## 私の意見

# 米国先物市場発展過程に対比した新生商品先物業界への提案

ひまわりCX 取締役副社長
茂木　八洲男

## 新たな環境を飛躍の布石に
## 過度な規制は早期見直しを

商品先物市場に新たな規制環境が適用され2カ月あまりが経った。改正商品取引所法に基づく営業行為規制、財務規制に加え新たな清算取引制度の導入等、劇的な環境変化に混迷する業界関係者からは先の手数料自由化に続く経営環境の急変に悲鳴とも思われる声が聞こえる。業界と勤務先企業の将来性に不安を感じる取引員の役職者達の声も聞こえる昨今である。かかる状況の中で、あえて森の中の木を見るべく、直面するわが国商品先物業界の規制環境変化に関連し、変貌を続ける世界の先物産業界における当業界の展望を交え、所感を述べさせていただく。

### 市況商品市場クローズアップ

2004年における世界の証券、金融、商品先物市場総出来高は先物市場において34億8、756万枚、オプション市場で53億7、895万枚、合計88億6、651万枚の取引所上場デリバティブ取引が成約されている。総出来高中、商品市場にあってその出来高は7億1、116枚と世界先物総出来高に占める商品先物取引占有率はわずか8％、先進先物国の市場構成比率は概ね商品20％に対し非商品80％の出来高分布となっている。

同年、わが国先物市場総出来高は2億421万枚（商品1億4、432万枚、証券金融5、989万枚）と世界の上場デリバティブ市場出来高に対する占有率は2・3％、商品市場単体にあっては1・6％に推移している。特筆すべきことは(1)世界総出来高に対する商品先物市場出来高の占有率が8％であるにも拘らず、わが国先物総出来高に占める商品市場出来高は70％を上回り、先進先物国における市場構成比率とは著しい異なりを見せていること、(2)世界の商品先物市場出来高におけるわが国の占有率は20％と米国、中国と共にその出来高を3分し、国際間先物取引を可能とする市場としては米国に続き世界第二位の位置付けであること、(3)年間出来高88億枚を取引する市場運用資金と高い市場流動性を背景に市況商品市場が有望なアセットクラス（投資運用商品）としてその潜在的成長性を今ほど大きくクローズアップされた事は世界の先物産業界の有史に見ないことである。

### アジアの中核市場へ

とりわけ国際商品市況への影響は通常セル（供給）サイドのファンダメンタルズに委ねることの多い中で、アジアのバイ（需要）サイドに大きく依存する昨今、わが国商品先物市場がアジアの中核市場として大きく飛躍する環境は整いつつある。その要因は、(1)コモンクリアリング機構の創設により売買取引市場管理機関である取引所の市場管理体制と清算取引機能管理体制に分離された新たな安全性を伴う市場インフラストラクチャーは、世界有数の経済的信用力を背景とした清算国（クリアリングカントリー）変遷への期待、(2)中国の経済発展を中核とするアジアの市況商品流通市場の拡大にあって求められる市場透明性とリスク管理機能、(3)情報技術革命による世界市場一体感の高まりと規制緩和、さらには国際的取引ルール統一への方向性、(4)米国とヨーロッパ市場の間に位置し国際的な認知度が高まる過程にあって、アジアの中心市場に限定されることなく消費国代表市場としてのわが国商品市場のもたらす影響が高まる傾向にある――などである。

1975年のCFTC法施行から1979年の委託手数料自由化を経て変身を重ねた米国先物界の変遷を見るならば、480社を上回る先物受託業者が業界内統合と廃業によって半減し、産業構造の再編が進み、また1980年代後期から90年代前期においては新たな収益源を求める投資銀行群の先物界進出に拍車がかかり、産業界の構造を一変させ、今日の取引執行ブローカーとクリアラーに大別される産業構造に変身した。その過程において世界の多くの国々における先物取引所の創設とそれに伴うIT技術の市場進出が国際市場間取引を拡充、市場のグローバライゼーションが一挙に進行し、米国先物市場はかかる過程の中で世界の中核市場として年間出来高28億枚（世界市場占有率31・5％）に至る一大成長を果たしている。

