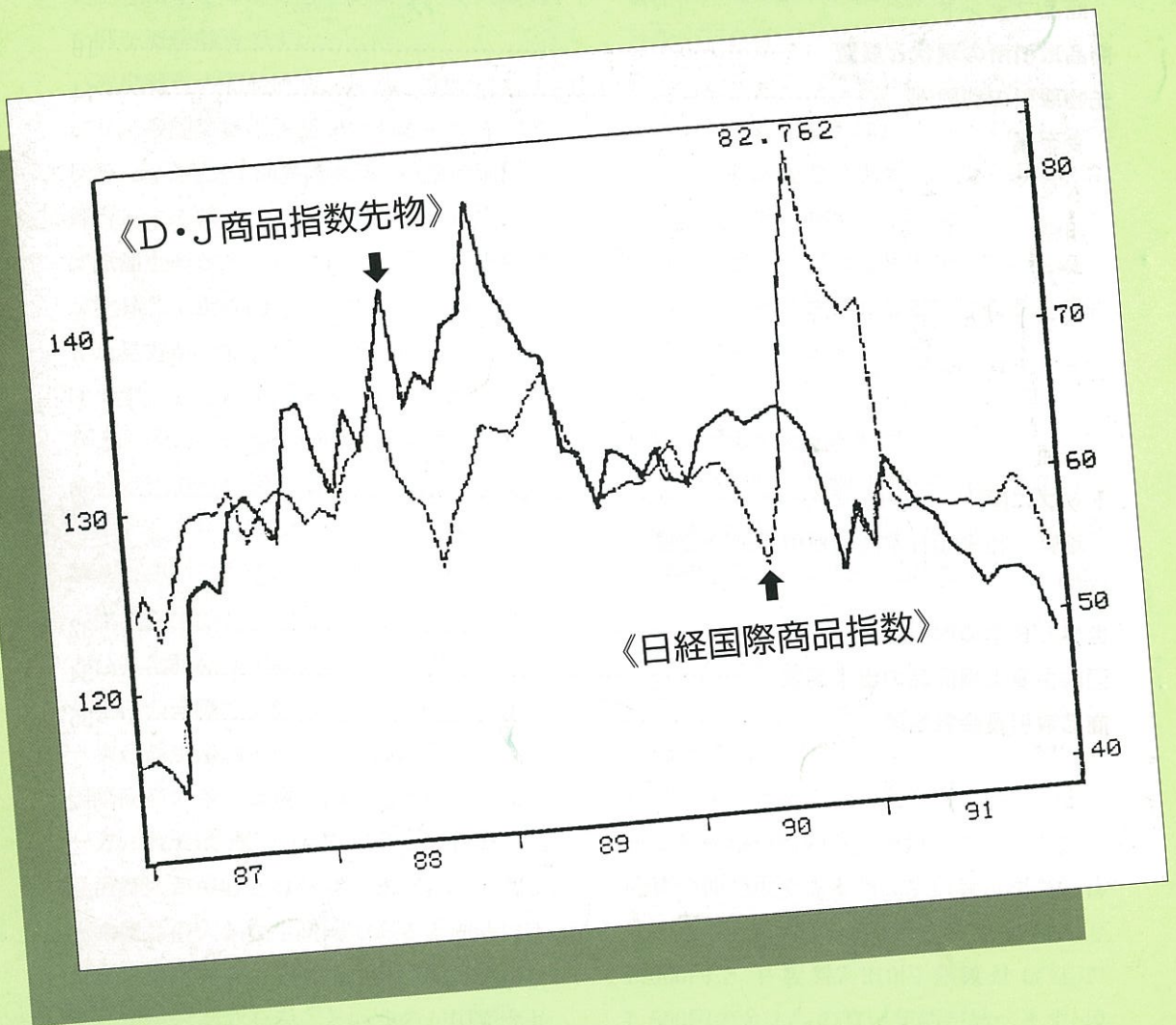


# フューチャーズ リポート'92

## ゴールド リポート 特別号



# フューチャーズリポート '92 目次

いまなぜ「先物」か .....	1
商品取引所の役割 .....	3
リスクヘッジ	
公正な価格形成	
流通の円滑化	
商品ファンド	
商品取引所の現状と展望 .....	10
先物取引の利用例 .....	14
貴金属	
大豆	
粗糖	
ゴム	
パラジウム	
トウモロコシ	
アルミ	
原油	
トップに聞く .....	30
堀野 和夫(株)日本商品取引員協会会長	
[付表]	
世界と日本の取引所 .....	32
国内主要上場商品の出来高表 .....	34
商品取引員会社名簿 .....	35

# いまなぜ「先物」か

## 二つの機能を実証

湾岸戦争で始まり、ソ連邦の消滅で終わった1991年は文字通り歴史に印される年でした。と同時に91年はまた「先物＝さきもの」の持つ二つの大きな機能をはっきりと実証した年だったともいえます。その最適な例が湾岸戦争です。

湾岸戦争の開始直後、原油、金がはね上がり、多国籍軍の圧勝が伝わるとすぐに急反落しました。「世界の油田、中東産油国を舞台とする戦乱」とあって、戦火が広がれば原油生産がストップし、エネルギー価格が上昇して世界的にインフレになる。こうした見方から原油と金がともに買われたわけです。ところが、多国籍軍の圧勝が伝わると、インフレ懸念が市場から消え、原油、金とも値上がり分を帳消しにした以上に値下がりしました。まさに、先物が世界の需給を的確に映し出したといえましょう。

原油、金はもちろん、砂糖、大豆、ゴムといった商品は需要と供給が世界的な広がりを持つ国際的な商品（国際商品）です。一次産品生産国ということばがあるように国際商品の多くは途上国が生産しています。一方、需要はEC、日本、NIES（新興工業経済群）が中心となっています。この間に、一次産品の大きな生産国であると同時に大きな需要国でもある米国、中国、CIS（旧ソ連）がからんでくる、というのが国際商品の世界地図です。先物取引の対象となる商

品は世界の需給を反映して価格が動く国際商品です。逆にいえば国際商品の取引は先物市場で形成される価格によって左右されているといっても過言ではありません。

先物とは現物（げんぶつ）に対比した言葉です。現物取引とは現金と引き換えに金（きん）を買うとか、金を持参して現金を引き取るとかいった具合に実際の商品と現金の引き換えを基本にしています。もちろん、実際の商売では現金ではなく手形が介在したりして、必ずしも現物と現金による即時決済ばかりではありませんが、実際に商品がやりとりされることでは両者、共通しています。

## 小さな担保で大きな取引

これに対し、先物は1ヵ月後、半年後あるいは1年後といった将来に現物と現金を引き換える約束に基づく取引です。その時点、時点で先行きの価格をあらかじめ予想して行なう取引です。

例えば3ヵ月後に金は1<sup>2</sup>1,500円から1,800円に上がると思えば、まず買い契約を結びます。日本の貴金属先物市場である東京工業品取引所の取引単位は1<sup>3</sup>です。売買の仲介役である商品取引員（商品先物取引会社）に担保に相当する証拠金8万1,000円と手数料7,310円を渡せば1<sup>2</sup>1,500円の金1<sup>3</sup>の買い契約が結べます。現物の場合、150万円（現物でも先物取引の約

3倍の手数料が加算されます)を用意しなければなりません。

1<sup>ク</sup>1,500円の金が1,800円に上がるとその差300円が利益となります。手数料を除外して単純に計算すれば、先物と現物はともに1<sup>ク</sup>で30万円の利益になります。大きな違いは現物では150万円の資金を投じたのに比べ、先物では8万1,000円の証拠金で済むということです。この額は総代金150万円の5.4%にしか当たりません。「小さな担保で、大きな取引」——商品先物の特徴のひとつはこの資金効率の高さにあります。

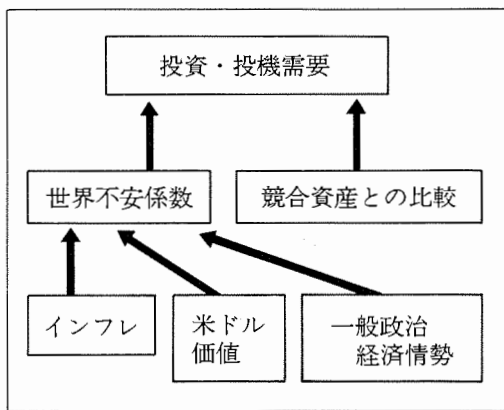
もっとも1<sup>ク</sup>1,500円の金が予想に反して下がった時はどうでしょうか。1<sup>ク</sup>当たりで8万1,000円の半分以上下がった時点で、買い契約を結んだ人は、追加の担保(証拠金)を差し入れなければ自動的に買った分を売られてしまいます。どんどん下がる場合、売り処分をしない限り、追加の担保がぐんぐんかさみます。収益性の高さの裏側には危険性の高さがあるわけです。

### 多くの見方が価格に反映

1<sup>ク</sup>1,500円の金が1,200円に下がると思えば、1,500円で売り契約を結んで、値下がりした時点で買い戻せば、その差額、1<sup>ク</sup>当たり30万円が利益となります。見込みに反して値上がりすると損が大きくなるのは買い契約の場合と全く同じです。現物では「買う」か、「買った商品を売る」か、いずれにしても買いが基本になっています。これに対し先物のはじめから「買い」と「売り」の二つの道があるといえましょう。

図は米国の投資会社が、国際商品の代表

である金について直接の需給要因以外のどんな要因を手がかりにして動くか、言い換えると投資・投機はどのような要因を考慮して動くかを整理したものです。湾岸戦争の時の激しい値動きは「値上がりする」「値下がりする」という多くの見方がぶつかり、かさなり合って、その時点、時点での価格が刻々と決められたからにはほかなりません。



ソ連の消滅にはいろいろな背景があります。ただ、中央が統制する価格がまかり通り、国際的な価格から国内価格が遮断されてきたはずみが一気に表面化したことは否定できません。永年、需給によって決まる競争価格とは無縁だった社会のとがめが露呈した結果といえましょう。

先物取引には先行きの価格の変化に応じて、あらかじめ手を打つことができる(ヘッジ・投資)機能とその時点、時点での国際的な需給を映した価格の決定(価格発見)という機能を中心に市場経済のエッセンスが盛り込まれています。変化への対応のシステムである先物取引は、大変化の年1991年の体験を踏まえ、広がりや厚みを加えようとしています。

# 商品取引所の役割

# リスクヘッジ

## 先物市場に保険をかける

ゴムの世界最大の先物市場は東京工業品取引所と神戸ゴム取引所のゴム先物です。1952年、東京と神戸のゴム輸入業者が、価格の変動によって生じる損失を互いにカバーしようと相談し合って設立しました。

ゴムを生産地であるタイやマレーシアで購入した場合、船で運んでくる間に値下がりすれば、日本に到着した時点では需要家には産地で仕入れた値段より安い価格でしか売れません。しかし、産地で仕入れると同時に、一定の量を先物市場で売っておき、実際に値下がりした時点で買い戻せば、その差は利益となります。

日本に到着したゴムの現物が値下がりして損を出しても、この現物の値下がり損を先物での値下がり益で埋めることができるわけです。この行為をヘッジ売り（保険つなぎの売り）といいます。上がった場合はどうでしょうか。先物の方は損失が出ますが、現物の値上がりでその損はカバーできます。いずれにしても損は出ないわけで「先物市場に保険をかけておく」という考え方です。

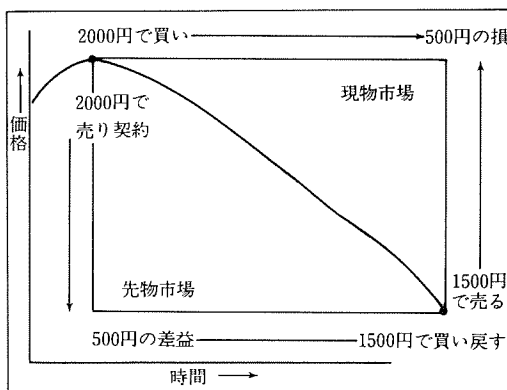
## 加工需要家の利用も

逆に、ゴムの加工需要家であるタイヤ、ホース、ゴム履物などのメーカーが、先行き下がるとみて原料ゴムの在庫を絞り込んでいたとします。ところが、見通しがはずれて逆に値上がりしたとすると仕入れ価格

が高くなり、“原料高の製品安”となって経営が圧迫されます。この場合も先物市場で買い契約を結んでおけば、先物での値上がり益で、ゴム現物の仕入れ値の高騰による損をしのごうことができます。これがヘッジ買い（保険つなぎの買い）という行為です。

## 価格の変動に対応

図1をみましょう。ヘッジ売りを単純化したものです。金、プラチナ（白金）などの貴金属を使ったジュエリーは日本人にとってこの10年余りの間にぐんと身近なものになりました。街を歩く女性の胸元に、指先に、また腕に、と貴金属ジュエリーが光っています。この貴金属ジュエリーの普及の先兵役となったのが、金やプラチナのチェーンです。なかでも世界の金の価格に連



動して価格が動く機械編み量産チェーンが中心になっています。

例えば、18金（金全量の24分の18が金）のチェーンでは加工賃が15%程度で、その時々金の地金（じがね＝原料）価格に連動して売られています。金の価格が1㊳2,000円とすれば、18金、10㊳の重量のチェーンは2万円、金価格が1,500円なら1万5,000円といった具合です。

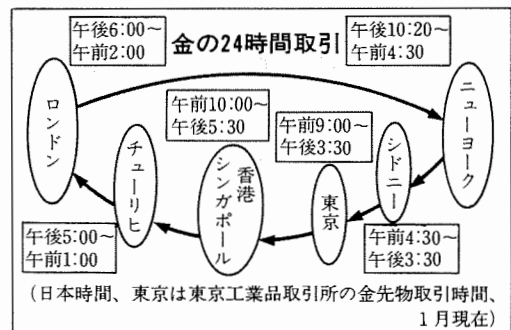
チェーンメーカーが金とか、プラチナを1㊳2,000円で仕入れたとします。製品に仕立て上げて1カ月後とか、2カ月後に市場に出した時、現物市場で金やプラチナの価格が1,500円に下がっていたら、これまで金やプラチナの時価に連動して貴金属チェーンを購入してきたお客さんは地金価格並みの1,500円（10㊳物なら1万5,000円）以上では買いを見送るはずで

す。貴金属チェーンメーカーが原料である地金を1㊳2,000円で仕入れると同時に先物市場で2,000円で売り契約を結んでおけば先物の値下がり利益が出て、原料の金を時価で購入したと同じことになり、問題は出ません。このように、先物市場を使えば現物の差損は先物の差益で埋め合わせることができ、「原料価格の下落が加工費に食い込んで赤字になる」といった危険を避けることができます。

### 確立した24時間取引体制

図2は世界の金取引の環を日本時間を基準にみたものです。東京をはさんでほぼ同じ取引時間帯にあるシドニーと香港・シンガポール市場、いわゆる極東金市場は80年

代を通じて一段と取引高が増加、厚味を加えました。シドニーに始まってニューヨークで終わり、そしてまた、シドニーにつながっていく。このような24時間取引体制が確立しています。この中で74年に発足したニューヨークと82年にスタートした東京という両先物市場の取引は増加傾向をたどって、世界をリードしています。ヘッジ機能が取引高を増やし、それがまた流動性を高めヘッジ機能を発揮させやすくなったといえます。



