

平成29年12月13日

17-35号

JOGMEC カレント・トピックス

独立行政法人 石油天然ガス・金属鉱物資源機構

LME 最新動向及び戦略-LME セミナー2017 から-

〈ロンドン事務所 ザボロフスキ真幸 報告〉

はじめに

2017年10月30日の週にベースメタルの市場関係者、生産者及び需要家等が英国ロンドンに一同に集い、多くのセミナー、レセプションが開催される LME ウィークが開催された。銅、ニッケルを中心としたベースメタル市場の見通し、世界経済及び中国の経済見通しが議論され、昨年より多い約 900 名が参加したと発表された。約 140 年の歴史を持つ LME は、2017 年 1 月に前 CEO Garry Jones 氏の突然の引退発表、それに伴い暫定 CEO に任命されていた Matthew Chamberlain 氏（元 COO）が 4 月に正式に新 CEO として就任した。同氏は、市場及び LME メンバーとの対話を重視し、「Discussion paper」の発表、それに対する市場のフィードバックを受けた「Strategic Pathway」を発表するなど、就任から約 6 か月で様々なイニシアチブを打ち出している。本稿では、2017 年に打ち出された LME のイニシアチブのサマリーと共に LME セミナーで議論された LME の事業戦略をまとめた。



写真 1. LME セミナー会場前



写真 2. LME セミナー2017

1. LME の事業展開

2016 年、LME は取引量の減少（2016 年の一日当たりの平均取引量は対前年比 8%減）、LME メンバーとの対立及び戦略的展望の欠如等、ネガティブな情報が飛び交っていた。さらに、コモディティ価格の低下も相まって、「通常の活気ある LME ウィークと違う雰囲気があり、非常に残念で

ある」とLMEの親会社である香港証券取引所のCharles Li CEOも昨年度のLMEで言及している。そのような背景から、2017年は市場及びLMEメンバーとの対話を増やすことを目的とした新たなイニシアチブが展開された。LMEセミナー2017でMatthew Chamberlain新CEOは、「我々はDiscussion paperで議論を終わらせたいのではなく、ここから市場との関与をより深めていきたいと考えている。我々は市場の声を聞くことを保証し、今後も対話を続けていく」と言及している。これまでの動きを以下にまとめる。

1.1. Discussion Paper

2017年4月、Matthew Chamberlain新CEOは、業界に向け市場構造におけるLMEのビジョンを示した「Discussion Paper」を発行。これには、6つのトピック①エコシステム、②取引及びブッキング構造、③クリアリング構造、④デリバリー及び実需市場構造、⑤メンバーシップ、⑥取引量、競争性、手数料及び成長性、に焦点が当てられている。マンスリー取引の段階的な移行の可能性の検討、短期間のキャリー取引手数料の更なる引下げ、ディーラーと顧客間のOTC取引を設けることなど、様々な項目が挙げられ、それに対する業界関係者からのフィードバックを6月末まで受け付けた。また、ディスカッションペーパーではLMEの位置付けを再確認するという意味も含まれており、LMEのメンバー以外の取引参加者は主に、①実需家、②ファンダメンタル金融投資家、③システムティック金融トレーダーに分類できるとした。LMEはこの3つのカテゴリーに分かれるユーザー層は、相互に支えあうエコシステムを形成しているとし、実需家は取引によりLME価格を形成し、ファンダメンタル金融投資家は流動性を高め、ヘッジの摩擦コストを削減する。システムティック金融トレーダーは市場間とLME価格カーブにおいて価格アービトラージをもたらし、流動性を高めていると強調した。

