

# 日経フューチャーズリポート

FUTURES REPORT XVI 1997

【特集】

歴史的転換期の日本経済と商品先物市場



 日経総合販売株式会社

NIKKEI MEDIA MARKETING, INC.

# 日経フューチャーズレポート

## CONTENTS

監修 日経産業消費研究所

### 日本版“ビッグバン”で変わる 資産運用市場..... 1

東洋経済新報社金融ビジネス編集長 原 英次郎

### わが国金融システムの抜本改革 ビッグバンの衝撃と市場経済の行方..... 4

産経新聞社論説副委員長 柳島佑吉

### 商品先物市場のビッグバン 英米の経験に学ぶ..... 7

[対談] (社)日本商品取引員協会副会長 若林 茂 VS 経済ジャーナリスト 米良 周

#### 日経商品先物シンポジウム

### 市場経済化と 商品先物市場成長の条件..... 11

[パネリスト] 成蹊大学経済学部教授 本間正義

プルデンシャル・ペーチ

インターナショナル リミテッド東京支店長 柴山孝司

CME・CBOT東京事務所長 清水昭男

(社)日本商品取引員協会会長 澁谷志朗

[コーディネーター] 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⑨

### 9 石油業転の利点を生かす..... 28

日本経済新聞社開発部編集委員 岡本匡房

#### 巻末データ 取引員名簿一覧..... 31

# 日本版「ビッグバン」で変わる 「資産運用市場」



東洋経済新報社  
「金融ビジネス」編集長 原 英次郎

昨年11月、橋本竜太郎首相が、「日本版ビッグバン」の開始を宣言しました。もとはと言えばビッグバンは、宇宙の始まりのことを指しますが、1986年にイギリスが「ビッグバン」と銘打って、証券市場の大改革を実施しました。日本もこれに習って、2001年までに、金融・資本市場の大改革を行おうというのです。

狙いは、ロンドン、ニューヨークどころか、シンガポールや香港に追い上げを食らってい

る、東京市場を国際的に運用する市場として、復活させることにあります。さらに、効率的な資金運用の場ができれば、1,200兆円にも達する個人金融資産を、有効に活用することもできます。

## 「捨てる経営」の時代に

「日本版ビッグバン」の内容は、多岐にわたっていますが、一言で言えば、自由化と規制緩和を徹底して押し進めていくということです。自由化・規制緩和の裏側は、「弱肉強食」ということでもあります。

日本版ビッグバンは3つの原則を提示しています。それはFree（市場原理が働く自由な市場に）、Fair（透明で信頼できる市場に）、Global（国際的で時代を先取りする市場に）

### PROFILE

原 英次郎  
(はら・えいじろう)  
東洋経済新報社「金融ビジネス」編集長

1956年生まれ、佐賀県出身。81年慶大経済学  
東洋経済入社。「金融ビジネス」編集部、産業  
部エレクトロニクス担当、「週刊東洋経済」編  
集部などを経て、95年4月から現職

というものです。

この3原則に立って、銀行・証券・保険・商品などの垣根をなくし、相互参入を進めていこうとしています。また、商品規制の撤廃や、株式の委託売買手数料に代表される、各種手数料の自由化、金融持ち株会社の解禁も打ち出されています。

一般産業になぞらえれば、価格規制が撤廃され、新規参入も容易になるということの意味します。当然、競争は激しくなり、顧客に支持されるサービスを提供できる企業だけが生き残ることを意味します。

実際、ロンドン市場は、世界で最も使い勝手のいい市場の一つとして発展したものの、地場の証券会社は倒産したり、買収されてしまいました。名門と言われるマーチャント・バンク（日本の総合証券に似たもの）すら、欧州大陸のドイチェ・バンクなど巨大な金融機関に買収されています。アメリカでも1971年に上位10社に名を連ねていた証券会社の内、93年時点でも上位10社にとどまっている

のは、半分の5社しかありません。

日本版ビッグバンは、証券市場が中心だったイギリスと違って、銀行・証券・保険・商品を含むものです。したがって、業界の枠を超えた大きな再編は避けては通れないでしょう。その際、資本力にまさった企業が優位であることは、否定できません。しかし、自らの強みを認識し、得意分野に資源を集中して、隆々としている企業も、欧米には見受けられます。つまり、自由になるからこそ、横並びで何でも手を出すのではなく、「捨てる経営」こそが、これから重要になってくるのです。

## 実は大きい外為法改正のインパクト

もちろん、日本版ビッグバンの実施には、いまだに疑問符がついてはいます。なにしろ、戦後50年の間維持されてきた、金融・証券市場の枠組みを、根本から変えようというのですから、当然のことと言えます。

実際のところ、ビッグバンに伴う自由化・



## 改革が遅れると 資金の大量流出も

日本はいまや成熟国家となり、成長率は低下して、資本余剰の国になっています。バブル崩壊後の銀行救済対策もあり、未曾有の低金利が続き、個人も含む資産運用者にとっては、厳しい時代が続いています。外為法の改正によって、資本の出入りがより自由になれば、おカネはよりよい投資対象を求めて海外に大挙して出ていく可能性があります。

そうなれば、日本における業者間の「コップの中の争い」など、いっぺんに意味のないものになるのではないのでしょうか。

これは投資対象という点からも言えます。釈迦に説法でしょうが、例えば、欧米ではインフレをヘッジするために、債券を持っている機関投資家が、オイルの先物指数を買ってインフレ対策にするというようなことが行われています（インフレが予想されると、金利が上がり債券価格が下がるため）。このように、いわゆる金融商品と、商品や不動産の境界もほとんどなくなってきています。

慶応大学の池尾和人教授は、経済審議会の報告で、資産取引や運用に関わる規制を極力撤廃すると同時に、資産の管理・運用という視点で、ビジネスを行う者を規制する「資産管理・運用サービス業法」制定を提言しています。ビッグバンの最終局面では、これまでの縦割りに代わって、横断的な視点にたった規制が現実のものとなるかもしれません。そのとき生き残る企業は、資産運用・管理会社として、顧客にリスクとリターンの関係を十分に知ってもらい、ディスクロージャーに誠実である企業であることは間違いありません。

規制緩和をどのようなスケジュールで行うかも示されていません。ようやく1月30日に、大蔵省で金融制度調査会、証券取引審議会など金融関連5審議会の議論を調整する「金融システム改革連絡協議会」が開かれたばかりです。また、2月4日には商品取引所審議会が開かれました。各審議会は業態ごとの縦割りになっています。これでは、各業界の利害が対立しビッグバンはなかなか進まない懸念があります。

そこに実は大きな風穴をあける仕掛けが、「外為法」の抜本改正なのです。外為法の改正案はこの通常国会に上程され、国会を通れば、ビッグバンの第1弾として、98年の4月から施行される見込みです。簡単に言えば、外為法の改正によって、国内外の資本取引、つまりおカネの流れがほぼ完全に自由になります。

日本の外為法は原則自由となっているものの、実際は居住者（日本に住んでいる人）が、海外に一定金額以上のおカネを送金したり、海外の資産を取得したり、外国の銀行に預金をする場合は、大蔵省に事前に届け出なくてはなりません。また、外貨、たとえばドルを売買したいときは、外国為替公認銀行としか取引できませんでした。

これが、外為法では原則として、事後報告制に変わるほか、海外の銀行にも自由に預金口座を開くことができるようになります。外為公認銀行を経由せずに、外貨の取引をしても、法律違反ではなくなります。

電子通信技術の飛躍的発展とあわせて考えてみると、これは何を意味するのでしょうか。コストが安く、世界中を一つのマーケットとして、資産運用を行う舞台装置ができ上がることになります。

# わが国金融システムの抜本改革 ビッグバンの衝撃と市場経済の行方

## 弱肉強食の世界へ

産経新聞社論説副委員長 柳島佑吉



**PROFILE** 柳島 佑吉  
(やなぎしま・ゆうきち)  
産経新聞社論説副委員長

(略歴)昭和15年東京都出身、38年慶応義塾大学経済学部卒業、同年産業経済新聞社入社、編集局経済部次長、政治部次長、外信部編集委員、ワシントン特派員を経て62年論説委員、平成2年より現職  
(対外活動)経済審議会行動計画委員会委員(金融ワーキンググループ所屬)、政府税制調査会特別委員などを務めている。

いま個人が現金で1億円持っていたと仮定しましょう。その1億円を国内では比較的有利な金融商品といわれる割引金融債(期間1年)で運用すると年間の利息は一体いくらになるでしょうか。その答えは税引き後でたった約37万円にしかならない。銀行の期日指定定期(期間3年)に預けても、年平均税引き後約28万円しか利息がもらえません。

昔は億万長者といえ、利息で寝て暮らせるといわれましたが、昨今の情勢では、月額2万—3万円程度の配当では、小遣い銭にもならない額でしょう。

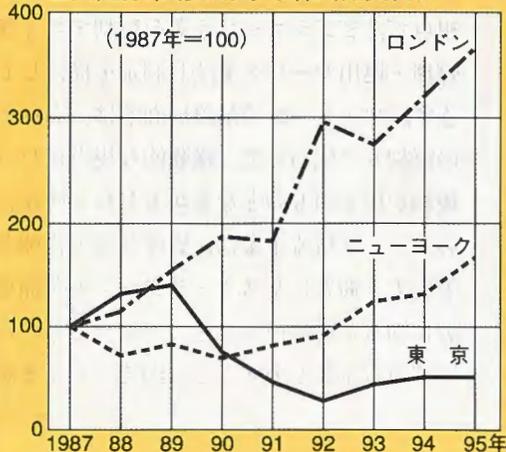
一方、海外に目を向けると、さまざまなファンドやディーラーが投資家から資金を集めてデリバティブや為替、さまざまな先物取引、不動産証券などに投資、長期的目標として年間20%程度での利回りで投資家に還元するのが常識になっています。

### 激しき増す「金融システム」間の競争

ある人は、国内が未曾有の低金利時代だから、低配当もやむを得ないと弁解するでしょう。しかし、世界経済はいわゆる「大競争」時代に突入して、製造業では「価格破壊」現象が起き、サービス面でも新趣向のものが登場しています。この「大競争」はなにも企業間だけの競争を意味しません。各国の金融制度慣行からなる「金融システム」間の競争も激しさを増しています。各企業や金融機関が生き残りをかけて、熾烈な競争を続けるのと同様、各国の金融当局が生き残りをかけて「制度間競争」あるいは「市場間競争」をしないと、21世紀にその存在価値を見い出すことができない情勢なのです。