### 流動性の高まり必要

ゴムの例でみたように先物市場は生産・流通・加工にたずさわる業者がリスクヘッジの場として設計したものです。しかし、リスクヘッジ機能が生き生きと働くためには、価格変動から生じるリスクを引き受け、変動差益を求める投資・投機家の存在が欠かせません。取引の参加者が増え、取引高が増える一つまり流動性が高まること加里スクヘッジのためにも必要といえましょ

# 商品取引所の役割

# 公正な価格形成

## 激動する世界情勢

1991年は歴史上、ソ連邦解体・消滅の年という位置付けができればよい。旧ソ連は国際商品の需給地図の中で大きな地位を占めてきました。世界の先物市場で取引されている商品について、ソ連の位置付けを整理すると次のようになります。

〈供給＝売り手〉金、銀、プラチナ（白金）など貴金属、アルミ、ニッケル、鉛、亜鉛など非鉄金属、原油。

〈需要＝買い手〉小麦、トウモロコシ、大豆、砂糖、ココア、コーヒー、ゴム。

旧ソ連の生みの親であるレーニンはエッセイの中で、こう書き残しています。「金は資本主義の体制下でこそ必要不可欠だが、社会主義の世では不要となる。金は公衆便所の壁と床を覆うためにだけ使われる」、「ただ、その幸せな日が訪れるまで、ソ連は金のゲームを演じなければならない。最高値で金を売り、その大金で物資をできるだけ安く購入せよ。狼の間では狼のごとく吠えよ」。

旧ソ連は国際商品の巨大な売り手、買い手という役割に加え、うまい売り手、たくさんな買い手で通っていました。「突発的な高値局面で金を売り抜け、底値ゾーンで穀物を仕入れる」といった具合でした。国内では統制価格を採用しても、西側市場の中ではまさに狼のように動いてきました。

ペレストロイカ（改革）を掲げてゴルバ

チョフが登場した後も統制経済から市場経済への移行は進みませんでした。ヤミ経済が栄える中で売りおしめ、買いだめが横行し、モノ不足が増幅されていきました。深まる外貨不足の中で「高値を待って売る、安値を狙って買う」という商売上手の面影は消え失せました。90年～91年に安値に追いつくのをかけるような金、プラチナ、アルミなどの売却攻勢が目立ちました。91年秋には「金の貯えが底を尽く寸前」という政府高官のコメントが飛び出したほどです。

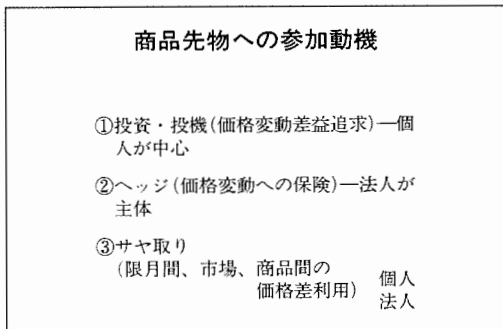
「安く仕入れて高く売る」のが商売の基本です。この基本を踏み外し、崩壊の道を足早にたどった90～91年のソ連の国際商品市場での振る舞いは「安く売って、高値でも買わざるを得ない」に終始したといえます。

## ソ連の売りで下がる

91年、国際商品がどの程度下がったかをエコノミスト商品指数（ドル建て、85年＝100）で見ましょう。12月初旬の指数は107.1と1年前に比べ8.7%のマイナスでした。下落率の大きいのは非鉄金属群で15.3%、次いで綿花、羊毛など非食品農畜産物の5.3%で、食料品は4.2%となっています。アルミ、ニッケルなどソ連の安売りが目立った非鉄金属の値下がり幅が大きく、ソ連がはずれ手当て買いに出るといった期待感がつきまとっていた食料品の下落は小幅にとどま

りました。世界的な景気停滞により需要の盛り上がりが欠けたのもさることながら、「ソ連は売れる商品をすべて市場に出す」という姿勢を市場は読み取ったことを、この値動きは示しています。

商品先物への参加の動機を整理してみると次の図のようになります。



### 高まる先物の役割

商品先物取引は古い歴史を持っています。日本では江戸の初期、米(コメ)商人たちが、天候次第でその収穫高が左右され、相場が乱高するため、「おちおち商売もできない」として先物のシステムを考案しました。世界最大の商品取引所であるシカゴ・ボード・オブ・トレード(CBOT)は米国産農産物の集散地であるシカゴの穀物商人が寄り集まって、天候に揺れる穀物相場の高下から生じるリスク(危険)を回避しようと設立しました。

91年10月末、来日したニューヨーク・マカンタイル・エクスチェンジ(NYMEX)のウィリアム・バーガー副会長は「NYMEXの原油を中心とするエネルギー先物の参加者の70%は石油会社、石油化

学メーカー、石油商品などの当業者(=直接その商品の生産、流通、加工などに携っている業者)で、残りの30%が投資・投機家です」と話していました。

いまも昔も、先物取引の利用者はまず当業者です。いってみれば「初めにリスクヘッジありき」です。

「生産して売る」、「仕入れて売る」。いずれにしてもまず売りが先行する当業者だけの取引では買いが売りに偏りがちになります。商品先物取引は商品取引員(商品先物取引会社)を通じてだれでも自由に参加できる仕組みです。米国では商品先物の参加者は医者や弁護士が多いといわれます。資産と経済知識を兼ね備えたすぐれたスペキュレーター(投資・投機家)はこうした当業者のリスクヘッジのいわば受け皿の役目を果たしています。

先行きの需給はどう変化するか、スペキュレーターは「明日の価格」を読んでいるわけです。91年秋、ソ連の原油生産の低下を伝えて、NYMEX原油が一段と上がりました。だが一方で、「ソ連は経済混乱に伴って国内需要も急低下し、その分売る余裕が生じる」というスペキュレーターの売りもできました。この売り手の読みはずばりの中し、91年末にかけ原油は下がりました。いろいろな見方がかみ合って「明日の価格」を発見する場である先物取引。新生ソ連、独立国家共同体(CIS)の行方いかんが92年も国際商品の大きな注目点になりましょう。と同時にCISがかつてのような商売上手に復帰できるかどうかCISの命運を握っているといえるのかも知りません。



# 商品取引所の役割

# 流通の円滑化

## 多彩極める参加者

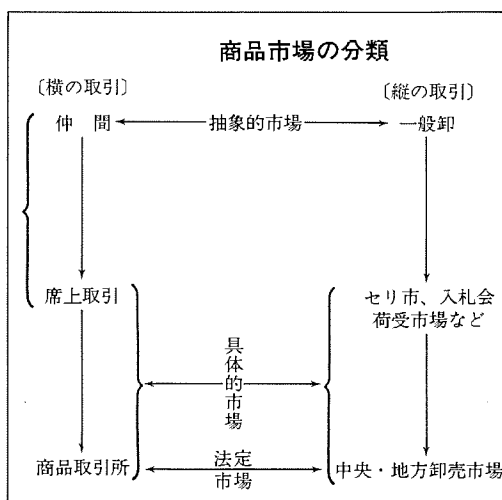
予想しにくいのはお天気と人の心とよくいわれます。先物取引の対象となる商品はお天気次第で相場が決まる農産物から、人の心次第で大きく揺れる国際政治・経済情勢によって世界の需給地図ががらりと変わる原油、非鉄金属、貴金属まで幅広いものがあります。お天気や人の心の変化から生じる価格の変動リスクから商売を守るヘッジ、変動中に利益を求め、明日の価格を模索するスペキュレーター、安値の市場で買い、高値の市場で売ってその価格差を得るサヤ（価格差）取り。先物取引の参加者は多彩を極めていきます。

## 転売自由な先物取引

自由主義を建て前とする経済社会では商品は普通、生産者→問屋（卸）→需要家という経路を通り、この中で売り手と買い手が互いに自由に相手を選択していきます。こうした商品の流れの中での選択は価格で調整されます。その折り合いを付ける場が商品市場です。

商品市場の分類図をみていただきましょう。商品市場とは商品の売りと買いが会って、値段が決まる場（ば）のことを指します。「国際市場で米国製自動車の競争力が落ちてきた」といった場合、市場は取引の場所があらかじめ具体的に決まっているわけではなく、世界で自動車を販売している

抽象的な市場です。それぞれ別の場所で個々に進められている売りと買いを一つの市場としてとらえています。



一方、一定の場所に実際に売り手と買い手が集まって取引を進める具体的な市場があります。縁日など特別の日に開かれる市（いち）、干しいたけの入札会（にゅうさつかい）、木材のセリ市などです。生鮮食料品を中心とする卸売市場もこの具体的市場の中のひとつですが、法律に基づいて特定の場所（施設）で一定のルールに従って取引する組織です。この組織化が最も進んだ市場が商品取引所であるといえます。

また、商品取引所は値段によって売り手が転じて買い手となり、買い手が転じて売り手となるのが自由に出来ます。いわば売り手と買い手が決まっている縦の取引で

はなく横の取引の場であることが大きな特徴といえましょう。

先物取引所とは将来の一定の時期、(半年なり1年先)に売り手は商品を渡し、買い手は商品を引き取る約束に基づき、その間に自由に売り契約を買い戻したり、買い契約を転売したりしてけりをつけることができる仕組みです。生産者、流通業者、加工需要家という直接、その商品にタッチしている当事者と先行きを予想して変動利益を追うスペキュレーターがそれぞれの立場から明日の価格を模索しています。

### 原料高・製品安を回避

その時点時点で明日の価格(先行きの値だん)が明示されているため、流通の円滑化に役立ちます。生産者は生産コストからみて明日の価格が高過ぎると思えば、生産予定物を売っておけばよいからです。この結果、生産計画が立てやすくなります。一方、加工需要家は製品価格からみて明日の価格が安過ぎると思えば、明日の価格で買い契約を結んでおけばよいのです。そうすれば、原料価格が製品化する時点ではね上がっていても原料高・製品安の赤字に苦しまなくとも済みます。(詳細はリスクヘッジの項を参照)

商品先物はもともと将来の値段を予想して取引する仕組みなので、値上がり予想が強まると、需給を基礎とした価格とはかけ離れた値段となることもあります。逆に先行き値下がりするという見方が多ければ、需給からは考えられない安値も出ます。だが、そうした揺れは結局一時的なものにと

どまります。例を砂糖と金でみてみましょう。

### 行き過ぎに3つのチェック

89~90年、ベルリンの壁が崩れたのをきっかけに東欧を民主化の波が洗いました。「東欧の改革は民生向上を呼ぶ。砂糖の需要が増え、金のジュエリーに食指が動く」。こんな予想から砂糖、金のはね上がりしました。実際はどうだったのでしょうか。東欧は外貨不足から値上がりした砂糖は買えず、失業への不安から金ジュエリーに手を伸ばすゆとりはなく、値上がりした金をみた産金業者が先物市場で売りに出ました。この結果、砂糖と金とともに値上がりは一時的なものにとどまり、値下がりしました。需給の枠組みを越えた値段は続かなかったよい例といえましょう。

上や下への値段の行き過ぎには3つのチェックが働きます。ひとつは上がれば需要が減り、供給が増え、下がれば需要が盛り返し、供給が減るという需給の大原則です。2番目が価格変動差益を求めるスペキュレーターが、この需給の大原則を踏まえ、大きく上がれば買い契約した分を転売し、大きく下がれば売り契約した分を買い戻すことです。最後が納会という制度です。先物は将来の一定時期に商品を受け渡しする約束の取引です。受け渡しは納会と呼びますが、その時点で高ければ渡される商品が多く、安ければ渡される商品が減ります。納会ごとに需給とのすり合わせが働くわけです。公正な価格形成はこの三つのチェックが“保証”しているともいえましょう。

# 商品取引所の役割

# 商品ファンド

## 増加する商品ファンド

「商品ファンドがシカゴのトウモロコシを買った」、「ニューヨークの原油は商品ファンドの売りで下がった」。米国の商品先物市場の上昇、下落のコメントには連日のように商品ファンドということばが聞かれます。ニューヨーク原油では原油の生産、精製、流通などに携わる当事者のヘッジが約70%、残りの約30%が価格変動による差益を追求している投機で、そのうち半分以上が商品ファンドといわれています。

数人の投資・投機家がこの人と見込んだ相場上手に資金を運用してもらう原始的なファンドはそれこそ商品先物の歴史とともにありました。1980年代に米国に登場し最も人気を集めたファンドは投資家の資金を数人のプロ、CTA（コモディティ・トレーダー・アドバイザー）が運用・収益を競い合う大型商品ファンドです。その合計資金規模で80年の5億ドルから91年には200億ドルに達したと推定されます。

この急成長の中心は組織化されたファンドで、パートナーシップ（日本でいえば合資会社、出資組合）の形をとっています。

## CTAの選定が勝負

損失を出資金だけ（リミテッドパートナー、投資家）に限った資金をプール、ファンドの設定・管理者であるCPO（コモディティ・プール・オペレーター）がジェネラ

ルパートナーとして無限責任を負います。商品ファンドのポイントはCPOが、いかに腕利きのCTAを選定するかにかかります。実際にどの商品を売るか買うかで勝負するのはCTAだからです。

CTAも人の子。相場の常勝將軍とはいきません。そこでCPOがたえずチェックの目を光らせています。それに多くのファンドは60~70%を国債などに投資、5~7年の設定期間が終了した後も元本だけは保証する形をとっています。残りの30~40%が先物で運用されているわけです。

## 資産多様化の時代に適合

商品先物はハイリスク・ハイリターンといういわば攻めの投資対象です。その商品先物を、パッケージとして組織した商品である商品ファンドが資産多様化時代に適合した守りの投資対象として見直されているといえましょう。

日本でも海外で設定されたファンドが88年以降販売され、91年末現在約2,000億円が投資されています。91年4月には商品ファンドの日本での制度化を旨とした「商品投資事業に係る事業の規制に関する法律」（商品ファンド法）が成立、92年5月には施行されます。

# 商品取引所の現状と展望

## 取引高は世界有数

「白金(プラチナ)、ゴムの出来高は世界一、金、砂糖は米国に次ぐ」—一般にはあまり知られていませんが、日本の商品先物市場は世界有数の規模になっています。主要上場商品の種類は21と欧米に比べて少ないものの、取引されている商品は“経済大国日本”の実力をバックに、いまや出来高が世界1、2を争うものも出始めてきました。

かつて日本の先物市場の相場は産地の相場や米国、英国の相場の“写真相場”といわれてきました。写真相場とは「ロンドン高を映し、東京も高い」というように海外の相場の動きをそのまま映して価格が動くことで、日本独自の材料がほとんど反映しないことです。現在でもそのような傾向がないわけではありませんが、逆に日本の相場が世界の相場を動かす場面がひんぱんに現れ出しました。

特に、影響力が大きいのが白金です。日本が世界の消費量の約半分を占めていることもあり、いまや世界の相場動向を左右する存在になっています。その価格の基準になっているのが東工取(東京工業品取引所)の白金先物相場です。「東工取の値下がり」を映し、NY相場が急落」といった報道が世界を駆け巡るようになりました。TOCOM(東工取の英語の略称)という言葉を知らない業界マンは“もぐり”といっても過言

