

日経フューチャーズリポート

FUTURES REPORT XXI 1998

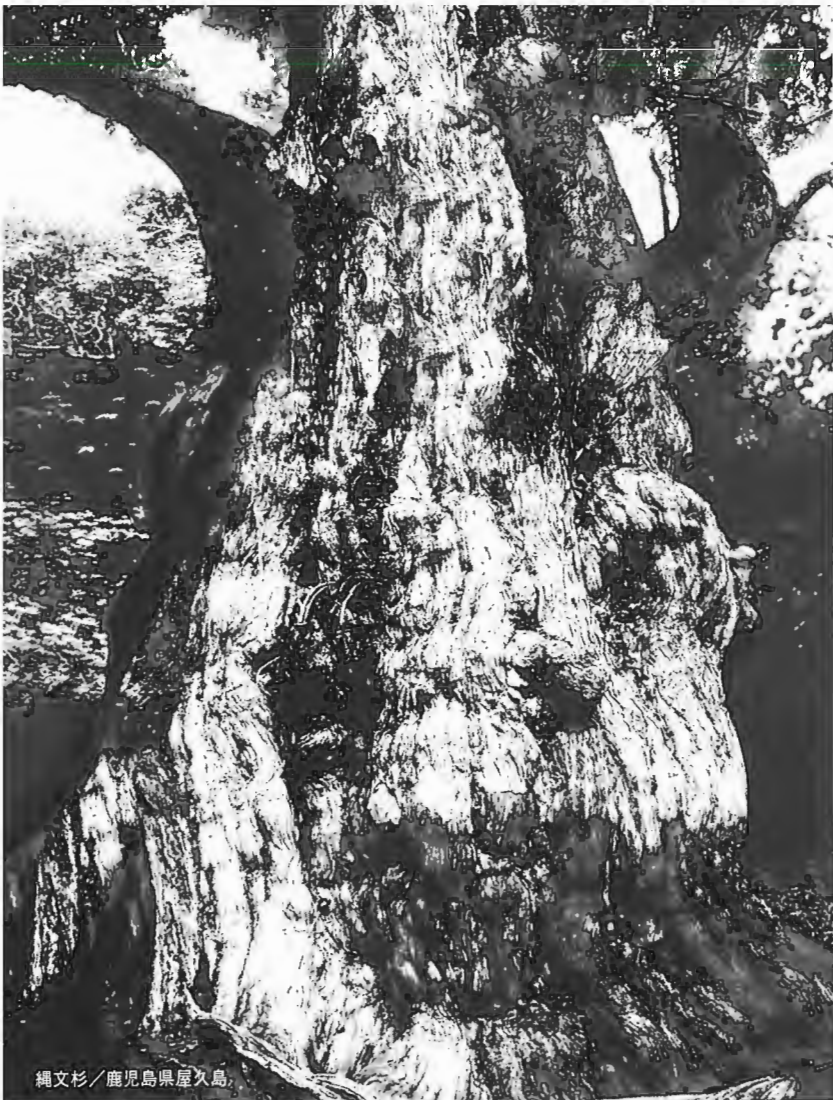
【特集】

シンクタンクが描く商品先物市場の近未来



編集・発行  日経総合販売株式会社
NIKKEI MEDIA MARKETING, INC.

これからの日本経済の もうひとつの 支柱でありたい。 商品先物市場。



縄文杉／鹿児島県屋久島

大競争時代の日本経済を支える
もうひとつの柱として、
商品先物市場のさまざまな機能に
期待が寄せられています。

金融ビッグバンを筆頭に、産業の
さまざまな分野で市場経済化、
ポータレシ化が進み、モノやサービス
が共通のルールのもとで行き来
する、大競争の時代が到来しよう
としています。こうした経済環境
のもとでは、価格はつねに変動する
リスクの波にさらされ、これを回避
する手段が求められてきます。
また、価格を決定する場合でも、
市場競争原理に基づいた、だれの
目にも透明で公正な価格形成の
場が必要になってきます。

商品先物市場は、価格変動に
よるリスクのヘッジ、透明かつ公正な
価格の形成、先行指標価格の提供
などを本来的な機能として備え、
また資金運用面でも重要な役割を
担っています。

社団法人 日本商品取引員協会は、
商品先物市場を支える商品取引員の
団体として、市場の信頼性と利便性
の向上を推進しております。

社団法人 日本商品取引員協会

〒103-0016 東京都中央区日本橋小網町9-4 日商協ビルディング
TEL.03(3664)4734 FAX.03(5623)7245

商品先物取引の資料を差し上げます。ご希望の方はハガキに住所・氏名・年齢・職業をご明記の上、広報課までご請求ください。

日経フューチャーズリポート

CONTENTS

経済寸言	目先の対策こそ思想を盛り込め	1
	産能大学・大学院教授 宮智 宗七	
商品取引所法改正——		
高まる先物取引の役割		3
	一橋大学客員教授 宇佐美 洋	
我が国商品先物市場の展望と課題		
新しい参加者の受け皿を		5
	三菱総合研究所産業政策部 上岡 広治	
力の勝負から知恵の時代へ		8
	三和総合研究所金融調査室副主任研究員 根本 忠宣	
投機市場から投資市場へ		11
	大和総研投資調査部 壁谷 洋和	
商品ファンド成長で市場の厚み増す		14
	日本経済研究センター経済分析部 笛田 郁子	
前倒し施行される改正商品取引所法		17
	日本経済新聞社編集委員 林 邦正	
座談会		20
「商品取引所法改正、 業界はこう変わる」		
	東京穀物商品取引所理事長 森實孝郎	
	東京工業品取引所理事長 中澤忠義	
	日本商品取引員協会会長 澁谷志朗	
	司会 市場経済研究所主幹 岡本匡房	
[連載] ビジネスリーダーのための先物経済学⑭		
近未来、商品先物取引発展の条件		26
	市場経済研究所主幹 岡本 匡房	
DATA「世界の上場商品一覧」		28
巻末データ	取引員名簿	30

目先の対策こそ 思想を盛り込め

産能大学・大学院教授 宮智宗七

30年恐慌時の アメリカの教訓

私がニューヨークの日本経済新聞社・北米総局に勤務していた1981年から83年までの時期でしたが、ちょうどそのころ、現地ではいくつかの「50周年」の記念行事が盛大に行われていたことを思い出します。その50年前

PROFILE

みやちそうしち
宮智宗七



略歴 1931年東京生まれ。1955年早稲田大学卒業後、ただちに日本経済新聞社に入社。ロンドン特派員、経済解説部長、産業部長、北米総局長、北米駐在編集委員などを経て1984年論説副主幹。1989年、日本経済新聞社を退社。テレビ東京取締役・解説委員長として国際経済情報番組「ワールドビジネス・サテライト」の常任コメンテーターとして出演。1995年にテレビ東京取締役を退任して現職。

といえば、1929年のウォール街の株価の大暴落に始まった世界恐慌の打撃が最も激しくアメリカ経済を見舞った時期に当たりますが、このころに今でも健在の巨大な建造物が造られたということが記憶に残っています。

当時、「世界最高」のビルになったエンパイア・ステートビルが民間活力のモデルとすれば、マンハッタン島と隣のニュージャージー州を結ぶジョージワシントン橋は公共工事の代表格だったようです。私は毎日この橋を車でわたって自宅からオフィスに通っていましたが、片側5車線だったか6車線だったか、とにかくやたらに広い上に、この橋が2階建てだったことにはじめは驚くだけでした。正確な統計は持ち合わせませんが、橋ができた当時と今とを比べれば、モータリゼーションの度合いに格段の差があっただろうことは容易に想像できることです。おそらく、このプロジェクトを構想する際には、将来のアメリカが“クルマ社会”になること、アメリカ経済の回復のあかつきにはこの橋が全米的に重要な幹線道路の一部になるということなどが十分に意識されていたと考えられます。

長期構想につながる 緊急対策が必要

この例を持ち出すのは、もちろん、空前の危機にある日本経済の再生策を考える際に酌み取るべき教訓が多いと思うからです。バブル崩壊後に何回も景気対策が行われてきましたが、そこに共通して欠落していたものは、「直近の対策が将来の日本経済に役立つ景気政策の発想」、言い換えれば、中・長期の構想実現にリンクできる短期、緊急の対策だろうと考えます。このことは2つの点で重要です。

第1は、これだけ「パラダイム」の変化が歴然としているご時世だから、在来型の発想の延長線上に「対策」は発見できないという点です。第2は、そのパラダイムの変化の速度が急ピッチで上がっているとあれば、モタモタしては間に合わないという点です。

92年以来、積み重ねられてきた総額70兆円ともいう景気対策のほとんどは公共事業で占められていましたが、残念ながら、そうした時代の要請に応えるものにはなっていなかった、としか言えないでしょう。加えて、あまりにも無算段、無計画、ドブにカネを捨てるようなプロジェクトが横行したために、「公共事業無用論」という形の不信感だけが後に残るという副産物までもたらしました。

私自身は、財政の分野での危機脱出策を考える場合には、公共事業の増額という形の歳出面よりも大規模な減税の実施という税制面へと重点をシフトすべきだと考えています。ワシントンの国際経済研究所（IIE）のアダム・ポーゼン氏が近著『日本経済の再生』で

力説している大規模な所得税減税の実施という主張に同意する立場をとります。たしかに小渕政権はこれまでの尺度で言えば、かなり規模の大きい減税を実施すると言っています。しかし、気になるのは、それが「小さな政府」を実現するために最も効果的な政策手段であることをほとんど無視しているように見えることです。「恒久減税」ではなくて、「恒久的減税」などと子供だましのようなバカなことを言っているのはその証左です。

危機打開には 「発想の転換を」

ジョージワシントン橋に感心したのは、そこに将来を構想する「思想」が発見できたからです。日本を経営している「政治」にそうした思想が発見できないことが、この危機の深層には存在すると考えています。なぜ、莫大なカネを公共事業に注ぎ込みながら、「首都移転」のような壮大な実験に挑もうとしないのか。日本の所得構造をもっと合理的にする上で大きな力を持つはずの、大規模な減税を織り込んだ税制改革を発想しないのか。

それを感じしない程度の頭脳にこの国を任せる危険を痛感します。「発想の転換を」、あるいは「明確なビジョン、哲学を」という表現は手垢が付きすぎている上に、そうした表現の中に安易に逃げ込めるメリット(?)があるという理由で、私はあまり好きではありませんが、こうなってくると、実はそれらが具体的な命題として登場してきているとしか言いようがありません。それに気がつかない方々は退場していただくしかありません。

商品取引所法改正

高まる先物取引の役割

一橋大学客員教授 宇佐美 洋

変革の方向と エネルギー

金融ビッグバンと歩調を合わせて、先物取引業界でも商品取引所法の改正により大きな変革が始まりました。

具体的には、商品先物市場の「利便性の向上」のために新規商品上場手続きの円滑化や段階的な手数料の自由化、また「信頼性の向上」のために委託者保護の強化と監視・監督体制の充実などの措置が盛り込まれています。「行政裁量による事前規制型から、ルール重視の事後規制型へ」という改革の方向は金融のビッグバンと基本的に同一です。したがって、今後の変革の主体は参加者の自主的努力に移

宇佐美 洋
うさみ ひろし

PROFILE

略歴

東京外国語大学卒、東京大学大学院法学政治学研究科修士課程修了。

東京工業品取引所調査課長、国連世界食糧計画企画担当官および特別顧問などを経て、現在、一橋大学商学部客員教授（先物市場論担当）。著書に『先物とオプションの世界』（1989年、時事通信社刊）などがある。

ります。

現在の戦後最悪の不景気の経済環境下では、存亡の危機感を持つ経営陣は別として、その下で働く者はとかく身を硬くして様子見をし、嵐の通り過ぎるのをじっと待つ保守的な姿勢を維持することに傾きがちです。エネルギーが低下した状況では、あえて積極的にイニシアティブをとる個人の姿勢は冷淡視され、革新的な企業の戦略にはコストとリスクが伴います。

しかし、手数料が完全自由化される2004年末までに残された時間はあまりありません。金融業界に対抗できる魅力的な取引制度の仕掛けを工夫し、さまざまなリスク特性をもつイノベティブな（新しい工夫を取り入れた）商品ファンドを開発し、個性ある営業政策を実施するために、どれほどのエネルギーが動員できるか、それが今、問われています。

