

LM Eのニッケル取引をめぐる問題

（価格急騰への対応と取引所運営）

吉川 真裕

二〇二二年三月八日火曜日午前八時一五分、ロンドン・メタル・エクスチャンジ（LM E）は夜間取引時間に二倍以上にまで急騰したニッケルの取引を停止することを発表した。そして、その日の午前中に夜間取引時間の取引を無効とすることを発表した。この価格急騰は売り手の踏み上げ（ショート・スクイーズ）によるものであり、大口の売り手のポジションが買い手との間で整理され、価格の安定が見通せるまで取引は再開しないという見通しも示された。この大口の売り手は中国のニッケル生産会社である青山控股集团（創業者は項光達）と知られており、J Pモルガンをはじめとする九社のブローカーが青山集団と交渉した結果、追加証拠金（追証）の請求をおこなわないこと（追証額の貸し付けをおこなうこと）、売りポジションを縮小することで話がまとまり、三月一六日水曜日に5%の値幅制限を導入した上でLM Eでのニッケル取引はようやく再開された。取引取り消しと一週間以上に及ぶ取引停止は異例の事態であり、LM Eの対応をめぐるっては批判がおこなわれている。

本稿ではLM Eでのニッケル取引をめぐる今回の事態の経過を振り返った上でLM Eの対応の背景を紹介し、取引所運営について考察する。

1 LMEでのニッケル価格急騰と取引停止

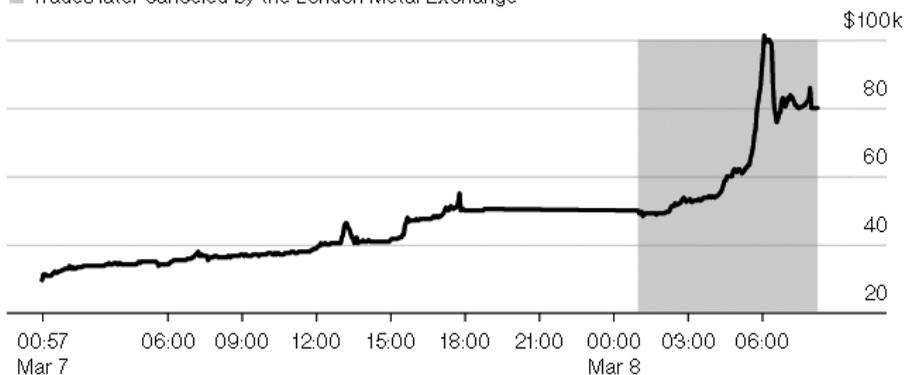
図表1は三月七日と三月八日のLMEでのニッケル価格の推移を表わしている。三月七日の取引を二万ドル台で開始したLMEでのニッケル取引は五万ドル台の過去最高値を付けた後、四万八〇六三ドルで取引を終了していた。三月八日の午前五時四二分から三万ドル急騰して六時過ぎに一〇万一三六五ドルにまで達し、その後は八万ドル前後で推移していたが、八時一五分に取引は停止された。⁽¹⁾ なお、取引停止を通知したLMEの会員通報二二〇五二では三月七日当日の取引停止を通知していたが、取引取り消しの可能性についても言及しており、取引停止直前の価格ではなく、三月七日の引け値（四万八〇六三ドル）での値洗いが指示されていたことから、取引取り消しを通知した会員通報二二〇五三を予想させるものであったことがわかっている。⁽²⁾ そして、取引停止の通知から数時間後に三月八日〇時以降の取引を取り消すという会員通報二二〇五三がLMEから発表され、LMEは厳しい批判を浴びることになった。

