

ゴールドリポート 特別号

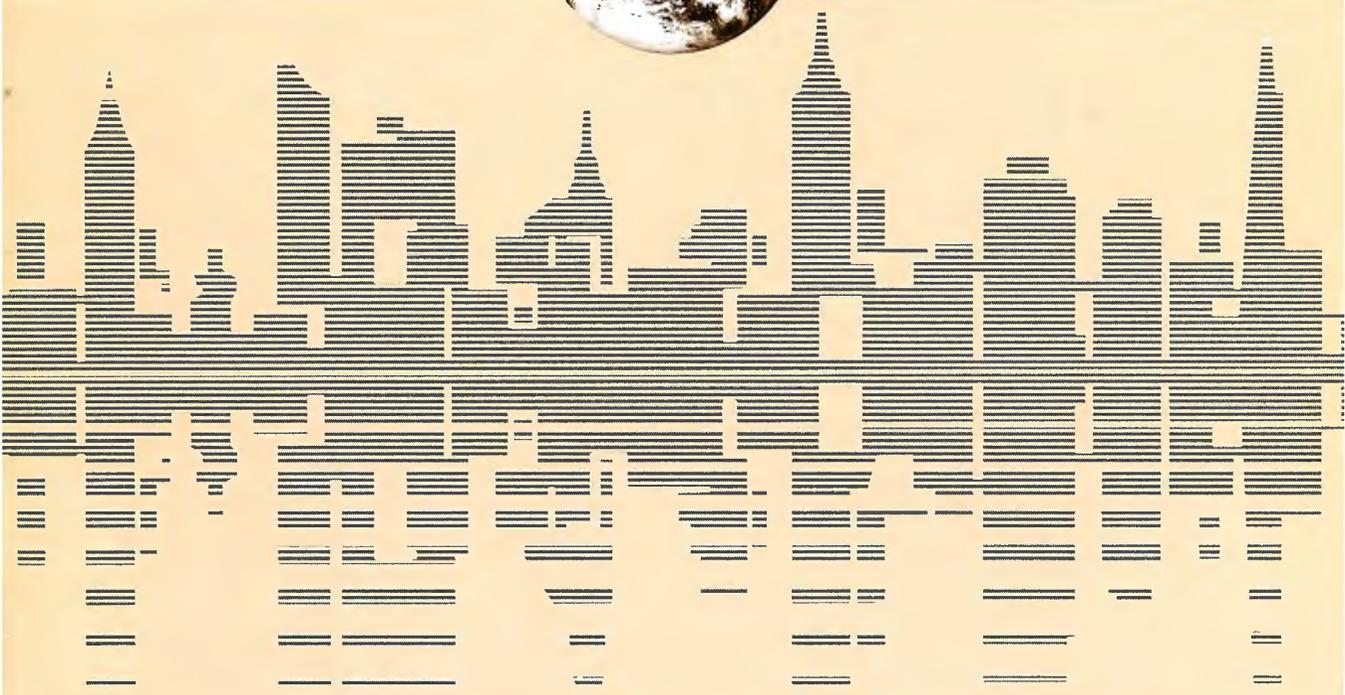
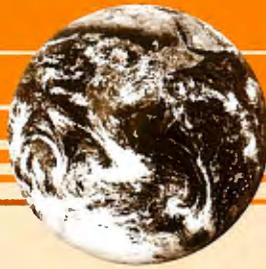
# フューチャーズリポート'92

FUTURES REPORT PART III

[特集]

## 市場拡大への道 **1**

鉱工業品シリーズ



発行・編集



日経産業消費研究所

〒103 東京都中央区日本橋茅場町1-7-5

# フューチャーズレポート'92

## CONTENTS

拡大への道歩む商品先物市場 .....	1
<b>新顔パラジウムの登場</b>	
Ⅰパラジウム上場の意義 .....	3
Ⅱパラジウム相場のポイント .....	5
<b>アルミはどうなる</b>	
Ⅰアルミ上場の意義 .....	7
Ⅱアルミ上場の問題点 .....	9
Ⅲアルミ上場の可能性 .....	11
<b>石油上場の実現する日</b>	
ⅠNYMEXの奇跡 .....	13
Ⅱ三菱総合研究所報告書にみる .....	15
Ⅲナフサが先行か .....	19
<b>静かに続く指数の研究</b>	
Ⅰ指数取引の現状 .....	21
Ⅱ指数取引の意義と問題点 .....	23
Ⅲ指数上場の可能性を探る .....	25
<b>&lt;インタビュー&gt;2001年の先物市場 .....</b>	
通産省産業政策局商務室長、細野哲弘氏	
<b>巻末データ</b>	
内外上場商品一覧 .....	29
商品取引所法に基づく商品取引員142社 .....	31

### 「日経商品先物シンポジウム」参加者募集

#### 12月7日(月)東京・経団連ホールで開催

貴金属、穀物などの国際商品価格は産業に大きく影響するため、その価格の安定と、価格変動リスクを回避する先物取引の果たす役割が増えています。商品取引所法の改正、商品ファンドの創設、新規上場品目の増大が予想され、証券・金融市場のように多様な市場として育っていくことでしょう。商品先物市場の本来の役割と健全な発展のための課題を考え、その普及・啓蒙を目的にシンポジウムを開催します。皆様のご参加をお待ち申し上げます。

- 日時：1992年12月7日(月)13：30～17：30
- 会場：経団連ホール
- 主催：日本経済新聞社
- 後援：通産省、農水省、経団連(予定)
- 協賛：東京工業品取引所、東京砂糖取引所、  
①日本商品取引員協会(予定)
- 対象：産業界のビジネスリーダー、財務担当者、一般投資家
- 参加料：無料(先着順)
- 定員：450名
- お申し込み・お問い合わせ：日本経済新聞社事業局総合事業部  
シンポジウム事務局 03(3243)9063

#### ■プログラム

13：30～ 14：15	講演1 「商品先物取引の国際競争と共存」 ウェンディ・グラム 米国商品先物取引委員会(CFTC)委員長
14：15～ 15：00	講演2 「COMMODITY FUTURESと途上国にとつてのリスクマネジメント」 ロナルド・ダンカン 世界銀行国際経済局国際貿易マネジャー
15：00～ 15：45	記念講演 「国際経済動向と日本の商品先物取引の今後」 金森久雄 日本経済研究センター会長
16：00～ 17：30	パネル討論 「激動する世界情勢と商品先物取引」 パネリスト： 本田敬吉 ㈱東銀リサーチインターナショナル社長 堀野和夫 ①日本商品取引員協会会長(三井物産副会長) 十市 勉 ②日本エネルギー経済研究所研究部長 唯是康彦 千葉大学法経学部教授 司 会 日本経済新聞社編集局商品部 (敬称略)

※プログラムの内容は変更になる場合がございます。

# 拡大への道歩む 商品先物市場

貴金属に代表される国際商品を核に、日本の商品先物市場が21世紀をにらんで拡大への道を歩み始めました。90年代の市場を取り巻く環境は大きく変わりつつあります。ソ連の崩壊を契機に世界の政治・経済システムは歴史的な転換をみせ、ロシア、中国の二大国は市場経済化への移行を急ピッチで進め、取引所の設立も相次いでいます。適正な価格形成による経済発展、リスクヘッジ（危険回避）の場としての「市場」が一段と重要になってきました。世界の流れに対応するように、日本では商品取引所法が改正され、試験上場制度などが生まれました。商品投資事業法（商品ファンド法）もスタートしました。バブル経済の崩壊によって日本の景気後退は予想外に深刻な状況にありますが、商品先物市場にとってはフォローの風（追い風）が吹いているとみてよいでしょう。

## 重要度増す 市場、情報

ペレストロイカ（改革）とグラスノスチ（情報公開）。これは1985年に登場した旧ソ連のゴルバチョフ大統領のスローガンでしたが、商品先物市場にとってもキーワードといえましょう。東西冷戦の終結によって、ロシアを中心とした独立国家共同体（CIS）や中国は取引所作り、それに伴う改革に力を入れています。中国では今年に入ってから深圳有色金属取引所、上海金属交易所と非鉄の取引所が誕生しました。



企業に「採算とコスト」意識が強まってくる中で「自国内で価格指標を構築する必要性に迫られている」（中国国際信託投資公司）ためです。

ロシアも、非鉄地金の先物・オプションをモスクワ商品取引所（MCE）に上場する計画を持っています。ロシア最大の非鉄貿易会社であるラズノインポートも、最近の市場の変化に対応するために組織改革・分社化を進める方針を打ち出しました。もちろん、先物先進国である米国、英国なども市場拡大には全力を注いでいます。ロンドン金属取引所（LME）が、一部の生産者の反対を押し切って92年10月からアルミ二次合金地金の取引をスタートさせるのがそのよい例でしょう。

世界的に市場経済化が進む中で、国際商品を生産する国、それに消費国の意識も変わり始めました。92年6月にジュネーブで開かれた国際銅研究会の発足会では、統計整備、環境・リサイクルなど諸問題の研究、銅消費促進の間接的



支援が最優先課題として位置付けられました。つまり「情報」「環境」「市場開発」の3つが市況安定のためのコンセプトになったわけです。

国際商品市場では、国際コーヒー協定(ICA)のように、ブラジル、コロンビアの二大生産国を中心に輸出割当制度の復活を目指す動きも残っています。しかし、85年の国際すず協定(ITA)の崩壊に象徴されるように、協定、あるいは権力によって「価格を支える」、「市場を支配する」といった構図は過去のものになりつつあります。言い換えれば90年代は、「ハード」から「ソフト」へ、価格介入から情報を重視した市場への動きが大きなテーマとなりそうです。

### 試験上場、商品ファンド が切り札

日本の商品先物市場も改革が進んでいます。何よりも行政当局の意識が大きく変わったのが特徴です。通産省が発表した「90年代の通産政策ビジョン～地球時代の人間的価値の創造～」がその変化を端的に示しています。通産省はこれの中で、商品先物を「信用情報産業」という言葉で表現しています。つまり、「産業」として位置付けているわけです。日本の経済・産業構造が「ハード」から「ソフト」へ移行していることを物語っています。

商品取引所法が90年末に実に40年ぶりに抜本改正されましたが、ここにも通産省のビジョンが生かされています。商品先物に対する姿勢が「規制」から「育成」へ180度転換しました。もちろん、委託者保護も重要課題として位置付けていますが、「育成」「国際化」が目玉となっています。

改正商取法の柱の一つが試験上場制度です。一定期間上場してみて本上場を決めるシステムです。92年4、5月のトウモロコシ(東京穀物商品取引所と関門商品取引所)に続いて、8月からは東京工業品取引所でパラジウムの取引がスタートしました。アルミ、石油製品なども候補に挙がっています。また、指数など無形商品も上場できるようになりました。準備は着々と進んでおり、商品先物市場の活性化に結び付くと期待されています。

商取法改正と並んで注目されるのが92年4月から施行された商品ファンド法です。投資家から資金を集めて主に商品先物市場で運用するものですが、元本確保型で高利回りを見込んでおり、うまく運用されれば90年代の主役になる条件がそろっています。商品ファンドが日本の先物市場へ本格参入すれば、より活性化されることは間違いのないでしょう。



日本が最大の消費国であるパラジウム

# 新顔 パラジウム の登場

## I パラジウム上場の意義

東京工業品取引所(間瀬直三理事長)は、8月3日からパラジウムの先物取引を開始しました。通産省管轄の商品取引所による新規上場は、東工取の前身である東京金取引所が84年1月に白金(プラチナ)、銀の先物取引を開始して以来、実に8年ぶりのことです。パラジウムの上場は、国内の需給を反映した価格形成を促すだけでなく、国際的な総合取引所を目指す東工取にとっても重要な一歩といえるでしょう。

**パ** ラジウムはニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)で先物取引が行われていますが、原油をはじめとしたエネルギーやプラチナ(白金)の陰に隠れがちで、商いは閑散としています。ロンドン、チューリヒには業者間で相対取引をする現物市場がありますが、金やプラチナに比べはるかに小規模な市場です。いずれも世界最大の消費国である日本の需要動向が必ずしも反映されないという欠点があります。この欠点を補うのが東工取の先物市場なのです。

パラジウムを使う電子部品メーカーなどはこれまで、価格変動リスクをヘッジするにはNYMEXの先物市場を利用する以外に手立

がありませんでした。しかし、国内で先物取引が始まったことで、身近な場所で、しかも円建て価格での売買が可能になりました。パラジウムそのものの価格変動リスクと円相場の変動リスクを同時にヘッジできるようになったわけです。

世界最大の消費国に誕生した先物市場は、日本の需給を反映した価格形成が可能となり、欧米市場にも影響を与えるのは確実です。パラジウムは世界で取引される国際商品ですから、商社の貴金属ディーラーなどを通じて市場間の裁定取引(サヤ取り)が行われ24時間取引を促します。世界全体の市場が大きくなれば、相場の先行きについて様々な見方をする参加者が増え、売買が一方に傾いたり、わずかな売りや買いも吸収できないということはなくなります。つまり価格の乱高下を防ぐことにもつながるわけです。東工取の先物取引が順調に拡大すれば、世界の中心市場として値決めの基準(指標価格)に利用されることになるでしょう。

東工取は金、銀、プラチナにパラジウムを加えたことで、1カ所で4つの貴金属を取引する商品取引所となりました。ニューヨーク商品取

引所 (COMEX) や NYMEX に対抗する「貴金属コンプレックス (複合取引)」が完成したといえます。資金が世界を循環し、商品取引所が国際的な競争時代に入った今、この「貴金属コンプレックス」は東工取の売り物にもなるでしょう。

上場品目の拡大は東工取にとっては悲願でした。84年に東京金、東京ゴム、東京繊維商品の3取引所が合併し、日本で初めての総合取引所である東工取が誕生しました。上場品目は貴金属3品、天然ゴム、綿糸、毛糸の6品目と、欧米の取引所に対抗するにはメニュー不足の感が否めませんでした。上場商品の拡充は急務であり、その手始めがパラジウムとなりました。

