

日経フューチャーズリポート

FUTURES REPORT XI 1995

【特集】

価格をめぐる商品先物市場の役割



日経総合販売株式会社

NIKKEI MEDIA MARKETING, INC.

日経フューチャーズレポート

CONTENTS

監修 日経産業消費研究所

経済寸言 規制緩和計画と日本経済	1
日本経済研究センター会長 金森久雄	

規制緩和と商品先物市場

日本経済新聞社編集委員 林 邦正

I 規制緩和の進展で先物の役割高まる	3
II 先物市場の規制緩和と市場育成	5

価格破壊と商品先物市場	7
日本経済新聞社開発部編集委員 岡本匡房	

価格をめぐる商品先物市場の役割

I 価格の発見とはなにか	10
II 価格変動保険とはなにか	12
III 価格の精製とはなにか	14
IV 価格の羅針盤とはなにか	16
V 価格差ビジネスとはなにか	18

日経産業消費研究所主席研究員 米良 周

日本経済新聞社編集委員 北島 穰

世界中に国際化の枝のばす	20
トーマス・R・ドノバン CBOT 理事長	

顧客の声に耳を傾けよ	22
ウィリアム・J・ブロッキー CME 理事長	

米国の先物戦略と日本の対応策	24
----------------	----

トピックス デリバティブの光と影	25
(株)リーマン・ブラザーズ・コモディティーズ・ジャパン 取締役 柴山孝司	

〈連載〉ビジネスリーダーのための先物経済学⑤	28
阪神大震災に学ぶ	日本経済新聞社開発部編集委員 岡本匡房

巻末データ 取引員名簿一覧	31
---------------	----

規制緩和計画と日本経済

●活性化には力不足 ●目立つ問題の先送り

3月31日に政府は規制緩和推進計画を決定しました。規制緩和は村山内閣が最重点政策として取り上げているものです。

官民協調型 経済の弊害

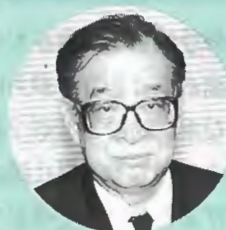
日本の経済は戦後官民協調型で、政府は経済にいろいろな口出しをしてきました。それは経済の発展に役立った面もありますが、最近では弊害が目立つようになってきました。

弊害はとくに三つの点に現れています。

第一は日本経済に元気がなくなったことです。最近3年間を見ると、日本経済はほとんどゼロ成長で、成長率は先進国中最低です。その大きな原因は規制が多くて企業がやる気をなくしていることです。

第二は物価が高いことです。とくに日本人の海外旅行が増え、じかに外国を見てくるとなると、日本の物価高に対する不満が激しくなってきました。自由に輸入できるなら外国並みの値段でものが買えるはずだ、日本の価格が2倍も3倍もするのは、輸入の制限や国内の流通の規制があるために違いないと思うようになりました。

第三はアメリカやヨーロッパからの不満です。規制があるために、日本への輸出が増えない、貿易の赤字が大きくなっているという日本の経済政策に対する批判が激しくなりました。



PROFILE

金森 久雄
(かなもり ひさお)

(社)日本経済研究センター会長

1924年東京生まれ、48年東京大学法学部政治学科卒業、同年商工省（現在の通商産業省）入省、58年英国オックスフォード大学ナッフィールド・カレッジ留学、64年経済企画庁調査局内国調査課長、67年日本経済研究センター主任研究員、70年経済企画庁経済研究所次長、73年日本経済研究センター理事長、87年日本経済研究センター会長。
〈主要著書〉1990年『景気への挑戦』実業之日本社、91年『地球時代の日本経済』文芸春秋社、92年『揺るぎなき日本経済』日本経済新聞社、94年『興亡・世界経済』中央経済社。

1,090件の 規制緩和

そこで内外の多くの人が規制の緩和をしてほしいと思うようになりました。日本では1万1,000以上の法的規制があります。今回の規制緩和計画ではそのうち1,090について規制の緩和を盛り込み、内容の充実した計画となったと政府は自画自賛しています。だが泰山鳴動してネズミ一匹、率直に言って、今回の規制緩和計画は非常に不十分なものです。経済の元気を回復したり、物価を下げたり、輸入を増やしたりする効果はほとんど望めません。

最も不満な点は、数ばかり多くて、経済に影響を与えるような大きなものが、含まれていないことです。国民生活に利益があるものとして、パスポートの有効期限が5年から10年

今回の規制緩和で注目されたものの取り扱い

●純粋持ち株会社規制……………見直しを検討
 ●木造3階建て共同住宅の建設……………認めず
 ●工場などの建築基準……………緩和せず
 ●企業向け専用線と公衆回線の接続……………段階的に解禁
 ●第一種電気通信事業への参入規制……………緩和せず
 ●大店法による出店、営業規制……………見直しを検討
 ●コメ卸・小売業の許可制……………95年11月から登録制に
 ●小麦など農産物の価格支持制度……………緩和せず
 ●株式委託手数料……………一段の自由化を検討
 ●10年物定期預金など中長期預金……………95年10月に解禁
 ●店頭公開基準の見直し……………緩和の方向で検討
 ●塩専売制度……………3年以内に廃止
 ●コンビニなどでの医薬品販売規制……………緩和せず

●医薬品の広告規制……………緩和せず
 ●JISなどを国際規格と斉合化……………段階的に実施
 ●鉄道旅客運賃上限価格制導入……………今後検討
 ●トラック、タクシーの事業区域……………95年度から拡大
 ●自家用乗用車の車検有効期間……………95年7月から一部緩和
 ●給油所のセルフサービス化……………解禁の方向で検討
 ●有料職業紹介事業の許可対象職業の範囲……………拡大の方向で検討
 ●社内預金の下限金利の弾力化……………95年度中に実施
 ●産業別最低賃金の廃止……………実施困難
 ●厚生年金基金の運用枠……………96年秋から拡大
 ●単純労働に従事する外国人雇用規制……………緩和せず
 ●パスポートの有効期間……………95年11月から10年に延長
 (日本経済新聞1995年4月1日付)

に延長されること、犬の登録を年一回から犬の生涯一回にするなど細かいことなどがあげられており、そのような末梢的なことで、数を増やしています。10でも15でも本当に経済を活性化し、物価を下げることに役立つようなものを取り上げるべきです。

目立つ 微温的な態度

また原則的に規制を撤廃し、規制は必要最小限のものを残すという強い気持ちは見られず、規制をわずかに緩和するという微温的な態度が目立ちます。検討する、あるいは段階的に緩和するというだけで問題を先送りにしたものがたくさんあります。内容がはっきりせず、どのように自由化が進むのかわからないものも少なくありません。

内容についていえば、米、小麦、砂糖、牛肉の輸入の自由化、価格支持制度の廃止、大店法の廃止、旅客鉄道運賃・料金の見直し、職業紹介事業の自由化、証券の免許の廃止、銀行、証券の新商品の開発・新分野への進出の自由化、第一種電気通信事業への参入規制の緩和などこれまで各方面から要望されていたことはほとんど取り入れられていません。

今回の緩和計画が微温的だということの例として、大店法を見てみますと、計画最終年度に見直しを検討とだけいっています。段

階的廃止を実行すれば、新事業のチャンスが増え、価格も下がり、外国の批判もなくなるにもかかわらず、本気でやろうという意欲は見られません。

評価できる 行政緩和委員会の設置

評価すべき点もないではありません。

まず政府が規制緩和に取り組むという姿勢を明らかにしたこと、日本工業規格や農林規格の国際化、農用地の見直しによる宅地供給の増加、食品輸入の届け出の簡素化など重要なものもいくつか含まれていること、行政改革委員会、規制緩和小委員会など、民間人委員を中心とする委員会を設け、規制緩和の実行をモニターするようにしたこと等がそれです。

緩和するといっても、どういう手順でどれだけやるのか明らかでないものが大部分ですから、それを推進するために行政改革委員会を設けたことは、新しい試みで、高く評価できます。この委員会が飾りでなくしっかり機能すればおもしろいと思います。

政府は円高対策として、4月14日、当初の5カ年計画を3年間に前倒しして、実行することにしました。熱意をもって取り組んでほしいものです。

規制緩和と商品先物市場

日本経済新聞社編集委員●林 邦正

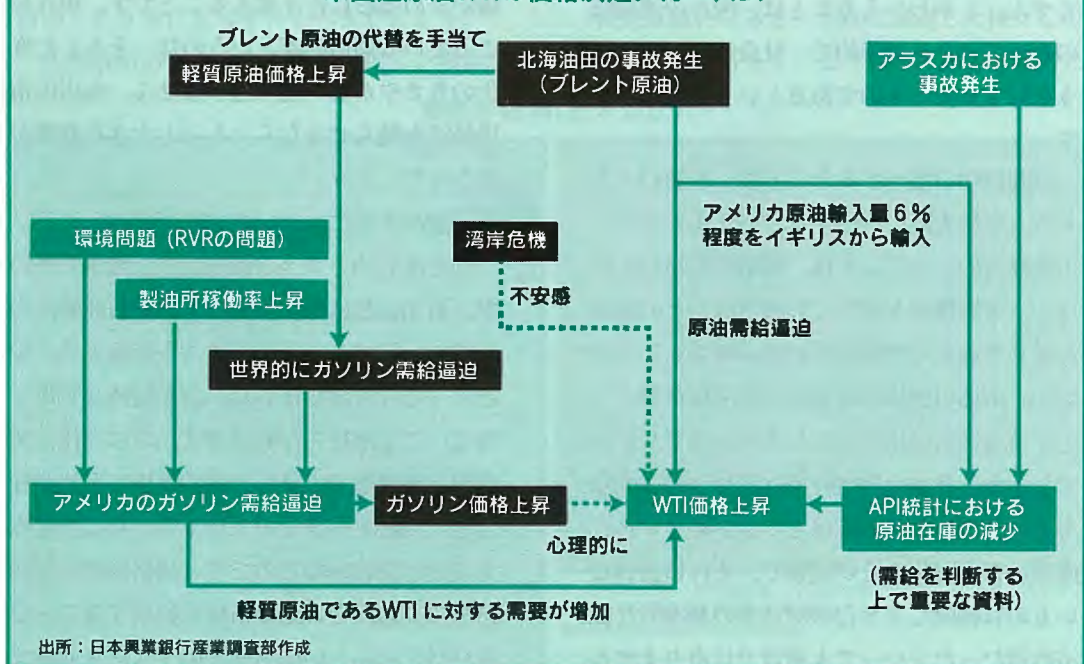
I 規制緩和の進展で先物の役割高まる

規制緩和の必要性が叫ばれています。規制緩和とは一体何のことで、またなぜそれが必要だのでしょうか。これはそう簡単に答えられる問題ではありませんが、この原点のような問題をよく考えておかないと、往々にしてそれぞれが自分にとって都合のよい規制緩和だけを主張することになりかねません。