やや前置きが長くなりましたが、こうした経緯からながめると、橋本首相が打ち出した

三大証券市場における株式売買代金

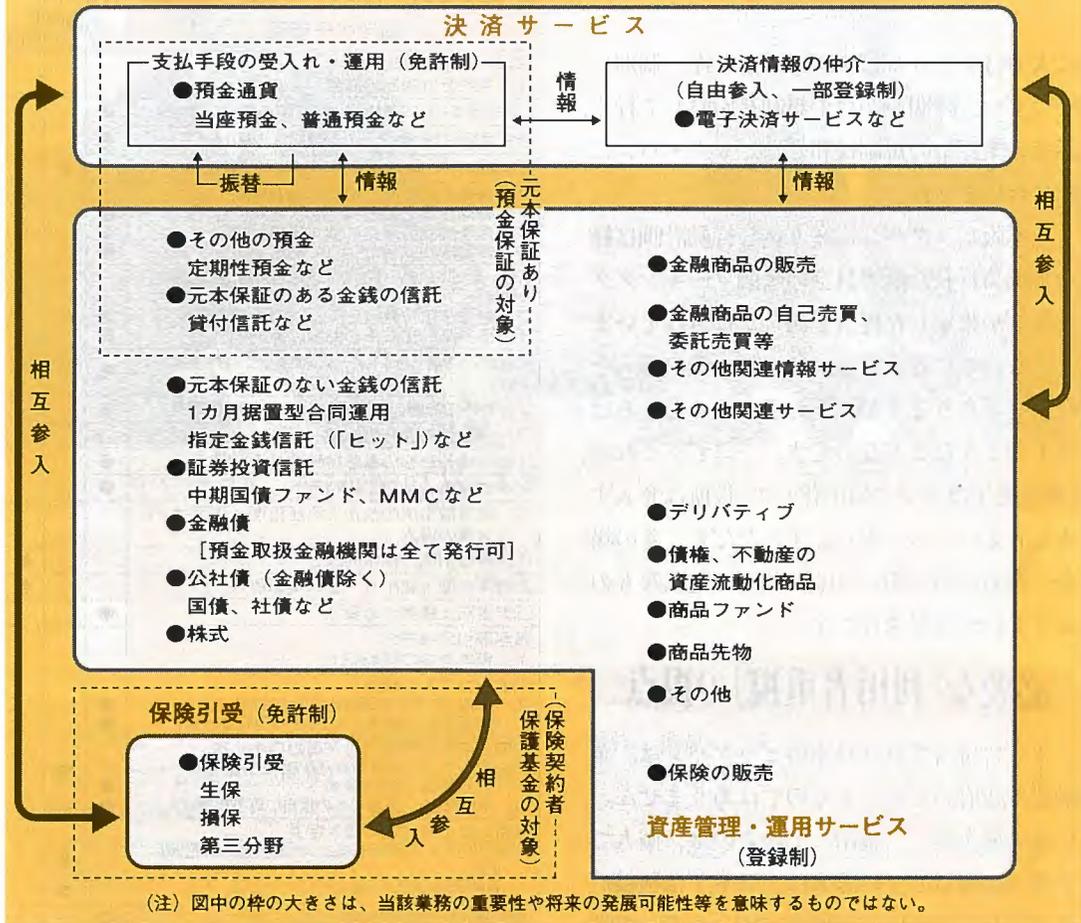


ロンドン証券取引所の時価・売買高 (億ポンド)

年	内国株式 上場時価 総額	売買代金(株式)	
		内国株	外国株
1987	3,632	1,415	517
1988	3,932	1,628	372
1989	5,072	1,977	846
1990	4,450	1,578	1,470
1991	5,302	1,802	1,417
1992	6,173	2,169	1,647
1993	7,988	2,820	2,898
1994	7,619	3,030	3,368
1995	9,003	3,232	3,954

(資料)東京証券取引所「証券統計年報」、「証券(96年8月号)」

## 金融業の参入の自由化イメージ図ー



に太刀打ちできるはずがありません。個別に一つずつ、時間をかけて規制を撤廃して行く、従来の業際型の規制緩和ではビッグ・バンに間に合いません。

日本版ビッグバンに盛り込む行動計画は経済審議会行動計画委員会の金融ワーキンググループが策定した提言で明らかにされています。この中に資産運用・サービス業の導入をうたっていますが、その意味するところは以上のようなことなのです。一言でくれば、「資産運用は完全に自由化して、役所は介入するな」というのが真意です。ただし、その場合、業者の情報開示は欧米並みの完璧なものにするのが前提条件です。

### 必要な「利用者重視」の視点

さらに付言すれば日本のビッグバンは、金融界や政府のためにやるものではありません。いまの低金利で一番困っているのは、個人であり、消費者です。法人は、日本では利益が上げられなければ、海外に支店をつくって営業すればそれで済みますが、個人にはそれができません。現在のシステムは「信用秩序の維持」と「預金者投資家保護」の名のもとに、その本来の姿から乖離した金融機関保護のシステムになっています。しかし、経済が成熟化し金融資産の蓄積が進んだ現代にあっては従来以上に「利用者重視」の視点で金融改革を進める必要があるでしょう。

ビッグバンの世界は、「弱肉強食」の世界です。条件が悪ければ、個人は国内の銀行にカネを預けるのをやめ、海外のより魅力的な業者を使うことになるでしょう。本場の英国ではビッグバン以降多くの国内証券業者が撤退を余儀なくされましたが、日本でも同様の現象が起きるでしょう。

講ずべき施策	実施時期		
	97年度	98年度	99年度
幅広い競争の実現			
1. 業務分野規制の撤廃			
(1)銀行・証券・信託の業態別子会社の業務分野規制の撤廃	●		
(2)生・損保及び保険業とその他金融業との相互参入	●		
(3)普通銀行等による金融債発行の自由化の環境整備		●	
(4)金融商品の販売に関する規制緩和			
ア. 有価証券の販売等に関する規制緩和	●		
イ. 保険商品の販売に関する規制緩和	●		
ウ. 規制緩和に当たっての留意点	●		
(5)リース・クレジット会社による資金調達に係る制限の撤廃			
ア. 社債・CP発行に係る制限の撤廃	●		
イ. 債券流動化に係る制限の撤廃	●		
(6)預金取扱金融機関外への一部決済サービス提供機能の開放	●		
(7)金融機関の業務運営等に係るその他の規制等の撤廃	●		
2. 金融持株会社の解禁			
(1)あらゆる形態の金融持株会社の解禁	●		
(2)株式保有の制限の維持等	●		
3. 証券取引法の改正と資産管理・運用サービス業の導入			
(1)証券取引法の抜本的改正			●
(2)資産管理・運用サービス業の導入			●
(3)弊害防止措置の必要性	●		
資産取引の自由化			
1. 資本市場の機能向上			
(1)取引コストの削減			
ア. 有価証券に係る売買委託手数料の完全自由化	●		
イ. 有価証券取引税の廃止等証券税制の抜本的見直し	●		
(2)取引所外での取引の一層の自由化等			
ア. 取引所での取引の一層の自由化		●	
イ. 店頭登録市場の改革	●		
ウ. 未登録・未上場株式への投資に係る規制緩和	●		
(3)新たな金融技法の導入促進			
ア. デリバティブ市場の育成とリスク管理体制の整備の促進			●
イ. 資産流動化手法の多様化			●
(4)社債発行・流通市場の改革	●		
(5)ストックオプション制度の一般的導入			●
1. 資産運用及び金融商品設計規制の緩和・撤廃			
(1)保険会社の資産運用及び保険商品に係る商品設計規制の緩和・撤廃			
ア. 保険会社の資産運用に係る規制の撤廃	●		
イ. 保険商品に係る商品設計規制の緩和	●		
ウ. 損害保険料算出団体制度の見直し	●		
(2)企業年金に係る規制の撤廃等			
ア. 「5・3・3・2規制」等資産運用規制の撤廃	●		
イ. 年金給付設計の弾力化等	●		
(3)証券投資信託の資産運用等に係る規制の緩和・撤廃等			
ア. 集中投資の制限の撤廃	●		
イ. 私専有価証券等に対する運用規制の撤廃	●		
ウ. 証券投資信託約款の個別承認制度から届出制への移行	●		
エ. 会社型証券投資信託の導入に向けての環境整備			●
(4)商品ファンドの運用等に係る規制の緩和・撤廃			
ア. 商品ファンドの運用資産構成に関する規制の緩和・撤廃	●		
イ. 最低販売単位規制の撤廃	●		
3. 外国為替管理制度の抜本的な改正	●		
規制・監督体制の見直し			
1. 破綻処理の制度的基盤整備			
(1)預金取扱金融機関の破綻処理の制度的基盤整備			
ア. 信用組合以外の預金取扱金融機関の破綻処理への対応	●		
イ. 破綻処理の透明化	一部●		
ウ. 可変保険料率の導入	●		
(2)保険会社の破綻処理の制度的基盤整備			●
2. ルール型行政への転換			
(1)支払能力・リスク管理能力の監視と早期是正措置	●		
(2)情報開示	●		
(3)時価会計の導入			●
3. 金融業における競争政策の強化	●		



日商協副会長 若林 茂 VS 経済ジャーナリスト 米良 周

## 商品先物市場のビッグバン ——英米の経験に学ぶ——

日本版ビッグバン（包括的金融改革）が動き始めています。英国ではサッチャー政権下の1986年にビッグバンに踏み切っていますが米国ではカーター、レーガン両政権の時代にデレギュレーション（規制緩和）という名の改革が進み、それが英国のビッグバンを誘い出しています。米国に20数年

遅れ、英国に10年遅れの日本版ビッグバンです。改革は大きな流れの中で商品先物はどう位置づけられ、どんな方向を旨ざしていくべきでしょうか。社団法人日本商品取引員協会（日商協）の若林茂副会長と経済ジャーナリストの米良周氏が話し合いました。

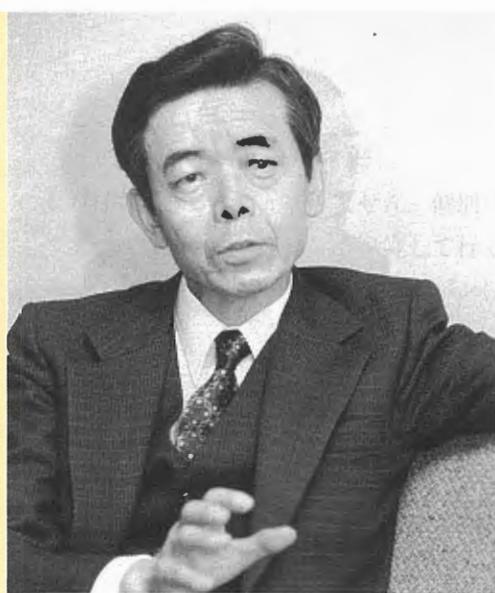
米良 英米に学ぶというサブタイトルに沿って、英米の動きを時系列でざっと追ってみます。米国のケースですが、規制緩和のメルクマールともいえる手数料の自由化は証券が75年、商品先物が78年です。そこに至るまでの道筋で71年には米ドルと金がリンクしたドル・金本位制という固定為替制度が崩れ、72年シカゴで通貨の先物取引が始まります。英国では86年、サッチャー政権下、ビッグバンに踏み出しました。伝統に固執し、地盤低下が進む英国市場の復権を旨ざす試みです。

米国は規制緩和の手綱を緩めず、その成果が90年代の情報革新とうまく融合、米国経済の活性化に寄与しています。英国市場も見事

に復権しています。自由度、透明度、国際性のいずれもが不十分な日本の金融市場の改革を進めなければ21世紀に向けて日本の明日はない。日本版ビッグバンはまさに待ったなしのテーマです。

### 欧米は一つのモデル

若林 米国の1974年のCFTC法改正等の規制緩和、英国の1986年のビッグバン、それに今回の日本版ビッグバンはそれぞれの背景と事情があり、英米の結果をそのまま手本とするわけにはいきません。効率的な市場をめざしたひとつのモデルとすべきでしょう。米国の先物市場の例でみると、74年に市場の監



