

動き出した中国株式先物市場

霍 昀

中国株式先物市場は、目下リテール中心の構造であるが、今後の規制緩和や商品種類の拡大により、機関投資家を含む市場へと転換すると見られる。先物ブローカーは、競争激化のため収益性の悪化に苦しんでいるが、外資系ブローカーも含め、将来の利益確保のためコストを負ってでもこの競争に参加しようとしている。

顧客層——リテール投資家から機関投資家向けの市場へ

2010年4月、中国初の株式先物市場が上海に開設された。同市場は、2020年に向け国際金融ハブとしての地位確立を目指す上海市の戦略の一つで、金融当局であるCSRC^{注1}による市場開放の一環といえる。

中国株式市場は、その顧客構造が他の国々と大きく異なっている。われわれの推計では、世界全体の現物株のブローカレッジ収入400億ドルに対し中国での収入は約140億ドルに達している^{注2}が、その90%はリテール口座からの収入と見ている。

この特性は先物市場でも同じである。新しくスタートしたCSI300^{注3}指数先物のブローカレッジ収入（8億ドル）は、世界全体の上場株式先物における収入（70億ドル）の約10%を占めるが、その97%はやはりリテール口座からである（図1）。6万を超える株式先物口座数のうち、機関投資家は1000程度にとどまり、残りはすべてリテール口座である。

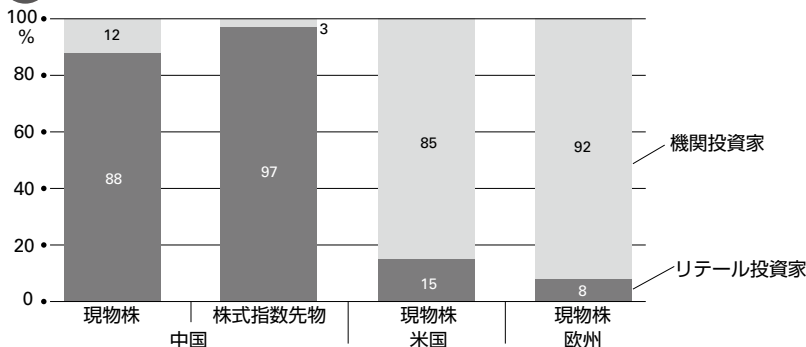
中国株式先物市場は、現在のところ一部の限定されたリテール顧客と機関投資家のみ開放されている。前者の場合、一定の資産を持つデリバティブ取引の知識に長けた顧客だ

けが口座を開設できる。具体的には、投資知識のしかるべき試験に合格し、50万元（約625万円）の証拠金を預けることが必要となる。このような設計思想は、レバレッジが可能な先物取引から投資家を保護する観点もあるが、市場の不安定化を回避したいCSRCの意図もある。中国現物株市場では、どのようなリテール顧客も参加できるがゆえに、投機的な動機を持つ個人が多く参加し市場を不安定化させる要因になっていることを意識していると思われる。

また、CSRCは次の洗練された参加者として機関投資家を呼び込もうとしている。機関投資家については、現在運用会社が公募ファンドで先物を扱うことが可能である。しかしながら運用会社の活動は低調である。その理由としては、①保有規制や投資制約が存在すること^{注4}、②既存ファンドで先物を用いるには目論見書の変更を要すること、③買い持ちしか経験していない中国運用会社にとって先物の利用はいまだに挑戦であること——などが挙げられる。

とはいえ、今のリテール中心の時代は長くは続かないのではないかと。市場が安定し次第、CSRCは機関投資家の参加制限を緩和していくもの

図1 顧客構造の比較（2010年）



注) リテール投資家（中国）：個人投資家および非公式ヘッジファンド^{注11}
 機関投資家（中国）：株式ブローカー（自己勘定取引）、運用会社、QFIIおよびその他認可された会社^{注12}
 機関投資家（米欧）：運用会社、ヘッジファンド、高頻度トレーダー
 出所）NRIアメリカによる推計

と見られる。たとえば2010年7月に試験的に販売された先物を含む私募ファンド²⁵は、適格運用会社による商品として富裕層を対象に募集され、運用会社を先物取引に慣れさせる意味合いもあった。また、運用会社は先物投資を含む新規の公募ファンドも準備し、さらにCSRCは、QFII²⁶向けのガイドラインをまさに施行したところである²⁷。海外市場の知識を持つQFIIが公式なガイドラインに沿って参入してくることは、中国先物市場の活性化に貢献するであろう。

