



国債先物取引の再開¹

李 永森[※]

要約

1. 中国では、国債先物取引の準備作業のため、2012年2月13日から内部システムによる模擬取引に入った。中国証券監督管理委員会（証監会）の郭樹清主席は、同年4月17日、年内にも国債先物取引を開始する意向を表明している。これにより、一時停止されていた国債先物取引が17年ぶりに再開される見通しとなった。
2. 多くの国において国債先物は、自国国債を原証券とするものだけでなく、他国の国債を原証券とするものも上場され取引されている。国債先物は、最も重要な金利先物商品となっており、米国債の国債先物の取引量は世界全体の先物取引の中でも大きな割合を占めるに至っている。
3. 中国で国債先物取引を再開する背景には、①金利の市場化の推進、②機関投資家の金利変動リスクの回避、③金融市場の更なる整備、④公開市場操作の手段の追加、⑤中国金融市場の国際競争力の強化がある。
4. もっとも、国債先物市場の発展度合いは、現物国債市場の発展度合いに左右されることになる。このため、中国でも、現物国債の発行規模、種類、割当、市場の流動性、投資家構成、リスク管理システム、技術環境などの改善を進める必要がある。
5. 国債先物市場の整備に当たっては、中国では、①市場のリスク監視の強化、②法体系の更なる改善、③国債の銀行間市場・取引所市場間の連携と流動性確保、④商品種類の制度設計強化、⑤適格投資家制度の実施、⑥国債現物市場の改善が必要である。
6. 一般的に、金融デリバティブ市場のリスクは、現物市場に比べてかなり高い。中国では過去に国債先物をめぐる事件も起きており、国債先物市場の整備に当たっては、規範を完全に整えてから発展を進める「慎重性の原則」を採り、リスク防止を最優先に考慮しなければならない。

1. はじめに

中国での国債先物取引実施に向けた準備作業は、内部システムの検証を終え、2012年2月13日から同システムを使った模擬取引に入った。国債先物取引は長い準備期間を経て模擬運用の段

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2012年第7期掲載の「国債先物取引の再開」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛または抄訳としている場合がある。

[※] 李永森 中国人民大学金融証券研究所 研究員

階へと進んだ。模擬取引における4カ月間の市場運用は、良好な状態で行われた。金融機関の意欲は高く、取引も活発で、規則の制定作業も比較的整然かつ合理的に進み、リスク管理も適切に行われ、システムの運用状況も安定的であった。中国証券監督管理委員会（証監会）の郭樹清主席は4月17日、年内にも国債先物取引を開始する意向を表明した。これにより、固定利回り型の重要な金融商品を原証券とする金融デリバティブとして、一時停止されていた国債先物取引が17年ぶりに再開される見通しとなった。

II、国債先物取引の発展

世界初の国債先物（米3カ月物TB）が1976年に米シカゴ・マーカンタイル取引所（Chicago Mercantile Exchange、CME）の国際通貨先物市場に登場したのに続き、資本市場における長期金利のリスク管理を目的とする米30年物長期国債先物が1977年8月にシカゴ商品取引所（The Chicago Board of Trade、CBOT）で導入された。導入から36年、機関投資家の金利変動リスク回避に適した国債先物取引は急速に拡大し、最も活発に取引される金利先物商品の一つとなり、現在の国際市場において取引量が最も多い金利先物となった。米国に続いて、英国、日本、ドイツ、フランスなどの先進国が国債先物を相次いで導入している。特に金融危機の発生後、国債先物や他の金利先物商品は、世界各国からこれまで以上に重視されるようになった。1998年のアジア通貨危機後は、危機によって損害を被った韓国やシンガポール、香港、台湾などの国・地域で国債先物取引が次々と導入された。今回のユーロ圏におけるソブリン債務危機に際しても、金融機関は国債先物取引をヘッジングによるリスク回避の手段として用いた。現在、主要先進国や中国を除く新興市場国（ブラジル、ロシア、インド、南アフリカ、韓国など）を含め、すでに26カ国（地域）の28カ所の先物取引所で国債先物取引が行われている。多くの国において国債先物は自国国債を原証券とするものだけが上場しているわけではなく、他国の国債を原証券とする国債先物の上場取引も行われている。例えば、英ロンドン国際金融先物取引所（1992年の合併後にロンドン国際金融先物・オプション取引所となった後、2002年に欧州取引所ユーロネクストと合併。合併後の名称はEuronext.liffe（ロンドン国際金融先物・オプション取引所））では、償還期間の異なる英国の各種長期債券（国債）を原証券とする国債先物が上場しているほか、日本やドイツ、イタリア、米国の各国債の先物も扱われている。また、フランスの先物取引所ではイタリアの国債先物の上場取引が行われ、日本では米国債先物が、シンガポールでは日本国債先物が、それぞれ取引されている。国債先物はすでに最も重要な金利先物商品であり、米国債先物の取引量はすでに先物取引全体の中でも大きな部分を占めるまでになった。

