

日経フューチャーズリポート

FUTURES REPORT XVII 1997

【特集】

ビッグバンと商品先物市場



日経総合販売株式会社

NIKKEI MEDIA MARKETING, INC.

日経フューチャーズリポート

CONTENTS

監修 日経産業消費研究所

経済寸言 「失われていく集団主義」生き方は一層自由に…… 1

長銀総合研究所理事長 竹内 宏

緊急パネル討論

ビッグバンと商品先物市場…………… 3

商品先物市場—制度改革待ったなし！

■出席者	澁谷 志朗	(株)日本商品取引員協会会長
	竹居 照芳	日本経済新聞社論説委員
	成舞 龍	三和総合研究所金融調査室長
	上村 達男	早稲田大学教授
■司会者	岡本 匡房	市場経済研究所顧問

記者の目

ビッグバン、商品先物市場拡大のビッグチャンス …… 17

経済ジャーナリスト 米良 周

先行する金融ビッグバン…………… 20

—商品先物市場への影響—

日本経済新聞社商品部編集委員 林 邦正

外為法改正と商品先物市場への影響…………… 23

チャンス到来、対応を急げ

プルデンシャル・ベーチ インターナショナル リミテッド 柴山 孝司

トピックス

●商品ファンドの小口化進む…………… 25

●証券会社の兼業規制緩和の影響…………… 26

日本経済新聞社商品部編集委員 林 邦正

【連載】ビジネスリーダーのための先物経済学⑩

石油上場の国民経済的意義…………… 27

市場経済研究所顧問 岡本 匡房

データ…………… 30

巻末データ

取引員名簿…………… 31

「失われていく集団主義」 生き方は一層自由に

長銀総合研究所理事長 竹内 宏



竹内 宏氏

●●●●略 歴●●●●

昭和 5 年	静岡県清水市生まれ
29年	東京大学経済学部卒業 日本長期信用銀行入行
48年	調査部長
54年	取締役調査部長
58年	常務取締役調査部長
63年	専務取締役調査部長
平成元年 6 月	長銀総合研究所 理事長

●●●●主要著書●●●●

『路地裏の経済学』	日本経済新聞社
『歴史の知恵・経済のヒント』	PHP研究所
『父が子に語る昭和経済史』	PHP研究所
『竹内宏の静岡産業風土記』	静岡新聞社
『「せぬがよき」文化の黄昏』	東洋経済新報社
など多数	

日本の企業経営の特色には、終身雇用・年功序列型賃金という労使慣行と、銀行との深い関係とがあげられる。ところが最近、この特色が急速に崩れ、それに代わる新しいシステムへの転換が始まっている。

今から十年ぐらい前までは、企業の自己資本は不足しており、大型な設備投資を行う時には、銀行から資金を借りざるを得なかった。ところが最近では、日本の企業は多くの業界で、世界の企業ランキングの上位を占めるほど強くなり、自己資本は充実し、信用力が高まった。それとともに企業は、銀行に依存せずに、自ら株式や社債を発行して、資金を調達した方が、低い金利の資金が得られるようになった。企業が資金を銀行に依存していた時には、メインバンクが企業の業績や戦略をチェックし、必要な時には、経営方針に忠告を与えたものだ。それが銀行にとって、貸付金の回収を確実にする方法だった。

ところが、資金調達が銀行借入から、株式や社債の発行に移ると、市場が企業業績や将

来の発展性を判断し、その結果は株価に反映される。企業は経営努力を続け、新しい経営戦略を実施して収益力が強まれば、株価が上昇し、増資によって、低金利の資金を調達できる。社債の金利も下がる。大型な設備投資の金利負担が軽くなる。

会社への忠誠心が弱まる従業員

日本の企業は、今まで株主よりも従業員を大切にしてきた。株主はたまたま株式を買った人であり、企業の将来に不安を感じた時には、株式を売ればすむ。株主は通行人のような存在だ。これに対して、従業員は、一生を企業に捧げようとする忠誠心にあふれた人々だ。彼らの働きが企業の成長を支えるのである。企業経営者は、問題なく、株主よりも従業員を大切にしてきた。

しかし今や、株式市場は企業を評価する重要な場へ変わった。企業は、株式市場での評価を高めるために、リストラに励み、工場を海外に移転して、国内の従業員を整理したり、賃金上昇を抑えたりするようになった。

従業員も徐々に会社をあてにしなくなった。最近では、どの職場でも、専門的な技術や知識が必要になり、長い期間にわたって同じ仕事をこなし、優れた専門家に成長する人が多くなった。彼らは、腕を武器として、他社に移れるし、また他社が高額で引き抜こうとすることもある。こうして従業員の、会社に対する忠誠心が弱まり、次第に自分の一生や家族や地域を重く考えるようになった。日本の企業の強みと考えられていた集団主義は失わ

れつつある。

今や私達は、単独で生きなければならないようになった。日本中どこでも、すっかり核家族化と少子化が進んだので、子供が巣立つとすぐに、中年夫婦だけの生活になる。

都市構造は、過去の高度経済成長の過程で根こそぎ変わり、コミュニティーが失われた。住宅地では、どの家も塀で囲まれ、縁台や縁側のように、ゆっくり話し合う場所が消え、近所づき合いが疎遠になった。子供は一緒に遊ぶ広場もない。

共通財産には厳しい規制

欧米諸国の住宅地には、塀がない。あったとしても、非常に低い。庭の先が青々とした並木の下への歩道であり、その先が公園だ。住宅の外観は、歩道の並木と同じような公共財であり、家主の勝手にならない。

アメリカの都市のカレッジは、ウィークデイに地域の人達がいちろゐな集会を催す共通の場所だ。カレッジも教会も地域の共通財産だ。それらは、厳しい規制のもとにあるが、それによって、コミュニティーの人々の生活が豊かになっている。企業への帰属心が弱い国では、コミュニティーへの帰属心が強いようだ。

これから、日本でもいろいろな規制緩和が実施されると、私達の生き方は一層自由になる。しかし、それと並行して、地域コミュニティー意識を形成するための規制を強めることが望ましい。

ビッグバンと商品先物市場

商品先物市場—制度改革待ったなし!



出席者
澁谷 志朗
竹居 照芳
成舞 龍
上村 達男

(社)日本商品取引員協会会長
日本経済新聞社論説委員
三和総合研究所金融調査室長
早稲田大学教授

司会者
岡本 匡房
市場経済研究所顧問

いまなぜ、ビッグバンか

岡本 商品先物市場が日本経済の期待に込えられるよう、その機能を最大限に発揮できるようにするにはどうしたらよいか、制度をどう改革すべきかという観点から話を進めていきたいと思います。

その前提条件として、制度改革は「ビッグバン」と切り離せないものですが、いまなぜ

ビッグバンなのでしょう。

竹居 日本経済が地盤沈下しつつある中で、市場メカニズムの復権、競争原理の導入、護送船団方式からの脱却、自己責任制の確立が目的として挙げられています。その通りだと思うのですが、私がちょっと感じるのは、日本の製造業が非常に弱くなり、製造業におんぶした日本経済という形は、これからは必ずしも期待できない。そういう意味では金融業——広い意味のサービス業の強化が求められ

上村 達男

早稲田大学教授



ているのだ、という点が1つ。

もう1つは、個人の膨大な貯蓄があるのに、いまの経済の仕組みでは必ずしも運用パフォーマンスがよくない。したがって、個人貯蓄の果実がもっと高められるような仕組みに変えていかなければいけない。つまり、サプライサイドを重視するのではなく、消費者がもっと幸せになれるような社会に変わっていかなければいけない、ということもあると思うのです。

成舞 最近、アジアに行く機会が多いのですが、ベトナムなどで市場経済化とよく言われております。しかし、日本の経済そのものがはたして本当に市場経済化しているのかと考えると、価格の決定機構は戦後というより戦中を引きずっているところもある気がします。

私は戦後の生まれですが、私の家はたまたま商人で、靴を扱っていたので、皮革は統制経済の中に入っていたことから、戦時中は何も仕事ができなかった。しかし、戦後はモノのない時代に、供給者側はいろいろな形でどんどん製造していった。したがって、毎年のように生活水準がよくなっていった。

ただ、ここ5、6年を振り返ると、モノをつくったり一生懸命働いても、世の中がよくなってこないというか、先行きが見えてこないというところが今回、待ったなしに規制緩和をするきっかけになったのではないのかと思う次第です。

商品先物市場にどう響く

岡本 では、ビッグバンが商品市場にどんな影響を与えるのでしょうか。証券の兼業規制廃止とか、子会社制度を通じて銀行がいろいろな方面に出るという話が出ています。しかし、商品先物市場についてはあまり触れられていない気がするのですが。

澁谷 金融・証券の垣根がなくなれば、商品だけの垣根が残るはずがない。相互にお互いのフィールドに行き、事業者が多様化することによって本当に自由な競争ができるようになってくるわけです。

ただ、商品先物取引業界は生い立ち上、非常に限られた範囲内でしか活動できなかった。日本の国民経済を戦後、急速に立ち上げるのには、なるべく自由市場をつくらない方がよかった。そういう過去を引きずっているわけで、それを是正するには、証券と金融と同じスタンスではなかなかやり切れない。多少時間的なアローアンスが要と考えています。

上村 私は戦後の日本の経済発展を「開明専制君主派」だと言っているのです。開明専制君主は大蔵省であったり通産省であったりするのですが、その開明専制君主が開明でいられた時代は、みんなが貧しかった。つまり、ゼロから持ち上げるときは、たいていのことは開明的に見えた。ところが、だんだんと市場が国際化してくると、いま何が要求されているのか、いま何が求められているのか、君主はもう分からないわけです。

そうすると、市場に聞くしかない。そこで事前の規制ではなく、ルールを中心にして、チェックは事後の手法で解決していく、という体質に変わっていく。その中で金融も証券も必死になって変わろうとしている状況だと思っています。

そういう状況のとき、商品市場は証券や金融がすでに乗り越えてきた部分を、必ずしもまだ乗り越えていない。理念は証券も商品も金融も全部共通だ。しかし、そこにたどり着く手順が、商品の場合はいきなり行くのは相当困難な状況で、ある意味では、少しずつやりましょうということにもなりますが、逆に言えば、一ぺんに改革しちゃえということもあり得る。その両面で見えていくことが必要だろうと思っています。

澁谷 長いこと開明君主の下にいるものだから、庶民が去勢されてしまった（笑い）。

上村 しかし、そういう枠組みがガチッとしている中で飯を食っている人たちは、何となく「これは当たりまえだ」と思っているから、その制度を改革することは容易ではない。その間に世界とのギャップがものすごく開いちゃった、という感じがしますね。

澁谷 どの業界でも表面上はみな「規制は

反対だ」と申しますが、実際は、規制は商売を非常にしやすくしているわけです。その範囲内で楽な商売ができる状態になって、規制する方もされる方も、一種の癒（ゆ）着的な構造ができちゃってるのじゃないでしょうか。

改革には時間が必要

岡本 証券とはちょっと時間差を置くべきだというお話が出ました。証券は99年度中にはほとんどの問題を解決するような方向が打ち出されていますが、商品はどうのぐらいの時間差を置けばよいのでしょうか。

