

日経フューチャーズレポート

FUTURES REPORT XIII 1996

【特集】

市場経済化の潮流と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 **規制緩和と日本経済** 1
市場機能を活用する必要性 日本経済研究センター理事長 香西 泰

日本経済の進路を打ち出す 3
産構審報告を読んで 日本経済新聞編集委員 林 邦正

日経商品先物シンポジウム

**市場経済化の潮流と
先物市場の役割** 5

【パネリスト】

一橋大学経済研究所教授

刈屋武昭

東京銀行参与

真野輝彦

アジア経済研究所主任調査研究員

朽木昭文

日本商品取引員協会副会長

若林 茂

日本経済新聞社編集局商品部長

佐藤雅徳

【司会】



前進へ大きな一歩 24
アルミ先物上場でレポート 日本経済新聞社記者 竹内 敏

TOPICS **販売額は通達で決まる** 30
商品ファンドの小口化

巻末データ **取引員名簿一覧** 31

規制緩和と日本経済 市場機能を活用する必要性

日本経済研究センター理事長

香西 泰

日本経済でいま規制緩和が重要な課題とされています。なぜかといえば、日本経済の今後の発展には、市場機能のいっそうの活用がますます必要になっているからです。

規制や保護は 企業家精神を萎縮

日本経済は先進国への追い付き（キャッチアップ）に一応成功し、フロントランナーとなりました。追い付き時代には、先進国に存

在する産業を日本で発展させることが目標でした。目標が与えられている場合には、その達成のために皆が力を合わせる事が効果的です。しかしフロントランナーになれば、何を目標とするか、各自が選択し、試行錯誤を繰り返す他ありません。多様な可能性があり、しかもそのどれが成功するか前もって判断できないときには、政府の計画や指導や助成の効果には限度があります。民間主体の自主的な判断と自己責任を尊重し、市場で成果を競

【PROFILE】 香西 泰（こうさい・ゆたか）



1933年生まれ、58年、東京大学経済学部卒業、同年、経済企画庁入庁、65-67年、Stanford University 留学
73年、経済企画庁経済研究所、
76年、経済企画庁調整局産業経済課長、
80年、経済企画庁経済研究所総括主任研究官、
81年、東京工業大学工学部教授、

87年、社団法人日本経済研究センター理事長
著書は、「円で見える日本経済 一為替レートの変動を考えるために」実務教育出版 1990年など多数
65-67年 Ford財団奨学金、80年サントリー一学芸賞、81年 日経経済図書文化賞、94年 大平正芳記念賞を受賞

わせる以外に方法がないのです。規制や保護はリスクをとっても事業を興そうとする企業家精神を萎縮させます。

規制緩和は世界の流れ

世界的にも規制緩和が大きな流れとなっています。情報技術その他の技術革新で地球は狭くなりました。従来は国家が企業を選んでいましたが、今日の世界では企業が国家を選んで生産活動を営むようになっています。不合理な規制を持っている国には企業が立地せず、経済が停滞してしまいます。国と国の間で規制と規制が競争しているといってもよいでしょう。また世界的に活動を展開するにはなるべく規制が国際的に調和していることが望まれます。こうしたことが最近の規制緩和の動きの背景です。

規制緩和の効果が期待されるのは、主として新規に発展が見込まれる産業分野と、これまで保護のもとにおかれて生産性向上が遅かった分野の二つです。前者は情報通信など技術革新が盛んな分野です。特に新規参入の規制を撤廃し競争を活発にして技術革新の成果を早く実現する必要があります。後者では国内産業が非効率なことが内外価格差を大きくしてきました。内外価格差は消費者の不満の種となっているだけでなく、企業活動の海外移転を過度に進める危険を持っています。

企業や消費者の選択に基づく自由な経済社会

このように規制緩和は日本経済が市場経済の原則をさらに徹底し、企業や消費者の選択に基づく自由な経済社会を建設していくためには是非必要なことです。しかしその実行に

ついてはいろいろな反対や困難が予想されます。反対の第1は、必要な規制もあるという点です。これはその通りですが、逆に規制の中に時代遅れのもの、他の手段によった方が効率があがるものなどが多いことも否定できません。私見では規制をやめる弊害より残す弊害の方が大きいと思います。規制緩和を原則とし、どうしても規制の必要なものについてはその理由を明らかにして、時間を限って規制を認める（時間がくれば改めて検討）のがよいと思います。

第2の反対論は規制をゆるめれば競争が激しくなり、関係者に失業が出るというものです。失業が出るのは確かに困ったことです。しかし規制を続けていけば産業の活力は衰え、雇用機会はさらに減少してしまいます。

規制の実態公開が必要

規制はそれに関係する少数者には死活にかかる問題で、その緩和には強い抵抗があります。これに対して規制緩和の利益は一般消費者に広く薄く及びます。その総利益は大きいのですが、受益者が分散しているので強く意識されません。そのため規制緩和のために政治の力を集めることは容易ではないのです。こうした事態を改めるには規制の実態についての情報が公開され、その費用と便益についての研究が活発に行われることが必要です。

政府は昨年策定した経済計画で住宅、情報通信、エネルギー、流通、物流、金融など主要分野の規制緩和、コスト引き下げの方針を示しています。また96年3月には規制緩和についての行政改革委員会の報告が発表されます。これを契機に規制緩和は1996年の重要な経済政策問題となると予想されます。

日本経済の進路を打ち出す

バブル経済の崩壊とともに、戦後日本を支えてきた支柱の数々も同時に崩れ始めたといえます。政治も経済も社会のシステムも、次の時代に向けての再構築を迫られていると言って過言でないでしょう。

では一体、何をどう変えるべきかというのでしょうか。問題はあまりにも複雑かつ膨大で、どこから手をつけたらいいのか、途方にくれてしまうというのが実態のように見えます。断片的にはいろいろなことが語られています。堺屋太一氏の説く「首都移転論」。政治や経済の構造改革のシンボルとしての意味を首都移転に付与するとの提言は、筆者も実は大賛成です。しかし、現在の政治の状況を見ると、そのような大きな利害対立をはらむ事業を実行できるとはとうてい思えません。

私見では、21世紀を担う人材をいかに養成するか、そうした視点からの教育の大改革が必要だとつねづね考えていますが、政治や行政にそのような問題意識や改革への取り組みがあるのかどうか寡聞にして知りません。産業構造審議会基本問題小委員会（委員長・辻村江太郎東洋英和女学院大教授）が昨年10月に発表した報告書は、日本経済の課題と進路についてひとつの方向性を打ち出していることで大変評価できると思います。

日本経済のリストラ策

産講審報告書は一言でいえば、「日本経済のリストラ策」で、経済構造改革のひとつの柱として、規制緩和と競争促進を打ち出しています。これによって日本型経済システムの限



「行政改革委員会」の飯田庸太郎委員長（左から2人目）ら委員に辞令を交付する村山首相（左）（首相官邸で）

界を克服するとの考え方です。これに関しても筆者は大賛成なのです。かつて中曽根首相が「戦後政治の総決算」を唱えましたが、筆者としては「戦後経済の総決算」も必要ではないかと以前から感じていました。経済の総決算とは、端的に言えば経済社会を民主化するということです。市場メカニズムを生かすシステムに改造するということもできます。そうしなければ、新しい活力が生まれられないかと考えていたからにはほかなりません。

なぜそのような考えに至ったかといいますと、商品先物市場の現状に触れるにつれ、なぜ日本では先物市場が発展しないのか考えた末、結局日本の経済社会ではリスクをきちんと担うというシステムになっていないからだという結論に達しました。要は、リスクは市場の強者が弱者に押し付ける、最終的にはリスクは消費者に転嫁する仕組みで経済が成り立っているのではないかと思いついたのです。この仕組みのなかではリスクヘッジの必要は生じてきません。

	1996～1998年度	1999～2000年度	1996～2000年度	(参考) 昨年報告の試算結果	
				改革ケース	放置ケース
実質GDP年平均伸び率	3.0%程度	3.2%程度	3.1%程度	3.1%程度	1.6%程度
うち内需寄与度	3.7%程度	3.8%程度	3.7%程度	—	—
雇用の需給ギャップ	216万人程度	189万人程度	189万人程度	170万人程度	485万人程度

今回の報告書でも、競争促進策の一環で「商品先物市場の整備による市場メカニズムの強化」がうたわれています。この点でも、我が意を得たりの感を強くしました。しかし本当をいえば、日本における価格形成のメカニズムを市場主導型に替えれば、先物市場の必要性が自然に高まってくるのです。ニワトリと卵のような堂々めぐりの議論のようですが、信頼性の高い流動性のある市場がないから利用しない、利用しないから発展しない。日本の商品先物市場は、この堂々めぐりからずっと抜け出せないできたのです。

当面の新規上場候補はアルミとガソリン

今回の報告書で注目すべきなのは、「上場商

品の拡充」をはっきりうたっていることです。当面想定される新規上場商品候補はアルミと石油（ガソリン）です。今回の報告書で大事なことは、これは通産省としての基本方針であるということです。それぞれの現局では、上場に関して必ずしも積極賛成論ではないかもしれませんが。しかし大きな方向は「市場メカニズムを生かすために先物市場を活用する」ということに向かっているわけです。上場の際の大きな支援材料であることは間違いありません。

報告書が描いているような経済システムへの転換は、実は通産省の存在意義自体をも問い直すことになりかねません。そうした意味も含めて、思い切った報告書だといえるのではないのでしょうか。

産業構造審議会報告から

民間取引慣行の見直し等による競争促進

内外価格差をもたらしている要因の一つとして競争制限的な民間取引慣行の存在がある。

取引慣行を含めた取引の在り方については、基本的には民間ビジネスの問題であって、契約自由の原則に基づき個々の企業の選択に委ねられるべきものである。更に、取引慣行については、事業者間での取引の円滑化等のために歴史的に形成されてきたものであり、販売促進やリスク分散、高度な品質・サービスの提供など一定の合理性を有するものも存在する。

しかしながら、このような取引慣行の中には、累進的リベート、建値

制、返品など仕組み・運用によっては価格の硬化化や参入の阻害をもたらすおそれがあるもの、書面によらない契約、事後値引きなど調達手続きの不透明性により参入制限的に働くおそれのあるものが存在する。これらの競争制限的な取引慣行は、企業の行動を制約し、市場メカニズム機能を阻害することとなり、高コストの原因ともなっている。

