

[原著論文：査読付]

## 中国人民元建ての上海原油先物取引の現状と将来展望

甘 長青\*

### The Present Situation and The Prospects of Chinese Yuan-Dominated Shanghai Crude Oil Futures

Changqing GAN\*

#### Abstract

As everyone knows, China has been the world's biggest crude oil importer since 2017. But the most important global crude oil price benchmarks are based on the crude oil futures trading of WTI in the U.S., as well as Brent oil in the United Kingdom. What is worse for China, almost all oil contracts are settled in U.S. dollar, not Chinese yuan.

The main purpose of this study is to clarify the present strategy of Chinese government authorities to not only making the Chinese Yuan-denominated Shanghai crude oil futures become Asian oil price benchmark such as WTI and Brent oil in the West, but also giving a boost to Chinese yuan as a major international currency like Dollar.

The fact is the Chinese authorities have detected a potential major breakthrough to make Yuan an international currency from launching the crude oil futures trading on March 26 2018. By the way, it was also China's first futures variety open to overseas investors.

Because Shanghai crude oil futures are interactive with peer contracts exchanged on the market of European countries and the United States, as well as other major markets such as Dubai oil, arbitrage transactions between WTI, Brent and the others during the Asian trading period have turned more active since the launch of Shanghai crude oil futures.

According to the Shanghai International Energy Exchange (INE), a unit of the Shanghai Futures Exchange, for the time being, the daily trading volume reached almost 150,000 lots on average. Related businesses such as trading, settlement, currency exchange, cross-border currency transfer, and delivery in bonds have been operated, which have promoted overseas energy companies' participation in the China market. The fast increasing trading volume of Shanghai crude oil futures indicated that the contracts had been recognized by the market. Since May 2018, the summary code of Shanghai crude oil futures, Shanghai Crude(SC) has reached the world's third active crude oil futures trading markets. Oil and chemical industry giants, commodity traders and investment companies are among the active traders. The launch of the crude oil futures index on March 26 2019 echoes a growing focus on China's crude oil futures at homeland and abroad.

Although Shanghai crude oil futures look successful, however, many issues still lurk. The most essential one is that if it wants to play a more important role in the world crude oil market such as WTI or Brent oil, far more overseas investors are necessary to join in it. With the participation of a large number of multinational oil companies, oil traders and investment banks, Shanghai crude oil futures can form a benchmark price reflecting the supply-demand situation in China and the Asia-Pacific region at large some day.

**KEY WORDS :** Shanghai International Energy Exchange, Internationalization of Chinese Yuan(RMB), Shanghai crude oil futures(SC), Asian crude oil price benchmark

## 1. はじめに

周知の通り、第二次世界大戦後、米ドルは英ポンドから基軸通貨の地位を奪った。今から二十年ほど前に、欧州連合（EU）の統一通貨ユーロが誕生した当初の一時的な脅威を除けば、ドルは本格的な挑戦を受けずに地位を守り抜いてきた。なぜそのことができたのか。米政府や米連邦準備制度理事会（FRB）がドルを介した国際決済の仕組みを通じて、世界全体の取引を監視し「望ましくない取引」を禁止する力を有していることが背景にある。

他方、十年ほど前に世界第二の経済大国となつてから、中国はもはや米国が作った仕組みのフォロワーに甘んじることなく、自らがルール・メーカーになることを望み始めた。

広域経済圏構想である「一帯一路」やアジアインフラ投資銀行（AIIB）を主導し、人民元（以下、元）の国際化を進めて米国の威信に挑戦しようとしたのは、その表れである。

こと元の国際化に関しては、中国は2008年のリーマン・ショックの際、過度のドル依存のリスクを目の当たりにした。そこで、元をクロスボーダーな決済通貨として、海外での利用拡大を促す方向に初めて舵を切った。