リスク移転の 取引費用

わが国の原材料流通においては、従来、生産者、流通業者、加工業者などの企業の間、暗黙にせよ長期的・継続的な顧客関係の網の目が張り巡らされてきました。そしてその組

織的取引の内では、誰が価格リスクを負担しているのか、その最終的な担い手は曖昧で、さまざまな経路を通し、消費者を含めた広い組織の中で拡散されて負担されてきました。そのうえ固定価格を許容する業界保護的規制が存在すれば、価格変動リスクを最終的に消費者に転嫁することもできました。

言い換えれば、企業にとり、これまでは先物市場を使った「自己責任型」の価格リスク管理よりも、むしろ「組織拡散型」のリスク配分の方が取引費用が安く済んだのです。

「執行コスト」と「交渉費用」

取引費用には、目に見えるかたちでの手数料料以外に、実質的に流動性が低いために大口注文を執行しようとする他の参加者に標的にされ、結果的に価格が振れてしまうことによって生ずる「執行コスト」や、とかく世間で「こわい」というイメージの先行しがちな投機的な先物市場を利用することについて、企業内を説得しコンセンサス(全体の合意)を作るために必要となる目に見えない暗黙の「交渉費用」などを含みます。

したがって、今回の法改正の狙い通り、利便性と信頼性の向上により企業のヘッジ(保険つなぎ)ニーズを市場に取り込めるかどうかは、上の暗黙の「取引費用」が「組織拡散型」のリスク管理より安くなるかどうかの一点にかかっています。その分岐点を費用が下回ることができれば、利にさとい企業は遅れ

じと一斉に参加することが予想されます。

変革の鍵は信頼される市場

ではこのような市場に対する不信感から生ずる「取引費用」を削減するにはどうすればいいか。抽象的な答えは簡単で、市場に対する「信頼」を創造することです。すなわち信頼とは、複雑で不透明で不信に満ちた状況で、相手と交渉する場合に生じるさまざまな取引費用を削減するための工夫ともいえます。

しかし具体的に、多数の構成員からなる市場全体に信頼を確保することは一朝一夕にできるものではありません。なぜなら、これはコトの性質上、参加者が一斉に信頼形成にコミット(参加、約束)しなければ達成が難しいからです。すなわち、ある参加者は信頼に基づいて商売をするが、残りの者が逆に自己の利益だけを優先して客の信頼を裏切る仕方では商売をすれば、短期的には前者が損をし、後者が得をするのが明らかだからです。

このような状況を打破し、全体としての長期的利益を図るには、規制による枠組みを工夫しなければなりません。今回の法改正のなかで、自主規制機関の強化、取引所の市場監視委員会設置などはこの信頼性確保のための公的制度拡充です。

先物市場変革の公的枠組みは一応整えられました。設定されたルールのもとで、今、参加者が最終到着時間の指定された競争に一斉に走り出したところです。

我が国商品先物市場の展望と課題 新しい参加者の受け皿を

三菱総合研究所
産業政策部

上岡広治

様変わりとなる 市場環境

日本の商品先物市場を取り巻く環境は、現在、大きく変貌しています。長年の懸案事項であったアルミニウムやコーヒー豆の上場が実現し、来年にはガソリン、灯油などの石油製品の上場が既に日程に上っており、さらには、原油や大豆関連商品や各種指数商品の上場が検討されるなど、新規上場ラッシュの様相を呈しています。こうした動きは、取引所の合併と併せて、我が国でも取引所間競争が顕著になりつつあることを示唆しています。また、金融制度改革に伴う業際規制の見直しにより、これまで国内の商品先物市場への参入を制限されてきた金融機関や機関投資家に対しても参入への道が開かれました。こうした新規参入に加えて2004年の委託手数料の完全自由化を控え、競争の激化による手数料水準の引き下げが予想されます。他方、商品ファンドについても販売単位が撤廃され、銀行やノンバンクなど異業種からの参入が本格化しています。

こうした変化によって、我が国の商品先物市場の競争力が増し、市場規模の飛躍的な拡

大が期待できると楽観的な予測をする向きもないわけではありません。しかし現状を見る限り、規制緩和と競争の高まりによる市場変革の進展によって、商品取引業界の成長を妨げている本質的な要因が露呈されつつあると考えるほうがむしろ現実的ではないでしょうか。ここ10年間以上ほぼ一貫して規模拡大を続けてきた我が国の商品先物市場は、今年に入ってから頭打ちの状態に陥っています。委託者10万人の壁は突破したものの、その大半は個人委託者で、短期間で市場から撤退する（させられてしまう）委託者が後を絶ちません。ヘッジ目的の当業者の市場参加は限定されており、資産運用のプロフェッショナルとしての機関投資家の参入は皆無に近いといえます。委託証拠金の預り額も5,000億円前後での足踏み状態が続いています。販売単位の小口化で期待された商品ファンドも、国内市場で運用されるものは少なく、日本市場の空洞化の懸念さえ囁かれるようになりました。

成長頭打ちは 構造的限界の表れ

こうした現象の原因を我が国の景気低迷に帰するのは極めて一面的な理解といえます。

これまで業界の規模の拡大を制限してきたのは、新規上場の難しさに象徴される諸々の規制であると考えられてきました。しかし実際に規制緩和が進み上場商品が増えたところで明らかになったのは、既存の市場構造の延長線上でいくら策を講じたところで、業界のパイの大きさは限定されたままで、市場規模の拡大など望むべくもないという厳粛な事実だったのです。

前述のように日本の商品先物市場の市場参加者の特徴は、個人委託者が中心だということです。金融機関や機関投資家の参入はそれぞれの業法によって制限されています。また当業者にとっても、戦後の生産者保護の産業政策や独自の税務・会計制度によって、価格変動リスクを先物でヘッジする必要性をあまり意識する必要はありませんでした。欧米の先物市場の主たる市場参加者である当業者や機関投資家の市場参加が以上のように限定されていたため、我が国の商品先物業界は、そのメイン・プレーヤーを個人の投資家に求めざるを得なかったのです。

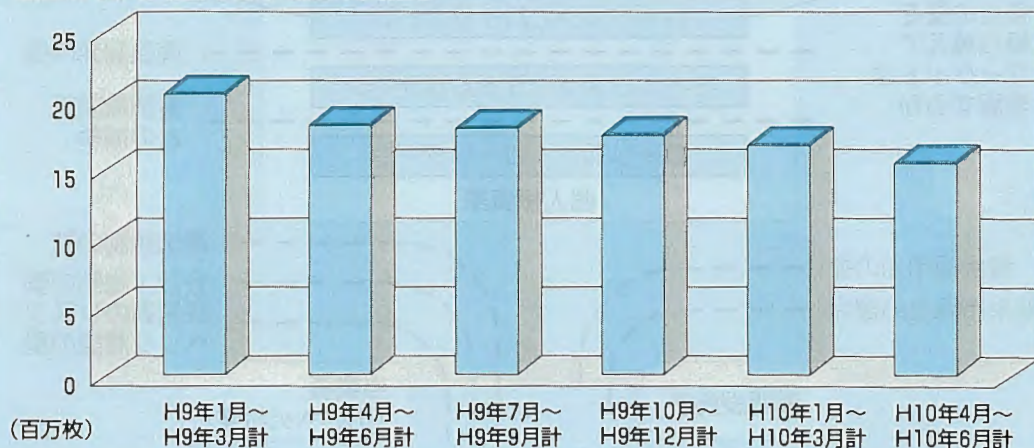
市場間競争力を 高める一層の努力を

以上のような市場構造に何らかの変化が見られない限り、日本の商品先物取引業界の飛躍的な拡大は難しい。既に業界を取り巻く環境については変化の兆しが見え始めています。

機関投資家や金融機関については、金融制度改革に伴う規制緩和により商品先物市場への参入が早晚可能になることは先に述べたとおりです。また産業政策の眼目が保護主義から市場経済に立脚した競争条件の整備へと大きく転換するにつれて、当業者もリスクヘッジ（危険を保険つなぎする）の必要性を次第に認識しつつあります。

問題は、日本の商品先物業界がこうした変化をチャンスと捉え、これらの市場参加者を呼び込むだけの受け皿を準備できるかです。これらの潜在的な新規参入者は欧米市場へのアクセスも可能なだけに、かれらを国内の市場に引き付けるには市場間競争力を高めることが不可欠です。しかし、問題はそのため

最近の国内商品先物市場出来高推移



(資料) 全商連の品目別月間出来高速報より作成

具体的な施策が、既存の個人投資家中心の市場を想定した制度の維持と相反する面を持つところにあります。例えば、外貨建て市場や欧米型のクリアリング・ハウスの整備、EFP(現物との取り替え)やADP(代替受け渡し制度)の導入などについて見ても、大半の商品取引業界関係者にとっては、あまり関心の向かない話題であって、これに真剣に取り組もうという姿勢は、一部の取引所関係者を除けば、殆どつかえません。

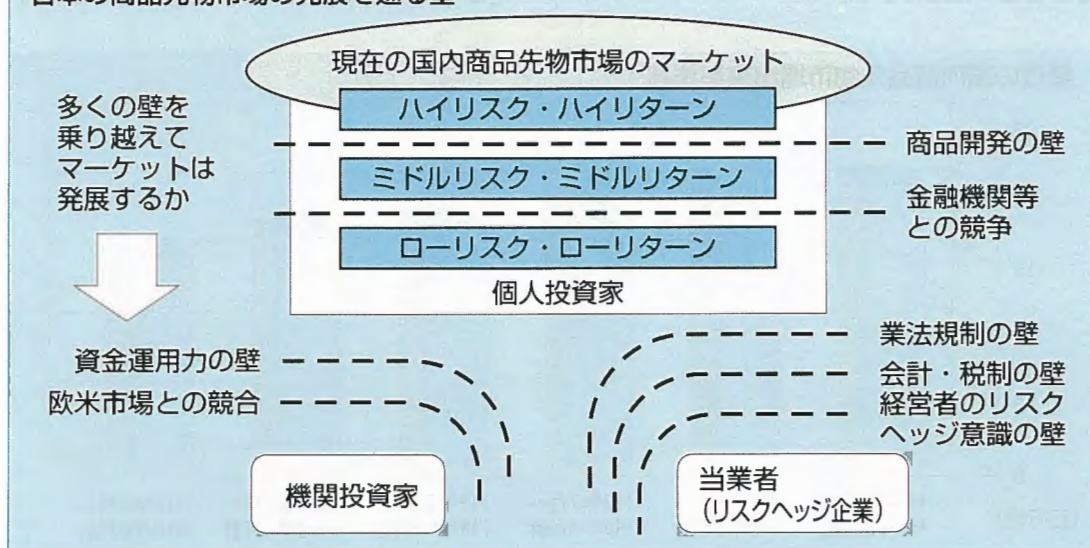
ニーズに応える 商品開発を

さらに個人投資家に言及すれば、ハイリスク・ハイリターン(危険は大きい利益も大きい)の取引を好む投資家も確かに存在するが、全体から見ればその数は極めてわずかです。個人投資家は資産運用に関して様々なニーズを持っており、ローリスク・ローリターンやミドルリスク・ミドルリターンの資産運

用を希望している人々は数多く存在するはずです。商品先物を組み込んでこうしたニーズに応え得る商品開発が実現すれば1,200兆円と言われる個人資産の少なからぬ部分が商品市場に流れる可能性もあります。商品ファンドは単にその一つの可能性に過ぎません。委託手数料の自由化も既存の収益源の侵害と捉えるのではなく、新たな商品開発の可能性を広げるものと位置付けることができるはずです。

既に、日本の商品先物市場を取り巻く環境は大きく変貌しています。周囲の環境は確実に変化しつつあるが、業界そのものは変革に向けての第一歩を踏み出すかどうかを未だ逡巡しているかのように見えます。同じ一歩でも後ろから押されて踏み出すのと、自らの意思で踏み出すのとでは、その意味は大いに異なります。5年後には、その結果が明瞭になり、多数の関係者にとっては遅すぎた理解になっているかも知れません。