ではないほどです。

白金ばかりではありません。ゴムの主産地マレーシアに組織的な先物市場がないこともあって、関連業界は東工取の相場から目が離せなくなっています。このような日本の動きをみて、シンガポールでは現在取引しているRSS1号の他に「日本で上場されているRSS3号(タイヤ、ホース、はき物などに使われる3等格のゴム)と同格のゴムを取引し、日本との間でヘッジできるようにしよう」との動きすら現れ出しました。世界第2位の自動車生産国日本の実力を産地でももはや無視できなくなってきたことを示しているといえましょう。

## 発展のキッカケは金の上場

最近、急速な発展をみせた商品先物市場ですが、戦後の歩みをみると、むしろ、停滞の時期の方が長かったのが現実です。戦前、商品先物取引の中心は米でしたが、戦後は政府の管理下で米の先物取引は禁止され、小豆、綿糸、毛糸、生糸、砂糖、ゴムなどが中心になりました。

このうち特に一般によく知られているのが小豆です。梶山季之の小説「赤いダイヤ」でいちやく有名になり、先物取引の代名詞ともなって、商品先物取引の存在を広く世間に知らしめました。だが、このことが先物取引の投機性を強調することにもなり、一般の人に「先物取引は危険」という観念

を植え付けました。それとともに「ヘッジ機能」「公正な価格の形成」といった先物市場本来の使命が一時的にどこかに追いやられた形になりました。

また、過当投機に伴って、お客と取引の仲介役である商品取引員会社との間に取引をめぐるトラブルが増え、一時は社会問題にまでなりました。通産、農林など監督官庁も捨てておけず、「商品取引員の免許取得を許可制にする」など商品取引所法の改正が行われ、信用回復へ手が打たれたものです。

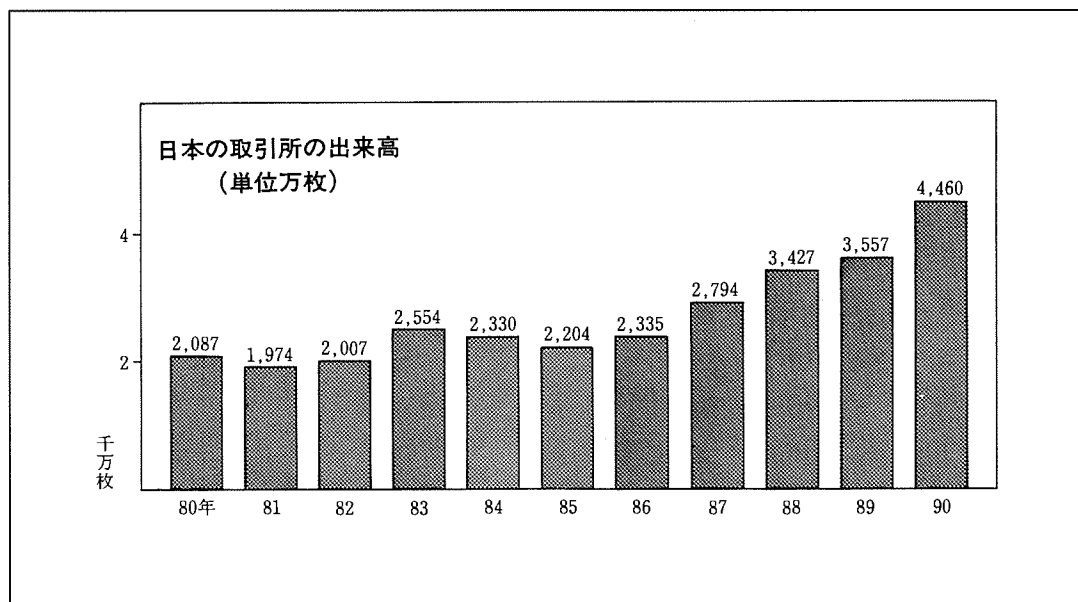
そんな、商品先物業界にとって転機となったが、貴金属の上場です。1982年4月、東京金取引所で金の先物取引が開始され、84年1月には白金、銀が上場されました。さらに同年11月に東京金取引所は東京ゴム取引所、綿糸、毛糸などを上場している東京繊維商品取引所と合併、東京工業品取引所となり、商品先物業界の地図は大きく塗り

替わりました。

金など貴金属の出来高は当初、微々たるものですが、年々増加、現在では白金は世界一、金も取組高が世界最大の先物取引所ニューヨーク・コモディティ・エクスチェンジ（コメックス）の80%の規模にまで達するようになっていきます。

つれて、全上場商品の出来高も急増、いざなぎ景気が始まった86年に2,335万枚だったものが90年には4,460万枚と91%も増えました。91年は景気後退の影響で減少しましたが、傾向としては市場規模は拡大の方向にあるといえましょう。

さらに、90年6月、東京穀物商品取引所が輸入大豆で、コンピューターを使い、立会い（取引）時間をきめたシステム売買を開始、92年には東工取も追随し、貴金属で始めました。東工取のは、輸入大豆とは異なり、立会い時間中いつでも取引でき、経済情勢が急変した時、すばやく対応できま



す。しかも、香港、チューリッヒ、ロンドン、ニューヨークなどからめれば、24時間ヘッジでき、その利用価値はぐんと高まりました。

### 戦後最大の改革、商取法改正

この間、商品先物業界は戦後最大とも思われる大変革の波にさらされました。90年12月に施行された「商品取引所法の改正」がそれです。

この改正点の目玉ともいえるのが「試験上場制度」の導入です。試験上場とは簡単にいえば、まず商品を上場して取引してみ、不都合があれば上場をやめるというものです。これまでは新規に商品を上場しようとしても当該業界の反対などで実現できないことが多かったのですが、それが今度は極端に言えば当該業界の賛同が得られなくても上場できるようになったわけです。まさに革命的な変化といえましょう。

既に、東京穀物商品取引所では92年にトウモロコシを上場することを決めており、東京工業品取引所でもパラジウムを同年中に上場する予定です。これら商品が上場され、公正な価格形成が行われ、ヘッジの場として利用されれば、アルミ、原油など次々と新規の商品が上場されることも考えられましょう。

もともと日本は上場商品のひとつひとつを取ってみると、その出来高は欧米に遜色（そんしょく）ないものはいくつもあります。それが商品先物業界全体として米国とは比較にならないほど規模が小さいのは上場商品が少なく、経済社会の要請にマッチ

### 戦後の商品先物業界の歩み

- 1950年・商品取引所法制定
  - ・大阪化学繊維取引所発足
- 1951年・横浜生糸取引所など各地に取引所の設立相次ぐ
- 1954年・商品取引所法改正—取引所の設立が登録制から許可制に
- 1967年・商品取引所法改正—商品仲買人が商品取引員に名称を変更、登録制から許可制に
- 1975年・商品取引所法改正—取引員の許可が4年ごとの更新制に
  - ・政府指定の弁済機関を設け、委託者保護に力
- 1982年・東京金取引所開設—金の取引を開始
- 1984年・銀、白金の取引開始
  - ・大阪三品取引所と大阪化学繊維取引所が合併、大阪繊維取引所が発足
  - ・東京繊維商品取引所、東京ゴム取引所、東京金取引所の3取引所が合併、東京工業品取引所が発足
- 1990年・東京穀物商品取引所が輸入大豆のシステム売買を開始
  - ・商品取引所法を改正—試験上場制度を設ける。オプション取引も導入
- 1991年・輸入大豆でオプション取引開始
  - ・貴金属でシステム売買始まる
  - ・商品ファンド法制定
- 1992年・トウモロコシの上場を予定

した商品が上場されていないことが大きかったからです。これらの商品が上場され、広く利用されるようになれば、商品先物業界は日本経済にふさわしい規模になり、価格形成のうえで世界のリード役になることも夢ではないでしょう。

### 拡大への道

「現在、5,000億円の委託証拠金が21世紀には10兆円になろう」一かつて農林水産省はこんな予想をたてました。この通りになるとは限りませんが、商品先物市場は拡大への道をたどりそうです。

既に商社、金融機関などが「商品ファンド（投資信託の先物取引版のようなもの）」の設定に乗り出しており、一部では国内商品先物市場での運用も始めています。軌道に乗ればこれだけで、数千億円規模の資金が集まり、そのうちかなりの部分が国内で運用される可能性もあります。このように大量の資金が流入すれば、流動性が高まりヘッジ玉がいくら入ってきても吸収され、「ヘッジの場」「公正な価格形成の場」さらには「仕入れ換金の場」として先物市場本来の機能が発揮しやすくなります。

ただ、先物市場の規模が大きくなればよいという訳ではありません。その資金が買占めなど公正な価格形成をゆがめるような形に使われれば、逆にマイナスに作用します。そういうことがないよう、常に市場管理を適正に行った時、商品先物市場は“経済の燈台”として経済社会に一段と大きな役割を果たすようになります。そんな時期は意外に近いかも知れません。

▼「水の都大阪」にかかる淀屋橋。この淀屋橋にいまも名を残す、豪商淀屋の2代目↑庵が日本の商品先物取引の鼻祖といわれています。淀屋は三代將軍家光が大阪に下向した時、許しを得て米市場を開きました。淀屋はその後幕府に取り潰されましたが、その時の資産は1億2千万両以上あったとも伝えられています。

米取引は最初は現物取引が中心でしたが、経済の発展と共に、米切手といわれる一種の倉荷証券の売買が始まり、享保年間（1716—36）には標準米を定めた先物取引が始まりました。幕府はこれを「価格を乱す」として再三、取り締まりましたが、商人達は必死で訴え、ついに享保15年に堂島の米先物取引が公認されました。オランダで先物取引が始まったわずか数十年後のことです。その後、大阪では金、菜種油の取引も始まり「大阪3相場」といわれました。

商人が幕府の取り締まりをよそに、先物取引を続けたのは米は1年生作物で、天候により豊凶の差が激しく、価格も大きく動いたため、先物取引で「ヘッジ」しないと安心して商いができなかったことによります。いわば経済の合理性が政治の強権に勝ったわけです。それにしても、江戸時代、大阪で始まった金取引が長い中断をえて、東京でいま大きく発展しているのはなにか歴史の皮肉を感じさせます。

# 先物取引の利用例

# 貴金属

## 78年にシステム完成

1982年、金の先物取引の場である東京金取引所（現在東京工業品取引所）が発足しました。金は長い間、政府の統制下にありました。国内の鉱山を保護するため、政府が一元的に輸入し、国際価格より割高な価格で需要家に売り渡していました。1973年、金の輸入が自由化されましたが、輸入が自由となっても輸出が自由でなければ、国内に金がだぶついた時、輸入業者は損をしまいます。その輸出も1978年、自由化され、日本の金価格はドル建ての国際金価格を為替相場場で調整した線に収まるシステムが完成しました。

国内価格が国際価格に比べ、割高な時代、金の密輸入が絶えませんでした。価格統制の時代でも自由に金は買えましたが、密輸に伴う後ろめたいイメージがつきまとい、金投資は一部のものとどまっていた。金（かね）持ち日本。この抑えられていた金投資熱は完全自由化によって一挙に噴き出します。そのひとつに個人の金購入ブームがあります。1万円3,000円を割った時など、価格が節目を割り込んだ時、貴金属商の店頭で金を求める行列ができるほどでした。

このような情勢下、先物取引の必要性が高まってきました。ジュエリーメーカーなど金の加工業者に国際的な政治、経済情勢を受けて変動する金価格の下で安心して商

売ができるヘッジの場を提供するとともに健全な金投資にもその場を与える。こんなねらいで、先物市場が誕生したわけです。

「日本は金投資史上のミラクル」とよくいわれます。個人の金融資産の拡大に合わせて金の保有高も増加、1980年代を通じて、個人の金投資は約1,600トに達したと推定されるからです。加工度が低く、金価格に連動して売られる量産ジュエリーの購入目的のひとつは投資です。この量産ジュエリーを含めるとほぼ10年で日本人は2,000トの金を手中にした計算です。80年代を通じ、年によってばらつきますが世界の金投資需要の約30%は日本が占めたといわれるほどです。

## 先輩格はニューヨーク

金の先物取引の先輩格はニューヨークのコモディティ・エクスチェンジ（COMEX）です。1974年に発足しましたが、当初の数年間は「ペーパーゴールド。騒々しいだけの存在」として、金の世界ではつき放した評価が多かったものです。金の現物需要を離れ、値段だけがとんだり、はねたりして目ざわりだ、という見方もありました。

その必要性を認める向きが徐々に増えてきました。金は80年代を通じて、米国、カナダ、オーストラリア、ブラジルなどを中心に10年で世界の生産量はほぼ2倍になりました。この増産を支えたのが金の先物取



引です。というのも、鉱山会社は生産コスト以上の金価格で先物市場に売ることができたからです。金の値段が一時下がっても、半年なり、1年なり先の先物でコスト以上の高値で売り契約を結べば安心して生産ができます。80年代後半には先物市場を無視していた最大の産金国南アがCOMEXにヘッジの売りを出し始めたほどです。

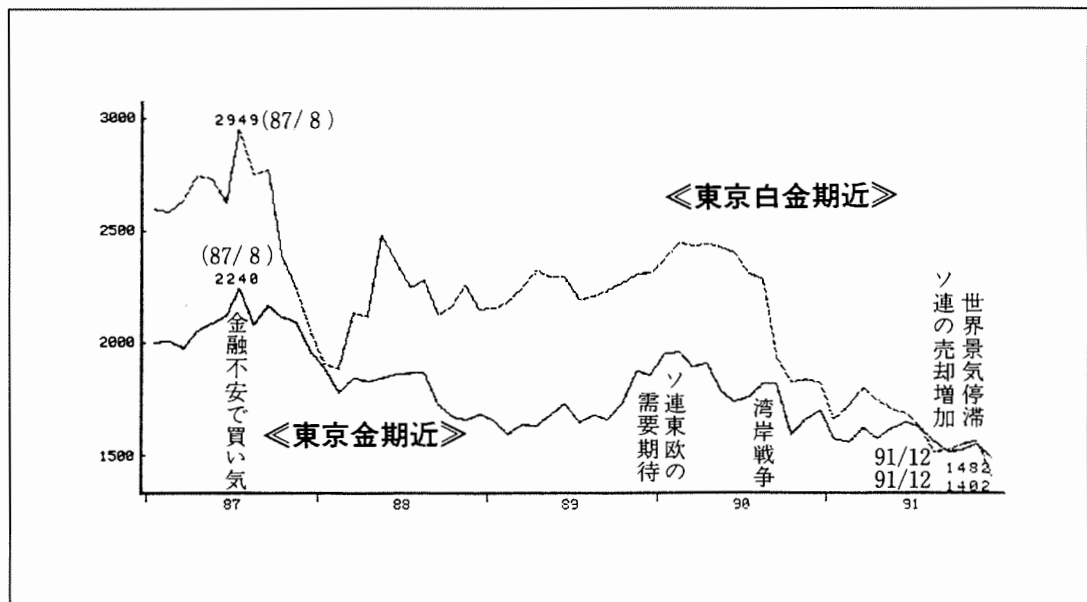
### 増える個人投資家

東京金先物取引はどうでしょうか。日本の金ブームの支え役ともいえる量産ジュエリーメーカーがヘッジの場としての利用機会を広げています。一方で個人投資家の利用も着実に増えています。

その理由のひとつはずばり、価格変動差益を目的とした投資です。次いで新種の取引が始まったことがあげられます。そのひとつにスプレッド取引があります。金は受け渡しの近い契約物と受け渡しの遠い契約