足元では、中国が開発した国際決済システムCIPS（Cross-Border Interbank Payment System）が世界で存在感を高めている。2015年10月の稼働後、日本の三菱UFJとみずほのメガ2行を含む89カ国・地域の計865の銀行が加入していることが日本経済新聞の調べでわかった。米国が経済制裁の対象としたロシアやトルコなどを取り込み、2018年の取引額は前年比8割増の26兆元（1元≒16円）にも上る。米現政権の対外強硬路線を逆手に取り、ドルの覇権に楔を打ち込みはじめた（日本経済新聞2019/5/19付[朝刊]）。

しかし、他方では、2015年6月の上海市場での株価急落を受けて、中国当局は同年後半から17年半ばにかけて浮上した資金の流出懸念を抑えるため、資本規制を強めた。

この一件で、海外における元の信頼を毀損し、今も元が「ドルの足かせ」（櫻川[2018]）とまで呼ばれる状況から逃れられずにいる。

もっとも、米中対立が激しさを増すなか、中国は「脱ドル」という触れ込みをしないものの、原油取引を活用する形で反撃に打って出ている。上海市場では、2018年3月26日に、世界の原油取引の決済をほぼ独占

したドルではなく元建ての原油先物が上場した。足元の取引量は、ニューヨークやロンドンの市場規模に近づく世界第三位に成長している。

本稿では、元建て原油先物取引という新しい突破口を見出した中国のグローバル戦略を検証し、残された課題と将来展望を考える。

## 2. 一進一退を続ける人民元の国際化

### (1) 中国も垂涎するドルの「法外な特権」

そもそもなぜ中国が元の国際化を進めるのだろうか。端的に言えば、「基軸通貨国は過大な政治的・経済的な利益に与り、苦勞せずして得をする」と中国が見ているからである。

基軸通貨国が持つ各種利得のうち、たとえば、「法外な特権（exorbitant privilege）」と呼ばれるものがある。これは基軸通貨の発行権、あるいはそれを利用した取得を指す。

西側主要国の中で、率先して共産主義革命後の新中国を承認した、元フランス大統領のシャルル・ドゴールが米国に「法外な特権」を与えたのは、通貨ドルの世界的優位であるとウィットに富んだ指摘をしたことがある。

ドゴール氏のいう「法外な特権」は、普通に考えて見込まれるレベルを超える力を意味する。ドゴール氏は、通貨の国際的な役割と地政学的な力の関係について、深く理解していた。ドゴール氏の先見性と洞察力及び中国に対する理解が、同氏を中国で絶大な人気を誇る西側の政治家の一人に押し上げている。

衆知の話だが、米国の国際収支は1980年代半ばに赤字に転落した。以来、現在に至るまで、米国はほぼ一貫して世界最大の債務国であるにも関わらず、中国などから低金利で調達した資金を株式、投資信託といったリスク資産に投資して正の超過収益を得ている。

まさしく、「中国が輸出主導で成長していく債権国だといっても、米国はドルを減価させることで債務を帳消しにできる。通貨は「権力」となる。」（前掲の櫻川[2018]）。

米国からすれば、この法外な特権を脅かす如何なる通貨の存在も許容できない。一方、中国を含む挑戦者は、当然この「美味しい」法外な特権を手中に収めたいがるわけである。

### (2) 千載一遇だった米国発の国際金融危機

2000年代の終わり頃、米国債や不動産等を買いま

くるチャイナ・マネーが世界を駆け巡るようになった。そうしたなか、中国には大国の通貨に相応しく、元が世界の資本・貿易取引に使われ、いずれドルに匹敵する国際通貨になってほしいという期待も生まれた。

おりしも2008年秋の米投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻に端を発した国際金融危機に伴い、ドル相場が大きく下落し米国の覇権国家としての力の衰えも目立ち始めた。「好機は逸すべからず」とばかりに、中国国内では、このチャンスを捉えて元の国際化を巡る議論や各種の取組みなどが本格化した。

### (3) IMFのSDR構成通貨にもなった人民元

中国側の努力の成果が認められて、2016年10月に国際通貨基金（IMF）により、元がドル、ユーロ、ポンド、円に次ぐ5番目の特別引出権（SDR）構成通貨として組み込まれた。