日本の商品先物市場の発展を巡る壁



我が国商品先物市場の展望と課題 力の勝負から知恵の時代へ

三和総合研究所

金融調査室 副主任研究員

根本忠宣

我が国の商品先物市場は、規制緩和先進国である米国を基準とすれば、制度改革面ではおよそ20年近く遅れた状況にあります。それは米国との経済発展形態の差異によるところが大きく、マクロ的な経済環境として商品先物市場の必要性が乏しかったことがその背景にあったと言えるでしょう。しかし、経済活動のグローバル化が進展するなかで、我が国においても一層の市場経済化を促すことで経済の活性化とともに国際競争力の強化を図ることが不可避となっています。日本型経済システムからアングロ・アメリカ型経済システムへの接近の必要性が問われているということでもあり、それに伴う制度改革の方向性が模索されているとも言えます。その軸となるのが、昨年から始まっている金融ビッグバンであることは周知のことですが、重要なことは商品先物市場も例外ではないということです。

改革怠れば補完市場に止まる

先物市場というのは本来的に市場経済にとって不可欠な存在なわけですから、規制緩和が進めば進むほどその重要性は高まるのです。そもそも市場経済は不完全競争が常態であり、将来の不確実性を高めることは不可避なのです。金融をはじめとして様々な分野において、ビッグバンのように規制緩和が進められていくとするならば、それに対応して商品先物市場も

急ピッチで整備しなければならないということになるわけです。

整備というのは簡単に言ってしまうと利用し易い市場ということであり、経済制度が国際的に近似化していく状況のなかでは、善し悪しは別として商品先物市場についても先行するアングロ・アメリカ型の制度条件に接近することが求められることになるのです。そうでなければ誰もが欧米の商品先物市場を利用するようになってしまい、日本の市場はあくまでも補完的な役割を果たすジュニア・マーケットに止まることになるでしょう。

それでは、我が国の商品先物市場はどのような方向で改革が進められることになるのでしょうか。本年の1月26日に商品取引所審議会から「商品先物取引制度の改革について」という答申が公表され、そのなかでグローバル・スタンダード（世界基準）に向けた整備条件が提示されました。主な改革の柱は①業務規制の緩和②取引所改革③監督体制の見直しの3点です。業務規制の緩和では、手数料の自由化、取り次ぎ業務の自由化が、取引所改革では、新規上場の自由化が、監督体制の見直しでは、自主規制機関を軸としたルール型行政への転換がそれぞれ模索されることとなります。具体的なスケジュールや運営方法についてはいま一つはっきりとしませんが、これらの流れが不可逆なものとなったことは否定できないでしょう。

規制緩和は新たなチャンス

手数料の自由化は、既存の取引員にとっては必ずしも歓迎されるものではないですが、金融ビッグバンのなかではもはや不可避な方向性だと言えます。米国の事例を見ても、自由化によって多くの独立系FCM（商品取引員）が淘汰され、銀行系や証券系の大手資本が支配する業界の姿をみると、自由化に対する批判が表面化することは否めません。しかし、米国ではローカルズやIB（取次業者）といった多様な業態が存在あるいは発生したことが自由化によるそうした批判を少なくしているように思われるし、実際、淘汰された多くのFCMは業態転換することによって生き残っているのです。その意味では、業務規制の撤廃による経営の多角化は、新たなビジネスチャンスの到来だと言うこともできます。米国の事例を踏まえれば、商品・サービスごとに独自性を持った経営戦略の選択が不可避となり、総合サービス型と特定業務特化型へ

と分化していくことになるものと思われます。それは、力の勝負から知恵の勝負の時代への移行であり、新たなビジネスチャンスを的確に捉えるためには高度な商品開発力と効率的な営業力の展開が不可欠だということを意味しているとも言えます。

国際化が世界的再編を加速

長期的には、商品先物取引が金融システムのなかに組み込まれ、業態を超えた競争あるいは国際間競争が激化することも予想されます。商品先物から金融先物を含めた先物業界へと発展するなかで、外資系を含めた銀行や証券会社など他業態からの参入が活発化し、合併・買収などの業界再編が加速するかもしれません。

一方で、ビッグバンのなかで取引所間の国際競争が激化することも不可避です。中長期的には国際市場をにらんだ新規商品の上場が不可欠であり、活発な商品開発が行われることが求められます。また、店頭デリバティブ

表1 2001年までに検討される商品先物市場改革の主な内容

改革の分野	具体的な内容
業務規制の方向性	●商品ファンドの小口化・運用規制の撤廃 ●兼業届け出制の廃止 ●委託者の預かり資産管理の見直し（受託業務保証金制度の廃止、金融機関への分離保管への一本化） ●証拠金運用規制の緩和 ●自己売買の自由化 ●プログラム売買、一任業務など業務規制の緩和 ●手数料の自由化 ●取次など受託業務の多様化 ●商品取引員許可制度の見直し ●金融・証券・商品取引各業務の垣根撤廃 など
市場制度の方向性	●地方取引所の再編 ●当業者優先主義の修正 ●新規商品上場の原則自由化（商品・金融先物の垣根撤廃） ●取引仕法、受渡など市場制度の国際化 ●大口建て玉の報告、建て玉制限の緩和 など
監督体制の方向性	●公正・中立な監督機関の設置 ●自主規制団体への権限移譲（認可・登録権） ●情報開示による自己責任原則と自主規制の充実 など

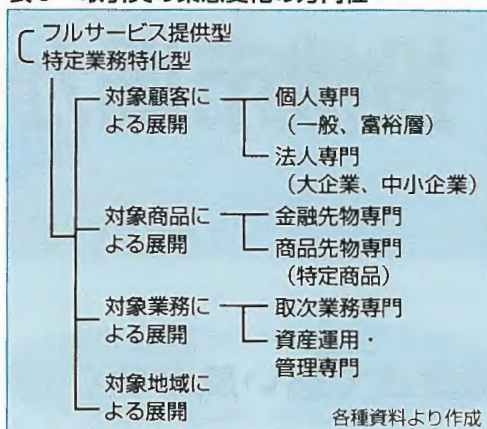
（出所）商品取引所審議会資料等より作成

(OTC)の発展を踏まえると、取引所が店頭デリバティブの長所を取り入れたオーダーメイド型商品を上場するなどの工夫も必要になってくるでしょう。いずれにしても、国際的な取引所間競争の結果として、魅力のない取引所は淘汰され、電子取引の進展などと相俟ってグローバルな再編が加速していくことになるものと思われます。

透明化の成否が将来を決める

こうしたグローバルな競争のなかで顧客から選択されるためには、なによりも市場に対する信頼の形成が必要となります。自主規制機関を軸としたルール型行政へと転換することで、不透明な部分をいかに最小にするかは我が国の商品先物市場の将来を左右すると言っても過言ではありません。これは、市場メカニズムを機能させるためには、信用秩序の維持が必要であり、競争と規制のバランスが不可欠であることを示していると言えます。とりわけ顧客と業界の橋渡しをする自主規制機関の役割は重要です。米国でも、取引員であるFCMの営業活動の監視については自主

表3 取引員の業態変化の方向性



規制機関（NFA）にその大部分を権限移譲し、市場メカニズムを通じた規律づけを行うとともに、独立行政機関（CFTC）が市場の不完全性を補完するという二元規制が有効に機能したことはよく知られています。

いずれにせよ米国などの先行国の経験から学ぶべきは、「顧客層の拡大」「信用秩序の維持」「取引員経営の強化」へのバランスのとれた取り組みが不可欠だという点であり、そのいずれかを欠けば、日本の商品先物市場そのものが不確実なリスクに悩まされるようになるということなのです。

表2 自由化後の先物取引業界（米国の例にみる）

手数料の水準	●個人向け手数料の上昇 ●法人向け手数料の大幅な低下（但し、手数料は比較的スムーズに低下した）
顧客比率の変化	●法人顧客へのシフト ●個人については富裕層など特定顧客のみを対象
収益構造の変化	●一時的に手数料収入は低下したが、長期的には増加 ●自己売買益、証拠金金利収入の増加
競争状況	●独立系FCMのIB等他業態への転換 ●銀行系、証券系の参入による寡占的競争の激化
経営形態	●経営形態の多角化 －フルサービス型FCM（法人向けに情報までを含めた総合的な高付加価値サービスの提供を目指す） －ディスカウント・ブローカー（低サービス、低手数料による顧客の獲得を目指す） －IB（注文仲介業務専門会社）
取引所の再編	●電子取引の発展 ●OTC取引の増大 ●クリアリングシステムの統合 ●取引所のグローバルM&Aの進展

（出所）各種資料より作成

我が国商品先物市場の展望と課題

投機市場から投資市場へ

大和総研投資調査部 壁谷洋和

法改正で追い風が吹く

元来、商品先物市場には投機目的の個人投資家、いわば“投機家”を中心とした「プロの市場」というイメージが先行していたことは否定できません。しかし、近年は純粋な“投資”を目的とした資産運用の一環で商品ファン드를保有し、間接的に商品先物市場に参加する“投資家”が少しずつ増えており、市場参加者層の厚みが増す傾向にあります。そうした動きがここ数年の商品先物市場の堅調な発展の原動力になっているとも言えます。

ビッグバンの本格的始動により金融をとりまく環境がドラスティックに変化するなか、こうした商品先物の世界も大きな転換点を迎えようとしているのが現状です。99年4月に施行される改正商品取引所法では、手数料の段階的自由化や新規商品の上場規制の緩和などが盛り込まれており、金融ビッグバンとの整合性を保つべく日本の商品先物市場もグローバル・スタンダード化を迫られています。

商品取引所法の改正は投資家の利便性向上につながるという点で前向きに評価できると言えるでしょう。手数料の自由化が進み取引コストが引き下げられれば、取引参加が容易になります。また上場商品が増えれば、投資

家の選択肢が広がるとともに、分散投資によるリスク低減効果もより高まります。このような法改正は投資家の利便性向上を通じて、市場発展の追い風となることが予想されます。

しかし、それだけでは商品先物市場が今後も右肩上がりにパイを拡大させていくことは難しいのではないのでしょうか。より一層の市場発展を遂げるには、いくつかのクリアしなければならない課題が存在します。それは大きく二つに分けると、業者サイドの課題と取引所サイドの課題に分けられます。

当業者も呼び込み 参加者に厚みを

まず業者サイドの課題としては、“投機家”中心の市場参加者層に厚みを持たせることの必要性が挙げられます。商品先物市場では「当業者主義」すなわち当業者へのリスクヘッジ手段の提供を第一義とするというコンセプトを掲げながらも、実際には当業者不在のマーケットとなっています。株式先物の中で最も規模の大きい日経平均先物市場における投資主体別の売買高シェアは、概ね証券会社の自己売買50～60%、外人投資家20%、投信5～10%、金融機関（銀行・生損保）10%と投資目的に応じた投資家のバランスがほどよく保たれています。平等かつ公正な市場形成に

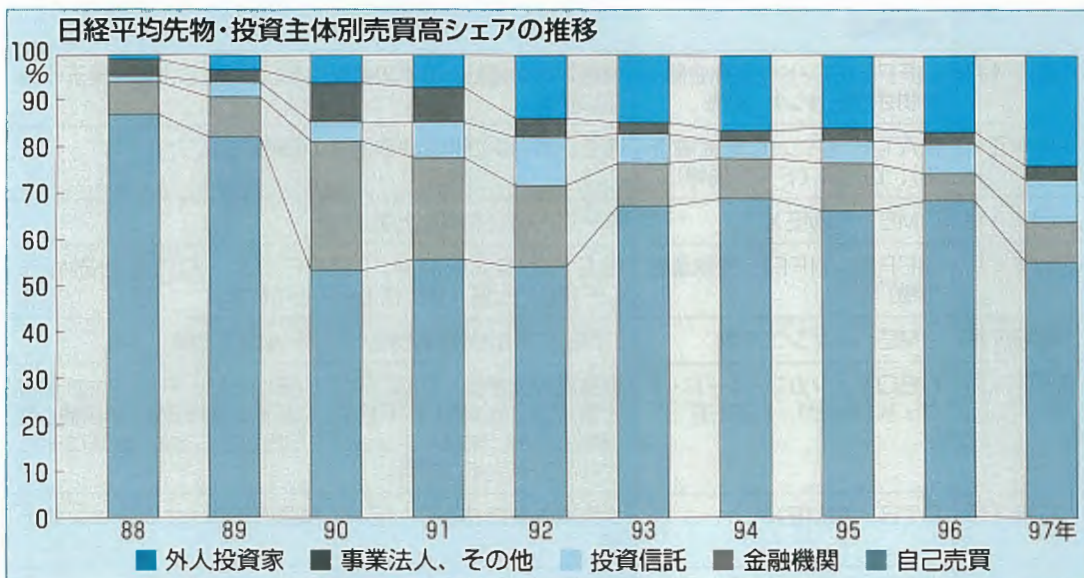
は、投機家・投資家のみならず、ヘッジヤー（保険つなぎを目的に売買する人達）およびアービトラジャー（サヤ取りを目的に売買する人達）の参加が必要不可欠と言えます。投機家主体の現在の商品先物市場では、需給バランスが保たれず、結果として市場規模の拡大や公正な価格形成が妨げられている可能性は否定できません。当業者の潜在的なヘッジニーズが見込まれるにもかかわらず、ヘッジヤーが取引に参加しないのは制度面の不備もさることながら、何より市場参加者層の薄さ、流動性の低さに起因するところが大いと思われま。こうした背景から商品取引員会社には流動性確保・市場参加者層の偏り是正のために、ヘッジヤーに対し十分な投資機会を与える、いわゆるマーケット・メーカー（市場構成者）としての役割を担うことが求められます。