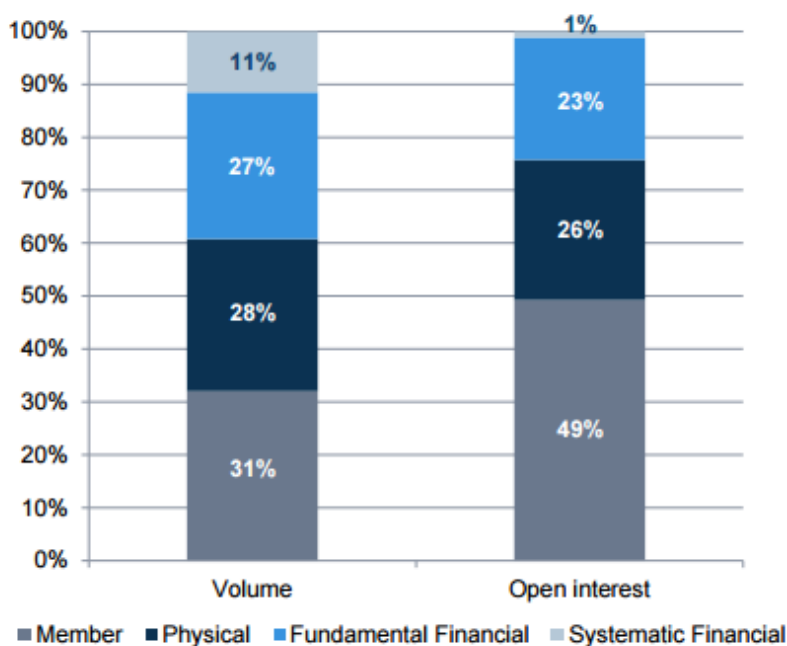


図1. ユーザー別LMEマーケットアクティビティ、2016年

(出典：LME講演資料)

1.2. 倉庫賃料の上限額設定

倉庫改革の最終段階として、LME は 2017 年 4 月 1 日から倉庫賃料の上限額設定を適用。倉庫賃料の上限額及び FOT (free on truck) 費用について、2015 年度及び 2016 年度の最大賃料の平均を金属毎及び国毎に計算して初期設定額を提案。この設定額を上限額として向こう 5 年間固定し、その後国ごとの CPI (消費者物価指数) に基づいて毎年上限額を更新するとしている。

1.3. LME Precious

2017 年 7 月 10 日、金及び銀のスポット、デイリー、マンスリー先物取引を提供する LME Precious を金の国際団体である World Gold Council と連携して立ち上げ、金取引市場に参入した。さらに、Goldman Sachs、ICBC Standard Bank、Morgan Stanley、Natixis、OSTC、Societe Generale の 6 社も立ち上げ時から参画している。クリアリングは、LME クリアで行われ、参加者に資本効率、透明性、アクセスのしやすい取引を提供することを目的としている。

1.4. Strategic Pathway

2017 年 9 月 7 日にディスカッションペーパーへのフィードバックを基にした LME の運営方針である “Strategic Pathway” が公表された。4 本の主軸として実需市場、公平性、ユーザーの選択肢の増加、トレーディング効率性の最大化を挙げた。具体的な動きとしては、短期及び中期キャリー取引の手数料の引下げ、公正な店頭取引の手数料を導入するとした。今回の手数料の変化は流動性を戻す結果になるかどうか 1 年後再度見直される。業界からのフィードバック数は 162 件となり、そのうち 35% は LME メンバー、65% は実需家だったという。

Overview



図 2. Strategic Pathway 概要

(出典：LME 講演資料)

1.5. 今後の動き

LME は、「Strategic Pathway」に沿った今後 3 年間の動きとしてタイムテーブルを提示。2017 年 11 月中旬には店頭取引手数料の導入に関する市場コンサルテーションを実施し、2018 年初頭から新しい店頭取引手数料を導入予定だとした。2018 年前半には、新規メンバーシップとして “Introducing Brokers (IB)” 導入の検討、後半には LME Precious (金及び銀のオプション取引、白金及びパラジウム先物取引)、硫酸ニッケル、リチウム等の電池関連金属といったあらたな金属の上場など検討しているとした。しかし、2018 年は 1 月から MiFID II の導入開始となるため市場参加者が対応に追われると予測されることから、LME 主導の取り組みは 2018 年後半にずれ込むだろうと Matthew CEO は述べている。2019 年以降は、クリアリングサービス及び電子取引プラットフォームの強化を行うとした。

2. LME セミナーにおける LME の事業に関するパネルディスカッション - The LME Discussion Paper: What did we learn, and what next?-

パネルディスカッションではモデレーターに Metal Bulletin の特派員 Andrea Hotter 女史、LME メンバー 2 名、LME Physical Market Committee 会長が登壇し、LME 事業に対する客観的で率直な意見が交わされた。概要を以下に紹介する。