これら競争制限的に働く取引慣行を是正するため、独禁法の運用強化とともに、取引慣行の自主的見直しを加速していくことが必要である。

また、取引流通システムの効率化を図るための情報化の推進、更には、市場メカニズムの一層の強化を図るため、商品先物市場のような競争市場の整備を促進することも必要であ

る。

- ①独占禁止法の運用強化等（略）
- ②事業者の自主的取組の加速（略）
- ③情報化による取引流通システムの効率化（略）
- ④商品先物市場の整備による市場メカニズムの強化

商品先物市場は、リスクヘッジの場の提供や透明性の高い価格指標の形成等の機能を有し、市場メカニズムの浸透にも資するものである。

このため、上場商品の拡充や既存市場の活性化等による商品先物市場の整備を進め、国際的に通用するより一層魅力ある市場の形成を目指すことが必要である。

市場経済化の潮流と 先物市場の役割



パネリスト

一橋大学経済研究所教授
刈屋 武昭

東京銀行参与
真野 輝彦

アジア経済研究所主任調査研究員
朽木 昭文

日本商品取引員協会副会長
若林 茂

【司会】

日本経済新聞社編集局商品部長
佐藤 雅徳

まず初めに、各講師の皆様の基本的な市場経済、商品先物の位置付けをお聞きしていきたいと考えます。市場経済化する日本経済の中で、商品先物はどのような位置を占めていくのか、あるいは占めていくべきかをお聞かせください。

金融工学が 多彩なヘッジを与える

刈屋 私は基本的に技術論的な視点から話を進めたいと思います。それは、今日の基本的なテーマの一つにリスクマネジメントがあるからです。先物市場とリスクマネジメントは非常に深く関係しています。これをもう少し詳しく説明したいと思います。

リスクマネジメントあるいは広く金融資

日経商品先物シンポジウム



NIKKEI
COMMODITY FUTURES
SYMPOSIUM

変革期の先物市場と
リスクマネジメント

日 時：1995年12月4日(月)
13：00～17：00
会 場：JJAホール（東京都千代
田区大手町1-8-3JJAビル9階）
主 催：日本経済新聞社
後 援：通商産業省、農林水産省、
（社）経済団体連合会
特別協賛：東京工業品取引所、東京
穀物商品取引所
（社）日本商品取引員協会

【パネリスト】



刈屋武昭

一橋大学経済研究所教授

TAKEAKI KARIYA

1968年 一橋大学経済学部卒業
1971～75年 米国ミネソタ大学大学院統計学研究所博士過程
1978～85年 一橋大学経済研究所助教授
1979～80年 ロンドン大学客員教授
1980～81年 ビッツバーク大学客員教授
1984～86年 経済企画庁経済研究所客員主任研究官
1985 一橋大学経済研究所教授、現在に至る

真野 輝彦

東京銀行参与

TERUHIKO MANO

1956年 一橋大学経済学部卒業、東京銀行入行
1961年 第1回海外派遣研修生（ロンドン）、引き続きロンドン支店勤務
1963年 デュッセルドルフ支店
1968年 ニューヨーク支店支店長代理
1970年 フランクフルト支店為替資金課長
1976年 スイス東京銀行総支配人
1980年 本店国際業務部副支配人
1981年 丸の内支店副支店長
1982年 本店調査部部長
1985年 取締役を経て、東京銀行参与、現在に至る

産の意思決定にかかわる問題には、情報と通信技術の間に高度な技術が存在しているのがポイントになります。これを我々は金融工学という形で呼んでいます。

海外の流れを見ると、この金融工学が非常に発展しています。例えば英国のケンブリッジ大学アイザック・ニュートン研究所で6カ月間にわたって行われたオンゴーイングのワークショップに、私は95年の4月に1カ月間ほど、金融工学にテーマを絞って招待されました。その意義は、英国が21世紀にかけての先行投資として、金融の在り方、資産価額の価値を保存するという意味でのヘッジの在り方等々、その重要性を認

めた上で、こういう企画がなされたのです。世界から数百人に上るこの領域での一流を呼び、色々な形のコミュニケーションが行われました。当然、イングランド銀行もこれに加わっていました。

もう一つ、米国では民間システムとか、大学のシステム、行政システムの関係が緩くて、大学教授が色々な形で会社を作り出しています。その中にバークレー大学の先生達で作ったバーラーという会社があります。ローゼンバーク、ルービンシュタイン、リーランド、ラッドという4人の先生方が85年ぐらいに作ったのですが、それが現在、NASDAQに上場されています。金融工学を

【パネリスト】



朽木 昭文

アジア経済研究所主任調査研究員

AKIFUMI KUCHIKI

- 1978年 京都大学農学部農林経済学
科博士課程修了
アジア経済研究所入所
- 1982年 米国ペンシルバニア大学経
済学部客員研究員
京都大学農学博士号取得
- 1984年 アジア経済研究所に復帰
- 1992年 経済企画庁経済研究所客員
研究員



若林 茂

日本商品取引員協会副会長

SHIGERU WAKABAYASHI

- 1960年 東京大学法学部卒業
通商産業省入省
- 1973年 外務省出向 在マレーシア
日本国大使館一等書記官
- 1977年 通商産業省産業政策局商務
課長
- 1980年 同 生活産業局繊維製品課
長
- 1984年 同 官房審議官
- 1986年 通商産業省退官
- 1991年 社団法人日本商品取引員協
会副会長・専務理事就任、
現在に至る

【司会】



佐藤 雅徳

日本経済新聞社編集局商品部長

MASANORI SATOH

- 1946年 新潟市生まれ
- 1970年 慶応義塾大学法学部卒業、
日本経済新聞社入社
- 1992年 東京本社編集局商品部次長
- 1993年 大阪本社編集局商品部長
- 1995年 東京本社編集局商品部長、
現在に至る

技術として、そのコンサルティングビジネス——投資顧問的なビジネスを展開しています。その中には当然、ヘッジという概念が含まれているわけです。

米国の銀行はコマーシャルバンクとイン

ベストメントバンクがはっきり分かれて別の道を歩んでいます。インベストメントバンクの収益性の高さは良く知られていますが、その背後には、まさに金融技術に乗っている部分があるわけです。

トータルマネジメントがリスク管理の基本

金融市場を見るとき、商品先物市場も含めてリスクヘッジ等のリスク管理の問題を考える時、まず重要なのは、マーケットがきちんとできているかどうかです。これは市場のゲームのルールの問題を意味します。それから、お金が集まってくるか、これはゲームのチッ

プに関わる問題です。そして、実際にプレーヤーが戦略として基本的に技術を持っているかどうかです。その時に、最初の市場のゲームのルールとして何が必要かという、自由度が重要です。運用規制、税、取引ルールに関する値幅制限等の絡む問題があります。規



制が大きければ大きいほど、通過するお金が少なくなります。当然、透明性は持っていないければなりません。情報開示も重要です。

更に重要なのは多様な投資手段です。リスクヘッジの概念からは、色々異なるものがたくさんあったほうが良いということです。商品先物市場だけでなく、どの市場でも、とにかく多様なヘッジ手段があったほうが良い。それらがまとまりますと、いろんな戦略が考えられます。この戦略を考えるのが金融工学の世界で、金融工学と多様な手段と市場は相互作用的に発展しつつあるわけです。ですから、これを意識しないと、日本を通過していくお金は少なくなってしまう。

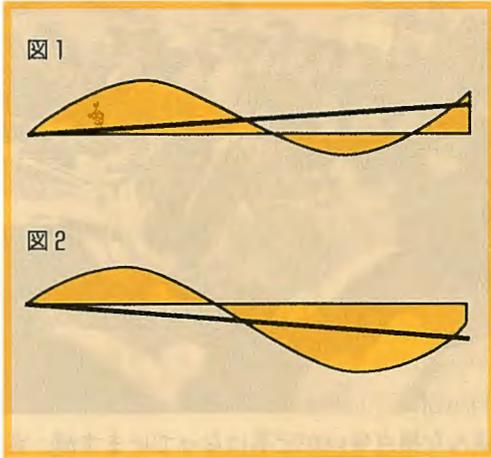
そのときには、運用規制等の問題をクリアしていかなければいけない。商品先物に関していえば、日本では商品ファンドは損保、生保は3%しか組み入れてはいけないという規制があるらしいのですが、これは意思決定を縛っているわけです。リスクがどこにあるかという認識は運用主体がすべきことです。規制を外せばもっと安全なものが作れる可能性があるにもかかわらず、規制を設定するのは、実はリスクを強要している部分があるわけです。

これは「誰のための運用か」を考えたとき、結果的に被るリスクのツケを、運用者ではなくて運用を預けている人に回すことが行われているわけです。自己責任の原則は無論のことですが、意思決定を縛る規制は、撤廃していくのが自然です。

市場はあまりに複雑すぎます。ですから、行政がこれが危ない、これが安全とは言えません。そして、そのリスク管理の基本的な思想は、トータルなマネジメントであるわけで、個別のカバーの概念、つまり自分のところは石油を多く輸入しているから石油の先物でカバーするという概念ではなくて、トータルリスクマネジメントでいけるということです。—— 刈屋先生からは、リスクマネジメントの理念的側面と先物市場の基本的な考え方をお聞きしました。真野さんのご意見を。

右肩上がりパターン は終わる

真野 商品市場の位置付けをどうするかですが、これは国際化の問題、今、日本を取り囲んでいる現状認識の問題の中で、何が問題なのかをお話ししなければいけないと思います。我々を取り囲む環境は、主義主張の対立が消



え、先進国の技術と資本が途上国の安い土地、労働力との結びつきを可能にしていることをもう一度認識しなければいけないと思います。

このことはなにを意味するかというと、我々だけでなく他の先進国にも同様のプレッシャーを与えているわけですが、日本の場合はことに二つの特殊要件があろうかと思えます。それは、戦後常に「右肩上がり」のグラフの中で官も民も慣れすぎたという問題。より身近な問題として「バブルの崩壊」がこれに加わっているということでもあります。

今、平らな水平線にサインカーブを巻き付けますと、水平線の上に出ている部分と下に出ている部分の面積は同じ、時間も同じになります。これを右肩上がりの直線に巻き付けますと、水平線から見ますと、上の部分が下

よりもはるかに長くなります(図1)。これが、我々の戦後経験した11回の景気サイクルです。常に拡大期の方が停滞期よりも長かったということもこれで説明できます。ところが安いものが入ってくるだけでなく、ストックのプライスも安くなるというこの二つが相乗効果を起こし、今までの逆の右肩下がりの罫線にサインカーブが巻き付く問題が起っています(図2)。