澁谷 「時間差がないとやっていけない」というのが業界の実態なのですが、垣根が全部取り払われ、日本の鎖国状態が解かれて、逆にどうやって時間差をつくることができる

成舞 龍

三和総合研究所金融調査室長



かは大変な問題です。また新しい規制をつくらないとできないかもしれません。私どもの業界は証券や金融より、確かに遅れているので3倍、4倍のスピードでみずから改革をやっていないと間に合わない。しかし、あまりにも規制に慣れてしまって、ギアチェンジをしてそこまでスピードを上げにくいのが実態でしょうね。

岡本 とはいえ、スピードは上げなければいけない。

澁谷 私どもは必死になって、いくら「時間をください」と言っても、時間差をつくれなかもしれない。世界の流れが時間を決めてしまうかもしれないからです。そこで時間はあまり当てにせず、自己改革をするよう業界の人にはお願いしています。

上村 私は時間差が必要だと言ったわけで

はないのですが、やむを得ない部分もあると思います。しかし、「ここの部分だけは絶対時間差を主張したい。でも、ほかは2、3倍でやる」という振り分けはできるはずだと思います。

また、業者の方の意識にしても、合併・集合して大型化し、まずはたとえ1社でも2社でも素晴らしいものを残していこう、リーディングカンパニーを作ろうという発想はあまりないような気がする。あるいは、証券の兼業制、専業制が緩和、廃止されていけば、証券に出ていくこともできるというプラス面もあるわけで、押しなべて時間差を主張してはだめだと思います。

制度改革はどうあるべきか

岡本 では、制度の改革はどうあるべきか、どのような理念で、どのように行ふべきか、という点に焦点を移したいと思います。

成舞 今回の金融ビッグバンの思想は「フリー」「フェア」「グローバル」の3原則から成り立っていて、当然のことながら、フェアというのは公正な価格機能の確保がまず第一だと思います。市場の信頼性を増すために、さらにその点を向上させる必要があります。従来、どちらかというと、規制が業界を保護する方に機能していたわけですが、今後は市場を監視するという形になるでしょう。いかに市場の中で適正な価格が公正に決められるのか——特に商品先物では価格形成は要するに、現物との裁定が働くという意味で、先行的な指標として正しく機能するか、完全競争の中で正しく機能しているかどうか非常に重要

竹居 照芳

日本経済新聞社論説委員



になってくると思います。

規制緩和という流れは変わらないわけですから、進めるものは早く進めるとともに、一気に規制緩和できないものは徐々に段階的な形でやる、という2段階で考える必要がある感じがします。

グローバルの原則に関しては、マーケットに参加する人の立場から見れば、商品先物だけでなく、将来的には金融なども含めた商品がそこで取引されるのが理想的です。しかも、グローバルの原則という点に立つと当然のことながら、ディスクロージャーをしなければいけないなど、いろいろな点が多々出てくると思います。

上村 おっしゃるように、規制の原理が保護育成型の規制から市場型の規制に変わってくる。その場合、中心はあくまでもマーケットの価格形成、マーケットに対する信頼が基本になっていくことははっきりしている。

そうすると、マーケットの性格にもよりますが、非常に集中度の高いマーケットの場合は、そこに一定の装置がある。例えば国立競技場のようなものがあるからオリンピックは可能なわけです。商品先物がいまやっているようなマーケットは組織性と集中度が非常に高いマーケットだから、そこにマーケットとして存在するために必要な装置性がきちっと備わっている。これがフェアということだと思います。

フェアな条件が備わっていると、投資家は結果に対して責任を取るようになるから、自己責任を取るということになりますね。そうすると、その範囲で自由な行動はしても、あとで介入するようなことはしないということだから、フリーということになる。そうすれ



澁谷 志朗

日本商品取引員協会会長

ば市場はグローバルになるということで、フリー・フェア・グローバルは横一線の概念ではない。

商品市場の場合にはフェアな部分、市場としての装置の信頼性の点を改革するために、他の3倍、4倍の覚悟でやらしてもらわないと困る。その代わり、新商品とか店舗規制とか、業に関する規制はどんどん緩和していけると思う。規制緩和といっても、商品性と業についての規制とルールに関するものと、きちっと分けて考えていくことが必要と思っています。

事後規制、ジャッジャーが問題

澁谷 事前規制というのは、単にルールをたくさん作っておけば、どれかに引っ掛かっ

て、悪いことはできないのじゃないかということなのですが、事後規制になると、ルール上の問題とオペレーション上の問題が出てくる。そうすると、だれがジャッジャーになるかが非常に難しい問題だと思います。

プレーヤーよりもプレーの内容をよく知っている人じゃないとジャッジャーにはなれない。野球の審判でも、大変な訓練をしないと成れないわけで、国際的な基準に従ったジャッジをできるような人をどう育てるか、どうその機構を作るかが今後、大変大きな問題になってくると思います。

成舞 私がスイスにいたころ、娘がたまたま英国系のインターナショナル・コミュニティスクールに行っていたので「ずるい」ということを英語でどう言うのか聞いたところ、すぐ「アンフェア」という答えが返ってきた。

会長がおっしゃるように、世界から見て本当に公明正大な、フェアなルールをどうやって作るか。そして、それをジャッジすることが非常に重要だと思うのです。

澁谷 それをどうやって実行するのか。いくらルールがあっても、我々は、その時に適切な処分をせず、この次までに改正すればいい、ということではいけない。

上村 プレーヤーが審判を小突いてはいけないわけで、業界はそのジャッジに対して尊敬の念を持っていただくということが必要じゃないでしょうか。

竹居 ジャッジの問題も含めて、どうやってそこへ持っていくかということで、現状とあまりにも開きがあるような気がする。例えばビッグバンは一挙にやる部分があるから、いまおっしゃったようなことを一挙にやれば、多分混乱に次ぐ混乱が起きると思います。

岡本 匡房

市場経済研究所顧問



もともと政府の金融改革の中にビッグバンは入っていないのです。それは通産省が構造改革の中にあわてて突っ込んだような感じです。同様に、大蔵省がやっている金融制度改革も大蔵省のテリトリーでやっているという発想なのです。だから、そこにはおのずから限界があると思う。そこに木に竹を継ぐような形で商品先物の世界をどうするか、という話が出てきているわけです。

証券の場合は自由化、国際化で5年以上も前から大蔵省でもんでいた。その間、いつの間にもやら業界の人にも問題意識が出てきて、少しずつ「それも仕方がないかな」と、受け入れていく土壌ができてきたわけで、やはり時間的要素が必要です。99年に手数料の自由化といっても、まだ先ですよ。言い出してから期間を合わせると10年ぐらいになる。

商品の方は10年かけられるかという、多分かけられない。では、何年でできるのかということを見ると、いまの仕組みを前提にどこまでやるか、ということはある程度議論していて、それとのかね合いで時間が決まってくる面と、時間の要素に合わせて改革のスピードが決まるという両面があると思いますね。

思い切ったことをやれば多分、いまある会社の多くはだめになる。そういうことが我々の求めるビッグバンなのか。といって、業界の人に急に「これをやってみろ」と言っても人材もないし、訓練するにも相当かかる。それでは、全部つぶれるような状態に持ってってしまうことが必要かどうかも含めて、何をどういう形で進めるのか。それは非常に難しい。しかし、私は日本が多少世界に誇れるようなプレーヤーを出していくことが基本だと思う。それなしに、ウィンブルドンで貸しコートでいいんだ、とは思いません。

改革延ばす間に 何をすることが問題

澁谷 例えば手数料の自由化問題は延ばしていただきたい、という部分があります。私は「延ばしていただくように話しましょう。しかし、延ばす間に、具体的に何をするか。それにはどれだけの時間がかかるのか。その理論づけができなければ」と言っているのです。そこで、去年の暮れから基本問題検討特別委員会ですという問題を具体的に議論し始めたわけです。

もう1つは、ビッグバンになったとき、英国の証券業界は合併されたり、吸収されたりして、結局大陸と米国の証券会社がほとんど

になってしまった。それで日本の先物取引のビッグバンはいいのだろうか、ということです。いままで業界中心のやり方で指導され、育ってきた人たちを、急に今までのやり方では成り立たないような状況に追い込まないで、業界全体を助けるということではなく、転身したい人は転身できるような何らかの道を見つけてあげながら、この改革を進めたいと考えているわけです。

成舞 米国はすでに20年前から手数料の自由化という形で進んでいたわけですが、その米国の事例で参考になるのは、先物業者が取り次ぎ業者、商品顧問業者などいろいろな業態に変わり、うまく転業していることです。残念ながら、大多数の先物業者はかなり淘汰されているわけですが、徐々に業態を変えて、それなりの生計を立てられるように特化していく形をとりました。そのことがまた消費者にとってメリットがある形ならば、国民も受け入れてくれるのではないのでしょうか。

上村 いま会長から、仮に手数料の自由化を待ってもらにしても、その間何をするのかということが一番大事だ、というお話がありました。その通りですね。ただ、その「何」というのも、かなり痛みを伴うものであるはずなのです。だから、手数料だけは痛すぎるというのであれば、その前段階で、どこまでは覚悟ができる、ということ言うべきです。

ビッグバンがあれば、生き残れないというのは、多分金融の世界では銀行でも証券でも同じですから、監視体制が非常に強力になって、不正が摘発されることで淘汰されていくということは覚悟しないといけないと思う。証券不祥事の後、法人の罰則が3億円とか1億円になった。いまは第一勧銀が問題になっ

ていますが、銀行法では今回の事件の罰則が50万円だというのであきれているわけです(笑)。刑事罰が強化されたり、監視体制が強化されることは覚悟しなければいけないと思います。

具体的には、マーケット中心の体制になるということは、「業界のためのマーケットである」という観念を捨てるということです。日商協も、業界のための日商協ではない。あくまでも商品取引所法の目的を達成するための団体だし、取引所もそうです。そうすると、例えばソニーのような民間会社でも、米国のように取締役を10人にして、そのうち社外役員を3人に行っているわけだから、商品取引所の理事会の構成が、ほとんどみな業界人だということは許されるはずがない。理事の定数を減らすとか、現状維持でも社外理事をどんどん増やしていくぐらいのことは覚悟しなければいけないということです。

商品先物市場はなぜ必要か

岡本 確かに手数料問題も大変重要ですが、商品先物市場はなぜ日本経済の中で必要なのか、そのためにはどういう条件が必要なんだろう、という点に話を移してみたいと思います。必要だからこそ、制度問題もこういう方向に変えていきたい、ということも出てくると思うのです。

澁谷 日本の商品先物市場は個人委託者が10万人、預かり保証金は5000億円だと言われています。世界の一般的な先物市場と比べると、個人委託者の取引が90%強を占めているということは異常です。本来ならば、個人委

託者の占める割合はせいぜい20%ぐらいで、産業界のヘッジが40%ぐらい、残りが機関投資家というふうに分かれるべきなのです。そうすれば市場に玉を持ってくる人の上がり、下がりに対する願望がみな違ってきて、市場自体にボラティリティとリクイディティー(弾性)ができる。ところが、日本みたいに個人投資家一色だと、オープンにして海外から大きな玉がドーンときても、吸収能力が全くない。いかにして市場に集まってくる玉の種類を多様化するかが非常に大きな問題だと思います。

成舞 おっしゃるように、マーケット参加者が少ないということは、ある意味で非常に歪んだ市場という形になります。消費者側からすると、使いやすい市場という意味では、新しい、本当に実需のある商品を機動的に上場してくれるような機能が必要になってきます。米国のマーケットと比較しても、上場商品の数は少ないし、新しい商品を申請しようとすると、またすごい時間がかかる。これでは、国内の製造業者や機関投資家にとっては使い勝手が悪い。ここらを早急に改革してもらいたいですね。

