

世界の流れに乗り遅れるな

日本経済新聞社編集局商品部長 宮本寿昭

原油、石油製品を筆頭に原材料の価格が国内外で軒並み高騰し、コモディティー（商品）の時代が復活しました。原材料を取引する商品先物市場に世界の目が向いています。原材料を扱う流通業者や、それを加工して製品をつくるメーカーだけではありません。資金運用の場として個人投資家や機関投資家も注目するようになりました。こうした世界の流れに日本の先物市場は乗り遅れていないでしょうか。先物の機能を改めて分析し、日本市場が機能しているのかを探ってみましょう。

価格急騰に苦慮する企業

価格急騰に最も苦慮しているのは流通業者やメーカーです。コスト上昇を販売価格に転嫁できれば問題はないのですが、買い手も値上げを簡単には受け入れてくれません。手をこまぬいては採算が悪化する一方ですから、何らかの対策を取らなければなりません。そこで注目されるのが先物のヘッジ（保険つなぎ）機能です。

先物は将来の価格を事前に契約する取引です。実際に現物を持っていなくても、買ったたり売ったりすることができます。ヘッジの一例を示してみましょう。あるメーカーが「原材料価格は先行き上昇する」と予想したとしましょう。ヘッジするには、先物市場で買いを入れます。予想通りに値上がりすれば反対

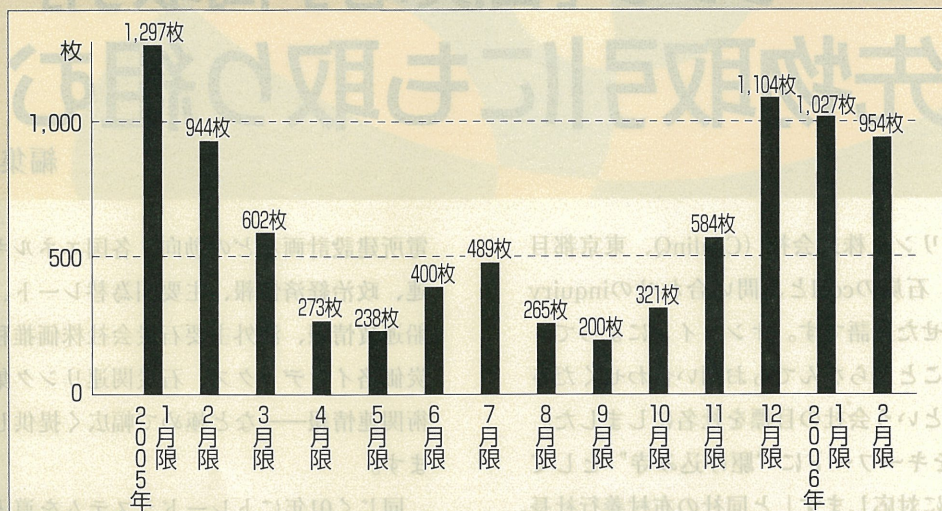
売りの売りで決済して、先物取引で利益を得ることができます。現物価格も上がるので、ここでは高い原料を買うこととなりますが、先物の利益が現物の値上がり分を補ってくれます。予想に反して値下がりした場合には、先物で損失が発生しますが、現物価格も下がるので、損失を穴埋めします。ヘッジは価格がどちらに動いてもリスクを限定してくれるわけです。

世界の航空会社は原油高に伴う燃料価格の高騰に直面しています。欧米の金融機関などが参加する店頭市場でヘッジをしています。その結果が業績の格差につながるほどです。航空会社の事例はヘッジの重要性を示し、先物市場が持つヘッジ機能がいま、注目されているのです。東京穀物商品取引所と関西商品取引所が生産者団体の反対を覚悟のうでコメ先物の上場申請を農林水産省にしたのも、「価格変動リスクを回避したい」という流通業者の声があったからです。

当業者と呼ばれる現物を実際に扱う流通業者やメーカーとは違う視点から先物市場をみつめているのは、投資マネーです。欧米では複数の商品の価格から算出する商品価格指数に連動するインデックス型ファンドが急成長しています。その運用残高は700億ドルに達し、2年間で5倍に膨らんだといわれています。

商品価格の長期上昇を見込んで、買いを長い期間にわたって維持する投資手法が一般的

東京工業品取引所の灯油受け渡し枚数（納会受け渡しと申告受け渡しの合計）



です。インデックス型ファンドには年金基金なども投資するようになり、欧米の投資家層の厚みが増えています。

欧米の機関投資家の目が商品に向いているのは、商品の値動きと株式や債券相場との相関性が薄いためです。機関投資家のポートフォリオは株式、債券に偏り、相場が下がれば資産の急落リスクを抱えていました。商品はそのリスクを軽減する代替投資先と着目されるようになったのです。

有効に機能する石油先物

当業者、投資家の求める機能が日本の商品先物市場では有効に機能しているのでしょうか。機能している例として、石油製品先物があります。先物では反対売買で差金決済せずに、現物を実際に受け渡すことも可能です。

大量の現物を受け渡しするので、当業者が先物市場に参加しているかどうかの目安にな

ります。灯油価格が急騰し、東京工業品取引所の灯油受け渡し枚数は2005年12月限、2006年1月限とも1,000枚を突破しました。現物市場での流通量が細り、燃料商社やガソリンスタンドが先物を調達手段として活用したからです。中部商品取引所でも同様の傾向がみられ、石油製品先物は完全とはいえなくても、機能しています。

機能不全の市場も少なくありません。市場参加者が極端に少なく、売買希望者がいても取引が成立しないような市場がいくつかあります。これでは当業者、投資家のニーズは満たせません。

市場が機能する大前提は流動性、言い換えれば取引の厚みです。1つの見方に偏らない多様な参加者がいてこそ、ヘッジ機能も価格形成機能も発揮されます。資産運用の場としての機能も働いてきます。こうした市場がいくつか形成されていけば、日本の商品先物市場が持つ機能も見直されるのではないのでしょうか。