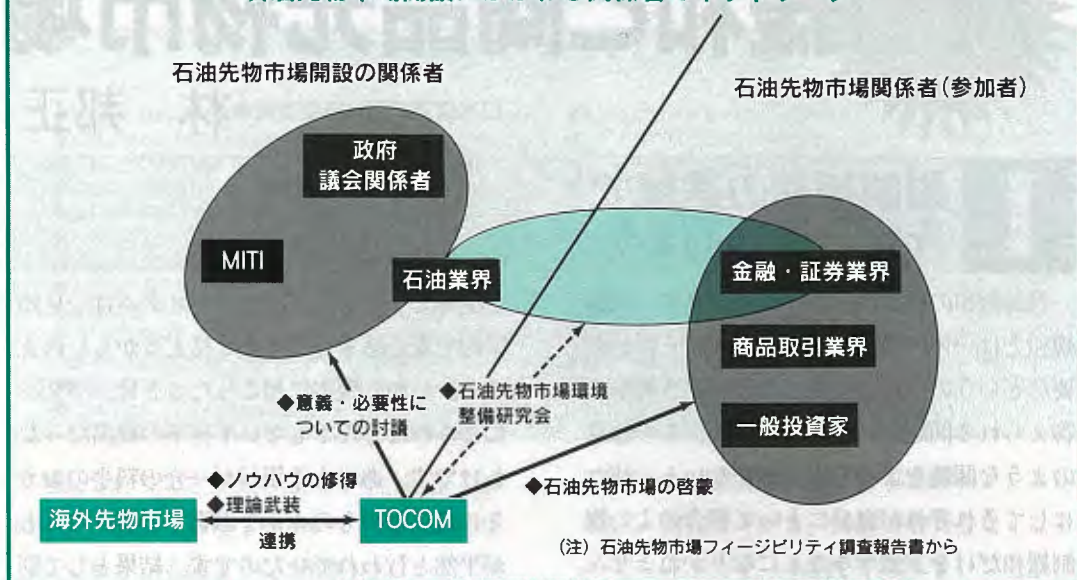
最近日本で大きな問題となっている破綻した金融機関の救済問題を考えてみましょう。金融機関というのは、経済の根幹をなす重要な機関であり、公共性もまた強いものです。従って日本では大蔵省の強力な指導監督のもとにあります。国家的な使命感に燃えた優秀な官僚たちが、経済や業界のすみずみまで目

を配っている中央統制型のシステムは一見効率的で安心感もあるように見えるかもしれませんが。しかし現実には起こったことは、バブルにまみれたとんでもない不祥事の続出だったわけです。あの大手銀行が一介の料亭のおカミに数千億円ものカネを融資するようなことが平然と行われていたのです。結果として膨大な不良債権が残り、国民全体に大きなツケを払わせることになりました。ここから理解できることは次のようなことなのです。つまりどんなに頭がよく無私の役人でも、経済全体をうまくコントロールし尽すことなどできないのです。所詮人間には限界があるということをよくよく理解しなければなりません。

米国産原油WTIの価格決定メカニズム



石油先物市場開設にかかわる関係者のネットワーク



共産主義体制がなぜ破綻してしまったのか。少数の特権的エリートが社会を管理するのには限界があるということなのです。

市場主義の効率性と公正さ

共産主義の教義を放棄して世界がみな市場主義体制を目指すようになったのは、そのことに気づいたからにはほかありません。市場が本当に万能なのかどうか実はよく分かっていません。しかしいえることは、現在の選択肢のなかでは最も効率的で、社会的な公正という点にもかなうものであるということなのです。

規制緩和の意味するところは、市場のメカニズムを最大限に活用するということです。市場経済のよいところは、価格が人為的ではなく、市場機能を通じて形成され、その価格を通じて適正な資源配分が図られるという点です。市場の価格形成機能にまず信を置くことが市場経済の出発点になるといってもいいでしょう。日本の戦後経済は実はこのような考えに基づいたものとはとてもいえません。産業の育成強化こそが国策で、それに沿わないものは排除してきたのが日本の基本的な経済政策だったといっても過言ではありません。

ですから本当の市場経済を日本に甦らせようとするのが規制緩和という言葉に込められた意味なのです。

供給者優位から消費者優位へ

これを供給者優位から消費者優位の経済構造への転換といっても間違いありません。そこでまず、変えなければならないことは、供給者の論理だけで決められていた価格を、市場が決める形に作り変えることです。現在起こっている価格破壊というのは、そうした変化のささやかな一端に過ぎません。本当の市場経済を甦らせるなら、もっと大きな変革が起こるでしょう。

価格が自由になればリスク発生

例えば石油とコメの価格です。湾岸戦争の際、石油会社は原油価格の上昇を石油製品の価格に転嫁するという「コスト転嫁方式」をそろって打ち出しました。市場経済ならあり得ないことを行ったわけです。では一体、突発的な出来事で上昇した原油価格に石油会社はどう対応すべきなのでしょう。そこで登場するのが先物市場なのです。価格形成は先物市場に委ね、その先物市場を利用することで原材料と製品との価格変動のリスクを回避す

るという仕組みです。全く同じようなことをコメについても行うことができます。価格が自由になれば必ずリスクが発生します。そのリスクを回避する機能を先物市場が担うわけ

です。すべての商品に先物市場が有効とは言えませんが、少なくとも海外で事例がある商品なら、その可能性は大にあるというべきでしょう。

II 先物市場の規制緩和と市場育成

これからの日本が目指すべき方向は、市場メカニズムの活用とそれを通じての経済の活性化です。そのなかでは先物市場の役割が重視されてくるというのが前の項で説明したところです。こうした基本的な視点に立つと、先物市場と先物業界をめぐる各種の規制も緩和し、自由化の方向を当然目指さなければなりません。競争こそが市場活性化の最大の生みの親だとするならば、先物市場に関しても競争促進的な政策が求められることになります。

手数料の自由化

先物市場をめぐる規制緩和でまず、手をつけるべきは、手数料の自由化でしょう。業界内でも以前から議論的となってきた、ファンด์などの大口取引については自由化が行われましたが、限定的な自由化ではなく、原則自由という形にもっていくべきでしょう。

先物取引のコストを下げて、幅広い参加が

見込めるようにしないと日本の先物市場の拡大が望めないからです。国際的な先物市場の競争という点から日本が取り残されてしまうことのないようにするためにも、欠かせないことです。

先物市場は国際公共財

日本の先物市場の将来像を考えたとき、日本をアジアのセンター的な市場にする必要があります。世界でいま発展しているのは、東アジアであり、様々な一次産品の需要も拡大しています。先物取引の発展の可能性を大いに秘めているということが出来ます。通産省のリポートでは、先物市場を一種の国際公共財と位置付けていますが、日本が国際公共財を提供する側に立つことが求められているのではないのでしょうか。市場を通じて日本が情報発信地になると、これに関連した様々な産業が成り立ちます。こうした国際的な視野に

委託手数料(日米対比)

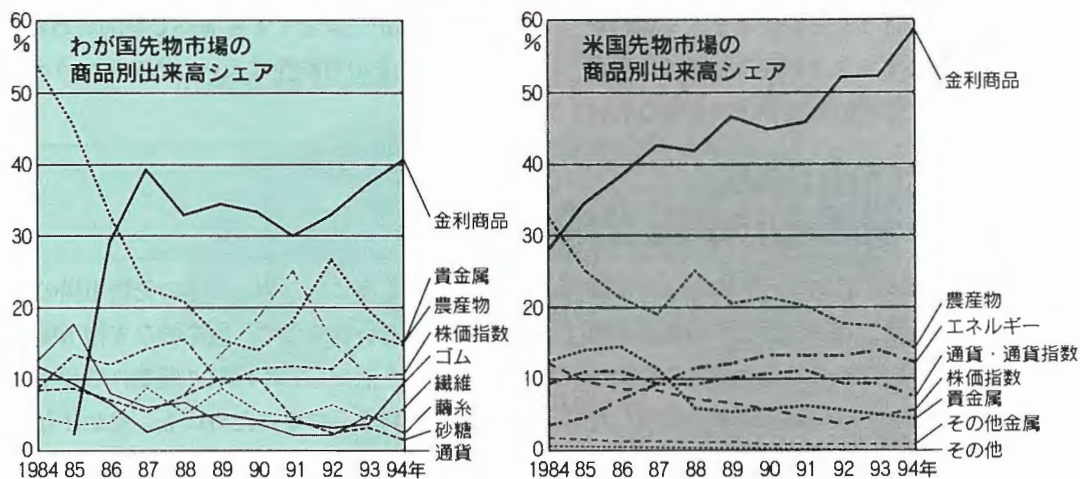
日 本	限 月	約定値段	倍 率	丸代金	委託手数料 (往復)	手数料/ 丸代金%
東京大豆	95/12	27,230	30	816,900	6,600	0.81
東京小豆	95/ 6	12,440	80	995,200	5,800	0.58
とうもろこし	96/ 1	18,890	100	1,389,000	6,600	0.48
東京粗糖	96/ 7	28,980	50	1,449,000	7,000	0.48
東京綿糸	95/ 6	227.8	4,000	911,200	8,520	0.94
前橋乾麻	95/ 6	2,131	300	639,300	7,300	1.14
横浜生糸	95/ 6	7,032	150	1,054,800	6,600	0.63
大阪毛糸	95/ 6	1,399	500	699,500	6,600	0.94
東京ゴム	95/ 6	159.0	5,000	795,000	6,620	0.83
東京金	95/12	1,229	1,000	1,229,000	10,400	0.85
東京銀	95/12	158.8	3,000	476,400	9,800	2.06
東京プラチナ	95/12	1,312	500	656,000	6,800	1.04
東京パラジウム	95/12	493	1,500	739,500	5,800	0.78
単位：円					平 均	0.89

米 国	限 月	約定値段	倍 率	丸代金	手数料/ 丸代金(%) 35ドル 70ドル
シカゴ大豆	95/3	5.60	5,000	28,000	0.13 0.25
シカゴコーン	95/3	2.32	5,000	11,600	0.30 0.60
シカゴ小麦	95/3	3.85	5,000	19,250	0.18 0.36
NY砂糖	95/3	0.15	112,000	16,800	0.21 0.42
NY綿花	95/3	0.89	50,000	44,500	0.08 0.16
NY金	95/2	375.10	100	37,510	0.09 0.19
NY銀	95/3	4.68	5,000	23,400	0.15 0.30
NYプラチナ	95/4	410.60	50	20,530	0.17 0.34
NYパラジウム	95/3	157.85	100	15,785	0.22 0.44
NY原油	95/2	17.40	1,000	17,400	0.20 0.40
単位：ドル				平 均	0.17 0.35

※(委託手数料÷丸代金)は、小口の一般的な場合(70ドル)とディスカウントの場合(35ドル)を算出。

※日米とも1995年1月10日時点。

商品別出来高シェア推移（日米対比）



(注) 日米とも「金利商品」には、「債券先物(国債先物)」を含む。

立ったビジョンを描いてみたいものです。

取次業務の解禁

手数料の自由化とあわせて取次業務の解禁も、実施すべきでしょう。会員となっていない取引所・商品の売買注文を取引員につなぐ取次業務は、証券会社の場合は認められています。商品取引員にも同様の業務を認めるとどうすることが起こるでしょうか。

商品取引員が大手を中心にして系列・集約化されることになります。行政が目指しているようなリーディング企業の育成につながっていくことになります。取次を解禁すると、海外の先物市場への売買の取次も、その次に浮かび上がってきます。海外市場への取次は、日本の市場の活性化とは相反する面もありますが、商品先物業界の国際化を後押しすることにもつながります。

日本の商品先物業界というのは、不幸な生い立ちのもとに育ってきたといえましょう。市場の育成、業界の成長に手かせ足かせをはめられてきたといってもいいでしょう。行政がはっきり育成の方針を打ち出してからまだ数年しかたっていません。商品先物業界だけをとりても、通産省と農水省との二元行政のなかであって、細かな取引所の規定はそれぞれが別々に監督しています。これに大蔵省が

所管している金融・証券の先物市場がまた別にあります。しかし、いまやマネーの世界ではそのような行政の縦割りの世界とは違う論理で動いています。海外では商品・金融の垣根を取り払ったところでマネーが行ったり来たりしているのです。

縦割りの垣根に風穴

商品取引員が金融先物市場の会員として今度参加することになりました。縦割りの垣根にようやく風穴があけられたという意味では画期的なことです。本来ならばもっと早く実現しているべきことだったのです。例えば、商品ファンドの問題です。市場拡大の起爆剤として注目されていた商品ファンドは、まだ期待したほどの効果を発揮していません。その理由のひとつに、業際の垣根問題があり、金融や証券の組入れ比率に厳しい制約があります。もしその制約が大幅に緩和されれば、はるかに魅力的な商品設計が可能になるに違いありません。投資家の立場に立てば、魅力的な商品がどんどん開発されることの方がいいに決まっているのです。それが商品先物市場の拡大にもつながるという好循環がもたらされます。なにか投資家という消費者にとっての利益なのかを考えれば、自ずから答えは出てくるはずなのです。