**パ** ラジウムは90年の商品取引所法の抜本改正で導入された「試験上場制度」を採用しています。この制度は3年間の試験取引を行い、その間の値動きや売買高をみたくうえで本上場への移行を検討するというものです。とりあえず試験ということであれば関係業界の理解も得られやすく、上場商品を増やしていくには適した制度といえます。農水省管轄では東京穀物商品、関門商品の両取引所がトウモロコシの上場で試験制度を取り入れています。

東工取では「じっくりとパラジウム市場を育てていく」(間瀬理事長)方針です。8月3日の取引初日はいわゆる御祝儀商いが加わって売買高が1万枚(1枚=1.5<sup>\*</sup>)を超えましたが、1日当たり3,000~4,000枚の売買高が妥当な水準とみているようです。東工取が慎重な姿勢を見せているのは、次にナフサ、原油の上場という目標があるため、パラジウムはエネルギー先物市場の創設を占う試金石なのです。

上場商品の拡充は、参加する投資家にもメリットがあります。投資家にとっては、ある商品の投資妙味がなくても、それ以外に魅力のある

### 東京工業品取引所の パラジウム取引要領

上場の方法	試験上場 (3年)
売買仕法	システム売買による個別競争売買
標準品	純度99.95%以上のパラジウム地金
限月	12カ月以内の偶数月及び直近の奇数月とし、当月限納会日の翌営業日を新甫発会日とする
呼値	1グラム
呼値の単位	1円
取引単位	1枚=1.5 <sup>*</sup>
受渡単位	1枚=3 <sup>*</sup>
立会時間	午前9時~午前11時 午後1時~午後3時半
制限値段	前日終値比上下25円 (当月限には適用しない)
当月限納会日	月末最終営業日から3営業日前
受渡日	月末最終営業日
委託本証扱金	

1グラム当たりの標準価格	一般委託	会員委託
600円未満	60,000円	30,000円
600円以上800円未満	84,000円	42,000円
800円以上1,000円未満	108,000円	54,000円
1,000円以上	132,000円	66,000円

委託手数料	一般 2,900円
	会員 1,450円

商品があればどんどんと投資資金を移動していくことができます。上場品目は多いにこしたことはないのです。資金運用の場を広げるという意味からも、パラジウムの上場は意義があります。東工取では貴金属の価格差に着目した「ストラドル取引」が行われており、パラジウムと金、パラジウムとプラチナといった新たな組み合わせが可能になりました。投資手法が多様化し、投資家の選択の幅が広がりました。パラジウムの上場は、東工取にとっても投資家、そして需要家にとっても様々な利点があるのです。

# Ⅲ パラジウム相場のポイント

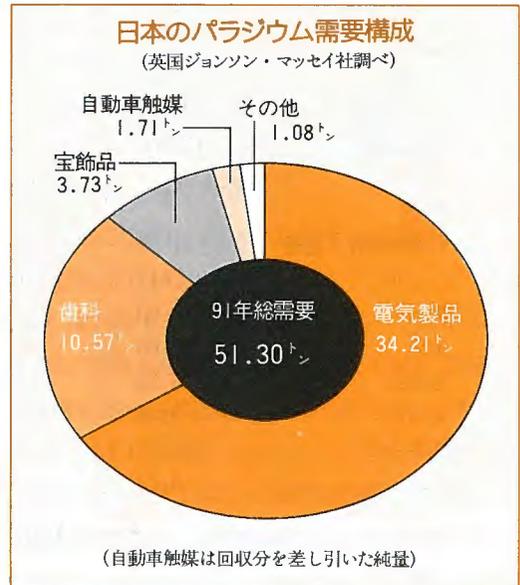
パラジウムは金や銀、プラチナに比べれば身近な商品とはいいいにくいでしょう。まず、どのような分野で、そしてどのような国で使われているのかをみてみましょう。

パラジウムはプラチナと同じ白金族に属する貴金属で、地金（バー）はプラチナに似た白い光沢があります。最大の用途は半導体など電子部品を中心とした電気製品向けです。英国のジョンソン・マッセイ社によると、91年の西側世界の総需要量は115.3トンで、このうち電気用が56.6トン（49%）を占めています。次の需要分野は歯科材料で33.9トン（29%）。以下、自動車触媒11.5トン、宝飾品6.5トンと続きます。

電気、自動車が需要の大きなウエートを占めていることから、需要は景気動向に左右されます。景気が良くなれば需要が増え、景気が後退すれば需要が減少するわけです。需要面から相場の先行きを読むには世界の景気動向から目が離せません。

**総** 需要を国別にみると、日本が51.3トンと約45%を消費しています。北米が35.4トン、西欧が20トンですから、需要のカギを握るのは日本なのです。ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）の先物市場では米国の需要（米国の景気）に目が向きがちですが、実際には日本の占める比率が高いのですから、日本の需要動向（日本の景気）に注目が集まっているのです。東京工業品取引所には国内の個人投資家や需要家が参加するので、日本の景気動向などが反映された価格形成が行われることになるでしょう。

将来的には需要構造が変化する可能性があります



ます。89年3月、パラジウム市場は「夢のクリーンエネルギー」誕生のニュースに沸きました。パラジウムが常温核融合の電極に使えるというもので、現在でもその研究が進められています。さらに、現在はプラチナが主力である自動車触媒がパラジウムに代替される動きが目立っています。パラジウムは価格がプラチナの4分の1程度で、世界の自動車メーカーは合理化策としてパラジウムを使った触媒の開発を急いでいます。こうした先端的な研究が需要に及ぼす影響にも配慮する必要があります。

次に生産面をみてみましょう。パラジウムの特徴は、生産がロシアと南アフリカに集中していることです。91年のロシアの西側への輸出量は66.8トン、南アフリカは39.5トンと両国で総供給量の87%を占めました。ここで見逃せないのが、ロシア、南アフリカとも政治や経済が不安定な国ということ。

91年のパラジウムの供給と需要

(英国ジョンソン・マッセイ社調べ、西側世界分、単位：トン)

〈供給〉	
南アフリカ	39.50
北米	12.90
その他	2.33
ロシア売却	66.87
供給合計	121.60

〈需要〉	
自動車触媒・総量	11.50
〃・回収	(2.64)
歯科	33.90
電気	56.60
宝飾品	6.53
その他	9.48
需要合計	115.37
在庫	6.22

旧ソ連邦が91年に解体され、ロシアは市場経済への道を歩み始めました。ところがエリツィン大統領の政権基盤は決して安定していませんし、経済も混乱が続いています。これがパラジウムの生産にも影響しているのは確実です。鉱山では設備の更新が遅れ、減産傾向になっているとみられています。

南アでは建国以来続いていた人種隔離（アパルトヘイト）政策を放棄し民主化の道を歩んでいます。白人と黒人の対立に代わって、黒人同士の対立が表面化しています。92年8月初めにはゼネストが実施されるなど政情は不安定で、パラジウムの生産にも影を落としています。

常識的には両国の政情不安は、パラジウムの生産停滞→需給のひっ迫→価格上昇というシナリオに結びつきます。逆に政情が安定に向かうと、パラジウム相場には弱材料になります。ただ、91年のように、ロシア（旧ソ連）が減産になっていたにもかかわらず、外貨を得るために在庫を取り崩して乱売に走りパラジウム相場の

パラジウムの価格変動要因

（上昇材料）↑

↓（下降材料）

生産国であるロシア、南アの混乱	〈政治情勢〉	生産国であるロシア、南アの安定化
ロシアの売却減少、南アの減産	〈外貨事情〉	ロシアの大量売却、南アの増産
円安・ドル高→円建て価格の上昇	〈為替相場〉	円高・ドル安→円建て価格の下落
景気拡大による需要増加	〈景気動向〉	景気後退による需要減少
金利低下局面での投資資金の流入	〈金利〉	金利上昇局面での投資資金の流出

下落を招いたというケースもあります。両国の政情と同時に外貨繰りにも目を配る必要があるといえるでしょう。

**貴**

金属は相場の方向性が同じになることが多く、パラジウム相場はプラチナはもちろん、金や銀の影響を受けることがしばしばあります。金は金利やドルとも関連がありますから、パラジウムも間接的に金利動向、ドル相場の影響を受けます。円建て価格で取引する東工取の場合、円高は下げ要因、円安は上げ要因になるのは、他の国際商品と同じです。

パラジウム相場のもうひとつの特徴は、値動きが激しい点です。東工取によると、80～92年にかけての相場変動率はパラジウムが6.8倍と、銀の5.2倍、金の3倍、プラチナの2.6倍を大幅に上回っています。生産、需要量がプラチナとほぼ同じなのに価格は約4分の1ですから、プラチナと同じ資金を投入すればプラチナの4倍のパラジウムを売買することができ、激しい相場変動をもたらします。しかも価格水準が低いので勢い変動率が高くなるのです。

同じ白金族のプラチナとは似た値動きになるとはいえ、変動率が大きい分、投資家にとっては妙味があるかもしれません。

## アルミはどうなる

### I アルミ上場 の意義

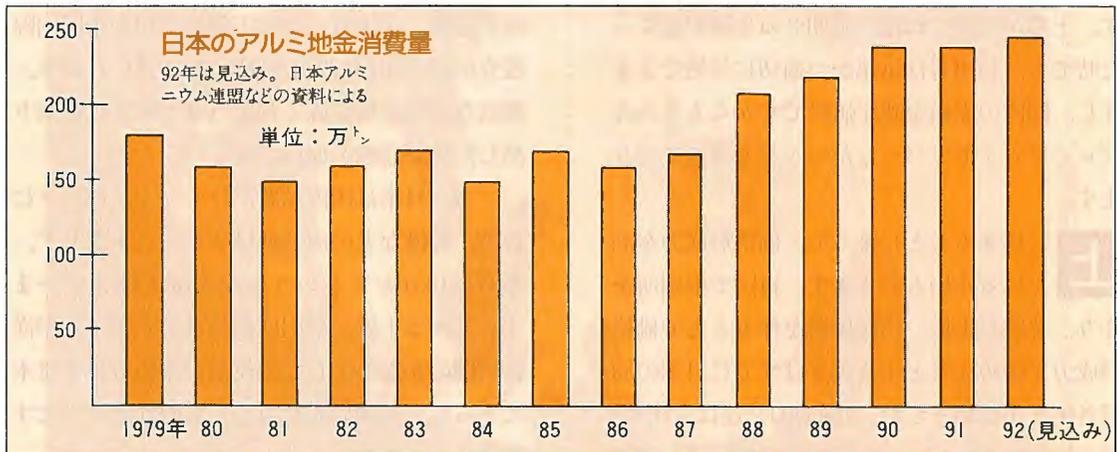
日本のアルミニウム精錬事業は73年、79年の2度のオイルショックに伴い撤退を余儀なくされました。アルミは電力コストが生産コストのうち30~40%以上を占めるため、オイルショック時の国内電力価格急騰を契機に国際競争力を一気に奪われてしまったからです。現在はアルミ圧延品、合金、サッシなど製品メーカーは原料の供給をほとんど海外に求めており、国内需要約300万トンのうちほぼ全量を輸入に依存している状況です。

一方、この間に世界のアルミ地金の価格体系も生産者価格(PP)から市場実勢価格を基にした値決め方式へ急速に変わりました。ベネズエ

ラ、ドバイなど発展途上国の生産量が急増し、従来、世界生産量の60~70%のシェアを占めていたカナダのアルキャン、米アルコア、米レイノルズなどのメジャー(6大精錬会社)の価格支配力が衰えたためです。

代わって台頭したのが世界唯一の非鉄総合取引所であるロンドン金属取引所(LME)です。LMEは78年にアルミ地金を上場、これをきっかけにアルミ市場ではPPからLMEでの取引価格をベースにした値決めへのシフトが一段と加速しました。

**現** 在ではLMEの価格が国際指標として揺るぎない地位にあり、西側諸国はもちろん、ロシアを中心とする旧共産圏もLMEでの相場にプレミアムを乗せて販売しています。アルミ製品メーカーの国内最大手、神戸製鋼所では「LMEを基準にした値決めは国内市場のあらゆる分野に浸透した」と語っています。LMEは取引決済を円建てにしたほか、横浜などにLME倉庫を設け、価格ヘッジ、現物の受け渡しの実務面においても市場整備を進め、一大消費国である日本の利用者のニーズに応じてき



ました。

完全とも思われる LME の機能ですが、問題点がないわけではありません。まず、日本市場と LME とのタイム・ラグ（時差）をどう解決するかという点があります。LME の取引が始まるのは日本時間の夕刻からです。戦争、政変など日本が昼間の時、突発的な出来事が生じた場合、LME でヘッジしようにも場が開いていません。ヘッジは迅速さが何より優先されるだけに、時差はヘッジ機能を不完全なものにしてしまいます。

また、アルミ地金を輸入する場合、LME の価格そのものなら、LME で完全なヘッジが可能でしょう。しかし、商社などがスポットで売る販売価格は LME に一定のプレミアムを乗せた値段です。プレミアムは日本の景気動向に応じて変わり、この値段こそ国内需給を反映した価格といえます。79年から88年の10年間、ヘッジ期間を3カ月と仮定して算出したプレミアムの変動幅は1トあたり約60ドル前後に達しました。LME では国内プレミアムの変動リスクまではヘッジができず、この二点に LME の限界があるといえます。

この二つの問題点を解決する方法があります。それが日本でのアルミ上場であり、ひいては日本金属取引所（JME）の設立というわけです。上場が実現すれば、予期せぬ事態が起こった時でも、利用者は迅速かつ適切に対処できますし、国内の需給を映す値段ですからもちろんプレミアムまでカバーしたヘッジも可能になります。

**上** 場することによって、価格形成力を高める作用もあります。自国で取引所を作り、非鉄を上場、指標価格を作ることによって価格形成力を強めようとする動きはすでに日本の周辺各国に出始めました。中国や旧ソ連は生産・消費大国でありながら、自国内の実体経済を反映

## アルミ地金の生産コスト

（1トあたり。商社の試算による）

アルミナ	400ドル
電力（買電）	400ドル
アノード（コークス、ピッチ等）	200ドル
労務費	100ドル
その他（炉修、保全）	150ドル
<hr/>	
生産原価	1,250ドル
資本費（金利、償却）	500ドル
<hr/>	
総原価	1,750ドル