督権を農務省から新設のCFTC（商品先物取引委員会）に移しています。通貨先物の登場などで従来の行政当局である農務省ではこのような変化に対応できないということでしょう。と同時に取引所の自治には限界があります。市場の信頼性確保と商いの振興というテーマは両立しにくい。独立の監視、監督機関が設立された背景です。手数料自由化は、70年代の独占禁止法違反問題をめぐる動きの中で法的措置が講じられる前に打ち出されたようです。

英国のビッグバンはシティの証券取引が自由度に欠けるというところから、サッチャー首相が反対論をおさえる形で証券、金融、商品先物、保険といった垣根を取り払い自由にやる仕組みに切り替えた、というのがその中身です。

その間の事情がどうだったか、きっかけがどうだったかは別にして、先物市場の効率化をめざした市場整備について英米には共通した点があります。先物市場に対する規制の国際比較一覧表をみてわかるように市場を真中にすえ、その信頼性を確保する目的で設立された独立の市場監視機関があるのが特徴です。受託業務の規制緩和の裏側には取引所の自治に代えて、取引員の自主規制団体があります。結果的に英米の制度は非常に似たものとなり

ました。

米良 日本版ビッグバンの三原則はフリー（市場原理の自由市場）、フェア（透明で信頼できる市場）、グローバル（国際的な時代先取り市場）です。しかし、商品先物はモノの世界という側面があります。例えば、先物市場がマネー市場化した場合、モノの価格がマネーによって一時的にせよゆがめられることになりかねません。いわゆるビッグバンの中に商品先物が同列で組み込まれているのか、いささか疑問があります。

## マネーとモノは不可分

若林 1ドル=100円、1バレル=20ドルといった具合にマネーとモノ世界はいっしょにつながっています。資金運用面で自由度が強まれば利益の見込めるところに向けて、証券市場、金融市場、先物市場の間をカネは自由に動きます。ビッグバンに商品先物が巻き込まれるのは必然であり、避けることはできません。しかしマネーの世界に組み込まれても、最終的には価格は、需給原則に立つはず

です。

米良 ビッグバンの三つの原則に照らして私は日本の商品先物の場合、固定された手数料の自由化が大きな問題となると考えます。手数料依存度が圧倒的に高い日本では性急な自由化は過当競争あるいは商品取引員の経営破たんを通じ、結局は委託者債権の安全性をそこなう、という議論はわかりますが、手数料の自由化は逆に経営の裁量余地を広げ、いろんなメニューの提供を通じ顧客サービス向上につながると考えます。

## 自由化で業態は多様化

若林 手数料問題だけを取り上げるのはいかがなものか。制度改革全体の中で考えてい

く必要があると考えます。例えば、自由化した場合の混乱に備え、委託者債権の保護機構はぜひとも必要になってくる。全体の規制緩和の中で営業活動がどれくらい自由になるかということの関係で手数料をどう変えていくか、ということでしょう。証券と商品先物の手数料は独占禁止法の適用除外で一律となっていました。証券の手数料はビッグバンの中で自由化は避けられない。その場合、商品先物の手数料は独禁法上、どうなるかという問題があります。

規制緩和により取引員の業態は多様化していくはずで。資金を集めるのがうまい、情報提供力にすぐれている——いろんな特徴が表面に出てくる。顧客の注文だけ集めるいわば小売り、それを商品取引所に仲介する卸、あるいは小売・卸の一貫、といった具合に分化してくると思います。この場合、今までの固定手数料だけで対応することは、むずかしくなるでしょう。

## FCMとIBに分化

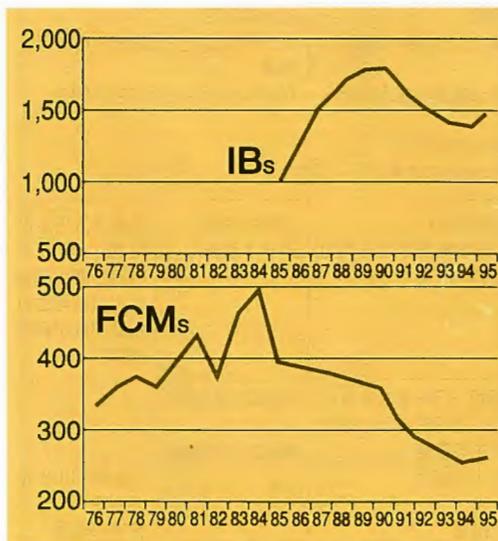
米良 米国の先物専門誌フューチャーズ・インダストリー（96年11月号）では「米国で



米良周氏

はFCM（商品取引員）がピーク時の半減、IB（イントロデュースング・ブローカー＝注文をFCMに取り次ぎ、取引執行はFCM）が増加トレンドにある」という記事が出ています（グラフ参照）。手数料自由化が業態分化を促した具体例です。日本でも卸のFCMと小売のFCMに分かれていくことが予想されます。

米良 フューチャーズ・インダストリーの1月号ではアジアの先物取引の特集があります（表参照）。日本は欧米に比べ規制が残っており、まだまだグローバルでないという点は否定できませんが、アジアの中ではフリーデではトップ、それに流動性も群を抜きます。ビッグバンの中で、ブラッシュアップされて



アジアの先物取引

	外国人の参加	外国市場への参加	外国勢のメンバー制限	自前の上場商品
日本	Yes	Yes	No	Yes
オーストラリア	Yes	Yes	No	Yes
香港	Yes	Yes	No	Yes
シンガポール	Yes	Yes	No	No
台湾	NA	Yes	NA	No
マレーシア	Yes	Yes※2	Yes	Yes
韓国	Yes※1	Yes※3	Yes	Yes
中国	No	No	Yes	Yes
フィリピン	NA	No	NA	No
タイ	NA	No	NA	No
インドネシア	NA	No	NA	No
インド	NA	No	NA	No

※1. 外国人は直前3カ月の平均一日当たり取組高の30%まで。個人外国投資家は5%まで。

※2. 商品先物はいいが、金融商品先物はいできない。

※3. ある程度の制限はありうる。先物規制当局設立後に決まる。

いけば日本の商品先物市場はアジアの共通の市場という意味合いを強めていくと思います。

## 低コスト、 使い勝手のいい市場

若林 市場コストが安く、使い勝手がよく、国際標準化が進んでいけばアジアのマネーが入ってきます。アジアは世界の成長拠点、ヘッジ資金、資産運用資金ともに大きなものがあります。アジアは縦に長く、時差がありません。日本、EU、米国、と商品先物の拠点市場ができ上が

り、その間にも垣根はなくなっていきます。

海外から多様な資金が導入されることは、市場の国際化と流動性の増大につながります。

ビッグバンは商品先物市場に次の三つを呼び込むと私は確信しています。公正な価格形成機能が市場監視機関を通じて確保され、市場の信頼性が高まる。規制緩和と自由化が市場の活性化につながる。規制だけに頼ってはいけません。非効率であった委託者保護が取引の自己責任原則の確立と商品取引員の自主規制機能の充実を通じて効率的なものとなる。ビッグバンはビッグチャンスです。

先物市場に対する規制の国際比較一覧

		米 国	英 国	日 本
	根拠法	1936年商品取引所法 (その後改正あり) 1974年CFTC法による改正	1986年金融サービス法	1990年改正商品取引所法
	規制の 対象	先物・オプション取引 (商品、通貨、財務省証券、債券、 株価指数)	投資物件(株式、政府証券、ワラ ント、オプション、先物、長期保 険等)	商品先物、オプション、指数
市場の 監視等	機 構	CFTC 独立行政委員会  5人の委員(大統領任命上院の同 意) 中立的市場監視機関	SIB 大蔵省(一部貿易産業省)からの 授權を受けた指定民間機関 15人の委員(大蔵大臣とイングラ ンド銀行総裁任命) 中立的市場監視機関	通商産業省、農林水産省
	権 限	市場の監視・監督(公正な価格形 成の維持) CFTC規則の制定 自主規制機関(NFA)の監督 商品取引所法・CFTC規則違反 の立入調査、訴追 刑事事件の司法省への回付 外国先物当局の調査への協力(情 報交換など)	市場の監視・監督(公正な価格形 成の維持) SIB規則の制定 自主規制機関(SFA等)の認可・ 監督 金融サービス法違反の立入調査、 訴追 外国規制当局への協力 (但し、1989年会社法82条)	市場の監視・監督(公正な価格形 成の維持) 省令の制定 自主規制団体(日商協)の認可・ 監督 商品取引所法違反の立入調査
商品 取引員 等の 監督	機 構	NFA(CFTCに登録された先 物業者の自主規制団体)	SFA(先物の場合) (SIBにより先物業者の自主規制 機関として公認されたもの)	通商産業省 農林水産省  社団法人日本商 品取引員協会 (通産・農水両省 により認可され た商品取引員の 団体)
	権 限	先物業者(FCM等)の登録 (NFAの授權に基づく) FCMの監督 自主規制ルールの制定  紛議の仲裁	投資業者の認可(SFAの会員と なると自動的に認可業者となる) 投資業者に対する監督 自主規制ルールの制定  苦情の調査、処理	商品取引員の許可  商品取引員の監督  自主規制ルールの 制定 苦情の処理

# 市場経済化と 商品先物市場成長の条件



【パネリスト】

成蹊大学経済学部教授  
**本間 正義**

ブルデンシャル・ベーチ  
インターナショナル リミテッド東京支店長

**柴山 孝司**

CME・CBOT東京事務所長  
**清水 昭男**

(社)日本商品取引員協会会長  
**澁谷 志朗**

【コーディネーター】

日本経済新聞社編集局商品部編集委員

**林 邦正**

## 必要性から自然発生した 先物市場

—— まず導入として、商品先物市場はどんな役割を担って登場してきたのか。澁谷さんにロンドンのLMEを中心に商品先物市場の古い歴史を持つ英国での登場の背景と役割の解説をお願いします。

**澁谷** ロンドンの金属取引所LMEの設立の由来ですが、そもそも英国は銅や錫の生産国でした。しかし、産業革命が始まり各種の産業が勃興すると、国内で採れる金属では、勃興した産業レベルを維持できなくなりまし

PROFILE

[パネリスト]

日経商品先物シンポジウム



NIKKEI  
COMMODITY FUTURES  
SYMPOSIUM

商品先物市場成長の  
条件を探る

日時 1998年11月25日(月)  
19:30~17:00  
会場 経団連ホール  
主催 日本経済新聞社  
後援 農林水産省  
通商産業省  
財経団体連合会  
特別協賛 東京穀物商品取引所  
東京工業品取引所  
財日本商品取引員協会



本間 正義

成蹊大学経済学部教授  
MASAYOSHI HONMA

1974年 帯広畜産大学畜産学部卒業  
1976年 東京大学大学院農学系研究  
科修士課程修了  
1982年 米国アイオワ州立大学大学  
院博士課程修了、Ph.D.  
(経済学)取得  
1985年 小樽商科大学商学部助教授  
1989年 国際食糧政策研究所(米国)  
客員研究員  
1991年 小樽商科大学商学部教授  
1996年 成蹊大学経済学部教授、現  
在に至る