似ていても本質は逆

日本経済新聞社
開発部編集委員 ● 岡本匡房

公取委も 調査に乗り出す

「いま、日本にひとつの怪物が徘徊している、「価格破壊」という名の怪物が」
一ちょっと気取っていえば、こんなことをいうこともできるでしょう。一向に進まない円高差益還元の方、一部では価格破壊と呼ばれるほどの値下がりが起こっています。

きっかけとなったのはダイエーの中内会長の「西暦2000年までに価格を半分ににする」という宣言だったようです。その後、あちこちで、大幅に安い商品が出現しました。中でもビールは100円を割り込んだ缶ビールが売り出され、「価格破壊の象徴」にもなりました。

しかも、問題はさらに広がりました。安値のビールが予想ほど売れずに在庫になったことから、ダイエーが「さらに安く販売する」

と新聞に1ページの大広告を打ち、それを見て公正取引委員会が「ダンピングによる不正競争に当たる」として調査し、「注意する」騒ぎになったのです。

この価格が正当なものかどうか、当事者でない限りはつきりしません。ただ、「ダンピング」なら、これは日常茶飯に起こっています。特に輸出製品はかつては衣服、いまは自動車ですぐやり玉に上げられています。その結果、自動車業界は神経質になり、円高になると価格を引き上げざるをえなくなっています。

もちろん、輸入製品でも同じことは起こっています。それもビール、コーラといった消費財だけではなく、93年ころは鋼材、合板など原材料も対日輸出価格が下落、値下がりしています。特に合板はインドネシアから安値品が入って価格や流通が混乱し、「価格破壊」は常に業界にとって大きな問題になってきま

●価格破壊と商品先物市場

した。

実は、価格の大幅下落はこのような商品だけでなくゴム、金、砂糖、大豆といった商品取引所に上場されている商品にも起こっています。例えば、金、プラチナ、大豆、などはこの春、海外市場は値上がりしましたが、国内市場は逆に値下がりしています。これは海外の相場上昇幅より円のドルに対する上昇幅の方が大きかったためです。しかし、ここでは当然のことながら、「価格破壊」は話題にもなっていません。

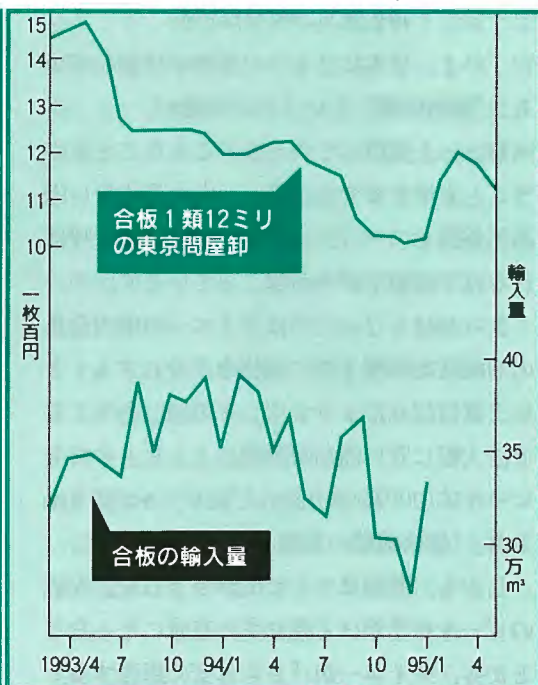
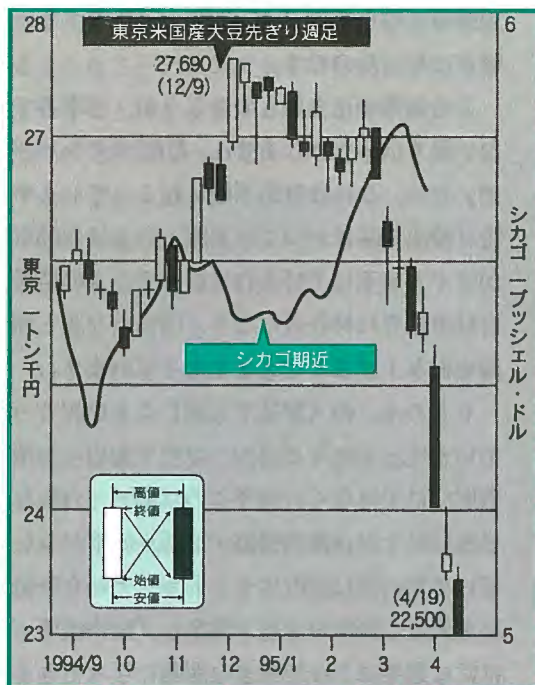
なにが 「価格破壊」か

それでは何が「価格破壊」で、なにが普通の値下がりなのでしょう。か。「価格破壊」は幅が大きい現象であるとはよくいわれますが、原材料など他の商品でも大幅値下がりによく起こります。例えば、銅地金は1990年に1トン42万円だったのが、最近では25万円前後になっています。金も80年に1グラム5000円以

上していたのが現在は1100円前後です。

だが、だれもこれらの大幅下落に対して「価格破壊」とはいいません。金など大幅値下がりでも消費者の買い意欲が高まり、4月の輸入量が前年同月比3倍以上になりました。しかし、地金商など取扱い業者から抗議の声は起こっていません。これは金の扱い業者はだれでもこの下がった価格で販売できるうえ、需給、円高を映した正当な価格であるということを知っているからです。もちろん、これに対し、公正取引委員会も通産省もなんら文句も言わず干渉もしていません。

このように「価格破壊」のメルクマール(指標)が値下がり幅でないとすると、問題はその中身といえるでしょう。本来、「価格破壊」は仕入れ、流通、販売コストを切り詰め、その分、価格を下げることです。それなら大歓迎すべきところですが、最近の「価格破壊」がとにかく物議をかもしるのは、抜販のために需給を無視したり、「おとり販売」として利用されていることが多いからです。しかし、本当



また、採算を割って販売することは輸入ビールに限らず、鋼材などでも在庫が過剰になった時には、よくあります。おかげで、日本の鉄鋼メーカーは軒並み採算割れになり、人員削減など厳しいリストラに追い込まれたほどです。しかし、この時も「価格破壊」の声は聞こえてきませんでした。鋼材などの採算割れは需給のアンバランスによるもので、長くは続かず、いずれ減産やコスト削減で価格は上がり、採算は回復してくるとみていたためで、現にそうなりつつあります。

需給を映す システムを

商品先物取引の価格は需給に則って決められます。しかも、為替相場を100%反映します。それは101%でも99%でもありません。といいますのも円高の時、101%分下がると、海外相場より割安になって買いが入り、逆に99%しか還元されないと海外相場より割高になり、すぐに売り物が出るからです。

もちろん、中には大量に買い占めたり、需



そもそもダンピングによる「価格破壊」は流通段階に無用な混乱を起こしますが、先物取引を通じての値下がりには逆に需給バランスを回復させ、流通を混乱から救います。同じように見えながら、経済に対する影響は公正な価格形成という面では、まるで正反対といえるでしょう。

もし、**1** 上場商品の数が**2** 増えれば、「**3** 価格破壊」は減り、**4** 需給に則った公正な価格が**5** 形成されます。それはまた、**6** 価格の形成過程が**7** 透明で、消費者、輸入業者、小売店、生産者の**8** だれもが納得する**9** 価格といえましょう。先物取引は**10** 経済、経営に混乱ではなく安定をもたらす**11** のです。

価格をめぐる商品先物市場の役割

I 価格の発見 とはなにか

日経産業消費研究所
主席研究員◎

米良 周

■だれでも参加できる競争価格の提示

世界一の先物市場は米国です。米国には大統領が直接委員長を任命する先物取引の監督機関である商品先物取引委員会（CFTC）があります。CFTCを訪れると広報担当者が、「まずこれをお読み下さい」と『取引を始める前に取引の実態を知ろう』と題した小冊子を手渡されます。

■「明日の価格」を求めて

「商品先物は二つの大きな理由で不安定でしかも危険性の高い取引です。ひとつは商品の価格が変動極まりないこと、さらに取引がレバレッジ（てこ）効果を持っているからです」とまず、取引の危険性を強調しています。商品価格はなぜ動きが激しいのでしょうか。

「なぜなら天候、ストライキ、インフレ、為替相場、新技術、政治、輸送・貯蔵事情、など毎日生じるほとんどすべての事象に応じて価格が動くからです。こうした環境の目まぐるしい変化を織り込む結果、危険性は高く、だれも収益を保証することはできません」と小冊子では説明しています。

変動してやまない商品価格、しかもその1年後となると神のみぞ知る世界です。だが、商品先物市場はあえてその不透明さに挑戦するのです。「明日の価格」を求めて時々刻々模索し続けます。

■新技術が商品価格を動かす

1995年4月、プラチナ（白金）がポンとはね上がりました。米国のエンゲルハード社が新たな排ガス装置を開発したと発表したからです。従来の自動車排ガス除去装置は自動車から排出するガスを浄化するというものでした。新装置は大気中にある排ガスを自動車内にある装置できれいにするシステムで、いわば動く排ガス掃除機といえましょう。プラチナは既に自動車の排ガス除去装置に使われていますが、機能向上のためプラチナ使用量は一段と増えるという見方が広がった結果です。新技術が商品価格を動かした一例です。

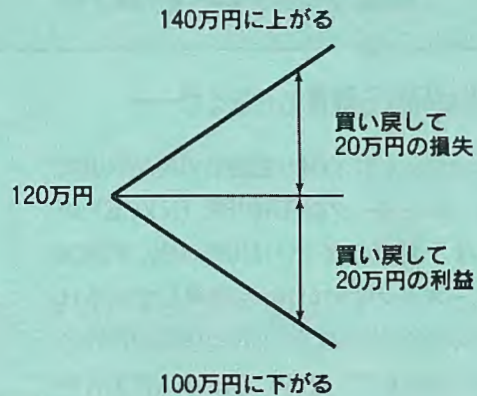
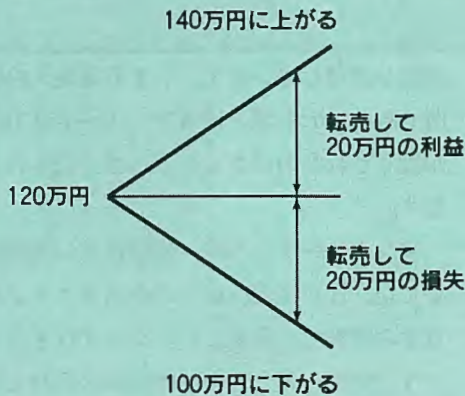
プラチナは金とともに南アが最大の生産国です。南アでは労使の交渉の季節（7～8月）にはストによる生産障害懸念が年中行事のように飛び出し、供給不安から値上がりするケースが目立ちます。

①作る人（生産者）→②仕入れて売る人（流通業者）→③仕入れて加工する人（加工需要家）→④使う人（需要家）。多くの商品はこうした経路をたどります。④は高ければ買わず、安ければ買うと弾力的に価格変化に対応できますが、①～③の段階では価格がくるくる変わると作る、仕入れる、加工するという本来の仕事がスムーズに運びません。価格変動から身を守る価格変動への保険（ヘッジ）の場が必要となります。商品先物市場はそうした

商品先物取引の仕組み

(金1キロ=120万円の買い契約)

(金1キロ=120万円の売り契約)



ヘッジの場として工夫されたものです。

■明日をにらむ投機家たち

一方、価格変動を利用してその差益を求めようという投機家は市場経済の発達とともに自然に誕生します。需給に応じて動く商品には投機家はつきものです。江戸時代、木材成金が多く生まれました。“火事は江戸の華”。いささか物騒な表現ですが、余分な在庫を持つといういわば投機行為が火事による新規需要で余分な在庫が高値でさばけ、木材問屋が木材成金になったからでしょう。投機家たちの思惑取引の産物として生まれた価格だからといって、それを見逃すことはできません。投機家は「深い思索」に裏付けられた売買注文の出し手であり、その価格はつねに「明日」に向けてぱっちり目を開いているからです。