物の間で、自由市場金利並みの価格差が開きます。近いところで買い、契約の遠いところで売り契約を結べば金利相当分の価格差が確実に確保できます。これがスプレッド取引です。

また、貴金属は大枠で同方向に動きますが、環境の変化によって値開きが広がったり、縮んだりします。プラチナは自動車触媒用の需要が多い商品です。世界の自動車景気がよくなると思えば「金を売り同時にプラチナを買う」といった手を打ちます。プラチナが上がり出せば、金も追随して上がりますが、プラチナの上昇度が高ければ、金売りの損をカバーしておつりがきます。見込みが外れてプラチナが下がるとプラチナでは損を出しますが、追随して下がった金の売り契約の利益である程度、損がカバーできます。このように価格を見比べた取引をストラドル取引といい、行う人が徐々に増えています。



# 先物取引の利用例

# 大豆

## CBOT が指標に

大豆の国際的な取引の指標となっているのはシカゴ・ボード・オブ・トレード (CBOT) の先物相場です。その大豆相場は1<sup>ブッシ</sup>, 5<sup>ドル</sup>~10<sup>ドル</sup>という範囲で3年程度の周期で上下の振幅を繰り返しています。

1<sup>ブッシ</sup>, 10<sup>ドル</sup>前後の高値が出た年とその原因を振り返ってみましょう。

▽12.90<sup>ドル</sup> (1973年=ソ連の買いと魚かす高) ▽10.60<sup>ドル</sup> (77年=76年の米国中西部の干ばつとハント買い) ▽9.56<sup>ドル</sup> (80年=米国の熱波とソ連穀物の不作) ▽9.60<sup>ドル</sup> (83年=米国中西部の熱波) ▽10.99<sup>ドル</sup> (88年=米中西部の大干ばつ)。

CBOT の発足は1848年のことです。シカゴはもともと豊かな土壌に恵まれた中西部の一角を占め、広大なミシガン湖を擁して物質の集散地の地位にありました。中西部はトウモロコシ、大豆など農産物の供給地区としてコーンベルト (穀倉地帯) とも呼ばれていますが、CBOT はこのコーンベルトでの収穫物を米国内はもちろん海外に手ぎわよく、分配する要にあるといえます。

10<sup>ドル</sup>前後の高値が出た年の原因をみてください。中西部の天候がほとんどにからんでいます。人知が天候にかなわないのはいまも昔も変わりはありません。肥料・農薬、あるいは品種で劣っていた昔ならなおさらのことでしょう。集散地の穀物商人たちがこの予期しにくい天候という変動要因から

生じる変動リスクから、どう商売を守っていくか、これがリスクを互いに分散し合うCBOT が発足した理由です。

第二次オイルショック時、世界の物価狂乱の代表的な役者といえば、さしずめテキサスの石油富豪ハント兄弟でしょう。ハント兄弟は銀は金に比べて安過ぎるという考えから、現物・先物市場で大量の銀を買い集めました。この結果、銀は80年の初頭には1<sup>トロオク</sup> 50<sup>ドル</sup>と一年前の10倍の高値まで大暴騰しました。そのハント兄弟は77年の大豆高騰時にもカオを出しています。商品投機史上に残るハントの注目商品は銀、砂糖と並んで大豆だったといわれます。

ヘッジの売り買いがスムーズに出入りできるためには価格変動のリスクを引き受けるスペキュレーターすなわち投機家の存在が必要です。ただ投機家はヘッジを必要とするような価格変動の大きい商品でなければそっぽを向きます。“ハント好み”の商品、大豆は値動きの激しさではトップクラスの商品です。

## 米国中西部の天候がカギ

大豆の需要は世界的にみると食用油と家畜のえさ用 (大豆油と大豆ミール) がほとんどを占めています。食用油ではパーム、菜種、ひまわり、落花生などの競合相手がありますが、中心はやはり大豆油です。えさ原料では魚かすやトウモロコシが相手で

す。油脂・えさ原料の中核にある米国産大豆の輸出市場に占めるウェイトは約70%でしかも中西部にその作付けが集中しています。中西部の天候が世界の大豆需給のカギを握っているともいえましょう。これが値動きが激しい主因です。

「値段は市場の力にまかせよう」という考え方が最も強いのは米国の大豆農家といわれます。大豆農家は「価格変動リスクはCBOTにヘッジすればよい。安値なら世界市場を開拓していく絶好のチャンスだ」とみています。米産大豆が輸出市場で圧倒的なシェアを誇り、しかも成長商品であるのはこの考え方によるものでしょう。

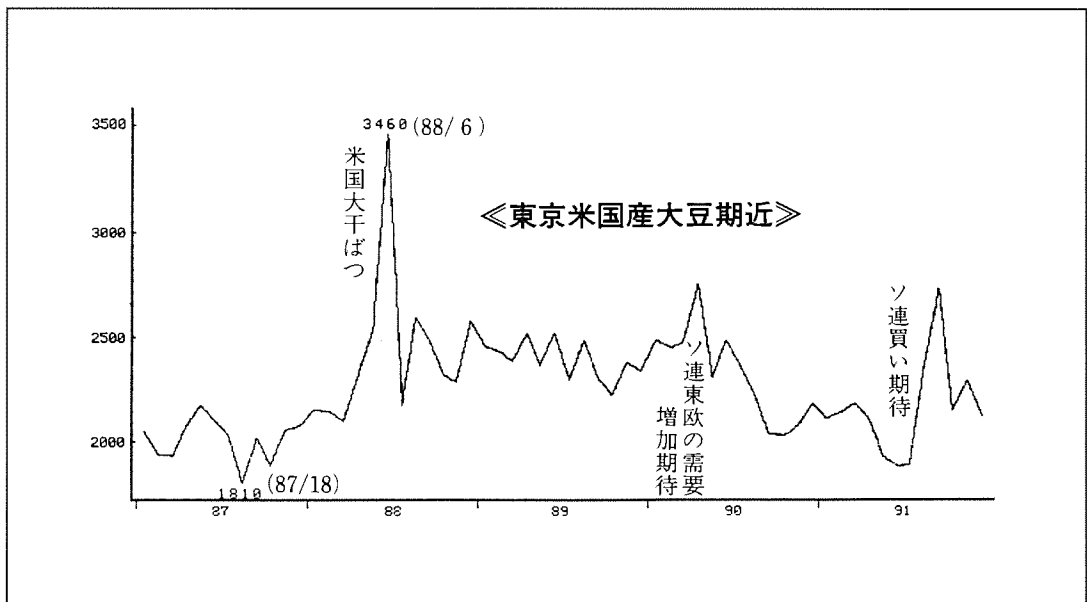
#### 米国産 IOM が取引対象

日本人は豆腐、納豆、みそ、しょう油から食用油まで大豆が大好きな民族です。ただ、自給率は5%前後で大部分を米国産に依存しています。74年に当時のニクソン米

大統領が国内の食料インフレを抑えるため大豆の輸出を一時ストップさせたことがありました。この時は品不足を恐れ、お座敷にまで大豆を積み上げる豆腐屋さんが出たほどで、日本列島を大豆パニックが襲いました。

日本の先物取引の対象となっている米国産大豆はIOM（インディアナ、オハイオ、ミシガン）産でしかも食品用に選別されたものです。いわば豆腐用といえます。米国産のほか、中国産も先物取引の対象となっていますが、これはみそ、納豆に向けられています。

日本の大豆先物相場はCBOTの相場に米国から運ぶ費用と倉庫保管料を上乗せした線が基本となっています。中国産の日本向けの提示価格もCBOTを基準にしています。大豆は用途が広いだけに、農家、輸出入業者のほか、加工需要家のヘッジニーズは世界的に根強いものがあります。



# 先物取引の利用例

# 粗糖

## 高値・安値で20倍以上

粗糖は代表的な国際商品の中でも値動きの荒っぽさでは群を抜いています。例えば東京砂糖取引所の粗糖先物の期近（直近決済物）でみると、1975年の高値は1<sup>¢</sup>。当たり240円10銭、86年の安値は10円20銭となっています。これをみると、とても同じ商品とは思えないほどです。世界の砂糖取引の指標であるニューヨークのコーヒー・砂糖・ココア取引所（CSCE）の先物期近でも同様です。74年の高値は1<sup>¢</sup>当たり65<sup>¢</sup>、85年の安値は2.3<sup>¢</sup>、そして80年には高値が44.80<sup>¢</sup>となっており、相場は大きな山と深い谷を渡り歩いています。

高値の時は投機家の“白い恋人、”と呼ばれ、安値の時には植木鉢の土以下にまで下がります。粗糖相場はなぜこのように振幅が大きいのでしょうか。砂糖の原料は砂糖キビと砂糖大根に分かれますが、国際的に取引される粗糖原料の主体はキビ原料です。砂糖キビの農場で収穫したキビを工場に運び、甘い汁を搾って、混合物を沈殿させ、遠心分離機で密を振り分け、結晶だけになります。この結晶が粗糖です。砂糖消費国はこの粗糖を輸入して精製し、最終製品である白い精製糖に仕立て上げます。

## 小さい供給の弾力性

粗糖の値動きが大きいのはまず、供給の弾力性が小さい点にあります。砂糖キビは

いったん植え付けると、刈り取ったあと、また芽を出します。米などの一年草と違って作付け段階での調整が効きにくいといえます。高値が増産を呼び、安値が減産に結び付くまでには時間がかかります。高値から安値へ、そしてまた高値へと大きな振幅を繰り返すのに、5～7年の期間を要することが多く、この期間をシュガーサイクル（砂糖循環）と呼ぶことがあるほどです。

## 自由取引は1,500万～2,000万<sup>ト</sup>

世界の砂糖の需要規模はざっと1億<sup>ト</sup>で輸出入取引はその30%見当です。この中には、旧ソ連とキューバ、米国とフィリピン、ブラジル、ECとアフリカ産糖国といった友好国への形を変えた援助であるひも付き取引も含まれており、これを除くと、自由に取引される粗糖はたかだか1500～2000万<sup>ト</sup>に過ぎません。この結果、足りなければ奪い合いになり、余ればそれこそ引き取り手に困ることになります。

このような荒い値動きから自らを守るのが先物取引で、ニューヨーク、ロンドンという消費地を中心に先物市場ができたのもいわば当然です。日本は自給率が低いため大手輸入国の常連です。このため、痛い体験を何回もこうむっています。例えば、74年の粗糖の大暴騰時、産糖国のオーストラリアと国際相場より割安な値段で長期契約を結びました。ところが75年から暴落し、

安いと思われた長期契約物は一転、超高値になりました。長期契約を結んだ精糖メーカーは赤字に次ぐ赤字となり、業界の再編成が一気に進んだほどです。

現在、値決めはCSCEで取引されている粗糖を基準にしていますが、最近は商社を通じてのCSCEでのヘッジが徐々に広がっています。一方、円建ての国内先物市場は為替変動のリスクがありません。そこで、日本（東京、大阪）の粗糖先物拡大の歩みはヘッジニーズを満たそうという工夫に色どられた歴史ともいえます。この歴史を東京市場をベースに振り返ってみましょう。

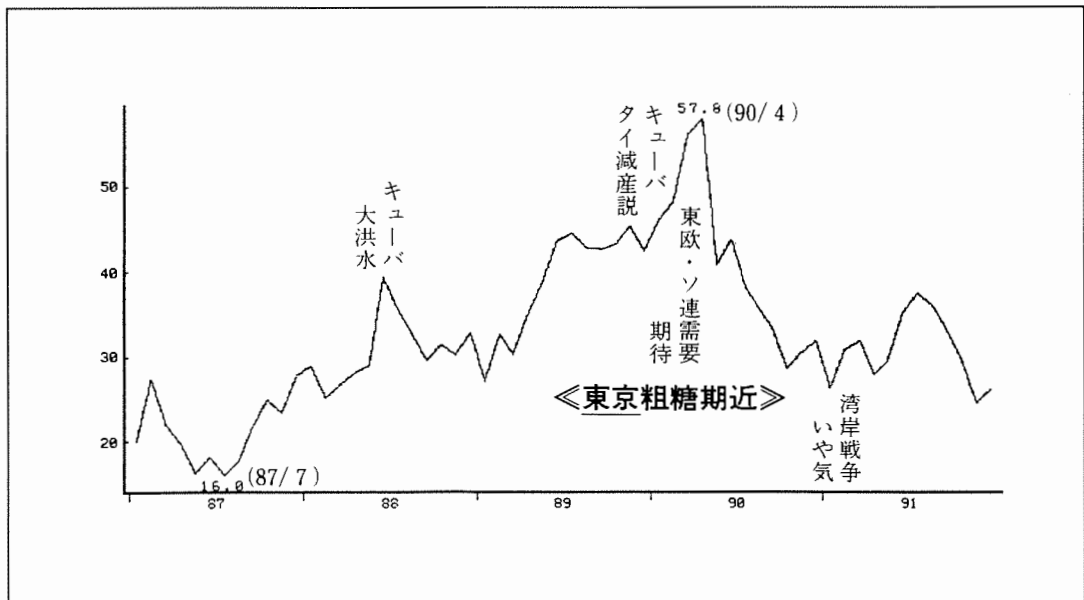
### 高まる海外勢の参加

▽受け渡し条件、国際慣習に合わせ袋詰めからバラ積みに（74年）変更▽農水省、商業課長名で「粗糖市場の国際化」通達（83年）▽海外法人対象に準会員制度（85年）導入▽受け渡し条件、CIF東京からCIF日

本に変更（86年）▽委託手数料の引き下げ（87年）。

受け渡し条件がバラ積みでCIF日本になったため、東京のメーカーだけでなく全国各地の精製糖メーカー、あるいはメーカーに売り契約を持っている国内商社、さらには海外の糖商が現物受け渡しの場として利用しやすくなりました。また、準会員制度の導入により欧米の有力糖商中心に外国法人が参加し始めるようになりました。商社、商品取引員（商品先物取引会社）などを通じた海外勢の取引割合は10%前後に達しています。実際の粗糖受け渡しリストにも外国勢の名が常連としてカオを出すようになっていきます。

こうした取引の厚味を背景に日本（東京、大阪）の粗糖先物は重量ベースの取引組高でニューヨークの80%前後まで成長しています。ヘッジへの対応にさらに工夫すればまだまだ伸びそうです。



# 先物取引の利用例

# ゴム

## 上下の振幅激しい

1992年年明け早々の1月2日、国際天然ゴム機関（INRO）の緩衝在庫管理官が「ゴム市場の買い介入に踏み切る」とコメントしました。

INROは国際連合貿易開発会議（UNCTAD）の一次産品総合計画のもとで天然ゴム価格の安定を図るため、国際天然ゴム協定が結ばれたのに伴って82年にスタートした機関です。INROは一定の基準となる指標価格を設け、それより上の価格には上方介入、上方義務介入、上方指示という三価格を、下にも下方介入、下方義務介入、下方指示の三価格を設定しています。

また、加盟国の資金拠出によって緩衝在庫55万トンを抱えています。価格が上昇した時には管理官の判断で在庫を放出してもいい（介入）、放出すべし（義務介入）、放出を続けて義務介入の線まで下げよ（指示）の三段階で手を打つことが出来ます。下方も同じ仕組みです。91年年明け早々の介入宣言は下方介入義務価格の線を割り込み、買い介入をせまられたからです。

