

ヘッジ需要が増加

国内商品先物市場

日本経済新聞社
商品部次長

竹内 敏

商品先物市場には、様々な性格の資金が入っています。ディーリング、アービトラージ、スペキュレーション、納会前のスクイーズ……。その中でも、現物市場とのつながりが大きく、価格形成の客観性を高め、市場の厚みを支えているのが、ヘッジ（保険つなぎ）資金です。海外市場価格の変動が激しく、大きなリスクにさらされている商社や、国内での先行きの販売価格を確定したい卸会社などが積極的に活用しています。

輸入契約と同時につなく

貴金属のヘッジ取引の事例を見てみましょう。プラチナ（白金）などで見られるのは、商社がロシアなどと地金の輸入契約を結ぶと同時に、東京工業品取引所（東工取）の白金をヘッジ売りすることです。現物を引き取り、在庫しておく期間中に白金が値下がりするリスクを回避するためです。あるいは、触媒メーカーなど大口需要家との間で売買契約を結ぶと同時に、東工取で買いヘッジをかけます。売値を確定してしまった後に国際相場が高騰し、買値が上がってしまうのを避ける措置です。

パラジウムでも昨年後半から日本の商社や海外のトレーダーが同様のヘッジ取引を膨ら

ませていましたが、これは現物の売買契約に裏打ちされたものばかりでなく、将来の値上がり用に備えた「ヘッジ名目の投機買い」が相当含まれていました。東工取は商社に対し、ヘッジ玉との申告があれば無制限に玉を建てさせていましたが、これが今年2月の市場破たんの背景となったとの認識から、現在はヘッジであっても売買を認めていません。「ヘッジ」の実態を厳密につかむのは難しい作業です。

ヘッジ売りが下げ材料？

農産物では大豆の例を見てみましょう。仕入れた現物が売れ残ってしまうリスクをヘッジするために、問屋や一部商社などが東京穀物商品取引所（東穀取）などの大豆先物を売っておくケースが目立ちます。大豆先物は現物に比べて1トン当たり5,000円ほど安いので、問屋とすれば、できることなら全量を現物で売りさばきたいところです。それでも、先物で限月ごとに売りポジションを持ち、納会で渡せるようにしておけば、少なくとも売れ残った商品に倉庫保管料を費やすリスクを軽減できます。

もっとも、問屋の売りヘッジが納会での渡し物を膨らませやすいため、慢性的に受け手

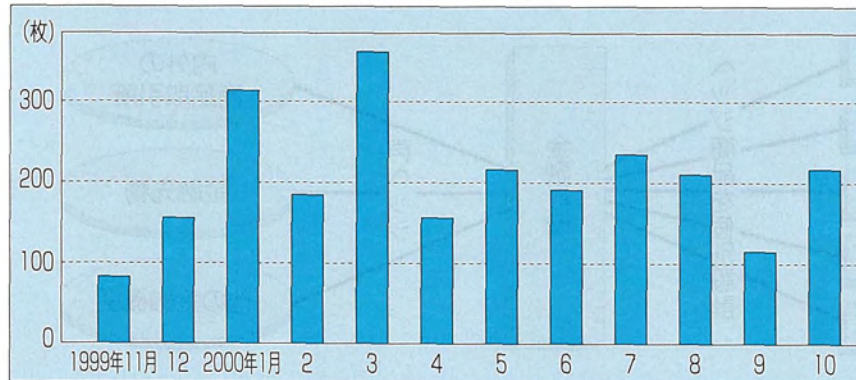
が不足しがちで、先物相場には下げ材料になる、との指摘も根強いものがあります。特に、今年5月に上場した遺伝子非組み換え(Non-GMO)大豆は品質の高い現物に対して、先物供用品の低評価が目立っているだけに、ヘッジ玉の動きが相場に少なからぬ影響を与える側面も否定できません。今年12月物の最初の納会が注目されるゆえんです。