IMFによると、世界の外貨準備高に占める元建て資産の割合は、2016年末の1%強から18年末の1.9%へとじわじわと伸びている。

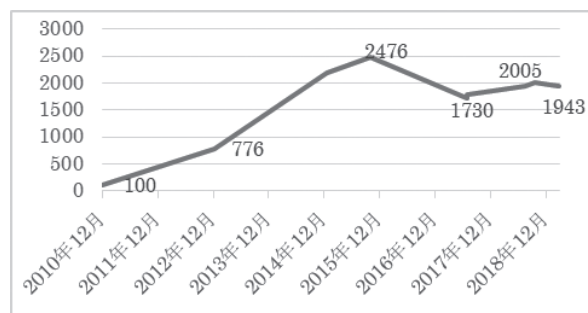
近年、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行、フランス銀行、ドイツ連邦銀行など多くの先進国中銀が多通貨分散運用の一環として、元建ての資産を外貨準備に加え始めた。

### (4) 横ばい状態が続く人民元国際化の度合

他方、イギリス系のスタンダード・チャータード銀行が2010年12月以降毎月発表する元の国際化の度合いを指数化したスタンダード・チャータードRGI（Standard Chartered Renminbi Globalisation Index）の推移からは、元の国際化の停滞ぶりが見て取れる。

スタンダード・チャータード銀によれば、2010年12月を100としてスタートした同RGIは、15年9月には2,476ポイントとそれまでの最高を記録した。しかし、その後は、しばらく低下を続け、17年7月以降、緩やかな上昇傾向に転じたものの、18年7月から19年3月現在に至るまではおよそ1,900ポイント台で横ばいをしている（図1）。

図1 スタンダード・チャータードRGIの推移



出所：スタンダード・チャータード銀行

「一帯一路」とAIIBは、いずれも人民元の国際化を図ろうとする一面を持つが、AIIBの公開情報によれば、これまでのところ、対象プロジェクトの融資のほとんどがドル建てである。いまだ他通貨との交換性が低いという元の流動性問題などを背景に、借り手側で元建て融資への関心は高くないからである。

こうしたなか、中国当局が次第に目を向けたのは元建ての原油先物取引の上場である。

## 3. 元建ての原油先物取引の仕組み

### (1) 世界最大の原油輸入国V S 基軸通貨国

対米で総合国力が大幅に劣後する目下の中国にできることは、持っている道具を地政学的なツールに変えて、フルに活用することだけである。そうした中国が持つ道具のうち、見方によっては世界最大の原油輸入国以上に威力が大きいものはない。世界一の原油生産量を誇る米国内の在庫が予想以上に増え、需給が緩む足元では、特にその傾向が強い。

もし元が原油取引に広く使われているドルの一部でも取って代わった場合、インパクトが一層増してくる。中国のエリートたちには元がドルのように、孫悟空の如意棒如きの道具として自由に使えたら、自国の国際的な立場は一体どうなるだろうとの思いを巡らせる人がいないとすれば、本当に驚きである。

### (2) 原油現物の価格基準と化す原油先物価格

第二次世界大戦後の国際原油市場では、価格の変化は各国の経済発展やグローバルな政治関係に大きな影響を及ぼし、場合によって戦争に至った場合もあった。そうしたなか、油価乱高下のリスクを和らげるため、1983年5月に米ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）でWTI（West Texas Intermediate）の取引が世界初の原油先物として上場した。

ちなみに、「原油先物取引」とは将来のある期日にある一定価格で、ある一定量の原油を取引するという契約を指す。一定の決められた価格で一定量を将来の期日に受け渡す取引であるため、将来原油を決められた価格で取引したい人が将来の価格変動を気にせずに取引できる。つまり、将来の原油価格の変動に対するヘッジとして、有効な商品である。

その後、1997年に、ロンドン国際石油取引所（IPE）は、欧州の北海油田の英国産ブレント原油（Brent Crude）の先物取引を始めており、以後原油先物の取引量が急速に増えた。

例えば、実際のWTIの1日平均の産出量は100万バレル程度と、世界全体の1～2%程度に過ぎないのに対し、WTI先物の1日平均の取引量はざっとその100倍の1億バレルを優に超える。結果的にはWTI先物価格の大きな変動（特に値上がり）は現物取引の値付け、ひいては世界経済に直接大きな影響を及ぼしうる。