新春早々のこのゴム市況トピックスは需要の中心であるタイヤが自動車不況の影響を受けて落ち込み、ゴム相場の下落に歯止めがかからなかったことを雄弁に物語っていますが、同時に国際的なスケールでその値動きを安定させなければならないほど天然ゴム価格は上下の振幅が大きいことを示

しています。

## 東南アジアが生産の80%

天然ゴムはゴム樹の樹液を固めたものです。ゴム樹は高温、多湿の地でなければ育ちません。原産地はブラジルのアマゾン河流域で、19世紀末に東南アジアに移植され、マレーシア、タイ、インドネシアなどの東南アジアが世界の生産量約500万トンの80%を占めています。需要の大手では米国80万トン、日本70万トン、中国60万トン、かなり離れてドイツ、フランス、英国が15万～20万トンといったところですよ（90年ベース）。中国は25万トンの年産量がありますが恒常的に輸入国です。天然ゴムは売り手は東南アジア、買い手は主に西側の先進国というくり方ができます。

## 合成ゴム価格にも左右さる

天然ゴムは天然産品の常として供給の弾力性が小さいのが特徴です。特にゴム樹は多年性植物ですので、相場の上下によって生産量を大きく調整することは困難です。その分、値動きは大きくなります。第2次大戦後、石油を原料とする合成ゴムがぐんと増え、70代のピーク時には天然ゴムの比率は30%を割りました。80年代以降、乗用車のラジアルタイヤ化、航空機、トラック、バスなど大型タイヤでは摩擦熱に強い点が見直されて盛り返していますが、35%前後

にとどまっています。合成ゴムの原料である石油は二次にわたる石油危機と逆オイルショック（増産による値下がり）を経て市況商品となりました。石油相場の変動が合成ゴム価格をつき動かし、競合する天然ゴムを上下させます。天然ゴムにはこの面からも変動が避けられません。

天然ゴムの需要はタイヤがほぼ80%を占め、ベルト、ホース、はき物、医療衛生用品などにも使われています。大口需要家には天然ゴムの変動リスクがつきまっています。

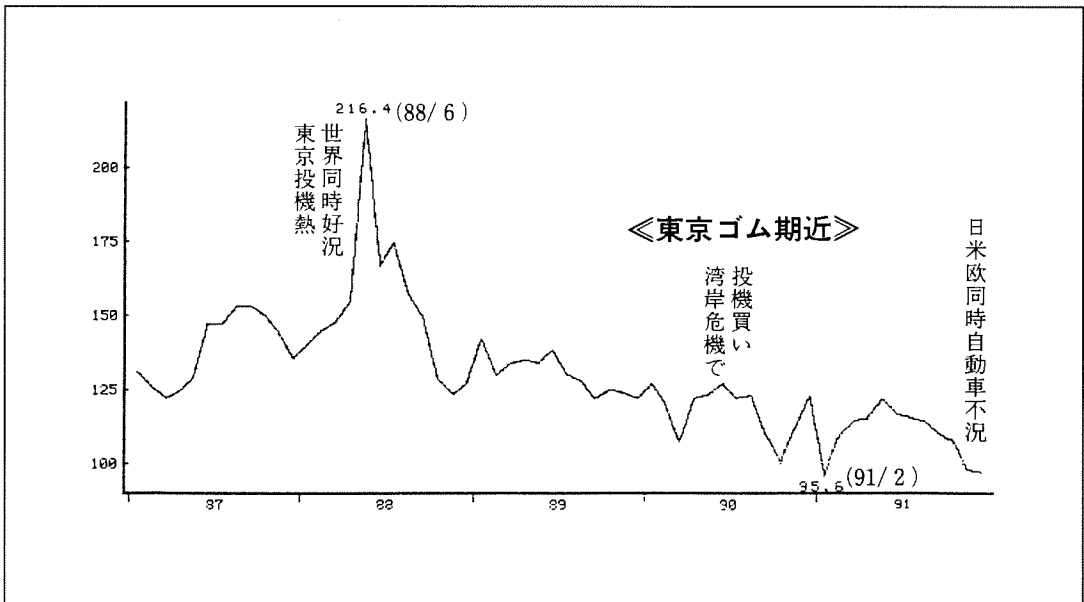
天然ゴムの最大の先物市場は日本（東京工業品取引所のゴム市場と神戸ゴム取引所）です。はき物やホースメーカーにゴムを販売している問屋が取引所を利用しているほか、産地の輸入業者から仕入れてタイヤメーカーなど大口需要家に販売している輸入商社も活発に取引所に売り買いのヘッジを出しています。タイヤメーカーのゴム手当ては3カ月先から6カ月先の使用分に

まで及ぶので、その間の価格変動リスクはととも負いきれないからです。こうしたヘッジニーズと投機売買がかみ合って、日本のゴム先物は世界最大の規模を維持しているわけです。

### 相場，日本中心に回る

生産国に近隣したシンガポールではシンガポールゴム協会がメンバー間で電話連絡で先物取引を行っています。日本の大手商品先物取引会社も現地法人の形で加わっています。東南アジアのゴム商社は日本の先物市場に準会員の形で加わっています。

神戸ゴム取引所は87年から本来の立ち会い時間（最終節は午後3時30分）後に「引け後節」（午後5時）を設けました。シンガポールゴム市場の午後の取引と営業時間帯が重なり、取引の相互の交流に便利だという理由からです。ゴム相場は日本中心に回っているといっても過言ではありません。



# 先物取引の利用例

# パラジウム

## 地球を浄化する金属

プラチナ（白金）やパラジウム、ロジウムといったプラチナ族は地球をきれいにする素材です。自分自身は変化しないで、化学反応を促進する触媒機能がすぐれているからです。大気汚染の悪役ともいえるのが自動車の排気ガスです。この排気ガスの中に含まれている有害成分を触媒作用によってきれいな空気にしてから放出する排気ガス浮化装置の主役をプラチナ族が努めています。「プラチナ族は地球が汚れていくのを見越して神様が地球に埋めておいてくれた金属」と評する人がいるほどです。

プラチナ族にはプラチナのほかパラジウム、ロジウム、ルテニウム、イリジウム、オスミウムの6つの金属があり、いずれもプラチナに随伴して生産されます。日本では82年に金が先物取引の対象になったの continuing, 84年には銀と並んでプラチナの先物取引も東京工業品取引所で始まりました。92年にはプラチナ族の次男坊格であるパラジウムが先物取引の対象として仲間入りする段取りとなっています。

パラジウムとプラチナの供給を比べてみましょう。（いずれも英ジョンソン・マッセイ社の91年推定・単位トン）。

	南ア	旧ソ連	その他含む合計
パラジウム	42	69	126
プラチナ	93	30	132

南アと旧ソ連の世界供給に占める割合は

プラチナで93%、パラジウムで88%でほぼ二国で独占しています。86、87年と夏場にプラチナ、パラジウムが暴騰しました。南アが輸出をストップするのではないかという懸念と南ア鉱山のストによる減産懸念が重なり合ったからです。当時、南アは黒人を差別するアパルトヘイト（人種隔離政策）で世界の批判を浴び、西側諸国は厳しい経済制裁を敷きました。その対抗手段として南アがプラチナ族の輸出禁止に踏み出すという見方でした。また、経済制裁の下、インフレが進み、鉱山労働者のいら立ちがつのり、ストが起るとみわけです。

## 需要は先進国に集中

91年、パラジウムはプラチナとともに大幅な値下がりを見せました。世界的な景気停滞も原因ですが、旧ソ連が大量に売却したからです。旧ソ連は原油生産が低下し、武器は湾岸戦争でイラクが使用したソ連製兵器の性能の低さがあらわになって売れず、金も在庫が底をついていました。とあって、在庫を取り崩してプラチナ族金属を売りまくりました。

パラジウムの用途別需要をみましょう。エレクトロニクス関連が59%（需要全体に占めるウエート50%）、歯科用が35%（同29%）、自動車触媒が13%（同11%）とこの三分野が三役格で、以下、ジュエリー、その他と続いています。一見してわかるの



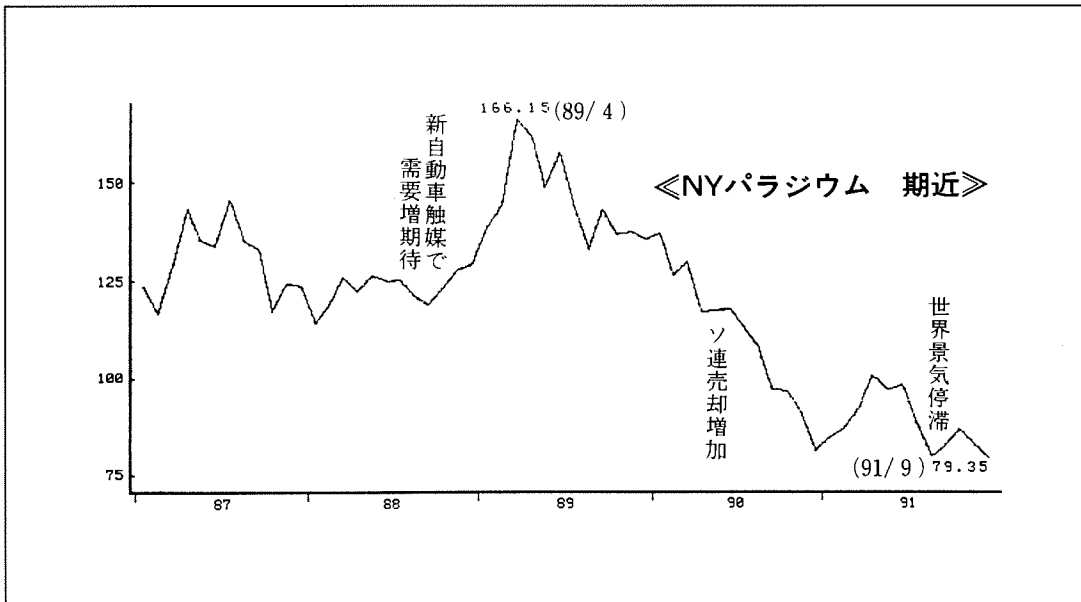
は需要が先進国が多く使う分野に集中しているということです。地域別でみると日本が46%、北米が30%、ECが17%となっており、プラチナ同様、日本が圧倒的なウエートを占めています。プラチナは日米で71%を使用しています。

### 上場すれば大きく成長も

91年、パラジウム相場の足を引っ張った要因として先進国の景気停滞があったことは疑いありません。パラジウムはプラチナに比べ触媒作用は劣りますが、価格はほぼ4分の1です。88年末、米国のフォードは「プラチナを使わない触媒を開発した」と発表し、プラチナが売り込まれ、パラジウムが買われました。プラチナの代替はパラジウムしかないとの見方が市場に広がった結果です。低温核融合の素材としても注目されています。パラジウムはまだ、用途開発途上の若い金属ともいえましょう。

供給が偏り、しかも需要の中心は先進国とあってパラジウムは需給の弾力性を欠き振れやすい性格を持っています。ニューヨークのマーカンタイル・エクステンジ(NYMEX)でプラチナとパラジウムが先物取引の対象となっているのは相場変動によるリスクのヘッジニーズが高いからです。

東京工業品取引所は92年中にパラジウムの上場(先物取引開始)を予定しています。これには幅広いヘッジニーズを吸い上げようという願いが込められています。金、銀、プラチナ、パラジウムの先物取引がひとつの取引所にそろえるのは世界でもはじめてです。それぞれの価格を見比べることによって投資・投機の間機もそれだけ広がります。プラチナは世界一の需要をバックに東京の先物がNYMEXの7~8倍の取引規模になっています。パラジウムも日本が最大の需要国。となればヘッジと投機がかみ合せて大きく成長する余地があります。



# 先物取引の利用例

# トウモロコシ

## 米の流通業者は100%ヘッジ

「米国のトウモロコシ関連業者はみなヘッジしている」かつて三井物産で永年、米国に駐在した児玉一弥東京穀物市況調査会理事長は語っています。そのヘッジの場として利用されているのがCBOTの略称で親しまれているシカゴ・ボード・オブ・トレード（シカゴ商品取引所）です。

世界のトウモロコシ生産は年間4億ト以上、そのうち米国が約40%に達しています。しかも、米国は世界のトウモロコシ輸出品の大半を占めており、その生産状況が世界のトウモロコシ需給を左右しているといっても言い過ぎではありません。

この米国で力を持っているのがカンントリーエレベーターと呼ばれる集荷業者です。彼らは穀倉地帯であるミシシッピー川流域を中心に穀物倉庫を持ち、農民からトウモロコシを買い付けていますが、買い付けと同時にシカゴ（CBOT）にヘッジ用の売り物を出します。したがって、農民が自家用に消費する分を除き、米国内で取引されているトウモロコシはほとんど100%ヘッジされていると思われます。

この結果、シカゴでは総出来高の半分以上をヘッジ玉が占めているといわれています。最近、株式の投資信託の先物市場版ともいえる商品ファンドが現れ、急激に力を伸してきたため、ヘッジ玉の比率は減ってきたといわれていますが、量そのものは減って

いないようです。

## 国内相場もシカゴが基準

このカンントリーエレベーターは米国内の会社ばかりではありません。全農は世界最大級の穀物倉庫を米国に持っていますし、日本の商社も子会社などの形で設立しています。日本の商社はカーギル、コンチネタルといった米国の穀物商社などを經由して、トウモロコシを買っていることが多いのですが、その場合も買い付けと同時に売りヘッジをシカゴでします。

また、買い付ける価格はシカゴ相場を基準にし、「買い付け地からシカゴまでの運賃を引いた価格にする」といった形が一般的です。いわば、シカゴはヘッジの場だけでなく、公正な価格形成の場、価格の基準にもなっているわけです。

こうして買い付けられたトウモロコシはミシシッピー川の河口近くのニューオーリンズに集められ全世界に輸出されます。日本が輸入する年間約1,600万トのトウモロコシのうち約1,200万トは米国産ですが、シカゴ相場を基準に運賃、為替などを加味して価格を決めます。日本はほかにアルゼンチン、中国などからも輸入していますが、どこの国のものでも価格はシカゴ相場を基準にしていることに変わりはありません。

シカゴ相場に大きな影響を与えているのは、なんとといっても米国、特に中西部の天

候です。88年にトウモロコシの相場が暴騰したことがありますが、この時は大干ばつが米国を襲いました。

次に大きいのが旧ソ連の買い付けでした。旧ソ連は一度に大量に買うので波乱の目になっていました。90年の相場上昇も干ばつのほか、旧ソ連の買いが招いたものです。旧ソ連はその後、買い付け資金にもこと欠き、米国政府の貸し付けに頼るようになり、材料としてはあまり評価されなくなりました。ただ、旧ソ連が新しい国家体制になったことで、今後、トウモロコシ相場にどんな影を落としてくるかはまだ、不透明です。