この米国市場の発展から、わが国先物市場が学ばなければならないことは「市場参加者の多様化による市場流動性の促進」にある。わが国商品先物市場ビッグバンを1970年代後期の米国、又は1980年代後期における米国及び英国の実情と比較すると、取扱商品とその市場規模において決定的差異がある。限られた商品を取り扱うわが業界と金融、証券、商品先物市場（さらにはオプション市場）に参加する欧米業者との違いであり、この違いが市場参加者、委託者層及び顧客市場規模と業界が持つ知的財産の差に結びついている。米国大手先物業者一社の顧客資産は有効証拠金ベースで一兆数千億円、委託者口座数は22万を超える。即ち一社で当業界の委託者有効証拠金の3倍、委託者口座数においては2倍強のビジネスを展開している事となるが、預り有効証拠金に対する手数料化率は、業界平均年率25％前後と推測される。

### トレーダーを育成

わが国商品ビッグバンプロセスの過程にあって明日の業界のための提案は、第一に委託者の多様化と預かり有効証拠金の増大にあることは言うまでもない。委託者とその預り資産は集めるものから育てるものへの発想転換が必要である。取引員はより高度な受託者責任と商業倫理をもって、ファイナンシャルサービスという無形な知的商品の付加価値を高めなければならない。そのような観点に立って委託者窓口を拡充する事、具体的には外務員制度を従来の社員（個人）資格から拡充し法人資格を付加することにより、委託者サービス向上に向けた競争意識を育てる。証券界で言う仲介業者、欧米市場におけるイントロディウシングブローカーの導入であり、保険、リース、証券、金融機関等のより幅広い業者の参入を促進し、当業界になかった新たな顧客層の開発に取り組む。一方、経営環境変化に即応すべく、既存の有能な外務員には新たな環境への対応を可能とする若手経営者育成への機会を提供し、取引員には新たな活路の提供となり同時に市場流動性維持向上に貢献し得る制度と考える。早期な対応が望まれる。

第二には、市場流動性は全ての先物市場経済機能の根幹で、市場機能の欠落の背景は流動性の欠陥にある。わが国商品先物市場には、米国の市場流動性の供給にあって、その中心的役割を果たしてきたローカルスのような市場の個人会員が短期的売買取引を反復するプロフェッショナルなトレーダーの存在がなく、投機、ファンド、ヘッジ、OTCカバー取引に関わることなく有能なトレーダー育成に対し障害となっている。ローカルスの出来高に見る市場占有率は30～45％（取組残では7・5～10％）と圧倒的な市場プレゼンスであり、市場流動性を維持促進する要となっているばかりでなく、業界のコンプライアンスマナーにおいても根本的相違点となっている。

情報技術の発展により取引所フロアー市場が電子化しローカルスは取引の場をアップステアーに移動、加えて電子取引機能を駆逐し取引を国際的に拡大させ、今日のプロップハウスやアーケードを組織したものであり、彼らの市場経験からすれば年間5億～10億枚の取引に繋がるのは何ら驚きに値しない。ローカルスの育成がわが国市場に成されていたら、わが国先物市場史は大きく変わっていたはずである。重要なことはかかるトレーダーの育成にある。ローカルスと電子取引参加者の相違点は資力にあり、類似点は共に能動的市場参加者である。プロップトレーダーの市場参加を促進し同時に国内におけるトレーダーの育成を急ぐべきである。取引所個人（トレード）会員制度の導入、ギブアップ取引の簡素化、清算機構を通じた能動的ポジショントランスファー（ブックトランスファー）制度の導入、CTA業務に関わる抜本的規制緩和を踏まえ市場参加者別の教育制度を強化し安定した市場流動性を考える時である。