仲間意識でリスクを管理せずに何となく経営をやっている、右肩上がり前提にあって、株も土地も自然治癒というメカニズムがセットインされていたことでそう大きな破綻もなかった。今回はそういうリスクはより大きくなっていくという認識が必要です。

そういう中で、国際化、市場化を叫んでいるのですが、この市場化はプライスメカニズムに依存することだろうと思えます。問題は、日本の場合はプライスメカニズムがまだ働いてないことです。土地の場合、ことにストックの場合にこの問題が非常に大きいわけで、一物四価の法則なんてことが平気である。ガソリン価格の話でも、同じ国の中でも埼玉と東京で大分違うというのは、流通もそうですが、プライスメカニズムがないに等しい。

早くこの状態をマーケットが機能する状態に直さなければいけない。

円建て現物市場が必要

これを直す場合は国際的な場、誰もが参加できる場が必要であります。

この時に、我々は円建て市場をよく考えなければいけないのではないかと考えます。日本は対外債権国である、7000億ドルも持っているよと言いつつ、これがどんどん目減りするようなことを平気でやっている。その解消

には円の国際化が必要ですが、そのためには物の取引を円建てで行わなければいけないという問題があります。

しかし、石油にしても米(コメ)、金(キン)にせよ、その円建て市場、しかも国際的に誰もが参加できる市場が日本にあるのか、残念ながら一つもない。ここに商品市場の重要性

があります。

先物の中でヘッジ機能を働かせるためには、現物の誰でも参加できる能率の良い現物市場がなければいけない。これができていないと、いかに先物といったところで、現物がない市場の中で先物があるわけがないということです。そして日本の市場はその程度の田舎マーケットであるという認識が必要なのではないか。これをどうやって、我々の資産が目減りしないような国際的なシステムの中に組み込んでいくのかが、商品市場をどう発展させるかという目標であるというのが私の認識です。—— 今、国際化がキーワードになっているわけですが、アジアマーケットにご造詣が深い朽木先生、いかがですか。

急速に伸びる アジア市場

朽木 規制緩和が日本の国際競争力という意味から迫られています、日本以外のところでは規制緩和はずいぶん進んでいる、その状況を二つの点から説明してみたい。第1はアジア経済が成長しているという点、第2は一次産品の価格形成が歴史的にどう行われてきたかという点です。

まず第1のアジア経済の成長では三つのポイントがあります。一つは取引所がアジアの中で発展してきています。シンガポールでの発展は想像以上です。なぜ発展するかというところとスペキュレーター（投機家）の存在が大きい。日本人にはなかなかスペキュレーターがない。一方、中国の方はスペキュレーションが好きで、短期の考え方が日本と全く違う。日本では1週間とか1カ月、中国では1日が短期です。アジア全体に中国の人が散らばっていますから、マーケットが育ちやすい下地を持っている。最近では香港とシンガポールの



盛んな拠点争いが記事になっていますが、実際にはシンガポールがかなり巻き返しています。

次に商品の需給バランスという意味で、需要がアジアで増え、供給、特に穀物の供給が減ってきていることです。アジア、特に中国の影響の大きさが最近はっきり出ています。小麦やとうもろこしの95年の価格が上がってきて、在庫率が1970年以来の低さになってきている。これは中国抜きには語れません。その中国の状況は、94年は21%を超えるインフレでした。原因を調べると穀物需給が響いています。これが、95年の穀物価格の上昇にも響いている。一方で、農産物の供給はあまり増えていない。郷鎮企業が工業にシフトしているせいです。需要供給の面でアンバランスになってきている。米国の不作もあって、将来とも需給構造が逼迫するトレンドが続くでしょう。

途上国は政府が介入して政府の力で業種保護が一般的との話がありますが、アジアでは、あのマハティール首相のマレーシアでさえ、産業政策をやっていません。なるべく政府が介入しないようにして、民間が意思決定すれば、経済は早く伸びるという姿勢です。アジアの中でも政府の役割が小さい方が伸びるという意識がかなり強くなってきています。

80年代に 価格自由化、規制緩和が進展

第2の、歴史的な一次産品の価格形成の動きでは、1970年と1980年に大きなエポックがあったと私は思っています。まず、1970年代初めに、安定していた石油、金の価格が市場価格で決まるようになりました。また、日独の経済成長とともに、為替レートも固定では経済が維持できなくなった。それで価格が自由に動くようになった。この動きとコンピューターの発達と相まって、米国を中心とした世界の商品取引所が急拡大することになりました。

1980年代には、メキシコ危機にも関係して世界銀行の役割が大きくなったことがあげられます。世界銀行は構造調整融資を始めたのですが、その引き替えに価格の自由化を条件にしたわけです。旧ソビエト連邦、東欧、ベトナムなど社会主義国の経済改革、つまり市場経済化への移行の際の融資の条件として入ってきた。これで為替、金利の自由化、統制価格の撤廃と、三つの価格が自由化されるわけです。こういう形の価格自由化が、世界銀行によって成された。もう一点、制度の規制緩和も条件とされています。これは、世界銀行単独の動きではなく、その裏に米国の力が



行政改革委員会の規制緩和小委員会であいさつする椎名座長（右から2人目）（7日午後、総務庁で）

働いて、世銀をバネに圧力を加えていった。価格が自由化され、制度が緩んでいる中で、日本、ヨーロッパの一部が取り残されて競争力がなくなり、あわてて規制緩和というのが現在の状況ではないかと認識しています。

したがって、日本がアジアの中でシンガポールに負けないマーケットを持つ、あるいは首都圏がそういう機能を持たないといけない。日本の国際競争力がないのは外から埋められてきたからではないかというのが私の意見です。

—— 業界内に足場をお持ちの若林さん、商品先物市場はどうあるべきかという話をしていただけますか。

規制緩和とともに重み増す先物市場

若林 先物市場の日本経済の中での位置付けがどうあるべきかということですが、まず、先物市場・先物取引は、わが国ではまだに正しく理解されていません。ですから、先物市場を正確に理解することからはじめて、位置付け、意義付けが出てくるという気がしています。したがって、先物取引の本来の意義

に戻り、現在の日本経済の市場経済化・規制緩和の中でどう位置付けていくべきかに立ち戻って考えてみたいと思います。

先物市場の本来の機能は、価格形成機能とリスクヘッジ機能、この二つに尽きます。これらの機能がどう日本経済の中でワークして生きていくか、これを経済界や消費者がどう

理解するかで、先物市場の発展や位置付けが決まってくると思います。そういう観点では、日本ではまだ理解・位置付け、認識が非常に低い。その原因は市場経済化・規制緩和が遅れていることに尽きると思います。

結論的に言えば、市場化の進行度合い、規制緩和の進行度合いに応じて先物市場の機能が認識されて、位置付けられる。したがって、市場経済化が進めば先物市場の位置付けも高まるということ、我々としては、一にかかって、現在の市場経済化や規制緩和がどの程度進むかに関心を持つべきであると考えます。

市場経済の進行度合いについては、すでに規制緩和が叫ばれて数年になるわけですが、徐々に進んで来ていると思います、しかし、これからが本番で5年ぐらいはかかると思います。

日本の規制の歴史は非常に長く、規制の下に制度、仕組みが出来上がっていますし、官民とも規制の発想の中に浸っています。もっと重要なことは、規制の中での既得権です。緩和は、規制の温もりの中で進まないわけですが、しかし、いずれ内圧・外圧がかかれば規制緩和は進んでいくはずだと考えます。

市場経済化が 価格形成機能高める

規制緩和が進めば、先物市場も必要になります。当然のことですが、市場経済化が進めば価格をどこで決めたらいいかという問題が当然に出てくるからです。今まで日本では、価格は市場で決めるという土壌が比較的薄い。管理とか統制の経済に慣れ親しんできているために、常識として供給サイドが自分に有利な形で決めてきた。供給や価格の安定が第一義的に考えられればそうした価格形成になるわけですが、そういうメカニズムはこれから



は段々変わってくる。その場合に、規制が緩和されてくれば価格はどこで決めるか。これは市場が決める以外にないわけです。その場合に、資源・原材料などの国際物資は当然先物市場を使っていかなざるをえないという形になると思います。そこで先物市場の本来の機能、価格形成機能が生きてくるわけです。ですから市場経済化の進展の度合いは重要です。

それからリスクの問題ですが、市場経済が進めば価格が自由に動く、競争が激化する。当然、価格リスクが増えるわけですが、このリスクをどう管理していくのか。リスクの中でも価格変動リスクは保険でカバーできないわけですから、先物市場でヘッジするしかない。そのヘッジ代金はコストとして経営の中で認められれば、リスクのコスト化が可能となります。そうなれば、自然と先物市場を使うようになるわけです。リスク管理の手法も、技術的に多様化し、色々なツールが用意されていくと思います。

価格形成のメカニズムが市場原理が変わっていくことは実際には遅々としているけれども、例えば94年以降の「価格破壊」によって、今まで日本で理解されていた「価格＝コスト＋適正利潤」ではなく、需要と供給で市場で決まるという価格の意義付けが明確にされました。こうした過程を通じて、市場経済

化は進んでいくのではないかと思います。

先物の先進国はというと米国です。その米国の市場はわずかここ20年で一気に大きくなりました。理由は規制緩和です。レーガン時代から始まったデ・レギュレーションで規制緩和が進み、上場品目が非常に増えた。1970年代は上場品目は日本同様に十数品目しかなかったのが、各取引所が自由に上場して急拡大を遂げた経緯があります。その中で三つの先物の革命がありました。金融先物、デリバティブ、商品ファンドの三つのイノベーションによって急速に発達したわけです。

この事例を見れば分かるように、規制緩和をどうやって進めていくかという問題と先物市場の発展は大に関係がある。

—— あるべき方向、進むべき方向、その過程で留意すべき問題点が各パネリストから出

されたと思います。そこで、具体的に日本で先物市場が根付くにはどうしたらいいかを検証するため、ではなぜ、日本経済の中に先物市場がお話になった形で根付かなかったのかを検証してみたいと思います。