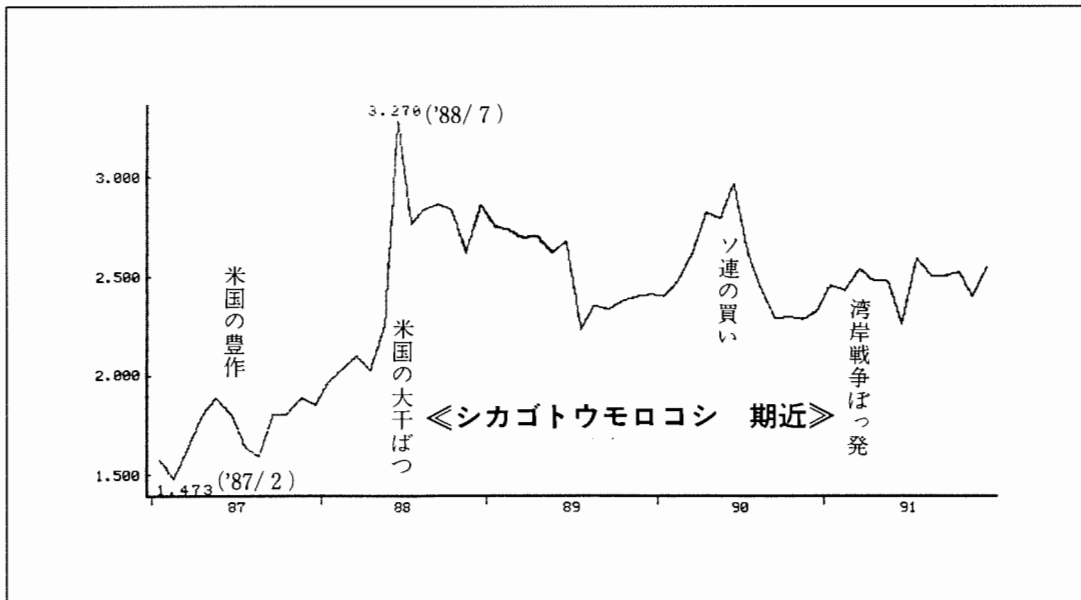
#### 国内は年2回、値決め

輸入されたトウモロコシは国内ではほとんどが飼料に使われ、飼料の原料コストの25~30%を占めています。この飼料価格は年2回、1月と7月に改訂されています。シカゴ相場の変動によるリスクは基金を設

け、シカゴ相場の変動で損をしている時は基金から出し、儲けている時は基金に繰り入れる仕組みです。飼料メーカーやユーザーは原則としてシカゴ相場にヘッジする必要はありませんが、為替の変動により輸入トウモロコシ価格は変動するので、その面での不安定さは残っています。

ただ、このような需給を無視したやり方は「日本市場の閉鎖性を意味する」として今後、国際市場で受け入れられるかは難しいところです。特に年2回しか価格を変えないことは需給を十分に反映できるか疑問が残ります。

国内で92年中にもトウモロコシの上場が予定されており、目下、東京穀物商品取引所では準備を進めています。世界的に規制撤廃の動きが高まる中、トウモロコシ価格のあり方に大きな曲がり角が近づいてきたのかも知れません。



# 先物取引の利用例

# アルミ

## 資源的にはゆとり

アルミは二つの面で資源的にはゆとりがあります。原料ボーキサイトはオーストラリア、ジャマイカ、ブラジルなどが特に埋蔵量が多く、途上国・中進国中心の産品です。ただ、ボーキサイトは掘ったまま放置しておくとう風化してしまうので、アルミナの形にしておく傾向が強く、いわばアルミナという中間製品がバッファの役割を果たしているからです。

アルミは電力の缶詰め、といわれるほどで、電気分解による精錬の過程で大量の電力を食います。米国、カナダ、南米、オーストラリア、欧州など水力や、火力といった電力資源のめぐまれたところに精錬所が立地していました。ところがエネルギーの戦略的価値に目ざめた産油国がアルミ精錬に乗り出して、局面が変わりました。原油と随伴して産出される天然ガスを利用して発電に力を入れ、電力を大量に食うアルミ精錬にシフトしたというわけです。

## メジャーから先物主導に

石油の世界では欧米の巨大資本、いわゆるメジャーが石油価格を牛耳った時代、石油産出国のカルテルである石油輸出国機構（OPEC）が価格主導権を握った時代を経て、いまではニューヨークの先物市場が価格指標となる時代を迎えています。アルミでも同じようにメジャーの時代が長く続き

ました。アルコア、アルキャン、カイザー、レイノルズといった北米勢力に加え、フランスのペシネー、スイスのアルスイスの6社による市場支配の時代がそれです。この時代はカナダのアルキャンがメーカー建値を発表、他のメジャーもそれ以外の生産者もこのアルキャン建値にフォローするというシステムが確立していたのです。

ところが1978年にロンドン金属取引所（LME）にアルミの3カ月先物取引が登場、ここでも変化が始まりました。LME価格と生産者がコストプラス適正利潤の方程式で打ち出す建値との競争はしばらく続きましたが、メジャーの支配力が後退すると歩調を合わせ、建値は名目化していきま。84年には建値は廃止され、国際的な需給に見合って形成されるLMEの価格が主導権を奪うに至りました。

## ソ連が波乱要因に

西側世界のアルミ需要は91年で約1500万ト。そこにソ連産アルミが60万トと例年の2倍以上流れてきました。コメコンの崩壊で東欧に出していたアルミが行き先を失ったうえ、国内も経済が混乱して需要が減りました。しかも、外貨獲得の必要性が高まり、西側に押し込んだ、というわけです。ソ連はコストの安い水力発電を生かして、70年代以降、アルミの大生産国になっていきました。91年のソ連産アルミの洪水はメジ

ヤーの支配がアルミの世界では昔話になったことを実証した形となりました。

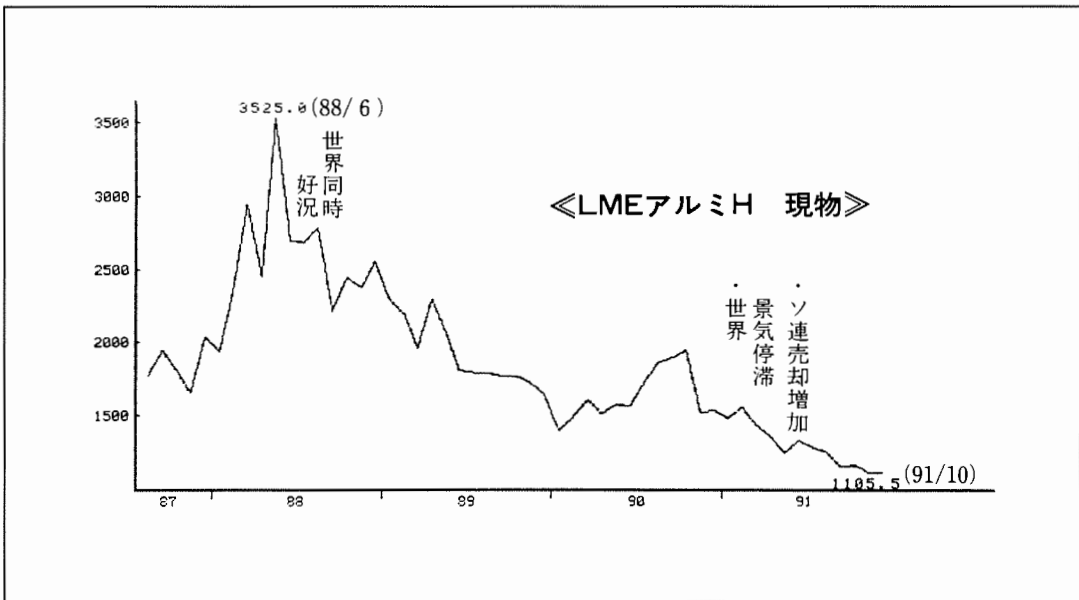
日本もかつてはピーク時に年間生産能力164万トと世界シェアの10%を占めるほどの生産国でした。しかし、二度にわたる石油危機を経て電力コストは大きくつき上げられ、急な坂をころげ落ちるように設備廃棄が進んで、いまでは国内生産はほぼ潰滅してしまいました。

日本はアルミをいまではほぼ全量（91年で240万ト）輸入しています。輸入方法は長期契約、開発輸入（開発資金を出し、一定量を見返りとして引き取る）、LME 価格をベースとしたスポット輸入——の三つです。価格が安定していれば、長期契約、開発輸入は需要家の安定操業につながります。しかし、いまや安定的な生産者建値はなく、需給によって上下に価格が揺れる自由市場相場がリードしている時代です。特にエネルギーコストの安い産油国での生産

や、水力にめぐまれたカナダ・ソ連などへ立地が移る傾向があります。安値の方向に揺れやすいトレンドに変質してきたともいえましょう。長契や開発輸入はそのままでコスト高につながりかねなくなっています。一方、エネルギーコストの安い地域への生産の移行はその地域でトラブルが生じた場合、供給に穴があきかねません。突発的な高値が出る可能性もあるわけです。

### 増えるヘッジの機会

アルコアなど欧米のメジャーの一部は精錬—圧延—二次製品、というインテグレーション（タテの生産体系）の中で、価格変動から生じるリスクを分散する方向を旨ざしています。しかし、需要のすそ野が広いアルミだけに、一貫した生産体制をとれるのはごく一部です。多くの需要家、巨大生産者を除いてリスクヘッジの場である先物市場の利用機会は徐々に広がっています。



# 先物取引の利用例

# 原油

## きかなくなった OPEC 主導

1973年1月、OPEC(石油輸出国機構)加盟13カ国は原油価格の引き上げに踏み切りました。いわゆる、石油危機の始まりです。これをきっかけに石油価格は急上昇、当時、基準となっていたアラビアンライトは1バレル当たり2.591ドルから翌年1月には11.651ドルと約4.5倍に跳ね上がりました。これを受け、国内物価も急騰、“狂乱物価”と呼ばれる状態になりました。トイレットペーパーが不足するとして大騒ぎになったのはいまも、記憶に新しいところです。

90年にも同じような現象が起きました。イラクのクウェート侵攻を機に原油価格が急上昇し、スポット価格は15ドル弱から40ドル近くにまで達しました。ところが、それも一時的なものにとどまり、91年1月17日の湾岸戦争爆发とともに急反落し、あっという間に20ドルを割り込みました。

第1次石油危機時には長期間に渡って国民生活に大きな影響が出ましたが、今回はごく短期間にとどまりました。石油備蓄の放出やサウジアラビアの増産もありましたが、基本的にはもはや OPEC では価格を操作出来なくなり、需給がすべてに優先する時代がきたためです。その大きな力になったのが原油先物取引の開始です。

原油の先物取引は78年、英国のロンドンで始まり、83年には米国ニューヨークでも開始されました。ロンドンでは北海ブレン

ト原油、ニューヨークでは WTI と呼ばれるテキサス州産原油を対象にしています。当初は世界の価格にはほとんど影響しませんでした。87年に OPEC が固定価格制を取り始めた前後から急速に影響力を増し始めました。特に WTI は影響力が大きく、世界の原油価格の指標になっています。

先物取引の価格が OPEC の決めた価格より影響力が強くなったのは OPEC が需給を無視し、人為的に価格をつり上げた結果、原油がだぶつくようになり、指標の役割を果たさなくなったためです。いわば、市場原理が政治に勝ったわけです。

## 1日に1億ドルも取引

WTI を上場しているナイメックス (= ニューヨーク商品取引所) の出来高は1日に7,000万—1億ドルと世界の消費量の1—1.5日分にも当たります。しかもそのうち「70%がヘッジ玉」(ナイメックス)といっています。一般には「ヘッジ玉はそれより少ない」との見方が多いようですが、それでも、石油会社、商社などがヘッジの場としてナイメックスを幅広く利用していることは間違いありません。

このような大量な取引が行われているためヘッジ玉も容易に吸収され、しかも人為的に価格を左右できず、需給をすなおに映した相場が形成されるわけです。また、ナイメックスの取引のうち15—20%は米国以

外国からの注文と見られており、日本の商社、石油会社も量こそ多くないが利用しているといわれています。

この結果、「ドバイ原油の価格は前日のナイメックスの相場をみて決める」というようになったといわれ、石油会社も産油国との間で「量は決めておき、価格は相互にナイメックスを通して決める」という方法を取るところも出てきました。石油の取引はもはや先物取引を抜きに、論じられなくなったといっても言い過ぎではないようです。

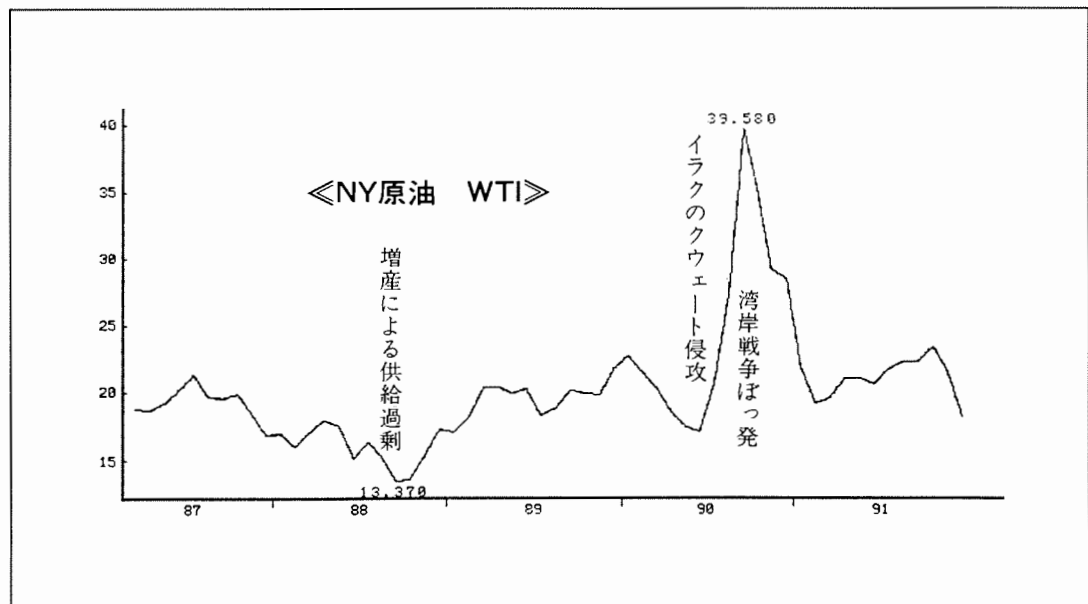
### 湾岸戦争にも即座に反応

先物取引が威力を発揮したのは湾岸戦争の時です。91年1月17日、湾岸戦争が始まった時、ナイメックスの相場は27ドルから17ドルへ一気に10ドルも下がりました。「多国籍軍が短期で勝利して、原油はだぶつく」とみた向きが売りに出たためです。このナイメックスの相場を映し、スポット相場も

ほぼ同じくらい下がりました。これまで中東で戦火が燃え上がると、原油価格は上昇するケースがほとんどでした。しかし、先物相場はまさに先を読んで下がったため、世界経済は混乱を免れたともいえましょう。また、世界の産油国であるソ連の政治的混乱から先物相場は一時、値上がりしましたが、それも「世界の需給に大きな影響はでそうもない」とわかるや、即座に下がりました。この結果、91年の冬をまたずに相場の先行きがはっきりし、91年は比較的安定した価格で推移し、「灯油騒動」も起こりませんでした。

このような動きをみてシンガポールでも90年にドバイ原油の先物取引を始めました。

経済大国日本はまだ、原油上場は研究している段階で具体的な段階にまで達していません。しかし、将来、上場される可能性はあり、その時にはヘッジの場がさらに広がることになりそうです。