この木材の例では実際に木材という現物をまず手当てし、それを在庫して高値になると売するという手順を踏んでいます。先物市場では現物を用意なくとも売り契約を結ぶことができ、現物を引き取る意思がなくても買い

契約を結ぶことができます。例えば金1キロが120万円で売り契約を結び、100万円に下がったところで買い戻すとその差20万円が利益となり、逆に120万円で買い契約を結び140万円で転売すれば20万円の利益となります。もちろん、120万円の売り契約が140万円になり、120万円の買い契約が100万円となれば、それぞれ20万円の損となります。この損益のやり取りは差金で決済できるのが先物取引の大きな特徴です。

日本では木材は先物取引の対象ではありませんが、米国のシカゴでは先物市場があります。山林所有者、木材問屋でなくとも、だれでも自由に取引に参加でき、木材成金への道が開かれています（もちろん予想と相場が逆に動くと資産がすり減ります）。

ヘッジと投機がかみ合い、その時点時点で先行きのさまざまな需給（環境）予想を織り込んだ競争価格が形成される。だれでも参加できる競争価格の提示—プライス・ディスカバリー（価格の発見）は先物市場の大きな機能です。

Ⅱ 価格変動保険 とはなにか

米良 周

■上場商品なら融資もできるが——

ニューヨークに米国の老舗格の商品取引所であるニューヨーク綿花取引所（NYCE）があります。「利用の度合いは海外50%、米国50%。オーストラリアが100%利用しているほか、海外の利用度は高く、トルコ以外の世界の生産国が利用しています。今後も為替を含めたリスクヘッジの場として海外の利用度向上を目指したい」、「1994年10月に馬鈴薯農家の代表が我々にぜひ、先物市場の対象商品として馬鈴薯を加えてほしいと頼んできました。金融機関がヘッジの場のない商品への融資を渋りなかなか増産に動けない、というのがその理由です」。NYCE首脳の話です。

世界最初の組織的な商品先物市場（商品取引所）は1531年ベルギーのアントワープで設立されました。日本では1730年（享保15年）、大岡越前守が大阪の堂島のコメ先物市場

開設を認可しています。いま世界最大の取引所であるシカゴ・ボード・オブ・トレード（CBOT）が設立されたのはさらに下って1848年のことです。

アントワープは当時、国際貿易の流通拠点でした。江戸時代、最大の商品はコメであり、日本の商都は大阪でした。シカゴはどうでしょう。米国の穀倉地帯、中西部の穀物集散地だったのです。場所も時期も違いますが、共通するのは商品の流通量が増え、需給のずれがその値段の大幅な高下を呼び始めていた時代です。流通の拠点に立つ商人たちが、価格変動から生じる損失を防ぐ手だてとして考え出したのが先物取引のシステムです。

■売りヘッジと買いヘッジ

商人の立場は「仕入れて売る」です。例えば農家からトウモロコシを仕入れたが売る時点で暴落していたら仕入れ損となります。

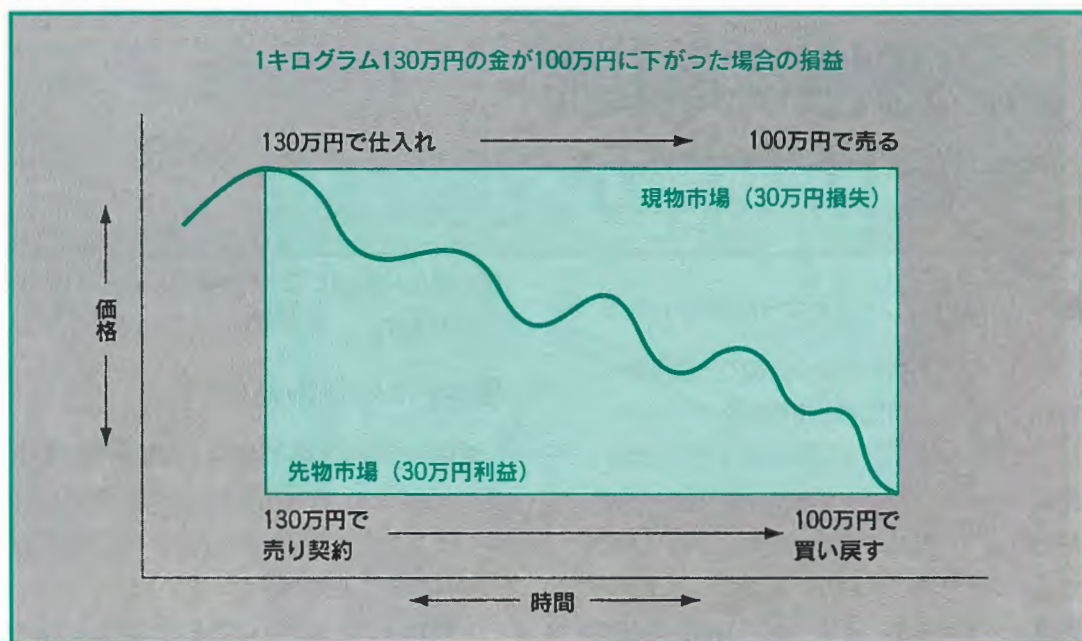
だが先物市場でトウモロコシを売っておけば暴落しても安値で買い戻した差額で仕入れ損はカバーできます。

トウモロコシの加工需要家であるえさメーカーが畜産農家にある値段でえさを売る約束をしたとします。主力原料であるトウモロコシが当初の見込みより暴騰したら、原料コスト高で赤字となります。売る約束をすると同時に先物



堂島米市場の光景

◆価格をめぐる商品先物市場の役割◆



市場で買い契約を結んでおけば、値上がり差益で赤字は補てんできます。

前者が売りヘッジ、後者が買いヘッジです。ヘッジとは保険をかけるといった意味です。商人たちが保険をかけ合う場として設計された市場が商品取引所というわけです。生命保険、火災保険、自動車保険……ホールインワン保険等様々な保険があります。しかし、まだ「価格変動保険」を売り出した保険会社はありません。それはあまりにもリスクが大きくて民間企業では成立しないのです。そこで商人たちの英知で生まれた商品取引所が価格変動保険の役割を果たしています。

ヘッジ (Hedge) は英語では「垣根」「囲う」といった意味があります。人々が家を建てて、まず垣根をするのは外敵から生命と財産を守るためです。商人たちにとって垣根の役目をするのが商品取引所なのです。

図は金の先物市場で金が1キログラム (東京工業品取引所の最小取引単位) 130万円から100万円に下がった場合の現物、先物市場の損益をみたものです。現物の値下がり損は先物売り

の値下がり益でカバーできることがわかります。

■ヘッジこそがコア部分

商人 (仕入れて売る) 一流通業者同士が集まって工夫した商品取引所は市場規模が広がるとともに生産者の利用度合いも高まっています。金は1トロイオンス400ドルに迫っても押し返されるという動きが94年以来続いています。395~400ドルゾーンには生産コストより15~20%高ということで金鉱山会社の利益確保の売りが出てくるためです。値下がりによる減収を避け、一定の利益を押さえておく一鉱山会社のヘッジ売りです。北米、南アの金鉱山はニューヨークの金先物を利用していましたが、東京の金先物には営業時間帯の同じオーストラリア金鉱山のヘッジ売りがみられるようになっています。

商品取引所はまずヘッジ売買ありき、が事始めであり、いままコア部分といえます。

価格の精製 とはなにか

米良 周

■「センシティブ・コモディティー」

原油、金、トウモロコシ、綿花—国際的に大量に自由に、指標的な市場価格をベースとして取引される商品を国際商品と呼びます。英語では「センシティブ・コモディティー」が国際商品に当たることばです。なにに対してセンシティブ（鋭敏な）なのでしょう。天候、ストライキ、インフレ、為替、新技術など変転極まりない事象にその価格が敏感に反応する商品群です。

鋭敏の反対は鈍感あるいは硬直でしょう。鈍感商品の代表は統制あるいは管理された商品です。阪神大震災で日常生活維持に必要なライフラインがずたずたになったのは記憶に新しいところです。水（水道料金）、電力、鉄道、こういった公共性の高い商品の値段が統制・管理されているのはある程度許容できます。だが、ほとんどの商品は自由な競争を通してだけ、だれもが納得のいく価格が形成されるはず。自由な競争の過程では値段は硬直的でなく、需給、その商品を取り巻く環

境の変化に敏感になり、値段自体が振れやすくなります。

■レバレッジの効果

米国の先物取引監督機関、商品先物取引委員会（CFTC）は商品先物の危険性を商品自体のセンシティブな性格とレバレッジ効果の二つにある、と説明しています。

レバレッジとはテコのことです。テコは太い丸太や大きな石などを動かすときに使う棒のことです。商品先物取引では買い方はその商品の総代金を用意する必要はありません。一方売り方は取引の対象となる商品を前もって保有しておくことは不要です。東京の金先物で買いなり、売りの契約を結ぶ際、取引単位の1ヶ分当たり100万円として、その6%、6万円の現金（株券なども充てることができる）を担保に当たる証拠金として売買の仲介役である商品取引員（商品先物取引会社）に差し入れればOKです。「小さな担保で大きな取引」—いってみれば小さなテコが太い丸太をごろんところがすようなものです。

商品先物への参加動機

- ① 投機（価格変動差益追求）—個人が中心
- ② ヘッジ（価格変動への保険）—法人が主体
- ③ サヤ取り
（限月間、市場、商品間の価格差利用）
 - 個人
 - 法人

◆価格をめぐる商品先物市場の役割◆



値段が自分の思った通りになれば大きな収益が見込めますが、見通しが外れると次々と追加の担保（追証拠金）を積まない限り、取引は打ち切られる危険性を抱えています。

こうした大きな危険性を秘めたレバレッジのシステムがなぜ先物市場に認められているのでしょうか。先物は商人たちの価格変動の保険の場というのが本来的な性格です。保険料はなるべく小さい方がいいということでしょう。商人たちだけの取引では立ち場が同じだけに売りなり、買いに偏りがちとなります。そこで価格変動に自ら身を投じ、売買の差額を求めようとする投機家が登場します。高い危険性に身をさらし、背中合わせの高い収益性に挑戦する投機家にとってもレバレッジシステムは魅力です。

左表は商品先物への参加動機を分類したものです。投機とヘッジがかみ合い、その競り合いの過程で生じるゆがんだ価格差（サヤ）から収益を求めるサヤ取りが介在するといった図柄です。理論的にみて割高なところを売り、同時に割安なところを買うのがサヤ取りです。

■だれもが納得する公正な価格

広辞苑で精製ということばを引いてみます。

①念を入れて製造する②粗製品に手を加えて一層精良な品物にする、純度の高いものとする、とあります。

商品取引所で形成される値段はヘッジと投機がその商品の需給と先行きの変化に目をこらし、環境変化に思いをいたしてせめぎ合い、時間的、空間的な値段のずれをサヤ取りが埋めていく性格のもので、まさに精製された価格といえましょう。

それはまた、だれでも納得のいく公正な価格と言い換えることができます。

公正な価格は①その商品の各段階の取引の基準となる②需要と供給の調整を早める③先行きの価格が提示されるため、生産、販売、購買計画が立てやすい—など経済社会の円滑な運用に寄与することになります。

IV

価格の羅針盤 とはなにか

日本経済新聞社編集委員●

北島 穰

商品先物市場で形成される価格は、言ってみれば「羅針盤」です。羅針盤は羅針儀と同義語で、コンパスのことです。かつての大航海時代に帆船を無事に最終目的地まで運航することができたのも羅針盤が威力を発揮したためですし、航空機が全世界を飛び交う現代においても高度化した羅針盤であるジャイロがその役目を果たしています。

