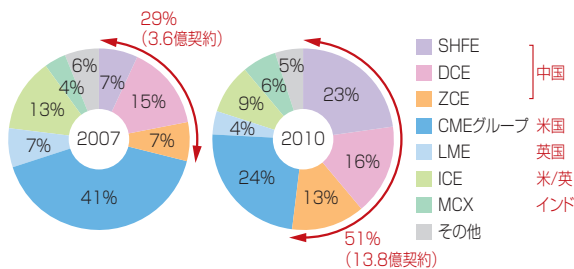


中国商品先物市場：真の発展はこれから

2010年、中国商品先物市場は世界最大の取引量を記録した。2011年、投機熱抑制を主眼とした一連のガイドラインが取引量の急減を招くも、新たに承認された先物投資アドバイス業務、そして導入に向けた議論が続くCTA（商品取引顧問）やオフショア・ブローカレッジが、この市場の発展に寄与するものとして期待が寄せられている。

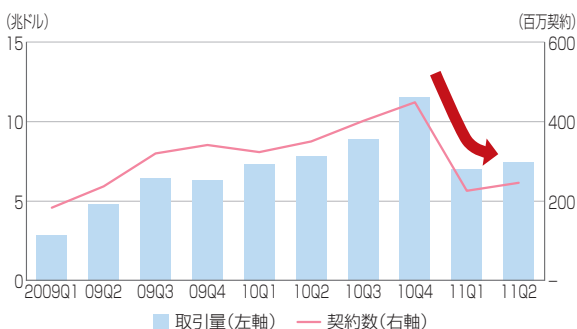
世界最大規模の輸出入を記録し続ける中国では、商品先物市場も事業会社からの需要に応える形で成長を続けてきた。そして2010年には、商品デリバティブの取引規模で世界最大の地位にまで到達している（図表1）。しかしながら、取引量の急拡大に際し、投機熱の高まりを懸念した当局は2010年11月に市場介入を実施。その結果、2011年第1四半期の取引量は対前四半期比で半減した（図表2）。

図表1 世界の商品デリバティブ市場規模の比較



(注) 上位20取引所の集計、契約数ベースのランキング
(出所) Futures Industry Associationの情報をもとにNRRIA作成

図表2 中国商品先物市場規模の推移



(出所) SHFE, DCE, ZCEの情報をもとにNRRIA作成

規制を通じた市場健全化の歴史

中国の商品先物の嚆矢は、1990年開始の鄭州商品

取引所（ZCE¹⁾）まで遡る。当時は明確な規制当局が存在せず、約500社の先物ブローカーが38の取引所で50種類の商品の取引を行っていた。しかし、国務院および国務院によって監督当局に指名されたCSRC²⁾は、市場の冗長さを改善する一連の介入を1993年から1998年にかけて実施し、取引所・商品・ブローカーの整理統廃合を推し進めた。たとえば、取引所については、金属に特化した上海先物取引所（SHFE³⁾、農産物を中心とした大連商品取引所（DCE⁴⁾と鄭州商品取引所の3つへと集約された。また、先物ブローカー数は約100社へ、取引可能な商品も6種類にまで減少した。それ以降、毎年新たな商品やブローカーが承認され続け、今日（2011年8月時点）の商品数は25、ブローカー数は163社⁵⁾まで再拡大している。商品先物の主な投資家は、ヘッジ需要を持つ事業会社、投機や裁定機会も求めるリテールおよびアンダーグラウンド・ヘッジファンド⁶⁾等で構成される。

2010年、中国商品先物市場はブームを迎える。しかし、価格の高騰や市場変動性の高さは、投機的な市場参加者の行動が事業会社の実需に悪影響を与える潜在的リスクとして、当局を警戒させる要因となった模様である。その結果、ホットマネーを排除するための以下の市場管理政策が2010年11月に実施されるに至った。

短期取引の抑制：取引所手数料の引き上げ、そして取引所手数料のキックバックと日計り取引割引の慣行が中止された。これまで取引所は、取引量の多いブローカーへ取引所手数料を戻す慣行を持っていた。ブローカーはキックバックを使って顧客の手数料を割引き、顧客の取引回転率を高めようとするため、間接的に短期取引の増加を招く構造があった。これは近年の不健全な価格形成