中国もかつて、1992年に国債先物取引を導入していた。しかし、当時は市場環境の整備が十分でなく（法制度の不備、金利市場化の遅れ、国債現物市場育成の遅れなど）、監視体制やリスク管理の不備、過剰な投機性などの課題もあった。この結果、市場の運営が適正に行われず、投機的な雰囲気濃厚になり、規範を無視した取引行為が横行するなど問題が噴出した。1995年2月23日に起きた「327国債先物事件」は、こうした問題の象徴とも言える。この事件の当事者であった万国証券は、申銀証券との合併を余儀なくされ、1995年5月には国債先物取引が一旦停止されることとなった。

Ⅲ、国債先物取引再開の必要性

先物市場にはリスク回避やヘッジング、価格形成などの機能がある。以下では、中国における金融改革の全体的な状況を踏まえた上で、国債先物取引を再開する必要性について論じたい。

1. 金利の市場化を進める必要性

中国人民銀行（中央銀行）の管理下にある中国の基準金利（システム）には、通貨市場における上海銀行間取引金利（SHIBOR）、預金・貸出市場において人民銀行が定める金利、資本市場における債券利回り－国債利回りがあがる。金利の市場化を目指した過去十数年の改革を経て、中国人民銀行の厳重な統制下にある商業銀行の預金・貸出金利を除いて、金融市場（銀行間取引市場、レポ市場、割引および再割引市場）における金利はほぼ市場化されており、債券市場（主として銀行間債券市場）の金利の市場化も相当程度進んでいる。ただし、銀行間債券市場は連続オークション方式（ザラバ方式）を採用していないため（ブックビルディング方式を採用）、価格の連続性が保てないことが多く、オファー・成約情報の統一性や透明性が低く、償還期間によって国債取引の活発さに大きな開きがある。これは、国債現物市場におけるイールドカーブ（利回り曲線）の連続性や精度、信頼性にも影響を及ぼしている。国債先物の価格形成機能とは、現物市場で予想される将来価格（金利）が先物価格に等しくなることを示しているが、予想の土台となるのが現物市場の金利動向である。国債先物が活発かつ連続的、大量に取引されると、先物および現物市場における裁定行動を通じて国債現物市場の利回り曲線が修正されるため、精度や連続性が向上し、市場を先導することのできる利回り曲線の形成に役立つ。国債先物取引が導入され、預金・貸出金利の規制が将来的に緩和された暁には、人民銀行の金融政策による管理のもと、債券市場と金融市場、預金・貸出市場を合わせた基準金利システムが以前に比べ整合的に形成されることが期待される。

2. 機関投資家の金利リスク回避という現実面の要請

金利の市場化に向けた改革が進むにつれ、金利変動幅が大きく広がり、金融資産（株式、債券などを含む）の保有者が金利リスクに直面するため、リスク回避のメカニズムが必要になる。中国が 1981 年に国債の発行を再開して以来、発行規模は拡大を続け、1994 年には年間発行額が 1,000 億元を突破、2009 年からは 3 年連続で 1 兆 5,000 億元を突破している。債券価格は、株式価格に比べて金利変動による影響を受けやすい。中国における主な国債への投資家は商業銀行である。中国銀行業監督管理委員会（銀监会）のデータによれば、2011 年末時点、中国の銀行全体の総資産は 113 兆 2,873 億元で、うち商業銀行の総資産は 91 兆 9,975 億元（うち大手商業銀行 53 兆 6,336 億元、株式制商業銀行 18 兆 3,794 億元、都市商業銀行 9 兆 9,845 億元）であった。中央国債登記結算有限責任会社のデータ（以下、特に注記のないデータはすべて同公司からの引用）によれば、2011 年末時点の商業銀行の国債保有額は 4 兆 1,736 億 2,000 万元で、同時点における国債発行残高（7 兆 3,839 億 700 万元）の 56.52%、同様に商業銀行総資産の 4.54% を占めた。2011 年末時点の中国全体の債券発行残高は 21 兆 3,575 億 9,700 万元で、このうち商業銀行などの金融機関が参加する銀行間市場の投資家が保有する分は 20 兆 2,168 億 200 万元であった。これは同時点における銀行業総資産の 17.85% に当たる。保有者の大半が金融機関に集中しているため、リスク分散には不利な状況である。例として 2012 年記帳式有利子国債（第三期）を挙げ