商品ファンドを通じ “投資家”の参加を促す

また、市場参加者層に厚みを持たせるとい

う観点では、まだまだ少ない“投資家”の参加を呼び込むことも重要なポイントです。そのための手段としては先述の商品ファンドを通じて“投資家”の間接的な市場参加を促すことが有効であると考えられます。投信の世界では95年1月に解禁されたデリバティブ（金融派生商品）投信、中でもブル型投信（先物を積極的に買い建てる投信）が投資家に受け入れられ、純資産額は大幅に増加しました。その結果、日経平均先物の建玉に占める同投信の建玉の割合は現在ではおよそ20%にも達します。商品ファンドにもブル型投信同様の効果が期待できれば、商品先物市場における“投資家”層の増大につながるものと思われます。

問題は98年12月から銀行窓販がスタートする投信といかに共存を図るかです。投信の窓販開始で商品ファンドの将来性を危ぶむ声も一部にはありますが、逆に投信との相乗効果が期待できる可能性もあります。後者の実現のために業者サイドが果たすべき使命は「ハイリスク」というイメージが先行する商品



ファンドについての正しい知識を投資家に周知徹底させ、商品ファンド独自の魅力をアピールすることで効率的な資産運用の手段としての位置付けを確保することにあると言えるでしょう。

取引所は一層の国際化対応を

次に取引所サイドの課題としては世界的な取引所間の合従連衡への対応が挙げられます。ここ数年欧米の取引所を中心に業務提携の流れが加速しています。その形態は相互上場による商品ラインナップの充実や24時間取引への対応といったものから、最近では電子取引システムの共有による市場統合といったものまで様々です。日本においても証券取引所や金融先物取引所が一部の金融・証券先物商品について他国の取引所と業務提携を結ぶ例は見られますが、商品取引所にはまだこうし

た動きは見られません。原資産に対する取引ニーズを考えれば、商品先物の24時間取引への対応も必然的なものと言えます。また外為法の改正で、今後は国内外の間での資金移動が活発化することが予想されます。国内資金の海外流出を防ぐためには、業務提携を初めとする取引所の自助努力で取引所自身の魅力を高める必要があることは自明の理と言えます。ただ一口に業務提携といっても、各国の制度や税制等の相違から一朝一夕に成り立つものではないため、取引所サイドとしてはそれを可能とするインフラ整備を進めることが喫緊の課題と言えるかも知れません。

商品版ビッグバンはまさにスタートしたばかりです。ここでは触れていない監督行政の一元化など根の深い問題も決して棚上げすることはできませんが、まずは目の前の課題を一つずつクリアしていくことが、商品先物市場発展の近道と言えるのではないのでしょうか。

主な取引所の提携状況

時 期	取 引 所	内 容
1984年9月	CME (シカゴ・マーカンタイル)、SIMEX (シンガポール国際通貨)	相互決済制度を締結。CMEのユーロドル金利先物をSIMEXに上場、建玉はどちらの取引所でも決済可能。
1991年4月	LIFFE (ロンドン国際金融・先物オプション)、東証	提携関係を締結。日本国債先物をLIFFEに上場、建玉は東証に移管。
1993年12月	MATIF (パリ国際金融先物)、DTB (ドイツ先物)	相互上場および相互決済制度の締結。
1996年3月	CME、SIMEX	ユーロ円金利先物を上場。
1996年4月	LIFFE、TIFFE (東京金融先物)	相互決済制度を締結。TIFFEのユーロ円金利先物をLIFFEに上場、建玉はTIFFEに移管。
1996年5月	CME、メキシコ証取	CMEにボルサ指数先物・オプションを上場。
1997年5月	CBOT (シカゴ・ボード・オブ・トレード)、LIFFE	提携関係を締結。CBOTのT-Bonds、T-Notes先物、先物オプションをLIFFEに、LIFFEの独国債、伊国債、英国債の先物、先物オプションをCBOTに上場、建玉はそれぞれ母国取引所に移管。
1998年3月	DTB、SIMEX	提携関係を締結。SIMEXに独国債先物・オプションを上場。
	LIFFE、SIMEX	SIMEXでのユーロマルク金利先物の上場を検討。

我が国商品先物市場の展望と課題 商品ファンド成長で市場の厚み増す

日本経済研究センター 経済分析部 笛田郁子

商品版の証券投資信託ともいわれる、商品ファンド市場が急速に拡大しています。昨年4月には運用規制の撤廃によって、それまで認められていなかった国内株や社債、国内金融先物での運用が可能になりました。また、今年6月からは、最低販売単位の規制も撤廃されて、ファンドの小口化も進んでいます。金融ビッグバンを背景に、金融資産選択の幅も今後ますます広がることが予想されますが、1,200兆円にのぼる個人のおカネが商品ファンドにも流入してくれば、商品市場の拡大ばかりか、企業にとっても株式や社債を発行して資金を調達する直接金融の道が広がりそうです。ここでは個人の金融資産選択という側面から、商品ファンドの将来を展望し、そこにつながる商品先物市場の将来像を探ってみることにします。

預金重視の日本と機関化進む米国 個人の金融資産

日本銀行が発表している資金循環勘定によると、家計部門の金融資産残高は97年末時点で1,229兆円です。このうち6割近くが銀行の預金や郵便貯金などに向けられています(図-1)。一方、アメリカの家計部門を見ますと、同時期における金融資産残高26兆9,688億ドルのうち、現金と預金の占める割合はわ

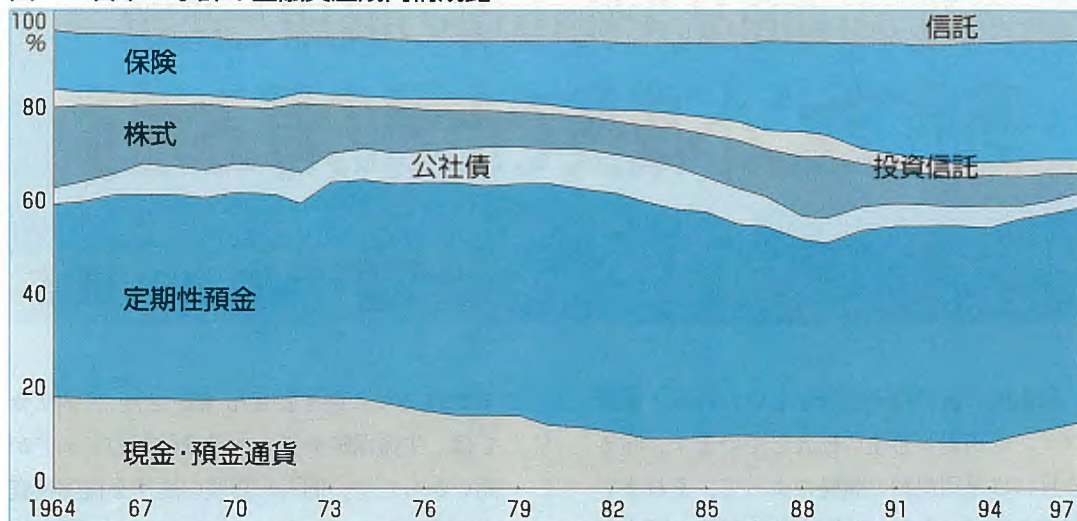
ずか14.9%に過ぎません(図-2)。アメリカでは、生命保険や年金、投資信託のシェアが高いからです。個人が資産の運用を機関投資家に委託する「アウトソーシング」の動きは、アメリカで拡大する傾向を見せています。

さて、日本ではどうでしょう。日本銀行の資金循環表には、個人が自己の金融資産として認識していない資産が含まれています。企業年金や個人自営業主の事業用金融資産などです。資金循環表では、現在の年金積み立て額と将来の受け取り額が結びつくと考え方に立って、企業年金を個人の金融資産と位置づけています。企業年金の残高は、97年末で80兆円でした。家計部門の保険と信託の中には、厚生年金基金と適格退職年金の保険運用分や信託運用分のほか、個人年金保険などが含まれているのです。年金保険や年金信託は個人の保険・信託残高よりも高い伸びを見せていますが、日本では個人の金融資産全体に占める保険と信託、それに投資信託の割合は97年末で33.8%と、アメリカの46.8%に比べるとまだ低い水準にあります。

高齢化で高まる 家計の金利選好

日本は21世紀に入ると世界一の高齢国となります。総人口に占める65歳以上人口の比

図-1 日本の家計の金融資産残高構成比



(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

率は95年の14.6%から2000年には世界で最高水準の17.3%に上昇し、2025年までには国民の4人に1人が高齢者となることが見込まれています。現役時代に蓄積した資産を取り崩しながら生活する高齢者が増加すると、家計の貯蓄率は下がるでしょう。当センターでは家計貯蓄率が96年の13.8%から2025年には3.7%まで低下すると予測しているように、所得を貯蓄に回す傾向が現在よりも薄れてくる過程では、高い収益性を実現させようという人々の金利選好も高まると考えられます。

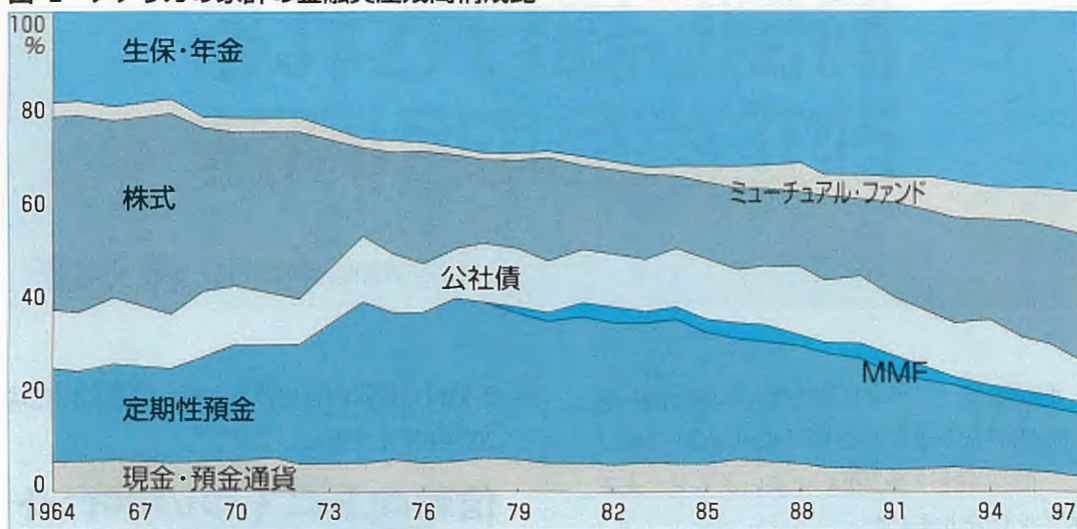
また少子高齢化によって、今後は高齢者を支える現役世代の負担も増すことでしょう。これを年金財政の面からとらえると、積み立て（受け取り）が減って給付（支払い）が増えることにより明らかに収支を悪化させるため、年金資産の運用もこれまで以上に巧拙が問われる時代となってくるのです。日本でも今後はアメリカのように個人の金利選好が高まるとともに、金融ビッグバンに伴う規制緩和によって金融資産選択の幅も広がると考えられますから、運用をプロの投資家に任せる