竹居 いままでこういう状態で長い間きたというのは、どちらかと言えば、市場参加者として個人が非常に多いわけで、その個人をどうやって保護するか、という考え方でやってきた。その結果、肝心の当業者などの市場利用度が非常に低い。

ところが困ったという声はあまり聞こえてこない。それは日本の産業界というか、物資や資材を扱っている企業の方々は、むしろ価格がそういうところで決まることがいやだ。だから、市場は要らないのだ、というふうに考

えてきたからだと思う。そして、いまそれを
 どんどんやろうと言ったら、「おれたちの価格
 決定権が失われるじゃないか」ということにな
 る。

日本では系列的な取引が非常に多く、大メ
 ーカーは力が強いので、系列の中小のメーカ
 ーに製品である資材を買わせたりする。そこ
 では価格は安定するけれども、中小メーカ
 ーは高いものを買わされている部分がある。し
 たがって、自分で価格を決められない、価格
 支配力を持たない中小企業にとっては、市場
 があることがむしろ、いままで大メーカーか
 ら押しつけられてきた形から脱却できるとい
 う部分があると感じています。

もちろん、国際的な価格決定の部分もあり
 ますが、小さな事業者にとっては、なかなか
 手が届かないだけに、身近に（市場が）ある
 というのは非常にいい。いわゆるモノづくり
 の部分にかかわる企業との力関係に影響を
 及ぼすと思います。

もう1つは、リスクを取って、もうけよう
 という新しい世界が開けてくる。先物は結局、
 金融ですから、そちらのサイドから見ていく
 と、新しい取引形態は当然あり得ます。

LMEは結局、当業者が参加

上村 証券取引でも商品取引でも、市場に
 よって価格形成が行われるわけですが、証券
 や商品という一定の土俵を外れた場合には、
 モノやサービスについての競争は独禁法が担
 当しているわけです。

いままでは独禁法といった面での規制が必
 ずしも十分に取られてこなかったもので、自分
 たちは価格決定権があると思い込んでいるフ

シがあった。トータルに市場メカニズムが働
 くということは、恣意的な意味ではなく、商
 品先物取引所の中に当業者が多数、入ってき
 て、当業者の間で価格が決定されるという、
 新しい価格決定の中心に彼らになってほしい
 ということです。

だから、自分たちもマーケットに入ってい
 って業者間で価格形成をしていけば、仮にう
 まくいかなくても、納得するだろうと思う。

澁谷 いい例だと思うのは、20年近く前に
 LME（ロンドン金属取引所）でアルミが上場
 されたとき、世界中の当業者、アルキャン、
 アルコアをはじめとして全部が「絶対反対だ」
 と言った。当時はアルキャンかアルコアの建
 値が世界中を支配していたわけで、余計なも
 のはできない方がいいというわけです。

ところが、実際にはLMEは勝手に上場し
 た。その結果、価格変動が起こって、東欧や
 エジプトの玉が流れ込んだわけです。そうし
 てLMEが使われるようになって一番使い出
 したのは、結局、当業者であり、アルキャン、
 アルコアだった。当業者が使うようになって
 くれなければ、健全な発展はしないわけです。
 しかし、足元にあるというのが、皆さんおい
 やなんですね（笑）。

実際にできてしまえば、その方たちにとっ
 ても一番有用なものになってくるし、公正な
 価格決定の場になってくると思います。

集中すると監視しやすい

岡本 上村先生は集中性と組織性という意
 味で、先物市場は大変優れていると言われま
 したが、フェアな取引を確保するうえで、機
 構的にはどんなものなのでしょう。

上村 フェアな取引をやっていく過程で、自然に集中してきちゃう。集中すると不正の監視はしやすいんですよ。市場間競争になって、かつ公正な価格形成と不正監視を両立させるというのは、逆に難しくなってきます。

証券取引所でも株式市場と、新商品の市場では規制の手法は違ってくる。だから、商品市場の場合、「手数料を待ってもらう間に、自分たちはここまで自己改革します」ということをワンセットで出して、その代わり「来てください」と、イメージを一新するような提案を出していく必要があると思います。

竹居 例えば、新しく商品を上場しようと思っても、えらく手間がかかるとか、取引所の会員になることすらも大変だし、なってみても、全国自由にやれるかというやれない。要するにがんじがらめに縛っておいて、それで手数料云々という話にするのは酷なんです。したがって、まずそういうのは外す。外せば商売の種は増えるし、知恵もわいてくる。そうすれば手数料についても知恵を出す中の1つとしてやれるんです。つまり、手数料を先に議論して、知恵を出せといっても、縛りつけておいて知恵など出るはずがない。

そういう意味では、まずいままでの取引所の在り方を全部ご破算にするぐらいのつもりで、こういうことをこういうステップでやってほしい、その代わり、我々もこういうステップで手数料は自由でいいですよ、という提案を業界に出してもらおう。そうやって、いろいろ話を煮詰めればよいと思うのです。役所もその点でもっと弾力的にいまの仕組みを変えなければだめです。

澁谷 そういうことをいま基本問題検討特別委員会でやっている。抽象論をやめて、こ

れとこれとこれをこういうふうに変えてほしい、という具体案作りを1カ月以内にやり、商品取引所審議会が開かれる前に、皆さんのところに持っていけるように努力をしているわけです。

がんじがらめの規制

岡本 具体的にはどういう内容……。

澁谷 例えば、一番簡単なのは免許制です。4年ごとに免許を更新しなければならないので、商品取引員は常に主務官庁の方ばかり見て経営をしている。また、支店の開設にしても、官庁の許可ではなく、自分のバランスシートを見ながらやっていけばいい。取引員の免許も、現在は主務官庁別、取引所別、商品別に1つずつ取らなければならないが、1つの免許を取れば、どこ取引所でも取引できるようにすればいい。

要するに細かく規制しすぎている。自由に動けて、自由な発想法で、どうすれば生きていけるかを経営者に考えさせるようにしたうえで、手数料は自由化してください、とお願いしているわけで、その具体案をなるべく早く作ろうと努力しているところです。

ただ、具体案作りの前に、とりあえずディスクロージャーだけは早くしようということで、去年、財務のディスクロージャーを決めました。今年も紛議もみずから公表します。我々のお得意さんは10万人という個人のお客さんで、エキスパートではない方もおられるから、その方々が判断できる要素を我々が提供しなければいけない。ほかの業界がしないから、我々もしないという考え方はいけないのじゃないか、ということをやることにし

たわけです。

岡本 市場の拡大によって手数料問題を解決するというわけですが、その拡大策についてどうお考えですか。

取引のボリューム増やす

成舞 ヘッジャーや機関投資家などがもっと入りやすい市場を作る必要があると考えます。機関投資家は、海外で積極的に先物市場を活用しているはずですが、日本に市場がないのなら別ですが、あるわけですから、機関投資家に日本の市場を使って頂くような仕組み作りが必要だと思います。

実際に、機関投資家が日本の市場に入りにくい理由の一つとして、流動性が低いことが挙げられると思います。ご承知の通り外国為替市場は、実需以上に投機の部分が多いわけですが、為替市場の一つの特徴として、取引量が非常に膨大で、マーケットに厚みがあるために、売買取引が殆ど問題なく市場で吸収され、実行されることが挙げられます。このため、市場に参加することも抜けることも容易です。一方、日本の商品先物市場の場合、流動性が低いため、反対売買を行ってロスカットなどをしたくても、時として思い通りに注文がとおらない場合があります。そうすると、機関投資家にとっては使い勝手が悪い市場であるといえましょう。

このため、まずは流動性を高めるための仕組み作りが必要であると思います。

澁谷 商品ファンドは小口化されて設定累積額が3500億円までいったと言われていますが、残念ながら、この運用はほとんど100%海外で行われている。しかし、国内の市場が

それを吸収するだけのボラティリティがないことが問題だと思うのです。

岡本 それを解決するには、市場の中立性を確保する必要があります。そのためには中立的立場の理事を増やすとともに、ルール of 改正も必要になってきますね。

澁谷 そう思いますね。

グローバル化の原則

岡本 ところで、グローバル化に関してはどうあるべきだとお考えですか。

上村 結局は基本的なルールとか仕組みに対する信頼性ですね。公正な価格形成と言いますが、公正とは何ぞやというと、これが公正だと神様が決めているわけじゃなく、結局、条件との関係なんです。公正という概念は、どういう条件だとより公正に近づくかという概念なんです。ですから、構成員が独立の行動をするかとか、ディスクローズはきちっと行われているか、不正に対する監視はきちっとしているかといった条件が整えば整うほど、より公正に近いはずだ、という概念であるわけです。

したがって、市場型になるからには、マーケットの中核である取引所が独立、中立の主体でなければいけないわけで、業界のための取引所であるような体制のままでやったら、何をやってもグローバル化などなるはずがない。

市場監視はどこがやるかという点については、通産省がいまの体制でできないとすれば、金融監督庁みたいところに委ねるのが1つのやり方ですね。

金融監督庁は新聞によると、独立性はあまりないような書き方をしていますが、少しずつ監督体制は整いつつあるという感じがする。だから、あそこはみんなが使える共通の監視の場だととらえてもいいと思います。もし、それができないのであれば、今度はいまの体制の中で独立の監視部門を作らなければいけない。

ドイツの取引所法では、多分いまもそうだと思いますが、市場監視部門の判断に対して理事会が介入しない、という原則がある。だから、取引所自身を根本的に機構改革して監視体制を担わせるか、金融監督庁の方に任せるとかで、まん中はないような気がします。

そういうことを1つずつやっていくことが必要です。

岡本 取引所は主務官庁の出先機関になっている気がします。主務官庁は何かを言う場合、どうやってメンバーをコントロールできるかということ、取引所を使う。だから、取引所がニュートラルになることが必要だと思います。ただ、いまの法律は事前規制ですが、それを事後監視に変えることによってある程度うまくいくのじゃないでしょうか。

上村 いや、なかなかそうはいかない。現に商品ファンドについては、小口化していくと証取法の有価証券になり、証取法の監視がかぶってくる。ところが、匿名（とくめい）組合を使うと、今度は通産省ルートになり、相当な規制の落差が生じる。

また、特定債権も、去年の4月から資産担保型証券は証取法の有価証券で社債型というのが出た。これも実は、通産省の商品だったのですが、大蔵省の有価証券に一部なっているわけです。

統一的な保護策必要

岡本 金融監督庁ではなく、米国のCFTC（商品先物取引委員会）のような独立機関による監視というシステムは考えられないでしょうか。

上村 私がいま申し上げたのは、そういう意味なのです。

澁谷 商品先物だけにCFTCと同じような機関をつくるのは、市場規模に比べてあまりにも監督機構が大きくなりすぎます。やはり金融監督庁の1部署の形になる方が経済効率的にいいのじゃないかなと思います。

上村 米国でもSEC（米証券取引委員会）とCFTCの合併の話は昔から何度も出ていて、最近も出ていますよね。だから、2つに分かれるのが固定した形態だ、と決めつけなくてもいいような気がします……。

竹居 私は取引所は必ずしも公的なものであるべきだと思っています。株式会社でも構わないと思います。ただし、それがきちんと公正な市場を担保するだけの仕組みを持っていれば、ユーザーは使えると思う。もちろん、商品取引所法みたいなものがあれば、その適用を受けるのもむちゃなことはできないでしょう。私は役所が行政指導を使っているという仕組みはあまり好きじゃないものですから……（笑い）。そういう点では、取引所はむしろ役所から切り離れた方がいいと思っています。