ると、償還期間は5年、額面利率は3.14%で利子は毎年支払われる。額面100元の同債券の市場価格は100元（当時の市場金利と同国債の額面金利は3.14%で同等）で、市場金利が100bp上昇して4.14%となれば同債券の市場価格は95.56元に下落し²、保有者は4.43%の損失を被ることになる。この大まかな計算方法（計算精度を高めるためには、償還期間の異なる国債の価格下落率や価格下落による損失をそれぞれ算出し、未償還国債全体の損失額を求める必要がある）によれば、2011年末時点で銀行が保有していた4兆1,736億2,000万円の国債の価格下落による損失は約1,800億元となる。つまり、銀行が国債など債券に投資した場合は金利変動リスクが高く、国債以外の債券も合わせて考えた場合、金融機関が直面する債券の金利変動リスクはさらに大きくなり、上述したような市場金利が100bp上昇した場合の保有債券の価格下落に基づく損失はより大きくなる。債券の金利変動リスクを管理する効果的な手段となる国債先物取引がなければ、商業銀行などの機関投資家間で高まる金利変動リスク回避のニーズに対応できない。

国債先物取引がない状態において、国債現物市場での金利変動リスクに対して商業銀行などの金融機関が取るべき手段はどのようなものであろうか。資産構成のための必要性から国債を購入・保有しても、金利変動リスクを回避することは難しく、現在でも行うことのできる国債レポ取引やフォワード取引（先渡し取引）であってもヘッジングのニーズに完全に対応することはできない。このため、国債先物取引の導入は急務である。金利変動リスクを小さくするために国債投資に消極的な姿勢を取れば、商業銀行が保有する資産ポートフォリオのアセットアロケーションの質が落ち、低利の短期国債などを中心に債券発行にも影響を来すほか、債券市場の取引が活発さを失い、ひいては債券現物市場の発展に望ましくない影響をもたらすことになる。

3. 中国金融市場のさらなるてこ入れと整備の必要性

中国は金融市場改革の過程において、市場の多層化を絶えず進め、取引商品の構成を改善し、異なる市場・商品間における良好な連携とバランスの取れた発展を促す必要がある。現在、中国の原証券（基礎となる商品）市場の発展はデリバティブ市場に比べて先行しているが、債券市場など固定利回り型商品の市場は株式市場に比べて発展が遅れており、債券市場の発展を急ぐ必要がある。金融先物などのデリバティブ市場は証券、債券などの原証券市場より発展が遅れており、デリバティブ市場のテコ入れを急ぐ必要がある。また、金融先物市場は商品先物市場に比べても発展が遅れているため、金融デリバティブ市場の強化を急ぐ必要がある。さらに、原証券のうち、株式についてはすでに株価指数先物取引が行われているが、債券については先物取引が存在せず、国債先物などの債券先物の開発も急がれる。

4. 公開市場操作の手段を増やすことで中央銀行の意図をよりの確に実現

人民銀行による公開市場操作（公開オペ）が行われるためには、規模や流動性、効率性に優れた市場が必要である。このような市場で通貨供給量を操作して量的操作を行うことで、市場の利回り（国債の現物価格および先物価格）を操作し、中央銀行の金融政策の意図をよりの確に反映させることができる。

国債先物取引を導入すれば、国債発行と流通市場取引を促して市場における流動性を高めることができ、人民銀行の公開市場操作の手段が増える。これまでは、国債の発行残高や取引規模の

² 金利上昇後の債券の理論価格 = $(3.14/4.14\%) \times [1 - (1/1.0414^5)] + 100/1.0414^5 = 95.57$ 元