朽木 バブルの時に、日本の機関投資家は商品先物にほとんど投資していないと思います。では、なぜ投資しなかったのか。ポートフォリオの中で、土地、商品、株に回すべきであったものが回さなかった。商品先物市場がポートフォリオの中に入って、仮に機関投資家の大きな金が回されたときに、どういう風になるのだろうか。十分に整備されたマーケットになっているのか。バブル期になぜ入らなかったことをどう考えたらいいのか、もしご意見がありましたら、議論していただければと思います。

価格変動を嫌う日本の風土が参入阻む

刈屋 直接に関係するかどうか分かりませんが、日本の行政の考え方の中に「変動するのは悪い」という変動に対する倫理観があって、何でも価格を固定した方が分かりやすさがあるのかもしれませんが、そのツケを外国に回してきたことも事実であろうと思います。

そのような価格を固定すること自体、あるいは先ほどの生保の運用規制の話も、「あそこは危険だから入っちゃいけないよ」という判断も、資本主義に関して、かなり違う見方をしているというのが私の認識なわけです。

日本株式会社は高度成長を達成するために、一種の国家保険機構を設けて、変動の部分は国が受け持つ、保険料は国が払うという形でかなりのものを固定していたと思うんですね。金利もそうです。そのツケは結果的に税、インフレ、低金利等々で薄く我々が支払ってき

た部分があると私は認識しているわけです。

市場化ということは、価格は変動、それは需給調整メカニズムである。これは当たり前のことですが、その認識がやっと出た。したがって、先物市場だけ見た場合、流動性、手数料、使いやすさとか色々な問題があることも考えなければいけないにしても、やはり



日本的な風土が一つあったのかなと思います。
—— ポートフォリオに組み込まない。価格の変動を抑制するということに行政の影がちらつきますが、若林さんどうですか、入る側への規制も具体的にあると思いますか。

インフラ整備が 不完全な日本市場

若林 なぜバブル時に盛んにならなかったかという問題ですが、これは私が先ほど言ったことと関係してくると思います。つまり、先物市場が本来の機能を発揮して産業界の中に位置付けられて生きていけばいいのですが、現状はそういう形になっていない。その状態で、個人や法人が資産運用の投資の場として使えるかという点、日本の市場はなかなか使えなかったわけです。上場品目が少なかったし、市場規模が小さくて流動性が低く、ポートフォリオに組み込むまでいかなかった。加えて規制も厳しかったからです。

これまで日本の市場は当業者の価格形成やリスクヘッジの場として使われるよりは個人の投機家中心に発達してきました。投資家保護のために厳しい行政の規制がとられてきました。そういう市場は、個人の資産は受け入れられても大量の機関投資家が参入する投資は非常にやりにくい。手数料が固定されているとか、制度全体がそういうものに向いていないということです。ですからこれからは基本的な先物市場のインフラが整備されていかなければいけない。

米国でもポートフォリオに組み込まれるようになったのは商品ファンドが発達してからです。商品ファンドによってはじめて、危険分散が可能になった。コンピューターで色々なリスク管理の手法を取り入れ、オプションとかあらゆるツールを使って、資産運用の大



刈屋氏



真野氏



朽木氏



若林氏

きなツールにできるようになったというバックグラウンドがある。

日本ではまだ商品ファンド法は規制が厳しくて、ほとんど動いていない状態です。やはり全体のインフラが整備されていないために、日本の市場はなかなか発展しえなかったという残念なところがあると私は思っています。—— 真野さん、先ほど円建て市場がないという話でしたが、上場商品に致命的な問題があるのではないのでしょうか。どうでしょう。

情報の偏りも 原因

真野 なぜ根付かないかというのは、基本的にマーケットがないわけですからこれは根付かない。プライスメカニズムとヘッジ機能を取り扱うべきハズの市場なのですが、まず、現物市場がちゃんとできていないとやりようがない、という基本的な問題です。

ただ、朽木さんのスペキュレーターがいないう意見とは違って、私はあれだけバブルを起こしたのはスペキュレーターがたくさんいた結果ではないかと思えます。

問題は、その人達の情報が一方的なもので、国際的な情報が不足しているということであろうかと思います。右肩上がりの中で認識、ストックを持った方が勝ちなんだというあたりが今度の崩壊で初めて分かったことでもありますし、売りも買いもアドバイスできるのが証券会社だと思いますが、戦後の証券会社は買っただけアドバイスする。それが、ここにきてそうではなくなりました。

しかし、今度はコストを負担するにしても、フローの収入と変動リスクのインバランスが大き過ぎて、政府の保険も企業を含み資産もなくなってくる中で、負担の収益も少なくなれば、変動リスクへの担保力が企業も政府も家計もインバランスが目立ち始めている。

市場の正常化はプライスメカニズムの決定も必要ですが、使う人たちの意識革命も必要だという認識です。

—— 刈屋先生、日本の取引所のメカニズムと理想的に進んでいる米国の取引所との比較はどうでしょうか。日本経済の中に然るべき位置を占めなかった理由が潜んでいませんか。

自由な風土が内発的市場形成を生み出す

刈屋 私はシカゴ大学で教えたときに学んだ経験を元に、日本と比較して海外の先物市場がどういう形で進んだかを考えてみると、その存在について十分な社会的認知を受けていて、エネルギーがたまって内発的に自ら作り出した点が大きな違いです。

商品ファンドはスペキュレーター的概念ですが、一方で最初からヘッジの概念を組み込んでいます。商品ファンドの世界となると、運用とヘッジが一緒になっている部分があるわけで、そういうものが一つの投資対象とし

て、株も債権も商品先物も同等に扱われるシカゴの風土というものがもう一つあると思うんですね。そこまで機が熟せば、当然、ストラテジーという金融技術が作り出されてくる。

一方、日本はリスクを避ける経済を作ってきた。リスクは国が面倒見るシステムです。そのため、金融技術も発展させられなかった。—— 問題提起された朽木さんいかがですか。みなさんのお話の中で、そうである点とかそうでないのではといった点がありますか。

上場商品の 拡充が課題

朽木 二つほど大きな問題があると思うんです。一つは真野さんがおっしゃったんですが、スペキュレーターが日本の素地として、存在したのか、しないのか。確かに歴史をひもとくと、日本にも江戸時代から米相場などがあり、少なくとも素地はあるようです。しかし、スペキュレーターの素地がある人がどの程度いるのか。

二つめは、今まで出てきている問題として、上場商品が足りない点。ポートフォリオの上でも、きちっとした経済活動の中でかなり取引され、必要とされて、しかも価格が変動するものが上場されていないと取引に参加するメリットがないわけです。米国や英国でも、金や石油のように、値段が動かずに潰れたマーケットもあるわけですから。

経済的な必要性があっても上場されていない商品の品揃えをまですることが重要なんじゃないかと思います。品揃えとスペキュレーターの存在が大きな問題ではないでしょうか。一言つけ加えますと、英語の場合は、スペキュレートは熟考するという意味です。短期で踊るというのではなく、深く考えて行動するということです。

—— 正しい訳が広まっていないのも問題というわけですね。刈屋先生、日本の中でのスペキュレーションの定着の可能性をどういう風にご覧になっていらっしゃいますか。

改めたい スペキュレーションの認識

刈屋 価格がどういう形で決まるのかという場合、仮にそれがスペキュレーションであっても、さらにもう一つのスペキュレーション

があつて、違う予想もそこに存在するわけですね。ですから、その時に、結果としてリスクがどれだけどういう形で分配されるかは、全部スペキュレーターに行くわけでない。スペキュレーター自身が取り合う部分があり、スペキュレーションとヘッジと一緒に買ったファンドもあり、価格が予想の違いで付くのがポイントかと思います。

このスペキュレーションが日本の社会でどういう形で問題になるのかといえば、日本的倫理観にとらわれている限りでは悪いイメージでとらえられるのはその通りです。

しかし、実際に我々が日々、生きているのは意思決定の連続です。その時に損をしたくない。例えば預金があるとする。実は預金の価値も相対価格で評価した場合、つまり、すべてのものを相対価格で評価する立場で見れば、預金を持つこと自体もリスクを持っているわけです。その見方をすれば、全てのものは変動しているわけで、その時に持っている資産の価値を減らさないという行為のために、新しく先物だけを他のポジションを持たずに買った場合、それをスペキュレーションと呼ぶかという問題が出てくるわけです。まあ、その辺の理解の仕方は経済の変動・リスクに関わる問題ですが。

—— リスクマネジメントはシンポジウムのサブタイトルでもありますが、真野さん、こ



れについてお話をいただければ。

真野 盛んに産業の空洞化が言われていますが、産業よりもファイナンスセクターの空洞化の方がより深刻だろうと思っています。

なぜかという、産業が作り出すものにはメーカーごとのマークがあるわけで、ブランドなど必ずしも価格だけが競争原理ではないわけです。ところが金融となると、東京銀行から借りたお金も外国で借りたお金も全く同じ。同質性の商品を扱っているから、それなら規制がある場所を逃れて、より規制の緩い外に出ていく。しかも、これだけテレコミュニケーションが盛んになると、なにも国内でわざわざやる必要はないという流れが当然のこととして出てくるわけです。

更に、市場は大きければプライス形成力も深まるし、ヘッジ機能も高いわけですから、どうしてもそちらを利用しがちになってしま



活況を呈するNYMEX

う。また、スペキュレートする時には、どんな情報に基づいてその行為をしているのかが一番難しいわけで、その辺の情報は日本の場合は一方通行になりやすい。その上、情報量も少ないとなれば、負けは決まってしまう。

円を生かしたリスクヘッジ環境の整備を

私は、そういうリスクの中で、国民経済全体と個別の企業・個人のリスクを減らすには、為替相場のリスクが大きすぎると考えます。ならば、このリスクを減らすために、もう少し、円建ての市場や円取引が増えることが基本ではないかと思うわけです。マネーセンターと呼ばれる場所には、金融市場、資本市場と同時に、必ずその国の通貨建ての商品市場があります。日本ではこの辺のインバランスが目につくがために、日本の商品市場はまだ田舎マーケットであると表現したわけです。

リスクヘッジは何も国内でやる必要はない時代になってきていることも十分に認識しないといけない。

—— 今までの議論では先物市場のあるべき姿を描き出そうとしているわけですが、ある

べき姿に持っていく方法論を当然、皆様お待ちと思います。そこで、どうやって日本の先物市場のあるべき姿に持っていくのか。

新規上場で 規模拡大と規制緩和を

若林 先物市場の本来の機能を発揮させていくには規制の緩和が必要です。しかし、今ある規制はなかなか外せない。そこで、まず、当面大事なことは、新規上場ですね、これを思い切ってやる。そこが大事かと思うんです。これまでは新規上場をやろうとすると、必ず当業者が反対するとか、新商品を投機の人にしたくないとか、ヘッジは海外でやってるから必要じゃないとか、色々なことがあったわ