アウトソーシング化が進む可能性は大きいと言えそうです。個人にとっては、まとまった資金を持たなくても、高い収益性とリスク分散という双方のメリットが得られるからです。

商品ファンド、 個人資金を吸収し拡大

商品ファンドの販売総額は、97年度に1,407億円と前年度の4倍の規模に膨れ上がりました。従来、商品ファンドは商品先物会社やリース会社、商社などが大口の投資家向けに販売していましたが、今年6月にはそれまで500万円だった最低販売額に関する規制が撤廃されて、個人も購入しやすくなりました。一方で、運用はプロの投資家に任せていますから、個人が毎日、24時間世界各国の商品先物市場の動向に注目している必要はありません。現在は、都市銀行や地方銀行でも店頭で商品ファンドを販売するところが増えており、個人マネーの獲得を目指して金融商品を拡充させる動きが目立っています。12月からは銀行本体でも投資信託の販売が可能にな

図-2 アメリカの家計の金融資産残高構成比



(資料)FRB "FLOW OF FUNDS ACCOUNT"

りますが、商品版の投資信託である商品ファンドや証券投資信託といった預金金利よりも高い利回りが得られる商品を幅広く提供することで、銀行側も顧客のニーズに応えていく構えです。

販売チャネルの拡大とともに、相対的に収益性が低く確定利回りの銀行預金から、商品や有価証券を積極的に組み入れた高収益性の商品ファンドまで、個人が銀行の店頭で選択できるようになれば、金融資産の大半を預金として保有している個人にとっても、マネーを高収益性の金融商品に振り向けることが容易になるでしょう。そうなれば、国内商品市場の厚みも将来的には増してくると考えられます。

運用実績開示 など課題も

97年4月に実施された商品ファンドの運用規制撤廃によって、それまで認められていなかった国内株や社債、国内金融先物での運用も可能になりました。商品ファンドは出資

額の50%以上を商品投資で運用する契約で、これまでは集まった資金の大半が海外の先物市場などで運用されていました。今後、ファンドに株式や社債など国内の有価証券が積極的に組み込まれるようになれば、個人のマネーが機関投資家を通じて資本市場に流れ、企業にとっては資金調達のパイプも太くなるでしょう。

ここ数年は株価の低迷によって個人の金融資産に占める現金・預金比率が上昇しています。10年物長期国債の流通利回りが1%を割り込むなど長期金利も過去最低水準にあり、個人の資金が株や債券に向かいにくくなっているからです。ただ、超低金利と株価低迷の長期化によって利子や配当などの財産所得が減少する中であっても、商品ファンドの運用成績は相対的に高い水準を維持しています。1,200兆円にのぼる個人金融資産の一部が商品ファンドに振り向けられるためには、ファンドの内容に関する販売者の十分な説明と、運用実績の開示の徹底などが必要になると考えられます。

前倒し施行される 改正商品取引所法

日本経済新聞社編集委員 林 邦正

商品版ビッグバンを具体化した改正商品取引所法が先の通常国会(第142回国会)で成立し、商品先物市場改革がいよいよスタートすることになりました。

今回の改正内容は多岐にわたる大がかりなものだといえますが、通産・農水両省が記者発表用にまとめたペーパーに沿っておさらいをしてみますと以下ようになります。

利便性の向上を図る

役所は改正点を利便性の向上と信頼性の向上という2つのキーワードを使って説明しています。まず利便性に関しては①新規商品上場の円滑化②市場の流動性の増大と取引コストの低減を盛り込みました。新規商品の上場に関しては、「原則自動承認制」に変更ということでわかりやすいので、②についてももう少し説明しましょう。ペーパーでは具体的な中身を3つあげています。「取引所の会員、商品取引員の資格の見直し」「業務規制の緩和」「委託手数料の自由化」の3つです。

会員資格については、銀行、証券など本来の当業者ではなくとも、投資のニーズをもつ企業にも資格を開放し、多様な参加者を確保しようというものです。業務規制の緩和は商品取引員に対する規制の緩和で、許可更新期間の延長、店舗開設許可制の廃止、委託の取り次ぎの解禁などが盛り込まれました。委託

手数料は段階的自由化とされ、完全自由化は2004年末とされています。

信頼向上に4つのポイント

次に信頼性の向上に移りましょう。主な内容は次の4つにまとめられています。①委託者保護の強化②市場の公正確保③委託者債権保全の強化④監視・監督体制及び紛争処理体制の充実——の4点です。

委託者保護については、取引開始前に委託者の知識、経験、財産状況などにてらして不適当と認められるような勧誘の禁止をうたっています。「適合性原則」の明確化というのがこれです。また取引開始後のトラブル防止策としては、顧客に対する誠実公正な業務の遂行義務を明確化しました。不適切な両建て勧誘の禁止などもこの中に含まれます。

市場の公正確保については、フロントランニングなどの不正取引やバイカイ付け出しの乱用の防止などがうたわれています。監視・監督体制については、市場監視については取引所、委託者との関係については自主規制機関という具合に役割分担をはっきりさせ、行政と取引所と自主規制機関との三位一体で事に当たることになりました。自主規制機関は法律的に位置付けられた機関となり、制裁措置を明確化することになります。また、今度の改正で重要なのは取引所の監視で、公正

中立な第三者も含めた監視組織を新たに設けることになります。

一部はすでに先行実施

以上概説した改正商取法全体の施行は99年4月ですが、いくつかの項目に関してはそれを待たずに先行して実施することになっています。具体的に言いますと、新規上場の自動承認制は7月22日から実施されています。新制度のもとでの上場第1号はまだ出ていません。来年の上場が計画されている大阪商品取引所の天然ゴム(TSR20)か東京工業品と中部商品両取引所の石油製品(ガソリン、灯・軽油)のどちらかになるでしょう。

これに続いて9月から先行実施したのが、委託者保護規定に関してです。日本商品取引員協会(略称日商協、澁谷志朗会長)では不当勧誘の排除のために、「受託業務規則のガイドライン」を設け、取引員各社はこれに沿った社内規則を制定するようにしました。法律の施行を実質的に履行するのは、日商協のこのガイドラインということになります。日商協は改正商取法施行後は自主規制機関と業界振興団体に分離することになっていますが、それまでの半年間は日商協がその監視・監督に当たります。

委託者保護に社内規則

日商協会報に載った「社内管理措置の見直しについて」と題したガイドラインは資料も含めてB5判で12ページに及んでいますが、最も肝心の骨格は次の3点に要約されます。

- ①委託者の適格性審査
 - ②損失リスクと取引の仕組み等の説明と理解度確認
 - ③取引意思の確認(契約時と取引注文ごと)
- これらの点は考え方のうえでは従来からも

順守すべき原則とされていたはずのことですが、実務的にそれをどのように実行するのか、また管理責任者はだれなのかまで踏み込んで、今度は社内管理規則を制定しなければなりません。顧客と取引員とのトラブルが起った場合は、これからは取引員の側に責任がなかったことを立証する举证責任があります。つまりルール通りきちんと対応したことを取引員自身が立証しなければならないのです。ある取引員は、営業マンと顧客との電話内容をすべて記録し、いつでもすぐに記録を取り出せるようにしました。

市場拡大実現に一步

今度の商品版ビッグバンをどう評価するか、立場によって様々ですが、少なくとも言えることは、日本の商品先物市場の最大の問題点は市場と投資家をつなぐブローカーである取引員に対する社会的な信頼性が欠けている点でした。経済社会における先物市場の重要性についてどのように立派な言を述べたてても、この最も初歩的なところがなおざりになっていては、所詮絵にかいた餅、現実を見ない空論になってしまいます。その根本問題に取り組むことになったことは、重要な第一歩を踏み出した画期的な改革とっていいと思います。

商品取引所法の主な改正点と実施時期

改正点	実施時期
新規商品上場の円滑化	98年7月
適合性原則の導入などの委託者保護強化	98年9月
商品取引員会社の許可更新期間の延長など業務規制緩和	99年4月
自主規制機関の機能強化、取引所における市場監視委員会の設置	99年4月
委託手数料の完全自由化	2005年

その結果、従来のような強引な勧誘が減り、先物取引が一時的に縮小したとしても、それは正常化に向かう過程として受け入れなければならない変化なのです。始まったばかりのこの改革は、短期間で成果が上がるようなものではありませんが、だれもが安心して取引に参加できるような仕組みにするためには必要な改革であることは確かなのです。そうした信頼性が生まれて初めて、市場の拡大が実現できることになるのではないのでしょうか。

最後に、商取法の前倒し施行について、もうひとつ付け加えておきましょう。それは手数料自由化の段階的实施にかかわることです。

ファンド玉や機械端末などを利用したホームトレードなどの低コストの取引については今年末から自由化される予定です。前倒し施行というのは、改正法の趣旨を生かして実行できるものは速やかに実行するというものであろうと思われます。弾力的な考え方に基づいた措置ということができます。

またビッグバンは今度の法律改正で出来上がったわけではなく、今後も必要な改革は逐次行っていくというのが行政側の考え方でした。必要でありかつ実行できるものはどんどん取り組むという姿勢で今後も進めてもらいたいと思います。

●市場型規制の特徴

※旧来の発想(保護・育成・取締型行政)

取引法的思考 → 取引不正への対応は一般刑法的対応

- ・商品取引員規制 → 業行政 — 所管業界
- ・主役は規制当局(法・政令・省令・通達・指導の差は大きくない)
- ・業界監督・取締のための免許制
- ・上意下達の通達行政
- ・影の薄い司法によるチェック
- ・倒産…一商人の倒産…できるだけ投資者保護に留意
- ・日商協の業界団体的性格(自主規制団体)
- ・取引所の会員団体的性格(自主背規制団体)
- ・保護法益は行為の非倫理性への非難—罪刑法定主義の強調

市場法思考 → 刑事規定・行政処分等の保護法益は市場機能阻害という反公益性

抽象的危険犯としての犯罪

- ・抽象的な規範も機動的に運用できる体制へ
- ・業者規制 — 市場機構の担い手規制
 - 勧誘・助言規制も市場につなぐ投資判断の確保責任へ
- ・主役は市場メカニズム ※問われる政府と市場の関係
- ・市場の担い手としての堅実性・安定確保のための免許・許可制
- ・倒産 — 市場メカニズムへの影響を排除しうる体制へ
- ・間接規制主体として業者の英知を活用しうる体制
 - 業者団体的性格の分断
- ・取引所 — 市場の提供者

(上村達男早稲田大学教授のメモより)

座談会「商品取引所法改正、 業界はこう変わる」



写真は左から澁谷氏・森實氏・中澤氏。

商品取引所法（商取法）が4月に改正され、「国際水準の取引所」を目指して、新たな一歩が始まった。だが、法律は変わっても実態をどう変えていくか、越えなければならない大きな山がいくつもある。今後、商品先物業界はどうなるのか。21世紀に向けた商品先物業界の展望を、東京穀物商品取引所理事長森實孝郎、東京工業品取引所理事長中澤忠義、（社）日本商品取引員協会会長澁谷志朗の3氏が語り合った。（司会は市場経済研究所主幹岡本匡房）

改革の第一歩として評価

——この4月に商取法が8年振りに大改正され、来年4月に施行されることになりました。既に一部、前倒して実施されはじめ、改革の波はひたひたと押し寄せています。そこで、業界の将来を展望する前に、まず、商取法改

東京穀物商品取引所理事長 **森實孝郎**

東京工業品取引所理事長 **中澤忠義**

日本商品取引員協会会長 **澁谷志朗**

司会
市場経済研究所主幹 **岡本匡房**

正の評価からうかがいたいと思います。

澁谷 達成度をどう見るかによってかなり違うと思います。「改革への口火を切って、それが継続する」という見方をすれば100%達成されたともいえますが、2発目、3発目がどうなるか分からないとすれば、グローバルな取引所を目指したにしては、もう少し大きな視野があってもよかったのではないかと思います。

森實 私は「使いやすい市場をつくる」、「信頼される市場をつくる」という方向性がはっきり示されたと思います。この2つはつきつめていくと矛盾する関係にある問題ですが、割合、バランスのとれたところでまとまりました。また、改革は時間がかかるということを入れた、中間的な改正の手順をつくったという現実性もある気がします。