そのため、現物の原油取引では、ほとんどの場合、先物取引の相場を基準にしている。

### (3) 上海原油を世界の主要原油先物指標に

現在、中国は米露、サウジアラビア、カナダに次ぐ世界五位の原油生産国でもある。国際原油市場の安定維持は、中国のエネルギー安全保障にとって重要な戦略的意義をもつ。

他方、米国は国内のシェールオイルの増産を受け、2018年に世界の産油国に躍り出て現在に至る。トランプ大統領は、原油輸出の拡大を米国の影響力増強につなげる「エネルギー支配」を目指すと宣言している。もちろん、中国にとって、原油取引のドル建て決済という現状に加えて、原油供給にまで米に牛耳られることはぜひ避けたいところである。

そうしたなか、元建ての原油先物が上海で上場した。原油の先物取引所が置かれたのは上海先物取引所（SHFE）の傘下の「上海国際エネルギー取引センター（INE）」である。ここでは、原油を含むエネルギー関連銘柄の先物取引が全て元建てで幅広く取り扱われている。

元建ての上海原油先物の上場から、米国の原油覇権に挑む中国の狙いが見えてくる。中国としては元建ての上海原油先物を、WTI先物やブレント先物に匹敵する世界の主要原油先物指標の1つに育て上げるつもりだろう。

### (4) 先行するWTIとブレントの二大原油指標

世界の原油市場は、およそ消費地毎に形成されている。現在、米国を中心とする北米にはWTI原油、欧州には北海ブレント原油、更にアジアにはドバイ原油の三大市場がある。

WTI原油は、米テキサス州産とニューメキシコ州産の原油を指す。直近の取引データでは、WTI原油先物の2019年5月の売買金額の日平均値は、約400億ドルと世界の原油先物市場の中で最も多い。なぜかという点、硫黄分が少なく精製し易い高級原油である点や、NYMEXで24時間取引されており、石油会社の実需に伴う取引のほかにファンドや金融機関による投機的な売買もあり、取引が盛んに行われているためである。また、原油の生産量と消費量がダブル世界一の米国で使われる油価指標だけあって、景気動向を判断する目安としても注目されており、名実ともに原油先物取引の最も重要な国際指標となっている。

他方、IPEで取引されている欧州指標のブレント原油は、WTIほどではないものの、硫黄分の少ない良質な軽質油で原油価格市場においてWTIと並ぶ重要な位置を占めている。

ちなみに、ブレント原油は世界で産出される原油の約1%を占める程度で、かつ生産量は減少傾向だが、その先物価格指標は欧州だけでなくアフリカ、中東の精製石油の値付けにまで参照される慣習があり、影響力が大きい。

### (5) アジア市場における原油価格決定方式

#### ①アジアの代表的な価格指標ドバイ原油

上記の二大指標のほか、ドバイ商品取引所（DME）における中東油種の指標となっているアラブ首長国連邦のドバイ産とオマーン産の「オマーン原油（日産量は約80万バレル）」の先物も重要な価格指標である。主にアジアに輸出されていることから、オマーン原油の先物はアジアの代表的油価指標とされてきた。

なお、硫黄分が少ない高品質なWTIやブレントより、硫黄分が多いオマーン原油は幾分安く取引される傾向にある。ちなみに、東京商品取引所（TOCOM）において円建てで取引されている原油先物はこの地域の産出である。

中東の中質原油は、TOCOMに「ドバイ原油」として上場されているが、2018年の日平均の取引量（出来高の数量換算）は、WTIの日平均取引量の1%未満と二けた違いの差がある。

#### ②実際のアジア市場の原油価格決定方式

現在、アジア市場において流通する原油の大半が中



東産で、TOCOMのドバイ原油は日本の代表的な油価指標とされ、DMEのオマーン原油はアジアで重要な油価指標扱いである。

他方、中東原油のアジア向け輸出価格は、エネルギー情報配信会社プラッツ（Platts）が日々発表するドバイ原油のスポット価格に基づいて決定されている。なお、プラッツの発表価格「プラッツドバイ原油」は、TOCOMのドバイ原油先物取引を反映している。そのため、TOCOMのドバイ原油先物の取引規模が小さいものの、アジア市場における中東産原油の価格決定時の重要参考値であると言える。