した価格がありませんでした。そこで中国は92年5月28日、初の先物取引所である上海金属交易所を創設、アルミのほか銅、鉛、亜鉛、ニッケル、すず、銑鉄の7品目を上場しました。50近い精錬工場や製品メーカーが参加し、取引開始1カ月後には売買金額が5億元（約125億円）に達するなど活況です。

この動きはロシアでもあり、すでにモスクワ商品取引所（MCE）での非鉄の先物・オプション（選択権）上場に向けたノウハウの蓄積を目指しスタッフがシカゴ商品取引所（CBT）やシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）などへ研修に行っています。

中国の取引所オープン直後、国際非鉄相場は急騰し、早くも価格形成力高まりの一端を見せつけました。おう盛な内需の影響で同国内で価格が急騰、中国有色金属工業総公司や中国国際投資信託公司が割安な国際市場で買いに回り、割高な国内市場で売る裁定（サヤ取り）に乗り出したのが急騰の原因です。

一方、日本は国内消費だけでなく、バックに台湾、香港などの成長地域やオーストラリア、さらにはロシアという生産大国も控えています。アルミ上場、取引所創設はアジア・太平洋経済圏のかなめとしての役割が求められる日本にとって、各国の求心力としての作用を果たす期待もあります。

## II アルミ上場 の問題点

こうした流れからみると、アルミを上場しようとする機運が高まるのは自然な動きと言えます。日本では87年から本格的なアルミ上場についての討議が始まりましたが、上場のきっかけを探ってみると、その背景はやや異なります。

85年から86年にかけて、関西経済圏は地盤沈下が進んでいました。経済活性化へのカンフル剤は何かないものか——。財界関係者の中から様々な地域振興プロジェクト案が寄せられました。ところがアイデアを取りまとめてみると、予算の関係や土地買収の問題、時間的都合などで実際に実現に結びつくと思われるようなプロ

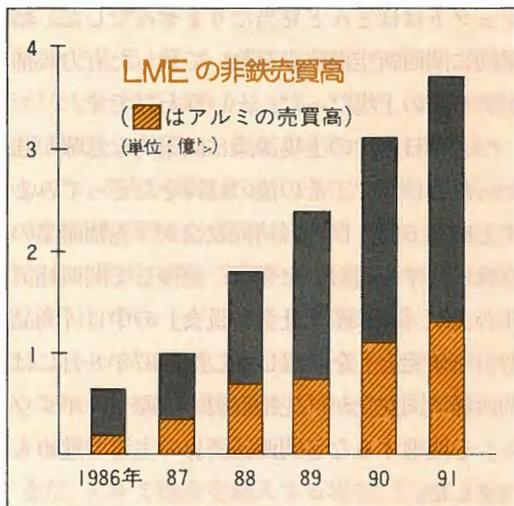
ジェクトはほとんど見当たりませんでした。結果的に関西新空港建設を除いて残った有力候補がアルミの上場だった、というわけです。

つまり日本での上場論議は政策的な意味が強かったわけです。その後の経緯をたどってみますと87年6月、関西経済同友会が「先物産業の育成に関する提言」を発表、前後して関西経済連合会が「未来産業社会委員会」の中に「商品取引所研究会」を設置しました。87年8月には関西経済同友会が「先物取引の国際シンポジウム」を開催するなど関西経済界の主導で進められました。

**通** 産省は87年9月「アルミ新地金流通問題検討委員会」(PAT委員会)を発足させましたが、アルミ上場やJME創設についての結論は設立が望まれる、という程度のものでした。関西政財界は88年2月、通産省に対して「アルミ先物市場の大阪設置に関する要望」を提出しました。その後大阪繊維取引所が5月に「アルミ上場対策室」を設置、上場へ向けて具体的なスキーム作りに入ります。



世界の非鉄取引の中心であるロンドン金属取引所(LME)の立会場(リング)



一方、産業界ではLMEの利用ニーズが高まり、88年9月から日本の倉庫会社はLMEへ日本倉庫設置の申請に動き、翌月にはLMEも横浜などに指定倉庫の設置を承認しました。

「PAT委員会」を引き継いだアルミ先物市場問題研究会は、この間もアルミ上場の議論を進めてはいましたが、結局、具体的な結論を得られず、上場に関する諸問題を先送りしました。

通産省の下でアルミ上場や日本金属取引所(JME)創設の必要性があるかどうかの議論を煮詰めていたアルミ先物市場懇談会は90年5月、最終的な意見をとりまとめました。内容は「アルミ上場の方向性が全員一致で確認されたが、実施時期は熟度が十分に高まった段階とする」というものでした。

当時の委員会のメンバーによりますと「熟度とは産業界の利用ニーズを指す」ということでした。では産業界のニーズはあるのでしょうか。今のところ「LMEの利用で十分に間に合っており、国内での上場の必要性はない」という見方が大勢を占めています。もともと音頭を取ってきた関西官財界も目的は「関西経済基盤の復権」という政策的な側面が強かったわけですから、産業界のニーズがないのも当たり前かもしれません。

結局、アルミ上場は実質的に見送りの格好になりました。利用者である産業界の意見をまず優先させるべきですが、この点を抜きにして議論を進めてきたことにアルミ上場の最大の問題があったといえるでしょう。

**そ** れから2年経った今でも、関西では上場に向けての熱意は消えておらず「とにかく上場に踏み切っしまえ」という強引な意見も出ているようです。しかし、ニーズがないのに上場したニューヨーク商品取引所(COMEX)では売買高はたちまちゼロに落ち込み、市場は消滅しました。先物先進国の米国ですら、こうした経緯があるだけに、日本でも同じ結果になるのは目にみえています。

91年10月、日本アルミニウム連盟の運営委員会は、ほぼ1年ぶりにアルミ先物上場に関する報告書をまとめあげました。内容は「総合的にみて議論を深める熟度に達していない」という結論でした。この中で連盟は上場への問題点のひとつとして、日本時間帯で十分なクイディティ(資金の流動性、換金性のこと)が確保される市場が形成されるかどうか、という指摘をしました。

というのは、日本では精錬会社はすべて撤退し、需要家しか存在しません。需要家は原料地金の買い手ですから、景気拡大期である相場上昇局面では買いヘッジの必要性が出てきます。半面、在庫調整を進めなければならない相場下落局面では、ヘッジ・ニーズは出てこないわけです。買いの一方通行に偏った市場では高いは成立せず、当然、上場しても売買は伸びないという論理に行き着くわけです。

この構造的な問題を解決するには、オーストラリアや中国、ロシアなどアルミ生産国を日本市場に呼び込み、各国が売りヘッジの場として積極的に活用していただくことが前提になってきます。

## Ⅲ アルミ上場の 可能性

連盟が昨年10月に出した報告書に上場の可能性は「東京カーブ」の行方を考慮する必要があります、と記されています。「東京カーブ」とは何でしょうか。カーブは「KERB」、つまり「舗道」という意味です。LMEでは昔、取引所での取引を終えたあと、道ばたでディーラーが相対でポジションを調整しあう場外取引が活発でした。現在もLMEの取引（リング）が終わったあと、各ディーラー同士が相対で取引する場外取引が活発です。これを道ばたで始まったことにちなんで、カーブと呼んでいます。だからカーブにはニューヨーク・カーブもありますし、日本での場外取引は東京カーブになるわけです。

**東** 京カーブは日本のビジネス時間帯での非鉄ディーリング市場として定着しています。日本には金、銀、白金（プラチナ）、パラジウムを除いた金属の公設取引所がありませんから、当業者にヘッジ手段を提供する有効な場になっています。

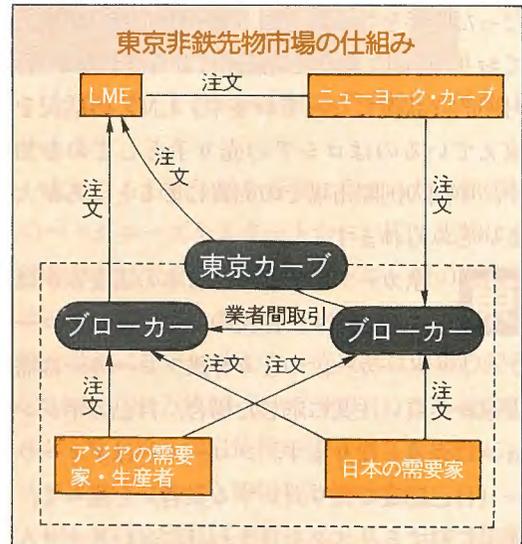
東京カーブのディーリングの仕組みは、LMEでの取引と同様に業者間の相対取引です。非鉄ディーラーが売値と買値の両方を毎日、LMEの引値を参考にしながら提示（マーケット・メイク）します。アルミでは圧延品メーカーやアルミ二次合金メーカー、サッシメーカーなどが顧客で、銅では電線や伸銅品の販売会社などが主な利用者です。

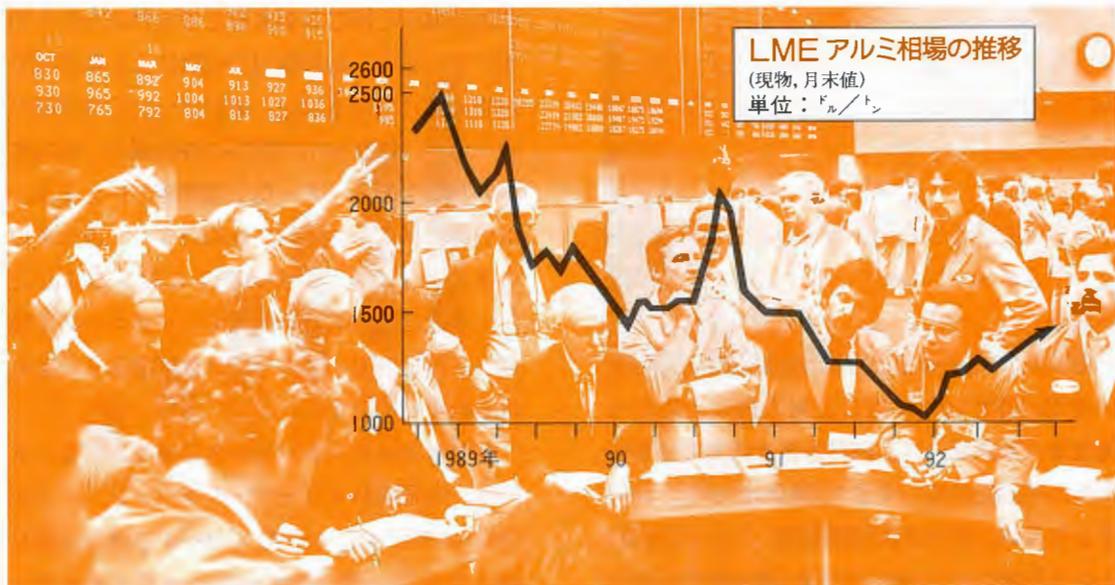
電話を介したテレホンマーケットであり、外

国為替取引と同じ取引形態と考えれば分かりやすいでしょう。為替取引で売買注文を取り次ぐ短資会社に当たるのが、東京カーブでは非鉄ブローカー、注文を出す顧客の外為銀行に相当するのが加工品メーカーなど需要家といえます。取引品目はアルミ、銅、亜鉛の3つ。過去多いときには1日3万トンの強の商いに膨らみましたが、最近は国内景気の低迷でヘッジニーズも後退し、月に2万～3万トンのできれば活況といえるほど縮小しています。

昔からマーケット・メイクに乗り出しているのは、米系商品ブローカーのリーマン・ブラザーズ・コモディティーズ・ジャパン（本社東京）、同メリルリンチ・フューチャーズ・ジャパン（同）、英系ルドルフ・ウォルフ（同）、そしてドイツ系のメタルゲゼルシャフト・リミテッド（同）です。商社では三井物産と三菱商事が専門のディーリング・チームを作っています。最近では米系のジェラルド・ファー・イースト・リミテッドとシェル・ジャパンが新たに参入したほか、年内には米銀系のブローカーが参入するのでは、とのうわさもあり、東京カーブのマーケット・メイクは着実に増えつつあります。

東京カーブを利用すれば、日本の時間帯で市





況を揺るがす突発的な事故が起きても価格リスクを回避できます。つまり、LME との時差を埋める重要な役割を担っています。また、産業界の利用ニーズが高いという意味でも東京カーブの活況いかに今後のアルミ上場や JME 創設に向けてひとつの尺度を与えることになるといえるでしょう。

しかしながら先に述べたように、東京カーブは現在、国内景気の停滞によって商いは不振を極めています。では LME はというと、過去最高だった昨年をさらに上回るピッチで商いが増えており、同じ欧米の景気低迷にさらされながら、対照的な状況になっています。LME の活況を支えているのはロシアの売り手としての参加や、中国の国際市場での売買によるところが大きいとみられます。

**東** 京カーブの参加者は日本の需要家がほとんどです。注文の受け手となるマーケット・メーカー、つまり非鉄ブローカーは需要家から買い注文に応じた場合、自己のポジションは売りとなります。ブローカーはディーラー（自己勘定で売り買いする業者）と違って、相場に対するリスクを負うわけにはいきません

から、ポジションは必ずスクエア（売り買いの各建玉を相殺してポジションをゼロにすること）にしなければなりません。

ところが売りポジションを圧縮しようとしても、東京カーブのマーケット・メーカーたちはみな同じ売りポジションです。この結果、東京カーブではブローカー同士の横の取引が成立しにくく、結果的に LME に注文を取り次いでしまうこととなります。東京カーブで商いは完結せず、価格形成力も生まれません。ヘッジの場として有効であっても、LME へ注文をつなぐだけの中継地点としての機能しかないのが現状です。

これを打開するには LME と同様に精錬会社や非鉄トレーダーなど市場参加者をどんどん呼び込むことが必要でしょう。三井物産はオプション取引を武器に海外の精錬会社に参加を呼びかけていますし、ルドルフ・ウォルフも南アジア各国に顧客層を拡大する戦略を練っています。どれだけのビッグプレーヤーを海外から呼び込めるか、それが東京カーブの成長のカギであり、同時にアルミ上場、JME 創設へのステップといえるでしょう。