著者は「農業問題の政治経  
済学」(日本経済新聞社)、  
「スタディガイド新統計概  
論」(共著、日本評論社、1994  
年)など多数。



柴山 孝司

ブルデンシャル・ペーチ  
インターナショナルリミテッド東京支店長  
TAKASHI SHIBAYAMA

1972年 小樽商科大学商学部経済学  
科卒業、日本軽金属㈱入社  
1980年 インターナショナル・イン  
スティテュート・フォー・  
マネジメント・デベロッ  
PMENT (IMD、スイス)  
でビジネス修士課程  
(MBA)修了  
1988年 ㈱シェアソン・リーマン・  
ブラザーズ・コモディティ  
ーズ入社  
1989年 同社取締役  
1995年 リーマン・ブラザーズ・コ  
モディティーズ ファーイ  
ースト インク副社長  
1996年 ブルデンシャル・ペーチ  
インターナショナル リミ  
テッド東京支店長、現在に  
至る

た。そこで、マーチャント達が海外から資源を確保して船で積み帰ってくる時代を迎えたのです。初めは帆船でしたが、やがて蒸気船に代わり、無線通信も発明されました。帆船のうちは、海外、例えば銅ならチリからが多かったようですが、運搬の間にロンドン価格が変わり、大損害を被ることもあったようです。しかし、蒸気船に代わり、通信が発達すると、荷物がいつ到着するか正確にわかるようになったのです。

そして、商業の盛んなシティのコーヒーハウスに荷主達が集まり「自分の貨物はいつ着くんだ」「着いたときに損をしないように貨物

を誰か買ってくれないか」という話をした。そうしたお互いの情報のやり取りが、現在のLMEの発端です。

現在のLMEの先物ルールは3カ月目が受け渡し日ですが、これは、チリから銅を運ぶのに蒸気船で3カ月かかっていたからです。また、途中入港には指定受け渡し日が現在でもあります。これらは歴史的な背景から出てきたということですね。

このように、誰かがルールを考えて急に市場を作ったのではなく、自然の必要性が先物市場を生み出したと理解しています。

—— ロンドンのお話をさせていただきました



## 清水 昭男

CME・CBOT東京事務所長  
AKIO SHIMIZU

- 1983年 南イリノイ大学コミュニケーション学部卒業 (B.A.)
- 1984年 東京フォレックス入社
- 1989年 CBOTアジア・パシフィック入社
- 1991年 タレット・アンド・トウキョウ・インターナショナル入社
- 1994年 CME・CBOT東京事務所長に就任、現在に至る  
日本証券新聞にコラム「シカゴ・ホットライン」を執筆中
- 1995年 FIA (米国先物業協会) 日本幹部幹事



## 澁谷 志朗

(社)日本商品取引員協会会長  
SHIROU SHIBUYA

- 1950年 慶応義塾大学経済学部卒業
- 1954年 三菱商事株式会社、非鉄金属部在勤
- 1973年 同社ロンドン支店非鉄金属部長兼トライランド・メタルズ社会長兼社長。帰国時にLME個人会員となる。  
同社非鉄金属第二本部長兼燃料部長、取締役、欧州三菱商事会社社長、三菱商事株式会社常務取締役、副社長などを経て
- 1994年 同社副会長に就任
- 1995年 同社副会長を退任、宇宙通信株式会社取締役会長
- 1996年 同社会長在任のまま、三菱商事フューチャーズ株式会社代表取締役会長、(社)日本商品取引員協会会長に就任、現在に至る



## 林 邦正

日本経済新聞社編集局商品部編集委員  
KUNIMASA HAYASHI

- 1971年 早稲田大学第一文学部社会学科卒業、  
日本経済新聞社入社社会部、日経ビジネス編集部、地方部などを経て
- 1981年 東京本社商品部に配属、商品市況、商品市場取材
- 1987年 大阪本社商品部次長
- 1989年 東京本社商品部次長
- 1990年 東京本社商品部編集委員となり、現在に至る

が、米国について、清水さんお願いします。

**清水** シカゴの先物は、まず現物の動きがあり、そのリアクションとして取引所のようなシステムを構築したと理解しています。シカゴの場合、1800年代の早い時期に、特にグレインについてはシカゴが国内の集荷地とされて、そこからディストリビューションが行われていました。

いわゆるシンプルなフォワードでプライスを決めることは自然発生的に生まれましたが、今、私どもが持っているようなトレードギャランティを含むクリアリングなどの仕組みができたのは19世紀の終わりの方です。ただ

し、CBOT (シカゴ・ボード・オブ・トレード) の設立自体は1848年で、集荷地を背景に、これに関係した人間が集まり、その人達のリスクをどう処理するかという問題の中から取引所的なシステムが考えられたようです。

## 日本の先物市場は 1600年代に誕生

—— シカゴは1848年の設立だそうですが、実は日本で商品先物市場といえるものが誕生

したのは、さらに100年はさかのぼる時代だったと聞いております。本当は先物先進国は日本だったわけですね。

**本間** 日本の場合、教科書的には1730年、享保15年に大阪の堂島市場を幕府が公認したのが始まりとされます。しかし、世界中どこでも先物市場は必要性に迫られて作られたもので、お上が作ったり制度的に整えたわけではありません。お上は追認の形で公認したのが実態です。日本も1730年が歴史的な年として刻まれています。実際は、1620年とか1630年頃、すなわち歴史的に刻まれた日より100年も前から始まっていました。

大阪は豊臣秀吉の時代に各大名が蔵屋敷を設け、それ以来、商業の中心地として位置づけられました。その時から、大名が年貢米を町人に任せて販売するようになりました。その後、徳川時代に商品経済が発達してくると、年貢米を換金する必要性が大きくなり、年貢米が不足してきます。そして、蔵米の不足時に、いわゆる未収穫米を担保に金を借りるようになりました。今でいう未着米の先物取引が実は1600年代には既に行われていたわけです。同時に、この取引に関して米切手、いわゆる正米切手——現物で一種の倉荷証券——や未収穫米に対する空米切手が発行されていました。

しかし、現代でも先物市場はややもすると、投機の対象として悪者扱いされるという大きな誤解がありますが、それが当時も起こり、米切手取引のトラブル多発やインフレの原因が米切手売買にあるということで、幕府が取り締まるようになります。事実は、価格の乱高下はまさに市場そのものによるわけで、米市場を作ったことや米切手の売買が引き起こしたわけではないのですが、いわば濡れ衣で、

禁止されることになったわけです。

ところが、享保時代に8代将軍吉宗が堂島の米市場を認めるおふれを出します。きっかけが、実は今日の状況と非常に似ています。先ほどインフレの話をしました。吉宗の時代は幕府の財政ひっ迫を理由に、新田開発による米の増産政策がとられました。しかし、その新田開発のせいで米価格が下落します。そこで価格を引き上げるために先物市場に注目し、解禁に踏み切るわけですね。

歴史的には闇で行われたものを公認する事態が起きたわけです。景気低迷を先物市場の認知で打開しようとしたわけですね。したがって、歴史に残る1730年というのは、実は、経済における規制緩和の日であって、実態はその前から、先物市場が日本でも栄えていたということになります。

## 生産第一主義が 先物市場の発展を阻害

——そもそも商品先物市場は、誰かがこういうルールがいいと作り出したものではなく、実は商人達の必要から自然発生的に起こったものだということですね。先物市場の機能は価格形成機能であり、ヘッジの機能だと教科書的に言われていますが、その機能も、実際にそれに携わっている当の業者が、自分達の必要上、歴史的に登場してくると。では、歴史的経緯は別として、日本の先物市場の現状はどうなっているのでしょうか。特に日本の商品先物市場は十分に拡大しないとここ何年も言われておりますし、多少の前進はあっても、その歩みは遅々たるものです。一体何が問題で、拡大を阻むネックは何なのでしょう

か。

**澁谷** 日本の商品先物取引は古い歴史があるにもかかわらず、現在は残念ながら隆盛ではありません。米国と比較し、数量的にユニットで半分、金額的に約5分の1しかありません。

発展を妨げた要因ですが、昔のことはさておき、終戦後の日本の経済復興にあります。初めは繊維から復興しましたが、繊維取引は割合と行われていたと伝えられています。しかし、その後、日本の生産の中心が重化学工業に移るにしたがい、日本の経済体制は先進欧米諸国に追いつき追い越せという体制になりました。生産を強化しなければならない。そのためには、生産が順調に行われるよう、製品の価格は生産費や原料代、生産加工費と流通費を上乗せしたものとされ、自由市場から逸脱し、市場自体が一つの建値制や談合制、カルテル制にだんだん転化してしまっ

ただ、その中で、昔から商品先物取引に従事していた方が、戦後も商売を復興させようとした。しかし、産業界も政府も全く必要だとは思わなかったようです。そこで、資産形成、あるいは投機の対象として個人相手の取引に専念したわけです。

海外の商品先物取引では、一般的に生産業者や加工業者のリスクヘッジとファンド業者の資金運用で70~80%を占め、残りが個人の投資資金です。しかし、日本は約90%強が個人で、わずかな残りが、当業者、つまり生産業者や加工業者です。知識も不十分かもしれない個人の取引が主ですから、監督する立場の行政も、個人の利益保護のために先物取引業者への監督を強化し、結果、規制が徐々に強くなり、現在におよんでいるわけです。

## ヘッジニーズを欠く 日本の先物市場

—— 日本の先物市場の拡大を阻むネックは、実は経済システムそれ自体の根本にあると。

**柴山** 澁谷さんがボトルネックとなる点を大体網羅されましたが、私が一番強調したいのは、生産者や流通業者などの産業界のヘッジニーズに日本のマーケットは欠ける点です。海外は70~80%がヘッジニーズでマーケットのリクイディティがありますが、日本は個人の投資家中心で、流動性に欠けます。この結果、価格が一方向的な力で歪められやすく、非常にヘッジしにくい。また、流動性、リクイディティに欠けるがゆえに、出てくる価格の公平性に疑問が生まれます。公平性がなければ、ヘッジはなかなか難しい。

—— 清水さん、海外からみた日本の先物市場について、お話していただけますか。

**清水** まずわかりにくいことですね。トレーディングスタイル、節ベースのトレーディングでランニングマーケットではないなどがあります。

この種類のビジネスでは、例えばファンドではポートフォリオが多様化していますが、マーケットの有名ところでトレードするよりは、他のポートフォリオのアクティビティと離れたところでトレードし、ポートフォリオを安定させる考え方があります。日本のマーケットはそういう種類のビジネスが発生しているというのが私の認識です。

もう一つ、私どもの話ですが、CBOTはグレインが中心のマーケットです。実際に取引所のビジネスもそうですが、取引所で発生す

るプライスをベースにビジネスされる方が外郭的にいます。私どもの戦略として、そういう方々のインダイレクトなビジネスをどう保つかがあります。そうすると、今、日本やこの地域の先物取引所、中国を含めたアジアのマーケットに、LMEやCBOTがどうアクセスしていくか。

CBOTでは、グレインメジャーと言われるサプライサイドが主体的にマーケットのプライスを決めていました。例えばコーンは今まで150年この形です。しかし、これからも同じ形かという、プライスは流動的です。今後は、誰が主体的に消費しているかがプライスを信じていただく上で、大きなインパクトになると思います。そこで、私どもはアジアでもマーケットを開き、そこに消費主導のインセンティブをマーケットプライスに入れていく。そうすれば、私どものプライスは150年後も使っていただける形になると思います。