## (6) 上海原油先物取引の仕組みと概要

### ①取引参加者

原油先物の上場在先立って、中国は2012年の11月に法的規制を改めて、海外投資家も国内の商品先物取引が直接行えるようにした。

現在、取引に参加できるのは、会員登録をした中国国内の投資家「登録会員」、または一定の基準を満たして、「海外特殊参加者」の資格を得た海外の投資家に限られている。

### 【登録会員（中国国内登記企業に限定）】

登録会員の資格は、INEの同意を得て譲渡できる。INEのウェブサイトによると、2019/05/31現在、151社の中国国内の先物取引企業と、CNUOC（中国聯合石油）、TWINANCE OIL（広州市華泰興石油化工）、SHINCHEM OIL（中化石油、国有のトレーディング会社）、中石油燃料油有限責任公司、CNOOC（中国海洋石油）、PETROCHINA INTERNATIONAL EAST CHINA（華東中石油国際事業）、中石化（上海）エネルギー貿易有限責任公司（Unipet=国有石油企業Sinopec傘下のトレーディング会社）、ZPC（浙江石油化工）からなる8つの石油会社が登録している。なお、これらのうち、CNPC（中国石油天然気集団）、PetroChina（中石油）、Sinopec（中国石油化工）などといった大手国有石油会社傘下の子会社も複数ある。

### 【海外特殊参加者（海外登記企業に限定）】

中国当局が国内勢ばかりの売買では流動性に限界があるとして、当初から海外勢を積極的に勧誘している。ただ、2019/05/31現在、INEのウェブサイトからは、海外特殊参加者の存在が確認されていない。ちなみに、海外特殊参加者になるには、INE及び監督当局・中国証券監督管理委員会（CSRC）の規定を同時に満たす必要がある。海外特殊参加者の資格は譲渡できない。なお、海外特殊参加者は取引参加の有無により「海

外特殊取引参加者」と「海外特殊非取引参加者」に分けられる。

### 【海外ブローカー】

海外ブローカーは、直接取引には参加せず、登録会員または海外特殊取引参加者に取引を委託する海外の投資家である。なお、登録会員または海外特殊取引参加者は、海外ブローカーと委託代理業務契約を結んだ場合、業務開始前にINEに届け出なければならない。

INEのウェブサイトによれば、届け出済みの海外ブローカー全10社のうち、J.P.Morgan Securities plc（英国）、Straits Financial Services Pte Ltd（シンガポール）を除けば、残り8社は、いずれも香港登記企業である。

### ②取引時間・単位、受け渡し可能油種等

INEでは、原油先物が基本的に午前9:00～11:30、午後1:30～3:00およびINEの規定に基づくその他の時間帯で取引が行われている。

上海原油先物の取引単位がWTI先物やブレント先物と同じく千バレルで、価格水準は1バレル当たり0.1元（約1.6円）刻みの値付けとなっている。なお、相場の騰落は最高で前取引日の決済価格の原則4%までとされ、取引保証金の下限は契約価値の5%までである。受け渡し可能な油種は流動性などを基に決定される。2019年5月末現在、アラブ首長国連邦のドバイ原油と上部ザクム原油、オマーン原油、カタール海洋鉍区油、イエメンのマシラ原油、イラクのバスラ・ライトの6種類の中東産原油と中国産の勝利原油を含む計7銘柄（油種）が対象油種となっている（表1）。

これまでのところ、受け渡し可能な油種の変更は一度もなかったが、INEは必要に応じて受け渡し可能油種や品質等を調整するとしており、将来的に変更の可能性もありうる。

表1 上海原油先物の認定油種及びその特徴

原産国	油種	API度 最小値	硫黄含量 最大値(%)	プレミアム (元/バレル)
アラブ 首長国連邦	ドバイ 原油	30	2.8	0
アラブ 首長国連邦	上部ザクム 原油	33	2	0
オマーン	オマーン 原油	30	1.6	0
カタール	カタール 海洋鉍区油	31	2.2	0
イエメン	マシラ原油	31	0.8	5
イラク	バスラ・ ライト	28	3.5	-5
中国	勝利原油	24	1	-5