■「見える価格」

航海、航空の世界を経済、あるいはモノの世界に移し替えますと、先物市場で生まれる価格はこの羅針盤の役目を持っていると言えるでしょう。一次産品や素材を中心に取引する商品先物市場には生産者、流通業者、需要家といったその商品に関係する人が専門的な情報を持って参加するだけではなく、機関投資家や個人投資家なども違った立場から参加しますから、そこで決まる価格は公正で公平なものになります。つまり「見える価格」になるわけです。

一次産品あるいは素材の先物価格が羅針盤となって、現物価格、また、中間財や最終製品の価格までが理論的に計算できるようになります。先物市場の特徴でもあります。取引は6カ月先、長いものと2、3年先まで行われますから、混沌とした不透明な現代においては、企業の長期的な生産計画にとってはまさに

羅針盤となるわけです。

ロシアや東欧に続いて中国でも市場経済によって経済を成長、活性化させようとしています。イデオロギーの桎梏（しっこく）から解き放された最近の「大競争」（メガ・コンペティション）時代にあっては、特に羅針盤の役割は重要度を増しています。

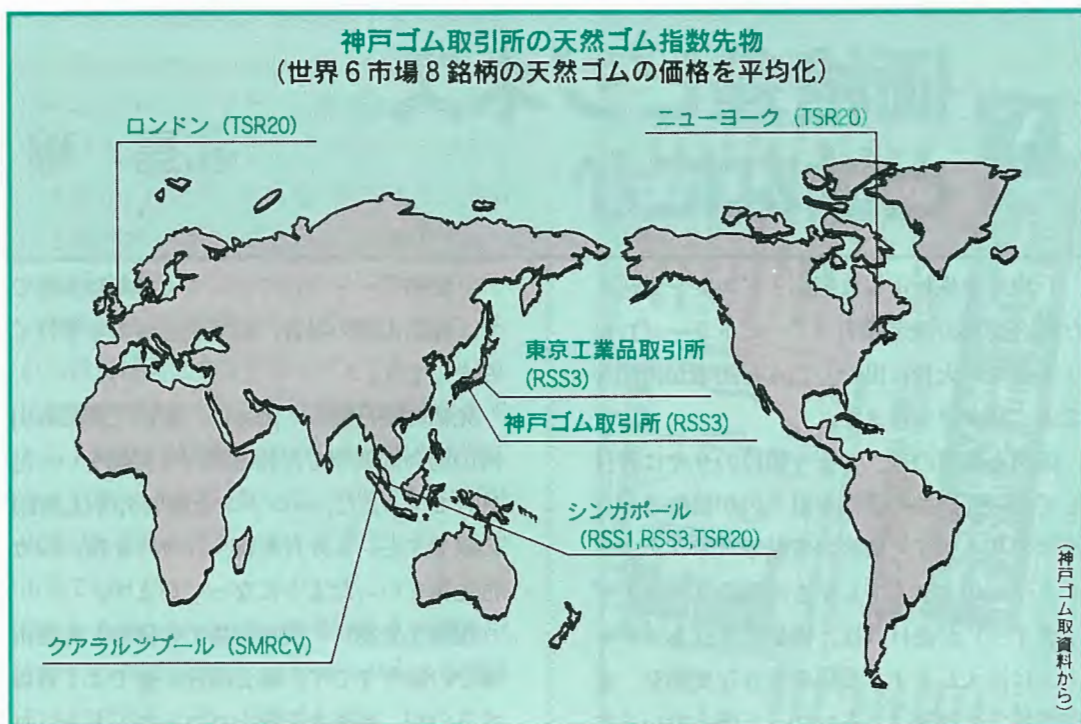
■OPECからNYMEXへ

価格の羅針盤の役目を歴史的に振り返りますと、象徴的なのは原油です。ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）は83年に原油の先物取引を始めました。それまでは石油輸出国機構（OPEC）が国際カルテル的色彩が濃い形式で価格を決めていましたが、先物価格が生まれたことによって世界市場にはっきりとした指標、目安ができたわけです。



神戸ゴム取引所の「天然ゴム指数先物」の取引

◆価格をめぐる商品先物市場の役割◆



NYMEXには原油のほかにガソリンやヒーティング・オイルも上場されています。競争が激しい航空会社が先物価格をまさに羅針盤としてとらえ、燃料コストを安定的に確保するために、先物市場を使っていると言われます。非鉄金属におけるロンドン金属取引所(LME)なども同じような機能を果たしているわけです。

■画期的だった金の上場

日本の場合、エポックメイキングになったのは金の上場でしょう。東京工業品取引所で生まれる金の価格は現在では円建て価格の指標にまで成長しました。海外金相場をベースにして乱高下する為替相場をにらみながら、商社や外資系ディーラーが裁定取引を実施しますから、一日の間でも価格は弾力的に動きます。先物価格は銀行や地金商の販売価格にまで影響を与えています。

最近で注目されるのは神戸ゴム取引所が95

年3月から取引を開始した「天然ゴム指数先物」でしょう。天然ゴム自体の先物取引は東京工業品取引所と神戸ゴム取引所の2カ所で取引されていますが、指数先物は我が国の商品市場では初めてのことです。今回の指数先物はニューヨーク、ロンドン、シンガポールなど世界の生産地、集散地、消費地の広い範囲をカバーしているうえ、ベースとなる天然ゴムもRSS1号、RSS3号、TSR20など主力品種を採用していますから、神戸（現在は大阪）からの発信価格ではありますが、世界の羅針盤になりうる価格です。

日本経済は規制緩和、市場開放の時代を迎えています。世界の政治・経済環境から判断しても積極的に取り組まなければならない状況にあります。現在、日本の商品先物市場への上場候補品目としてあがっているのは、非鉄金属、石油、牛肉など多種多彩です。これらを上場して価格の羅針盤を作ることが今こそ求められていると言えるでしょう。



価格差ビジネス とはなにか

北島 穰

「東京金先物市場に円高・ドル安を見込んだ総合商社の裁定取引（アービトラージ）による売りが大量に出た」。こんな記事が新聞等でよく見かけられます。

価格と価格の差、つまり値段のサヤに着目してその売買益の確保を狙うのが価格差ビジネスの基本です。価格の変動率（ボラティリティー）が大きくてしかも流動性（リクイディティー）が高ければ、価格差ビジネスチャンスは拡大します。市場の大きな変動を、金融業界では最近「ストレス」と呼んでいます。市場の大きな変動を、金融業界では最近「ストレス」と呼んでいます。現在では「ストレス・ビジネス」と言ってもいいでしょう。

■さまざまな価格差

「価格差」と一口で言っても種類は多様です。商品市場の場合、以下主なものを挙げてみましょう。

〈先物の限月間〉 例えば、東京工業品取引所の場合は95年5月物と96年4月物といった具合です。また、ロンドン金属取引所(LME)の銅ですと、3カ月先物、15カ月先物、27カ月先物といったようになっています。

〈現物と先物〉 現物市場での価格と先物市場での値ザヤです。総合商社が金でよく着目するのが、東京金先物とロコ・ロンドン（ロンドン渡しの現物取引）です。

〈異種の商品間〉 東京工業品取引所で取引されている金と白金（プラチナ）などが代表例です。

〈地域間〉 大豆やトウモロコシの場合です

主なヘッジ ファンドの94年の運用状況
(前年比の利回り伸び率%、▲はマイナス)

	93年	94年
ソロス・ファンド・マネジメント	67.4	3.0
タイガー・マネジメント	61.0	▲9.0
スタインハート・パートナーズ	38.4	▲33.0
オデッセイ・パートナーズ	38.8	▲8.5
オメガ・アドバイザーズ	62.7	▲24.0
ロング・ターム・キャピタル・マネジメント	—	20.0
キングドン・キャピタル・マネジメント	40.2	▲2.4
ストローム・サスカインド	134.0	▲31.0
キニコス・アソシエイツ	▲44.0	44.5
ディックス・タイン&カンパニー	35.0	10.2

(ニューヨーク・タイムズ紙より)
(出所・日本経済新聞95年3月14日付)

◆価格をめぐる商品先物市場の役割◆

と、シカゴ商品取引所(CBOT)と東京穀物商品や関西農産商品の両取引所との価格差を利用するものです。また、日本では複数の取引所で同じ商品が上場されているケースがありますから、天然ゴムの場合は東京工業品取引所と神戸ゴム取引所間といったものです。

最近では商品ファンドやヘッジファンドといった投資機関が隆盛になってきています。これら投資機関は金などコモディティのほか、為替や債券など幅広い分野を対象にしますから、商品や債券間などの裁定取引も活発になってきています。さらに、デリバティブ(派生商品)市場も活況を呈してきました。この市場ではオプション、スワップといった複雑でしかもコンピューターを駆使した高度な取引が行われますので、価格差ビジネスも単純なものではなくなってきました。

■大手商社、ディーリング業務を強化

住友商事、三菱商事など日本の大手総合商社は最近、金を中心とする貴金属のディーリング業務を相次いで強化し始めています。金のドル建て国際相場はドル安や好調な米国景気などを背景に堅調を維持していますが、円建ての東京工業品取引所の相場は急激な円高で逆に急落しました。年初来の円建て相場の変動率はドル建て相場の変動率の5倍近くに達しました。ボラティリティーの大きさが総合商社を体制強化に動かしたものと思われる。

■CMEは24時間取引へ

世界の各取引所は価格差ビジネスを後押しするように体制強化に動いています。まず第一に取引の24時間化です。例えば、シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)は電子端末を使った取引システムである国際的ネットワー



クの「GLOBEX」の品ぞろえを拡充する方針です。原油を取引しているニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)もコンピューター売買システムの「ACCESS(アクセス)」に力を入れています。

また、CBOTは呼び値を提示しあって売買を成立させる「オープン・アウトクライ」方式を使って海外取引所との連結を強める戦略を打ち出しています。成長著しいアジアの取引所との提携も考えているようです。

世界的に見れば、価格差ビジネスを発展させる取引所の体制作り、言ってみれば「インフラ作り」は今後一段と整備されるはずで、日本の取引所は米国の様な戦略を立てるまでには至ってはいませんが、その必要性はいずれ出てくるはずです。

世界中に国際化の枝のばす

ここ数年、日本の先物取引所はグローバル化の目覚ましい今日の国際市場のなかで、主要なプレイヤーに発展を遂げられました。日本政府もそのための規制緩和へ向けて重要な役割を果たしました。日本の先物取引所は世界経済に対する重要性和影響力という点で、ますます大きな位置を占めていくことになるでしょう。

94年の売買高は37%増

世界の先物取引は94年、記録的な成長を遂げました。全市場の1日当たりの平均売買高は前年に比べ37%も伸びましたし、CBOTでは2億1900万枚以上を売買し、これは過去最高記録となりました。日本でも93年から94年の間に先物取引高は18%も増えました。

CBOTは1848年の開設以来、あらゆる事業に競争は必要だと主張してきました。競争に

よってこそ私たちは切磋琢磨し、先物業界の技術水準向上への努力を積み重ねることにつながるからです。

CBOTにとって幸いだったのは、先物取引に対する関心が世界的に増大していったことです。世界中の国や政府が先物取引での値決めやヘッジ機能のメリットを認識したことで、CBOTの先物商品、とりわけ米30年物国債、10年物、5年物、2年物の米Tノート先物とオプションが人気となりました。これらは今日、世界でも最も活発に取引される上場品目の上位を占め、しかもかなりの注文が東アジアの投資家から来ています。

世界中、とりわけアジア地域の時間帯に属する顧客のニーズを満たすため、CBOTは87年4月、各種の財務省証券を対象に夕方の取引の場を設け、好評を頂いております。この場はアジアの早朝時間帯と重なり、東京の投資家に新たな取引機会を提供しています。

Over the past several years, Japan's futures exchanges have evolved into a major player in today's increasingly global marketplace. The Japanese government has made important inroads into reducing regulatory barriers. From all indications, Japanese futures markets are positioned to continue increasing in their importance and impact on world economies.

Futures trading around the world experienced record growth in 1994. Average daily volume at the world's exchanges was up 37 percent last year. At the Chicago Board of Trade, the world's leading futures exchange, we traded a new record of more than 219 million contracts in 1994. In Japan, futures trading increased 18 percent from 1993 to 1994.