広い意味で投資家保護ということ言えば、商品によってレベルが違うのはおかしいわけで、統一的な保護法的なものを早く作った方

がいい。逆に言えば、統一的なものとして商品先物も含めて、金融の商品の世界が包括的にコントロールされるようなものがあったいいのじゃないか。そうしないと、効率が悪いということで、日本の市場が欧米に比べて劣ることになると思うので、そこを脱皮しないとだめです。

上村 取引所が公的だというのは、マーケットが公共財だから公的だという意味ですね。だから、だれが担おうと公的なんです。

竹居 どういう人が入っていくかで、私はあまり気にはしないのですが、役人が天下りて来て、役所の意思を体現するためにやるのはおかしいと思うわけです。

関連して、もう1つ。こういう世界は必ず網の目をくぐって悪いことをする人は出てくる。それを100%捕まえることは絶対できないから、見つけたときにパチンと厳しくたたく。完璧にしようと思ったら、息苦しくなってマーケットは死んじゃいますから。

自己責任の感覚育てよ

岡本 法律の改正と自己責任とは裏腹の関係にあると思うのですが、はたしていま日本人の意識はそこまで高まっているとお考えですか。

澁谷 日本は明治以来、お上の指導によって産業改革などすべての改革が行われてきた。何か問題が起これば「行政は何やっているんだ」という声が出てくる。残念ながら、これが日本の国民の感覚なわけです。しかし、銀行がつぶれ、生保がつぶれるようなことが起こってきているので、国民の感覚、自己責任の感覚は必ず変わると思いますね。

竹居 よく日本人は自己責任云々ということが言われますが、最初に「これはあなたの責任ですよ」と明確にすれば、日本人は絶対そう思うと思う。いい例が競馬で、みんな自己責任を取っている（笑）。

商品先物の世界でも、きちんとお客さんに「これはリスクがあるんです」と言うことで。そうすれば、お客さんはそれを聞きますよ。例えば我々が外貨預金をしに日本の銀行に行くと「そんな危険なものはやめなさい」と、いまでも銀行の人は言いますよ。

澁谷 おっしゃる通りですね。契約書には「リスクがあることを言わずに契約を取ってはいけない」と書いてあるのですが、字が非常に小さくて……（笑）。

だけど、いくら言っても「やりたい」という人だけが残った市場でなければ、本当の意味の市場の機能がないんですね。無理に連れてこられた市場では、とうていフリーマーケットとは言い難いですよ。

竹居 日本の株式市場があれだけの市場になったということは、お客さんの全部が全部、損失補てんをするという前提で来てやっているわけじゃないんですよ。損することをみな承知で、その代わり、もうかるかもしれないと思ってやっているわけで、それは商品の世界でも同じなわけですよ。

澁谷 ご承知のように、ほとんどのお客さんはまだ勧誘によって来られる。銀行、証券みたいに店頭型、資料請求型の営業になってない。いまは、それに変わろうとしつつあるところです。ただ、まだ数社が変わっている程度で、大多数は人海戦術で、すごい数の外務員を使って電話、訪問による営業が行われている。これが店頭型に変わっていったら、

いま竹居さんがおっしゃったような状態に変わっていくと思います。

日本経済に こう貢献

岡本 最後に、いろいろな制度改革が実施された場合、日本の商品先物市場はどう変わり、日本経済にどのように貢献できるかお聞かせ下さい。

成舞 私としては商品先物市場がさらに発展し、厚みを持ってきて、将来的には商品先物だけでなく、いわゆる先物市場として、すべて一元的に機能できるようになったら素晴らしいことだと思います。

これまで製造業だけでやってきた日本経済ですが、これからはまさに第3次産業がもっと活力を持ち、高度化していかなければ、世界の中で日本の地盤沈下は避けられないではないでしょうか。先物市場が起爆剤となって、もう一度日本経済のさらなる再生が図られることを望んでいます。

上村 先物市場の経済的意義は明らかですので、世界のどこかで、だれかが必ずやっているわけです。問題は、そこで日本がどのぐらいの存在を示しているか、ということです。仮に、いろいろな改革が実施された場合には、せめて日本から外に出ているものかなりの部分を引き留められるようなマーケットになってほしい。

竹居 私は日本のこの分野の人たちはいま、日本国内のことしか考えていないと思うのです。しかし、日本の経済力をバックにアジア全体を視野に入れてビジネスをしていく、あるいはそういう市場をつくっていくということ

を考えれば、結構いける可能性があると思う。いろいろな面の制約を外すということはそういうことも含めてで、そうなれば、将来性があるというので、外から優秀な人がこの分野に入ってきて、この世界が面白くなる。面白くなれば、社会的な認知、ステータスも上がってきて、全体としてかなり面白い事業分野になると思う。そういう方向を目指せば、日本経済全体のお役に立つのじゃないかという気がする。

だから、いまいる人たちがあえて、いまの辛いところを乗り越えるという起業家精神を持ってビッグバンに立ち向かっていってほしい。主体は、いまこの世界にいる人たちです。

成長に大きなポテンシャルイ

澁谷 日本の商品先物市場の規模は、日本の国民経済の力に比べてあまりにも小さすぎる。当然、日本の国民経済とイコールのところまで発展する余地がある。しかも、いまは個人投資家だけを対象としてあの大きさになっているのだから、機関投資家と産業界がついてくれば、相当な大きさになり得るポテンシャルイを持っているんです。

もう1つ言えることは、世界の相場は時時刻々、24時間変動しているわけですが、欧州・米国・アジアと常に時差なしに、相場がシームレスにつながるようにならなければいけない。それには東南アジアに市場ができなければいけない。その場合、国民経済の大きさ、基盤からいったら日本につくってしかるべきだし、我々は日本に置けるように努力をしなければいけない。努力をすれば、そのポテンシャルイは現実のものとなるに違いないと思うのです。

ビッグバン、 商品先物市場拡大の ビッグチャンス

経済ジャーナリスト 米良 周

「難局乗り切る上海金属取引所」、「6月、インドで胡椒（コショウ）先物始まる」、「紅茶、ケニアの干ばつで上がる」、「コーヒーの騰勢続く」（5月28日付）。

「ネスル、コーヒー5%値上げ」、「ルーマニア、穀物輸出の大手国へ」、「ロンドンのパルプ先物、ヘルシンキ追撃へ」（5月29日付）。

「ロンドンのパルプ先物、順調な初取引」、「パラジウム、南ア鉱山のスト終結で反落」、「中国の亜鉛輸出増加の見通し」、「キャンベラ、鉱産物輸出を自由化」（5月30日付）。

英国の経済紙、ファイナンシャル・タイムズ（FT）の商品面の見出しを3日分拾ってみました。そこには商品をめぐる大きなうねりが読み取れます。分類すると「国際的な商品の取引規模の広がり」と自由化、「価格変動幅の拡大」、「先物市場の広がり」という国際商品の世界的潮流が浮き彫りになります。商品の国際的取引の拡大→価格変動幅の増大→先物市場発足、という先物経済学がまさに地球規模で実践に移されています。

「商品取引所の存在は自由経済の縮図であり、統制のない経済を前提とする以上、わが国の今後の経済の運営は、この自由経済の線

に沿って進むのが、国内経済の上からも、また貿易の面からも極めて好ましい行き方であり、国民経済の運営に最も寄与するものである。商品取引所はこの自由経済運営を促進する役割りを果たす責務を背負っている」。1961年の春、商品先物担当記者の道を踏み出した新人記者の私に先輩がまずこれを読めと渡してくれた本の序文の一部です。「新しい商品取引所法の内容と運営」（商工会出版部）、1950年に出された本で、著者は当時通産省通商企業局商務課長として、商品取引所法の制定の中心に立った倉八正氏です。

「準戦時体制に入ってから、昨年までは経済の暗黒時代ともいえ、正常の経済運営は閉ざされ、企業の創意も発展もなく、ただ一定の規格と価格による製品を生産し、これを官の指示で配給する状態にあった。官の指示経済あるいは民の依存経済以外のなにものでもなかった」。

「ビッグバンと商品先物市場について私見を述べよ」という原稿の注文を受けてまず思い出したのがこの本です。小豆や大手亡、あるいは黒糖、新人記者の最初の担当商品は小粒なものでしたが、「商品先物市場は自由経済

あってこそ」という、この本による刷り込み効果はいまも働き続けています。

指示待ち経済からの完全転換

ビッグバンはある意味で、官の指示待ち経済からの市場経済への完全転換を一気に果たすものです。商品先物市場にとっては戦後の再開時に匹敵する環境変化が予想されます。

経済には流れがあり、上昇、下落、低迷、再上昇と起状が避けられません。ビッグバンという環境変化は商品先物市場にとってプラスなのかどうかを考える前に戦後の商品先物の歩みを振り返ってみます。

戦後商品先物の歩み

- ・高値圏のおとし (1950～55年)
- ・長期低迷のきのう (1956～81年)
- ・底入れ、緩やかな上昇 (1982年～)

△高値圏時代＝1950年、大阪で人絹糸、スフ糸先物。戦後復興は糸へんから。

△長期低迷時代＝「コスト＋適正利潤＝売値」の原則下生産者の時代、不況カルテル (横)、系列・下請 (縦) でのぐ。小さなパイの奪い合いは過当勧誘を招く (内なる低迷－56～70年)。

通貨、金利、原油、金の相場化 (外的変化不適應の低迷－71～81年)。

△底入れ時代＝金上場 (81年)、銀、プラチナ続く (84年)、国債 (85年)、株価指数 (88年)、通貨先物 (89年)、商品取引所法抜本改正 (90年)、商品ファンド法制定 (91年)。

- ・Big Bangのあすー？

さて、ビッグバンです。着地点はまだはっきりとみえませんが、ビッグバンを貫く三つの原則、free (自由)、fair (公正)、global (国際化) に照らすと大枠は組み上がります。

・free→①手数料自由化 (独禁法の適用除外) ②弾力的上場 ③商品ファンドの小口化・運用規制の緩和 ④業界の垣根撤廃・新規参入

・fair＝global (な基準)＝シカゴ型へのサヤ寄せ→①クリアリングハウス ②ザラバ取引 ③建て玉制限緩和

そこまできているビッグバン

手数料にはほぼ収益源が限られる商品取引員にとって固定手数料が自由化されることは大きな痛手となります。だが、固定手数料制は言い換えれば護送船団方式で創意工夫の余地を乏しくするシステムです。98年4月から外為法が改正になり、為替取引は原則自由になります。同じ国際商品なら時差に目をつぶれば水が高きから低きに流れるように、まとまった注文は手数料の低い米国に流れるはずで。実態面でのビッグバンはもうそこまできているともいえます。

商品先物市場の利用者は価格変動差損をカバーする目的のヘッジャー、変動差益を求めるスペキュレーターに分かれますが、この二者以外に金融資産を相関性の薄い商品先物に分散してリスクを分散する投資家も潜在的には多いはずで。既に米国では年金など機関投資家が商品ファンドへの投資という間接的な形ですが商品先物をリスク分散の場と見立てています。

こうした利用者サイドに立つと大口注文には相対（あいたい）で手数料の低い商品取引員が自由に選べる手数料自由化は歓迎するところで、取引の増加要因となります。上場商品の拡大は潜在的なヘッジャーの掘り起こしにつながります。