けです。

しかし、そういうことはともかくとして、新規上場をたくさんやってみる。新規上場をすることによって市場の規模を大きくしてみれば、新しい商売のチャンスも生まれるし、今までの規制がどれだけおかしかったかということも当然わかってくると思うんですね。例えば新規上場した場合に、従来と同じような手数料、従来と同じような制度、従来と同じような証拠金で市場を展開できるかという、当然できないと思います。

やはりそこには、新しい商品を上場した限り、市場を大きくするためには、使いやすい、使い勝手のいい市場を作らなければいけない。それから、取引のコストを安くしなければいけないという問題も起きてきます。やはり、新規上場を軸に規制緩和を進めていくのが私はいいい方法かと考えます。

資金を呼び込める “使いやすさ”を

刈屋 規制をどう緩和していくかは難しい問題があって、業界ルールの指摘もありました。この辺も非常に大きな問題です。商品業界に限らず、金融業界も証券業界もそれぞれルールをお持ちなわけで、これをどういう形で結果として突き破るか。やはり運用者にとっての使いやすさを考えなければいけないと思います。

商品先物業界であれば、自らそれを作り出して、金融の資金が色々な形のファンドとして、ポートフォリオの一つとして入ってくる。それが自然に垣根をつぶしていくストラテジーがいいのではないかと思います。

その場合、上場商品はたくさん増やす。上場商品が多いことは、いろんなポジションが作れることです。金融と商品を合わせたとき、

ポートフォリオとして考えたとき、それはヘッジでもあるし、あるいはリターンを追求するポジションでもあるわけですが、いろんなポジションが作れることにつながります。

例えば10商品に一つの商品を追加するだけで、組み合わせは1024通りから2048通りへと倍増するわけです。もちろん、価格が透明であって、市場メカニズムで動くのが前提ですが、仮にそれが動かなくても分析は当然なされますから、リターンのチャンス、リスクの程度が評価できれば、一定のお金を引き込むことができると思います。

“民”の意識改革で 緩和を促進

真野 皆さんがおっしゃったことができればそれにこしたことはない。問題は規制緩和がなかなか進まないことです。だから、プライス決定メカニズムの透明度が進まない。ですから、どうやって規制を緩和するかということになる。私は、それは民の意識の問題と認識しています。政治をどうやって変えるのかは最大の問題だろうと思います。現在、官は自信がなくて、政治がどこまで動くのかを見ている状態です。選挙では、規制緩和で組織票を失うことと、サポートを得ることを比べた場合、失う方が政治家には分かりやすい。そこがカギになると思います。

戦後の経済政策は生産者の立場からのものだったといわれますが、私はそうではなかったと思います。生産者が儲かることによって、春闘に反映されて、消費者も恩恵を受けた。しかし、今後は国際化の中で月給が上がらないことがはっきりしてきた。そこで、消費者の立場が生産者の立場とは別のカテゴリーとして認知された。その辺の意識革命がどのくらい政治に反映されるかがカギとなる。



商品の一つ増やすのも結構ですが、もう一つ先を考え、意識革命こそが市場を発展させ

る最大の母親だというのが私の考え方です。

インフラ整備し、国際化を図る努力を

朽木 規制緩和とは違いますが、最近では東京市場からの外国金融企業の撤退が話題になっています。もっと積極的にアジアの会社を商品先物についても、東京で取引をさせる方向に動く必要があるのではないのでしょうか。

例えば首都圏の環境を整備させたりですね。政府の役割は一方では減っているのですが、インフラ整備の役割では増えているわけです。そうして外国企業を呼べるような環境にする。通信費や、英語を話す人、書ける人が不足しているとか、コスト面で引き下げを図る方向に努力する。それから、外国人の取引員を雇う。国際化の面で、人と企業を首都圏に呼ぶ努力が必要ではないのでしょうか。

それから円建て取引。円借款は円で貸して円建て取引を増やそうという遠い意図もあるようなのですが、円建て取引を増やしていく方向へのアイディアはないのか、真野さんにおうかがいしたいのですが。

真野 誰でもドルを売れば円を持てます。しかし、円建て取引を増やすためには、商品勘

定、貿易取引で自動的に円取引が増えるためにはどうすればいいのかという問題があるわけですが。例えば石油一つとっても、円建て取引ができる、誰でも参加できる石油市場がないというところにネックがある。そこから始めなければいけない。それに従って先物のヘッジも増える。

もちろん、米ドルを排除することではありません。米ドルの機能をそっくり円が引き受けることは、皆様もご存知の通り、とてもできるものではありません。ただ、米国も7,000億ドルを超える借金を抱え、2年後の大統領は1兆ドルの財政赤字を抱えて国民経済を運用しなければいけない中で、ドルバランスが多過ぎるという認識は必要です。その米国の肩をすかせる意味で、円建て市場をもう少し活用しなければいけない。

—— 上場商品を柔軟にする際の一つのお手本は米国の動向だと思います。行政が上場商品を規制しているという考え方はあります。米国のCFTCのように、基本方針として「上

場できるものは一度やってみる。ダメならやめればよい」という姿勢が、米国の先物市場の隆盛を生んだと思うのですが。そこで、日本版CFTC（商品先物取引委員会）の創設は可能かというのもポイントだと思いますが。

日本版CFTC創設は 今がチャンス!?

刈屋 確かに、金融や大蔵省の在り方が色々議論されている現在は一つのチャンスではあります。ただ、それには行政当局がいかにか状況を認識するかという点が肝心です。つまり、真野さんが言われた政治の問題、政治家がどう認識するかの問題で、具体的な作り方に関して、農林水産省、通産省、大蔵省がどういう方向で今の日本の現状を見ているかがキ

ーポイントになるかと思うのです。

ただし、本当にできるかとなると、もう一つ下がって、業界がどういう意識でいるかという問題にかかわる部分が出てきます。私は、ちょっとまだ、体力とか色々な問題があるかもしれないにしても、業界側でなにか難しそうな部分があるなというのが実感です。

—— 取引所、先物会社、業界の自己改革が求められるわけですが、1996年10月を目標に、名古屋で農水系の取引所と通産系の取引所が合併することになっていますね。これは、業界内から起きた画期的な出来事で、行政の壁を破って一つの新しい姿を作ろうという息吹を感じるのですが。こうしたことは業界内でこれからも続出してくるのかどうか。

見習うべき業界規制から市場監視への転換

若林 先ほどのCFTCのことも含めて私の意見を申し上げたいのですが、まず、CFTCは米国先物の市場監視機関です。大きな特徴は金融・証券・商品のあらゆる先物を一元管理している点、スタッフ500人の大組織である点、そして、大統領直属で準司法的な権限を持っている点にあります。

なぜこうなっているかという点、元々先物の監督は農務省下にあった監督局が担当し、これを1975年に委員会組織に変えた。その時の基本的発想が大事なんです。従来は先物業界を監督するとか規制するとかいう発想であったのが、規制緩和の流れの中で業界規制でなく市場の監視が大事だと方向を転換したわけです。要するに、政府のやることは公正な価格形成の場をどう維持していくかに限るべきだと。業の規制は最小限度にとどめるといふ発想なんです。

そして、市場監視を行う限り、市場間はボーダレスになってくるので、商品市場だけ見てもしょうがない。そこで、商品・金融・株式を一緒に見ていなければいけないということになった。監視機能を強化しなければいけないわけですから、大和銀行の事件ではないですが、もし違反者がでたら直ちに厳罰に処すると。そのためには機動的にやる必要があり、いちいち裁判で時間をかけられないから準司法的権限も与えることとなったわけです。

CFTCは、業界規制的発想から市場監視的な考え方に変わっていることが大事なんで、このような動きを世界的な動きとしてとらえ、市場化が進むという前提なら、日本もどういう形で取り入れるかを考えるべきであると思うのです。



垣根を越える発想で 仕組みを変える

一度に商品から証券、金融を統一的に見るのは、日本の縦割り行政の中ではできない。けれども、商品についても、少なくとも、業種規制的考え方から市場監視型へと考え方を变えていく形で日本版CFTCを作っていく。業種規制でなく、市場監視中心へ。そういう発想でいろいろな制度仕組みを変えていく。その中で規制緩和が実現されるわけです。

その過程において、例えば商品については通産省、農林水産省別々にやっていく必要はないと、商品として統一的にみるということも可能になる。ですから、できるものから規制の考え方、政府の関与の考え方を直していくのが大事です。

先物市場がこれから伸びていくためには、通産所管、農水所管として別々にやっている時代ではない。例えば、名古屋の取引所においては、市場振興するためには両者を統合して大きな取引所を作って、そこに垣根を越えるような商品を作るとかの動きがあります。実現には色々問題はありますが、こうした動きは自然に起きてくるわけです。行政のサイドもそういう発想が非常に大事だと思います。

—— アジア諸国が急成長して、先物取引で

もシンガポールを中心に国際ネットワークを広げようとしているように見えます。先ほどから、日本の先物市場のグローバル化、国際化に絡んだ話で、特にアジアマネーの誘導もあるし、取引の中での円建て取引でヘッジとか価格形成の場を国内に持ってこようという動きもありました。その点、アジアと日本を先物市場ベースでどう展望されますか。

増える製品輸入 反映させる上場商品を

朽木 まず、1990年代に入って起きたアジアと日本の取引の大きな変化は、だんだん製品レベルに近づいていることです。今までの原材料、一次産品を輸入し、物にして出すという構造が大きく変化して、半製品、製品の輸入が増えています。今後伸びるかどうかはAPECやEAECの動向とも絡みますが、ともあれ、製品の取引が多くなっているなら、上場商品も原材料のままだけではなくて、製品、半製品も取扱い商品として今後増やしていくことを考えていただきたいと思います。

更に、先ほど言いましたように、アジアの需要・供給・生産・消費が世界の市場の価格を左右するようになっていきます。端的な例としては先ほどの穀物の例があります。そうした情勢の中で、いかにアジアの情報を日本で持てるかが重要になってきている。しかし、情報がなかなか日本にない。ここにぐんぐんいい情報、市場を左右するような情報が持てる、キチンとしたアジアの情報を日本で把握できることが必要です。米国との情報の差は一次産品では格段の差がある。お金の使い方にもずいぶん差があるようですが、国全体として、情報の重要性をもう少しはつきりさせることが重要だと思います。