出所：上海国際エネルギー取引センター（INE）

### ③取引コード、決済口座

上海原油先物の取引コードは、国際的にSC（上海原油=Shanghai Crude）となっている。

原油先物取引の決済に関するルールを定めた中国人民銀行公告[2015]第19号に基づき、取引は、全て元で計算・決済されるため、国内の「登録会員」と同様に、海外投資家（海外特殊参加者、海外ブローカー）は、先物保証金預託銀行（Depository Bank、現在12行の中国国内銀とシンガポールのDBS銀行の中国法人を含む計13行が指定されている）に専用の元建ての決済口座を開設する必要がある。

なお、外貨は保証金に使えるが、外貨保証金は「元に両替してから原油先物取引の決済に用いることができる」と定められており、両替せずに決済通貨としては直接使えない。

### ④TOCOMを他山の石に裁定取引や実需に対応

アジアでは、上海原油に先行する中東原油の消費地先物市場TOCOMは、国際慣例の「ドル建て・バレル単位」ではなく、「円建て・キロリットル単位」での「異様な取引であるということもあって、日本国内からすら個人投資家が集まらず、出来高が低調なまま、国際的に存在感が小さい市場となっている。

TOCOMの教訓を他山の石として、INEでは、取引単位を「バレル」にし、海外からの参加者を呼び込むために、税制上の優遇措置として、中国に法人や事務所を登記していない海外の機関投資家の場合、中国国内の取引で得た所得に課税せず、海外の個人投資家については、所得税を3年間免除するとしている。

原油先物は、市場間や現物・先物間などの価格差を利用して利益を得る目的で行う裁定取引が容易であることは取引の活性化にとって重要とされる。上海原油先物の場合、仕組みの設計上、WTIやブレントなどと裁定取引ができるような時間設定等を工夫している。

更に、先物だけでなく実需家が取引に参加し、国内の指定貯蔵タンク（山東省の日照と青島、浙江省の舟山と寧波と岱山、広東省の湛江、遼寧省の大連、上海市の洋山の沿岸部8ヵ所に設置）から前出の表1の7油種の現物の受け渡しもできる。これは実需取引が増えれば、ヘッジ手段として先物取引も増える可能性があるのを想定しているためであろう。ちなみに、海外投資家を呼び込むために、WTIやブレントなどの海外市場との裁定取引を行うことを可能とするために、全8ヵ所の指定貯蔵タンクは、全て中国の税関の許可なしに原油を海外に自由輸送することができる保税区域

(bonding area) に設置されている。

## 4. 現時点の成果及び残った主な課題

### (1) 元建て原油先物取引の背景と主な狙い

中国は、長年、消費する石油の約半分をアラブ諸国やイランなど中東地域から輸入してきた。世界一の原油輸入国になった今も、自国の需要動向が国際価格にそれほど反映されていない。また、米国の干渉を受けずに、中東などから自由に石油資源を輸入できない。

他方、目下のアジアではベンチマークとなるような原油先物取引は行われていない。DMEのオマーン原油先物がアジア市場を代表するという見方もあるが、2007年の取引開始以来の平均取引高は一日5千枚（50万バレル）程度と限定的であるゆえ、力不足の指摘が根強い。更に中国、インド、日韓などアジア諸国の大半が輸入原油に頼るなか、実際の需給関係に基づく価格指標のほうがより油価変動リスクのヘッジにつながる可能性がある。

元建て原油先物取引の上場は、中国は現物市場の大口顧客として、先物の取引においても一定の影響力を発揮しようとする表れである。中長期的には、世界市場における原油の値付けに存在感を見せる思惑もあるだろう。