その中で、アジアでの主役は、日本の取引所であり、かつ、今存在するリーディングマーケットが、これからも地位を保つため、アジアのマーケットとどうシンクロするかが重要だと思います。

## 規制緩和で 農産物先物にも脚光

—— 商品先物市場は伝統的には多くの場合は農産物から始まっています。日本も当然そうですが、農産物における先物市場の現状の問題を本間先生からお話いただけますか。

本間 農産物は、経済学では多数の生産者と消費者がいて競争的な市場が形成される一つの例として教えます。そこで決まる価格こそ、

経済学で教える価格であると。しかし、現実には、日本では、特に戦後、戦中の統制経済を引きずり、色々な農産物で価格統制、政策介入が行われてきました。

先物市場は価格変動があつて初めて成立します。価格変動がなければ先物市場はいらない。95年までの旧食糧法に見られるように、米の価格は政府が決める、また、他の作物でも政府が生産者を保護する政策介入が強く行われてきました。これが、農産物の先物市場の展開を阻んできた大きな理由です。ただし、世界の動向はガット・ウルグアイ・ラウンドの農業合意で農産物が関税化されました。今後は、国内の価格政策、米をはじめ価格を政府が固定し、価格で農産物や農業者を保護する政策が取りにくくなる状況になるでしょう。

その意味で、先物に関しては、農産物から目が離せないと思います。そこでもっと強く推し進めていかなければならないのが、規制緩和です。農業も、新食糧法で流通はかなり緩和されましたが、価格形成では、自主流通米の価格形成センターがあり、減反による生産コントロールという一種のカルテルがあったりという形で、まだまだ価格が自由に動く状況にはほど遠い。自由な価格形成を実現するのが規制緩和ではないかと思っています。

また、小麦は消費量の85%を輸入していますが、国家貿易の名の下に、製粉業界は価格リスクを負いません。2000年以降の新ラウンドでの世界的な規制緩和の一つに、国家企業や国営企業を見直す方向があり、もし、国家貿易が外れるようになれば、小麦もかなり大きな商品になると思います。

従って、今日のテーマである規制緩和に関しては、農産物は非常に大きな関わりを持ち、これから目が離せないと思っています。



## 自主規制機関が監視監督する イギリスのマーケット

—— 農産物は特に顕著な例ですが、国が価格に介入し、そのことでリスクヘッジの必要性をなくす仕組みが出来上がっているわけですね。一方で、国家が価格に直接介入しない一般産業の場合も、実は日本のシステムはリスクヘッジの必要性をなくす仕組みがあるというのが、澁谷さんのお話でした。そこで、その中で、今、先物市場に何が起きているか。海外と日本を比べると規制はどうなっているのか。大筋、大きな骨格での話を米国とイギリスについて、柴山さんいかがですか。

**柴山** イギリスでは規制しながらマーケットが発展したのではありません。あくまでもビジネス上のニーズから取引が発展し、それを制度化して、取引所が使い勝手のいい先物の方法を導入し、ユーザーが使っていくことで発展したわけです。

ですから、LMEの場合、86年にビッグバンで金融の自由化がありました。少なくとも

も商品先物はあまり大きな規制はそれ以前から行われず、取引所主導型の先物市場が形成されていました。ただ、実際に何も規制監督はないかといいますと、一応イギリスにもあります。それは、86年にサッチャー首相が金融、証券、先物を自由化して競争力を高める目的でいわゆるビッグバンを行い、金融サービス法を作りました。ヨーロッパでは日本と異なり、ユニバーサルバンキングが主流です。したがって、イギリスの金融サービス法では、証券、債券、商品先物を含む先物は、一つの法律の規制の対象になっています。

これは2つに分けられますが、1つは政府系機関、政府が主導する機関です。マーケットを監視、監督して法律を整備するための機関がSIB(セキュリティ・インベストメント・ボード)です。大蔵省から授權された民間機関ですが、市場の監視監督——基本的には公正な価格形成の維持のための監視監督と、下部機関のSFA(セキュリティズ・フューチャーズ・アソシエーション)の認可・監督業務、他に、金融サービス法を遵守しているかどうか、違反の立ち入り調査や訴追業務を行います。外国規制当局とも協力し、米国のCFTC

(コモディティ・フューチャーズ・トレーディング・コミッション) などと一緒にマーケットを監視監督しています。

## 米国はCFTCが一元的に監督監視

—— 米国はどうか、清水さん。

清水 私どものビジネスの環境は、独立政府機関のCFTCがあり、取引所はCFTCの下に置かれ、色々なことに対してここのアプルーブを必要とします。CBOTではコーンやウイートから、米国のTボンドなどの金融商品まで扱っていますが、全てCFTCのアプルーブを必要としています。CFTCは74年にできました。それ以前は上院の農業委員会の下で活動していましたが、これにより規制機関が一元化され、先物は全てCFTCからアプルーブがとれる状況になりました。

今現在、CBOTでは約25%が農産物のボリュームで、残りは金融商品が主になっています。商品開発に対する規制や方向性を話しますと、ウルグアイ・ラウンドでは補助金に対して非常に大きな不安感が出まして、これを背景に、米国では新農業法の下で、いくつかの商品のプライスサポートをやめる方向で進んでいます。しかし、プライスサポートやめます、次の年からプライスサポートがなくなりましたでは大きな問題になりますから、先物取引所がそこに対応させるフューチャーを用意したり、一昨年上場した収穫高に関する保険先物——エーカーベースでどれくらいのブッシュルの収穫が予想されるかなどの種類のコントラクトを用意することで対応します。

つまり、政府の農産物に対する規制緩和の方向の中から私どもが商品を設定する。その他にも、地方政府レベルで農業者が穀物のプライス設定のためにプット、売る権利を買っていると、プットのプレミアムは地方政府が出すという方向が打ち出されています。このように、政府が一つの価格でプライス設定するよりは、農業者が自身でプライス価格を決定するために政府サービスを使おうという方向に変わってきていると思います。

商品開発上、先物取引所は規制緩和が世界的に続いています。いわゆる環境商品では、発電所が排出する亜硫酸など大気汚染に関する先物などは、逆に規制が強化されています。私どもは21世紀の商品として環境ものの先物は十分成り立つと考えています。つまり、規制緩和の中で新商品を開発し、規制強化の中でもまた新商品を開発するのが、先物取引所の一つのテキストだと思います。

## 日本は監督官庁がすべての権限握る

—— 米国やイギリスのマーケットに対する規制やその仕組みについてお話していただきました。日本での市場拡大を阻むネックは、先ほど澁谷さんからお話がありました。そこで、これを前提に、これからの改革の方向を考えたいと思います。日本の商品先物市場をより活性化することが日本経済のために一つの方向として正しい道筋であるということがベースですが、改革の突破口は何か、現状の問題は何か、海外の規制のあり方と日本の規制の比較なども加えてお願いします。

澁谷 今までの話と日本の現状を比較します

と、日本の場合は、全てを主務官庁がやっていることがあります。米国では財務省や商務省、農務省はそれぞれ政策を司り、その下に市場を監視する機構として CFTC があり、取引員、業者を監督する NFA という自主規制団体があります。市場の監視、商品取引員などの監督は CFTC や NFA が行います。英国も全く同様の体制です。

日本だけが少し違って、政策も、決定も全て大蔵省や通産省、農林水産省が行い、市場監視も法律的にこれら3省の担当、商品の監督権限を法律的に握っているのもこの3省です。ただ、あまりに世界の情勢と違うため、約6年前に日本商品取引員協会が主務省の指導で作られ、自主規制ルールに関しては、日商協が主務庁の法律を遵守した上で、お互いの話し合いで行っています。

ちょうど、大蔵省改革で、金融庁の創設などが報道されていますが、これは、監視を別にしないと本当の政策論議が業界側から政府、行政に対してできにくい、許認可権と政策論とが同じ部門ではまずいといった基本論があるからだと思います。

この一番の根っこの部分は、米国はすでに20年前に分離しています。イギリスでも10年前に分離しています。ところが、日本はまだ分離していないことが根底の問題だと思います。ただ、これは今後の政治情勢を待たなければいかんともしがたいことです。そこで、その下の部分の範囲内で、業界の自主規制を徹底させ、消費者、ユーザーにご迷惑をかけない取引の方法の実施や、取引員の会社内容のディスクロージャーの徹底によって、お客様が取引業者を選定できるようにするなど、実際的な改善方法を色々と模索しています。

## 生産至上主義、護送船団方式 見直しの必要性

—— 改革の一つの出発点は、市場への規制の仕組みを変えるということですね。では、どんな方向を目指した改革をすべきでしょう。  
**本間** 会長からシステムの問題点も含めて色々とお話がありましたが、具体案の前に、基本的に日本のシステムは変わらねばならないというコンセンサスを、まず明確にする必要があります。

日本の戦後の高度経済成長では、あれほどの経済成長をしたわけですが、これを支えた基本的システムは、計画経済的な資源配分でした。市場メカニズムへの否定があり、ある意味での生産至上主義でやってきた。企業といえども、競争よりは共生の中で生き残りを図り、護送船団方式というか、色々な産業がなるべく落ちこぼれない形で経済運営を図ろうとしてきました。これは、形は市場経済ですが、やはり計画経済的な資源配分といわざるを得ない。確かに右肩一本上がりの成長時期は良くても、今日的な変化が期待される時期には全く機能しないと思うわけです。

したがって、発想の転換として、生産力、生産者優先主義から消費者重視への転換、それから、これまでの護送船団方式、競争否定の平等主義を根本から変えていかなければなりません。また、この計画的資源配分を支えたのが官僚制度ではないでしょうか。許認可の話もありましたが、官僚制度、許認可によって護送船団方式がとられてきた。今、これが揺らぎつつあります。したがって、規制緩和が全て解決するわけではありませんが、こ

これまで縦割り行政の中で進められてきた官僚制度を見直し、同時に、市場を活性化する根本的な道として、経済人として自由な活動ができる場を提供することではないかと思えます。

## 規制緩和で 責任増す市場

—— 1940年体制が日本の経済システムの根幹にあり、だからこそ商品先物市場の役割もあまり重視されず、大きな発展もなかったということですね。では、この認識の下、規制緩和をめざすにしても、どういう市場をめざし、改革するのでしょうか。

**柴山** 改革は行政による規制緩和であると、澁谷さんからお話がありました。そこで、規制緩和を進めると原則自由化になります。そこには、当然、権利と責任が発生します。私の念頭にあるのは、取引所がどうなっていくか、商品取引員の業界はどうあるべきか、自主規制団体や政府の監督機関の果たす役割は何か、投資家がどう先物を使っていくかを考えなければいけないということです。

我々は自由経済の中で、常にまず自分の自由を主張しますが、自由の下には、果たさなければならない責任もあるわけです。

それで、今あげた項目を一つ一つ取り上げてみたいと思います。まず、商品取引所です。米国では上場品目は商品取引所が決めています。決定のペースとして一番最初にくるのがヘッジニーズです。産業界がその商品を使ってくれるのか。産業界の需給バランス、価格の変動性、流動性への期待感を検討し、流動性がどの程度高まるか、実証的に研究した上