先物ブローカー——競争過多が収益性を圧迫するものの、先行者利益を追求

先物市場の潜在的な成長性は誰もが認めるところだが、激しい競争(137ブローカー²⁸が参入)のためにブローカーの収益性は非常に低い。彼らの収入がほぼゼロとなる手数料を設定(取引所手数料相当額、またはそれ以下の金額のみを顧客に請求)し、参入段階の利益を犠牲にしてまで顧客シェアを取りに行っているもようである。2006年以降、現物株ブローカーは先物ブローカーの株を100%保有できるようになり、約60社の現物株ブローカーが先物ブローカーを買収した。背景には、両者で取次業者契約を結び、現物株顧客へ先物口座を斡旋することで、親会社の顧客基盤を有効活用しようという意図がある。一方、そのような関係を持たない会社は、今はむしろ商品先物の業務²⁹に集中している。

外資系ブローカーも国内系と同様に事業機会をつかもうとしている。外資系の場合、中国先物ブローカーの株式の一部を取得することで参入できる³⁰。2010年末時点では3つの外資系ブローカーが参入を果たしている。JPモルガンは中山期貨の株式の49%を保有、ニューエッジ

とCITICグループ(中信集団)は42対58の持分比率で中信新際期貨を設立、またRBSは銀河期貨の持分16%を取得した。それ以外に、指数先物の投資戦略についての調査レポートを提供し、参入前の関係づくりを進める業者もある。

各社アプローチは異なるが、明らかなのは先行者になることが利益につながるということである。それは、①証拠金が一社のブローカーにより管理されること、②機関投資家は現物および先物を一度に扱う統一のプラットフォームを必要とすること——を背景に、最初にサービスを提供することで困り込みができると考えられるからである。それゆえ先行者として、規制緩和の後に先進的な商品やサービスを幅広く提供できる関係を中国運用会社と構築することが重要と見られる。その際、外資系の、海外市場の直接的な情報力、先進的なトレーディング技術、プライムブローカレッジの経験も切り札となるであろう。一方、国内系には顧客関係や中国金融市場のメカニズムについての長きにわたる見識があり、しかも目下の規制が国内系に有利という事実もある。

リテール顧客が大半を占める構造にあって、われわれは当局が市場開放へ早急に動くとは見ていないが、構造変化は徐々に浸透し、専門的な機関投資家の参入が続くと考えている。もし運用会社やQFIIの活動が拡大すれば、年金・保険・信託などの他の機関投資家の参入もゆくゆくは許可されるのではないだろうか。また、CSI300指数先物が現在唯一利用可能な商品であるものの、さらなる挑戦に耐えられる深みが先物市場に備わったとCSRCが判断すれば、新たな先物商品の登場も期待でき、この新天地での先物ブローカーの事業機会も拡大していくのではないだろうか。結局のところ、中国のデリ

バティブ市場の大きな成長性は疑いがなく、魅力を秘めた市場といえるだろう。(要約:末吉英範)

注

- 1 中国証券監督管理委員会 (Chinese Securities Regulatory Commission)
- 2 世界全体の収入はホールセールのみ額だが、中国の収入は、ホールセールおよびリテールの双方を含む
- 3 CSI300は、上海および深圳証券取引所から選ばれたA株300銘柄で構成される時価加重型の株価指数
- 4 株式指数先物のポジションは純資産の10%を超えてはならない。また投機や裁定目的の利用は許可されず、ヘッジのみが認められる
- 5 私募ファンドの場合、投機および裁定目的での先物利用についての制限はない
- 6 適格海外機関投資家 (Qualified Foreign Institutional Investor) は、上海および深圳証券取引所のA株を売買できる海外機関投資家の資格であり、2002年に導入された
- 7 CSRC公告2011年12号「QFII株式指数先物取引ガイドライン」(11年5月4日)。ヘッジ目的にかぎり最大3社の先物ブローカーとの取引が可能
- 8 CFFEX (中国金融期貨交易所) の会員数
- 9 中国の先物ブローカーは、株式指数先物のほかに商品先物も扱える
- 10 CEPA (Closer Economic Partnership Arrangement: 中国本土と香港間の経済貿易緊密化協定) により、香港企業が中国本土のジョイントベンチャーに投資できる持分は49%以下に制限される
- 11 規制されていない運用助言会社で、富裕層向けのサービスを提供する
- 12 そのほかには、サンシャイン・ヘッジファンド(規制下にある運用会社が信託会社のプラットフォームを通じて設定したファンド)が含まれる

『金融ITフォーカス』2011年6月号より転載

霍 昀 (Yun Huo)
NRIアメリカリサーチ・アナリスト