# 石油上場の実現する日

## I N Y M E X の 奇 跡



NYMEXは取引の24時間化で、世界制覇をもくろむ（共同通信社提供）

### 市場規模が急速に拡大

1983年3月、それまでプラチナ、パラジウムなどの先物取引を行っていたニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）に WTI（ウエスト・テキサス・インターミディエート）という米国産原油が上場されました。石油輸出国機構（OPEC）を核に産油国が原油市場を支配した時代が終わりを告げ、先物取引が原油価格の形成に主導的な役割を果たす出発点となったと

いう意味で、それは画期的な“事件”だったといえます。

度重なる石油危機を背景に高まった原油価格のヘッジニーズをスタート台に、WTI先物は石油業界だけでなく商品ファンドや一般の投機資金など、さまざまなマネーを吸い上げて市場規模を急速に拡大しました。売買高は上場の翌年の84年は184万枚（1枚＝1,000バレル）、3年後の86年は831万枚、湾岸危機のぼつ発した90年には実に2,368万枚へと膨張したのです。

91～92年は頭打ち傾向になっていますが、依



## 石油上場の実現する日

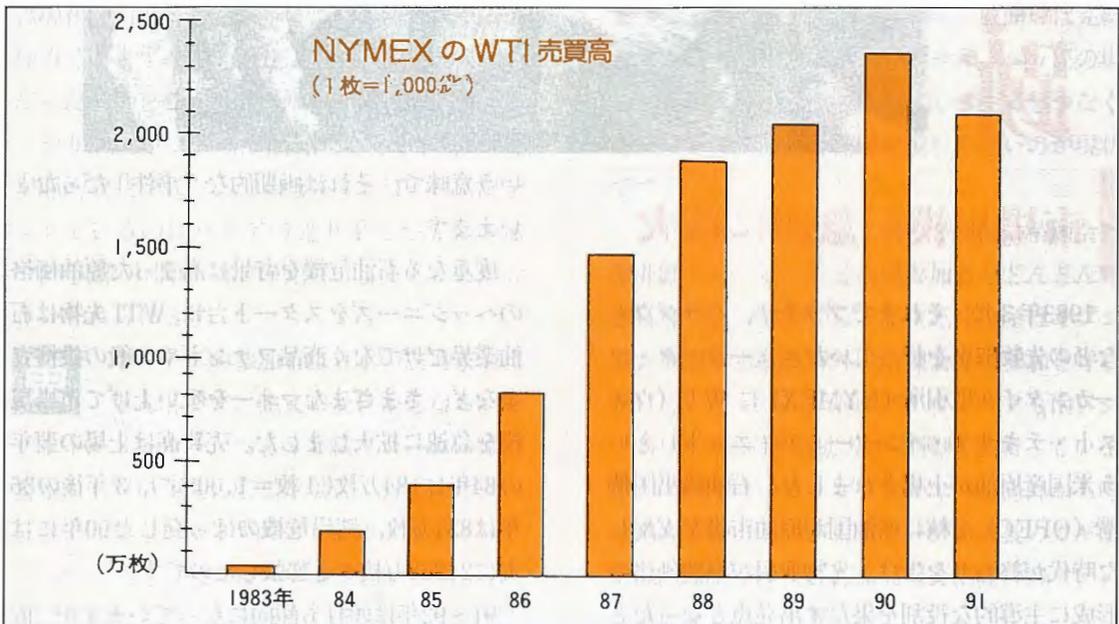
然として売買高は1日10万枚（1億<sup>円</sup>）を超えることがしばしばあります。世界の原油需要が日量約6,800万<sup>バレル</sup>であることを考えれば、その大きさがわかります。また、WTIが原油相場を形成する主役になったことはこの売買高をみれば一目瞭然でしょう。ただ、その一方、市場参加者の多くは銀行や証券会社など原油の専門家ではなく、オプションやスワップなどの技術を駆使するため、その値動きは必ずしも原油市場のファンダメンタルズを反映していない、という問題点も指摘されています。

### ACCESSで 24時間取引目指す

NYMEXが現在、もくろんでいるのは取引の24時間化です。WTI取引の立会時間が終わる午後3時10分以降、コンピューターが売り買いの注文をオンライン処理するという「ACCESS（アクセス）システム」がその柱となっていま

す。91年11月、AT&T、米大手ソフト開発会社TMIと合同でシステムの開発に着手、ようやく稼働にメドをつけたものです。日本をはじめアジア、欧州などから幅広い参加を募り年内にも本格稼働を始める方針です。

これまで原油はNYMEXの引け後は、米中西部、東京、シンガポール……と、市場を移しながら現物の買い注文、売り注文によって新しい相場を形成していました。しかし、各市場の規模は小さく、NYMEX引け後に大きなニュースが起きた時など、売買がうまく出合わず、即座に取引できないという問題がありました。ACCESSはこうした不満を解決、NYMEXの立会時間外の先物取引に対する需要をコンピューターを使って満たそうという試みなのです。特に、先物市場のない日本の潜在需要の大きさを見込み、東京時間のビジネスタイムに照準を合わせた“戦略商品”といえます。





## 石油上場の実現する日

### III

# 三菱総合研究所 報告書にみる

90年に始まった湾岸危機が原油価格のリスクヘッジ需要を高めた（共同通信社提供）



## ドバイ原油が有力候補

NYMEXだけでなくロンドンの国際石油取引所(IPE)などが、懸命に日本で原油価格へのヘッジ需要を掘り起こし、自国の先物取引に参加させようとしても、日本の市場関係者の間にはどうしても心理的な抵抗があります。これら海外の原油先物市場は、東京ではつかみにくい現地のローカルな材料に反応したり、欧米のトレーダーたちの技術的な取引手法によって予想

のしにくい値動きを見せることがあり、いまひとつ相場の変動を肌で感じるができないからです。

「東京独自の先物市場を持ちたい」——。日本の石油業界の一部に、こうした思いが出てきたのは自然な流れといえます。輸入原油の70%以上を中東に依存するわが国にとって、より関心があるのは中東産原油の動きなのです。特に、スポット市場で流通性が高く需給を敏感に反映するドバイ原油が、上場の対象として論議にあがっているのはこのためです。



## 石油上場の実現する日

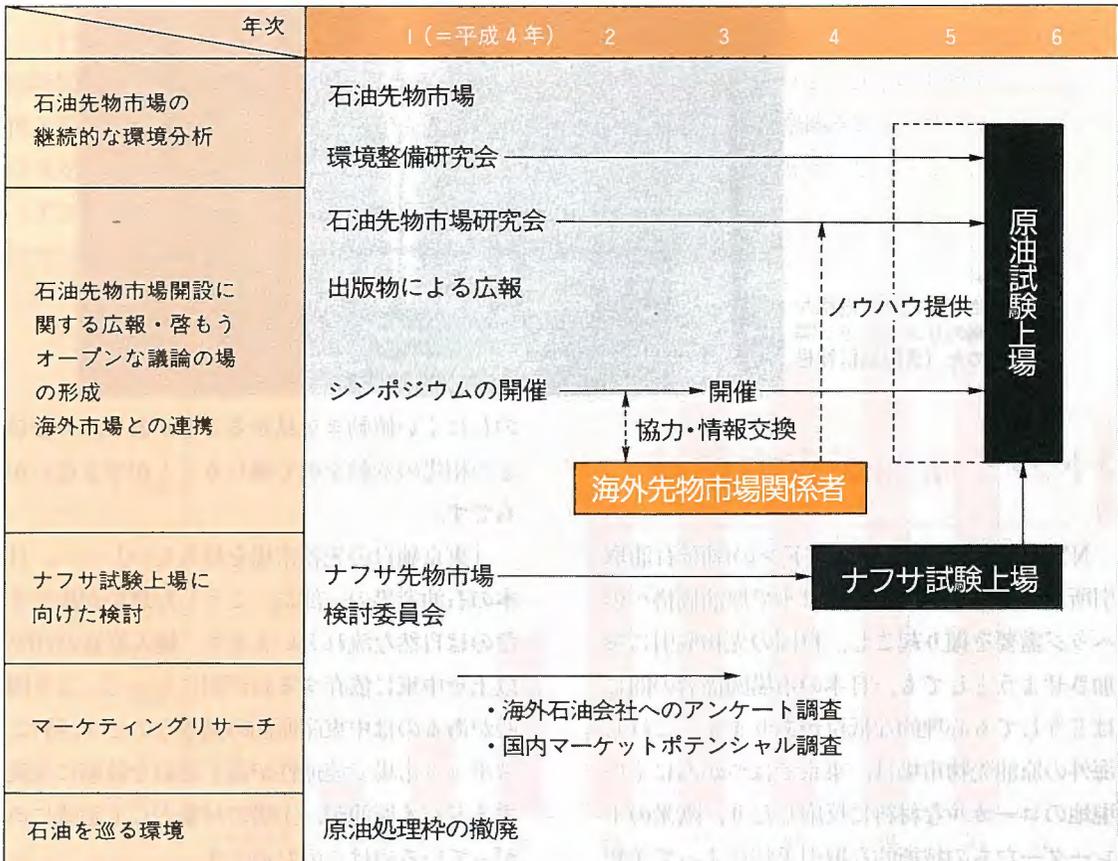
三菱総合研究所は92年3月、東京工業品取引所の依頼で石油先物市場に関するフィージビリティ調査を実施、結果をまとめました。外には湾岸戦争や旧ソ連の崩壊、内には原油処理枠の撤廃など原油市場を取り巻く環境が大きく変化する中で、日本における石油上場の意味合い、問題点を探ったもので、時宜を得たものであったと評価することができます。

以下、その調査の概要をみてみましょう。報告はまず石油先物上場の環境を分析しています。極東地域の原油取引量は全世界の30%にのぼり、十分な量的基盤があること、また、日本

は世界有数の原油輸入国であるうえ金融大国でもあるため、原油価格のヘッジニーズも高く、豊富な投機資金の流入も見込めることを指摘しています。さらに、韓国やシンガポールなどアジアの他の国からの参加を促せば、日本だけの経済要因に左右されない厚みのある市場となる、としています。

上場油種を選考するうえで重要なポイントとしては①リスクヘッジ手段としての価格特性②常に自分のポジションを手じまえるリクイディティ（流動性）——の二点を挙げています。リスクヘッジの手段としてみれば、やはり中東

### 「三菱総研の石油先物市場開設に向けてのアクションプログラム（一部略）」





## 石油上場の実現する日



石油上場を目指す東京工業品取引所

原油との連動性の高いドバイ原油が有力ですが、流動性の高さという点では WTI にかいません。このため 2 つの油種の同時上場の可能性も併記しています。

### 上場までは 準備期間 5 年必要

報告は上場までの準備期間として、およそ 5 年ぐらいが必要と判断しています。つまり平成 9 年 (97 年) ごろを試験上場の目標に据えているわけです。92 年 3 月、原油処理枠の撤廃をもって石油の規制緩和のアクションプログラムが終了しましたが、さらに合理化など業界の体質強化、価格変動リスクに対する自己責任売買ルールの浸透といった、土壌を培う必要があるためです。

先物市場のリクイディティーを増すには信頼性を確立することが必要ですが、報告はそのため検討すべき制度上の案件として次の 3 点を挙げています。

① 他市場との裁定取引 (アービトラージ) が

できるシステムづくり

② クリアリングハウスの創設

③ 市場管理システム、規制ルールなど制度面まで含んだ信頼性ある商品の上場

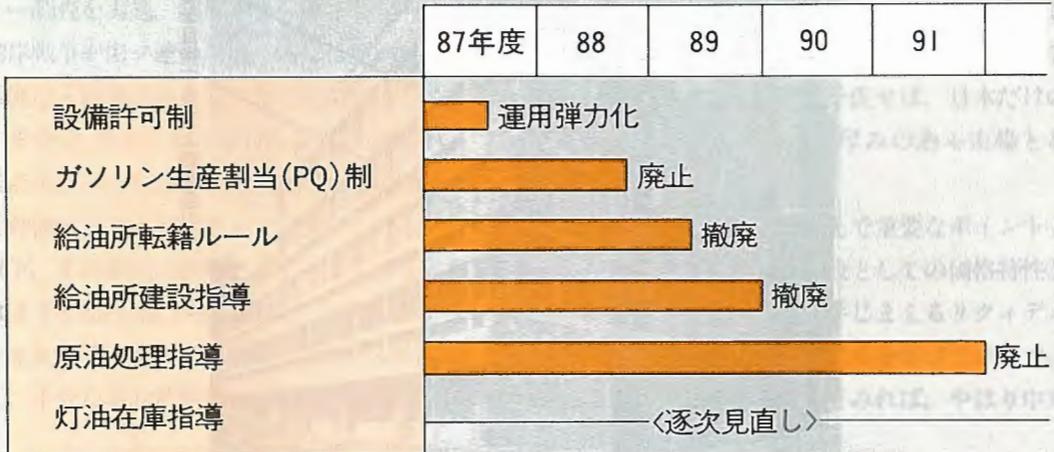
これらの措置が行われて先物市場は初めて、一般投資家や機関投資家の参加意欲を高めることができるかとみられています。報告はさらに①石油上場に関する継続的な環境分析②シンポジウムなどオープンな議論を通じた市場関係者のコンセンサスづくり③エネルギー先物市場に関するノウハウ修得・情報交換のための海外先物市場との連携——などを提言しています。

アジア市場には先行する石油先物市場としてすでにシンガポール国際金融取引所 (SIMEX) 市場がありますが、ドバイ原油が最近、上場廃止となるなど必ずしも成功していません。報告はその原因として①上場後すぐに湾岸戦争が起きるなどタイミングが悪かった②期待されていた日本や韓国からの参加がなかった③現金決済制でスタートしたため現物の受け渡しがなく、市場の信頼性が乏しかった——などの点を挙げ