何より中国は、原油という世界で最も重要なコモディティの取引の決済通貨に自国の通貨を使うことで、元をドルのような世界レベルでの重要な通貨にしたいとも考えている。

中国からすれば、ドルが第二次世界大戦後の70年以上にわたって基軸通貨としての地位を維持してきたのは、サウジアラビアを始めとする中東の主要産油国が原油取引の決済通貨にドルを使用するのに同意したことによるところが大きい。このため、元の使用を拡大するには、原油が重要な突破口になりうると中国が結論付けても、間違いなさそうである。

更に中国当局は現在、上海をニューヨークやロンドンに匹敵する国際金融センターに押し上げ、ノウハウが米国と英国に集中している先物の技術でも両国に追いつくことを目指している。実際に、先物取引など金融関係の裁判を取り扱うため、2018年8月20日に「上海金融裁判所」が設立されたばかりである。

### (2) これまでに挙げた主な成果と残った課題

#### ①WTIやブレントに次ぐ世界3位の取引規模

上海原油先物の上場初日、2018年3月26日の取引高

は4万2336枚（1枚＝千バレル）であった。中国初の原油先物だけあって、1ヵ月後の4月26日の取引高は10万9334枚に達し、DMEのオマーン原油先物の取引規模を大幅に超えた。直近のデータでは、19年6月10日には38万2962枚を記録し、初日の9倍になっている（<http://www.ine.cn/statements/dailyweek/>）。

中国紙「先物日報」の2019/03/26付記事によると、2019年3月25日までの最初1年間の累計取引量が3670.03万枚（ニューヨークやロンドンに次ぐ世界三位）に達し、1日平均取引量15.10万枚、売買口座開設は既に4万件を超えたという。日平均40～50万枚の取引量が行われるプレント原油やWTIに比べても、取引量の面に限れば、上海原油先物は取引開始の一年目にしては、善戦しているといえる。

**②いぜん国内勢が中心の取引参加者の構成**

しかし、課題も見えてきた。例えば、上海原油先物の取引参加者が国内の産業界や投機家が中心となっており、外国勢は上場当初と変わらず華僑や華人企業がほとんどである。

中国当局は、これまで海外投資家の誘致に力を入れてきた。外国企業や個人投資家に対して、法人税や所得税の面で優遇している。

ただ、商品先物取引のルールを定めるはずの「中国先物取引法」が未整備ということもあって、当分の間、海外勢が時間をかけて複雑な仕組みについて理解を深めてからでないと、大量に参入し積極的に取引を行うことが期待できないというのが大方の見解である。

**③海外勢の参加意欲を削ぐ為替変動リスク**

為替リスクは、外国勢の参加を阻むもう一つ大きなハードルである。中国国家统计局は2014年分以降、毎年の『国民経済・社会発展統計公報』で年間の元・ドル平均相場を発表しているが、それによれば、2014年以降の年間平均相場は総じて下落傾向にある（表2）。

表2 近年の元・米ドル平均相場の変動状況

年	年間の平均相場	変動率
2014	1ドル＝6.1428元	前年比0.8%上昇
2015	1ドル＝6.2284元	前年比1.4%下落
2016	1ドル＝6.6423元	前年比6.2%下落
2017	1ドル＝6.7518元	前年比1.6%下落
2018	1ドル＝6.6174元	前年比2.0%上昇

出所:中国国家统计局

このように、ドル・元の相場は常に変動するなか、

上海原油先物は元建て決済のため、海外の投資家には為替リスクが障害となる。

更にWTIやブレント、ドバイの先物取引はいずれも生産地付近で行われているが、上海市場の場合、産地の中東から遠い中国での受け渡しとなるため、どうしても輸送コストの変動や国際政治情勢の影響を受けてしまう。

**④十分な流動性の確保も依然大きな課題**

十分な取引量に裏づけされた流動性の確保も課題である。現状では、参加者の8割強が中国内の投資家（主に個人）、しかも特定の油種に偏る傾向がある。流動性が低い市場は、価格・量ともに買いたい時に買えず、売りたい時に売れないことが起こるリスクが高く信頼されない。現に成熟した市場が欧米に存在するなか、上海のような新規市場は国内外の参加者にとって使い易く魅力的なものでなければ、これ以上の取引量の増加は望めない。