需要にマッチした売り

ガソリン、灯油も石油業界のヘッジニーズを吸い上げやすい商品です。燃料商社が中部商品取引所(中部商取)のガソリン、灯油価格を高いと見て売っておけば先行きの値下がりにも備え、とりあえず売値を確定できます。取引単位が20キロリットルと小さな中部商取は、特に中小の特約店に使い勝手がよいといえます。今年7月以降、灯油の受け渡し枚数が100枚を超えているのは、そんな需要にマッチしているためです。もちろん買い手にしても、将来の値上がりにも備えて灯油などの買いヘッジをかけておけば、購入コストをあらかじめ確定できます。

来年5月に上場が予定される東工取の原油は、さらに多くの業界にヘッジ手段を提供しそうです。国内の石油製品は日本が輸入する

東工取の灯油受け渡し枚数(申告受け渡し含む)



企業のリスクヘッジニーズに商品取引所はどこまで応えられるか (日本経済新聞社提供)

中東産原油の代表ドバイとオマーンに、また、石油化学製品の多くは原油価格との連動性が高いナフサをもとに値決めしています。石油元売りは原油の先高観が強い時にヘッジ買いをしておけば、調達コストを確定できます。原油高騰時に売却益が見込め、製品価格の転嫁値上げが遅れた場合の収益低下を補える面

もつとも、産業界のヘッジニーズを満たし

てくれるのは、何も商品先物市場だけではありません。天候デリバティブ(金融派生商品)の登場に見られるように、むしろ先物市場がこれまでの法律や行政の壁に阻まれて取り扱う

ことのできなかった「新商品」に、他の金融機関や取引所が関心を寄せています。リスクのあるところには、常にヘッジ手段が提供されます。ヘッジ商品に商機があると見れば、それは金融・証券・商品の業態の垣根を超えた開発・販売競争をもたらすはずで、リスクヘッジ商品を展望する際に、商品先物市場だけを見ていては、大きな流れを見誤ることになりかねません。

野村、気温債券を発売

例えば、今年7月、野村証券が発表した「気温債券」の商品化。国内有数の小豆産地、北海道・十勝地区を対象に、5月（作付け）から9月（収穫）までの平均気温が15℃より低くなるほど表面利率が上昇し、15℃以上なら利率がゼロになるよう設計しました。

気温が下がれば小豆の収穫量が落ち、値上がりする傾向があるため、原料小豆の仕入れコスト上昇を避けたい和菓子メーカーなどにニーズがあるとの判断です。これは、必ずしも東穀取の小豆先物を使わなくても、小豆の価格変動リスクに対するヘッジ商品の提供が可能であることを示しています。冷夏や暖冬で大きな損失を被りかねない商品やサービスの業種は幅広いものがあります。こうした企業向

企業のリスクヘッジを目的とする石油製品デリバティブのイメージ

けに、損害保険各社が気温の上下に備えた保険商品を相次ぎ発売するのは何ら不思議なことではありません。

原油でも外資が動く

原油についても、東工取の上場を待たずに外資系金融機関などが店頭（OTC）デリバティブと呼ぶ商品の開発に動いています。例えば、航空会社のジェット燃料、石化メーカーのナフサ、海運会社の船用C重油など、企業ごとに抱えるそれぞれのリスクを分析し、オーダーメイドでキメ細かく設計したヘッジ契約がそれです。先物やオプション、スワップなどの手法を組み合わせ、提供企業が関連市場に再ヘッジをかける仕組みです。手数料は一般に割高となりますが、単なる先物取引より高いヘッジ効果を見込めると見る関係者は多くいます。

規制緩和とネット社会の到来、市場化、グローバル化のうねりは、より多くの企業をより多様なリスクの渦に巻き込んでいます。リスクヘッジは原料コストを抑えようという単に購買部門の問題ではなく、経営問題そのものに変質しつつあります。こうしたヘッジニーズをどう取り込んでいくか、商品先物市場の知恵と柔軟性が問われることでしょう。