で上場取引品目を作っているわけです。

日本と違うのは、上場取引品目は日本では省庁の主導で、必ず成功が見込めるものについてのみ、慎重な協議を加えて決めています。米国では上場品目は取引所の自由です。80年代以降、実際に数百という単位で上場されましたが、残ったのは2~3割です。その意味するところは、作る時のスタディの後は、マーケットが自由に決めるということです。したがって、今後は、新規上場品目は取引所が責任を持って作っていくことでしょう。

それから、日本の場合、クリアリングがしっかり確立されていないので、取引所の責任ある活動としてクリアリングシステムを充実させる必要があります。また、証拠金、マージンに柔軟に対応することも必要です。従来の証拠金制度をマーケットの変化、ユーザーのニーズに合った形に変えていくのが、取引所の責任だと思います。

商品取引員については、規制緩和下では競



争が激化します。また、手数料率の自由化問題もあります。現在の商品取引業界は、日本商品取引員協会の加盟会員だけでも130社あり、これだけの過当競争の中で手数料率が自由化されると大変な時代になります。その中での対応として、コスト削減を図り、創意工夫による新規の商品開発、これは従来の商品先物というより、金融を含めた商品開発力をつけていく必要があります。それから、中のシステムの強化も重要です。これは顧客サービス面のシステム強化と、内部管理という意味のシステム強化があります。というのは、競争が激化して新規商品を手がけていけば、リスクを伴う場面が多々出てくるわけですね。そのリスク管理という面で、システム強化が必要になってくるわけです。

政府や政府系機関の指導監督、あるいは自主規制団体は、今後の自由化の中でどう投資家を守るかが課題です。誰かに価格が異常に歪められることがないかを監視し、マーケットに常に正しい情報が流されるように監視を強化することです。

## スクラップ&ビルドで 商品開発

—— 清水さん、何か補足はありますか。

**清水** 柴山さんにつけ加える形ですが、新商品の開発の話をして。私どもの取引所はスクラップ&ビルドという形で商品を上場します。うまくいかなければやめる。その辺ははっきりしています。CBOT二千数百のメンバーがおり、メンバーに対する取引所ですから、どんなベネフィットをメンバーに、供与できるかが基本になります。

この立場では、上場はしたが全然ボリュームが上がらないコントラクトを上場し続けることはメンバーへの説明上問題が発生します。ですから、実態のないコントラクトは早めに上場を廃止するということになります。柴山さんのお話にあったように、新商品を上場して3年後に500以上のボリュームをあげているコントラクトは大体20%ぐらいです。逆に言えば、うまくいかないコントラクトは3年以内に死んでしまうということです。そう考えると、日本ではアルミの上場をこの10年間議論されていますが、その間に私どもはアルミを3回ぐらい上場して取りやめることが可能なわけで、商品開発上、日本の取引所は比較的競争力がないと言えるでしょう。もう一つ、私どもはポートフォリオ同様、たくさんのプログラムを持っています。そして、あるコントラクトのボリュームが爆発的に増えたとすると、他のコントラクトが駄目でも、取引所全体としてボリュームが増えていけば、メンバーに説明がつくと考えています。

クリアリングのシステムですが、先物は日々のポジションを清算して次の日に進む種類の取引です。そこで、清算の機構をクリアリングシステムと呼びますが、これが機能しないと、売買がギャランティできなくなります。今、世界的にクリアリング、証拠金に対し、効率的なマネジメントを行おうという動きが進んでいます。

## ディスクロージャー促し 信頼高める

—— 先ほど、ある意味で行政改革が日本の先物市場や規制のシステムを変える出発点で

はないかというテーマが出されました。その規制緩和の具体的な内容、中身について。規制は、二つの側面があり、業務に対する規制と、マーケットそれ自体に対する規制があると思います。これをそれぞれについて、何をどうするかという提案がありますでしょうか。それから、これと関連した話ですが、投資家にいかに正しい情報を流すか、ディスクロージャーのあり方と、そこに業界自主規制団体としての日商協がどういう役割を担うのか、澁谷さんにおうかがいしたいと思います。

**澁谷** 規制とディスクロージャーですが、我々日商協は、商品先物取引員の監督をしています。ただ、そのやり方は、先ほど申し上げた通り法律に基づいていません。社団法人として会員を集め、その総意に基づき自主規制をし、正しい取引をしていこうとの姿勢です。一番初めに申し上げたように、欧米では自主規制団体を、このようなものではなくて法律に基づいた権限を持たせて自主規制を行わせています。規制徹底の意味では、その方がベターであろうと思っています。

これも全体の行政改革の流れの一部ですから、その先端だけを直すのは難しいと思いますが、行政がいかに優秀でも、各取引会社の行状の末端までつかむのは非常に困難ですから、皆さんがおっしゃるような、マーケットが自分でジャッジするか、メンバー相互間でジャッジする方向に早く持っていかなければいけないと思っています。これは、先ほどの本間先生のお話にあった一つの経済システムの考え方と全く同じことでして、日本は全てにコンセンサスがあり、全部の同意がないと新しい商品も上場できません。ニーズがあれば上場し、なければやめるというフレキシブルな考え方があまりない。この辺の感覚が、

色々なことを妨げているのではないかと思っています。

ディスクロージャーについては、清水さんから約130社の加盟取引員がいると言われましたが、この中で上場会社は6社です。つまり、残りはプライベート企業で、法律に基づき財務諸表はディスクローズされますが、そのベースとなる営業姿勢や将来計画などは、公開されているとは申せません。この辺をタイムリーにディスクローズし、利用者がどの会社を使ったら安全か、どの会社が自分に一番有利な情報を提供してくれるのかといった判断材料にできるようにしたいと考えています。

さらに、日商協の役目ですが、まさに、今までに申し上げてきたことです。つまり、そうした環境を早く醸成する、自主規制の不十分な点を十分にする、ディスクロージャーを促す、そして社会的な取引員に対する信頼を高めていくことですね。また、当業者が日本の商品先物に入っていないという点については、一つには当業界に対する信頼が不十分ということも、先ほどの日本の特殊な経済システムに加えてありますので、その辺も改善していくことが役目とも思っています。

### 経済行為としての投機の 意義広める工夫を

**本間** これは日商協を含めた業界へのお願いでもあります。先ほど申し上げたように、行政改革、規制緩和からのアプローチは、機関投資家を増やす効果があると思います。日本の場合、個人投資家が非常に多く、それが特徴でもあるわけですが、実際数はかなり

一定化し、個人投資家そのものも、自由に入  
入りするシステムにはなっていません。やは  
り、そこが問題の一つだと思うんですね。

さらに、一般の人が商品先物や投機という  
言葉を聞くと、ギャンブルと混同される場合  
が非常に多いわけです。つまり、商品先物で  
資産を運用しているという、非常に危険に  
思われてしまう。これは非常に不幸なことだ  
と思います。そこで必要なのが、ギャンブル  
とスペキュレーションの違いをきちんと説明  
されることだと思います。簡単に言えば、ギ  
ャンブルは人工的に作られたリスクを引き受  
けること、スペキュレーションは経済現象の  
中で起きる経済変動に対するリスクを引き受  
けることで、意味は根本的に異なります。

したがって、資産運用としてもっと多くの  
人達に先物を利用してもらうためには、投機  
は決してギャンブルではなく、むしろ、投機  
で儲けるには、かなりの情報を収集し、時代  
の先取りができなければ決して儲からないこ  
と、資産運用は単に他人に預けて任せるので  
はなく、自らがそれぞれの商品の先行きをみ  
ながら意思決定をする一つの経済行為だとい  
う認識を啓蒙していただければ、もっと商品  
市場が身近になるのではと思っています。

—— 投機とギャンブルは違うというお話で  
したが、先物市場には投機家とヘッジ目的で  
取引引きする人が存在し、投機家とヘッジャ  
ーがかみ合って公正な価格形成に役立つとい  
うのが先物市場の理念です。しかし、残念な  
がら日本は投機家主体のマーケットで、ヘッ  
ジのための取引が非常に少ない。そのため、  
価格形成も、ともすると歪んだ価格形成にな  
りやすいというお話もありました。

## ヘッジニーズ開拓が アルミ・石油成功のカギ

—— 現実的な身近な問題として、今後いく  
つかの大型商品の新規上場が予定・計画され  
ています。97年春からは非鉄金属のアルミが  
スタートし、その後には、まだ未定ですが、  
石油製品や米なども候補商品として想定され  
ています。こうした大型新商品が先物市場の  
中で円滑に取り引きされ、結果的に経済的効  
果を担うことが、当面の市場にとって必要な  
ことだと思いますが、それが、今のままでう  
まくいくのか、あるいはどういう条件を作る  
べきなのか、ご意見を。

柴山 私は、以前アルミ業界におりまして、実  
際に LME を使ってスペキュレーションや  
ヘッジをした経験があります。その経験から、  
上場品目として成功するには、産業界のニー  
ズが必要です。日本は、アルミの消費量が年  
間 300 万トン以上、世界の 15% ぐらいの需要  
量があります。ですから、量的な面では十分  
可能性があると思います。それからアルミの  
ボラティリティでも、LME の歴史を見るよ  
うに、アルミは成功の歴史です。その意味か  
ら、上場される上で、全ての条件をうまく  
取り込めれば、成功の可能性は十分にありま  
す。

成功の条件として一番重要なのが、産業界  
のヘッジニーズです。実は、来年の試験上場  
に向けて取引所は積極的に準備を進めていま  
すが、一方、産業界は、すでに価格形成では  
LME があり、そこで支障なくリスクヘッジ  
をしているから、日本でわざわざ作る必要は  
ない、表面的には参加したくないという態度

です。しかし、産業界のヘッジニーズがなければ、特に流動性の面で非常に問題です。ですから、上場は大変だと思いますが、人間は変わり身も早いですから、たとえ産業界にヘッジニーズがないと言われても、国内で円取引をする小さなユーザー、アルミの押し出し業者とか、再生業界メーカーのニーズが出てくるのではないかと思います。また、日本の商社が、円貨ベースの値段と LME のドルベースの値段の歪みをとらえ、一種のマーケット間の裁定取引のようなことをすることもできます。したがって、最初は難しいかも知れませんが、潜在的ニーズはあると思われます。そして、多少時間がたち、価格の公平性、流動性が出てくれば、今反対している業界からもヘッジニーズが出る可能性はあると思っています。ですから、当初は非常につらい日々を送るかも知れませんが、取引所が本気で取り組めば、将来はアルミも成功する可能性があると思います。

また、成功の条件で価格の主導性をあげましたが、世界中の銅やアルミの価格を牛耳っている LME がありますから、日本の円のマーケットが LME をしのぐことまでは私は考えません。しかし、LME の一種の写真相場

で共存する可能性は十分にあると思っています。

## 自由化で求められる 米の価格形成の場

—— アルミ、石油製品の可能性は十分だと。では、本間先生に、かなり先の話かも知れませんが、米の可能性をお聞きます。また、農業分野の政策面での先物市場の役割もお願いします。

**本間** 国内の前に国際的な動向をお話すると、基本的に米は自給が多く、国際商品になりづらい部分があります。生産量の 4～5% 程度しか国際市場では出回っていません。米は CBOT でもマイナー商品として扱われています。しかし、タイで米の先物市場創設の動きがあったり、ガット・ウルグアイ・ラウンドの合意で、農産物は国際的な調整の中で動き回る時代がやってきます。米は、いずれ関税化の道を歩まざるをえないと個人的には思いますし、かなり国際商品化することが見込まれます。