—— 日本の上場商品への投資を台湾が認め

る形になっていますが、その将来性について、若林さん、どうでしょうか。

アジア各地で具体化する先物市場

若林 台湾の話が出ましたが、確かにアジア各地で先物市場を作る動きが具体化しています。新しい動きはこれまでのシンガポール、香港のような金融市場とは違った本来の市場、現物の取引があって先物の取引があるという本来の形を目指しています。その中では台湾が最初です。

台湾はミニ日本といわれるように、原材料を輸入して製品を生産・輸出して外貨を稼ぐスタイルですから、産業構造は日本と非常に似ています。当然、原材料のヘッジは、金融のヘッジとともに必要です。台湾は経済全体が規制緩和というか、官の関与する経済を民へ移していく過程にあり、先物ニーズは高まっていくと考えられています。ただし、台湾は経済全体のサイズが日本の3分の1から4分の1しかありませんから、自分で市場が持てない。そのために、とりあえずは日米の市場を利用しようと海外先物法ができ、政府が認めた海外の先物市場を使う場合は合法的という制度を作った。

しかし、台湾は最終的には自前の市場を考えています。また、香港返還後は香港の金融機能も引き受けたいと思っているわけです。

アジアの先物市場は 一極センター化

アジアでは、現物経済を前提にして、そのヘッジとしての先物市場創設の動きがこれから出てくると思われます。その時、日本がどう対応していくかが問題です。今申し上げたように、グローバル化した市場では、日本に市場ができ、台湾に市場ができ、韓国に市場

ができ、という形ではなく、やはりどこかに一つ、センターができる形になると思います。

先物市場ができるには、実物経済があることと、さらに大事なのは経済全体のバックグラウンド、色々な経済基盤が整っていること、投機資金が集まること、金融のセンターであることなどのファクターがあるわけですが、日本はそういう意味では立派な市場になる要件を備えています。ですから、日本がアジアの先物市場のセンターになる努力をしていかなければいけないと私は思います。

—— 真野さん、シンガポールのSIMEXが金融から商品までというアメリカ型を志向していますが、その国際的なポジションと、全く国内で自給自足状態にある日本の先物の現状。日本の先物マーケットが国際指標性を持ちうるか否かをご説明願えませんか。

現状では難しい 国際指標性

真野 今のままで非常に難しいというのは、皆様お分かりだと思います。逆にSIMEXはシンガポールの一大産業になっているあたりは、我々としても十分考えなければいけません。先ほど言ったように、テレコミュニケーションの発達で、市場が国内にある必要はないという現実を見ないと、産業以上に金融は空洞化が進むというのが私の認識です。

基本的には現物のマーケットですが、色々な国際的競争の圧力がある一方で、変えられない根深い問題もあるということです。

一つだけ申し上げますと、例えば、現物の値段が変わる問題がある。そこで資産をどう



評価するか。これがなかなか日本の中で育っていない。不良債権も、時がたつと益々大きくなって、これは一体いくらかはっきり分からないという問題がある。不良債権だと言われて初めて分かる。値が上がれば不良債権でなくなるのではという議論もしょっちゅう行われてしまう。

その基本的問題の中に、日本の商法の問題があります。商法の資産評価は原価主義をとっていますので、マーケットの値段で評価することが根付いていない。そのところから変えないといけないという点を十分に認識しておく必要があります。これをやらないと、個人、ことに家計が一番問題になってしまうことになる。つまり、きちんとした評価がないために、国外へ経済活動を、インダストリーもサービスも押し出して、結果としては失業問題として家計にふりかかってくるわけです。そういう時代に入ったということだろうと思います。

—— グローバルなマーケットになるには、ルールが国際化しなければいけない。商品先

物の場合は、清算の機関が非常にあいまいであるとの海外からの指摘を受けています。日本と海外の違いは。

システムの透明性 高める方向を

川屋 資本は非常にリスクに対して敏感であって、資金が市場に入るとき、何が本当に許されていて、どういう形で処理されるかというリスクが常に問われるわけです。

おっしゃるように、清算機関、クリアリングハウスのシステムは非常に分かりやすいシステムであるし、日本の商品先物業界が一つの目指す方向でもあります。そっくりそのままではないにしても、同様のことを別の形にして、システムの透明性をはっきりさせていくことも可能であろうと思います。具体的に機能している例としては、シカゴにあるようなクリアリングハウスのシステムを考えていかなければいけないと思います。

前進へ大きな一歩

日本経済新聞記者
竹内 敏

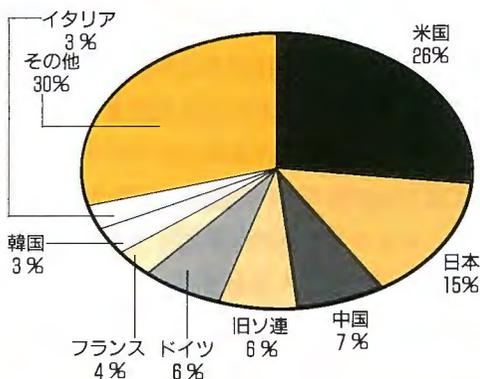
アルミニウムの先物市場へ向けた取り組みが本格化してきました。突破口となったのが、三和総合研究所の金融調査室が'95年12月にまとめた「国内アルミニウム先物市場に関する調査」です。東京工業品取引所（間瀬直三理事長）と大阪繊維取引所（杉浦博理事長）が共同で市場へ向けた企業化調査を委託していたもので、アルミ業界の反対論をも踏まえてアルミの国内市場の是非を検証しています。出された結論は「アルミ市場を取り巻く環境の変化を見据えれば、市場化する意義は反対論を考慮してもなお大きい」というものでした。これまで関連する両業界の利害ばかりが前面に出て難航していたアルミ先物市場構想は、国民経済的な観点から前進へ向けて大きな一歩を踏み出したと言えます。

国

国際競争力強化を狙う

レポートがアルミの先物市場は必要だとする根拠を要約すれば、以下の通りです。つまり、アルミの国内価格はアジアとりわけ日本の需給に応じて変動するジャパン・プレミア

アルミニウム新地金の消費国及び消費量の推移（1993年）



ムの変動リスク、再生地金価格の変動リスク、さらに中小企業については、ロンドン金属取引所 (LME) 価格部分の変動リスクにさらされている。これまでは企業が受け取るマージンでなんとかカバーしてきましたが、今後、国際競争がさらに激化すれば、マージンが縮小しリスクが顕在化かつ増大する可能性が大きい。海外製品とのコスト競争力の強化と経営安定化のためにも、新しいリスクヘッジ手段として国内にアルミ先物市場を持つことの潜在需要はアルミ業界内にも決して小さくない、との主張です。

その論拠をレポートの内容に沿ってもう少し詳しく見てみましょう。まず、アルミニウムの持つ商品事情です。アルミはボーキサイトを主原料とし、中間物質のアルミナを経て電気分解され、アルミ地金として製錬されます。このほか、新地金製錬のわずかに3%の消

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
合計	19,558	16,633	16,919	17,391	18,138	18,878	19,281	19,180	18,717	18,823	18,541

(千トン)

(原典：Metal Statistics)

おもな商品別現物市場規模の推移(ト)

年	アルミニウム		金		銀		プラチナ		パラジウム	
	供給(ト)	需要(ト)	供給(ト)	需要(ト)	供給(ト)	需要(ト)	供給(ト)	需要(ト)	供給(ト)	需要(ト)
1984	2,121,656	1,744,522	298,904	292,563	2,788,269	2,448,442	37.9	30.3	39.7	36.9
1985	2,176,541	1,783,765	300,215	295,751	3,054,906	2,344,592	40.4	32.5	35.2	33.7
1986	1,835,575	1,805,580	764,414	435,236	3,214,348	2,784,409	30.9	34.5	43.5	38.6
1987	1,908,624	2,057,450	428,982	417,457	3,783,561	2,868,654	53.0	41.4	49.9	44.8
1988	2,324,322	2,285,526	549,137	537,906	3,735,661	3,168,502	68.7	47.0	54.3	48.2
1989	2,389,260	2,392,815	585,151	567,024	4,208,332	3,184,566	53.5	50.7	55.9	47.6
1990	2,606,521	2,270,489	559,465	478,700	4,908,308	3,323,022	62.4	54.3	58.5	48.4
1991	2,739,116	2,349,801	467,472	420,444	4,597,611	3,383,010	71.1	55.4	66.5	56.9
1992	2,581,830	2,219,541	408,538	358,591	4,304,452	3,262,715	58.0	54.6	63.8	56.5

(枚数換算)

年	アルミニウム		金		銀		プラチナ		パラジウム	
	供給(枚)	需要(枚)	供給(枚)	需要(枚)	供給(枚)	需要(枚)	供給(枚)	需要(枚)	供給(枚)	需要(枚)
1984	84,866	69,781	298,904	292,563	92,942	81,615	75,800	60,600	26,467	25,933
1985	87,062	71,351	300,215	295,751	101,830	78,153	80,800	65,000	23,467	22,467
1986	73,423	72,223	764,414	435,236	107,145	92,814	61,800	69,000	29,000	25,733
1987	76,345	82,298	428,982	417,457	126,119	95,622	106,000	82,800	33,267	29,867
1988	92,973	91,421	549,137	537,906	124,522	105,617	137,400	94,000	36,200	32,133
1989	95,570	95,713	585,151	567,024	140,278	106,152	107,000	101,400	37,267	31,733
1990	104,261	90,820	559,465	478,700	163,610	110,767	124,800	108,600	39,667	32,267
1991	109,585	93,992	467,472	420,444	153,254	112,767	142,200	110,800	44,333	37,933
1992	103,273	88,786	408,538	358,591	143,482	108,757	116,000	109,200	42,533	37,667

(通産省「資源統計年報」、樹ゼネックス「貴金属データブック」より三和総合研究所作成)

費電力で済むアルミ・スクラップから再生させる方法があり、エネルギー資源の乏しい先進各国で盛んです。アルミは軽い、強度が高い、耐食性に優れているといった特性を持ち、自動車部品や建材、飲料缶など生産財から消費財まで広い用途を持っています。