### 値幅制限の拡大等設計見直し

第三には、市場と商品設計の見直し。市場運用資金は世界のプロの洗練された判断により市場の流動性、安全性、利便性、そして経済性を求めて機敏に移動する。それが市場間規制の格差を是正する。市場性と商品性がファンダメンタルニーズと一致しない限り、高い市場流動性を維持し市場の発展に繋がることはない。とりわけ自由市場における価格形成機能に障害となるのは市場ニーズに適合しない商品設計にある。開設される市場日の多くが値幅制限をヒットするようなことは市場機能に欠陥ある市場として、そのオフィシャルプライスとして発表されるセトルメントプライスまでが市場価格としての採用が困難なものとなる。

本件に関わる終局的な対応はスパンマージン（リスク連動型証拠金制度）の導入と値幅制限の大幅拡大もしくは撤廃にあろうが、目先国際的市況商品を上場する市場にあってはサーキットブレーク制度を基にわが国のニーズに合う制度を開発することや夜間取引を一市場日として独自の値幅制限とセトルメントプライスを設定することにより値幅の拡大を図る等、商品設計上の見直しが必要である。

取引ニーズは時代環境と共に大きく変わるものであり、それは大河の流れのようなものである。流れに背を向け保守的な考え方に固執すれば新たな市場ニーズを否定し大河に押し流される。いかなるデリバティブ市場にあっても過度な規制は市場流動性を大きく低下させ、市場機能を麻痺させる要因となる。過度な規制には実態の把握と問題点を整理し早期な手直しが必要であるが、多くの規制環境、特に行為規制の背景には業者間の文化歴史によるところが大である。新たな規制環境や市場ニーズに選ばれる業者とは時に勇気を持って過去を否定し、新たな将来を構築しようとする者と考える。官民一体となって新たな規制環境を業界飛躍の布石とすべき時である。

---

先物協会協賛

## 〝お金とのつき合い方〟シンポ
# 面白く生きていくために
**7月30日、NHK教育テレビで放映予定**

「今こそ！金融経済教育を」と題するシンポジウムが6月21日、東京・紀尾井町の千代田放送会館で開かれ、約200人が参加した。金融経済教育という堅苦しくなりがちなテーマを野中ともよコーディネーターが何度も何度も噛み砕いて進行させ、会場はなごやかな雰囲気に包まれ、〝お金とのつき合い方〟シンポになった。この模様は7月30日のNHK教育テレビ「土曜フォーラム」で放映される予定。

第1部の「金融経済　激動の時代をどう見るか」では、野中ともよ氏と伊藤元重東京大学大学院教授、濱田隆道東京工業品取引所専務理事が討論し、「専門家に任せられず、自己責任になってきた」、「社会が複雑になってきたので金融知識など前向きに生きる力をつけなければ」、「市場化が進み、すべて変動する中で個人がどうするかが難しい」などの意見が交わされた。

第2部には、東京・杉並区立和田中学校の藤原和博校長、俳優の辰巳琢郎さんが加わり、ロンドンやニューヨーク、シカゴの学校、家庭での株式売買、家計、商品づくりについての教育風景や、父親の職場見学、教師に対する経済教育などの取材ビデオ映像を挟みながら、お金と教育にからむ幅広い話し合いを繰り広げた。

「利子が8％あった時代は、10年で資金は倍になったが、今では2000年かかるという話が子供の興味をひく」、「規制緩和が進む中に個人が放り出されている。小さい時から金融教育した方がいい」といった意見の一方で、「教えるべきことはたくさんある。なぜ金融なのか納得できる説明がない」との意見も出た。

コーディネーターとパネリスト

和田中学校の試みでは、菓子メーカーと組んでビジネスマン20人と生徒50人がクッキーを開発、製造して販売した例や、ハンバーガー店の出店シミュレーション授業などが紹介された。

インターンシップの普及、社会人向けCEO養成講座、地域ボランティアの活動など、さまざまの世代がさまざまの形で金融経済を学び始めているようで、野中コーディネーターは、「1回しかない人生を面白く生きていくには、お金とどうつき合っていくかが大切」と締めくくった。

このシンポジウムの主催はNPO法人　金融知力普及協会で、協賛が東工取と先物協会、後援は経産省、金融庁、NHK、全国銀行協会、日本証券業協会。

シンポ会場風景