その中で、まだ、国際商品としての地位を



確立していない米に対して、日本は、今後、大きな輸入国となる可能性もありますし、種類によっては輸出ができる品目があるかも知れません。例えば、日本でもおいしい牛肉は輸出しています。今の内外価格差では無理でも、もう少し内外価格差が狭まれば、おいしい米の輸出ができる状況がくるかも知れません。そういうことを見越した場合、日本に米の先物市場を作り、整備しておくのは非常にメリットがあり、また、日本の先物市場全体の活性化にもつながると思います。

国際市場での位置づけは先の話としても、現実に国内を見渡したときに、95年の11月に新食糧法が施行され、国内の流通規制は緩和されました。農家は直接消費者に売っても、農協を通していいシステムに変わったわけです。そこで、生産者や買う側が知りたいのは価格、価格形成をどこでするかです。今は、自主流通米の価格形成センターで入札が行われ、一応の指標は作られています<sup>3</sup>、値幅制限もあり、非常に制限的な市場で、必ずしも市場実勢を反映していないわけです。

そこで、これに代わって、やはり正米市場が形成されなくてははいけません。しかし、農林水産省は価格形成センターを将来的には正米市場にするとは言っておりません。価格規制、ある程度の流通管理が役割だと彼らは思っています。したがって、これを自由にする形の規制緩和の方向には、なかなか進みません。が、現実には米が自由に流通している以上、価格形成、あるいは将来渡しの市場が必要です。さらに、生産者からも何らかのヘッジをしておきたいという誘因は、当然出てきます。

ですから、自然発生的に正米市場と、それに基づく先物市場は形成されるのではないのでしょうか。しかし、その担い手は政府の価格

形成センターではなく、計画外流通米の市場が中心になる、と個人的に期待しています。事実、まだ小規模ですが、民間にそうした動きがあって、栃木県小山にはジャパニーズ・オークションが出来ましたし、そうしたものが今後各地で広がり、それがまとまった市場に展開するのではないかと思います。

## 価格メカニズムが 農業を活性化

—— 規制緩和の農業分野での役割、意義をどうお考えですか。農業分野に市場メカニズムは適当ではないとの議論もありますが、市場メカニズムを使う意味があれば教えてください。

**本間** 農業衰退の大きな原因として価格政策、価格を通じた農業保護を指摘します。価格変動は農産物の大きな特徴として認めていい。しかし、価格を安定させることに意味があるのでしょうか。

農業にとって価格変動が困るのは確かです。しかし、困る理由といえば、所得が不安定になるからで、決して価格が不安定だからではありません。つまり、価格はマーケットに任せ、価格変動で困る農民に対して、農業共済のような保険制度や米国で導入された直接所得保証制度など、別の方策で助けるべきです。価格はマーケットに任せ、一定の所得保証は行うという切り換えが必要です。

本当の政策目的は何かに焦点を絞れば、これまでの農業政策は、全て価格におんぶしてきた。つまり、価格政策の名の下に、所得政策や様々な誘導政策を採ってきた。そうではなく、価格はマーケットに任せ、それまで価

格に負わせていた政策は直接、的を絞った政策として打ち出す。デカップリング、切り離し政策と呼びますが、これを政策の基本に据えなければいけないと思うわけです。

価格が決まっていたこれまでの農業政策では、農家は市場を見ないで政治家を見ます。つまり、政治家への働きかけが生産者としての行動になってしまう。そうすると、コストダウンの努力や、他の農民に先駆けた新技術の導入などの経済のダイナミズムがとて損なわれてしまいます。これが最大の農業衰退の原因なのです。

それを証明するように、価格メカニズムがいかに農業を活性化してきたかという例が過去の日本にあります。戦前の北海道の十勝地方、小豆相場などで非常に価格変動の激しい中で生きてきた農民が数多くいた場所です。彼らは、価格変動や相場を通じて企業者の農民として鍛えられていったのです。価格変動への対処を考えながら、熱心に情報を収集したり、新技術へ強い関心を示しました。一方で果敢な投資行為もありました。これが十勝農民の基礎を築き、戦後の革新的事業に開花します。いくつかの農協で、例えば初の全自動一貫化システムを導入し、馬鈴薯コンビナートを作り、大正メイクイーンの量産化に成功するなど、全国に先駆けた革新的な戦略を打ち出しています。

経済学的に研究すると、そうした時代の生産性や技術進歩は数値的に非常に大きいとの結果が出ています。が、これが1970年代以降、並に戻ります。この時期は、自由市場に任せた作物から政策価格による作物——酪農や小麦、大豆などに転換した時期に当たります。そのために、明らかに生産性が落ちた。そういう数値的な証拠があります。

日本の農業は衰退しているといわれますが、しかし、価格メカニズムを有効に発揮させれば、どうしてすぐには死なないと思います。私自身、色々な調査を通じて、そうした農民がたくさんいるということを感じています。

## アジアの中心市場として 成長の可能性

—— 柴山さんから米国型か、LME型かというお話がありましたが、日米欧を含めて、どのようなマーケットの仕組みに標準を見出し、出していくべきかを、澁谷さん、お聞かせください。あわせて、本日のシンポジウムの議論を踏まえ、これからの日本の商品先物市場の将来性、可能性をどう考えておられるのかをお話いただけますか。

**澁谷** まず、標準とは何かですが、全世界の取引所が全て一つの規則に従って活動しなければならないとは思いません。全世界の取引所が全く同じ規則である必要はないと思っています。取引所による特徴があっているのではないのでしょうか。

LMEと米国のマーケットとは違います。クレジットの違いがコストの差になり、LMEの方に玉、取引が大幅に片寄っています。また、穀物ではシカゴが圧倒的に有利です。それぞれの商品の特徴やロケーションで、取引所の微妙な差異は出てきていいと私は思っています。ただ、その基礎になる安全性や透明性、価格の公平性は、一つの標準として当然なければいけません。

日本の先物市場の可能性ですが、私は非常にあるし、あらねばいけないと思います。その理由として、アジアの経済発展は著しく、

米国やヨーロッパに匹敵する、あるいはそれ以上の大マーケットです。アジア独特の商品もそこにはあり、こうした独特な商品が上場されてきて、日本のマーケットは存在していくと思います。もう一つ大きな理由として、時差を忘れてはいけないと思います。取引が世界を回ること、みんなのリスクをなくしていくのも、マーケットの必要性です。

ただ、基本的に有利な条件があれば、何の努力もなしで日本がターミナルマーケットになるかという、決してそうではありません。相当な努力なしには、日本に集中することにはならないでしょう。解決すべき課題はたくさんあります。まず、従来の経済システムによって、日本が非常に高コスト構造になってしまっている点です。この高コスト構造を改めなければいけません。取引所自体もコストのかからない、自由化にとって便利な構造にする必要があります。それから、先物取引は大金が同時に動きますから、先物市場と並列してあるべきファイナンシャルマーケットも世界の中で優れたものでなければいけません。

日本の金融空洞化がいわれますが、それでは、日本のコモディティマーケットはうまくいきません。金融マーケット、証券マーケット、コモディティマーケットが並列して、世界で一番優れたものである必要があります。

## 金融・商品先物は 一体化

—— 最後に、パネラーの方で、これだけは言いたいということがありましたら。

柴山 私が思うに、日本の先物業界は、将来は金融、商品一体化していくでしょう。

ケイ線を見ても、何を見ても商品で作ったプログラムは金融でも使え、金融界の方が投資方法としてプログラムを作り、それを商品に応用しても、全部は適応できなくとも、やはり応用できると思います。結果、日本のように商品と金融を分ける必要は薄れ、米国と同じように、先物は一体化してしまうと思います。ですから、日本の商品先物が伸びるには、金融と一体化した考えが必要です。

また、規制緩和が進むと、日本の産業界が構造改革、規制緩和の激震の中に投げ込まれます。いいところもあれば、非常に厳しい時代に直面するところもあるわけです。その状況で、例えば事業会社は、貸借対照表の中で何を考えるかという、総資産、総負債の額を減らし、資本効率を良くしようとします。これは、できるだけリスクを低くしつつ、利益の上がるところで儲けることです。そして、リスクを低くするには2つの方法があります。リスクがあるものはやらない方法と、リスクをヘッジする方法です。

そこで、将来は、リスクヘッジにまでこの業界が乗り込み、企業経営の上で、何らかのヘッジニーズのファンクションを提供することまで考えなければいけません。そのためには、オプションなども全部入ってきますから、新しい商品開発も必要です。その意味で、先物業界は金融と一体化し、産業界に自分の持てるファンクションを売り込んでいくということが重要ではないかと思います。

—— 柴山さんのお話が、まさに本日の結論ですね。日本経済の中に先物市場を位置づけていく。そのためには、従来の仕組みだけでは駄目で、まず突破口は行政改革・規制緩和ではないか、これが本日のコンセンサスです。



## ⑨石油業転の利点を生かす

業転。なんとなくおどろおどろしい響きを持った言葉です。正式には業者間転売物と書き、業者の間で行われているスポット物の商いなどのことをこう呼んでいます。特に石油製品を取り扱う商社、問屋などでよく、行われているところから、単に「業転」といった場合、石油製品のスポット取引を指すようになりました。スポット取引は需給の調整に、公正な価格の形成になくてはならないものであり、その意味では先物取引とよく似ています。しかし、決定的に異なっている点もあります。そこで、今回は業転の功罪について探ってみましょう。

### 業者間で転々と売買

業転という一般にはあまり知られていないこの言葉が一躍、脚光を浴びたのは石油卸業泉井石油商会をめぐる事件からではないでしょうか。

この事件はまだ真相がはっきりしていませんが、泉井石油商会の泉井純一代表が三井鉱山と三菱石油の業転を仲介して多額の手数料を取ったり、決済期日の差を利用して巨額の融資を受け、そのうちかなりの額を政界工作などに使ったというものです。

その真偽はともかく、業転が「裏金づくり」に使われたというのが一般的な見方です。この結果、日本経済新聞でも「業転舞台に踊る裏金」というショッキングな見出しで事件を報道したほどです。

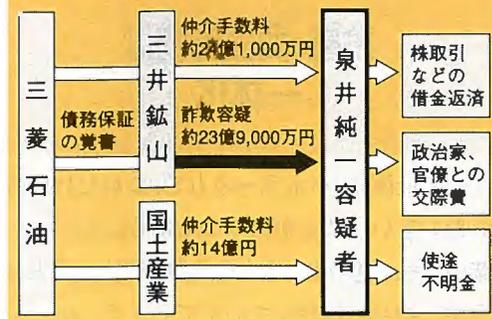
それでは業転とは一体、どのようなものな

のでしょうか。業者間転売物という言葉が示すように、石油製品を扱う業者の間を転々と売買される石油製品のこと、重油、ガソリン、灯油などほとんどの石油製品で行われています。とはいうものの、実際に現物が動くのは最後の買い手の段階で、帳簿上の操作が大部分を占めています。数量は多い時でも石油製品の数パーセントで、ほとんど商いがない時もよくあります。