制度が変われば実態も変わってきます。商品取引員も変わってくれば、仕事の内容も変わり、取引所もいろいろな問題への対処の仕方が変わってきます。そのような変化の中で、次の改革があってもよいと思っています。

中澤 「国際水準の商品取引所」というターゲットが非常にはっきり示され、段階的に進めていくというプロセスも示された気がします。しかも、「事前規制から事後規制へ」とか「当業者の参入をうながすための上場基準の緩和」とか「取引手法も国際的なスタンダードを頭に入れて検討する」とか、具体論が相当盛り込まれています。その意味では小さな一歩ではなく大きな一歩と考えています。

日本の商品先物の成長率が高い

——国際水準というとすぐシカゴの取引所が頭に浮かびます。あそこでは商品先物と金融先物が行われるなど各種商品が上場され、利便性で勝っている気がするのですが。

森實 確かにシカゴでは金融先物も株式先物も扱っており、あらゆる商品を取り扱っている取引所があります。しかし、商品先物と金融先物は規律のルールが違いますし、商品先物の中でも金属と農産物では規律が異なります。いわばひとつの連合組織の中でそれぞ

れ別の規律で売買しているわけです。そこで、「ひとつの取引所ですべて売買している」ということをとらえて国際水準かどうかを判断する必要はないと思います。よく、海外の取引所の成長率が高いといわれますが、商品先物だけをとりえてみると東京の成長率は非常に高いですよ。

中澤 おっしゃる通り、品目別にみれば世界水準とか世界一という商品もかなりあります。

澁谷 日本の取引所を海外と比較する場合、数量的にみるか、取引手法でみるか、異質な参加者がいるかどうかでみるか、いろいろな議論の仕方があると思います。ただ、もう少し異質な参加者が混ざり合っていた方がよい気がします。

市場拡大へ 当業者の参加を

——業界の将来の発展には市場の拡大が必要ですが、そのために業界はどのような布石を打つべきでしょうか。

澁谷 やはり新規商品を上場して当業者が入り、産業の基盤になることが必要だと思います。それが市場の拡大に役立ちますし、そうあらねばならないと考えています。いまのように商品先物市場に参加する資金、委託者がほとんど変わらず、単に各商品の間をぐるぐる回っているようだと困ります。新しい商品で異なった種類の参加者を増やすことによってリクイディティー（流動性）を高めることが一番大切です。

森實 ポイントは4つあります。1番目は取引所としては投資家に分かりやすく、理解しやすい商品を上場していくことです。上場



森實孝郎氏

品目が拡大すれば当業者のバリエーションも出てきます。資産運用という点からみてもリスク管理がしやすくなります。2番目が商品取引員の新規参入です。具体的には証券、金融関連の企業がどれくらい参入してくるかです。3番目は手数料の自由化です。グローバル・スタンダード（世界基準）という点では手数料が一番格差がありますから。そして4番目は税制の改正です。いま商品先物取引の所得は雑所得に計上され他の所得とはプールできません。これを改めないで。

大豆関連商品、 石油製品を上場

——新規商品の上市についてはいかがですか。

森實 「投資家に需給が分かりやすい商品」、「現物市場とリンケージした商品」を頭において手堅く進めていきます。まず大豆関連商品の準備を進めます。大豆カスは21世紀に向け、飼料だけではなく食品素材としても重要な商品になると思います。

中澤 石油関連商品を考えており、差し当たり灯油、ガソリンを準備中で、来年にも上場したいと考えています。石油製品は価格の透明性、需給の調整に大きく役立つと思います。そのためにも業界として使いやすい取引単位とか取引手法を含め、時間をかけて勉強していきます。また、取引コストをミニマムにするよう努力していきたい。将来は銅、鉛、亜鉛といった非鉄もニーズを見極めながら検討していきます。

澁谷 石油製品は非常に面白いと思っています。日本人のだれもが興味を持っていますし、原油を全量輸入しているうえ、灯油などのように生産時期と需要期がマッチしない商品もあり、ヘッジニーズが期待できます。当業者も入ってきやすい商品ではないかという気がします。

——上場といえばすぐコメが頭に浮かびます。

森實 コメは最終ゴールであることは間違いありません。ただ、現物市場が動き出した段階で、まだ、条件が成熟していない気がします。

まず、株式並みの課税に

——税制の改正については何か行動を起こされる考えはございますか。

森實 取引所と商品取引員と一緒に勉強しており、ある程度のコンセンサスはできています。長期的には「アメリカ型の低率の分離課税で、キャピタルゲイン、キャピタルロス」をプールして損失の繰り延べも一定の範囲内で認めて欲しい」というのが基本です。ただ、これはグリーンカードが実施されないと出来ないと思います。そこで、当面は「株式並み

の課税にして欲しい」というのが業界の要望です。

澁谷 基本的には金融商品はすべて同じ税制であるべきだと思います。委託者の方は商品間の税制の比較検討はできませんから。

中澤 税制は金融商品、商品先物の間で中立であって欲しいと思います。税制で資金の流れが変わるようでは困ります。ものにはタイミングがありますから、来年度の税制改革に向け是非、実現して欲しいですね。

提携より情報の交流を

——最近、海外では取引所の合併、提携の動きが活発です。日本でもNYMEX（ニューヨーク・マーカンタイル取引所）と大阪商品取引所が提携に動き出しました。

森實 農産物の場合は提携はあまり必要性はないと思っています。例えば、シカゴ商品取引所（CBOT）の24時間電子取引システム、プロジェクトAでも金融商品の取引が中心で農産物はあまり行われていません。6月に東京穀物商品取引所でコーヒーのアラビカ種とロブスタ種を上場したところ、ロブスタ種しか上場していなかったロンドンがアラビカ種を上場したいといい出し、アラビカ種しか上場していなかったニューヨークがロブスタ種の上場に動き出したという話も聞いています。要は情報がきちんと伝わり、それが相互に利用できればよいと思います。

また、コーヒーを上場したら、ある程度、海外から資金が入ってきました。しかもロンドンからです。その意味では市場さえきちんと管理すれば、あとはヒトとカネの規制、特に税制が手直しされればうまくいくのではな



中澤忠義氏

いかと考えています。

中澤 海外の取引所との提携と競争は表裏の関係にあります。これだけ国際取引が発達し、しかもシステム取引が増えてくると取引所間の競争が激しくなります。既に強い者同士が協力しあって、システム開発や取引手法を共有化しあって競争する時代に入っていると思います。そこで、その動向を十分にフォローし、相互にメリットがあればどんどん提携を進めていきたいと考えています。

ただ、これは非常に慎重に行う必要があります。一度進み出したら後戻りはできません。いまは意欲的に勉強している段階で、大阪商品取引所さんのケースもよくフォローしていきたいと思っています。また、提携する場合はコストをミニマムにして、日本の取引所のコスト競争力を高める必要があります。そうでないと、売買を向こうの取引所に取られることにもなりかねません。

澁谷 英国とドイツの取引所の提携と日本と米国の取引所の提携とは意味が違います。



澁谷志朗氏

欧州はユーロという単一通貨の導入を控えています。日米はそのようなことはありません。ですから、どのような提携をするかは大変、難しい問題です。ただ、商品取引員としては利用しようと思えば外国の取引所も利用できます。そこで、日本は提携のメリット、デメリットを考えたうえで、メリットがあれば提携していただけたらよいと思います。

団体分離、 準備会で作業中

——商取法改正に伴って、商品取引員会社の団体である日本商品取引員協会も来年度、会員企業の自主規制団体と商品先物業界の振興団体に分離するとのことですが。

澁谷 7月の理事会で新体制への移行の決定をしました。新体制準備特別委員会をつくり、その下に組織部会、自主規制部会、振興部会を設け、成案づくりに向けて急ピッチで

作業を進めています。

——それと関連して、委託者保護の面はどうなりますか。

澁谷 委託者保護についてはまず、各社がどのような自主規制をするかが大切です。そこで、日本商品取引員協会でガイドラインを設け、商品取引員各社に委託者保護の自主規制ルールをつくってもらい、9月から実行に移しています。制裁するのが目的ではなく、問題を起こさないようにするのが目的ですので、問題を起こさない体制をそれぞれの会社につくってもらおうというものです。

日本人すべてをお客に

——最後に、21世紀に向け、商品先物業界はどう変わっていくかかかしたいと思います。

森實 21世紀は農産物の需給がタイトになってきて、国際的な需給、国際市場の動きが大切になってきます。そこで、信頼され多様性のある市場をつくるのが大切です。

ただ、そのためには問題が3つあります。第1が景気です。不況感がまんえんし、個人の投資活動がここまで冷え込んでくると商品先物取引にもマイナスです。まず、景気の回復を図っていただきたい。

第2に投資家に分かりやすい、多様な商品を上場していくとともに信頼される市場をつくることです。第3は取引所自体の問題ではありませんが、商品ファンドの中にもっと消費者、投資家が分かりやすい商品先物を織り込んだ商品が生まれてくることです。つまり、ハイリスク・ハイリターンの商品ファンドがもっとあってもよいと思います。こういう点をクリアすれば21世紀に魅力的な投資ジャ

ンルとして、日本の産業のヘッジの場として商品先物取引は幅広く活用されると思っています。私は基本的には楽観論者ですが、そのために手堅い努力をどう続けていくかだと思います。

中澤 海外や日本で起きていることを見ると、まだまだ、波乱があると思います。その中で、他業界からの参入と既存の業界の調和が大きなテーマになってきます。それによって短期的には苦しい場面があっても、長期的にはいままで蓄えたノウハウを基に、業界は一回り大きくなって欲しいと思います。石油業界などのトップの考えをうかがうと、先物取引の必要性を認める方が多くなっていますが、活用方法を知らない方々が多い。そこで、「こうすればリスクヘッジができる」というように地道にPRしていく必要があります。委託者のためになる方向、業界のためになる方向について取引所がなすべきことを真剣に考える時期にきています。

澁谷 グローバル化の進展とともに取引所も上場商品もあらゆるものが変わっていきます。当然、商品取引員の経営も変わっていきます。外国並みの低いコストで経営しなければならなくなります。現在、商品ファンドはほとんどが海外で運用されていますが、こんなおかしいことはない。そこで各種商品の開発、いろいろなリスクの組み合わせ方に頭を使うのが商品取引員の仕事になってくると思います。その過程で短期的には苦しいことがあっても、一度変わってしまえば、トンネルを抜けた時のように視野がパッと開けてくると思います。現在、委託者は10万人ですが、「日本人のすべてがお客様」というようになっていくのではないのでしょうか。

(日本経済新聞 9月25日号に掲載した記事に加筆しました。)

記者の目



岡本匡房

改革のさらなる推進を

指導者に必要な資質は「先見性と楽観性」といえよう。リーダーが先行きの見通しを持たず、悲観ばかりをしていれば、その企業も業界も発展しようがない。その意味では商取業界のリーダー3氏がいずれも先行きに確固とした見通しを持ち、業界の将来に大きな期待を持っていることは心強いといえる。

しかし、それは地道な現状の検証の上に成り立っていなければならない。3氏の見通しをみると発言ほどには楽観的ではなく、「条件付き」のことが多い。事実、商品先物業界の足元をみると委託証拠金は減少、ヘッジ玉、商品ファンド玉はなかなか入ってこない。委託者も10万人で足踏みしている。法改正があったからといってすぐ、この状況が改善されるとは思えない。

半面、手数料の自由化で商品取引員の経営が苦しくなるのは必至の情勢である。また、規制、上場商品の内容などをみても国際水準にはほど遠い。このような実情を改め、業界を発展させるにはさらなる法改正と業界の地道な努力しかない。関係者の一層の努力を期待したい。

(岡本匡房)



14 近未来、商品先物取引発展の条件

商品先物取引には多くの機能があります。ヘッジ(保険つなぎ)、公正な価格形成、価格の指標、需給調整、換金そして資産の運用などです。だが、この中で最も重要な機能といえば、なんといってもヘッジ機能でしょう。歴史的にみても、商品先物取引はヘッジの必要性の高まりから生まれました。商品、特にコメなど農産物は天候によって作柄が大きく左右されますが、それを予測することはなかなか困難です。もし、予測が当たり続けていたとしても、5回に1回、いや10回に1回でもはずれば、経営に大きな支障がでてきます。そのような危険を避け、安心して生産、流通に携わるための手段として商品先物取引が考え出されたからです。