**5. 上海原油先物市場の評価と展望**

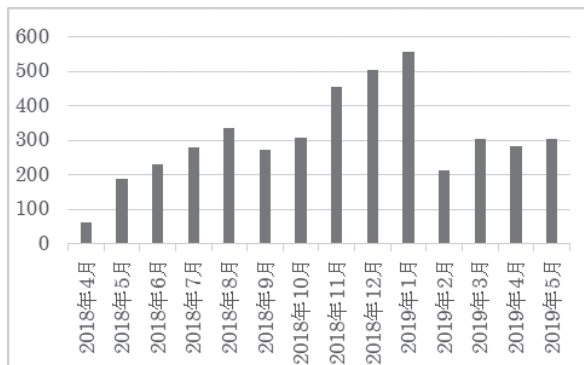
世界市場における原油の現物価格は、基本的に先物価格が指標となって、価格形成が行われている。そのため、原油の世界では、先物価格と現物価格は、ほぼ同義語のように扱われる。そうしたなか、中国は自国通貨建ての原油先物市場を立ち上げ、国際原油の価格形成に影響力を及ぼすことを目論んでいる。

もし上海市場で原油という大型商品の元建て先物取引が活況を呈し、世界の一大指標として受け入れられれば、元の存在感を高める重要なステップになる。中国はあえて元建てというグランドデザインに拘り、中長期的視点に立って戦略的に動いているとも言える。

但し、下の図2から見て取れるように、取引開始直後の2018年4月から19年1月までは順調に取引量を伸ばしたものの、同2月以降の月間取引量は、ほぼ200万～300万枚の間で横ばいし、当初の勢いが失われつつある。

その背景には、米中対立の激化がすでに減速している経済を一段と圧迫した結果、世界の原油需要の鈍化といったリスクの増大に投資家の視線がシフトしたことが考えられる。

図2 上場以来の上海原油先物の月別取引高  
(2018年4月～2019年5月 単位：万枚)



出所：上海国際エネルギー取引センターより作成

また、海外の投資家、たとえば日本在住者にとって、TOCOMには決済通貨が円のため為替リスクが生じないドバイ原油の先物が上場されているほか、世界最大のNY市場に円と自由に交換できるドル建てのWTI原油先物などといった選択肢が豊富にあるため、わざわざ上海の原油先物市場で円との交換が不自由な元建てで取引をするメリットは大きくない。

また、これまでは中国の金融や証券担当の規制当局のルールが前触れもなく突然変更されたことがあり、上海市場の信頼性がまだ高める余地がある。特に海外のトレーダーには制度の安定性を見極める時間も要るだろう。

#### 【参考資料】

- 1) 櫻川昌哉 (2018/11/8) 「ドル1強」の行方 (上) 中国、依存継続なら失速も, 日本経済新聞 (朝刊) 「経済教室」
- 2) 上海先物取引所・上海国際エネルギー取引センター編 (2018) 原油先物100問
- 3) 中国人民銀行 (2018) 2018年人民元国際化報告 (中英文版)
- 4) 日本経済新聞 (2019/5/19 付電子版) 人民元, ドル覇権に一石 独自決済網 89カ国・地域に 米制裁対象のロシアやトルコなど取り込む
- 5) 村井美恵 (2018/04/17) 中国元建て原油上場に見る中国の深謀, マネックス証券コラム2019年6月10日閲覧 <https://media.monex.co.jp>
- 6) Anjali Raval (2018/3/25) China seeks to extend oil market clout with new contract: Beijing eyes bigger role for currency for renminbi-based benchmark, FINANCIAL TIMES

以上のほか、ニューヨーク・マーカンタイル取引所 (NYMEX)、東京商品取引所、ロンドン国際石油取引所 (IPE)、ドバイ商品取引所 (DME)、上海国際エネルギー取引センター、中国証券報、上海証券報、新華社、先物日報などのウェブサイトを参照。

Received date 2019年6月12日

Accepted date 2019年8月8日