図表1 3月7日と3月8日のLMEでのニッケル価格の推移

Nickel

Price per metric ton

■ Trades later canceled by the London Metal Exchange



Source: Compiled by Bloomberg

(出所) 注1

三月八日の午後に発表された会員通報二二／〇五五においてLMEは取引再開の条件について言及しており、大口（一〇〇ロット超）の買い手と売り手が三月七日の引け値である四万八〇六三ドルから一〇%の範囲内の価格で相殺取引をおこなうことを提案していたが、LMEがその取引を強制するという姿勢は示しておらず、大口の買い手と売り手による自主的な交渉を期待しているようであった。そして、三月一日金曜日までに取引を再開できる見通しを持っていないことも明らかにし、大口の買い手と売り手による市場外での自主的な相殺取引を促していた。⁽³⁾

LMEでのニッケル価格の急騰直後から売り手の買い戻しによる踏み上げ（ショート・スクイーズ）であるという見方が広まり、大口の売り手として中国のニッケル生産会社である青山控股集团の名前が報じられた。青山集団は中国最大のニッケル生産者であり、創業者の項光達はポジションの大きさから大物（ビッグ・ショット）と呼ばれている人物であるが、製品価格の下落に伴う収入減を回避するための売りポジションの大きさを指しており、必ずしも投機取引で大口ポジションを持っていたわけではない。ニッケルの大幅増産に着手したので増産に伴う価格下落を回避するために昨年から売りポジションを積み上げていたことはすでによく知られていた。そして、三月八日夜間のニッケル価格が急騰する前に中国建設銀行（CCB）の子会社であるCCBイグローバル・マーケッツが証拠金を払い込めず、LMEから猶予を受けたと報じられていたから青山集団の買い戻しによる踏み上げという噂が瞬く間に広がった。⁽⁴⁾ただし、青山集団の売りポジションの八割はブローカーとの相対取引と報じられており、青山集団との間で買いポジションを持ち、LMEで売りポジションを持っていたブローカーによる買い戻しという可能性は排除できないし、青山集団以外の生産者による買い戻しという可能性も排除できないだろう。

2 LMEでのニッケル取引再開

LMEでのニッケル取引が停止された翌日の三月九日水曜日には大きな売りポジションを抱える青山集団がJPMorganや中国建設銀行から追加証拠金（追証）請求に応じるための融資を確約されたという関係者の話や、中国当局が国内銀行に青山集団に対する融資を指示したという関係者の証言が報じられた。⁽⁵⁾そして、三月一四日月曜日にはJPMorganをはじめとする九社のブローカーと交渉した結果、追証の請求をおこなわないこと（追額の貸し付けをおこなうこと）、売りポジションを縮小することで話がまとまったという関係者の話が報じられた。⁽⁶⁾

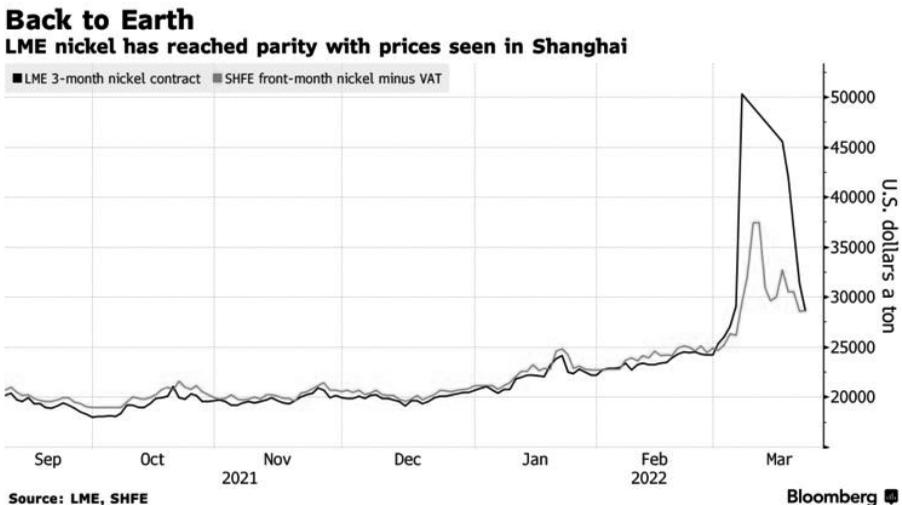
これを受けて、①夜間取引は当面おこなわず、②5%の値幅制限を導入し、③店頭市場での一〇〇ロット超のポジションを二〇時までに報告する義務を課した上で、ニッケル取引を三月一六日水曜日午前八時から再開することをLMEは三月一四日に発表した。⁽⁷⁾この通知の中でLMEはニッケル取引を再開する決定をおこなった理由を説明しているが、三月八日の会員通報二二／〇五五でおこなった大口の買い手と売り手が三月七日の引け値である四万八〇六三ドルから一〇%の範囲内の価格で相殺取引をおこなうという提案は現時点では実施する必要はないと判断したと述べるだけで、LMEが市場外での相殺取引の交渉に関与したのかどうか、大口の買い手または売り手は提案を拒まなかったのかどうかについては何も述べてはいない。そして、この提案に関する交渉がおこなわれたのかどうかについては関係者の話も報じられていない。おそらく交渉はおこなわれていなかったのではないかと推測され、こうした交渉は取引所や監督当局の関与がなければ自主的には難しいのではないかと考えられる。今後の実施を排除してはいないが、LMEは取引取り消し決定に対する批判のある中であえて市場外での相殺取引を強制して市場の正常化をいち早く実現するという決断をできなかったものと考えられる。