商品取引員の看板が軒を並べる東京は日本橋蛸殻町のとある喫茶店に4月1日、ぶらりと入ってみました。消費税にどう対応するかをみたかったからです。「税分は転嫁させてもらいますが、それよりコーヒー豆の値上がりはどう対処したらいいか」。コーヒー豆の国際価格が半年で2倍値にはね上がったからです。日本にコーヒー先物市場があれば、喫茶店の店主はヘッジ買いを入れていたはずですよ。

拡大への ビッグチャンス

ビッグバンは商品先物市場自体にとっては拡大へのビッグチャンスとなるはずですよ。長期低迷時代の三つのしほりが解けていくからです。「コスト＋適正利潤＝売値」は市場価格が席を譲り、不況カルテル、系列・下請という横と縦の守りはなくなり、生産者もリスク

のただ中にさらされることになるからです。生産者は商品先物市場の敵対者ではなく利用者に転じるはずですよ。

株式の町・兜町と商品先物の町・蛸殻町の間には鎧橋がかかっています。「鎧橋を投資・投機資金が往来している」。私の新人記者当時は確かに商品先物と株式と見比べより有利な市場に資金は流れていました。ビッグバンで活力を取り戻した株式、上場商品の増加と国際基準へのサヤ寄せで透明度の高い市場に相容する商品先物。とあれば、鎧橋を資金が往来する日の再現が予想されます。業務規制がなくなれば、証券会社で商品先物、商品取引員の店頭で株式、債券を取引する日がくるかもしれません。

「米国先物市場でのす外国勢」の表をみましょう。欧州勢が顧客のヘッジニーズに応えるため、最も流動性の高い米国に着々と基盤を築いていることがわかります。ビッグバンが流動性の高い市場形成につながっていけば、欧州勢もジャパン先物オフィスを設けざるを得ません。時差を同じくするアジア勢の進出も予想されます。利用者は使い勝手のいい市場、使い勝手のいい仲介業者を自由に選択する時代の到来ですよ。

米国先物市場でのす外国勢

会社名 (カッコ内は親会社所在国)	米国内ランキング	米顧客預かり資産 (100万ドル)
ED&F Man Int'l(英国)	9	905.6
Fimat USA(フランス)	19	510.0
SBC Warburg(スイス)	20	503.4
ABN Amro Chicago(オランダ)	22	401.3
ING Securities(オランダ)	23	335.1
Credit Agricole(フランス)	26	221.4

先行する金融ビッグバン

—商品先物市場への影響—

日本経済新聞社商品部編集委員 林 邦正

金融市場改革、いわゆる日本版ビッグバンが急速に進展していきそうな見通しになってきました。フリー、フェア、グローバルな市場に造り替える大改革が、いよいよ待ったなしになったという認識が流れを速めているといっていでしょう。

いわゆるビッグバンの先駆けをなすものは、今度の国会で改正された外国為替管理法です。為替の規制緩和はビッグバンの始まりを示すだけでなく、実際的な影響という点でも重要な変化を意味しています。というのはこれが内外市場の一体化をもたらし起爆剤になる可能性があるからです。

まず重要なことは、これまで国内に閉じこめられていた投資マネーが、より有利な運用先を求めて流動化することです。逆にいえばこの規制緩和がなければ、ビッグバンも所期の目的を達成することができません。

金融の世界にまず大きな変化を促すきっか

けになるでしょうが、商品の世界でも大きな影響を免れません。第一に予想できることは、手数料の自由化がいや応なしに進行するだろうことです。もしそうしなければ、マネーはどんどん海外に流出することが避けられません。

金融市場改革に続いて商品市場改革も検討されていますが、そうした論議がどのような形になろうとも、実質的に自由化の方向へ動き出さざるを得なくなるということです。

米国の先物商品の約定代金は平均して1枚2万3000ドル程度ですが、一般顧客の手数料は、50—80ドル(往復)、当業者だと10—20ドル(同)といわれます。日本の場合はどうでしょう。金が1枚130万円として、手数料は1万400円(往復)です。約定代金に対する比率でいえば、日本は米国のざっと2—4倍です。こうした取引コストの高さがいつまでも維持できるわけではありません。

為替取引の規制が緩和される来年4月から一気に手数料の引き下げになるとはいえませんが、徐々に進んでいかざるを得ないといえます。

英国のビッグバンでも、当初は資金の海外への流出が起こったといわれます。おそらく日本でも同じようなことが起こるでしょう。それを食い止めるためには、同じような競争条件を造り出さざるを得ないことになります。つまり大きな方向性はすでに決められていると見なければなりません。問題はどのようなスピードでそれがやってくるのかということだけです。

もうひとつ指摘しなければならないことは、内外市場が一体化した場合、日本の取引システムも改革が迫られる可能性があるということです。

取引システムというのは、クリアリングの仕組みやザラ場か板寄せかという取引手法の問題などから始まり、日本の先物市場の価格形成のあり方そのものにまで論議の対象になる可能性があります。

日本の商品先物市場の価格についてよくいわれることは、輸入商品でありながら輸入原価より安い商品が少なくありません。それを価格の歪みと称するなら、歪みのない商品はおそらく貴金属だけでしょう。これは受け渡しの制度に問題がある場合も多いようですが、要は日本の市場の価格はどのような価格なのか我问われることになるということです。

内外市場の一体化をきっかけに日本の市場

も国際標準（グローバルスタンダード）へのサヤ寄せを求められるということです。そうしなければ、日本バッシング（叩き）が起こるか、ゆくゆくは日本バッシング（素通り）になるかのどちらかでしょう。結局は選択の問題ですが、あくまで閉ざされたローカル市場にとどまるのならばともかく、開かれた市場を目指すのならば、国際標準に合わせていく選択しかあり得ません。そうしなければ国際的に置いてけぼりを食うだけになります。

金融ビッグバンは2001年を待たずに前倒して実行されることになりました。具体的なスケジュールは、6月13日にそろって発表になった金融制度審議会、証券取引審議会、保険審議会の最終報告を参照してもらえばわかります。

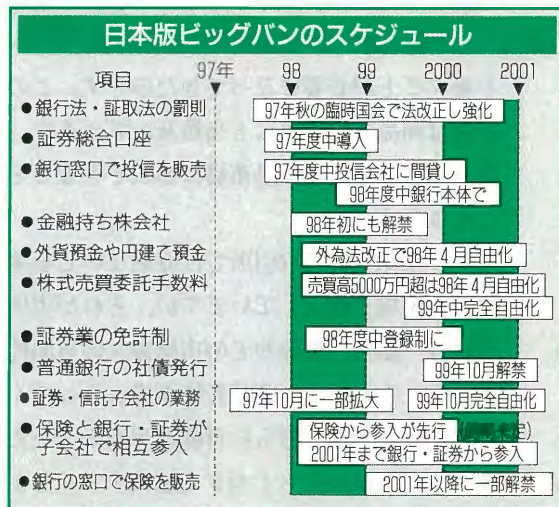
最も肝心なことは、1200兆円といわれる日本の個人金融資産をいかす道をどう造り出すかということです。そのために今まで業界ごとに区分けされていたタテ割りのシステムを崩すことが必要になってきたのです。この影響は商品先物業界にも当然及んできます。銀行、証券などが商品市場に参入できることになるからです。

いま東京工業品取引所では原油ないし石油の新規上場を検討していますが、それが実現すれば、銀行、証券などの市場参入の可能性はかなりあります。商品先物市場に入ってくる資金量は大きく膨らむ可能性があるといえます。市場はおそらく大きく拡大するでしょう。しかしその時にいまの商品取引会社がそ

のまま生き残っているかどうかはわかりません。

手数料の引き下げがなし崩し的に進むと予想されるなかで、いまのままの形で生き残れるとは思えないからです。商品取引会社の再編、系列化がダイナミックに起こる可能性があります。その際、証券、銀行などとの融合が起こることもあるでしょう。これは海外では現実起こったことです。

しかし、逆に新たな成長の可能性が開かれたともいえるわけです。成長の可能性があるのは、ひとつは商品ファンドであり、もうひとつは商品デリバティブ（金融派生商品）だろうと予想されます。そうした仕組み商品の運用や管理のノウハウの有無が、これから重要になってくると思われます。



（日本経済新聞）

ビッグバン5つのポイント

（○は個人、◆は企業、☆は金融・証券界とつながり）

①個人・企業の選択肢広がる

- 銀行窓口で投信（98年度）や保険（2001年）販売
- 証券総合口座（97年度）MMFで公共料金払い
- ◆損害保険料率の自由化（98/7）

②金融機関の競争を促進

- ☆子会社方式の相互参入
銀行→信託・証券、証券→信託 99/10に垣根を撤廃
銀行→保険 2001年まで
証券→保険、保険→銀行・信託・証券 銀行の保険参入以前に
- ☆金融持ち株会社の解禁（98年）
- ☆証券会社を免許制から登録制に（98年度）

③東京市場の空洞化防止

- ☆◆外国為替業務を自由化（98/4）
- ◆☆有取税など証券・金融税制見直し（税制調査会で検討）
- ◆☆株式売買委託手数料の自由化
売買代金10億円超→5,000万円超（98/4）→完全自由化（99年末）

④公正な取引と自己責任

- ◆☆インサイダー取引や銀行・証券の虚偽報告の罰則強化（98年初）
罰金上限を引き上げ、虚偽報告には懲役刑も
- ◆預金のペイオフ（2001年度以降）。元本保証は1,000万円まで

⑤経営悪化や破たんに迅速対応

- ◆☆証券会社の破たん処理制度拡充（98年度）
↓社当たり20億円→1人当たり1,000万円 で検討
- ☆金融機関に早期は正措置（98/4）

積み残した主なテーマ

- ・長短分離の完全撤廃（金融債の扱い）
- ・郵便貯金・簡易保険など公的金融問題
- ・金融サービス法、消費者保護法の内容・制定時期

（日本経済新聞）

外為法改正と商品 先物市場への影響

チャンス到来、対応を急げ

プルデンシャル・バーチ インターナショナル リミテッド 柴山 孝司

昨年11月の橋本首相の「ビッグ・バン」宣言を受けて、先頃「外為法」の改正が国会を通過し、来年4月から施行されます。この外為法改正の主なポイントは、

1. 内外資本取引等の自由化
2. 外国為替業務の自由化と外国為替公認銀行制度等の廃止
3. 事後報告制度の整備

です。

上記のことは、例えば、日本の居住者である個人・法人にかかわらず、自由に外国の銀行などに口座を持ち、海外で預金、株式、債券、ミューチュアルファンド（投資信託）、金融・商品先物等の投資・売買活動を自由に行って良いというふうに理解できます。そしてその活動について、事後に報告するということが、かつ報告義務の怠慢については罰則を適用しますということなのです。

今までは、事前届出制あるいは事前許可制が原則でしたから、外国との資本取引は非常に窮屈なものでした。これが一挙に自由になったのですから、投資家側からすると資産運用の幅の拡大という観点からして、格段の前進ということが出来ます。

それでは、これらのことを日本の商品先物業界に適用すると、どのようなことになるのでしょうか。

外貨建て運用で資金流失も

それは端的に言いますと、外貨建て運用増加による資金流失ということです。外貨建て運用は為替リスクがあるという反論もありま

すが、海外の金利高、金融商品の品揃えの豊富さ、手数料等のコストの安さを考えるとその運用は増えざるを得ません。従って、現在、主に個人投資家約10万人、預り証拠金5,000億円と言われている日本の商品先物市場も、例外ではあり得ず、外貨建て運用のためある部分、資金流失が予測されます。