制約があったために、人民銀行は公開市場操作の効果を上げるための銀行間市場における中央銀行手形発行を繰り返してきた。国債市場が発展すれば、中央銀行手形への過度の依存から脱却できる。一方で、先物市場では空売りが可能であるため、中央銀行は国債保有の有無に関係なく、国債先物市場で直接公開市場操作を実施でき、公開市場操作の手段が増えることになる。これは、人民銀行が現物・先物市場における公開市場操作によって政策的意図を実現する上で効果的である。

5. 中国の金融市場の国際競争力向上

人民元の国際化が加速し、資本勘定項目の開放が進み、海外投資家の保有する人民元資産（中国国債を含む）の規模が拡大するに従い、人民元資産の金利変動リスクを回避したいという要望が高まっており、中国国債の先物商品が海外市場に登場する可能性が大きくなっている。海外市場に先を越された場合、中国は国債先物に対する価格決定の主導権を譲り渡してしまう恐れがある。中国金融市場の国際競争力を高めるために国債先物を導入する必要性は自明である。

IV. 中国での国債先物取引の再開をめぐる影響とその要因の分析

すでに述べた通り、国債先物取引を再開する必要性を分析したが、国債先物取引を導入するにはあらかじめ整備しておくべき条件がある。中国には現時点で国債先物取引を再開する条件が整っているのであろうか。以下では、中国で国債先物取引を導入した場合の影響とその要因について分析する。

1. 中国の国債現物市場の状況

国債先物は、国債現物市場における金利変動リスクを回避したいという要望に応えるために生まれた商品であり、基礎となる商品である国債の現物市場から派生したものである。国債先物市場は現物市場の発展に伴って整備されるため、先物市場の発展や役割の発揮度合いは、現物市場の発展度合いに左右されることになる。国債先物を発展させるためには、中国現物国債の発行規模、種類、配分、市場の流動性、投資家構成などの改善に力を入れる必要がある。

中国国債は発行規模、債券全体に占める比率がともに大きく、急速に発行額が増えている。2011年末時点の国債発行残高は7兆3,839億700万元で、同年の国内総生産（GDP、47兆1,564億元）の15.66%、1994年における国債発行残高（2,286億4,000万元）の32.29倍に相当する。2011年の国債発行額は1兆5,997億9,100万元で、1994年の発行額（1,028億5,700万元）の15.55倍に相当する（図表1）。

図表1 中国債券市場

年度	発行額		発行残高				銀行間市場取引額		
	政府債券	債券合計	政府債券	商業銀行による 政府債券保有	債券合計	銀行間市場の 債券	取引所市場の 債券	債券現物 取引額合計	銀行による 債券取引額 (買入)
2011	15,997.91	69,637.13	73,839.07	41,736.20	213,575.97	202,168.02	3,502.75	677,585.53	437,883.70
2010	17,878.18	95,088.33	66,628.29	36,585.52	201,747.96	188,791.50	2,878.50	676,872.18	485,709.97
2009	16,213.58	86,474.71	57,411.37	30,739.69	175,294.70	159,806.72	2,818.87	488,682.15	373,794.52

(出所) 中央国債登記結算有限責任会社のデータをもとに筆者作成

国債の償還期間は3カ月、6カ月、1年、2年、3年、5年、7年、10年、15年、20年、30年、50年と多様である。1年物以下の短期国債もあれば、30年物、50年物といった超長期国債もある。中国は超長期国債を円滑に発行できる数少ない国の一つである。

国債の償還期間の分布構成も適正であり（図表2および図表3を参照）、償還期限を迎える債券の額に大きな変動はなく、見通しは安定している。

国債発行の市場化が全体として進んでいる。中国で発行される国債は主として機関投資家向けの記帳式国債と、個人投資家向けの貯蓄国債（証書式国債および電子式国債）の2種類がある。うち約90%を占める記帳式国債は公開入札方式で発行されており、発行方式はほぼ市場化され、発行市場における国債利回りには市場の需給関係が十分に反映されている。貯蓄国債の比率は小さく、受託金融機関を通じた発行が主体で、市場化の度合いは相対的に低い。

国債の市場流動性は良好である。2011年末時点の国債を含む人民元建て債券残高は21兆3,575億9,700万元で、うち流通可能な債券の残高は20兆2,783億9,800万元で全体の94.95%を占める。通年の債券現物取引額の合計は67兆7,585億5,300万元で、年間売買回転率（当該年総取引額／当該年債券残高＝67兆7,585億5,300万元／21兆3,575億9,700万元＝3.17倍）であり、取引市場での取引は活発で流動性は良好である。