三月一六日にLMEで再開されたニッケル取引は五%の値幅制限のため、一六時二五分までで二四九ロットと三月七日の二万六一五〇ロットの1%以下であり、下限の値幅制限にかかっていたため、オフシヤル・プライスは発表されなかった。

図表2はLMEと人民元建てでニッケルを取引している上海先物取引所のドル換算ニッケル価格の推移を表わしている。LMEでの取引が停止された後も上海では取引がおこなわれており、価格は下落していたことから乖離が縮小するまでLMEでの価格も下落することが予想され、実際その通りとなった。そして、LMEの値幅制限は三月一六日の5%から三月一七日の8%、三月一八日の一二%、三月二一日の一五%にまで拡大されたが、下限の値幅制限にかかり続けて取引は低調であった。

三月二二日火曜日には取引高が急増し、価格も一〇%安の二万八一五九ドルで、取引再開後初めて値幅制限内にとどまり、一六時二八分までで一万一三〇〇ロットとようやく活発に取引がおこなわれることになった。⁽⁸⁾

図表2 LMEと上海先物取引所（SHFE）のニッケル価格の推移

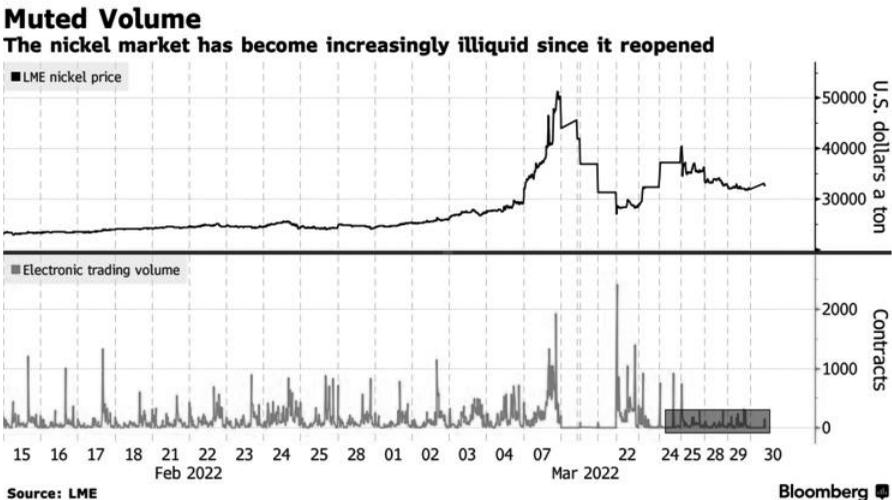


(出所) 注8

ところが、三月二三日と三月二四日にはLMEのニッケル価格は二日連続で値幅制限上限の一五%高となった。そして、この上昇は青山集団による買い戻しであるという複数の関係者の証言が報じられている⁽⁹⁾。

