

海外では先物市場をこう利用

[金] ヘッジ量の幅は上下400トン以上
オプション使い、上昇時も利益確保

WGC日韓地域代表 豊島逸夫

先物市場をヘッジに使おうという動きが日本でも徐々に高まってきました。それでは先物取引が広く普及している海外ではどうなのでしょう。"金"を例にとってその実態を見てみましょう。

カギを握るヘッジ売り

いま、欧米では鉱山のヘッジ売りが金価格を見る上でのポイントになっています。図1を見てください。これは鉱山会社のヘッジ売りの量を表していますが、非常にドラマチックな動きを示しています。まず1999年前半は金市場が大量公的売却のうわさに揺れ、先行き悲観論が頂点に達し、鉱山会社もわれ先にヘッジ売りに走りました。その結果、ヘッジ量も332トンに達したのです。

ところが99年9月末のワシントン協定を境に様相は一変します。価格が250ドル台から340ドル台にまで急騰するに及び、それまでの大量ヘッジがすべて裏目に出る結果になったのです。"先物で安く売すぎた"との反省ムードが強まり、さらに、先物のヘッジ売り契約にかかわる"追証"を払えず、経営不安に陥るところも出る始末でした。既存ヘッジ売りの買い手仕舞いも集中し、99年後半のヘッジ量は165トンに急減。さらにこの傾向

は今年前半にも加速され、大手鉱山会社が相次いで新規ヘッジ凍結方針を打ち出しました。そんな中、ヘッジ量はなんとマイナス84トンと6年ぶりに、ヘッジのバイバックが新規を上回る事態となったのです。なお、本年4月以降はリースレートの低下、豪ドル、南アフリカのランドの急落により、再びヘッジが復活の兆しを見せていますが、本年後半はプラス60トン程度にとどまると見られます。

このようにヘッジ量は短期間に大きく振れ、その幅は400トン以上、つまり、あの欧州中央銀行の売却に匹敵するマグニチュードを持っているのです。ただ、最近ではそのトレンドの方向性は減少、すなわち価格を支える効果を示しています。

ヘッジの総計は4,482トン

次にヘッジの実態をもっと明らかにしましょう。まず、ヘッジ手段について見てみます。図2が99年末時点でのヘッジ手段の内訳です。

総計は4,482トンで、最も一般的な先物(forward)に次いで各種オプションが並んでいます。近年は相場上昇のメリットをみすみす放棄する結果になる先物の売りより、多少コストがかかってもオプションを選択し、

プットオプションのコストをコールオプションの売りで調達するいわゆるデルタヘッジが多用されるようになっていきます。

また、コールオプションの買いも、特に価格上昇見通しが強まった昨年後半に急増しました。既存のヘッジ売り契約をバイバックせずに維持する一方、価格急騰に備え、買い戻し価格を確保しておく手段として使われたのです。

先物とオプションの中間に位置するのが、spot deferredと呼ばれるハイブリッド商品です。先物のように価格をフィックス(固定)しない、変動レート契約ですが、オプションコストはかかりません。ただ、各種ハイブリッドは、いずれも昨年9月以来の急騰局面でかなりの損を出す結果となり、最も単純という意味でバニラと呼ばれる、先物への回帰現象も見られます。

期間は8割が5年未満

次にヘッジ契約の期間です。最長15年までありますが、その8割は5年未満です。このことは、もし大手鉱山の新規ヘッジ凍結策が維持され、満期を迎えたヘッジが継続されなければ、早晚、既存のヘッジ量は激減するこ

とを意味しています。

地域別では、北米、オーストラリア(豪州)、南アフリカが御三家とあってよいでしょう。しかし、地域特性はかなり対照的です。90年代は豪州がヘッジ市場を席捲しました。露天掘りに近い、浅く低品位のしかも寿命の短い鉱脈が特徴の豪州は、大胆でアグレッシブなヘッジを展開しました。ただ、ここにきて豪鉱山業界の統合が進み、さらに鉱脈の寿命も徐々に終わりに近づくにしたがい、今後はかなりおとなしくなりそうです。

一方、南アフリカの鉱山はヘッジに関してはかなり晩生(おくて)でしたが、近年、他地域並みに追いついてきました。ただ、豪州とは対照的に長期的な資源の計画的利用を考えているので、秩序立ったヘッジ行動パターンが特徴です。

最後に見逃せないのが金鉱山統合の流れとその結果としての巨大鉱山グループの誕生です。必要な資金調達量が巨額になり、欧米の機関投資家に株主になってもらうには、株主本位の経営が不可欠となってきました。その株主の多くは金鉱株をすなわち金投資と考え、金価格上昇のうまみを期待しています。そこで、今後はオプションの活用が再び注目されるそうです。