国債先物市場の土台となる、中国の国債現物市場の発展は国債先物取引の再開のための要件を満たしている。

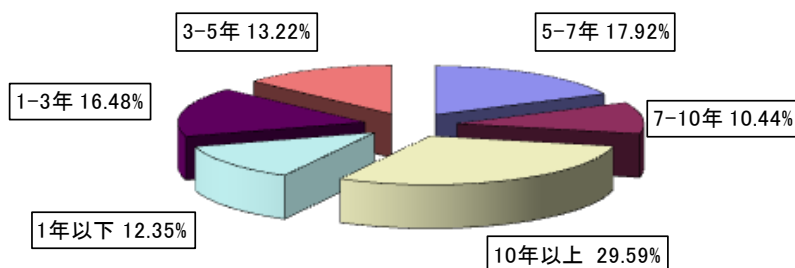
図表2 2011年末時点の国債の残存期間分布

(単位:億元)

		合計	1年以下	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年	10年以上
全債券	金額	213,516.25	33,075.99	50,354.67	36,589.31	33,242.41	24,873.09	35,380.79
	比率	100%	15.49%	23.58%	17.14%	15.57%	11.65%	16.57%
政府債券	金額	73,839.07	9,119.43	12,168.26	9,758.43	13,232.88	7,707.90	21,852.17
	比率	100%	12.35%	16.48%	13.22%	17.92%	10.44%	29.59%
記帳式国債		64,533.45	5,891.90	8,305.20	7,543.40	13,232.88	7,707.90	21,852.17
貯蓄国債(電子式)		3,305.62	1,227.53	1,486.56	591.53	0.00	0.00	0.00
地方政府債		6,000.00	2,000.00	2,376.50	1,623.50	0.00	0.00	0.00

(出所) 中央国債登記結算有限責任会社のデータをもとに筆者作成

図表3 2011年末時点の国債残存期間



(出所) 筆者作成

2. 金利環境

金利の市場化及びこれに伴う金利変動性の拡大により、国債現物市場の投資家にとっては金利変動リスクが増大している。また、中国においては金利の市場化に向けた改革も進んでおり、国債先物取引の発展に適した下地が形成されている。先進国においても、国債先物取引は金利規制緩和に伴う市場化の過程で導入されてきた。

1996年以降、中国において金利の市場化に向けた改革が進展し、銀行間取引市場などの金融市場が急速に発展し、金利の市場化も相当な水準に達した。2007年に登場した上海銀行間取引金利（SHIBOR）も、金利の市場化の重要な成果である。記帳式国債は公開入札によって発行の市場化が進み、金利もほぼ市場化された。現在、金融機関における人民元建て預金及び貸出金利の規制が緩和されつつあるほか、さまざまな金融商品の開発（固定利回り型ファンドなどの各種資産運用商品）に強く影響を受けて、金利規制の効果も弱まりつつあり、金利の市場化の流れはすでに変えられなくなっている。金利の市場化の進展により、中国は今、まさに国債先物取引再開の好機を迎えている。

3. 投資家構成

国債先物市場の投資家構成は現物市場に即して、機関投資家主導の市場になるべきである。

中国では、2011年末時点で、機関投資家が国債の84.50%以上を保有しており、これには商業銀行・保険機関・ファンド・信用組合・証券会社などの営利金融機関、その他の営利ノンバンク、人民銀行・財政部（財務省に相当）・政策銀行などの特殊機関が含まれる。一方で個人が保有する国債の比率は小さい。

2011年末時点の国債残高7兆3,839億700万元のうち、記帳式国債は6兆4,533億4,500万元（主に機関投資家が保有）で全体の87.40%を占めた。主に個人投資家が保有する貯蓄国債（電子証書式）は3,305億6,200万元で国債全体の4.48%、地方政府債³は6,000億元で8.12%を占めている。