図表3はLMEでのニッケル価格と売買高の推移を表わしている⁽¹⁰⁾。三月二五日には四万ドルを回復したが、その後は三万ドル台前半で推移しており、ようやく落ち着いてきたように見える。しかし、売買高は戻っておらず、今回の取引停止と取引取り消しを嫌気してLME離れを起こしたのかもしれない。ただし、ニッケルと並ぶLMEの主力商品である銅やアルミニウムもそれぞれ三月七日と三月八日をピークに売買高を減少させており、商品市場が小康状態にあるということかもしれない。LMEが通報の中で市場外での相殺取引を提案したニッケルの大口の買い手と売り手のポジションは大きく減少したという報道も見られないから再びニッケル価格が急騰する可能性は排除できず、その際のLMEの対応が注目される⁽¹⁰⁾ところである。

図表3 LMEでのニッケル価格と売買高の推移



(出所) 注10

3 LMEの対応と取引所運営

今回のニッケル取引の停止と取り消しというLMEの対応に対して利用者や評論家からの批判はあるが、監督機関である金融行動監視機構（FCA）やイングランド銀行、ライバル関係にあるアメリカのCMEやインターコンチネンタル・エクスチェンジからは否定的な発言はおこなわれていない。価格の急変動、とりわけ取引のない深夜における価格の急変動はどの取引市場にとっても扱いにくい問題である。グローバル化や顧客サービスのために取引時間は延長される傾向にあるが、取引の少ない時間帯には価格が急変動するリスクは高まらざるを得ない。こうした事態に対処するために多くの取引所は値幅制限や取引中断措置を導入しているが、今回の事態で明らかになったのはこれまでLMEには特別な事態を除いて値幅制限が存在しなかったということである。二〇二一年のアメリカで生じたゲームストップ株式の急騰や頻繁に報じられるフラッシュ・クラッシュという事態が、伝統的な商品を扱うLMEでは生じないと考えていたのであるか。今回の夜間取引における価格急騰後の取引停止や取引取り消しに対しては大きな問題はないにしても、事前に値幅制限や取引中断措置を導入していればあれほどの急騰は起こらなかつたであろう。また、常時導入していなくても三月七日におけるニッケル価格の六〇%以上の上昇の後、追証が入られずに踏み上げが起こるといことは容易に想像できたように考えられる。

証券取引所や暗号資産取引市場に比べれば主な取引対象が銅やアルミニウム、ニッケルであるというLMEは投資家よりも業者の力が強く、仲間内の紳士協定で市場が運営されてきたが、売買高や収入の増加という点では見劣りがしている。二〇一三年に香港取引所グループに買収された後、親会社の意向を受けて就任したチェンバレンCEOは取引フロア（リング）を廃止し、電子取引でオフィシャル・プライスを決めようとするなど、伝統的な業者クラブであるLMEをアメリカのCMEのような取引所に転換しようとこれまで努めてきた。昨年、再

度提案した取引フロアの廃止提案は業者の反対で撤回し、今回の事態が生じる前に二〇二二年四月の退任が公表されていた。この状況で予定通り退任するのかどうかは報じられていないが、業者の力が強いLM Eを運営していくことは容易ではないであろう。今回の取引停止・取引取り消しは国際商品であるニッケル価格を安定させるという建前ではあるが、中小業者の倒産を防ぐことが重視された可能性もあり、今後の取引所運営の方向が揺らぐことになったのではないであろうか。

また、青山集団の売りポジションの八割はブローカーとの相対取引だと報じられており、ブローカーとの相対取引をLM Eは従来十分には監督してこなかった。青山集団は九社のブローカーと証拠金請求で交渉しており、これは昨年アメリカで破綻したヘッジファンド（アルケゴス）が複数のブローカーとの間で同一銘柄を対象としたエクイティ・スワップを積み上げていたことも共通している。ニッケル取引の再開に際してLM Eは一〇〇ロット超のポジションを持つ顧客の報告義務を会員業者に導入したが、うまく機能するであろうか。