## 石油上場の実現する日

わが国石油産業をめぐる規制緩和の状況



ています。

ただ、通産省・資源エネルギー庁はいまのところ原油の上場にきわめて消極的です。その論拠は「わが国の石油政策の最大の柱は供給の安定である」(石油部)ということです。原油は国内需要の99%を輸入に依存しており、この現状を踏まえ、支障のない原油の供給を図ることを主軸に、現在の石油関連の許認可事業や法体系が構築されているためです。原油の上場が価格をはじめ現在の国内市場体系に及ぼす影響について行政は「慎重に過ぎるということはない」との姿勢です。

### 押し寄せる規制緩和・自由化の波

エネルギー庁はまた、東京がニューヨークやロンドンとは決定的に違うと主張しています。米国や英国が原油の消費国であると同時に巨大な生産国でもあり、ニューヨークやロンドン市場には買い手も売り手もたくさんいるのは対

照的に、輸入専門の日本は買い手だけのマーケットであるということです。

しかしいまや、東京市場にも「売り手」は大勢いる実態をエネルギー庁は把握すべきでしょう。現物の受け渡しを前提とせず差金決済するペーパー市場がシンガポールを軸に発展してきたからです。資金力と情報力のあるトレーダーならだれでも買い手、売り手の双方になり得ることは日々のアジアの原油・石油製品スポット市場の取引が示しています。

今春の原油処理枠の撤廃に象徴されるように、石油業界には今後とも規制緩和・自由化の波が押し寄せるでしょう。共同石油、日本鉱業の合併が示すように、元売り・精製各社が本当の「体力勝負」に突入するのはこれからです。激しさを増す末端の製品価格競争は、各社に原油調達コストの削減を迫り、より多様なリスクヘッジ手段や収益チャンスを持つことが不可欠となるでしょう。「原油の上場」が時代の要請であることは間違いなさそうです。



石油上場の実現する日

# III ナフサが先行か

## オープンスペック が確立

ところで、三菱総研の調査の中で特筆すべきもののひとつが、原油に先立つナフサ上場の提案です。原油の上場に対するエネルギー庁内の慎重論や実現までに予想される曲折などを踏まえ、より現実的なところから上場問題に取り組もうという発想に基づいたものです。

日々の価格変動リスクにさらされているという点では、ナフサも原油と同様です。それだけにナフサなどの石油製品にとっても、先物市場

のニーズは大きいと思われます。しかも、SIMEX 市場に上場されている燃料油（バンカーオイル）にみられるように、これらの製品は地域的に活発な現物取引が行われています。原油の相場形成が米国の WTI 主導であるのとは違い、ナフサにはそれだけアジア特有の市場性があるという特徴があります。

また、日本を軸とした東アジアはヨーロッパと並んで世界の二大ナフサ市場のひとつです。日本だけでなく、ここ1～2年、エチレンセンターの新設ラッシュがみられた韓国、台湾をはじめとする新興工業経済群（NIES）などで今

NYMEXの原油取引（東京工業品取引所提供）

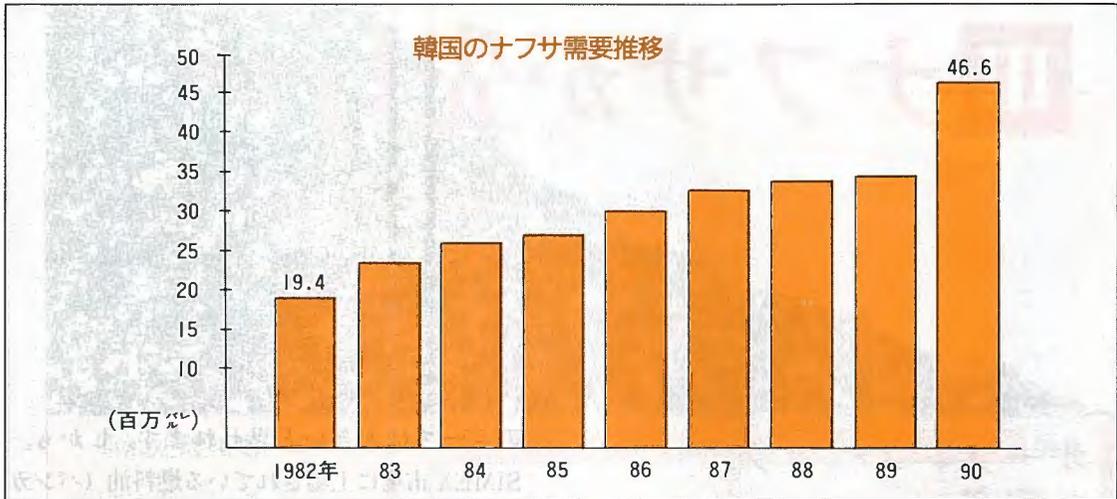


ナフサの年平均輸入価格推移  
(1㏩当たり, CIF)





## 石油上場の実現する日



後、ナフサ需要の大きな伸びが期待できます。それだけ現物価格のリスクも膨らんでおり、そのヘッジの手段である先物への潜在ニーズも増えているはずです。

ナフサの場合、すでに「オープンスペック」というスポット市場が確立しており、ある程度の規格の統一によって国際的な流通ができ上がっているという強みもあります。現在、アジア各国が市場規模拡大のための取引ルールの改正に取り組んでおり、先物市場への移行が比較的スムーズなのではないか、とみられています。

### ヘッジニーズ、 原油より高い

ナフサ価格はある意味で、原油以上にリスクヘッジの必要性が高いという側面も見逃せません。ナフサの最大の需要家は石油化学メーカーです。彼らはナフサからエチレン、プロピレンといった基礎石化製品をつくり、これが無数の誘導品に枝分かれします。一部はポリエチレン、ポリプロピレンなどの合成樹脂となって自動車や家電向けの部品メーカーに、あるいはスーパ

ーのレジ袋メーカーに納入され、一部は塩ビ樹脂となって建材メーカーの購入するところとなっています。

そのすそ野はきわめて広く、しかも石化製品の場合、石油製品卸値の「月ぎめ制度」のように原油相場の変動をきちんと転嫁できる値決めのルールはありません。むしろ大口需要家の厳しい値下げ要求にさらされて、石化メーカー各社の収益は大きく圧迫されています。ナフサのトレーディングに携わる商社などを含め、価格リスクのヘッジの切迫性が原油よりも大きいというのはこのためです。

こうした点で「ナフサ先行」が原油上場への近道であるということがいえそうです。東京工業品取引所は今年度中にも「ナフサ先物市場検討委員会」(仮称)を作り市場参加者の想定や先物ニーズの集約などを終え、試験上場を目指す考えです。いずれにせよ、石油の上場には行政のカベを含め今後、様々な問題が立ちはだかるでしょう。実現には当の業界自身がどれだけ意識改革を進め、上場に向けた機運を高められるかが大きなカギを握るといえそうです。



# 静かに続く 指数の研究

## I 指数取引の現状

### 指数先物取引とは

90年末の商品取引所法改正でオプション（選択権）取引とともに、上場できるようになったのが指数先物取引です。指数先物取引とは複数の商品の価格を平均した指数を弾き出し、この指数を売買することです。例えば、金、白金（プラチナ）、パラジウム、銀を組み合わせた「貴金属指数」などが考えられます。

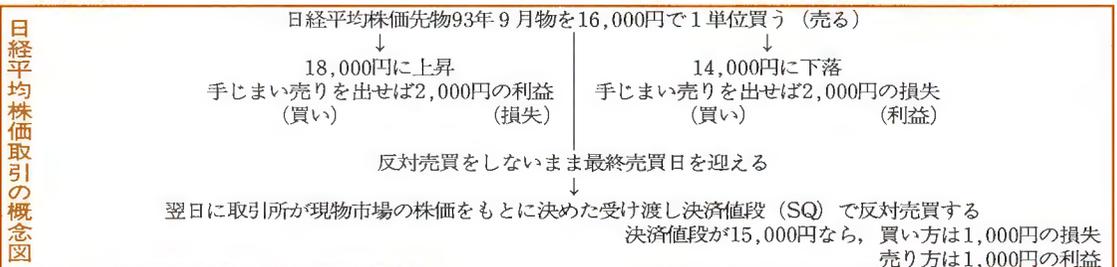
多数の商品に分散投資をする商品ファンドの国内市場への取り込みには上場商品にバラエティーを持たせると同時に、市場全体の価格動向を示す指数の上場が欠かせません。

指数取引では証券市場が先輩格で、すでに指数先物取引が行われています。86年9月にシン

ガポール国際金融取引所（SIMEX）で日経平均株価先物の取引が始まったのを皮切りに、88年9月に大阪証券取引所に日経平均株価、東京証券取引所にTOPIX（東証株価指数）が上場され、先物取引が日本でも行われるようになりました。特に日経平均株価先物は大阪証券取引所の看板商品となっています。

### 証券市場では不可欠の存在

売買も盛んに行われています。しばしば、現物市場にも裁定取引を通じて影響を与えるほどで、92年3月の株式相場下落の際には“相場下落の犯人”と名指しされたことは記憶に新しいところです。指数先物市場を基にしたオプション取引も行われており、今や、指数先物を抜き





にして証券市場は語れなくなりました。

指数取引は商品先物市場にはなじみがないだけに、指数先物取引の実際を日経平均株価を例にとって説明してみましょう。

投資家のAさんは「株式市況は今が底」と判断して、証券会社に日経平均株価先物の買い注文を出しました。株価とはいっても、先物ですから、限月があります。日経平均株価先物の場合、3月、6月、9月、12月の4限月制になっています。Aさんは最終売買日まで最も時間がある93年9月物を1単位買うことにしました。

日経平均株価先物の取引単位は株価を1,000倍した金額です。93年9月物の株価がちょうど16,000円だったので、1,600万円が1単位になります。委託証拠金は原則として9%の金額になりますが、最低証拠金という制度があるため、証拠金が600万円以下になる場合は、一律600万円になります。Aさんは証券会社に600万円を払って日経平均株価93年9月物1単位を16,000円で買いました。

3カ月後に93年9月物日経平均株価先物は18,000円に上がっていました。Aさんは絶好の

利食いの時期とみて、手じまい売りの注文を証券会社に出しました。Aさんの利益は2,000円の1,000倍の200万円から証券会社の手数料を差し引いた額になります。逆に日経平均株価が14,000円に下がったときに手じまい売りを出せば、Aさんは200万円と手数料を足した分を損したことになります。この仕組みは商品先物と全く同じです。

**SQで差金決済**

仮に、反対売買しないまま、ポジションを待ち続けて、最終売買日を迎えたときはどうなるのでしょうか。商品先物市場では納会日まで売りポジションを持っている人は現物を差し出さなければならないし、買いポジションを持っている人は現物を受けなければなりません。ところが、指数は形がないものだけに、現物の受け渡しができません。

日経平均株価先物の場合は、最終売買日（商品先物では納会に当たる）の翌日の現物市場の寄り付きの日経平均株価を基に取引所が受け渡し決済値段（SQ）を算出します。ポジションを待ち続けた場合はSQの差金の決済をすることになります。仮にSQが15,000円となると、16,000円の買いポジションを持っているAさんは15,000円で売り手じまいさせられて、1,000×1,000の100万円と手数料分の損失になります。

商品先物指数では、指数を算出している基となっている商品の先物市場が納会日を迎えたときの終値または翌日の寄り付き値から算出した数字が、SQになると思われます。

指数上場は投資対象のバラエティーを持たせ、商品ファンド資金の流入を促すだけでなく、裁定取引など投資家にビジネスチャンスの拡大をもたらすでしょう。

CRB 先物指数の構成品目

品 目 名	取 引 所 名
生 牛	シカゴ・マーカントイル取引所
生 豚	シカゴ・マーカントイル取引所
冷 凍	シカゴ・マーカントイル取引所
ポークベリ	シカゴ・マーカントイル取引所
材 木	シカゴ・マーカントイル取引所
銅	ニューヨーク商品取引所
金	ニューヨーク商品取引所
銀	ニューヨーク商品取引所
原 油	ニューヨーク・マーカントイル取引所
白 金	ニューヨーク・マーカントイル取引所
ヒーティング	ニューヨーク・マーカントイル取引所
オイルNo.2	ニューヨーク・マーカントイル取引所
小 麦	シカゴ商品取引所
トウモロコシ	シカゴ商品取引所
大 豆	シカゴ商品取引所
大豆ミール	シカゴ商品取引所
大 豆 油	シカゴ商品取引所
大 麦	シカゴ商品取引所
砂 糖 No. 11	コーヒー・砂糖・ココア取引所
コ ー ヒ ー	コーヒー・砂糖・ココア取引所
コ コ ア	コーヒー・砂糖・ココア取引所
綿 花 No. 2	ニューヨーク綿花取引所
冷凍オレンジ	ニューヨーク綿花取引所
ジュース	ニューヨーク綿花取引所



ここで簡単に指数を使った裁定取引を説明しましょう。日経平均株価先物の場合、現物株市場で株価指数に連動するような銘柄を組み合わせたポートフォリオ（資産運用）と指数先物とで、割安な方を買って、割高な方を売っておきます。その際に基準となるのが短期金融市場での金利水準などから算出される理論値です。その後、両者の水準が近づいてきたときに、反対売買をしてサヤを稼ぎます。

現物市場での指数と先物指数は受け渡し決済値段を決めるため、先物の売買最終日までに必ず、一致することになっています。両者の差が広がっているうちに、裁定取引を始めれば、利益が得られます。確実にしかもリスクなしで利益があげられるだけに、証券市場では外資系の証券会社などが盛んに裁定取引を行っています。

### 米国ではすでに脚光

既に米国では指数取引が脚光を浴びています。カンザスシティー商品取引所（KCBT）が82年2月に「バリュールイン総合株価指数」、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME）が同年4月に「S&P500種株価指数」を上場、「ニューヨーク証券取引所総合指数」が同年5月にニューヨーク先物取引所（NYFE）に上場されるなど、80年代初めに株価指数の上場が相次ぎました。

商品では代表的な商品指数で、コモディティ・リサーチ・ビューロー社（CRB）が算出しているCRB先物指数が86年6月にNYFEに上場されています。CRB指数は穀物、貴金属、非鉄、原油などの商品を市場規模に応じて加重平均して算出したものです。幅広い商品に分散投資している商品ファンドがヘッジ手段として利用されています。また、商品先物指数は株式や債券とは異なった値動きをするため、株式や債券などの資産が多い、米国の年金機関などがヘッジ手段として使うケースも多くなっています。