海外へ向かう一部の投資家は、海外株式、債券あるいは先物市場での売買を始めるでしょう。他の投資家は、より安全に、プロのファンドマネジャーに運用を託すでしょう。それが、ミューチュアルファンド（投資信託）や商品ファンドへの投資となってあらわれます。ちなみに、米国では、先物市場に限って言えばプレーヤーは、ヘッジャーとファンド筋で、日本のような個人投資家がメイン・プレーヤーであるという時代は過去のものとなっています。

「ビッグ・バン」開始の笛が鳴る

実は外為法改正は「ビッグ・バン」の開始の笛のようなもので、銀行・証券・保険などの改革が今後目白押しで出てきます。商品先物業界もこれらの改革の流れに沿って変貌を遂げていくと思われますが、将来図を私なりに思い描いてみると以下のようなものになります。

1. 金融・商品先物の融合
2. 手数料の自由化
3. プロのファンド・マネジャーとヘッジャーの売買市場
4. 銀行、証券会社、商品取引会社などが

金融・商品にかかわらず先物市場でビジネス展開

5. 先物市場を利用した多種・多様の商品
6. 海外先物市場との競合あるいは協調

迫られる荒療治

以上述べたことは、現在の姿とは大きく異なるものであることが明らかで、日本の商品先物業界が今後再編を含め、相当の荒療治が必要になることは否めません。しかし、それはそれとしてやり様はあります。上記将来図を見据えた対応策として以下の様なことが考えられます。

1. 手数料を自由化し、投資家の預り資産のサイズや、必要とするサービスに応じて手数料を設定する。
2. 海外先物市場への参加
 - 国内の投資家／ヘッジャーの海外市場活用
 - 海外組成のファンド等を含む新規商

品の国内販売

3. 商品投資顧問 (CTA) の育成と国内ファンド組成販売
4. 企業からのヘッジ玉の掘り起こし
5. デリバティブズを活用した商品の開発・販売
6. 日本の商品先物市場の整備と海外よりの投資誘引

「言うは易し、行ふは難し」と言いますが、「The earlier, the better」(早ければ、早いほどいい)とも言えます。

外為法改正は「ビッグ・バン」の謳い文句である「Free」、「Fair」と「Global」を商品先物業界においても急速に推し進める原動力となります。これを凶とするか吉とするかは、当業界の変化への対応の仕方と速度にかかっていることは言うまでもありません。

外為法改正を凶の前兆ではなく、吉（チャンス）の到来と捉えて、その対応を早急に進めることが肝要と思われます。

図1 外為法改正

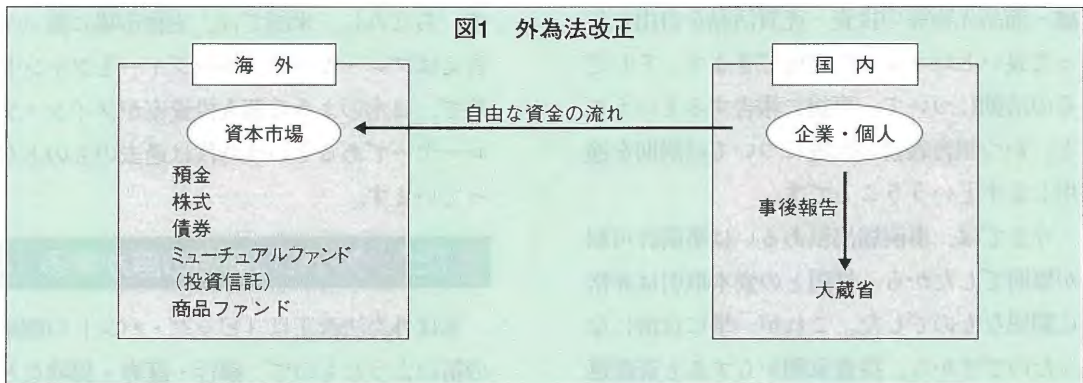
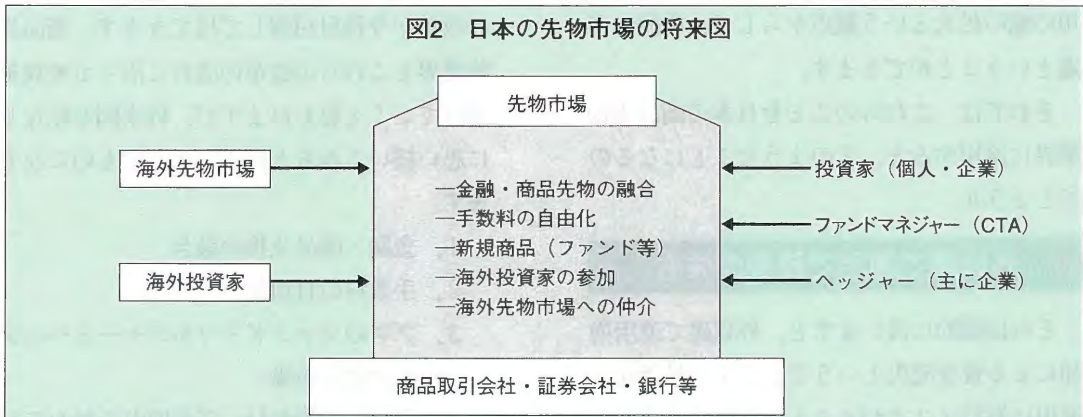
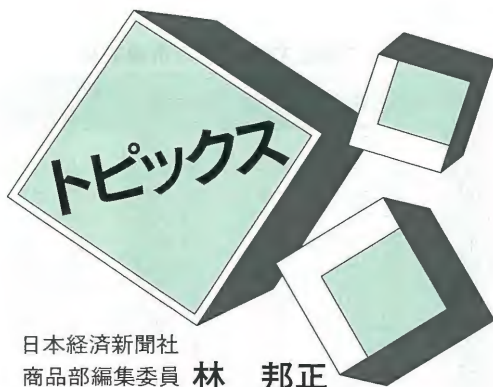


図2 日本の先物市場の将来図





日本経済新聞社

商品部編集委員 林 邦正

商品ファンドの小口化進む

業界で要望の強かった商品ファンドの小口化（最低販売単位の引き下げ）が97年度から実現しました。

従来は5000万円（実績ある業者の場合は2000万円）だったのが、一律1000万円になり、この秋からは500万円に下げ、さらに98年度からは最低販売額の規制を撤廃する段取りです。この小口化と同時に運用規制の緩和も行われました。商品ファンドは日本の法律では、商品への投資部分が運用財産の半分以上を占めるものとされていますが、残りの資産運用については規制が撤廃されました。

これらによって、業界が要望していた規制緩和がほぼ達成されたといえます。96年度から始まった商品ファンドの規制緩和が、こん

なにも速いテンポで動くとは正直いって予想外でした。行政改革委員会規制緩和委員会座長のを務めていたのが宮内義彦商品ファンドライヤ協会会長だったということもありますが、金融市場改革いわゆる金融ビッグバンに政府は本気で取り組む姿勢であることが改めて確認できたともいえましょう。

91年に商品ファンド法（商品投資事業法）が制定されてから6年。当初期待したほどには大きく育っていませんが、今回の本格的な規制緩和をきっかけに、重要な投資商品に成長する可能性が出てきました。

小口化された商品ファンドに最も魅力を感じているのは銀行ではないでしょうか。全国の店舗網、大量の預金口座を持つ銀行が、こうした商品のリテール（個人向け取引）の分野では強みを発揮するはずなのです。米国の例でもおそらくそうだと想定できますが、商品ファンドはもともと大衆商品なのです。ようやく本来の趣旨に沿った商品として認められたといえます。

そうすると、従来のファンド業者の出番はどうなるのでしょうか。商品の設計、運用、管理など機能を分けて、それぞれ得意のところを受け持つという形になるのではないのでしょうか。

日・米・英の商品先物取引制度の比較

	日	米	英
根拠法	商品取引所法 1950年制定	商品取引所法 1936年制定	金融サービス法 1986年制定
規制の対象	商品の先物・オプション	先物・オプション	先物・オプションその他株式、投資信託等も含むあらゆる投資商品
商品取引所・市場等			
法人の性格	認可法人	株式会社	株式会社
会員要件 (当業者要件)	あり	なし	なし
市場の開設	認可制	認可制 ※申請から最長75日以内に認可の可否を決定・通知。この期間内に何ら通知しない場合には認可とされる。	規制なし 取引所が新規上場について決定
(1985～94年の 新規上場品の数)	(6商品)	(62商品)	(40商品)
決済機構	取引所 ただしインハウス型クリアリングハウスは可能	取引所又はクリアリングハウス 個々の取引所がCHを有する場合が多い	クリアリングハウス LCHが総括的に行っている
商品取引員 (ブローカー)	許可制 取引所会員に限る	許可制 ただし、自主規制団体に権限を委任	許可制 ただし、自主規制団体に権限を委任

証券会社の 兼業規制緩和の影響

金融ビッグバンは銀行、証券、保険の間の垣根を低くし、相互参入を図りやすくすることを意味しています。証券会社の兼業規制緩和もその一環で、当然のことといえます。

証券会社がこの規制緩和で最も求めているのは、銀行が行っているような決済機能を提供することです。顧客が証券会社に持っている口座で公共料金などの引き落としができるようになることなのです。

兼業が大幅に認められれば、米国のように証券と商品のブローカーを行うことも可能なわけですが、証券から商品への参入は現実問題としては少ないでしょう。優先順位からいえば、かなり下の方だということです。ビッグバンは、証券だろうと商品だろうと仲介業務による収益に打撃を与えることにほかならないわけですから、改めてそんな業務に魅力を感じるとは思えません。

しかし、商品の側からみれば相互の垣根が低くなることは、商品から証券への参入のチャンスが生まれることを意味します。証券業が免許制から登録制に切り替われば、その道が開かれることになります。そこでの問題は、新たに参入したとして証券業がどの程度の魅力ある業なのか、また証券業の分野でどれほどの力を発揮できるものなのか、ということでしょう。単に大手の証券会社の取り次ぎ業務をするということでは、それほどのメリットはないと思われます。

証券会社が商品の分野で関心を持つのは、商品ファンドとデリバティブ(金融派生商品)だろうと思われます。つまりこれらの運用や管理のノウハウを持っている商品会社は、証券会社にとっても魅力があるのではないのでしょうか。証券と商品の結びつきは、提携などのほか、様々な可能性があり得るでしょう。

日本の商品先物市場の市場規模

年度	年間出来高	商品取引員数	委託者数	預り委託証拠金額
	千枚	社	人	百万円
46	17,765	262	48,135	40,838
47	28,923	242	46,561	71,306
48	25,367	231	43,775	123,057
49	22,799	228	44,627	102,740
50	26,154	227	50,547	122,505
51	23,061	220	52,239	138,001
52	23,833	213	51,982	135,729
53	20,241	211	49,543	138,354
54	21,029	208	50,283	133,580
55	19,574	200	50,583	150,731
56	19,606	193	49,974	167,112
57	22,065	193	49,938	137,784
58	24,653	183	50,959	179,854
59	22,627	173	50,503	191,524
60	22,679	171	49,358	181,684
61	23,697	169	52,485	236,596
62	29,002	167	60,766	283,250
63	34,488	162	66,000	393,800
元	38,893	162	82,685	510,747
2	43,613	156	78,490	501,269
3	42,980	152	80,597	414,774
4	45,279	149	81,888	394,775
5	59,093	142	89,668	435,592
6	60,724	138	92,196	432,526
7	71,976	129	100,412	512,646
8	72,711	※(128)	※(104,368)	※(506,351)