6兆4,533億4,500万元の記帳式国債のうち、機関投資家の保有する6兆2,397億2,900万元（上海・深圳両証券取引所を通じて取引される1,989億1,300万元は機関投資家・個人投資家を区別していないため、ここでは数に含めない）が全体の96.69%を占める。このうち、商業銀行の保有分が4兆1,736億2,000万、保険機関は3,193億4,700万元、ファンドが942億7,800万元、信用組合および証券会社などが1,010億800万元、人民銀行・財政部・政策銀行（特殊決済機関と呼ばれる）は1兆5,487億7,500万元である。残り1,989億1,300万元は上海・深圳両証券取引所を通じての保有で、機関・個人投資家分を合わせて国債残高全体の3.08%を占める。

2011年末時点で、機関・個人投資家を区分していない上海・深圳両証券取引所の保有分1,989億1,300万元と地方債6,000億元を除くと、銀行・保険機関などの機関投資家が保有する国債は6兆2,397億2,900万元で、同年末の国債発行残高7兆3,839億700万元の84.50%を占めた。

また、2011年末時点で、中国の全債券残高21兆3,575億9,700万億元のうち、主として商業銀行などの金融機関が参加する銀行間取引市場の投資家が94.66%に当たる20兆2,168億200万元を保有している。

強力な機関投資家の陣容は、先物市場の安定的な発展や、国債現物市場との有機的な連携に役立つものである。

³ 中国の統計では地方債を国債に含めている。

4. 法環境

法環境が良好であり法制度体系が整備されている状況は、国債先物市場の規範的運営の土台になる。2007年3月16日、国務院は「期貨交易管理条例（先物取引管理条例）」改正版を公布した。この条例は従来の商品先物に加え、金融先物やオプション取引も対象に含めており、これにより金融デリバティブ商品の発展の法的基盤が作られたことになる。中国証券監督管理委員会（証監会）も「期貨取引所管理弁法（先物取引所管理方法）」、「期貨經紀公司管理弁法（先物取扱会社管理方法）」といった規定を相次いで制定している。中国金融先物取引所が設立された後、取引、決済、リスク管理など全方面に及ぶ一連の規則が制定されている。2010年2月には、「中国金融期貨交易所交易規則（中国先物取引所取引規則）」と関連実施細則が制定された。

5. リスク管理システム

国債先物は金利変動リスクを回避する機能をもつが、国債先物それ自体が新たなリスクを市場へ持ち込む可能性もある。市場の安定的な運営には、相応するリスク管理システムが必要であるが、中国の金融先物市場には現時点ですでに監視システムがある程度整備されている。

証監会は「期貨交易管理条例（先物取引管理条例）」に基づき、先物市場に対する集中的かつ一括的な監視を実施している。2000年に発足した中国先物業協会は、先物取引業界の自律的管理機関として業界の自己規制を担当してきた。2006年9月に発足した中国金融先物取引所は、先物取扱機関とともに証監会と協力し、市場取引に対する直接監視とリスク管理という、市場の第一線における監督を担ってきた。現在、証監会、中国先物業協会、先物取引所（および先物取扱会社）で構成される3層式の監視システムが構築されており、株価指数先物を手掛けてきた中国金融先物取引所のノウハウや、商品先物の取扱いで20年余りの実践を積んできた先物取扱会社のノウハウ（中国は2009年時点で世界最大の商品先物市場となっている）があり、すでに一定のリスク対応力があり、リスク管理制度が整備されている。証拠金制度、値幅制限、取引額制限、大量保有報告制度、強制清算制度、リスク警報制度など一連のリスク対応体制が整備されており、国債先物の監督やリスク管理にも十分対応できる。

6. 技術環境

近年、資本市場および先物市場（株価指数先物を含む）の電子取引システムや情報開示システムは、コンピューター技術の急発展に伴って改良が繰り返され、市場の効率化や監督の実施を力強く支えている。国債先物の取引、決済、リアルタイム監視、取引額制限、情報開示などへの完全対応が可能であり、国債先物の導入に技術的な障害は存在しない。

以上を総合すれば、中国には国債先物取引の再開のための条件はすでに整っている。

V. 国債先物市場の整備にあたって解決すべき問題

金融デリバティブ市場のリスクは、現物市場に比べてかなり高い。さらに、中国の国債先物をめぐる過去の事件から教訓を汲み取るならば、国債先物市場を整備するにあたり、現物市場の整備過程で見られた「発展を進めながら規範化を進め、規範化を進めながら発展を進める」といった手法から脱却し、規範を完全に整えてから発展を進める「慎重性の原則」を取り、リスク防止を最優先にしなければならない。マクロ面における制度の大枠づくりを重視すると同時に、市場