財界首脳がこぞって参加

昭和25年、戦後初めて大阪化学繊維取引所が創設された時は発起人総代が大阪商工会議所会頭を務めた杉道助であり、発起人には伊藤忠商事、丸紅など関西五綿といわれた日本を代表する大手商社の社長や、東洋レーヨン、帝国人造絹糸という日本の二大化学繊維メーカーの社長がこぞって加わりました。

それというのも、化学繊維は価格の騰落が激しく、先物取引がなければ安心して経営できなかったからにほかなりません。そして、その事情は最盛期に20を数えた商品取引所

に上場していた商品にみな共通していました。当然のことながら売買の中心はヘッジ玉でした。

それから幾星霜。いま、日本の商品先物取引は当時と比べはるかに売買が増えました。しかし、その大半は投機玉が占め、ヘッジの比率は10%に満たないともいわれています。これが「ヘッジが増えたが、それ以上に投機が増えた」のならばよいのですが、「ヘッジは減って、投機が増えた」ことによるだけに問題です。この結果「先物取引は投機の間」と一般に見られるようになり、本来の機能の重要性がどこか遠くに行ってしまったのです。

ヘッジ玉をどう増やす

そこで、近未来、商品先物取引が発展するにはまず、ヘッジ玉を増やす必要があります。だが、これは極めて難しいことでもあります。一般投機家が多数を占めたため「需給によって価格が形成される」というより、その時々の方関係やムードによって価格が形成されることが多くなってきたからです。新規商品に上場の動きが出る度に関係業界がいうのは「投機のおもちゃにされたくない」という言葉です。これには取引所の形成する価格に対するあからさまな不信が込められています。商品先物取引は通常、1日の価格の変動幅は制限されていますが、当限(=決済月)の半



ばになると価格の値幅制限が撤廃されます。そこで、それ以降、特にその傾向が目立つと指摘する声が多く聞かれます。もちろん、価格は長期的には需給にのっとって動くことは

間違いありませんが、短期的な激しい騰落はやはり問題を残すといえるでしょう。

だが、これは大変難しい問題です。というのも、価格の騰落があるからこそ投機玉が入ってきてヘッジしやすくなるという側面もあるからです。いわば「盾の両面」であり、そのあたりを勘案しながら、取引所は公正な価格形成に努め、そのために目を光らせる必要があります。

さらに問題なのは、投機玉が増えたといっても、産業の規模が大きくなった結果ヘッジしなければならぬ物の量はもっと増え、投機の量が相対的に足りない、つまり流動性が不足しているということです。少しまとまった買い注文を出せば価格が上がり、売り注文を出せば価格が下がります。これではヘッジしたくてもしにくいのが実情です。それを防ぐには商品ファンドや機関投資家など大量の資金を動かせる向きの参加が必要ですが、その商品ファンドも買う度に上がり、売る度に下がるのでは参加しようもありません。

日本の商品ファンドの設定額は3,000億円を超えていますが、そのほとんどは海外で運用され、日本ではほとんど運用されていないのも、その原因はこの流動性の不足にあります。いわば、鶏と卵のようなもので「流動性の不足がヘッジ玉、商品ファンド玉の参入を

少なくし、それがまた流動性の不足を呼ぶ」という悪循環を呼んでいるともいえるのです。この問題は、きのうきょうに始まったものではありません。ここ何十年となく続いてきました。それだけにすぐ解決できるという問題ではありませんが、ヘッジ玉をどう増やすか、業界挙げて取り組む必要があるといえるのではないのでしょうか。

1、2年が正念場

ただ、そんな中、フォローの風も吹いてきました。これまでのコスト+適正利潤=価格という価格算定方式が崩れ「価格は需給にまかす」という市場メカニズムが世の流れになってきたからです。いわば価格=コスト=利潤となり、最初に価格ありきになってきました。ここでは企業は価格を自分では決定できず、市場にまかせるしかありません。そうなれば経営の安定上、どうしてもヘッジの必要性が高まってきます。しかし、残念ながら、そのようなヘッジ玉は海外に向かっていきます。それをどう日本に引き戻すか、そして新たなヘッジ玉を導入するか、それによって、日本経済の発展に商品先物取引の機能をどう活用させるか、ここ1、2年が勝負といえます。

世界の相場商品一覧(金融商品を除く)

アメリカ

1. シカゴ・ボード・オブ・トレード (CBOT)	(1) トウモロコシ (2) 燕麦 (3) もみ付米 (4) 小麦 (5) 大豆 (6) 大豆粕 (7) 大豆油 (8) 5,000オンス銀 (9) 1,000オンス銀 (10) kg単位の金 (11) 100オンス金 (12) トウモロコシ収穫高保険
2. シカゴ・マーカンタイル取引所 (CME)	(1) バター (2) チェダーチーズ (3) 素畜牛 (4) 生牛 (5) 冷凍ポークベリー (6) 材木 (7) BFPミルク (8) 骨なし赤身牛肉 (9) 骨なし赤身牛肉トリミング50% (10) ポークベリー (11) 豚赤身 (12) ゴールドマン・サックス商品指数 (13) 構成パネル (14) 骨なし赤身90%牛肉
3. ミッドアメリカ商品取引所 (MIDAM)	(1) トウモロコシ (2) 燕麦 (3) 小麦 (4) 大豆 (5) 大豆粕 (6) 大豆油 (7) 生牛 (8) 豚赤身肉 (9) ニューヨーク金 (10) ニューヨーク銀 (11) プラチナ
4. ニューヨーク・マーカンタイル取引所 (NYMEX)	(1) 原油 (2) サワー原油 (3) カリフォルニア・オレゴン州境電気 (4) PALO-VERDE電気 (5) 湾岸無鉛ガソリン (6) ニューヨーク港湾無鉛ガソリン (7) 暖房油 (8) アルバータ天然ガス (9) HENRY HUB天然ガス (10) PREMIUM BASIN天然ガス (11) パラジウム (12) プラチナ (13) プロパン (14) 銅 (15) 金 (16) 銀
5. コーヒー・砂糖・ココア取引所 (CSCE)	(1) バター (2) ブラジル・ディフェレンシャル・コーヒー (3) チェダーチーズ (4) ココア (5) コーヒー“C” (6) ミルク (7) BFPミルク (8) 低脂肪ドライミルク (9) 砂糖No.14 (10) 白砂糖 (11) 砂糖No.11
6. ニューヨーク綿花取引所 (NYCE)	(1) 綿 (2) 冷凍濃縮オレンジジュース (3) ジャガイモ
7. ニューヨーク先物取引所 (NYFE)	(1) CRB指数
8. カンサスシティ商品取引所 (KCBOT)	(1) 西部天然ガス (2) ハード・レッド・冬小麦
9. ミネアポリス穀物取引所 (MGE)	(1) 大麦 (2) ブラック・タイガー海老 (3) ホワイト海老 (4) デューラム小麦 (5) 春小麦 (6) 白小麦

ヨーロッパ

1. ロンドン国際金融・先物オプション取引所 (LIFFE)	(1) 大麦 (2) バルチック貨物 (3) No.7ココア (4) ロブスタ・コーヒー (5) ジャガイモ (6) No.5砂糖 (7) 小麦
2. ロンドン金属取引所 (LME)	(1) アルミニウム (2) アルミニウム(高級品) (3) 銅(グレードA) (4) 精製鉛 (5) ニッケル (6) スズ (7) 亜鉛
3. 国際石油取引所 (IPE)	(1) 原油 (2) ガス・オイル (3) 天然ガス
4. フランス国際先物取引所	(1) ヨーロッパ菜種 (2) 精糖 (3) 100 ICUMSA精糖 (4) 小麦粉
5. ブダペスト商品取引所 (BCE)	(1) 大麦 (2) BLACK SEED (3) トウモロコシ (4) EURO小麦 (5) 小麦 (6) 小麦粉 (7) BL-55小麦 (8) 生豚No.1 (9) 生豚No.2
6. アムステルダム農産物取引所 (AEX-AGRARISCHE TERMÏNMARKT)	(1) 豚 (2) 子豚 (3) ジャガイモ

東南アジア

1. シンガポール国際通貨取引所 (SIMEX)	(1)原油 (2)高塩酸燃料油 (3)金
2. シンガポール商品取引所 (SINGAPORE COMMODITY EXCHANGE)	(1)RSS1ゴム (2)RSS3ゴム (3)現金決済ゴム (RCS) 指数 (4)ロブスタ・コーヒー
3. クアラルンプール商品取引所 (KLCE)	(1)パーム種油
4. 香港先物取引所 (HONG KONG FUTURES EXCHANGE LIMITED)	(1)金
5. 北京商品取引所 (BEIJING COMMODITY EXCHANGE)	(1)銅 (2)トウモロコシ (3)インゲン豆 (4)南京豆 (5)合板 (6)ポリプロピレン (7)輸入ゴム (8)炭酸ソーダ

その他の地域

1. ウィニベック商品取引所 (WCE)	(1)カナダ西部産大麦 (2)菜種 (3)亜麻仁 (4)燕麦 (5)エンドウ豆 (6)小麦
2. シドニー先物取引所 (SFE)	(1)NSW電気 (2)ビクトリア電気 (3)小麦 (4)羊毛
3. ブラジル商品先物取引所 (BM&F)	(1)素畜牛 (2)生牛 (3)アラビカ種コーヒー (4)アラビカ種コーヒー・スポット (5)ロブスタ・コーヒー (6)トウモロコシ (7)綿花 (8)金 (9)大豆 (10)結晶砂糖 (11)金 (U.S.DOLLAR DENOMINATED GOLD) (12)金スポット
4. 南アフリカ先物取引所 (SAFEX)	(1)冷凍牛 (2)トウモロコシ (3)トウモロコシ黄色 (4)小麦
5. FC&M VALENCIA 柑橘類商品先物市場	(1)VAVEL/NAVELINAオレンジ (2)VALENCIA LATEオレンジ

日本

1. 東京穀物商品取引所	(1)米国産大豆 (2)小豆 (3)トウモロコシ (4)粗糖 (5)アラビカコーヒー生豆 (6)ロブスタコーヒー生豆
2. 東京工業品取引所	(1)金 (2)銀 (3)白金 (4)パラジウム (5)天然ゴム (6)綿糸 (7)毛糸 (8)アルミニウム
3. 横浜商品取引所	(1)生糸 (2)乾繭
4. 中部商品取引所	(1)小豆 (2)輸入大豆 (3)乾繭 (4)精糖 (5)綿糸 (6)毛糸 (7)スフ糸
5. 関西商品取引所	(1)小豆 (2)輸入大豆 (3)粗糖 (4)精糖 (5)生糸
6. 大阪商品取引所	(1)天然ゴム (2)同指数 (3)綿糸 (4)毛糸 (5)スフ糸 (6)アルミニウム
7. 関門商品取引所	(1)小豆 (2)輸入大豆 (3)トウモロコシ (4)大手亡豆 (5)ジャガイモでん粉 (6)精糖 (7)粗糖