生産者や商社を中心として成立してきた商品市場も株式や債券といった金融資産の代替市場としての性格を強めつつある中、アメリカの取引所に比べれば業者の力の強いLM Eは今後どのように運営されていくのであろうか。ゲームストップの株価が何倍になるうが、ヘッジファンドの保有する株式がいくら値下がりしようが、経済全体に対する影響は限られているが、国際商品であるニッケル価格の変動は生産者や製品メーカーだけでなく、最終消費者や直接消費をしない生活者にも大きな影響を及ぼすはずである。踏み上げや売り崩しによって価格が急変動することは排除できないにしても、中長期的な価格の安定は社会的に必要であり、それを実現するために取引所はいかにあるべきなのか。赤字を垂れ流す公的機関を求めたわけではないが、効率的に運営される取引所あるいは取引市場の重要性について、LM Eのニッケル取引騒動を通じて改めて考えさせられることになった。

注

- (1) Jack Farchy, Alfred Cang, Mark Burton 「魔の『一八分間』頭から離れず、ニッケル市場大混乱、存続懸かる各社」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月一五日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-15/R8PZU4DWRGG101>)。
- (2) THE LONDON METAL EXCHANGE AND LME CLEAR, "22 052 Suspension of LME Nickel Market," MEMBER NOTICE 22/052, 08 Mar 2022. "22 053 Nickel Suspension - Further Information - Delivery Deferral and Trade Cancellation," MEMBER NOTICE 22/052, 08 Mar 2022.
- (3) THE LONDON METAL EXCHANGE AND LME CLEAR, "22 055 Nickel Suspension Update: Criteria for Resumption of Trading and Application of Price Bands," MEMBER NOTICE 22/055, 08 Mar 2022.
- (4) Jack Farchy 「中国のCBI、ニッケル追加証に対応できず、LMEが猶予認める」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月八日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-08/R8EH10T0AFJ1C01>)。「LMEがニッケル取引停止へ、営業日が一時二五〇％上昇、相場混乱」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月八日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-08/R8EP81DWX2PT01>)。
- (5) 「ニッケル生産最大の中国企業、複数銀行が融資確約へ追い証対応」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月九日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-09/R8GZYP70G1L201>)。
- (6) Jack Farchy, Alfred Cang, I. Almeida 「ニッケル業界の大作、銀行団から融資確保へショートの後盾に」ブルームバーグ・ニュース、二〇二二年三月一五日 (<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-03-14/R8QHL7T1UM0X01>)。

- (7) THE LONDON METAL EXCHANGE AND LME CLEAR, "22 064 Nickel Market Update Resumption of Trading," MEMBER NOTICE 22/064, 14 Mar 2022.
- (8) Mark Burton, Jack Farchy「LMEニッケルの取引急増、値幅制限内で価格推移へ買い手戻る」ブルームバーグ・ニュース 二〇二二年三月二二日 (<https://www.bloombergl.com/news/articles/2022-03-22/R951HK70AFB401?msclkid=22c7e24bb50f11ec9969698cc31e84be>)。
- (9) Jack Farchy, Alfred Cang「ニッケル業界の大物、大規模ショートポジションの一部を今週買い戻し」ブルームバーグ・ニュース 二〇二二年三月二五日 (<https://www.bloombergl.com/news/articles/2022-03-24/R998BVT1UM0W01?msclkid=c48fbb0dad911eca2c78ebe23aa8e61>)。
- (10) Mark Burton 「LMEニッケル上昇、薄商いへウクライナ侵攻に伴う供給リスク注視」ブルームバーグ・ニュース 二〇二二年三月三二日 (<https://www.bloombergl.com/news/articles/2022-03-30/R9K5X3DWRG301?msclkid=0a5dfeabb3fd11eca0228df1456dec21>)。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)