# トップに聞く

## 情報信用産業として信頼を確立

社団法人日本商品取引員協会会長 堀野和夫氏

91年5月、商品取引員の団体である「社団法人日本商品取引員協会（略称、日商協）」が発足した。業界の自主規制団体として、今後どのような活動をするのか。業界としてはどのような展望を描いているか。初代会長に就任した三井物産副会長堀野和夫氏に抱負を聞いた。（聞き手は日経産業消費研究所商品研究部長岡本匡房）

### 業界の自主性を確立

一堀野会長は三井物産で主に業務、鉄鋼関係を御担当と聞きましたがどのような経緯で日商協の会長になられたのですか。

堀野 91年2月ごろ通産省と農林省から御依頼されました。その前から通産省の産業政策を論じていた場で「いまのバブル経済下では多少疑問はあるが基本的には健全な形の先物市場の存在が市場経済の発展には不可欠だ」と述べていましたので大役をお引き受けしました。

一会長に就任なさってまず感じたことは

堀野 これまで日本では先物取引という過当投機懸念などでまず規制が先行してました。しかし、世界において、屈指の経済大国にまで成長した日本において、先物市場の重要性が再認識され、90年末に改正商品取引所法が施行され、自主規制団体主導による業界の発展が期待されているわけで、今後は取引員各自が自覚を持って自主制と自立制を確立し「情報信用産業」として商品先物業界を発



堀野和夫会長 略歴  
昭和24年3月 東京  
商科大学（現一  
橋大学）卒業  
昭和31年9月 三井  
物産株式会社入  
社

昭和56年6月 同社取締役大阪支店副支店  
長  
平成2年6月 同社代表取締役副社長  
平成3年5月 社団法人 日本商品取引員  
協会会長就任

展させて行く、使命をおっていると考えています。

一具体的には

堀野 公正な価格形成、ヘッジ機能といった先物市場の本質をより発揮させるような制度の確立に努めることだと思います。

### 守りから攻めへ

一就任後、そろそろ1年になりますが。

堀野 いままで業界の基盤整備に力を注いできました。いわば、守りの1年でした。2年目からは攻めに打って出る時期と考えています。ビジョン作り、広報活動、さらには上場商品を増やし、国際化を進めるなど、種々の展開の具体化が必要でしょう。

一その上場の話ですが、一気に拡大をしたい？



**堀野** いや、上場商品を増やすといっても基盤の整備、社会のコンセンサスが出来ない前に上場を行っていくのはどうでしょうか。失敗したら取り返しのつかないことになります。幸い、試験上場制度というのができたので、ひとつずつ着実にやっていくことが必要でしょう。当業者の理解も得なければならぬし。そのためにも、PR、広報といった啓蒙活動をやっていきたい。

### 日本を太平洋の先物取引の拠点に

—国際化としてはどんな方向が考えられますか。

**堀野** 日本の業界は穀物、砂糖、非鉄金属など各種商品のヘッジをしています。現在、ほとんどがロンドン、シカゴなど海外で行っています。今後、太平洋経済圏の一層の発展が考えられ、その中で日本がリーダーシップをとっていくことになるでしょう。その意味で日本が先物取引の拠点になってもおかしくない。昨年、台湾にいった時「日本は江戸時代から先物取引をしていた歴史がある」と伝えてきましたが、むしろ歴史の古さより「新しい先物市場を協力して作っていきこう」という態度のほうが重要です。台湾だけで年間650万トン〜700万トンの穀物を輸入しているがヘッジはしていません。こういったアジア諸国のヘッジのニーズにも応えることができるよう、日本の先物市場を整備してゆく必要があると考えます。

### ヘッジが増えれば経済も発展

—国際化も必要ですが、ヘッジについての国内の理解を得ることがもっと先では。

**堀野** その通りで、先物取引業界としては前にも申し上げた通り基礎を整備し、信用度を確立するのが第一歩です。

—ヘッジ機能についてはどうお考えですか。

**堀野** 確かに欧米と比べるとヘッジ資金の流入はまだ少ない。日本の当業者は前にも述べたように外国のマーケットでヘッジしています。これを日本の市場でヘッジできるようにしていくことが必要です。各機能が認識され、取扱高が増加すれば流動性が増し、在庫も安心して出来るようになります。資源の乏しいアジアの加工産業国にとってもプラスになります。

—当業者の理解は進んでいますか。

**堀野** メーカーとしては価格は安定してほしいでしょうが、もし高値安定で推移すれば作る人にはプラスでも消費者にはプラスになりません。市場を通じての公正な価格決定の機能は必要と思います。価格が安定すると合理化への意欲も衰えて、長い目でみると国民経済のためにもマイナスです。市場原理が反映された価格変動を正當に評価して頂きたい。

### 市場原理により理解を

—いま経済界に訴えたいことはなんでしょうか。

**堀野** 自由経済が万能とは申し上げないが、基本は自由経済と考えています。その中でも先物市場は市場原理がもっともよく機能する場です。経済界の方々も認識を新たにして協力して頂きたい。そのためにも業界としては「情報信用産業」としてさらに信頼を勝ちえられるよう一層努力していきたくと考えています。

## 日本の商品取引所と主要上場商品(全商連調べ)

商品取引所名	電話番号	上場商品名
北海道穀物商品取引所	(011)221-9131	農産物(国内産大豆, 小豆, 大手亡豆, 馬鈴しょでん粉, 輸入大豆)
東京穀物商品取引所	(03)3668-9311	農産物(国内産大豆, 小豆, 米国産大豆, 中国産大豆)
名古屋穀物砂糖取引所	(052)571-8161	農産物(小豆, 大手亡豆, 甘しょでん粉, 輸入大豆), 砂糖(精糖)
大阪穀物取引所	(06)531-7931	農産物(小豆, 輸入大豆)
神戸穀物商品取引所	(078)671-2901	農産物(小豆, 輸入大豆)
関門商品取引所	(0832)31-1313	農産物(小豆, 輸入大豆), 砂糖(精糖, 粗糖)
東京砂糖取引所	(03)3666-0201	砂糖(精糖, 粗糖)
大阪砂糖取引所	(06)245-2261	砂糖(精糖, 粗糖)
横浜生糸取引所	(045)641-1341	繭糸(生糸)
神戸生糸取引所	(078)331-7141	繭糸(生糸)
前橋乾繭取引所	(0272)52-1401	繭糸(乾繭)
豊橋乾繭取引所	(0532)52-6231	繭糸(乾繭)
東京工業品取引所	(03)3661-9191	貴金属(金, 銀, 白金), 毛糸, 綿糸(40番手), ゴム(RSS3号)
名古屋繊維取引所	(052)951-2171	綿糸(40番手), スフ糸(捲縮グル), 毛糸
大阪繊維取引所	(06)253-0031	スフ糸(普通ブライト, 捲縮グル), 毛糸, 綿糸(20番手, 40番手)
神戸ゴム取引所	(078)331-4211	ゴム(RSS 3号)

### 主要上場商品の取引単位

金 1 <sup>キ</sup> , 銀 30 <sup>キ</sup> , 白金 500 <sup>キ</sup> , ゴム 5,000 <sup>キ</sup> , 綿糸(20単) 907.18 <sup>キ</sup> (2,000 <sup>キ</sup> ), 同(40単) 1,814.36 <sup>キ</sup> (4,000 <sup>キ</sup> ), 毛糸 500 <sup>キ</sup> , スフ糸 2,267.95 <sup>キ</sup> (5,000 <sup>キ</sup> ), 生糸 150 <sup>キ</sup> , 乾繭 300 <sup>キ</sup> , 輸入大豆 250袋(15 <sup>キ</sup> ), 小豆 80袋(2,400 <sup>キ</sup> ), 粗糖 10 <sup>キ</sup>
---

## 海外の主要商品先物市場と主要上場商品一覧

国名	所在地	先物取引所名	上場商品名
アメリカ	シカゴ	シカゴ・ボード・オブ・トレード(CBOT)	小麦, 燕麦, 大豆, 大豆油, 大豆粕, コーン, 金(100oz, 1kg), 銀(5,000oz, 1,000oz), 小麦OP, 燕麦OP, 大豆OP, 大豆油OP, 大豆粕OP, コーンOP, 銀(1,000oz)OP
		シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)	生牛, 素畜牛, 生豚, 冷凍豚バラ肉, 材木, 生牛OP, 素畜牛OP, 生豚OP, 冷凍豚バラ肉OP, 材木OP
		ミッド・アメリカ商品取引所(MIDAM)	小麦, コーン, 燕麦, 大豆, 大豆粕, 生牛, 生豚, NY渡し金(33.2oz), NY渡し銀(1,000oz), 白金, 小麦OP, 大豆OP, NY渡し金OP
	ニューヨーク	シカゴ米・棉花取引所	もみ付米
		ニューヨーク・コーヒー・砂糖・ココア取引所(CSCE)	コーヒー, 砂糖, ココア, コーヒーOP, 砂糖OP, ココアOP
		ニューヨーク棉花取引所	棉花, 冷凍オレンジジュース, 棉花OP, 冷凍オレンジジュースOP

アメリカ	カンサス市 ミネアポリス	ニューヨーク先物取引所(NYFE)	NYSE 総合指数, CRB 先物価格指数, NYSE 総合指数 OP, CRB 先物価格指数 OP
		ニューヨーク商品取引所(COMEX) ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)	金(100oz), 銀(5,000oz), 銅, アルミ地金, 金 OP, 銀 OP, 銅 OP 白金(50oz), パラジウム, プロパン, 原油, 暖房用油, 燃料用油, 無鉛ガソリン, 天然ガス, 白金(50oz) OP, 原油 OP, 暖房用油 OP, 無鉛ガソリン OP
		カンサス市商品取引所 ミネアポリス穀物取引所	小麦, グレン・ソルガム, 小麦 OP 春小麦, 白小麦, 燕麦, コーン・シロップ, アメリカ産春小麦 OP, ヨーロッパ産春小麦 OP
イギリス	ロンドン	ロンドン先物・オプション取引所(FOX)	コーヒー, 粗糖, 精白糖, ココア, ゴム, 米, MGMI 卑金属指数, コーヒー OP, 粗糖 OP, 精白糖 OP, ココア OP, MGMI 卑金属指数 OP
		ロンドン金属取引所(LME)	銅, ニッケル, 鉛, 亜鉛, アルミ地金, 錫, 銅 OP, ニッケル OP, 鉛 OP, 亜鉛 OP, アルミ地金 OP
		ロンドン国際石油取引所(IPE)	ブレント原油, ドバイ原油, ガスオイル, 燃料用油, ブレント原油 OP, ガスオイル OP
		バルチック先物取引所(BFE)	ポテト, 大豆粕, 生牛, 生豚, 大麦, 小麦, 海上運賃指数, ポテト OP, 大豆粕 OP, 大麦 OP, 小麦 OP
カナダ	ウィニベグ	ウィニベグ商品取引所	小麦, 燕麦, ライ麦, 亜麻種, 菜種, サンター・ベイ産大麦, 西部産大麦
フランス	パリ ル・アーブル	パリ金融先物取引所(MATIF) ル・アーブル取引所	ポテト, コーヒー, 精白糖, ココア コーヒー
オランダ	アムステルダム ロッテルダム	アムステルダム定期市場 ロッテルダム・エネルギー先物取引所	ポテト, 豚肉 原油, 燃料用油, ガスオイル
オーストラリア	シドニー	シドニー先物取引所(SFE)	羊毛, 生牛,
シンガポール	シンガポール	シンガポール国際通貨取引所(SIMEX) シンガポール・ゴム取引所	金, ドバイ原油, 燃料用油 ゴム
マレーシア	クアラルンプール	クアラルンプール商品取引所(KLCE)	パーム・オイル, パーム・オレイン, ゴム, 錫, ココア
香港	香港	香港先物取引所(HKFE) 金銀業貿易場	砂糖, 大豆, 金, 金, 銀
フィリピン	マニラ	マニラ国際先物取引所	大豆, 砂糖, コーヒー, コブラ
ブラジル	サンパウロ	サンパウロ商品取引所 先物取引所(BM&F)	生牛, 棉花, コーヒー 大豆, コーヒー, 生牛, 生豚, プロイラー
	リオデジャネイロ	ブラジル先物取引所(BFE)	金

(1991年1月現在, OP=オプション)

出典: FIA 月間統計/月刊誌「FUTURES」/月刊誌「FUTURES AND OPTIONS WORLD」

## 主要上場商品の出来高推移(暦年)

年	農産物		砂糖	繭 糸		毛 糸	綿 糸	ゴ ム	貴 金 属		
	小 豆	輸 入 大 豆	粗 糖	生 糸	乾 繭				金	銀	白 金
昭和43年 改正法施行	6,191,663	14,275	15,825	1,999,318	725,716	901,300	1,954,064	618,261			
昭和46年 許 可	2,979,117	9,260	119,032	2,624,148	2,390,843	2,924,747	494,956	927,886			
昭和48年	7,988,147	12,605	53,386	1,945,662	1,905,290	2,043,717	1,494,900	4,061,985			
昭和53年	4,778,017	4,673,531	100,017	1,122,667	1,845,489	3,018,099	1,684,885	1,283,486			
昭和55年	2,433,128	6,376,793	611,482	571,719	3,047,696	1,251,702	1,440,988	1,926,767			
昭和56年	4,537,720	6,097,385	254,655	129,799	2,379,134	1,073,944	705,190	2,455,124			
昭和57年	2,614,832	6,530,873	595,368	752,973	2,179,555	314,789	596,058	3,021,287	83,733		
昭和58年	2,177,154	10,427,717	1,462,838	382,234	1,698,317	245,005	1,273,186	4,036,106	81,730		
昭和59年	2,413,729	10,331,758	1,183,472	664,849	2,192,475	203,541	746,047	2,702,649	275,621	1,698,993	89,602
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	232,850	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	4,501,881	7,553,129	4,141,389	1,726,731	2,183,644	302,578	2,580,794	2,397,950	2,038,400	2,302,428	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	3,451,092	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	5,403,596

# 商品取引所法に基づく商品取引員142社(社)日本商品取引員協会会員

(五十音順, 平4年1月末現在)