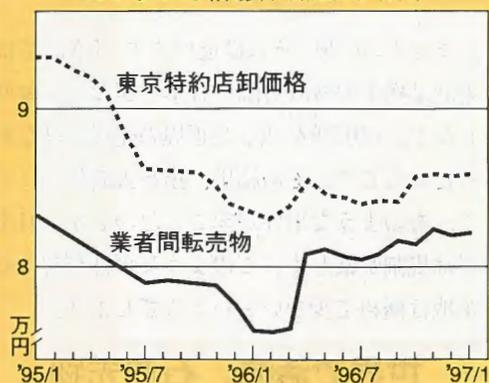
### 石油業法が生んだ鬼っ子

このような取引が行われている背景には石油業界特有の事情があります。石油業界は1962年に石油業法が施行され、長い間、通産省が生産が過剰にならないよう設備の新增設を規制してきました。ところが販売の方はガソリンに強い元売りもあれば重油に強い元売りもあり、生産と販売がマッチしないケースが多々、ありました。そこで、その需給の調整弁として生まれたのが業転で、それが現在まで尾を引いて行われているというわけです。いわば「石油業法が生んだ鬼っ子」ともいえ

泉井被告をめぐる資金の流れ



ガソリンの相場(1キロリッターあたり 万円)



		(1キロリッター・円)		(1キロリッター・円)			
		一般標準品相場		一般標準品相場			
	東京特約店卸 (税込み)	業者間転売物		東京特約店卸 (税込み)	業者間転売物		
'95	1	93,500	83,921	'96	1	83,250	76,132
	2	93,500	82,500		2	83,000	75,800
	3	93,000	82,091		3	83,600	75,863
	4	92,250	80,925		4	85,250	80,440
	5	91,500	80,500		5	84,500	81,083
	6	89,250	79,750		6	84,500	80,750
	7	86,300	79,000		7	84,125	80,500
	8	86,000	79,000		8	84,000	80,864
	9	86,000	79,000		9	84,000	81,500
	10	86,000	79,000		10	84,750	81,648
	11	85,750	78,950		11	85,500	82,300
	12	84,000	77,300		12	85,500	82,100
				'97	1	85,500	82,000

注 需給は通産省調べ。業者間転売物は89年10月よりローリー物。

るでしょう。

とはいえ、この取引は法律違反などではなく、「おどろおどろしい」ものではありません。この業転市場での取引は需給の調整弁になっており、ここで形成された価格は需給を的確に映し出し、石油業界の「需給の指標」にもなっています。日本経済新聞でも毎日、商品面にその価格が掲載され、景気の先行指標にもなっている「日経主要商品価格指数」にも採用されています。(ちなみに、日経に業者間転売物の価格を始めて掲載した時、筆者が担当しました)。

業転の有効性が最もよく分かったのは1974年の第一次石油危機の時でした。この時、卸売り価格は行政指導もあってすぐには上がらず、安い原油の在庫がなくなった75年の春先から上昇し始めました。ところが、業転価格は74年12月にアラブ諸国が原油価格を大幅値上げした直後の95年1月には早くも下げに転じました。「アラブ諸国が原油を値上げした以上、どんどん売ってくる。一方、日本は原油の大幅値上げで景気が悪化して売れなくなる」と読んだからです。

そして、実際の景気はそうになりました。95年春から日本は「石油ショック」による大不況に突入したのです。「トイレトペーパーが不足する」と大騒ぎして半年もたたないうちのことでした。にもかかわらず、元売りは不

況に突入する春先に安い原油在庫がなくなったため、販売価格を引き上げ、これが不況をさらに深刻なものにしました。もし、元売りの販売価格だけを見ていたら、この景気の動きは分からなかったでしょう。

このような需給調整機能はなにもこの石油ショックの時だけではありません。その後の景気の動きに応じ、いや、石油ショック以前から現在にいるまで、その役割を演じているのです。その意味では先物取引で形成される価格と同じような役割を演じているともいえるのです。

## 欠点は価格の不透明

ただ、このように石油業界にはなくてはならない存在とはいえ、先物と異なり欠点もあります。その最も大きな点は電話一本で取引されることから「売った、売らない」「買った、買わない」という騒動が起こりやすいことです。

過去にも1980年代に大阪の繊維を中心にした中堅商社、伊藤万(=現在は住金物産に合併)をめぐり、元売り21社との間で手形の支払いでトラブルが発生、最近でも兼松とトーマンの間で損害賠償請求で訴訟が行われています。

また、電話一本で取引されるため、実際の価格は当事者以外にはわからず、不透明なこ

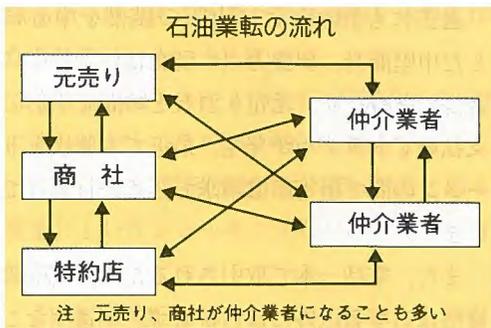
とも実情をわかりにくくしています。そこで、この不透明な点を利用、いや悪用しようという企業も出てくるわけです。

それではこのような業転の利点を生かし、欠点を排除する方法はあるのでしょうか。あります。それは石油製品の先物取引を行うことです。先物取引はご存じのように一定の委託証拠金を預け、取引所を通じて売買するものです。そこで、「買う約束はしていない」とか「売ったおぼえはない」といったセリフは通用しません。

また、業転の場合は売買に参加した商社や問屋など業界関係者が大損し、支払い不能になることもあります。商品先物取引ではそのような心配はありません。というのも、取引所では毎日、値洗いという作業を行っているからです。値洗いとは毎日、「売買参加者がどの程度利益を上げているか、どの程度損をしているか」を計算することです。

もし、損が委託証拠金の一定の比率以上になると追証（＝追加の委託証拠金）を入れないと、売っている場合は強制的に買い戻させ、買っている場合は強制的に売らされます。そこで、支払い不能になる前に決済されてしまうので、支払いをめぐったトラブルは起こりにくいのです。

という「LME（ロンドン金属取引所）で銅取引をめぐって住友商事が数千億円の損を出したではないか」という反論が出るかもし



れません。だが、それは違います。LMEでは委託証拠金の徴収方法が日本と異なっており、しかも、取引所を通した正規の売買ではなかったからです。その結果、損が表面化しにくく、あのような事件が起こったのです。日本では規制が厳しく、このような事件が起こる余地は極めて少ないといえるでしょう。

## 世界で活発、石油先物

このような先物取引を需給の調整弁に使う方法は実は世界で広く行われてれています。米国のNIMEX（ニューヨーク・マーカンタイル取引所）ではWTIというテキサス産の原油やガソリン、ヒーティングオイルなどが上場され、ロンドンでも国際石油取引所が北海産のブレンド原油、ドバイ産の原油、さらにはナフサ、重油、ガスオイルなどを上場しています。

こうみると、業転のよい点を生かし、欠点を除去する方法は日本でも商品取引所に石油製品を上場（＝取引）することが一番だともいえます。先物取引が行われれば、価格が公開されるばかりでなく、売り手、買い手、数量などがはっきりして「不透明」な点はなくなります。また、「ヘッジ（保険つなぎ）」手段として活用すれば、石油製品の価格変動に伴う危険から企業を守ることもできるようになります。

いま、商品先物業界ではガソリンをはじめ石油製品を上場しようという気運が高まっています。この動きが結実した時、「業転」は「先物」に衣替えて、経済社会の潤滑油として大きな役割を果たすようになることでしょう。それとともに、業転にまつわる「おどろおどろしい」イメージも過去のものになっていくことでしょう。

## 商品取引所法に基づく商品取引員124社

(社)日本商品取引員協会会員  
(五十音順、平成9年3月1日現在)

ア	(株)アイメックス	〒460	名古屋市中区栄2-11-7	☎052-201-2011
	(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	石橋生絲(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3-24-30	☎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師1-11-5	☎03-3662-0111
	兼松(株)	〒105	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
	河野商事(株)	〒371	前橋市千代田町3-3-19	☎0272-31-0066
	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師1-2-7	☎03-3666-7321
キ	北日本商品(株)	〒103	東京都中央区八重洲1-8-16	☎03-3273-3721
	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	橋田(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	名古屋市中区葵3-14-17	☎052-932-7000
コ	沈陽フューチャーズ(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東2-9-1	☎092-472-2191
	(株)小林洋行	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師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	名古屋市中区志賀本通1-45	☎052-981-3571
	五菱商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師2-13-6	☎03-5640-5600
サ	(株)三嘉商会	〒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師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	上毛燃糸(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)鈴木商店	〒440	豊橋市新本町43	☎0532-54-8151
	住友商事(株)	〒101	東京都千代田区神田錦町3-11-1	☎03-3296-3203
	西友商事(株)	〒103	東京都中央区日本橋蛸薬師1-10-11	☎03-3663-5711
セ	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師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)大海洋物産	〒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	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

## 商品取引所法に基づく商品取引員124社

チ	チュウオー(株)	〒460	名古屋市中区栄3-21-23	☎052-263-3211
ツ	中部第一商品(株)	〒461	名古屋市中区東桜1-9-26	☎052-951-6751
ト	(株)筒井商店	〒650	神戸市中央区浪花町59	☎078-331-7385
	土井商事(株)	〒460	名古屋市中区栄2-8-5	☎052-201-2101
	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)ナカトラ	〒750	下関市南門町19-1	☎0832-31-1133
	(株)中村商店	〒751	下関市御新町11-2	☎0832-31-2321
	(株)岡商店	〒111	東京都台東区浅草2-3-61	☎03-3843-6911
ニ	(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(株)	〒107	東京都港区赤坂2-4-5	☎03-3588-2272
	日進貿易(株)	〒047	小樽市堺町3-24	☎0134-23-7181
	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
	フジ商品(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
	丸梅(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
	マルハ(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
	ミリオン貿易(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	☎03-5403-1181
	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師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124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**

**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)

※なお、日商協・本部事務所並びに「商品先物取引資料室」は3月末日に、上記住所へ移転しました。移転に伴い同資料室は、図書整理等のため一時休室とさせていただきます、本年4月21日(月)から開室いたします。

**商品先物取引資料室のご案内**

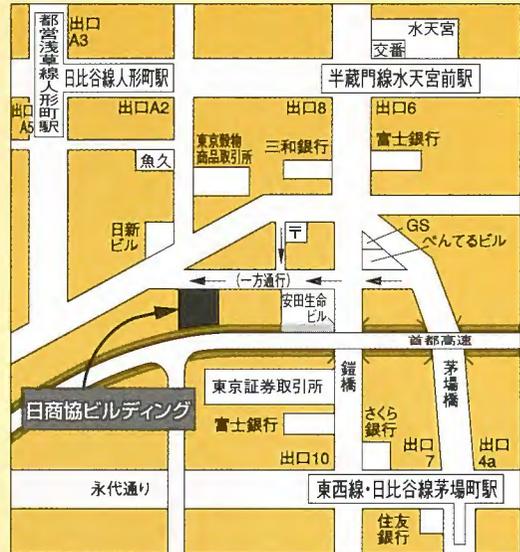
先物取引に関する調査研究に必要な図書資料を収集・整備しており、先物関係図書ではわが国で最も充実しているとの評価を得ています。

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。

**■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 XVI 1997**

発行 1997年3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)日経スタッフ

# FUTURE'S REPORT