The Chicago Board of Trade is pleased about this development. Since our inception in 1848, we have maintained that competition is good for business. It keeps us on our toes and forces the increased level of innovation that has become the hallmark of this industry. We not only encourage increased knowledge of our own markets, but we also welcome the growth and development of other futures exchanges.

The Chicago Board of Trade has benefitted from the world's increasing interest in futures trading. As nations and governments around the globe have realized the pricing and hedging benefits futures trading can provide, the CBOT's contracts, particularly the U.S. Treasury bond and Ten-, Five-, and Two-Year U.S. Treasury note futures and options, have gained in popularity and volume. Today those contracts are among the world's most actively traded futures contracts. A large amount of that volume comes from investors in the Far East.



シカゴ商品取引所(CBOT)理事長●

トーマス・R・ドノバン

Thomas R. Donovan

近くオーバーナイト取引を提供

10月20日、CBOTは従来の電子取引システムを拡張した「プロジェクトA」を開始しました。CBOTの取引フロアが閉まっている間の上場商品の取引時間を延長するため、このシステムは現在、シカゴ時間の午後2時30分から4時30分まで利用できます。さらに95年夏までにプロジェクトAはひと晩取引が可能な「オーバーナイトセッション」を提供するほか、世界中どこからでもCBOTのメンバ

ーにアクセスできるようにもなるでしょう。ひと晩中というのは、シカゴ時間の午後10時半から翌朝6時までです。

加えて3月半ば、CMEはロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)との間で、それぞれ最も売買の多い金利先物商品の取引を相互に開放し合うという合意内容に調印しました。

CBOTはつねに、アジアやその他の地域を含め世界中に国際化の枝を伸ばせるような新しい上場商品を探しています。国際化と自由化がより良い取引環境をはぐくんでくれるなら、世界の先物業界はさらに発展していくことでしょう。

Fulfilling the needs of international customers - particularly those located in the Asian time zone - is what led the CBOT to institute an ongoing, successful evening trading session in its U.S. Treasury complex in April 1987. This trading session overlaps with the early morning trading hours in Asia, providing additional trading opportunities for Japanese investors.

On October 20 the CBOT launched Project A, the exchange's expanded electronic trading system. Designed to expand the reach of our financial products during non-pit trading hours, the system is currently available from 2:30 p.m. to 4:30 p.m. Chicago time. Moreover, by summer of 1995, Project A will offer an overnight session and will be accessible to CBOT members worldwide via the Bloomberg Financial Markets system. The overnight session will operate from 10:30 p.m. to 6:00 a.m. Chicago time.

Additionally, the exchange, in mid-March, signed an agreement with LIFFE, to allow open outcry trading of each other's most active interest rate products. The agreement will allow the CBOT futures and options on the 30-Year U.S. Treasury Bond, 10-Year U.S. Treasury note, and 5-Year U.S. Treasury note contracts to be traded on LIFFE's trading floor from 1:30 a.m. to 7:00 a.m. Chicago time, which are accessible by Japanese investors during afternoon trading hours in Japan.

The CBOT is continually looking at other new product ideas that will allow the exchange to further expand its international outreach into Asia and worldwide. As greater internationalism and liberalism will foster a more favorable trading environment, the futures industry around the globe will get further benefits.

顧客の声に耳を傾けよ

先物・オプションの利用者は24時間、地球上のどこからでも市場に参加できることを求めています。シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)は21世紀をにらみ、世界が必要とする上場商品と参加手段、必要なテクノロジーを実現していこうと、つねに努力しています。

CMEの上場品目はいずれも国際的となっています。ユーロダラー先物・オプションはCMEの通貨先物と同様、世界の投資家に利用されていますし、米国の4つの株価指数に日経225を含めたCMEの株価指数先物も国際的なポートフォリオ分散の手段として広く使われています。

私たちの新規上場品目は国際的な市場を念頭に置いてつくられます。4月に私たちはペソ先物を上場、これまでペソの有効なヘッジ手段を持たなかったメキシコの投資家から歓迎されました。これはほんの一端に過ぎません。CMEは米国圏だけでなく世界中の市場で

求められる商品を次々に上場していく考えです。

CMEへの参加を改善するために、私たちはここ10年以上、米国外の利用者に対しても連携を深めてきました。たとえば1984年、シンガポール国際金融取引所(SIMEX)とオンライン化を図り、アジアの日中にCMEのユーロダラー先物取引に参加することが可能となりました。

92年にはGLOBEXシステムを始めました。この電子取引システムは取引時間を拡大したり、米国のユーザー以外も利用できる上場商品を増やしたりするのに大きな成果をみました。GLOBEXの94年の売買高は前年比およそ80%増、今年もさらに伸びそうです。GLOBEX端末は現在、東京やニューヨーク、香港など世界10都市でお求め頂けます。

技術の進歩は時として意外な所に光を当ててくれるものです。CMEはニューヨーク・マ

Every passing year in our business drives home once again a basic fact about the futures industry; it is now a global one. Users of futures and options markets are global market participants and need access to global markets. At the Chicago Mercantile Exchange we believe that any successful strategy for an exchange in the 21st century must recognize this reality. The products we create, the access to our markets that we provide, and the technology we develop must reflect a global focus.

Our existing financial products are already international in appeal. Our Eurodollar futures and options are by their very nature international products, as are CME's currencies. The now accepted principle of global diversification of equity portfolios has made our equity index instruments—which include the Nikkei-225 in addition to four U.S. indexes—into international products.

Our new products reflect our international market. In April we listed a peso futures contract, which was warmly received by sectors of the investment community with Mexican interests who until then had lacked an effective vehicle to hedge the peso. The peso should only be the beginning of an emerging markets initiative, however. We are exploring additional products likely to appeal to those with business and financial interests in other emerging markets in the Americas and elsewhere.

Our efforts to make special accommodations for our users outside the U.S. began over a decade ago. In 1984 we created an electronic link with SIMEX, the exchange in Singapore, which has enabled us to provide efficient access to our Eurodollar contract during the entire Asian business day. SIMEX has proven an enduring success. More recently, in 1992, we



シカゴマーカンタイル取引所(CME)理事長●

ウィリアム・J・ブロッスキー

ーカンタイル取引所(NYMEX)と共同で「クリアリング21」と呼ぶ次世代技術を使った清算システムを開発してきました。電算支援ソフトウェアエンジニアリング(CASE)に基づくこの新システムが目指すのは、まさに21世紀の市場のリスク管理に適した特色を生み出すことです。

新規の上場やシステム上の進歩も、効果的なマーケティングと啓もう活動があってこそです。CMEがロンドンや東京にマーケティングのオフィスを設けているのはそのためです。日本経済は現在、様々な問題に直面していま

すが、東京市場は私たちにとって最も重要な市場の一つであることに変わりはありません。加えて地球規模での経済成長と金融市場の自由化によって、アジアやメキシコなど中米、東ヨーロッパまでを含めた先物市場のマーケティングが必要となってくるのではないのでしょうか。

90年代後半、そして21世紀に向けた私たちの戦略指針は、ビジネス社会では言い古された一つの格言に集約され得るでしょう。すなわち「顧客の声に耳を傾けよ」です。なぜなら、私たちの顧客は「グローバル」であり、それはまさにCMEの狙いそのものであるはずなのですから。

launched GLOBEX, an electronic trading system that has made possible a considerable expansion of trading hours and of the range of products that can be made available to our non-U.S. users. 1994 volume was almost 80% higher than the previous year, and this year is seeing continued increases. GLOBEX terminals are now available in 10 cities around the world, including all the leading financial centers such as Tokyo, New York, London, Frankfurt, Paris, Hong Kong, and Singapore, in addition, of course, to Chicago.

Technology can bring some of the greatest benefits in areas that haven't traditionally received the greatest publicity, such as the back office. The CME, together with the New York Mercantile Exchange, have been developing a clearing system with next-generation technology, called Clearing 21. Based on Computer Aided Software Engineering (CASE) technology, our objective with the new clearing system is to create features with power and flexibility suited to risk management in the marketplace of the 21st century.

New products and new technology must, we believe, be supported by effective marketing and education. The CME has had a marketing office in London since 1980 and in Tokyo since 1987. Despite the recent problems with the Japanese economy, Tokyo remains one of our most important markets. In addition, however, we recognize that the economic growth and financial market liberalization around the globe call for a global marketing effort encompassing Asia, the emerging markets of Latin America such as Mexico, and to a lesser extent, the emerging markets of Eastern Europe. The guiding spirit of our strategy in the late 1990s and for the 21st century can be summed with a rule applicable in any business: Listen to your customer. Because our customers are global, the focus of the CME will be global.

世界のニーズを 意識

米国は先物取引の先進国といわれ、シカゴ商品取引所 (CBOT) やニューヨーク・マーカンタイル取引所 (NYMEX) など大規模な取引所を擁しています。穀物や貴金属、原油など国際商品の多くは、米国の取引所の先物

相場が指標となるなど、国際的な価格形成の場としてその地位を不動のものにしています。最近では売買高をさらに増やすため、米国以外でも取引ができるよう時間外取引を採用するほか、上場品目も世界のニーズを満たす配慮が見受けられます。

米国の取引所は、自国の当業者や投資家のニーズだけではなく、他国のニーズも満たせ



米国の先物戦略と 日本の対応策

シカゴ商品取引所 (CBOT) の立会場

るような体制作りを急いでいます。その一つとして時間外取引が挙げられます。通常の取引時間では、時差の関係でアジアや欧州のトレーダーや投資家が取引しづらいといった問題が出てきますが、取引時間を拡大すればこうした問題点は解決できます。既にシカゴ・マーカンタイル取引所 (CME) が電子取引システムによる24時間取引を可能にしたほか、CBOTでも時間外取引を実施、売買高を大幅に増やすことに成功しました。

トウモロコシの 収穫率先物も上場

上場品目も、米国だけでなく海外の投資家に配慮しています。日経225に代表される海外の株価指数先物や外国通貨先物などが既に取引されているほか、4月にはCMEがペソ先物

を上場しました。6月には国内外のヘッジニーズにこたえ、CBOTがトウモロコシの収穫率先物を上場する予定です。

日本は取引所統合、 上場商品の拡充

米国に取り残されないよう日本も対策を急いでいます。大型取引所を目指すための合併が相次ぎ、93年には16あった取引所が現在では12に統合されました。名古屋地区の3取引所が主務官庁の垣根を越えた合併を内定するなど、これまで見られなかった動きも出ています。また東京穀物商品取引所の豪州産牛肉、大阪農産商品取引所のコメなど、取引拡大の切り札になる大型商品の新規上場に向けた検討も活発です。

(日本経済新聞社商品部記者 諏訪 敬明)

デリバティブの 光と影

㈱リーマン・ブラザーズ・
コモディティーズ・ジャパン取締役 ● 柴山孝司

昨今、新聞や経済雑誌等を賑わしているデリバティブという商品は、その善し悪しについて十分な議論と検証がなされぬまま、悪い面のみが先行してけん伝され、いたずらに不安感をあおっているように感じられます。思うに、デリバティブは“両刃の剣”であり、その使い方により人や組織に利益をもたらすものとなり、またその反対にまかり間違えば、ばく大なる損失をもたらすものでもあります。うまくいった例はあまり表面に出ませんが、失敗した例を最近時にとると、ベアリングズ社が日経株価指数売買で10億ドル以上損失を出したと言われる事件です。これは単に、日経株価指数の相当大きな量のロング（買い）が、その下落により多大の損失を出したということですが、このことは、多くの教訓を含んでいます。それは、デリバティブの一つの特性である少ない証拠金で大きく売買できるというレバレッジ効果、デリバティブを管理する組織の問題などです。

デリバティブとはなにか

取りあえず、デリバティブとは何であるかという説明から入っていきしたいと思います。デリバティブとは「派生的商品」であり、その根源には原資産（現物あるいはCash）があり、その原資産から派生した先物、オプション、スワップなどをあらわします。