CMEは92年7月末に、「ゴールドマン・サックス商品指数」を上場しました。シカゴ商品取引所（CBT）も秋には国際商品指数を上場する見通しです。

商品先物市場にはインフレヘッジとしての機能を本来備えています。多様な商品価格を総合した商品指数はインフレヘッジの手段としては最良のものといえるでしょう。また、日銀が毎月発表している消費者物価指数（CPI）と卸売物価指数（WPI）は、究極の商品指数といえるでしょう。最近では人材派遣料や物流費などを含めた企業向けのサービス価格の指数を日銀が算出しています。まさにインフレ動向そのものを表しているだけに、近い将来、日本の商品取引所でCPIやWPI、サービス価格指数の先物取引が行われているかもしれません。

## Ⅲ 指数取引の意義と問題点

### 売買はファンドが主体

指数取引が商品先物市場で始まることはどのような意義があるのでしょうか。

第一に商品ファンド時代への対応です。リス

クの分散をねらって商品ファンドは投資先を分散します。投資した商品それぞれに、ヘッジをかけるのは手間がかかって効率的ではありません。商品先物市場全体の価格動向を示す指数があれば、ファンドを運用するCTA（商品ファンドの運用担当者）は指数を取引することで現在、



持っているポジションのヘッジをかけることが可能になります。しかも先物であれば差金決済ですので、小額の資金でヘッジができます。

指数取引では先輩格の米国でも CRB 先物価格指数を売買しているのは大半が商品ファンドです。また、日本でも日経平均株価先物市場、TOPIX 先物市場に参加しているのは生命保険会社、損害保険会社など、多くの株式銘柄を持っている機関投資家がほとんどです。逆にいえば、今後、商品ファンドの国内先物市場への参入が待たれていますが、商品先物指数があれば、内外のファンドの参加をより促しやすくなることは間違いありません。

今後、日本の商品先物市場でも上場商品が一気に増えていくことが予想されます。トウモロコシ、パラジウムに続いて、輸入冷凍エビ、サケ、アルミニウム、鶏卵、豚肉、オレンジジュース、コーヒー、ココア、ナフサ、大豆油、大豆ミールなどの上場が多く取引所で検討されています。上場商品の顔触れが一層多様になることで、商品ファンドの分散投資を可能にすると同時に、商品先物指数の算出もより総合的なものになります。

### 指数取引への条件

指数取引が商品先物市場でも活発になるための条件を考えてみましょう。

まず、指数そのものに信頼性がなければなりません。市場の参加者が「この指数は商品市場全体の動きを示している」とみなければ、ヘッジ手段として利用されることも裁定取引が行われることもないでしょう。指数の算出方法は誰もが納得できるものでなければなりません。

それには商品先物市場に上場されている商品数が多くなる必要があります。日経平均株価の場合は東京証券取引所での代表的な225種類の

### 日経商品先物指数の構成目

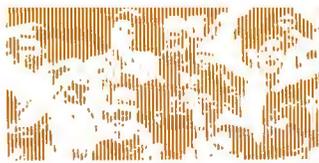
	(品目名)	(取引所名)
貴金属	①金	東京工業品取引所
	②銀	東京工業品取引所
	③白金	東京工業品取引所
農産物	④天然ゴム	東京工業品取引所
	⑤大豆	東京穀物商品取引所
	⑥小豆	東京穀物商品取引所
	⑦粗糖	東京砂糖取引所
繊維	⑧綿糸	大阪繊維取引所
	⑨毛糸	大阪繊維取引所
	⑩スフ糸	名古屋繊維取引所
	⑪生糸	横浜生糸取引所
	⑫乾繭	前橋乾繭取引所

銘柄の株価を組み合わせたものですが、商品先物市場ですと、現在のところ、13しか上場商品がありません。ひとつの商品の値動きが指数を大きく動かしてしまうことになってしまいます。ある商品相場で仕手戦などが行われると、指数もその影響を受けてしまいます。そうすると、指数を思うままに操縦してしまう市場参加者が出てこないとも限りません。

さらに、指数を算出するところが社会的信頼性を持っていないければなりません。指数がある特定の利益を代表するものによって左右されてしまうと、指数取引そのものに公平さが欠けてしまいます。

それだけではありません。裁定取引を通じて、現物市場や個々の商品先物市場へ悪影響を及ぼして、相場が商品の需給と異なった方向に動いてしまうことも考えられます。

指数取引が商品先物市場で始まったとして、売買が盛んに行われるかどうかは分かりません。現在の商品先物市場の参加者の多くが個人投資家です。指数という実体のないものの取引に個人投資家がなじむかどうかはカギです。オプション取引がいまひとつ、盛り上がり欠けているだけに、指数取引が同じ轍を踏む可能性もあります。指数取引の方法や変動要因などを個人投資家に周知させることも必要となるでし



よう。日経平均株価先物の取引に参加しているのが機関投資家という現状からも、指数取引に

は国内の商品先物市場にもファンドの参加が欠かせないでしょう。

## Ⅳ 指数上場の可能性を探る

### 指数上場で活性化図る地方商取

現在、商品指数の上場を検討している取引所は名古屋繊維取引所、大阪繊維取引所、神戸ゴム取引所、前橋乾繭取引所、名古屋穀物砂糖取引所、の5取引所です。現状では指数上場に関しては農水省系が一步リードしている格好になっていますが、通産省系の取引所も着々と準備を進めています。

前橋乾繭取引所が考えているのは豚肉の指数です。前橋を中心とする北関東地方は養豚が盛んです。豚肉は価格の変動が激しいため、養豚農家やハムメーカーの間にはヘッジニーズが高まっています。

豚肉の場合、標準品を決めるのが難しいのと、保存性がないため、前橋乾繭取引所は東京の芝浦市場での卸売価格などをもとにした豚肉価格指数を上場する方向で検討を進めています。豚



神戸ゴム取引所

肉の先物取引を行っている CME にも調査団を派遣しており、豚肉取引のノウハウを取り入れています。現在は周辺の養豚農家やハムメーカーに先物取引の仕組みや利用の仕方を周知させている段階です。この作業が一段落する年末には上場への具体的なスケジュールが浮かび上がってくると思われます。

### 通産省系商取も力を入れる

名古屋を指数取引のメッカにしようとしているのは名古屋繊維取引所です。まだ、準備委員会を設けて、どのような指数の上場が可能かを探っているところです。指数取引先進国の米国に調査団も派遣して、名古屋繊維取引所にふさわしい指数を選定しようとしています。

候補として想定されるのは金、銀、白金（プラチナ）、パラジウムの4品の貴金属指数です。貴金属を上場している東京工業品取引所との協力が不可欠ですが、通産省系の商品で高いが最も活発で、海外の商品ファンドも関心を示している商品群だけに、貴金属指数は最有力候補といってもよいでしょう。

名古屋は大阪とともに、繊維産業が盛んな町です。繊維先物取引の活性化を狙って綿糸、毛糸、スフ糸などを組み合わせた繊維先物指数の上場も考えられます。繊維の指標市場としての地位の確立を狙っているだけに、指数を上場することで活路を見いだすことも可能です。

そのほかにも、天然ゴムをも含めた通産省系物資の商品先物指数も候補となるでしょう。同



日経商品指数の採用品目

注) ゴチック体は17種指数採用品目

<p>【鋼材目】</p>	<p>異形棒鋼19ミリ 等辺山形鋼6×50ミリ H形鋼5.5×8×100×200ミリ 冷延薄板1.6ミリ 厚鋼板12ミリ 機械構造用炭素鋼100ミリ ステンレス鋼板 sus304.2~3ミリ</p>	<p>【化学目】</p>	<p>硫酸 (98%) カゼインソーダ 純ベンゼン 酸化チタン (ルーチル型, 白) 塩化ビニール樹脂 (ストレート) 低密度ポリエチレン (粒状)</p>
<p>【非鉄品目】</p>	<p>銅地金・鉛地金 亜鉛地金・すず地金 アルミニウム地金 (99.7%物)・黄銅丸棒25ミリ</p>	<p>【石油目】</p>	<p>ガソリン (標準物) 灯油 (民生用白灯油) C重油 (硫黄分3%)</p>
<p>【繊維品目】</p>	<p>綿糸40単 羊毛織糸48双 スフ糸30単ダ 生糸27中3A ポリエステル糸75デニール (長繊維) ナイロン糸70デニール (長繊維) アクリル糸32双 (紡績糸)</p>	<p>【紙品目】</p>	<p>上質紙 (A級) コート紙 (A級) 段ボール原紙 (外装用 K'ライナー)</p>
<p>【木材目】</p>	<p>米ツガ正角 (4インチ1/8角, 10~20フィート, カナダびき) ヒノキ正角 (10.5センチ角, 3メートル物, 近県産) 杉小幅板 合板 (コンクリート型枠用, I類, 12ミリ)</p>	<p>【食品目】</p>	<p>大豆 (インジアナ・オハイオ・ミシガン, 選別) 食用油 (大豆白絞め油) 砂糖 (上白)</p>
		<p>【その他】</p>	<p>牛原皮 (北米産, テキサス・ベビー・ステア) 天然ゴム (RSS 3号) セメント (普通, 袋詰め)</p>

取引所が目標としている中部地方の中心取引所としての性格を強めるには何らかの特徴が不可欠です。今後、具体的な候補名を挙げたうえで、指数上場への検討作業を進めていくでしょう。

アルミニウムの上場の準備を進めている大阪繊維取引所も指数上場には前向きに取り組んでいます。取引所内に設けられている新規商品開発室では、綿糸20単と綿糸40単を組み合わせた綿糸指数、日経商品先物指数以外にも、アルミニウム、銅、鉛など非鉄の現物市場での価格を指数化した日経非鉄価格指数、アルミ新地金とアルミ製品の価格から算定するアルミ指数も候補として挙げられています。

引け後節を設定するなど取引の国際化に積極的に取り組んでいる神戸ゴム取引所では天然ゴムの価格指数の上場が浮上しています。同取引所としてはまず、現在、上場しているシート状ゴムのRSS 3号だけでなく、ブロック状のTSR20号の新規上場を実現してから指数上場を検討する姿勢です。

天然ゴムは品質が不安定で、需要家のタイヤメーカーからは取引所での受け渡しを敬遠する

傾向があります。市場関係者からも天然ゴムは標準品取引になじまないとの声も出ています。先物市場のヘッジ機能を失わずに、こうした批判にこたえるには天然ゴムの指数取引を開始したほうがよいとの意見も出始めています。

具体的には国際天然ゴム機関(INRO)が、ロンドン、ニューヨーク、シンガポール、クアラルンプールの4市場での価格を加重平均して出したINRO価格が最有力候補となるでしょう。

これら以外にも繊維や鋼材、非鉄など市況性の高い商品で構成している日経商品指数17種や42種など、景気との関連性が高く、インフレの指標となっている指数を上場できれば、一般社会の商品先物市場への関心度も高まる可能性もあります。

目下、指数上場に取り組んでいるのは東京以外の取引所です。商品先物市場全体の売買高の60%前後が東京の3取引所に集中、地方の取引所は存在意義を問われています。指数上場は商品先物市場の拡大という効果だけでなく、地方商品取引所の活性化の切り札としての役割を果たそうとしています。

## 2001年の先物市場

通産省産業政策局商務室長

### 細野哲弘氏

ほその てつひろ

- 昭和27年 岐阜県生まれ
- 51年 京都大学卒業
- 同年 通産省入省
- 58年 科学技術庁原子力局  
政策課課長補佐
- 60年 マレーシア日本大使  
館一等書記官
- 平成2年 中小企業庁小売商業  
企画調整官
- 3年 産業政策局商務室長



21世紀をにらんで通産省は、農水省と歩調を合わせ90年に商品取引所法を抜本的に改正した。新規上場を促す手段として「試験上場制度」を導入したが、その先駆けとなったのが東京工業品取引所のパラジウム先物である。原油、非鉄など多くの上場予備軍もある。通産省としては21世紀の商品先物市場をどのように描いているのか。細野哲弘・産業政策局商務室長に2001年へ向けた商品市場の今後の方向性を聞いた。(聞き手は日本経済新聞・宮本寿昭記者)

——現在の国内商品市場は先物本来の機能を果たしていないという議論があります。どうお考えですか。

細野 今の国内商品先物市場は客観的にみて、世界の類似市場や国内の証券、債券市場と比較して内容、規模ともに本来の機能、実力を十分発揮しているとは言い難いでしょう。ただ、そうだった過去の経緯もあり、いたずらに大きくすれば良い、というものでもありません。国民経済的な視点から今後の方向性を吟味する必

要があると考えます。先物市場は本来、当事者のリスク・ヘッジの場なので、その条件を阻害しているものは何かを議論しなければなりません。一般投資家、機関投資家にとって、資産を運用するに耐えられる市場であるかどうかを検討する必要があるでしょう。この両面から考えると同時に、国境を越えてモノ、技術が動く時代なので、国際的に通用する制度的、技術的スキームを作ることが重要でしょう。

——国内では需要家の反対が強く上場がで

きないという事情はありませんか。

細野 原材料を調達してから販売するまでの間、リスクは必ずあります。どの業態にもリスクがあるのに上場できない理由を考えてみましょう。日本以外でリスクをヘッジしている業界では、国内上場しなくてもいいと思っている人がいるかもしれません。また、商品先物市場の有用性を認めながらも歴史的な経緯から、自らの事業にかかわる部分を委ねるほど商取業界が整っていないと考えている人もいるかもしれません。それが誤解なら理解してもらおう努力をしなければならぬし、批判される面は是正しなければなりません。事業者が自分にとって有用であると思うことが市場を拡大するのですから、どのような姿になれば有用になるのかを議論したほうが良いと考えています。