日本は世界最大の輸入国

日本は米国に次いで世界第2位のアルミ消費国であると同時に、世界最大のアルミ輸入国です。1977～78年には生産能力で最大160万ト、実際の生産量で100万トを超える規模を誇っていました。ところが、二度にわたる石油ショックで製錬コストが急上昇した結果、価格競争力を失い、86年にはほとんどの製錬設備が閉鎖されてしまいました。以後、日本は新地金に関してほぼ完全な輸入依存国とな

っています。

国際価格形成に発言力

しかし現在、日本はアルミ国際価格の形成に対してほとんど発言力を持っていないのが現状です。世界のアルミ価格はLME先物相場が唯一の指標となっています。1978年10月に上場された当初は、主要な生産者の参加がなく、国際価格は各社が独自に設ける建値が取引の指標となっていました。ちょうど、原油がニューヨーク・マーカンタイル取引所に上場される以前、石油輸出国機構(OPEC)とりわけサウジアラビアの絶大な価格支配力の下にあったのと同様です。

ところが後発の生産国がアルミの輸出を拡大、旧来の生産国の価格に影響を与え始めると、価格指標は次第にLMEに一本化されて

いきました。ただ最近はさまざまなファンド資金や投機資金の動きに左右され、必ずしも国際需給を反映しなくなっています。日本のアルミユーザーがもっと透明で公正な価格指標を要求するのは当然といえるでしょう。現在、国内のアルミ新地金価格の指標となっている日経相場はCIFジャパン価格(LME相場にジャパン・プレミアムを加えたもの)に輸入にかかわる手数料率を掛け、円転したもので、基本的にはLME相場中心の枠組みから抜け出せていません。

上

市場適格性は十分

アルミが商品としての上場適格性を十分満たしていることは、今回のレポートを待つまでもありません。適格条件として挙げられているのは、①その商品の価格が大きく変動する②全体として取引規模が大きい③品質の標準化が可能④取引参加者が多く、かつ特定の参加者が市場の主導権を握れないこと——などです。アルミはいずれの項目においても、既存の上場商品に対して見劣りしません。

レポートはさらに、実際、アルミが流通過程でどのように値決めされているかを以下の8つの業態ごとに分析し、それぞれに従事する業者がどのような価格リスクを持っているのか、あるいは持っていないのか、ヘッジの度合いはどうかを洗い出そうと試みています。8つの業態とは、

- ①輸入新地金を取り扱う業者
- ②二次合金を取り扱う業者
- ③圧延業者
- ④鍛造・ダイカスト
- ⑤建材
- ⑥缶
- ⑦アルミ箔

世界のアルミ地金輸入国 (1993年)

輸入国	輸入量 (千ト)	シェア (%)
日本	2,604	26.3
米国	1,861	18.8
ドイツ	853	8.6
英国	589	5.9
韓国	579	5.8
イタリア	436	4.4
台湾	396	4.0

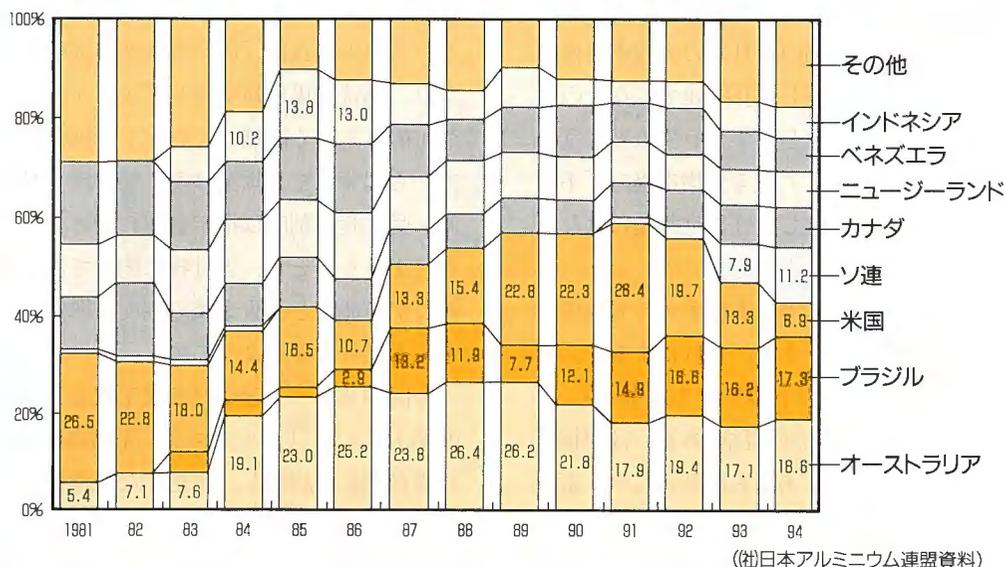
(原典：Metal Statistics)

⑧最終ユーザー

まず①の輸入新地金を取り扱う業者ですが、産出国からアルミ新地金を買い付け、そのまま販売するという形態をとっており、現状のままではジャパン・プレミアムやマージン部分のヘッジができていません。②の二次合金を扱う業者はスクラップ・アルミくずを買い付け、アルミ二次合金に加工して販売していますが、スクラップ価格のヘッジが容易ではありません。LMEには二次合金価格が上場されてはいますが、規格が多様なうえ市場規模が小さいため流動性も薄く、十分機能していないのが現状です。二次合金の主な買い手は自動車メーカー(ダイカストに使用)であるために、価格交渉は納入業者に圧倒的に不利となっています。

③の圧延業者ですが、地金を輸入し圧延品(板、押し出し類)に加工して販売するケースと、ユーザーから地金の支給を受け、加工して供給するケースがあります。前者は①の業者とよく似ていますが、取引条件によっては加工賃の多少の増減、ジャパン・プレミアムの変動をマージンで補うことも多いといえます。後者の支給材方式は特別、価格変動リスクは負っていません。

日本の主要なアルミ新地金輸入先の推移



④の鍛造・ダイカストは主に自動車メーカーやその下請け会社が生産しています。従って支給材方式が多く、支給を受けたメーカーのリスクは小さい。合金にして使用するため原材料に二次合金を使う割合も多いのが特徴のようです。⑤の建材メーカーは主に地金を購入し、自社で加工・販売していますが、製品の付加価値が高く、製品価格に対する原材料コストの寄与度つまりはリスクは小さいと言わざるを得ません。

⑥の缶メーカーも同様に、地金の自社調達・加工と支給材の加工・販売の2ケースが考えられます。アルミ缶は製品価格に占める原料コストが50%程度を占めるのにもかかわらず、製品価格と原材料価格が全くリンクしておらず、缶メーカーもヘッジに消極的な例です。大手ボトラーからの支給材方式も浸透しており、ヘッジ需要は小さいグループに入るようです。

⑦アルミ箔メーカーは新地金を購入し、箔地から箔に加工するパターンです。原料価格の変動をすぐ製品価格に転嫁できるので、LMEへのヘッジニーズは小さいものの、ジャ

パン・プレミアムの変動リスクには絶えずさらされているようです。⑧の最終ユーザーは原料購入、製品販売時の価格決定方式はまちまちですが、製品価格にアルミ価格の変動はほとんど反映されていないのが現状のようです。結果的にはヘッジニーズも決して大きくはなさそうです。

これら8形態ごとの価格変動リスクを分析した上で、冒頭に紹介した三つのリスク、つまりは新地金のジャパン・プレミアム変動リスク、再生地金の価格変動リスク、LMEにアクセスできない企業にとってのLME価格変動リスクを浮き彫りにしています。

さまざまな反対意見も

三和総研の調査はアルミ業界に対しても丹念に耳を傾け、上場反対論を逐一拾っているのが特徴です。主な反対意見を整理すると「LMEに比べてコスト競争力がなく、当事者が利用しない可能性が高い」「流動性が低くなると考えられ、二重価格になって当事者にマイナスになる可能性がある」「生産から流通ま

で一貫してLMEベースで値決めされているので、流通過程の一部のみ日本の先物市場価格を指標とするのは難しい」「円建てになるのなら利用しにくい」などです。いずれももうひとつ説得力に欠け、アルミ先物市場の「不要」意見であっても決して「否定」論にはなっていない弱点があるようです。

これらを踏まえ、レポートはアルミ先物の取引制度案を掲げています。それによると、標準品は純度99.7%以上のアルミ地金とし、LMEが指定している標準規格、あるいは現物取引の国際的な規格であるP1020A（ケイ素0.1%以下、鉄分0.2%以下）の採用を提案。取引限月は12カ月ないし18カ月、呼び値は1*、呼び値の単位は10銭が望ましいと提案しています。

取引単位、受け渡し単位は5～25tの間で4案を併記、今後の議論にゆだねています。売買は板寄せとザラバ方式の両方の可能性に

触れながらも、東工取が貴金属で採用しているシステム売買は「価格指標性、透明性にすぐれ、為替相場に対するリアルタイムの反応が可能」と高く評価しています。納会日は月末から起算して5営業日前、受け渡し日は月末。受け渡し制度は指定倉庫における倉荷証券によるものとし、当月物に関しては早受け渡しが可能など、貴金属の制度に準拠しようとする部分も多いようです。

今回のレポートを受けて東工取と大織取は'96年1月17日、「アルミニウム先物市場制度検討委員会」を組織し、本格的な準備作業に着手しました。委員長にはかねてアルミ上場問題に取り組んできた河村幹夫・多摩大学経営学部教授（三菱商事顧問）が選任されたほか、商社や商品取引業界、アルミ業界などからも幅広く委員が参加しています。三和総研のレポートには盛り込めなかった証拠金や手数料体系、標準品の仕様や指定倉庫の在り方、将来

世界のアルミ新地金消費量予測（千t、予測は1992年）

	実績	予測値			平均成長率(%)
	1993	1995	2000	2005	1993-2005
OECD	12,480	12,890	13,666	14,627	1.454
米国	4,877	4,850	4,785	4,850	-0.051
ドイツ	1,159	1,470	1,535	1,620	3.089
フランス	665	750	829	900	2.789
日本	2,175	2,450	2,800	3,200	3.573
発展途上国 ^{注1}	6,061	6,378	7,904	9,434	4.104
東欧	315	789	1,069	1,360	14.208
アメリカ州	782	798	960	1,125	3.357
アジア大洋州	3,237	2,980	3,503	4,115	2.205
CIS	1,185	1,250	1,700	2,060	5.155
中近東・北アフリカ	400	409	502	590	3.592
世界計	18,541	19,398	21,711	24,211	2.455