の各セクターのマイクロ面に配慮したきめ細かな措置を施し、国債先物市場を着実に整備し、運用していく必要がある。

1. リスク対応の強化

国債先物は金融デリバティブであり、ヘッジングやリスク転嫁の機能を持つ一方、レバレッジ効果により投資リスクが増幅される側面もある。国内外の先物市場の過程を振り返ると、先物取引のリスクを示す事例は枚挙にいとまがない。中国では「327 国債先物事件」や「中航油（中国航空油料集団公司）事件」（いずれも先物取引による巨額損失事件）などがある。国外では、ベアリングス銀行の経営破綻（日経 225 先物取引での損失による）、仏ソシエテ・ジェネラル銀行の巨額損失事件（欧州の主要株式インデックス先物取引での損失による）などが挙げられる。各事例にはそれぞれ異なる点もあるが、根本的な原因は2つに集約されるだろう。つまり、監視システムの欠陥と、内部統制メカニズムの不備である。われわれはこれを教訓として、監視システムや内部統制メカニズムの整備を重視しなければならない。

国債先物取引が市場にもたらす悪影響を減らすために、ヘッジングや裁定取引といった機関投資家のニーズに対応する一方で、一方向の投機的取引を規制し、投資額を規制することが考えられる。監督管理の面では、リアルタイム監視体制を強化し、市場のリスク要因を即時に把握し、嚴重な監視と迅速な対処を図り、監視効率を高める必要がある。

2. 法体系のさらなる改善

金融現物市場と金融先物市場とのバランスのとれた発展を促すために、現行の「期貨交易管理条例（先物取引管理条例）」を「条例」から「法律」に引き上げ⁴、「証券法」と同格の「期貨法（先物法）」を制定する必要がある。国債は国家の財政および信用、金融市場、投資家（主に金融機関）、中央銀行の金融政策運営など各方面に関係しており、株式や社債とは異なる特殊性がある。現行の「証券法」では国債先物に対して十分に規範に基づいた行動をとらせることは困難であり、一方で国債監督管理に関する法規は法体系における格が低い。国債に関する現行法規としては、1992年3月18日に國務院から公布された「国庫券条例」や1997年4月に財政部から公布された「国債托管管理暫行弁法（国債預託管理方法）」などがあるが、国債の発行から使用、取引、管理、償還までを一括して規範づける法律は存在しない。中国の国債発行規模の拡大や国債市場の発展状況に即した「国債法」の制定が必要になっている。

現在、国債先物に特化した「国債期貨交易管理法（国債先物取引管理方法）」や国債先物取引に関する規則をそれぞれ単独で定める必要が生じている。国債先物取引者の適格性判定に関する制度や、機関投資家の国債先物取引に関する内部管理体制の強制規則を設け、機関投資家による内部管理体制構築の原則を統一的に規範化すべきである。

3. 国債の市場間流動性および市場間での監督連携の強化

現在、中国の国債市場は分裂状態にあり、銀行間市場、取引所市場、銀行店頭市場がそれぞれ独立して存在しているため、市場間の流動性を妨げる障害が多く、各発行市場における国債の発

⁴ 中国の法体系においては、「条例」は「法律」より格の低い法規であるが、必ずしも地方法規を指すものではない（訳者注）。

行はすでに実現しているものの、市場を超えた国債の譲渡や受託の効率性は依然として低い。現在、中央国債登記結算有限責任会社と中国証券登記結算会社が国債および国内のその他債券の登記・受託・決済機能を一手に担っている。銀行間市場においては中央国債登記結算有限責任会社による一次寄託・決済制度、取引所市場では中央国債登記結算会社と中国証券登記結算会社による二次寄託制度、商業銀行での店頭取引では（銀行間市場の延長として）二次寄託制度となっている。中央国債登記結算有限責任会社は一次寄託機関として、受託銀行用の債券自営口座および代理総口座を開設する。受託銀行（四大国有商業銀行：中国工商銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行）が二次寄託者となっている。中国金融先物取引所は今後の国債先物購入登記および取引、現物受渡し決済および清算を担当する。銀行間市場、取引所市場、銀行窓口市場の投資家陣容にはそれぞれ大きな違いがあり、3市場の役割もそれぞれ異なるものの、このような市場の多層性は必要であり、やみくもに3市場の完全統一を図ることは容易ではないと筆者は考えている。逆に、登記決済での連携を強化し、市場間の譲渡・受託の効率化を進めることで、国債の市場流動性を強化する必要がある。