——投資家の観点からはどうでしょうか。

細野 投資家にとってはポートフォリオ（資産運用）の多様化が必要です。株、債券とは違った値動きをする商品（コモディティ）は重要なのですが、現在の品ぞろえでは分散投資にも限界があります。いろいろな種類のいろいろな値動きをするメニューの豊富な市場にする必要があります。実はこの問題は古くて新しい問題なのですが、商品取引所法の大改正、商品投資事業法（商品ファンド法）の施行と、制度面では大きな変化を促す法的なスキームができたのですから、今後の方向性を探る良い時期になっています。行政官庁の中でも研究会などを開催し、方向性を描く努力を進めています。

——方向性は見えてきているのですか。

細野 マクロ経済的にもミクロ経済的にも意味があると認められ、必要なところに必要な市場が整備されることが好ましいといえます。商品先物に対する理解が深まっていけば、市場の



構成も事業者（商品取引会社）の内容もいい方向に変化していくことが期待できます。これがメニューの多様化につながれば、投資家のためにもなるでしょう。原材料でわが国の輸入が多いもの、あるいは加工した後でも世界に占める日本のシェアが高いものについては、価格形成のイニシアチブをとる必要があります。この面からは鉱工業品にいくつか有力な上場候補商品があります。自分の国の中でリスクをヘッジするのは必要不可欠になるでしょう。いつまでも閉ざしておくことはなく、（上場商品の拡充は）着実に積み上げていきたいと思います。

——商品ファンドが今後、本格的に国内にも登場してきますが、商品先物市場にどのようなインパクトを与えるのでしょうか。

細野 商品ファンドは商取業界に直接的なインパクトをもたらすものではありません。ただ、商品の性格上、これまでにあった金融商品と同じように投資家にアクセスできる商品です。ハイリスク・ハイリターン先の先物取引よりアクセスしやすく、投資家のすそ野を広げることができます。こうして集められた資金は最終的には商品先物市場につながるわけですから、商品ファンドを通じて間接的に商品市場のイメージが向上したり、身近に接してもらった効果があるでしょう。

## ●日本の商品取引所と主要上場商品 (全国商品取引所連合会調べ)

商品取引所名	電話番号	上場商品名 (出来高のある商品に限る)
北海道穀物商品取引所	(011)221-9131	農産物(国内産大豆, 小豆, 大手亡豆, 馬鈴しょでん粉, 輸入大豆)
東京穀物商品取引所	(03)3668-9311	農産物(小豆, 米国産大豆, とうもろこし)
名古屋穀物砂糖取引所	(052)571-8161	農産物(小豆, 甘しょでん粉, 輸入大豆), 砂糖(精糖)
大阪穀物取引所	(06)531-7931	農産物(小豆, 輸入大豆)
神戸穀物商品取引所	(078)671-2901	農産物(小豆, 輸入大豆)
関門商品取引所	(0832)31-1313	農産物(小豆, 輸入大豆, とうもろこし), 砂糖(精糖)
東京砂糖取引所	(03)3666-0201	砂糖(精糖, 粗糖)
大阪砂糖取引所	(06)245-2261	砂糖(精糖, 粗糖)
横浜生糸取引所	(045)641-1341	繭糸(生糸)
神戸生糸取引所	(078)331-7141	繭糸(生糸)
前橋乾繭取引所	(0272)52-1401	繭糸(乾繭)
豊橋乾繭取引所	(0532)52-6231	繭糸(乾繭)
東京工業品取引所	(03)3661-9191	貴金属(金, 銀, 白金, パラジウム), 毛糸, 綿糸(40番手), ゴム(RSS3号)
名古屋繊維取引所	(052)951-2171	綿糸(40番手), スフ糸(捲縮ダル), 毛糸
大阪繊維取引所	(06)253-0031	スフ糸(普通ブライト, 捲縮ダル), 毛糸, 綿糸(20番手, 40番手)
神戸ゴム取引所	(078)331-4211	ゴム(RSS3号)

### 主要上場商品の取引単位

金 1<sup>キ</sup>, 銀 30<sup>キ</sup>, 白金 500<sup>キ</sup>, パラジウム 1,500<sup>キ</sup>, ゴム 5,000<sup>キ</sup>, 綿糸(20単) 907.18<sup>キ</sup>(2,000<sup>キ</sup>), 同(40単) 1,814.36<sup>キ</sup>(4,000<sup>キ</sup>), 毛糸 500<sup>キ</sup>, スフ糸 2,267.95<sup>キ</sup>(5,000<sup>キ</sup>), 生糸 150<sup>キ</sup>, 乾繭 300<sup>キ</sup>, 輸入大豆 250袋(15<sup>ト</sup>), 小豆 80袋(2,400<sup>キ</sup>), とうもろこし 100<sup>ト</sup>, 粗糖 10<sup>ト</sup>

## ●海外の主要商品先物市場と主要上場商品一覧

(1992年9月現在, OP=オプション)

先物取引所名	上場商品名 (出来高のあるものに限る)
シカゴ・ボード・オブ・トレード(CBOT)	小麦, 燕麦, 大豆, 大豆油, 大豆粕, コーン, 金(100oz, 1kg), 銀(5,000oz, 1,000oz), Mortgage backed, 15年物国債, 6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> ~10年物国債, 5年物国債, 2年物国債, 30日物金利, 地方債指数, 主要市場株価指数, 肥料, 5年スワップ(すべてOP付)
シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)	生牛, 素畜牛, 生豚, ブロイラー, 冷凍豚バラ肉, 材木, 90日物国債, ユーロドル3カ月, 英ポンド, 日本円, 加ドル, 独マルク, 豪ドル, スイス・フラン, LIBOR 1カ月, S&P500株価指数, S&P400株価指数, ゴールドマンサックス商品指数, 日経225株価指数, ユーロドル/ユーロポンド預金金利差, ユーロドル/ユーロマルク預金金利差, ユーロドル/ユーロ円預金金利差(すべてOP付き)
ミッド・アメリカ商品取引所(MIDAM)	小麦, コーン, 燕麦, 大豆, 大豆粕, コメ, 生牛, 生豚, NY渡し金(33.2oz), NY渡し銀(1,000oz), 白金, 15年物国債, 6 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> ~10年物国債, 90日物国債, ユーロドル, 英ポンド, 日本円, 加ドル, 独マルク, スイス・フラン(すべてOP付き)

ニューヨーク・コーヒー・砂糖・ココア取引所(CSCE)	コーヒー, 砂糖, ココア(すべて OP 付)
ニューヨーク綿花取引所(NYCE)	綿花, 冷凍オレンジジュース, 5年物国債, 2年物国債, ECU, 米ドル指数(すべて OP 付)
ニューヨーク先物取引所(NYFE)	NYSE 総合指数, CRB 先物価格指数, 30年物国債, NYSE 総合指数 OP, CRB 先物価格指数 OP
ニューヨーク商品取引所(COMEX)	金(100oz), 銀(5,000oz), 銅, 白金, パラジウム, 金 OP, 銀 OP, 銅 OP
ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)	白金(50oz), パラジウム, プロパン, 原油, サワー原油, 暖房用油, 無鉛ガソリン, 天然ガス(すべて OP 付)
カンザスシティ市商品取引所	小麦, グレン・ソルガム, バリュールイン株価指数, ミニ・バリュールイン株価指数(すべて OP 付)
ミネアポリス穀物取引所	春小麦, 白小麦, 燕麥(すべて OP 付)
ロンドン先物・オプション取引所(FOX)	コーヒー, 粗糖, 精白糖, ココア, 大豆, 大麦, 小麦, ポテト, ラム肉, 豚肉, 海上運賃指数(すべて OP 付)
ロンドン金属取引所(LME)	銅, ニッケル, 鉛, 亜鉛, アルミ地金, 錫(すべて OP 付)
ロンドン国際石油取引所(IPE)	ブレント原油, ドバイ原油, ガスオイル, ガソリン, ブレント原油OP, ガスオイルOP
ウィニペグ商品取引所	小麦, 燕麥, ライ麦, 亜麻種, 菜種, サンダー・ベイ産大麦, 西部産大麦
パリ金融先物取引所(MATIF)	ポテト, コーヒー, 精白糖, 長期国債, ECU 債, PIBOR 3カ月, CAC40株価指数, イタリア国債, 長期国債 OP, PIBOR 3カ月 OP, ECUOP
ル・アーブル取引所	コーヒー
アムステルダム金融定期市場(FTA)	国債, EOE 株価指数, DT5指数, ET100指数, ドル/ギルダー金利差
アムステルダム農産物先物市場	ポテト, 豚肉, 生豚
ロッテルダム・エネルギー先物取引所	原油, 燃料用油, ガスオイル
シドニー先物取引所(SFE)	羊毛, 生牛, 10年物国債, 3年物国債, 90日物銀行引受手形, 総普通株価指数, 10年物国債 OP, 3年物国債 OP, 豪ドル OP, 90日物銀行引受手形 OP, 総普通株価指数 OP
シンガポール国際通貨取引所(SIMEX)	金, 英ポンド, 日本円, 独マルク, 日経平均株価, ユーロドル3カ月, ユーロマルク3カ月, ユーロ円3カ月, ドバイ原油, 燃料用油, ガスオイル, 日本円 OP, 独マルク OP, ユーロドル3カ月 OP, ユーロ円3カ月 OP, 日経平均株価 OP
シンガポール・ゴム取引所	ゴム
クアラルンプール商品取引所(KLCE)	パーム・オイル, パーム・オレイン, 錫, ココア
香港先物取引所(HKFE)	砂糖, 大豆, 金, ハンセン株価指数, HIBOR 3カ月
金銀業貿易場	金, 銀
サンパウロ商品取引所	生牛, 綿花, コーヒー
先物取引所(BM&F)	大豆, コーヒー, 生牛, 生豚, 綿花, 金, 米ドル, 日本円, 独マルク, 国内CD, Bovespa 株価指数, 金利, 金 OP, コーヒー OP, 米ドル OP
ブラジル先物取引所(BFE)	金, 米ドル, 日本円, 独マルク, リオ証取指数

出典:FIA 月間統計/月刊誌「FUTURES」/月刊誌「FUTURES AND OPTIONS WORLD」



ア	(株)アイメックス	〒460	名古屋市中区栄2-11-7	☎052-201-2011
	(株)アサヒトラスト	〒103	東京都中央区日本橋本町1-1-8	☎03-3279-5021
	朝日ユニバーサル貿易(株)	〒541	大阪市中央区平野町1-8-13	☎06-201-2711
	(株)アルフィックス	〒532	大阪市淀川区西中島1-15-2	☎06-304-5071
イ	(株)飯島商店	〒231	横浜市中区北仲通5-57	☎045-201-8431
	石橋生紙(株)	〒231	横浜市中区山下町1	☎045-641-7161
	伊藤忠商事(株)	〒107-77	東京都港区北青山2-5-1	☎03-3497-3936
	(株)入や商店	〒440	豊橋市萱町49	☎0532-55-1177
ウ	上野(合名)	〒542	大阪市中央区南船場1-17-11	☎06-261-1283
エ	エグチフューチャーズ(株)	〒461	名古屋市中区泉3-17-9	☎052-931-0111
	エース交易(株)	〒150	東京都渋谷区東1-26-26	☎03-3406-4649
オ	大石商事(株)	〒460	名古屋市中区栄3-14-30	☎052-241-1556
	大阪大石商事(株)	〒542	大阪市中央区南船場2-5-24	☎06-261-4231
	大阪卸衣料(株)	〒541	大阪市中央区高麗橋2-1-10	☎06-203-5341
	大阪コモデティジャパン(株)	〒530	大阪市北区天神橋3-8-9	☎06-357-6111
	大阪第一食糧事業(協組)	〒550	大阪市西区立売堀1-11-12	☎06-543-6075
	(株)大島商店	〒103	東京都中央区日本橋小網町1-3	☎03-3666-1181
	太田商事(株)	〒456	名古屋市熱田区古新町2-83-1	☎052-681-8061
	大西商事(株)	〒750	下関市南部町22-14	☎0832-31-5155
	岡地(株)	〒460	名古屋市中区栄3-7-29	☎052-261-3311
	岡常商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋本町3-1-8	☎03-3241-3241
	岡藤商事(株)	〒541	大阪市中央区本町3-2-11	☎06-261-7671
	岡安商事(株)	〒541	大阪市中央区北浜2-3-8	☎06-222-0001
	乙部米穀(株)	〒550	大阪市西区阿波座1-10-14	☎06-532-0671
	オリエン貿易(株)	〒810	福岡市中央区渡辺通5-24-30	☎092-712-3111
	オリオン交易(株)	〒650	神戸市中央区東町113-1	☎078-391-7391
カ	加商(株)	〒103	東京都中央区日本橋2-14-9	☎03-3276-7641
	カネツ商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師1-11-5	☎03-3662-0111
	兼松(株)	〒105	東京都港区芝浦1-2-1	☎03-5440-9023
	河内(株)	〒541	大阪市中央区南本町2-3-21	☎06-261-9571
	河野商事(株)	〒371	前橋市千代田町3-3-19	☎0272-31-0066
	関東砂糖(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師1-2-7	☎03-3666-7321
キ	北日本商品(株)	〒060	札幌市中央区北2条西2	☎011-261-3511
	久興商事(株)	〒812	福岡市博多区博多駅東2-5-28	☎092-471-1701
	協栄物産(株)	〒104	東京都中央区八丁堀1-6-1	☎03-3553-4151
ク	榎田(株)	〒450	名古屋市中村区名駅南1-7-9	☎052-551-8211
コ	合田商事(株)	〒542	大阪市中央区南船場2-10-12	☎06-252-3031
	洗陽フューチャーズ(株)	〒540	大阪市中央区谷町1-3-5	☎06-946-4360
	(株)コーワフューチャーズ	〒103	東京都中央区日本橋茅場町1-13-15	☎03-3661-1821
	小島商事(株)	〒541	大阪市中央区北久宝寺町2-4-9	☎06-262-2912
	コスモフューチャーズ(株)	〒812	福岡市博多区博多駅東2-9-1	☎092-472-2191
	(株)小林洋行	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師1-15-5	☎03-3669-4111
	五味産業(株)	〒541	大阪市中央区久太郎町2-5-13	☎06-251-4041
	米菱商事(株)	〒462	名古屋市中区志賀本通1-45	☎052-981-3571
	五菱商事(株)	〒651	神戸市中央区磯辺通4-1-8	☎078-232-3433
サ	(株)三喜商会	〒750	下関市南部町7-9	☎0832-22-2218
	三貴商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師1-19-9	☎03-3667-5251
	三晃商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋浜町2-19-9	☎03-3249-3500
	三幸食品(株)	〒103	東京都中央区日本橋浜町1-3-6	☎03-3863-9541
	蚕糸共同(株)	〒231	横浜市中区海岸通5-25-2	☎045-211-0791
	蚕糸周旋(株)	〒440	豊橋市神明町17	☎0532-55-9161
	三晶実業(株)	〒103	東京都中央区日本橋3-2-9	☎03-3275-1001
	(株)三忠	〒135	東京都江戸川区佐賀1-11-3	☎03-3643-5600
	(株)三富商店	〒650	神戸市中央区播磨町49	☎078-331-2525
	三洋コモディティーズ(株)	〒541	大阪市中央区高麗橋2-2-5	☎06-231-7671
	(株)サンライズ貿易	〒170	東京都豊島区東池袋1-19-4	☎03-3988-7351
	サンワード貿易(株)	〒060	札幌市中央区大通西4-6-1	☎011-221-5311
シ	上毛燃糸(株)	〒371	前橋市六供町370	☎0272-24-2111
	(株)新日本貴志	〒541	大阪市中央区本町3-4-10	☎06-271-2153
	新日本商品(株)	〒104	東京都中央区銀座3-14-13	☎03-3543-8181
ス	杉山商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋小網町13-3	☎03-3666-0121
	(株)鈴川商店	〒440	豊橋市新本町43	☎0532-54-8151
	住友商事(株)	〒541	大阪市中央区北浜4-5-33	☎06-220-6000
セ	西友商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋堀留町1-10-11	☎03-3663-5711
	セントラル商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師1-7-9	☎03-3666-1161
タ	第一商品(株)	〒150	東京都渋谷区神泉町10-10	☎03-3462-8011
	大起産業(株)	〒460	名古屋市中区錦2-2-13	☎052-201-6311
	大豆油糧(株)	〒652	神戸市兵庫区本町1-3-19	☎078-671-1531
	(株)タイセイ・コモディティ	〒541	大阪市中央区本町2-2-7	☎06-264-2181
	太知商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋茅場町1-13-13	☎03-3668-9351
	(株)大平洋物産	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師1-11-2	☎03-3668-1451