NOTE

- 1) Zhengzhou Commodity Exchange. 鄭州商品取引所の旧名は鄭州穀物卸売市場。
- 2) 中国証券監督管理委員会 (China Securities Regulatory Commission)
- 3) Shanghai Futures Exchange
- 4) Dalian Commodity Exchange
- 5) 大半は国内証券会社や事業会社の子会社である。外資とのジョイントベンチャーを組んでいる会社は、中山期貨 (JPモルガン)、銀河期貨 (RBS)、中信新際期貨 (NewEdge) の3社のみである。
- 6) 規制されていない運用助言会社であり、富裕層向けのサービスを提供している。
- 7) Commodity Trading Advisory
- 8) 2011年8月時点で、31の国営企業が承認を受けている。
- 9) 適格国内機関投資家 (Qualified Domestic Institutional Investor) は、CSRCの承認を受けた海外投資が可能な国内資産運用会社を指す。

の要因となったと考えられている。

投機マネーの締め出し：証拠金率の引き上げ（従前の5～7%から10～12%へ）、および1契約あたり想定元本の引き上げ（20～30万人民元へ）が実施された。流動性を意図的に抑え、投機的な取引活動を難しくする変更が行われた。

**市場に活気を取り戻す
新たなサービスへの期待**

2010年11月を境に、想定どおり取引量は大きく減少する結果となったが、そのような中、市場の再拡大へ繋がる可能性のあるサービスへ関係者は期待を寄せているように見受けられる。

そのひとつとして、「投資アドバイス」が挙げられる。CSRCが2011年5月に承認したこの資格を通じ、先物ブローカーは主に事業会社向けにリスク管理コンサルティング、特別調査レポートの提供やヘッジ戦略のアドバイスが提供可能となった。大手ブローカーを中心に、2011年8月の時点で14社がこの資格を取得している。当局や業界団体はトレーニングやテストの機会を用意することで、専門家育成に努めている。

また、今後の可能性として「商品取引顧問 (CTA)」⁷⁾に関心を向ける関係者も多い。CTAは、西洋では一般に商品等先物を中心とした投資を行う運用会社のことだが、中国の場合、同様の形式ながらも先物ブローカーによる投資管理となる見込みである。リテール顧客が直接投資をすることが市場変動の要因になっているとすると、もしCTAを通じた間接投資へリテール顧客を誘導することに成功すれば、市場の投機マネーの低減に貢献すると期待されている。制度の詳細はいまだに議論の最中だ

が、CSRCは制度の実施可能性を精査している模様だ。また、中国先物協会や取引所はCTAに関する知識の提供を開始し、先物ブローカーが将来サービスを開始するための手助けをしている。

その他、商品先物市場に関連する今後のサービスとして着目すべきものに「オフショア・ブローカレッジ」が挙げられる。中国本土の投資家に対し、海外先物市場への投資を手助けするブローカレッジサービスだが、国際資金異動を伴う仕組みの導入に、当局は今のところ慎重な姿勢を取っている。中国事業会社が利用できるのは国内上場の商品先物のみであり、海外エクスポージャーのヘッジ等の目的で海外商品先物を利用するには、国务院の承認を受ける⁸⁾か、香港などに子会社を置くなどの特殊な対応が必要となる。機関投資家の場合、6つのQDII⁹⁾ファンドが海外の商品先物ファンド等への投資を承認されている以外、原則的に国内も海外も商品先物への投資は許可されていない。巨額の輸出入を行う中国事業会社がオフショア・ブローカレッジに対し大きな需要を持っていると語られることが多いものの、現時点（2011年8月）で明確に決まった計画はなく、関係者は今後の動きを引き続き注視している状態にある。

当局の姿勢は慎重だが、より良い市場に向けた歩みを着実に進めている。幅広いサービスを備えた健全な商品先物市場への発展が予感される。

(要約：末吉英範) 

Writer's Profile



霍 昀 Yun Huo
NRIアメリカ
リサーチ・アナリスト
専門はグローバル金融サービス調査
focus@nri.co.jp