(参加メンバー)

Moderator: Andrea Hotter, Metal Bulletin

Nigel Dentoom, CCBI Metdist

Francois Combes, Societe Generale

Philip Crowson, LME Physical Market Committee Chairman

1) LME は、従来の LME メンバー (Traditionalist) と新規参入者 (Modernizers) といった両方のグループに対して公正になるように 2017 年に「Discussion Paper」、 「Strategic Pathway」を発行したが、これをどう評価するか。

Traditionalist と Modernizers と分ける呼び方は、LME が定めたというよりもメディアが決めた言葉である。これまで LME が従来の LME メンバーが好む 3 か月先物取引よりも投資家コミュニティにとってユーザーフレンドリーである第 3 水曜日取引 (third Wednesday trading) に重点を置くという憶測から賛否両論を引き起こした¹。しかし、新たな経営チームの元、Discussion Paper、Strategic Pathway を通じて LME との対話が増え、双方が利益をもたらすことができるような構造を LME が提供することができるかと学ぶ機会となり、評価している。

¹ LME は、2015 年に第 3 水曜日取引の多様化・活性化を図るために流動性ロードマップ (Liquidity roadmap) を策定し、市場への新規参加者開拓プログラムとして流動性向上にむけた活動に取り組んでおり、電子取引利用者には手数料が安くなるといったインセンティブが提供されていた。この取組に対し、従来の LME メンバーの一部からマンスリー取引へ移行することに注力していると非難された。

2) LME の全体的な取引量の減少は、手数料が要因だったのか。

LME は、フロア、電話、電子取引と 3 つの異なる取引形態を持ち、非常に複雑な構造をしている。そのため、何が原因で取引量が減少しているのかを特定するのは容易では無い。短期キャリー取引における手数料の引下げを 2016 年 9 月、2017 年 10 月から適用し、LME 買収前の水準に戻したことに関し、これまでの手数料が高すぎたことは間違いないのだから、取引量の数は戻ってくるはずだと考えている。手数料だけが取引量減少の要因だったとは思わないが、LME の努力は称えたい。

3) LME の今後の戦略について。

EV 関連金属の上場を検討しているということだが、トレンドによって動かされるのは危険だと感じている。金属によっては市場規模が小さすぎたり、複雑すぎたりすることがあり、その一つがリチウムだと考えている。また、その他の CME といった取引所はより簡単に素早く商品を立ち上げることができる。LME が新たな金属を取扱いたいと考えるなら、素早く動けるようになることも大事である。

4) 倉庫に関して、未解決の課題はあるか。

倉庫問題の大部分はすでに解決されたと感じている。しかし、倉庫システムは未だ複雑であり、ルールの簡素化が必要である。倉庫賃料において、現在 LME は上限額を設定して向こう 5 年間固定したことは助けにはなっている。倉庫から現物が出せないという状況の再発を防ぐためにも新たなルールで規制することが求められる。

5) 昨年の LME ウィークと比べて、LME と LME メンバー間の雰囲気は大分緩和されたように感じる。LME との関係性は昨年と変わったか。

確実に変わったと言える。LME が買収をされてから、新たな経営者の元、良い変化も悪い変化もあり多くのことが起こったが、LME メンバーが LME と共に複雑な問題を解決しようと取り組もうとしているところを見てきた。今年は去年とは違い、皆が互いに争うのではなく味方同士であるという印象を持っている。

6) リング取引は、理にかなっているか。

このような質問は、30 年以上続いている。これに対するスタンダードな答えを出すとすると、リング取引はコミュニティーが必要とする限り継続されるだろう。リング取引が価格を設定するのに最適なツールだと思う顧客がいること等コミュニティーがリングを利用したいという理由はいくつかあり、需要は十分にある。リング取引の有無は、市場によって決められるだろう。