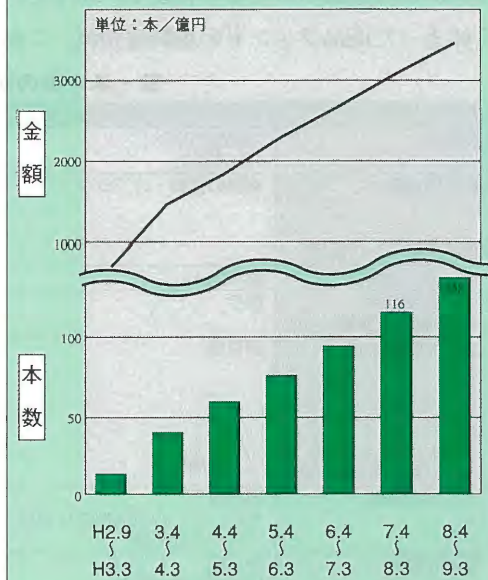
(出典) 1. 商品取引員数は、農林水産大臣及び通商産業大臣の許可数。

2. 年間出来高は(社)全国商品取引所連合会調べ。

3. 委託者数、預り証拠金額は(社)商品取引受託債務補償基金協会及び(社)日本商品取引員協会調べ。

(注) 年間出来高は年度合計、その他は年度末時点の数値である。但し、平成8年度については、商品取引員数(※)は9年1月末現在、委託者数(※)及び預り委託証拠金額(※)は8年11月末時点の数値である。

商品ファンド設定・運用状況の推移





10 石油上場の国民経済的意義

日本でも石油製品を商品先物市場に上場（＝取引）しようとの動きが高まってきました。金、アルミニウム、ゴムなどを上場している東京工業品取引所の依頼を受けて三菱総合研究所が「石油先物上場に関する調査」をまとめ、これを受けた形で東京工業品取引所が1999年にガソリンを上場しようとして、具体的な検討を始めたのです。さらにその延長線上には原油や灯油など各種石油製品の上場も浮かび上がってきます。もし、ガソリンが上場されたら日本経済にどのような影響があるのでしょうか。その意義を探ってみましょう。

変わるプライスリーダー

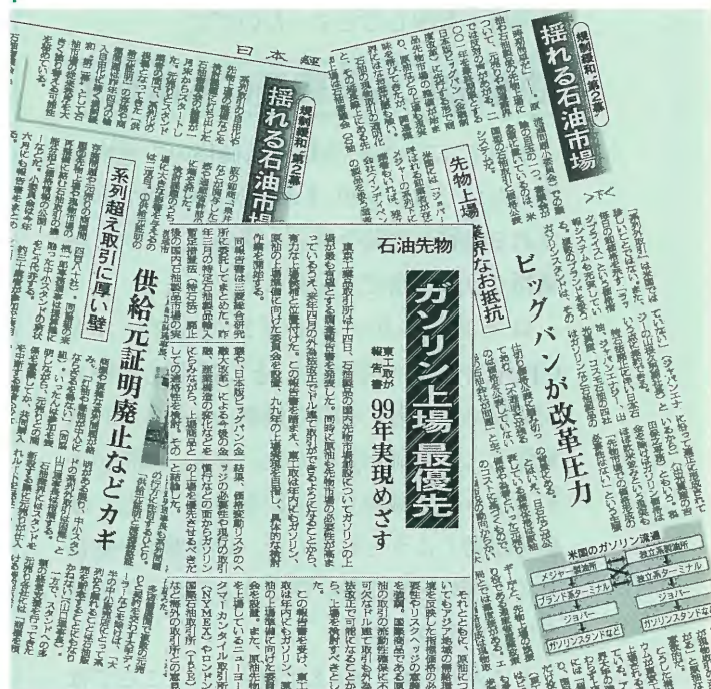
ロックフェラー、セブンシスターズ、OPEC（石油輸出国機構）、NYMEX（ニューヨーク・マーカンタイル取引所）。このラインナップは何のことでしょう。実はこれまで世界の石油価格を牛耳ってきたプライスリーダー達なのです。

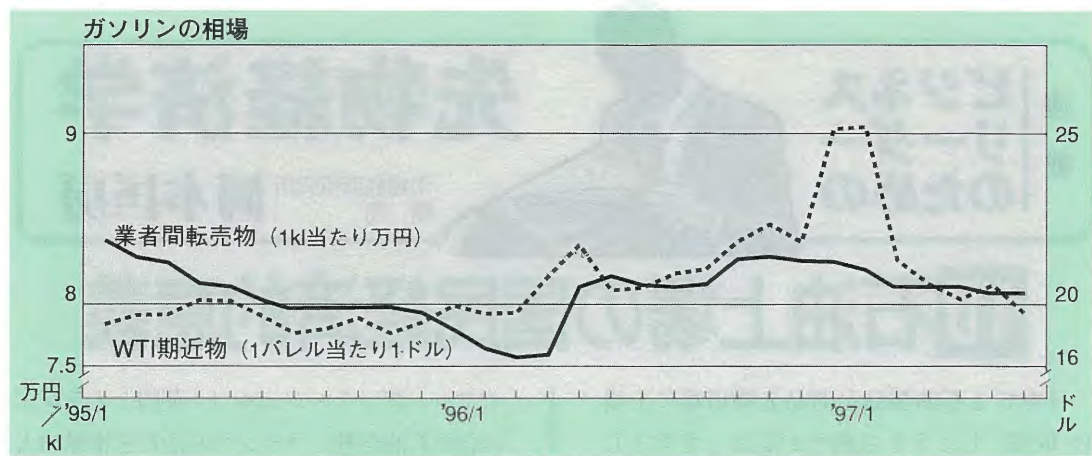
ロックフェラーはいうまでもなく世界有数の大富豪ですが、その富の源泉になったのがスタンダードオイルでした。スタンダードオイルは一時、米国の石油業界でのシェア（市場占有率）が90%以上に達し、価格を自由に操ってきました。

その力があまりに強すぎたことから米国の独占禁止法に違反するとして1911年に分割されましたが、その後も、その後継者であるニュージャージー・スタンダードオイルやロ

イヤル・ダッチ・シェル（＝英国とオランダの合弁石油会社）、フランス石油など世界の大手石油会社7社が相変わらず価格を支配、「セブンシスターズ」とか「7大メジャー」と呼ばれました。

このようなメジャーの支配体制を打ち破ったのがOPEC諸国でした。OPECは石油の採掘権をメジャーから奪取、1973年、第四次中東戦争時に石油価格を大幅に引き上げ、世界はパニック状況に陥りました。日本も第一次石油危機としてガソリンなど石油製品の価格が大幅に値上がりしました。それだけでなく、トイレットペーパーが不足するとして、主婦が大騒ぎしたのも年輩者には記憶に新しいところででしょう。





だが、おごれるもの久しからず。そのOPECの価格決定力もほんのわずかな期間でしかありませんでした。OPECがあまりに急に価格を引き上げたところから、世界各地で石油が増産され、その支配体制はもろくも崩れ去りました。代わって石油価格の支配力を握ったのがNYMEXでした。

NYMEXは1983年3月30日、原油の先物取引を始めました。WTIという米国はテキサス州産の原油で、生産量もそれほど多くはなく、当初はあまり注目されませんでした。しかし、NYMEXでの売買が増えるとともに影響力を増大、いつしかOPECから価格形成の主導権を奪取してしまったのです。

供給者にも消費者にも偏せず

それではなぜNYMEXは価格の主導権を握ったのでしょうか。それはNYMEXで形成される価格が需給を素直に反映し、だれもが納得できる価格だったからです。

ロックフェラーもセブンシスターズもOPECもみな生産者です。そこで、彼らが決めた価格は生産者に有利な価格、つまり、「利益を極大にする価格」でした。もし、価格が下がるようだと減産して需給をタイトにし、価格を維持しようとしていました。いや需給を無視して、価格を高水準に保とうとしたことも幾度となくありました。

ところが、NYMEXは違います。ここでは

多数の売り手と買い手が集まって価格が形成されています。もし、需給が緩むとみれば売り物が増えて下がり、逆に、需給がタイトになると思えば、買い手が増え、価格が上がります。しかも、買い手が売り手になることもあれば売り手が買い手になることも自由です。

そこでは需給にそった公正な価格が形成されます。需給を無視して自由に決めようとしても不可能なのです。いわば、生産者にも偏せず、消費者にも味方せず、中立の立場で価格が決まっていくのです。そこで、だれもが利用するようになり、いつしか世界の指標になっていったのです。

ところが、このような中、あたかもNYMEXを無視するかのように石油製品の価格を決めていた国がありました。それが日本なのです。日本では1986年1月に特定石油製品輸入暫定措置法（＝特石法）が施行され、「ガソリンなど石油製品の輸入は代替生産、貯蔵、品質調整の能力のあるものに限って認める」としました。

この結果、石油製品の輸入は事実上、石油の元売りに限られ、国内では競争が制限され、長い間いびつな価格がまかり通ってきました。つまり、「ガソリンの価格を引き上げ、重油や灯油の価格を下げる」というものです。しかも、価格水準も全体としては海外の価格より高めに維持されてきたのです。

日本はまだまだ不自由

この法律は1996年3月に廃止されましたが、その後も石油製品はほとんど輸入されています。一時、大手商社などがガソリンの輸入に動きましたが、最終的には自分の系列の販売店に売るのでなく、大手石油元売りに転売されてしまったのです。

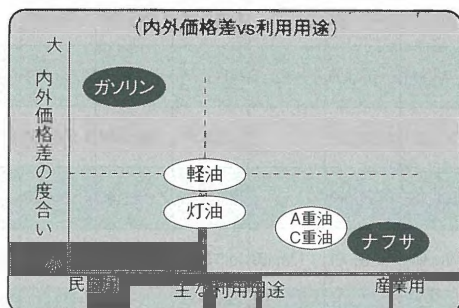
特石法の廃止でガソリン価格は若干、下がりましたが、相変わらず地域間格差は大きく、しかも透明度に欠け、公正な価格かどうかは外部からはうかがいしれません。

だが、日本にガソリンなど石油製品の先物取引が始まったらどうでしょうか。そこでは多数の売り手と買い手が集まって価格が決まります。もし、需給からみて高過ぎるとみる人が多ければ価格は下がりますし、逆に安過ぎると思う人が多ければ買い手が増えて価格は上がります。ここでは一部の企業が価格操作をしようとしても不可能です。

そればかりではありません。もし、海外相場より高ければ、内外から売り物が入って、価格は下がりますし、逆に安ければ買い物が入って上がります。その結果、世界の石油価格とほぼ同水準になるのです。

しかも、為替相場も即座に反映します。円高になればその分、価格が下がりますし、円安になれば上がります。そこには行政当局や元売りの介入する余地はまったくないのです。

内外価格差の度合い



資料提供：東京工業品取引所

いま、世界は共通の土俵で競争する時代に入りました。これを「グローバル・スタンダード（世界標準）」といっています。各国独自のローカル・スタンダードばかりだと、貿易もうまくいかず、世界の経済発展の阻害要因になります。そこで、同じ基準で取引し、差別をなくして世界中が「共存共栄」しようというものです。