注1. 発展途上国の1993年実績は世界計—OECD、1995年以降の予測値は世界計—工業国

	アルミニウム	金	銀	銅	プラチナ	パラジウム
おもな商品別価格の変動係数	1979-92	29.21	35.35	78.03	32.69	39.63
	1979	32.29	30.42	45.29	31.39	27.01
	1980	13.24	9.61	39.47	35.44	20.92
	1981	7.53	6.29	14.42	6.10	15.44
	1982	3.94	14.55	15.85	9.03	12.41
	1983	11.05	7.57	11.08	6.22	13.49
	1984	15.66	3.40	11.08	5.72	4.34
	1985	13.24	6.84	9.41	3.62	15.55
	1986	7.96	6.65	12.99	10.45	6.20
	1987	12.12	3.40	12.83	8.84	8.22
	1988	12.34	5.30	5.87	5.79	3.15
	1989	7.59	5.03	2.58	2.77	6.60
	1990	10.76	7.16	12.97	12.08	17.15
	1991	11.18	3.45	6.18	6.58	8.72
1992	7.33	3.31	6.51	3.50	5.52	

(日本経済新聞、東京銀行年報、㈱ゼネックス「貴金属データブック」より三和総研作成)
 変動係数＝標準偏差／平均価格×100。ここでは小数点第3位四捨五入とした。

のクリアリングハウス導入へ向けた土台づくりなどについて議論を重ねていく見込みです。

4 月早々にも試験上場を申請

委員会は3月に最終報告をまとめる予定で、両取引所はこれを踏まえ、4月早々にも通産省にアルミの試験上場を申請する運びです。これを受けて商品取引所審議会(杉山克己会長)が招集され、96年度内の上場実現へ向けて具体的なスケジュールが動き出すこととなります。産業構造審議会(通産相の諮問機関)は'95年10月、日本経済の活性化のためには高コスト構造の是正が必要であり、公正な競争促進と市場メカニズムの徹底を図るべきとする報告をまとめました。その中に商品先物市場の育成・強化をもうたっており、上場へ向

けた外部環境は整ってきました。

もちろんこの間に解決しなければならないハードルもあります。一つは上場の舞台となる両取引所の問題。東阪の同時上場が好ましいのか、準備の整った方を先行させて様子を見るべきか、また取引条件などをそれぞれの地域に応じて変えるのがよいのか、あるいは初めからどちらかに一本化するのがよいのか、といった点です。大織取の場合は18日、神戸ゴム取引所との合併へ向けた合意が成立し受け皿としての大織取の立場が強くなっただけに「アルミ業界の説得よりも内部の調整の方が難しい」と指摘する関係者もあるほどです。検討委員会はアルミの上場へ向けた細部の詰めと同時に、両取引所の調整というやや政治的な作業に取り組まねばならず、行政を含めた水面下の駆け引きが活発化しそうです。

販売額は通達で決まる

政府の行政改革委員会の規制緩和小委員会は昨年12月、「平成7年度規制緩和推進計画の見直しについて」という報告書を発表しました。商品ファンド関連では、最低販売額の見直しをはじめとする3項目が盛り込まれました。この報告書には業界団体と通産、農水、大蔵の所管三省が出席した公開討論会での議論を踏まえ、「証券投資信託、ユーロ円債を使った債権型ファンドなどと比較しても商品ファンドの仕組みは複雑でない。ディスクロージャー制度についても商品ファンドはこれら金融商品に比べて同様のレベルに達している」と指摘し、「商品ファンドを他の金融商品と比較して差別的な規制をかける理由はない」と結論付けました。

ただ、個別の項目に関しては報告書作成の過程で、規制緩和に消極的な大蔵省が推進派の通産省の了承を得ずに一方的に後退させてしまい、結局、「現行1億円の最低販売額を少なくとも1,000万円まで引き下げる」という事前の合意文から具体的な数字が削除されてしまいました。

規制緩和小委員会の報告書は「規制緩和を進め経済を活性化する」という目的に向けた気持ちや精神を表明したものに過ぎません。

商品ファンドの規制緩和を促す報告書が発表されたことと、実際に規制が緩和されることは別問題です。商品ファンドの販売額について法律は具体的に明記しておらず、所管三省が業者に通達を出すことで決まっています（通達には法的拘束力はありません）。むしろ、大蔵と通産省の確執が強まった分だけ販売額の小口化は遠のいたとの見方もあるくらいです。

★小口化は実態先行か★

では、商品ファンドの小口化は時間がかかるのでしょうか。遅々として進まない規制緩和を横目にむしろ実態がどんどん先行し、逆に後追い行政の形で既存の規制を緩和させるというシナリオが考えられます。日興証券が商品ファンドと実質的に同じである外国投信を1口2万ドル（約200万円）で販売を始めたことがその典型例です。今後はユーロ円債型の商品ファンドでも公募型で小口化した商品売り出す動きもあります。こうした動きは回り回って商品ファンド法に基づく商品ファンド規制緩和を促すことになるでしょう。

（日本経済新聞社記者 野々下和彦）

商品ファンドと類似金融商品(商品性の比較)

	商品ファンド	ユーロ円仕組み債	投資信託	実績配当型金銭信託
形式	組合理・信託型	債券型	投資信託	金銭信託
所管庁	大蔵省・通産省・農水省	大蔵省	大蔵省	大蔵省
根拠法	商品投資事業法	証券取引法	証券投資信託法	信託業法
流通性	なし	ありうる	ありうる	なし
販売業者	許可制度	証券会社	証券投資委託	信託銀行
最低販売額	1億円	制限なし	1万円	100万円
運用対象	主に商品先物。金融・証券先物や有価証券は制限	金融・証券先物、商品先物や有価証券で制限なし	有価証券、金融証券先物（レバレッジ可能）	有価証券、金融証券先物など何でも可能
商品先物運用	商品投資顧問業者の使用義務あり	商品投資顧問業者の使用義務なし	商品先物運用不可	許可不要で可能
運用成績公表	任意（約60%のファンドが公表）	不明	投資信託協会が定期的に公表	なし

商品取引所法に基づく商品取引員17社

(社)日本商品取引員協会会員
 (五十音順、平成8年3月1日現在)

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(株)	〒541	大阪市中央区平野町1-8-13	☎06-201-2711
	㈱アルフィックス	〒532	大阪市淀川区西中島1-15-2	☎06-304-5071
イ	㈱飯島商店	〒521	横浜市中区北仲通5-57	☎045-201-8431
	石橋生穀(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12-5-1	☎03-3497-3933
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)	〒106	東京都港区六本木1-9-9	☎03-3587-4649
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
	大阪コムデティジャパン(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
	㈱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(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
	オリエン特貿易(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	カネツ商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸屋町1-11-5	☎03-3662-0111
	兼松(株)	〒105-05	東京都港区芝浦1-2-1	☎03-5440-9024
	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
	カンサイフューチャーズ(株)	〒534	大阪市都島区東野田町2-9-12	☎06-352-2241
	関東砂糖(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸屋町1-2-7	☎03-3666-7321
キ	北日本商品(株)	〒103	東京都中央区八重洲1-8-16	☎03-3273-3721
	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
	グローバリ(株)	〒461	名古屋市中区栄3-14-17	☎052-932-7000
コ	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
	㈱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(株)	〒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(株)	〒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屋町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
	㈱コムテックス	〒550	大阪市西区阿波座1-10-14	☎06-543-2118
	米常商事(株)	〒462	名古屋市中区栄3-14-45	☎052-981-3571
	三菱商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸屋町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(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸屋町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蛸屋町2-16-7	☎03-5642-7320
	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
	㈱三忠	〒135	東京都江東区佐賀1-11-3	☎03-3643-5600
	㈱三富商店	〒650	神戸市中央区三宮町1-1-1	☎078-331-2525
	㈱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	☎0111-221-5311
シ	上毛燃糸(株)	〒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(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
	㈱鈴川商店	〒440	豊橋市新本町43	☎0532-54-8151
	住友商事(株)	〒101	東京都千代田区神田錦町3-11-1	☎03-3296-3203
	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屋町1-7-9	☎03-3666-1161
セ	第一商品(株)	〒150	東京都渋谷区神泉町10-10	☎03-3462-8011
タ	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
	㈱タイセイ・コムデティ	〒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
	㈱大平洋物産	〒103	東京都中央区日本橋蛸屋町1-11-2	☎03-3668-1451
	大雄社先物(株)	〒440	豊橋市葦町49	☎0532-55-1177
	太陽ゼネラル(株)	〒104	東京都中央区銀座8-12-7	☎03-3545-6111
	ダイワフューチャーズ(株)	〒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

商品取引所法に基づく商品取引員127社

	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	チュウオー(株)	〒460	名古屋市中区栄3-21-23	☎052-263-3211
ツ	中部第一商品(株)	〒461	名古屋市中区東栄1-9-26	☎052-951-6751
ト	(株)筒井商店	〒650	神戸市中央区浪花町59	☎078-331-7385
	土井商事(株)	〒460	名古屋市中区栄2-8-5	☎052-201-2101
	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	☎03-3245-2301
	東陽レックス(株)	〒135	東京都江東区佐賀1-1-16	☎03-3642-4531
ナ	(株)トーメン	〒107	東京都港区赤坂2-14-27	☎03-3588-6977
	(株)ナトラ	〒750	下関市南都町19-1	☎0832-31-1133
	(株)中村商店	〒751	下関市卸楽町11-2	☎0832-31-2321
	中山製物(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)	〒108	東京都港区芝4-1-23	☎03-5446-1811
	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
	日本ユニコム(株)	〒103	東京都中央区日本橋人形町1-6-10	☎03-3668-2331
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)	〒491	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
	ミソシ貿易(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
ヤ	(株)明商	〒104	東京都中央区京橋2-4-17	☎03-3273-0202
	(株)矢田商店	〒135	東京都江東区清澄2-7-7	☎03-5245-0671
	山前商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬町1-9-9	☎03-3667-4361
	山大商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋茅場町3-12-9	☎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	名古屋市西区新道1-14-4	☎052-571-2511
	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薬町1-16-12	☎03-3667-5211
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127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

社団法人日本商品取引員協会
(略称=日商協)
企画部広報課

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)

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。

日経フューチャーズレポート FUTURES REPORT XIII 1996

発行 1996年3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 FAX (03)3256-2244
編集協力 (株)日経スタッフ

NUMBERS REPORT