀行が効率の悪い国有企業に融資する一方、ITICが高利回りの債券や借入で資金を調達し、これを高リスクの不動産開発事業や株式投資などで運用していた。今回の信託会社と同じパターン。
ロ）相違点； ① GITICの場合債権者は日本の金融機関を含め外国人投資家。
② 中国の世界経済に占める比重は格段に重くなっている。
③ 当時は中国は経済成長が加速、現在は減速。

理財商品の仕組み

- ① 企業への迂回融資 中国には「民間貸借」と呼ばれる地下金融（家族や知人などの個人的貸し借り）が存在し、むしろ中小企業や個人はシャドーバンキングから資金調達するのが一般的であったという背景がある。当分の貸し出し規制があったため、銀行は信用力の低い中小企業に貸し出しを行う動機がなかった。また日本のように中小企業向けの金融機関が無かった。中小企業は国内総生産（GDP）の約5割、雇用の約7割を支えている。信託会社は、こうした中小企業向けの資金調達手段として理財商品を組成し大手銀行がそれを販売した。
- ② 地方政府への迂回融資 2008年に打ち出された4兆元の景気対策では、地方政府は全体の31%に当たる1.25兆元の財政支出を求められたが、地方政府は予算法上財政赤字を計上することが禁止され、地方債発行、直接の銀行借入れも原則的に禁止されていた。資金繰りに窮した地方政府は、不動産プロジェクト用に設立した法人「融資平台」による銀行借入、債券発行を通じて資金を確保した。

2014年に償還期限を迎える理財商品 3~5兆円

- ① 野村国際は「年内に3兆5,000億円の金融商品が償還期限を迎える」と試算し、救済が追いつかず現実にデフォルトとなる事例も出かねないという。
- ② 中国信託業協会は、2013年末の資産残高が10.91兆円（約185兆円、前年比46%増、GDP比19%）と過去最大になったと発表。このうち2014年に償還期限が来るものは、5兆3,000億元と前年比50%超増加するという。
- ③ 総地方債務（17.9兆円）のうち全体の20%（3.6兆円）が2014年に満期到来となる。

破綻した理財商品の救済方法は？

中国政府は救済資金をねん出するためには

- ① 増税（困難だろう）
- ② 国債発行（5~10%の投資商品が投資家に選好される中でそれ以下の金利の国債は販売が難しいだろう）
- ③ 米国債等政府や銀行が保有する海外資産を売却すること。
3.8兆ドル（380兆円）に上る外貨準備の中で米国債（13年末の残高は1兆2689億ドル（約130兆円）を売却 ⇒ 米国債価格下落 ⇒ 米国長期金利上昇 ⇒ 米国株安・ドル安
- ④ AMC（4大銀行の投資子会社：工商銀行の華融・建設銀行の信达・農業銀行の長城・中国銀行の東方）による救済AMCが信託商品を買取る「ファンド」へ出資、あるいはファンドの管理運営者になる、または、AMCが信託会社の株の一部を買取り、信託会社はそれによって得た資金で販売した信託商品を償還する。さらにAMCが信託商品で資金調達した不動産開発業者らに直接融資する形で関与を強める。

理財商品以外でも、一般中国企業の債務残高が増加中

世界格付大手のスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）が2月26日に発表した統計によると、中国非金融企業の借入と債券を合わせた債務残高は昨年末に約12兆ドル（約1224兆円）で国内総生産（GDP）の120%に相当し、過去最高水準となった。S&Pは今年または来年には、中国の企業債務残高が米国を上回り、世界の規模になると予測し、中国企業による債務不履行（デフォルト）のケースは今後増えると予測した。多くの企業はデフォルトを回避するため資産の売却や合併を加速せざるを得ないとの見解を示した。

一方26日付ロイター通信社によると、親会社であるトムソン・ロイターが株式市場に上場している中国の945社の中型および大型非金融企業を対象に行った調査では、2008年から13年9月までの総債務残高が1兆8200億元（約30兆9400億円）から4兆7400億元（約80兆5800億円）に、約2.6倍に激増したという。ロイター通信は中国企業の債務の増加ペースは「前代未聞」とし、今後企業のリストラとデフォルトが加速する可能性があると示した。