3. 中国市場に対する香港証券取引所の動向 - LME セミナーにおける香港証券取引所 Charles Li CEO の Q&A から -

1) Qianhai (前海) コモディティ取引所 (Qianhai Mercantile Exchange ,QME) のアップデートについて

Qianhai コモディティ取引所に関して、発表できる段階では無いが、軌道に乗っており、準備は進んでいる。中国国内に、信頼できる倉庫システムや金融サービスを提供する LME モデルを作ろうとする非常に複雑なプロジェクトである。このようなビッグ・ドリームを描けるのは LME を所有しているものだけである。Alibaba が消費者レベルで信頼のある統合システム (Integrated system) を中国内に作ったように、香港証券取引所はコモディティレベルで信頼のある Integrated system を作りたい。

2) ロンドン・香港コネクトについて次の段階は。

我々が、株主取引を相互接続した香港・上海ストック²・コネクト、香港・深センストック・コネクト³を立ち上げたのは、中国の資本市場をその他世界と繋ぐ方法を見つけるためである。今日、中国はグローバル成長の牽引役となっているにも関わらず、資本市場はまだ非常に閉鎖的である。この閉鎖は、独自の市場インフラストラクチャーによって続いていると言える。中国の市場及び金融市場インフラストラクチャーは、すでにその他の世界と根本的に異なっている。独自で何年も構築されてきた市場インフラストラクチャーが十分に機能しており、規制当局からすると彼らのシステムはより優れていると認識されている。中国国内で機能している独自の市場インフラストラクチャーのおかげでその他世界と繋がることに必要性を感じていない。むしろ、その他の国が中国のインフラに合わせたらどうかと考えている。このような考え方を踏まえて、我々香港証券取引所のコネクトのビジネスモデルは、異なる市場インフラを繋ぐ、コンバーター、トランスレーター (翻訳者) になることである。コネクトでは、違いを翻訳する方法を提供する。はじめは株式、その次に債券、最後にコモディティを繋げていきたいと考えている。ロンドンと香港を繋げることは大きな夢であるが、時間を要する。

3) LME 買収して 5 年経つが、投資した価値はあるか。

LME は、レア・アセットである。レア・アセットを買収する時は、自社にとって適切な資産であるかを検証し、適切であると思ったなら、その他のことは一切重要ではない。レア・アセットは買収機会があれば、その時に買収しなければ手に入らない。今後は商品化する方法を見つける必要がある。これまで、手数料の問題など堂々巡りをしてきたが、現在は本来あるべき姿になり、これからは信頼がおけ、メンバーによって支持されている Matthew 新 CEO の下、我々は新たな時代に入ったと感じている。

² 香港証券取引所と上海証券取引所が相互接続され、人民元建て上場株式の取引が行われる。2014 年 11 月 14 日に立ち上げ。

³ 香港証券取引所と深セン証券取引所が相互接続され、2016 年 12 月 5 日に立ち上げ。

所感

2017年のLMEは、新CEO体制の下、危機感を持ちながらメンバー及び新規顧客の両方を重視し、市場に対し積極的に関与しようとする姿が見られた。Discussion Paper に顕著に表れているが、他にも市場コンサルテーションの実施、小規模なセミナーを開催するなど、従来に比べると関係者との対話の場が増えている。一方、香港証券取引所からの発表は昨年比べて限定的であり、質問に対する答えとして Qianhai コモディティ取引所、ロンドン・香港コネクトの進捗状況について Charles Li CEO 自ら語ったが、具体的な進展は無かった。また、会場も 900 名の参加ということであったが、セミナー後半、特に LME Precious 以降は空席が目立ち、人数の割には活気がある印象は受けなかった。Strategic Pathway の再評価を 1 年後行うと Matthew 新 CEO が伝えているように、来年の LME で新たな試みがどのように取引量に反映されているのか、今後も注視していきたい。

おことわり: 本レポートの内容は、必ずしも独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構としての見解を示すものではありません。正確な情報をお届けするよう最大限の努力を行っておりますが、本レポートの内容に誤りのある可能性もあります。本レポートに基づきとられた行動の帰結につき、独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構及びレポート執筆者は何らの責めを負いかねます。なお、本資料の図表類等を引用等する場合には、独立行政法人石油天然ガス・金属鉱物資源機構資料からの引用であることを明示してくださいようお願い申し上げます。