これをまとめてみますと、以下のようにな



PROFILE

柴山 孝司
(しばやま たかし)

㈱リーマン・ブラザーズ・
コモディティーズ・ジャパ
ン取締役

1949年北海道生まれ、72年小樽商科大学商学部経済学科卒業、同年日本軽金属㈱入社、79年～80年センター・フォー・エデュケーション・イン・インターナショナル・マネジメントMBA課程留学、86年アルカン・アジア地金営業部長、88年リーマン・ブラザーズ・コモディティーズ入社、89年3月より㈱リーマン・ブラザーズ・コモディティーズ・ジャパン取締役に就任。

ると思われます。

1. 先物取引（フューチャーズ）

取引所を介して取引所のルールに基づいて売買します。

2. 先渡取引（フォワード、店頭／相対取引）

取引所を介さない、契約の当事者同士の取引です。取引所を介さないため当事者の信用リスクの問題は残りますが、商品そのものはオーダーメードで作られる点が面白いのです。

3. オプション

売りと買いについて付与された条件で行使できる権利の売買です。

4. スワップ

先の期日での異なる商品や値付けの売買です。金利スワップ、通貨スワップ、商品スワップなど様々な形でスワップが行われて

います。

3つの目的

さらに補足いたしますと、よくオフ・バランス取引（簿外取引）がデリバティブであるかのような印象を受けますが、これはたまたまデリバティブがオフ・バランスの形をとってなされている訳で、デリバティブ＝オフ・バランス取引ではありません。別表1の多くの例もオフ・バランスの形態をとり、契約当事者のバランス・シートには計上されていないと思われます。

以上、デリバティブとは具体的にどのようなものかについて、簡単に説明いたしました。ではそれがどのような目的で使われるかと言いますと、以下のことが考えられます。

1. コストを下げる
2. ヘッジング（危険回避）
3. スペキュレーション（投機）

残高は35兆ドルにのぼる

先程申し上げましたように、デリバティブには“両刃の剣”ともいうべきものを内在しておりますが、多くのケースについては、コストを下げたり、あるいはコストヘッジを行うために使われるという良い刃の方が活用されていると思われます。ウォール・ストリー

ト・ジャーナルによると、1994年8月時点における世界のデリバティブ建玉（取引所取引と店頭取引の両方含む）の残高は35兆980億ドルと推定されているそうです。これは、取引の総額ですから、損益とは関係ありませんが、問題となるデリバティブ取引は非常に限られたものではないかと思われます。デリバティブの建玉の残高は92年末は米国会計検査院の推計によると17兆6,430億ドルですから、デリバティブが急速な勢いで成長しているのがわかります。もはや、デリバティブは金融、証券、商品の規制緩和、自由化とともに、実体経済をも包含したグローバルなかつ巨大な市場を形成しています。従って、この流れを止めることはできません。

リスクをどう管理するか

しかし、その一方で、別表1のような、デリバティブの失敗例もあるわけです。やはり必要なことは、デリバティブを提供する側も利用する側も、“リスク”をシステムティックに管理するということだと思います。その例を別図1のJ.P.モルガンのリスク管理組織に求めたいと思います。

まず、管理すべきリスクには以下のものがあげられます。

1. 市場リスク

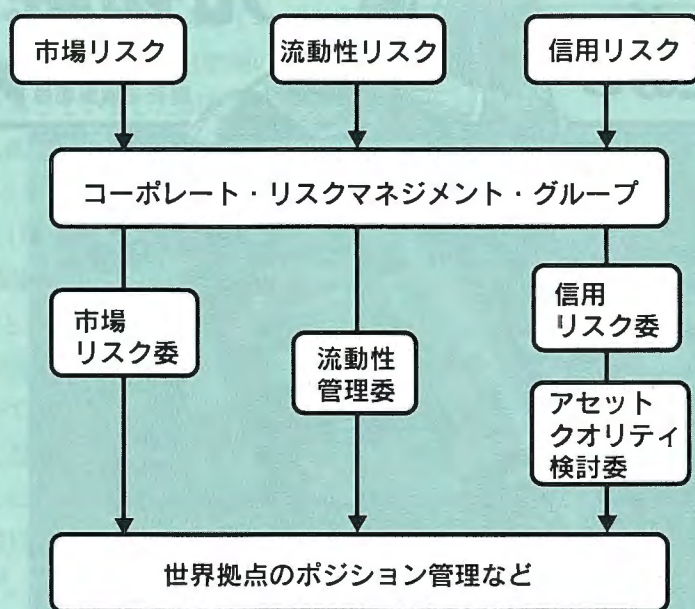
別表1 デリバティブ取引に伴う主な損失の例

	会社名	損失額	損が出た主な商品	主な損失計上の時期
海外	メタル・ゲゼルシャフト	約10億ドル	エネルギー・オプション	1993年9月期
	ゼネラルモーターズ	2,400万ドル	金利スワップ	1994会計年度
	プロクター・アンド・ギャンブル	約1億ドル	金利スワップ	1994年1月
	カリフォルニア州オレンジ郡	約20億ドル	金利スワップ	1995会計年度
	ベアリングズ社	約10億ドル	日経指数	1995年3月
日本	昭和シェル石油	1,653億円	為替先物予約	1993年12月期
	鹿島石油	1,525億円	為替先物予約	1994年3月期
	日本酸素	119億円	金利・通貨スワップ	1995年3月期

（日経金融新聞他より抜粋）

別図1

J.P.モルガンのリスク管理組織



(日経金融新聞より抜粋)

持っているポジションが現状の市場価格に対してどの程度の損益となっているかを把握します。

2. 流動性リスク

何かマーケットに異変があった時に、ただちに、売り戻し／買い戻しができるかどうか、流動性について把握します。

3. 信用リスク

取引相手の決済能力について、それぞれの部門のビジネスを包括して、そのリスクを把握します。

*

これらのリスクをシニア・マネジメントが把握した上で、いくつかの下部組織を通じて、全世界のトレーダーや営業担当者に持ち高の上限等について指示します。

しかしながら、もう一つ忘れてならないのは、組織から与えられた権限を越えてポジションをとるなどの行為をチェックする管理機能がが必要です。ベアリングズ社の例を見てもわかるように、リーソン氏がトレーディングとポジション管理等のバック・オフィスの両方の長を兼ねており、それが故に、発覚が遅

れたという感も否めません。

3つの部門を独立させる

従って、今後はリスク管理という観点から、以下の3つを独立させて、機能させるべきだと思います。

1. フロント部門

営業やトレーディング部門のようなリスクテキングの部門

2. バック・オフィス部門

トレーダーのポジション、市場リスク、流動性リスク、信用リスクについて、リスクを計測し把握する部門

3. リスク管理部門

ポジション、損益、リスクを包括的に捉え、シニア・マネジメントへの報告や、内部監査を行う部門

*

以上述べてまいりましたが、やはりデリバティブの長所に光りを当て、適切な管理手法により、うまく活用することが、世界の金融・経済の自由化とグローバルイゼーションという時流に合ったものと思われます。



阪神大震災

阪神大震災に学ぶ 価格高騰時に威力

建材、飼料など上昇

1995年1月17日に起こった阪神大震災は神戸を中心に大きな傷跡を残しました。5,000人を超す死亡者、10万戸を超す被災家屋などまさに、戦後最大といっても過言ではないほどの大きな被害でした。そんな中、防水シートを高値で売りつけるなど便乗値上げも散見されましたが、その数はごく少なく、日本人の民度の高さ、適応力の強さなどが記憶に残りました。まさに不幸中の幸いともいえましよう。

ただ、便乗値上げは少なかったものの、震災需要を当て込んだ動きが一部あったことは否定できません。建設会社の株が上昇したこともそのひとつですが、H型鋼、棒鋼など建設資材もメーカーの値上げや仮需が入り、1月から2月にかけて上昇しました。また、神戸地区での生産量が多い飼料用の菜種かすも供給不足による先高見込みから上昇しています。

買った人はおそらく「先行き需要が増え(もしくは供給が減って)、価格はさらに上昇する」とみたからでしょう。だが、残念ながら、この思惑は見事にはずれました。一度は上がっ

たもののすぐに下がってしまったからです。

例えば、代表的な建設資材であるH型鋼の場合、94年秋から下落していましたが2月に入って急上昇し、大阪では2月中旬には1トン4万5,000円と約2年振りの高値になりました。メーカーも値上げに動き、業界2位の大手、東京製鉄が3月契約分から1トン3,000円上げ、4万1,000円としました。「主原料である鉄くずが交通網の混乱で集荷が減ったうえ、高炉メーカーの買いで10%ほど上昇した」というのがその理由となっています。

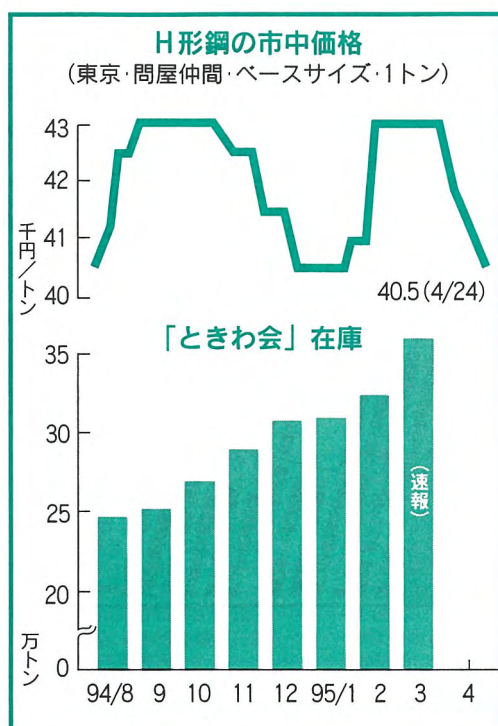
ところが、上昇したのも3月まで。仮需をみてメーカーが増産に動いた半面、一向に「震災需要」が起こらず、需給が緩んだのが響いて4月に入って急速に値を消してしまいました。

神戸に工場が多い飼料用油かすも同じ軌跡をたどりました。供給不安から仮需が入り、2月に急上昇しましたが、委託生産や輸入の増加で需給が緩み、あっという間に急落しました。

もともとH型鋼、油かすとも供給能力は十分にありました。それだけに、仮需が入ればすぐ増産に移ることができ、結果的には供給増—在庫増加—相場反落という、お定まりのコースをたどったといえましょう。

大事件ではいつも上昇

実はこのような例はなにも今回だけではありません。第一次石油ショックの時、トイレットペーパーに膨大な仮需が発生、それが一巡したら、買いがぱったり止まり、メーカーは供給過剰に苦しみました。また、93年にコメが大凶作になった時、コメ不足が深刻化してタイ、米国などから輸入しましたが、翌94年は大豊作になり、一転、輸入品の在庫処分で大汗をかきました。



このように、大事件が起こる度に相場は大きく揺れ動きます。幸い、阪神大震災はそれほど大きな混乱はありませんでしたが、一部の産業にはかなりの打撃になりました。それではこのような時にもっと適切な方策は立てられないものでしょうか。あります。それは商品先物取引を利用することです。

もし、H型鋼と油かすの先物取引があったらどうでしょうか。当然、先物価格が上がったらメーカーは生産した分を先物で売って価格が下がった時に備えるでしょう（これをつなぎ売りといいます）。そうすれば、実際に生産した分が出回ってきた時に価格が下がっていても、先物相場も同じ様に下がるので、それを買い戻せば利益が出て、高値で売ったと同じ結果になります。

さらに一歩進めて考えますと、もしつなぎ売りが出たら、その時点で相場の上昇は抑えられ、上昇はもっとなだらかになったことでしょう。それを見て、買い手も必要な分しか買わず、価格上昇はさらに抑えられたことで

ビジネスリーダーのための 先物経済学



しょう。

実はこのような例はなにもH型鋼や油かすにかぎりません。先物取引をしているすべての商品に当てはまります。そこで、上場商品が増えれば増えるほど「危機管理能力」は高まるといえましょう。