現在、国債市場の監督をめぐるのは、監督部門が多岐にわたるという問題があり、銀行間市場は人民銀行が、取引所市場（上海・深圳証券取引所の現物市場、および将来の中国金融取引所が手がける国債先物市場を含む）は証監会がそれぞれ監督業務を担当している。市場間の移転をめぐる効率性が改善され、国債先物取引が再開され、市場間での取引が常態化すれば、市場を超えた監督連携の問題の解決に力を入れる必要がでてくる。例えば、中国金融先物取引所が投資家の国債先物取引について、それがヘッジングに当たるかどうかを判断するには、その投資家の現物市場への投資状況やその動態的变化を常に把握しておく必要がある。そのためには、両市場における登記決済システムの連携と互換を実現しなければならない。

4. 国債先物取引の品種設定

取引品種の設定については、慎重な姿勢で徐々に多様化を図ることとし、まずは国債現物の発行残高と取引規模の大きな中長期国債を対象に試行措置をとるべきである。例えば、模擬取引で採用している5年物標準国債（模擬）先物は、3限月（3月、6月、9月、12月のいずれか）付けの取引がそれぞれ可能である。ノウハウの蓄積後は範囲を拡大し、10年物、2年物およびさらに短い、あるいは長い償還期限の品種を投入できるだろう。ただし、監督管理の効率や市場流動性などを考慮すれば、取引品種が多すぎることは好ましくない。最終的に5種（多くても6種）の償還期限の標準国債先物を想定し、筆者は各種について3限月（3月、6月、9月、12月のいずれか）付の取引を提供することを提案したい。

5. 適格投資家制度の実施

現物市場と同様に、国債先物市場も機関投資家主体の市場であり、機関投資家の継続的な育成と拡大を図り、機関投資家による国債先物取引を通じたヘッジングや裁定取引、ヘッジングによる金利変動リスク回避、裁定取引による収益獲得といった目的の実現を奨励しなければならない。同時に、全体として先物・現物両市場の価格、先物市場の価格構造の動態的なバランス（歪みの縮小）がとれていることも必要であり、両市場の良好な連動に役立つものでなければならない。国債先物市場は、専門性とリスクの高い市場であり、株価指数先物で培ったノウハウを参考に、適格投資家制度を継続し、国債先物市場への参入を希望する投資家には、株価指数先物または商

品先物市場での投資経験を義務付ける、あるいは国債先物模擬取引への一定期間の参加を義務付ける、または最低証拠金を引き上げるなど、参入の敷居を高く設定することで、個人投資家の参入を奨励しないか、当初は制限する措置を取るべきである。

6. 国債現物市場の改善と発展の継続

国債発行規模を増やし、償還期限構成を適正に保ち、国債現物市場の規模を引き続き拡大することで、国債現物発行量の不足による「多逼空」⁵が起きる可能性を減らすことができる。特に、国債残存期間の構成に対する監視および調整（発行調整による）体制を構築し、未償還国債の額および償還期限の均等かつ適正な配分を、動態的かつ連続的に実現していく必要がある。市場の透明性を強化し、国債の発行、上場取引、現金化、発行残高データなどの情報開示の即時性と完全性を高め、国債現物市場の活性や流動性、取引規模、安定運営を維持し、国債先物および現物市場の良好な相互連携を促し、適正な価格関係を維持することで、各種影響要因についての情報の変化が現物価格の形成において十分に反映され、参考価値の高い国債利回り曲線が形成されるようすべきである。

著者紹介

李 永森 (Li Yongsen)

中国人民大学金融証券研究所 研究員

1961年生まれ。1982年鉄道兵工程学院卒業、1986年中国人民大学卒業。

中国青年政治学院経済学部教授、「資本市場評論」執行主編。

主要著書に『消費者ローンQ&A』、『現代金融：理論の探求と中国での実践』（共著）等がある。

・中国人民大学金融証券研究所は、中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された金融分野・証券分野を研究するシンクタンクである。



Chinese Capital Markets Research

⁵ 買建て中の投資家が市場を操作し、売建て中の投資家に不利な条件での決済を余儀なくさせること（訳者注）。