鋼材や銅、鉄鉱石の輸入増が急増しているが、使用するわけではなく、担保積み増し用に購入

中国の鉄鋼工場や原材料輸入業者は2012年頃借り入れた融資の担保積み増しか資金返済かの選択を迫られており、生き残るには追加担保を差し入れるしかない状況だという。その為に、鋼材や銅、鉄鉱石などを手許に確保する動きが活発になっており、それが統計上の在庫増や輸入増となって現れているようだ。だが、その担保も需要があってこそその可否である。景気減速の状態では担保価値が更に崩れるリスクは高い。

新華社は、現在約20万社ある鉄鋼取引にかかわる企業のうち1/3は破綻する可能性があると報じている。そのほとんどが銀行から「Commodity Finance」を受けているのは確実であり、多数の企業破綻は担保の大量売却を呼ぶだろう。そうなれば、商品価格は更に下落して市況の悪循環を産むことになる。Mysteel Researchによれば、現在の鉄鉱石在庫の約40%が銀行融資の担保につかわれているという。

既に中国銀行界では不良債権が増加中であるが、特に鉄鋼関連の企業向け融資の焦げ付きが目立っていると言われている。理財商品でもデフォルトが発生し始めたが、政府介入による投資家救済にも限界がある。中国の景気減速は、単なる金融不安ではなく担保処理による商品不況を伴う側面も併せ持っており、その影響がLehman Shockとは異なる波及経路で日本を含む海外市場へと及び可能性がある。

今後の予想

米国のサブプライム問題に発する金融不安が一段落し、アラブの春による中近東の動乱を経て、ギリシャやポルトガル、スペイン、アイルランド、キプロス、イタリア等の欧州債務危機を経て、ようやく西側諸国では金融不安が一層され、株価が上昇して景気が回復しそうになっている矢先に、今度は新興諸国における諸問題が顕在化しようとしている。

その代表格が中国であり、震源の巨大さからもその震度は大きいものと思われる。地震予知情報では年内に大揺れが来るものと思われると述べている。今日の日本経済新聞では、中国の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）財政経済委員会委員を務める1月まで頭取を務めていた中国四大銀行の一つ中国銀行の前頭取李礼輝前行長が、日本経済新聞などのインタビューに応じ、個人向け高利回り商品の理財商品について「一部は債務不履行（デフォルト）を容認すべきだ」と述べた。

これは政府は公的資金を使って救済することはないという宣言とも取れる。また同時に、中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁は11日、預金金利の自由化について個人的な見解としたうえで「1、2年で実現できる可能性が高い」と述べ、預金金利の上限撤廃について初めて時期を明らかにした。影の銀行（シャドーバンキング）をめぐるリスクが指摘されるなか、金融改革を推進する立場を強調した。

これらの措置では、中国の金融機関が大きな試練に巻き込まれることが予想される。不良債権の回収不能による資金繰りの悪化と同時に、これまで守られてきた預金金利と貸出金利の利鞘が縮小し、かつ理財商品の手数料で稼いできた大きな収入がなくなる。それで果たしてやっていけるのか不安になる。

こうした状態が出現するなら、金は買って原油は売りとなるであろう。

掲載される情報は株式会社コモディティー インテリジェンス（以下「COMMI」という）が信頼できると判断した情報源をもとにCOMMIが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、COMMIは保証を行なっており、また、いかなる責任を持つものでもありません。

本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はCOMMIに帰属し、事前にCOMMIへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

COMMIが提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本資料に掲載される株式、債券、為替および商品等金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。

本資料は、投資された資金がその価値を維持または増大を補償するものではなく、本資料に基づいて投資を行った結果、お客様に何らかの障害が発生した場合でも、COMMIは、理由のいかんを問わず、責任を負いません。