	大洋漁業(株).....	〒100	東京都千代田区大手町1-1-2	☎03-3216-0888
	太陽ゼネラル(株).....	〒104	東京都中央区銀座8-12-7	☎03-3545-6111
	ダイワ貴金属(株).....	〒104	東京都中央区日本橋茅場町1-1-9	☎03-3665-5250
	ダイワフューチャーズ(株).....	〒105	東京都港区海岸1-11-1	☎03-5400-3400
	大和物産(株).....	〒542	大阪市中央区南船場2-2-14	☎06-261-3071
	(株)たかま商店.....	〒453	名古屋市中村区椿町1-32	☎052-451-5111
チ	宝フューチャーズ(株).....	〒104	東京都中央区銀座1-20-14	☎03-3564-8121
	チュウオー(株).....	〒460	名古屋市中区栄3-21-23	☎052-263-3211
	中部第一商品(株).....	〒461	名古屋市中区東栄1-9-26	☎052-951-6751
ツ	(株)筒井商店.....	〒650	神戸市中央区海岸通6	☎078-331-7385
	土井商事(株).....	〒460	名古屋市中区栄2-8-5	☎052-201-2101
ト	東海交易(株).....	〒464	名古屋市中区栄3-31	☎052-752-2201
	東京ゼネラル(株).....	〒105	東京都港区虎ノ門4-3-1	☎03-5401-6111
	東京都中央食糧(協組).....	〒103	東京都中央区日本橋小網町16-16	☎03-3666-5141
	東京メデックス(株).....	〒812	福岡市博多区上川端町3-6	☎092-281-7641
	(株)東食.....	〒103	東京都中央区日本橋室町2-4-3	☎03-3245-2300
	東陽レックス(株).....	〒135	東京都江東区佐賀1-1-16	☎03-3642-4531
	(株)トーマン.....	〒105	東京都港区赤坂2-14-27	☎03-3588-6977
ナ	豊島(株).....	〒491	一宮市せいゐ2-5-11	☎0586-76-7561
	中島砂糖(株).....	〒542	大阪市中央区南船場3-2-6	☎06-251-4751
	(株)ナカトラ.....	〒750	下関市南部町19-1	☎0832-31-1133
	(株)中村商店.....	〒751	下関市卸新町11-2	☎0832-31-2321
	中山穀物(株).....	〒530	大阪市北区天満4-8-16	☎06-351-5171
	(株)成岡商店.....	〒111	東京都台東区浅草2-3-61	☎03-3843-6911
ニ	(株)西川商店.....	〒103	東京都中央区日本橋3-3-9	☎03-3273-7751
	(株)西田三郎商店.....	〒541	大阪市中央区北浜1-1-27	☎06-202-4541
	ニチメン(株).....	〒103	東京都中央区京橋1-13-1	☎03-3277-5780
	日光商品(株).....	〒103	東京都中央区東日本橋2-13-2	☎03-5687-9111
	日商岩井(株).....	〒107	東京都港区赤坂2-4-5	☎03-3588-2917
	日新カップ(株).....	〒103	東京都中央区日本橋小網町14-1	☎03-3668-8811
	日進貿易(株).....	〒047	小樽市堺町3-24	☎0134-23-7181
	日本生糸販売(農協連).....	〒231	横浜市中区北仲通5-57	☎045-211-2771
	日本交易(株).....	〒160	東京都新宿区西新宿7-4-4	☎03-3369-1171
	日本農産物(株).....	〒060	札幌市中央区北三条西1-10-1	☎011-231-6558
ノ	野村貿易(株).....	〒104	東京都中央区八重洲2-2-1	☎03-3277-4704
ハ	(株)ハーベストフューチャーズ.....	〒150	東京都渋谷区渋谷1-1-4	☎03-3407-8271
	パシフィックフューチャーズ(株).....	〒550	大阪市西区阿波座1-7-12	☎06-537-2211
	馬場健(株).....	〒542	大阪市中央区南船場2-10-12	☎06-251-3894
ヒ	兵庫米穀(株).....	〒652	神戸市兵庫区御崎本町4-2-7	☎078-651-6041
	広商事(株).....	〒550	大阪市西区阿波座1-10-14	☎06-533-2151
フ	(株)福谷.....	〒460	名古屋市中区栄1-9-16	☎052-231-8736
	フジチュー(株).....	〒540	大阪市中央区船越町2-3-7	☎06-942-2131
	(株)藤富.....	〒060	札幌市中央区北一条西2-9	☎011-251-4261
	フジフューチャーズ(株).....	〒103	東京都中央区日本橋室町1-8-6	☎03-3270-2211
ホ	北辰商品(株).....	〒106	東京都港区西麻布3-2-1	☎03-3403-3111
	北辰物産(株).....	〒103	東京都中央区日本橋茅場町1-9-2	☎03-3668-8111
マ	松村(株).....	〒231	横浜市中区住吉町1-13	☎045-662-7500
	(株)丸市商店.....	〒135	東京都江東区佐賀1-7-1	☎03-3641-8411
	丸梅(株).....	〒103	東京都中央区日本橋茅場町2-17-9	☎03-3664-8751
	丸五商事(株).....	〒541	大阪市中央区高麗橋2-4-11	☎06-202-0696
	鏡丸二殖産商会.....	〒047	小樽市堺町1-22	☎0134-23-8201
	丸紅(株).....	〒100-88	東京都千代田区大手町1-4-2	☎03-3282-2111
	丸村(株).....	〒491	一宮市栄1-11-8	☎0586-72-8111
	マルモト(株).....	〒550	大阪市西区阿波座1-13-16	☎06-543-2511
ミ	三井物産フューチャーズ(株).....	〒103	東京都中央区日本橋小舟町6-6	☎03-3660-6800
	三菱商事フューチャーズ(株).....	〒103	東京都中央区日本橋堀留町2-8-4	☎03-3668-0651
	ミリオン貿易(株).....	〒460	名古屋市中区丸の内1-8-20	☎052-202-4111
メ	明治物産(株).....	〒103	東京都中央区日本橋人形町1-1-23	☎03-3666-2511
	(株)明商.....	〒104	東京都中央区京橋2-4-17	☎03-3273-0202
ヤ	(株)矢田商店.....	〒135	東京都江東区清澄2-7-7	☎03-5245-0671
	(株)山三商会.....	〒550	大阪市西区阿波座1-10-14	☎06-543-2118
	山前商事(株).....	〒103	東京都中央区日本橋堀留町1-9-9	☎03-3667-4361
	山高大商事(株).....	〒103	東京都中央区日本橋茅場町3-13-5	☎03-3666-2211
	山種物産(株).....	〒103	東京都中央区日本橋人形町1-1-1	☎03-3667-7011
	大和産業(株).....	〒451	名古屋市中区新道1-14-4	☎052-571-1161
	山梨商事(株).....	〒103	東京都中央区日本橋浜町2-60-6	☎03-3664-0221
	山文産業(株).....	〒101	東京都千代田区岩本町2-5-12	☎03-3865-8611
ユ	豊商事(株).....	〒103	東京都中央区日本橋堀留町1-16-12	☎03-3667-5211
	ユニオン貿易(株).....	〒103	東京都中央区日本橋人形町1-6-10	☎03-3668-2331
ワ	脇田米穀(株).....	〒534	大阪市都島区東野田町2-9-15	☎06-352-2241
	ワールド交易(株).....	〒541	大阪市中央区高麗橋1-5-11	☎06-202-6111

**商品先物取引  
関係資料の照会、お問い合わせは  
日商協・広報課へ**

**社団法人日本商品取引員協会**  
(略称=日商協)  
**業務部広報課**

住所 東京都中央区日本橋蛸殻町1-12-5  
東京穀物商品取引所ビル 4階 〒103  
電話 03-3664-4731 (代)

**商品先物取引資料室のご案内**

先物取引に関する調査研究に必要な図書資料を収集・整備しており、先物関係図書ではわが国で最も充実しているとの評価を得ています。

当資料室は、各商品取引所の月報、年報や各種統計データも整備し、研究者をはじめ広く一般の方々にも開放しております。



**■開室時間**

月曜日～金曜日 AM 9:30～12:00  
PM 1:00～4:30

※土曜、日曜、祝祭日及び年末年始はお休みです。

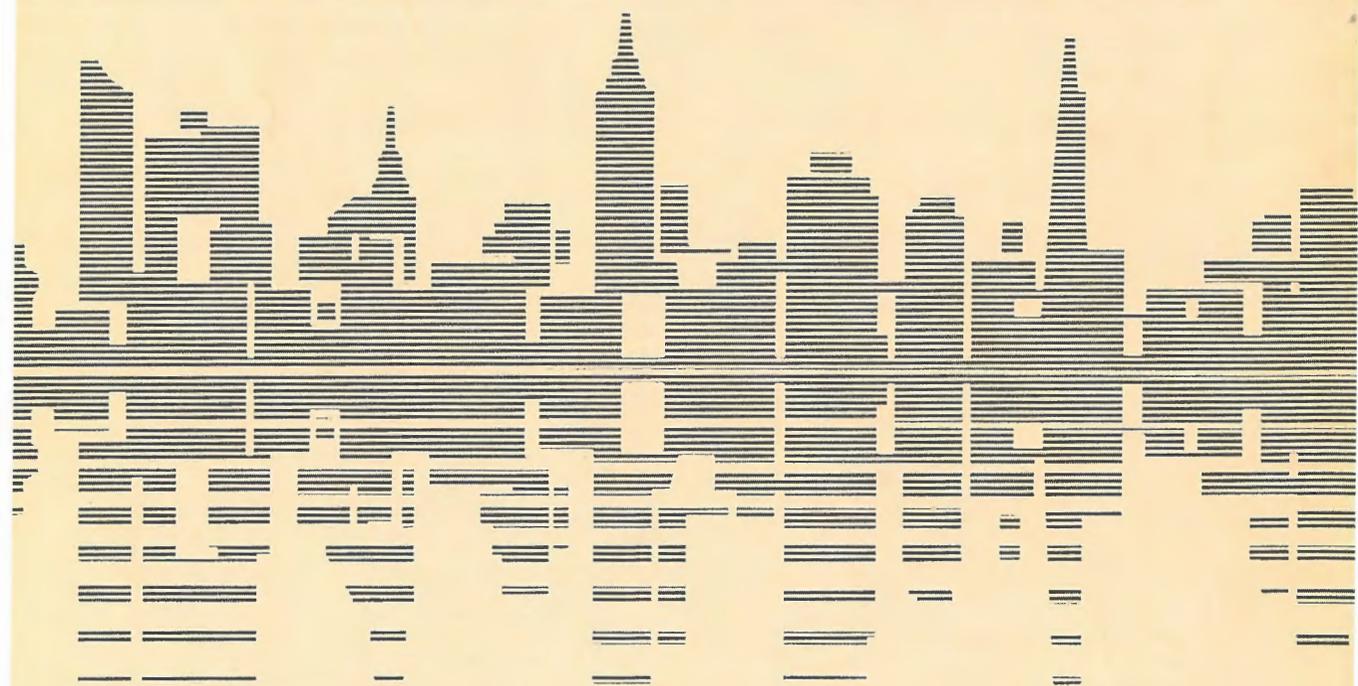
**フューチャーズレポート '92 (ゴールドレポート特別号)**

発行 1992年10月5日  
定価 650円 (税別)

編集 ©日経産業消費研究所 商品研究部  
東京都中央区日本橋茅場町1-7-5  
日経茅場町第二別館 6階 〒103 ☎ (03)5640-9283

企画・販売 日経総合販売株式会社  
東京都千代田区神田小川町1-1 〒101 ☎ (03)3256-2271

写植・印刷 SEI



企画・販売



日経総合販売株式会社

〒101 東京都千代田区神田小川町1-1