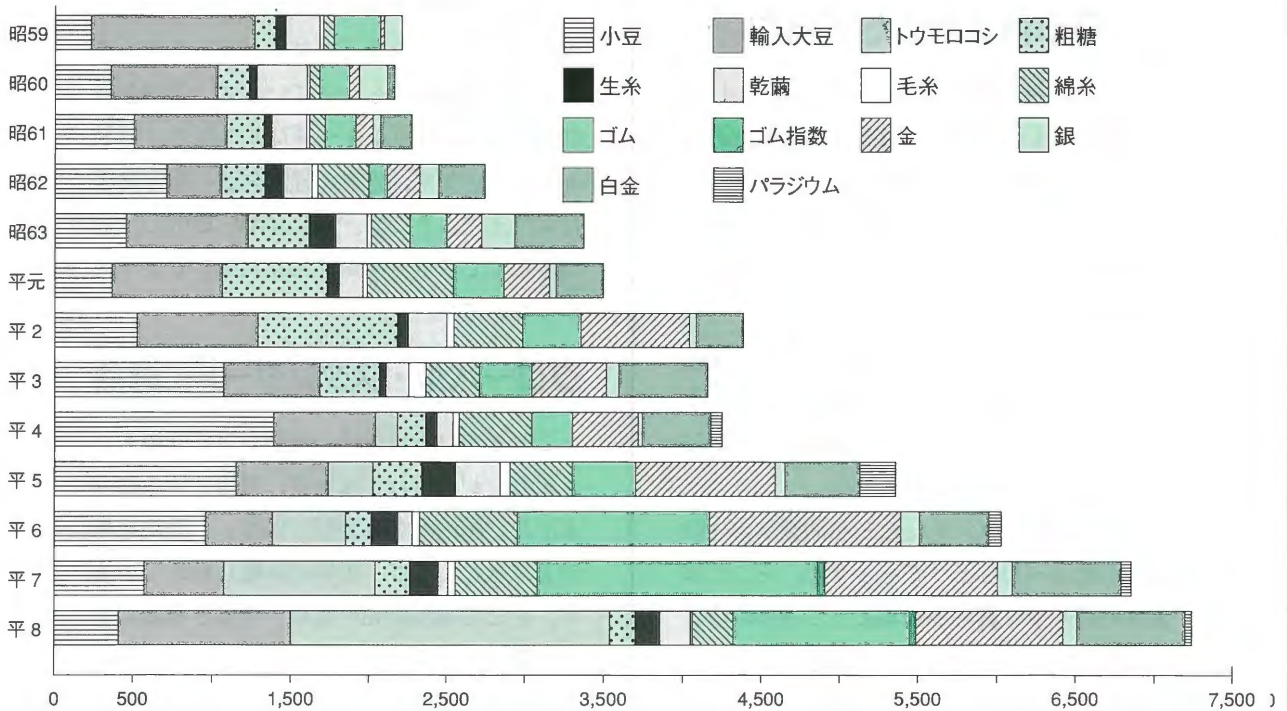
グローバル・スタンダードに適合

これまで日本は各種の規制の下で発展してきましたが、それでは世界に通用しなくなりました。国内産業を規制で保護し、輸出を増やしてきたことで、世界が非難し始めています。そこで規制緩和を進め、世界と共通の土俵で勝負しようとしています。そのひとつの現れが金融ビッグバンなのです。なかでも商品先物取引は世界中で行われ、最も透明度が高く、しかも公正な価格が形成されるとして世界中でその取引を振興しようとの動きが高まっています。いま商品取引所を育成しようという国はタイ、マレーシア、インドネシア、台湾、韓国から中国、ロシアなどにまで広がっています。

日本も商品先物取引を国を挙げて、強化するよう取り組み始めました。その試金石になりそうなのがガソリンなど石油製品です。ガソリンが上場され、世界に通用する新しい価格体系が定着すれば、日本経済はグローバル・スタンダードにそって動くようになるのです。ガソリンの取引は透明化され、輸出入も実質的に自由になり、国民生活の向上に、経済の活性化に大きな役割を果たすようになるでしょう。

いま、東京工業品取引所では1999年をメドにガソリンを上場しようと動いています。難問はまだ数多くありますが、是非、成功して欲しいものです。

◎国内上場商品出来高の推移(単位：万枚)



◎主要上場商品の出来高推移(暦年、単位：枚)

上場商品 年	農産物			砂糖	繭糸		毛	綿	コ	ゴム	貴金属			
	小豆	輸入大豆	トウモロコシ	粗糖	生糸	乾繭	糸	糸	ム	指数	金	銀	白金	パラジウム
昭和60年	3,467,535	6,747,104		1,887,239	510,403	3,452,044	158,899	569,190	2,104,253		547,777	1,838,488	610,423	
昭和61年	5,062,265	5,893,715		2,409,661	328,070	2,322,848	232,650	894,516	2,198,033		1,030,438	706,455	2,163,147	
昭和62年	7,092,559	3,442,911		2,713,288	1,209,503	1,883,403	412,073	3,380,725	1,221,193		2,158,745	1,471,815	2,866,244	
昭和63年	4,601,881	7,553,129		4,141,389	1,726,731	2,183,644	302,578	2,580,794	2,397,950		2,038,400	2,802,428	4,470,380	
平成元年	3,684,654	6,976,893		6,704,238	743,974	1,685,882	293,156	5,632,457	3,451,032		2,686,684	643,891	3,024,272	
平成2年	5,281,188	7,566,744		9,213,193	821,082	2,488,100	456,136	4,404,128	3,691,843		6,873,304	504,332	3,269,222	
平成3年	10,549,355	6,434,261		3,777,658	482,065	1,608,203	1,003,009	3,534,160	3,541,630		4,567,630	1,057,598	5,403,586	
平成4年	13,940,933	7,383,510	827,310	1,928,187	605,065	1,011,539	449,466	4,772,478	2,518,495		4,193,775	231,884	4,631,724	404,091
平成5年	11,426,109	6,744,717	2,340,414	3,262,189	2,199,855	2,848,768	636,682	3,911,221	4,248,292		8,764,441	661,452	4,982,480	2,275,843
平成6年	9,706,491	4,338,188	4,762,432	1,885,614	1,693,858	964,536	890,713	6,608,188	11,865,764		12,481,035	1,042,185	4,551,406	774,284
平成7年	5,923,112	4,858,223	9,789,851	2,022,023	1,848,016	932,120	126,743	5,404,982	18,098,721	173,409	10,945,134	1,440,297	5,975,872	629,034
平成8年	4,130,643	10,893,994	20,361,302	1,823,078	1,541,629	2,087,239	52,791	2,534,942	11,318,536	373,879	9,510,941	752,985	6,885,464	434,163

ア	(株)アイメックス	〒103 東京都中央区日本橋人形町1-7-7	☎03-3662-9211
	(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	石橋生線(株)	〒231 横浜市中区山下町1	☎045-641-7161
	伊藤忠フューチャーズ(株)	〒107 東京都港区赤坂2-17-22	☎03-5562-6818
エ	エース交易(株)	〒106 東京都港区六本木1-9-9	☎03-3587-4649
	エグチフューチャーズ(株)	〒461 名古屋市中区栄3-17-9	☎052-931-0111
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
	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
	オムニコ(株)	〒104 東京都中央区銀座1-20-14	☎03-3564-8121
	オリエント貿易(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薬町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
	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薬町1-2-7	☎03-3666-7321
キ	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	榴田(株)	〒450 名古屋市中村区名駅南1-7-9	☎052-551-8211
	グローバリー(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
	(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
	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前2-9-1	☎092-472-2191
	(株)小林洋行	〒103 東京都中央区日本橋蛸薬町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
	(株)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3-14-30	☎052-981-3571
	三菱商事(株)	〒103 東京都中央区日本橋蛸薬町2-13-6	☎03-5640-5600
サ	(株)三喜商会	〒750 下関市南部町7-9	☎0832-22-2218
	三貴商事(株)	〒103 東京都中央区東日本橋1-5-6	☎03-5820-1111
	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薬町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
	(株)三忠	〒135 東京都江東区佐賀1-11-3	☎03-3643-5600
	(株)三富商店	〒650 神戸市中央区三宮町1-1-1	☎078-331-2525
	(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	上毛惣菜(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
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
	ゼネコム(株)	〒541 大阪市中央区高麗橋1-5-11	☎06-202-6111
	セントラル商事(株)	〒103 東京都中央区日本橋蛸薬町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小網町17-17	☎03-3668-1451
	大雄社先物(株)	〒163-02 東京都新宿区西新宿2-6-1	☎03-3343-6601
	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
	(株)たかま	〒451 名古屋市中区新道1-26-12	☎052-451-5977
	チュウオー(株)	〒460 名古屋市中区栄3-21-23	☎052-263-3211
チ	(株)筒井商店	〒650 神戸市中央区浪花町59	☎078-331-7385
ツ	土井商事(株)	〒460 名古屋市中区栄2-8-5	☎052-201-2101

商品取引所法に基づく商品取引員121社

	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
	(株)トーマン	〒107	東京都港区赤坂2-14-27	☎03-3588-6977
ナ	(株)トレックス	〒461	名古屋市東区東桜1-9-26	☎052-951-6751
	(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
ニ	(株)成岡商店	〒111	東京都台東区浅草2-3-61	☎03-3843-6911
	(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
	日商岩井フューチャーズ(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬町1-39-5	☎03-3666-7400
	日進貿易(株)	〒060	札幌市中央区北一条西3-3-27	☎011-218-5400
	日本アクロス(株)	〒541	大阪市中央区南本町2-6-12	☎06-252-1161
	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
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
	丸楓(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
	マルノ(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
	ミロン貿易(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
	山前商事(株)	〒105	東京都港区浜松町2-2-12	☎03-5403-1811
	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薬町1-16-12	☎03-3667-5211
ワ	和洗フューチャーズ(株)	〒541	大阪市中央区久太郎町1-9-26	☎06-271-1666

以上121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)

企画部広報課

住所 東京都中央区日本橋小網町9-4

日商協ビルディング 〒103

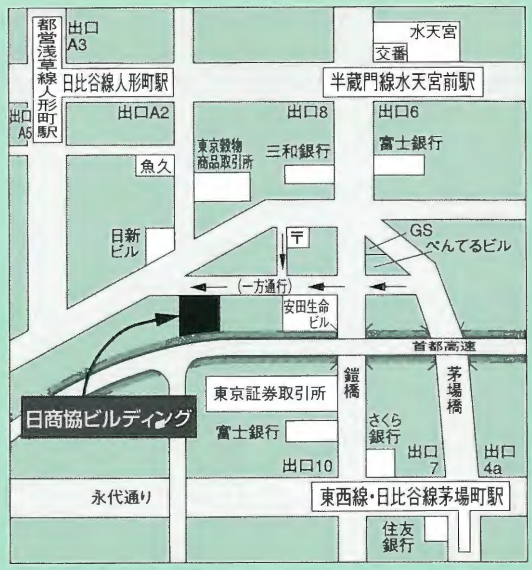
電話 03-3664-4734(ダイヤルイン)

■開室時間

月曜日～金曜日 AM 9:10～12:00

PM 1:00～4:50

※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 XVII 1997

発行 1997年7月

定価 635円 (本体価格のみ、消費税別途)

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)5295-6230 FAX (03)5295-6220

編集協力 (株)市場経済研究所／(株)日経スタッフ

FUTURES REPORT

社団法人 **日本商品取引員協会**
THE COMMODITY FUTURES ASSOCIATION OF JAPAN
〒103 東京都中央区日本橋小網町9-4 TEL.03(3664)4731(代)