ただ、現代社会は大変複雑で、どのような時にどのような商品に影響が出るかは予測できません。そんな時、大きな力を発揮するのが指数商品です。指数商品は既に天然ゴムで行われており、これもひとつの方法ではありますが、各種の異なった商品を組み合わせれば有事(=大きな出来事)の時、大きな力を発揮できます

先物指数でヘッジ

例えば、鋼材、非鉄、石油製品、化学製品、繊維、建材、食品などを組み合わせた指数商品が商品取引所で取引されたらどうでしょうか。幅広い商品を取り扱っているメーカー、問屋ではそれを利用することで、総合的に危機を回避できます。

実はこの方法は既に株式市場で行われてい

ます。「日経225」は225の企業の株価を指数化したもので、これを利用することで、多くの企業の株を持っている企業は株価の下落から企業を守ることができるのです。しかも総合的に商品の価格をみることで、景気の流れも占うことができます。

IMF(国際通貨基金)は4月23日、「阪神大震災は日本の経済成長率を年0.2-0.4%引き上げる」との試算を発表しました。それも、1-3月は「供給減が響いて、地震がない場合より成長率は低下するが、その後は需要の増加で生産が増え、成長率は高まる」としています。その可否はもちろんわかりませんが、もし、需要が増えても、先物指数に買いヘッジ(保険つなぎ)することで、資材価格が上昇した場合に総合的に対処できることでしょう。

今後、日本いや世界では予測のつかない事態が次々に起こることと思われます。そんな時、上場商品(=商品取引所で売買される商品)が増えれば増えるほど、商品先物取引はその危機から企業を守る力を強めることでしょう。それは同時に、日本経済にも国民生活にもプラスに働くことでしょう。

商品取引所法に基づく商品取引員131社

(五十音順、平成7年6月1日現在)
(社)日本商品取引員協会会員

ア	㈱アイメックス	〒460	名古屋市中区栄2-11-7	☎052-201-2011
	㈱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㈱	〒541	大阪市中央区平野町1-8-13	☎06-201-2711
イ	㈱アルフィックス	〒532	大阪市淀川区西中島1-15-2	☎06-304-5071
	㈱阪島商店	〒231	横浜市中区北仲通5-57	☎045-201-8431
	石橋生絲㈱	〒231	横浜市中区山下町1	☎045-641-7161
	伊藤忠商事㈱	〒107-77	東京都港区北青山2-5-1	☎03-3497-3933
	入や通商㈱	〒440	豊橋市蓋町49	☎0532-55-1177
エ	エグチフューチャーズ㈱	〒461	名古屋市中区栄3-17-9	☎052-931-0111
	エース交易㈱	〒106	東京都港区六本木1-9-9	☎03-3587-4649
オ	大石商事㈱	〒460	名古屋市中区栄3-14-30	☎052-241-1556
	大阪大石商事㈱	〒542	大阪市中央区南船場2-5-24	☎06-261-4231
	大阪卸衣料㈱	〒541	大阪市中央区高麗橋2-1-10	☎06-203-5341
	大阪コモディティジャパン㈱	〒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
	㈱大島商店	〒103	東京都中央区日本橋小網町1-3	☎03-3666-1181
	大西商事㈱	〒750	下関市南部町22-14	☎0832-31-5155
	岡地㈱	〒460	名古屋市中区栄3-7-29	☎052-261-3311
	岡藤商事㈱	〒541	大阪市中央区本町3-2-11	☎06-261-7671
	岡安商事㈱	〒541	大阪市中央区高麗橋2-6-9	☎06-222-0001
	乙部米穀㈱	〒550	大阪市西区阿波座1-10-14	☎06-532-0671
	オリエン貿易㈱	〒810	福岡市中央区渡辺通5-24-30	☎092-712-3111
	オリオン交易㈱	〒650	神戸市中央区東町113-1	☎078-391-7391
カ	加商㈱	〒103	東京都中央区日本橋2-14-9	☎03-3276-7641
	カネツ商事㈱	〒103	東京都中央区日本橋蛸殻町1-11-5	☎03-3662-0111
	兼松㈱	〒105-05	東京都港区芝浦1-2-1	☎03-5440-9024
	河内㈱	〒541	大阪市中央区南本町2-3-21	☎06-261-9571
	河野商事㈱	〒371	前橋市千代田町3-3-19	☎0272-31-0066
	カンサイフューチャーズ㈱	〒534	大阪市都島区東野田町2-9-12	☎06-352-2241
	関東砂糖㈱	〒103	東京都中央区日本橋蛸殻町1-2-7	☎03-3666-7321
キ	北日本商品㈱	〒103	東京都中央区八重洲1-8-16	☎03-3273-3721
	久典商事㈱	〒812	福岡市博多区博多駅東2-5-28	☎092-471-1701
	協栄物産㈱	〒104	東京都中央区八丁堀1-6-1	☎03-3553-4151
ク	櫛田㈱	〒450	名古屋市中村区名駅南1-7-9	☎052-551-8211
コ	洗陽フューチャーズ㈱	〒540	大阪市中央区谷町1-3-5	☎06-946-4360
	㈱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
	国際トレーディング㈱	〒812	福岡市博多区博多駅前1-2-5	☎092-475-8800
	コスモフューチャーズ㈱	〒812	福岡市博多区博多駅東2-9-1	☎092-472-2191
	㈱小林洋行	〒103	東京都中央区日本橋蛸殻町1-15-5	☎03-3669-4111
	五味産業㈱	〒541	大阪市中央区久太郎町2-5-13	☎06-251-4041
	米常商事㈱	〒462	名古屋市中区栄3-14-30	☎052-981-3571
	三菱商事㈱	〒103	東京都中央区日本橋蛸殻町2-13-6	☎03-5640-5600
サ	㈱三喜商会	〒750	下関市南部町7-9	☎0832-22-2218
	三貴商事㈱	〒103	東京都中央区日本橋蛸殻町1-19-9	☎03-3667-5251
	三晃商事㈱	〒103	東京都中央区日本橋浜町2-19-9	☎03-3249-3500
	三幸食品㈱	〒103	東京都中央区日本橋蛸殻町2-16-7	☎03-5642-7320
	蚕糸共同㈱	〒231	横浜市中区海岸通5-25-2	☎045-211-0791
	蚕糸周旋㈱	〒440	豊橋市神明町17	☎0532-55-9161
	三晶実業㈱	〒103	東京都中央区日本橋3-2-9	☎03-3275-1001
	㈱三忠	〒135	東京都江東区佐賀1-11-3	☎03-3643-5600
	㈱三富商店	〒650	神戸市中央区播磨町49	☎06-371-4563
	㈱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㈱	〒060	札幌市中央区大通西4-6-1	☎011-221-5311
シ	上毛撚糸㈱	〒371	前橋市六供町370	☎0272-24-2111
	㈱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㈱	〒104	東京都中央区銀座3-14-13	☎03-3543-8181
ス	杉山商事㈱	〒103	東京都中央区日本橋小網町13-3	☎03-3666-0121
	㈱鈴川商店	〒440	豊橋市新本町43	☎0532-54-8151
	住友商事㈱	〒101	東京都千代田区神田錦町3-11-1	☎03-3296-3203
セ	西友商事㈱	〒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㈱	〒103	東京都中央区日本橋蛸殻町1-7-9	☎03-3666-1161
タ	第一商品㈱	〒150	東京都渋谷区神泉町10-10	☎03-3462-8011
	大起産業㈱	〒460	名古屋市中区錦2-2-13	☎052-201-6311
	大豆油糧㈱	〒652	神戸市兵庫区本町1-3-19	☎078-671-1531
	㈱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㈱	〒103	東京都中央区日本橋茅場町1-13-13	☎03-3668-9351
	㈱太平洋物産	〒103	東京都中央区日本橋蛸殻町1-11-2	☎03-3668-1451
	太陽ゼネラル㈱	〒104	東京都中央区銀座8-12-7	☎03-3545-6111
	ダイワフューチャーズ㈱	〒105	東京都港区海岸1-11-1	☎03-5400-3400
	㈱たかま商店	〒453	名古屋市中村区椿町1-32	☎052-451-5111
	宝フューチャーズ㈱	〒104	東京都中央区銀座1-20-14	☎03-3564-8121
チ	チュウオー㈱	〒460	名古屋市中区栄3-21-23	☎052-263-3211
	中部第一商品㈱	〒461	名古屋市中区栄3-21-23	☎052-951-6751
ツ	㈱筒井商店	〒650	神戸市中央区浪花町59	☎078-331-7385

商品取引所法に基づく商品取引員131社

ト	土井商事(株).....〒460	名古屋市中区栄2-8-5	☎052-201-2101
	東海交易(株).....〒461	名古屋市東区葵3-14-17	☎052-932-7000
	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
	(株)東食.....〒103	東京都中央区日本橋室町2-4-3	☎03-3245-2298
	東陽レックス(株).....〒135	東京都江東区佐賀1-1-16	☎03-3642-4531
	(株)トーメン.....〒107	東京都港区赤坂2-14-27	☎03-3588-6977
	豊島(株).....〒491	一宮市せんい2-5-11	☎052-204-7711
ナ	(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)西田三郎商店.....〒541	大阪市中央区北浜1-1-27	☎06-233-6301
	ニチメン(株).....〒103	東京都中央区日本橋3-11-1	☎03-3277-5777
	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
	日新カッパ(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3条西1-10-1	☎011-231-6558
ノ	野村貿易(株).....〒101	東京都千代田区東神田1-7-8	☎03-5821-1463
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
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	大阪市西区京町堀1-4-16	☎06-441-3521
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)フジトミ.....〒169	東京都新宿区大久保1-3-17	☎03-3209-5501
	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
	マルゴ商事(株).....〒530	大阪市北区西天満1-7-20	☎06-366-0051
	マルハ(株).....〒100	東京都千代田区大手町1-1-2	☎03-3216-0888
	丸紅(株).....〒100	88 東京都千代田区大手町1-4-2	☎03-3282-2111
	丸村(株).....〒481	一宮市栄1-11-8	☎052-231-7341
	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人形町1-14-8	☎03-3668-0651
	ミليون貿易(株).....〒460	名古屋市中区丸ノ内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	☎03-3273-0163
	メルクロス(株).....〒103	東京都中央区日本橋3-3-9	☎03-3273-7751
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蛸殻町1-9-9	☎03-3667-4361
	山大商事(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蛸殻町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	ワールド交易(株).....〒541	大阪市中央区高麗橋1-5-11	☎06-202-6111



以上131社

**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**

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。

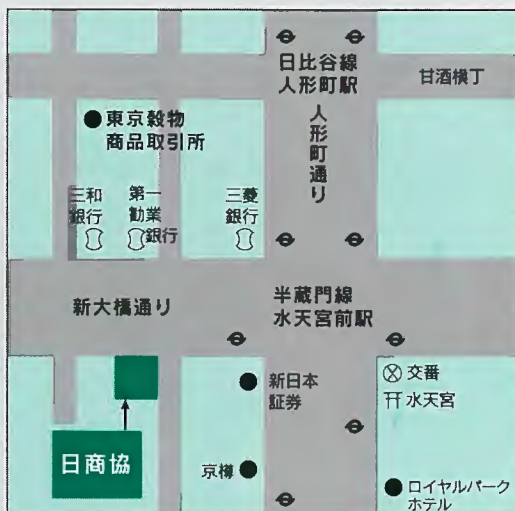


社団法人日本商品取引員協会

(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1-28-5
蛸殻町Fビルディング 〒103
(富士銀行蛸殻町支店)
電話 03-3664-4731(代)



■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。

日経フューチャーズリポート FUTURES REPORT XI 1995

発行	1995年6月
定価	650円(税込)
監修	日経産業消費研究所
企画・編集	日経総合販売株式会社
	東京都千代田区鍛冶町2-9-12 〒101 ☎(03)5295-6228
編集協力	(株)日経スタッフ