- (株)アイメックス
- (株)アサヒトラスト
- 朝日ユニバーサル貿易(株)
- (株)飯島商店
- 石橋生絲(株)
- 伊藤忠商事(株)
- (株)入や商店
- 上野(合名)
- エグチフューチャーズ(株)
- エース交易(株)
- 大石商事(株)
- 大阪大石商事(株)
- 大阪卸衣料(株)
- 大阪コモディティジャパン(株)
- 大阪第一食糧事業(協組)
- (株)大島商店
- 太田商事(株)
- 大西商事(株)
- 岡地(株)
- 岡常商事(株)
- 岡藤商事(株)
- 岡安商事(株)
- 乙部米穀(株)
- オリエント貿易(株)
- オリオン交易(株)
- 加商(株)
- カネツ商事(株)
- 兼松(株)
- 河内(株)
- 河野商事(株)
- 関東砂糖(株)
- 北日本商品(株)
- 久興商事(株)
- 協栄物産(株)
- 樺田(株)
- 合田商事(株)
- 洗陽フューチャーズ(株)
- (株)コーワフューチャーズ
- 小島商事(株)
- コスモフューチャーズ(株)
- (株)小林洋行
- 五味産業(株)
- 米常商事(株)
- 三菱商事(株)
- (株)三喜商会
- 三貴商事(株)
- 三晃商事(株)
- 三幸食品(株)
- 蚕糸共同(株)
- 蚕糸周旋(株)
- 三晶実業(株)
- (株)三忠
- (株)三富商店
- 三洋コモディティーズ(株)
- (株)サンライズ貿易
- サンワード貿易(株)
- 上毛控(株)
- (株)新日本賞志
- 新日本商品(株)
- 杉山商事(株)
- (株)鈴川商店
- 住友商事(株)
- 西友商事(株)
- セントラル商事(株)
- 第一商品(株)
- 大起産業(株)
- 大協商品(株)
- 大豆油糧(株)
- (株)タイセイ・コモディティ
- 太知商事(株)
- 〒460 名古屋市中区栄2-11-7 ☎052-201-2011
- 〒103 東京都中央区日本橋本町1-1-8 ☎03-3279-5021
- 〒541 大阪市中央区平野町1-8-13 ☎06-201-2711
- 〒231 横浜市中区北仲通5-57 ☎045-201-8431
- 〒231 横浜市中区山下町1 ☎045-641-7161
- 〒107-77 東京都港区北青山2-5-1 ☎03-3497-3936
- 〒440 豊橋市萱町49 ☎0532-55-1177
- 〒542 大阪市中央区南船場1-17-11 ☎06-261-1283
- 〒461 名古屋市中区栄3-17-9 ☎052-931-0111
- 〒150 東京都渋谷区東1-26-26 ☎03-3406-4649
- 〒460 名古屋市中区栄3-14-30 ☎052-241-1556
- 〒542 大阪市中央区南船場2-5-24 ☎06-261-4231
- 〒541 大阪市中央区高麗橋2-1-10 ☎06-203-5341
- 〒530 大阪市北区天神橋3-8-9 ☎06-357-6111
- 〒550 大阪市西区立売堀1-11-12 ☎06-543-6075
- 〒103 東京都中央区日本橋小網町1-3 ☎03-3666-1181
- 〒456 名古屋市熱田区古新町2-83-1 ☎052-681-8061
- 〒750 下関市南部町22-14 ☎0832-31-5155
- 〒460 名古屋市中区栄3-7-29 ☎052-261-3311
- 〒103 東京都中央区日本橋本町3-1-8 ☎03-3241-3241
- 〒541 大阪市中央区本町3-2-11 ☎06-261-7671
- 〒541 大阪市中央区北浜2-3-8 ☎06-222-0001
- 〒550 大阪市西区阿波座1-10-14 ☎06-532-0671
- 〒810 福岡市中央区渡辺通5-24-30 ☎092-712-3111
- 〒650 神戸市中央区東町113-1 ☎078-391-7391
- 〒103 東京都中央区日本橋2-14-9 ☎03-3276-7641
- 〒103 東京都中央区日本橋蛸殻町1-11-5 ☎03-3662-0111
- 〒105 東京都芝浦1-2-1 ☎03-5440-9025
- 〒541 大阪市中央区南本町2-3-21 ☎06-261-9571
- 〒371 前橋市千代田町3-3-19 ☎0272-31-0066
- 〒103 東京都中央区日本橋浜町2-4-3 ☎03-3666-7321
- 〒060 札幌市中央区北二条西2 ☎011-261-3511
- 〒812 福岡市博多区博多駅東2-5-28 ☎092-471-1701
- 〒104 東京都中央区八丁堀1-6-1 ☎03-3553-4151
- 〒450 名古屋市中村区名駅南1-7-9 ☎052-551-8211
- 〒542 大阪市中央区南船場2-10-12 ☎06-252-3031
- 〒540 大阪市中央区谷町1-3-5 ☎06-946-4360
- 〒103 東京都中央区日本橋茅場町1-13-15 ☎03-3661-1821
- 〒541 大阪市中央区北久宝寺町2-4-9 ☎06-262-2912
- 〒812 福岡市博多区博多駅東2-9-1 ☎092-472-2191
- 〒103 東京都中央区日本橋蛸殻町1-15-5 ☎03-3669-4111
- 〒541 大阪市中央区久太郎町2-5-13 ☎06-251-4041
- 〒462 名古屋市中区志賀本通1-45 ☎052-981-3571
- 〒651 神戸市中央区磯辺通4-1-8 ☎078-232-3433
- 〒750 下関市南部町7-9 ☎0832-22-2218
- 〒103 東京都中央区日本橋蛸殻町1-19-9 ☎03-3667-5251
- 〒103 東京都中央区日本橋浜町2-19-9 ☎03-3249-3500
- 〒103 東京都中央区日本橋浜町1-3-6 ☎03-3863-9541
- 〒231 横浜市中区海岸通5-25-2 ☎045-211-0791
- 〒440 豊橋市神明町17 ☎0532-55-9161
- 〒103 東京都中央区日本橋3-2-9 ☎03-3275-1001
- 〒135 東京都江東区佐賀1-11-3 ☎03-3643-5600
- 〒650 神戸市中央区播磨町49 ☎078-331-2525
- 〒541 大阪市中央区高麗橋2-2-5 ☎06-231-7671
- 〒170 東京都豊島区東池袋1-19-4 ☎03-3988-7351
- 〒060 札幌市中央区大通西4-6-1 ☎011-221-5311
- 〒371 前橋市六供町370 ☎0272-24-2111
- 〒541 大阪市中央区本町3-4-10 ☎06-271-2153
- 〒104 東京都中央区銀座3-14-13 ☎03-3543-8181
- 〒144 東京都大田区西蒲田7-37-12 ☎03-3734-7131
- 〒440 豊橋市新本町43 ☎0532-54-8151
- 〒101 東京都千代田区神田錦町3-11-1 ☎03-3296-2451
- 〒103 東京都中央区日本橋堀留町1-10-11 ☎03-3663-5711
- 〒103 東京都中央区日本橋蛸殻町1-7-9 ☎03-3666-1161
- 〒150 東京都渋谷区神泉町10-10 ☎03-3462-8011
- 〒460 名古屋市中区錦2-2-13 ☎052-201-6311
- 〒532 大阪市淀川区西中島1-15-2 ☎06-340-5071
- 〒652 神戸市兵庫区本町1-3-19 ☎078-671-1531
- 〒541 大阪市中央区本町2-2-7 ☎06-264-2181
- 〒103 東京都中央区日本橋茅場町1-13-13 ☎03-3668-9351

(株)太平洋物産  
 大洋漁業(株)  
 太陽ゼネラル(株)  
 グイワ貴金属(株)  
 グイワフューチャーズ(株)  
 大和物産(株)  
 (株)たかま商店  
 宝フューチャーズ(株)  
 チュウオー(株)  
 中部第一商品(株)  
 (株)筒井商店  
 土井商事(株)  
 東海交易(株)  
 東京ゼネラル(株)  
 東京都中央食糧(協組)  
 東京メディクス(株)  
 東陽レックス(株)  
 (株)トーマン  
 三菱商事フューチャーズ(株)  
 豊島(株)  
 中島砂糖(株)  
 (株)ナカトラ  
 (株)中村商店  
 中山穀物(株)  
 (株)成岡商店  
 (株)西川商店  
 (株)西田三郎商店  
 ニチメン(株)  
 日光商品(株)  
 日商岩井(株)  
 日新カップ(株)  
 日進貿易(株)  
 日本生糸販売(農協連)  
 日本交易(株)  
 日本農産物(株)  
 野村貿易(株)  
 (株)ハーベストフューチャーズ  
 バシフィックフューチャーズ(株)  
 馬場健(株)  
 兵庫米穀(株)  
 広商事(株)  
 (株)福谷  
 フジチュー(株)  
 (株)藤富  
 フジフューチャーズ(株)  
 北辰商品(株)  
 北辰物産(株)  
 松村(株)  
 (株)丸市商店  
 丸梅(株)  
 丸五商事(株)  
 (資)丸二殖産商会  
 丸紅(株)  
 丸村(株)  
 マルモト(株)  
 三井物産フューチャーズ(株)  
 三菱商事(株)  
 ミリオン貿易(株)  
 明治物産(株)  
 (株)明商  
 (株)矢田商店  
 山三商会  
 山前商事(株)  
 山大商事(株)  
 山種物産(株)  
 大和産業(株)  
 山梨商事(株)  
 山文産業(株)  
 豊商事(株)  
 ユニオン貿易(株)  
 脇田米穀(株)  
 ワールド交易(株)  
 以上 142社

〒103 東京都中央区日本橋蠣殻1-11-2 ☎03-3668-1451  
 〒100 東京都千代田区大手町1-1-2 ☎03-3216-0888  
 〒104 東京都中央区銀座8-12-7 ☎03-3545-6111  
 〒104 東京都中央区銀座3-11-13 ☎03-3543-8011  
 〒105 東京都港区湾岸1-11-1 ☎03-5400-3400  
 〒542 大阪市中央区南船場2-2-14 ☎06-261-3071  
 〒453 名古屋市中村区椿町1-32 ☎052-451-5111  
 〒104 東京都中央区銀座3-15-10 ☎03-3543-8121  
 〒460 名古屋市中区栄3-21-23 ☎052-263-3211  
 〒461 名古屋市中区東栄1-9-26 ☎052-951-6751  
 〒650 神戸市中央区海岸通6 ☎078-331-7385  
 〒460 名古屋市中区栄2-8-5 ☎052-201-2101  
 〒464 名古屋市中区栄3-31 ☎052-752-2201  
 〒104 東京都中央区京橋3-9-6 ☎03-3535-6111  
 〒103 東京都中央区日本橋小網町16-16 ☎03-3666-5141  
 〒812 福岡市博多区上川端町3-6 ☎092-281-7641  
 〒135 東京都江東区佐賀1-1-16 ☎03-3642-4531  
 〒105 東京都港区赤坂2-14-27 ☎03-3588-6977  
 〒103 東京都中央区日本橋堀留町2-8-4 ☎03-3668-0651  
 〒460 名古屋市中区錦2-14-27 ☎052-204-7711  
 〒542 大阪市中央区南船場3-2-6 ☎06-251-4751  
 〒750 下関市南部町19-1 ☎0832-31-1133  
 〒751 下関市卸新町11-2 ☎0832-31-2321  
 〒530 大阪市北区西天満4-8-16 ☎06-351-5171  
 〒111 東京都台東区浅草2-3-61 ☎03-3843-6911  
 〒103 東京都中央区日本橋3-3-9 ☎03-3273-7751  
 〒541 大阪市中央区北浜1-1-27 ☎06-202-4541  
 〒103 東京都中央区日本橋3-11-1 ☎03-3277-5768  
 〒103 東京都中央区東日本橋2-13-2 ☎03-5687-9111  
 〒107 東京都港区赤坂2-4-5 ☎03-3588-2917  
 〒103 東京都中央区日本橋小網町14-1 ☎03-3668-8811  
 〒047 小樽市堺町3-24 ☎0134-23-7181  
 〒231 横浜市中区北仲通5-57 ☎045-211-2771  
 〒160 東京都新宿区西新宿7-4-4 ☎03-3369-1171  
 〒060 札幌市中央区北三条西1-10-1 ☎011-231-6558  
 〒541 大阪市中央区備後町1-4-5 ☎06-268-8353  
 〒150 東京都渋谷区渋谷1-1-4 ☎03-3407-8271  
 〒550 大阪市西区阿波座1-7-12 ☎06-537-2211  
 〒542 大阪市中央区南船場2-10-12 ☎06-251-3894  
 〒652 神戸市兵庫区御崎本町4-2-7 ☎078-651-6041  
 〒550 大阪市西区阿波座1-10-14 ☎06-533-2151  
 〒460 名古屋市中区栄1-9-16 ☎052-231-8736  
 〒540 大阪市中央区船越町2-3-7 ☎06-942-2131  
 〒060 札幌市中央区北一条西2-9 ☎011-251-4261  
 〒103 東京都中央区日本橋室町1-8-6 ☎03-3270-2211  
 〒106 東京都港区西麻布3-2-1 ☎03-3403-3111  
 〒103 東京都中央区日本橋茅場町1-9-2 ☎03-3668-8111  
 〒231 横浜市中区住吉町1-13 ☎045-662-7500  
 〒135 東京都江東区佐賀1-7-1 ☎03-3641-8411  
 〒103 東京都中央区日本橋茅場町2-17-9 ☎03-3664-8751  
 〒541 大阪市中央区高麗橋2-4-11 ☎06-202-0696  
 〒047 小樽市堺町1-22 ☎0134-23-8201  
 〒541-88 大阪市中央区本町2-5-7 ☎06-266-2111  
 〒491 一宮市栄1-11-8 ☎0586-72-8111  
 〒550 大阪市西区阿波座1-13-16 ☎06-543-2511  
 〒103 東京都中央区日本橋本町3-8-3 ☎03-3660-6800  
 〒100 東京都千代田区丸の内2-6-3 ☎03-3210-3611  
 〒460 名古屋市中区丸の内1-8-20 ☎052-202-4111  
 〒103 東京都中央区日本橋人形町1-1-23 ☎03-3666-2511  
 〒104 東京都中央区京橋2-4-17 ☎03-3273-0202  
 〒135 東京都江東区清澄2-7-7 ☎03-5245-0671  
 〒550 大阪市西区阿波座1-10-14 ☎06-543-2118  
 〒103 東京都中央区日本橋蠣殻町1-9-9 ☎03-3667-4361  
 〒103 東京都中央区日本橋茅場町3-13-5 ☎03-3666-2211  
 〒103 東京都中央区日本橋人形町1-1-1 ☎03-3667-7011  
 〒451 名古屋市中区新道1-14-4 ☎052-571-2511  
 〒103 東京都中央区日本橋浜町2-60-6 ☎03-3664-0221  
 〒101 東京都千代田区岩本町2-5-12 ☎03-3865-8611  
 〒103 東京都中央区日本橋蠣殻町1-16-12 ☎03-3667-5211  
 〒103 東京都中央区日本橋人形町1-6-10 ☎03-3668-2331  
 〒534 大阪市都島区東野田町2-9-15 ☎06-352-2241  
 〒541 大阪市中央区高麗橋1-5-11 ☎06-202-6111

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）

業務部広報課

住所 東京都中央区日本橋蛸殻町1-12-5

東京穀物商品取引所ビル3階 郵便番号103

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。

当資料室には、各商品取引所の月報、年報を始め統計データも整備され、研究者に開放されております。

開設時間 月曜日～金曜日 AM9:10～12:00

PM1:00～4:50

※ 土曜、日曜、祝祭日及び年末年始はお休みです。

### フューチャーズレポート'92

—ゴールドレポート特別号—

1992年2月1日

定価650円

---

編 集 ©日経産業消費研究所  
商品研究部  
東京都中央区日本橋茅場町1-7-5  
日経茅場町第二別館6階  
〒103 ☎(03)5640-9283

企画・販売 日経総合販売株式会社  
東京都千代田区神田小川町1-1-1  
〒101 ☎(03)3256-2271

写植・印刷 SEIEIDO

社団法人 **日本商品取引員協会**

〒103 東京都中央区日本橋蛸殻町1-12-5 東京穀物商品取引所ビル  
TEL (03)3664-4731(代表) FAX (03)3667-8256

発行・編集

 **日経産業消費研究所**

〒103 東京都中央区日本橋茅場町1-7-5  
日経茅場町第2別館6階