ア	* (株)アイメックス	〒103-0013	東京都中央区日本橋人形町1-7-7	☎03-3662-9211
	* (株)アサヒトラスト	〒103-0023	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)	〒541-0046	大阪市中央区平野町1-8-13	☎06-201-2711
	* (株)アムバック	〒550-0003	大阪市西区京町堀1-4-16	☎06-441-3521
	* (株)アルフィックス	〒532-0011	大阪市淀川区西中島1-15-2	☎06-304-5071
イ	石橋生(株)	〒231-0023	横浜市中区山下町1	☎045-641-7161
	* 伊藤忠フューチャーズ(株)	〒107-0052	東京都港区赤坂2-17-22	☎03-5562-6818
エ	* エース交易(株)	〒106-8549	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)	〒461-0011	名古屋市中区大須2-1-7	☎052-223-6311
オ	* 大石商事(株)	〒460-0008	名古屋市中区栄3-14-30	☎052-241-1556
	* 大阪大石商事(株)	〒542-0081	大阪市中央区南船場2-5-24	☎06-261-4231
	* 大阪卸衣料(株)	〒541-0043	大阪市中央区高麗橋2-1-10	☎06-203-5341
	大西商事(株)	〒750-0006	下関市南部町22-14	☎0832-31-5155
	* 岡地(株)	〒460-0008	名古屋市中区栄3-7-29	☎052-261-3311
	* 岡藤商事(株)	〒541-0053	大阪市中央区本町3-2-11	☎06-261-7671
	* 岡安商事(株)	〒541-0041	大阪市中央区北浜2-3-8	☎06-222-0001
	* オムニコ(株)	〒104-0061	東京都中央区銀座1-20-14	☎03-3564-8121
	* オリエント貿易(株)	〒810-0004	福岡市中央区渡辺通5-2-25	☎092-712-3111
	* オリオン交易(株)	〒650-0031	神戸市中央区東町113-1	☎078-391-7391
カ	* カネツ商事(株)	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町1-11-5	☎03-3662-0111
	兼松(株)	〒105-0023	東京都港区芝浦1-2-1	☎03-5440-9024
	* カンサイフューチャーズ(株)	〒534-0024	大阪市都島区東野田町2-9-12	☎06-352-2241
	関東穀糧(株)	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町1-2-7	☎03-3666-7321
キ	* 久興商事(株)	〒812-0013	福岡市博多区博多駅東2-5-28	☎092-471-1701
	* 協栄物産(株)	〒104-0032	東京都中央区八丁堀1-6-1	☎03-3553-4151
ク	柳田(株)	〒450-0003	名古屋市中村区名駅南1-7-9	☎052-551-8211
	* グローバリー(株)	〒461-0004	名古屋市中区栄3-14-17	☎052-932-7000
コ	* 太陽トラスト(株)	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町2-13-6	☎03-5640-5600
	* 洗陽フューチャーズ(株)	〒540-0012	大阪市中央区谷町1-3-5	☎06-946-4360
	* (株)コーワフューチャーズ	〒103-0025	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)	〒812-0011	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)	〒812-0013	福岡市博多区博多駅東2-9-1	☎092-472-2191
	* (株)小林洋行	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町1-15-5	☎03-3669-4111
	* 五味産業(株)	〒541-0056	大阪市中央区久太郎町2-5-13	☎06-251-4041
	* (株)コムテックス	〒550-0011	大阪市西区阿波座1-10-14	☎06-543-2118
	* 米常商事(株)	〒462-0853	名古屋市中区志賀本通1-45	☎052-981-3571
サ	(株)三喜商会	〒750-0006	下関市南部町7-9	☎0832-22-2218
	* 三貴商事(株)	〒103-0004	東京都中央区東日本橋1-5-6	☎03-5820-1111
	* 三晃商事(株)	〒103-0007	東京都中央区日本橋浜町3-42-3	☎03-3249-3500
	三幸食品(株)	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町2-16-7	☎03-5642-7320
	蜜糸周旋(株)	〒440-0882	豊橋市神明町17	☎0532-55-9161
	三晶実業(株)	〒103-0027	東京都中央区日本橋3-2-9	☎03-3275-1001
	(株)三忠	〒135-0031	東京都江東区佐賀1-11-3	☎03-3643-5600
	(株)三富商店	〒650-0021	神戸市中央区三宮町1-1-1	☎078-331-2525
	* サントレード(株)	〒460-0008	名古屋市中区栄2-1-1	☎052-222-4443
	* (株)サンライズ貿易	〒171-0042	東京都豊島区高松1-1-11	☎03-5965-1111
	* サンワード貿易(株)	〒060-0042	札幌市中央区大通西4-6-1	☎011-221-5311
シ	上毛燃系(株)	〒371-0804	前橋市六供町370	☎027-224-2111
	* (株)新日本貴志	〒541-0053	大阪市中央区本町3-4-10	☎06-271-2153
	* 新日本商品(株)	〒104-0061	東京都中央区銀座3-14-13	☎03-3543-8181
ス	杉山商事(株)	〒103-0016	東京都中央区日本橋小網町13-3	☎03-3666-0121
セ	* 西友商事(株)	〒103-0012	東京都中央区日本橋堀留町1-10-11	☎03-3663-5711
	* ゼネコム(株)	〒541-0043	大阪市中央区高麗橋1-5-11	☎06-202-6111
	* セントラル商事(株)	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町1-7-9	☎03-3666-1161
タ	* 第一商品(株)	〒150-0045	東京都渋谷区神泉町10-10	☎03-3462-8011
	* 大起産業(株)	〒460-0003	名古屋市中区錦2-2-13	☎052-201-6311
	大豆油糧(株)	〒652-0834	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	〒541-0053	大阪市中央区本町2-2-7	☎06-264-2181
	* 太知商事(株)	〒103-0025	東京都中央区日本橋茅場町1-13-13	☎03-3668-9351
	* (株)大平洋物産	〒103-0016	東京都中央区日本橋小網町17-17	☎03-3668-1451
	* 大雄社(株)	〒163-0272	東京都新宿区西新宿2-6-1	☎03-3343-6601
	* 太陽ゼネラル(株)	〒104-0061	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)	〒105-0022	東京都港区海岸1-11-1	☎03-5400-3400
	* (株)たかま	〒453-0015	名古屋市中村区椿町1-32	☎052-451-5112
チ	* チュウオー(株)	〒460-0008	名古屋市中区栄3-21-23	☎052-263-3211
ツ	(株)筒井商店	〒650-0035	神戸市中央区浪花町59	☎078-331-7385
ト	* 土井商事(株)	〒460-0008	名古屋市中区栄2-8-5	☎052-201-2101
	* 東京ゼネラル(株)	〒105-6030	東京都港区虎ノ門4-3-1	☎03-5401-6111
	東京都中央食糧(協組)	〒103-0016	東京都中央区日本橋小網町16-16	☎03-3666-5141
	* 東陽レックス(株)	〒135-0031	東京都江東区佐賀1-1-16	☎03-3642-4531

	(株)トーマン	〒107-8677	東京都港区赤坂2-14-27	☎03-3588-6977
	* (株)トレックス	〒461-0005	名古屋市東区東桜1-9-26	☎052-951-6751
ナ	(株)ナカトラ	〒750-0006	下関市南部町19-1	☎0832-31-1133
	(株)中村商店	〒751-0818	下関市鉾町11-2	☎0832-31-2321
	(株)成岡商店	〒111-0032	東京都台東区浅草2-3-61	☎03-3843-6911
ニ	* (株)西田三郎商店	〒541-0041	大阪市中央区北浜1-1-27	☎06-233-6301
	ニチメン(株)	〒108-0014	東京都港区芝4-1-23	☎03-5446-1811
	* 日光商品(株)	〒103-0004	東京都中央区東日本橋2-13-2	☎03-5687-9111
	* 日商岩井フューチャーズ(株)	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町1-39-5	☎03-3666-7400
	* 日進貿易(株)	〒060-0001	札幌市中央区北1条西3-3-27	☎011-218-5400
	* 日本アクロス(株)	〒541-0054	大阪市中央区南本町2-6-12	☎06-252-1161
	日本生糸販売(農協連)	〒231-0003	横浜市中区北仲通5-57	☎045-211-2771
	* 日本交易(株)	〒160-0023	東京都新宿区西新宿7-4-4	☎03-3369-1171
	* 日本農産物(株)	〒060-0003	札幌市中央区北3条西1-10-1	☎011-231-6558
	* 日本ユニコム(株)	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町1-38-11	☎03-5623-5111
ハ	(株)ハーベストフューチャーズ	〒150-0002	東京都渋谷区渋谷1-1-4	☎03-3407-8271
ヒ	兵庫米穀(株)	〒652-0852	神戸市兵庫区御崎本町4-2-7	☎078-651-6041
フ	* フジチュー(株)	〒540-0036	大阪市中央区船越町2-3-7	☎06-942-2131
	* (株)フジミ	〒169-0072	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)	〒103-0022	東京都中央区日本橋室町1-8-6	☎03-3270-2211
ホ	* 北辰商品(株)	〒106-8610	東京都港区西麻布3-2-1	☎03-3403-3111
	* 北辰物産(株)	〒103-0025	東京都中央区日本橋茅場町1-9-2	☎03-3668-8111
マ	松村(株)	〒231-0013	横浜市中区住吉町1-13	☎045-662-7500
	(株)丸市商店	〒135-0031	東京都江東区佐賀1-7-1	☎03-3641-8411
	丸極(株)	〒103-0025	東京都中央区日本橋茅場町2-17-9	☎03-3664-8751
	マルハ(株)	〒100-8608	東京都千代田区大手町1-1-2	☎03-3216-0888
	丸紅(株)	〒100-8088	東京都千代田区大手町1-4-2	☎03-3282-2111
	* 丸村(株)	〒491-0858	一宮市栄1-11-8	☎052-231-7341
	マルモト(株)	〒550-0011	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)	〒103-0024	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)	〒103-0013	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)	〒460-0002	名古屋市中区丸の内1-8-20	☎052-202-4111
メ	* 明治物産(株)	〒103-0013	東京都中央区日本橋人形町1-1-23	☎03-3666-2511
	* 明倫社(株)	〒530-0047	大阪市北区西天満1-7-20	☎06-366-0051
ヤ	* 山前商事(株)	〒105-0013	東京都港区浜松町2-2-12	☎03-5403-1811
	* 山田商事(株)	〒103-0025	東京都中央区日本橋茅場町3-12-9	☎03-3666-2211
	* 山種物産(株)	〒103-0013	東京都中央区日本橋人形町1-1-1	☎03-3667-7011
	大和産業(株)	〒451-0043	名古屋市西区新道1-14-4	☎052-571-1161
	* 山梨商事(株)	〒103-0007	東京都中央区日本橋浜町2-60-6	☎03-3664-0221
	* 山文産業(株)	〒101-0032	東京都千代田区岩本町2-5-12	☎03-3865-8611
ユ	* 豊商事(株)	〒103-0014	東京都中央区日本橋蛸薬町1-16-12	☎03-3667-5211
	(株)ユニテックス	〒541-0048	大阪市中央区瓦町4-7-4	☎06-233-1201
ワ	* 和洗フューチャーズ(株)	〒541-0056	大阪市中央区久太郎町1-9-26	☎06-271-1666

以上113社

*は情報開示会員(81社)

会員各社の情報開示(ディスクロージャー)について

* 印の会員・商品取引員(81社)の企業情報について、各会員各社の本店及び営業所で、投資家をはじめご関心のある方がご覧頂けるよう情報開示(ディスクロージャー)しています。
また、日商協本部資料室及び支部(札幌、名古屋、大阪、福岡)でもご覧になれます。



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

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。

当資料室では、各商品取引所の月報、年報や各種統計データを整備するとともに、会員・商品取引員の企業情報について、広く一般の方々にもご覧いただけるよう公開しています。



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 〒103-0016

電話 03-3664-4734(ダイヤルイン)

FAX 03-5623-7245

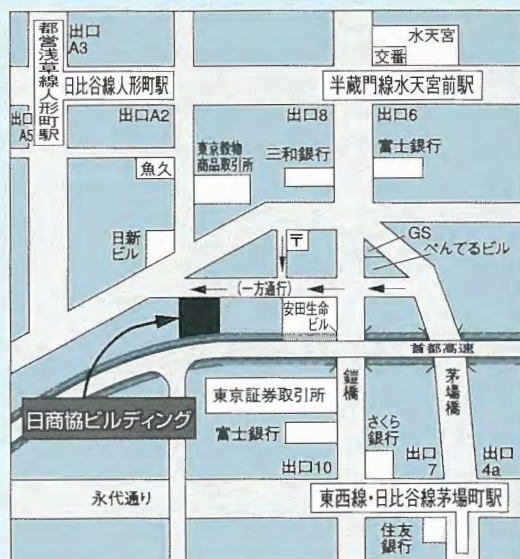
ホームページアドレス <http://web.infoweb.ne.jp/nisshokyo/>

■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 XXI 1998

発行 1998年11月

定価 635円 (本体価格のみ、消費税別途)

編集・発行 日経総合販売株式会社

東京都千代田区鍛冶町2-9-12 〒101-0044

☎ (03) 5295-6230 FAX (03) 5295-6220

編集協力 (株)市場経済研究所/ (株)日経スタッフ

FUTURES REPORT

社団法人 **日本商品取引員協会**
THE COMMODITY FUTURES ASSOCIATION OF JAPAN
〒103-0016 東京都中央区日本橋小網町9-4 TEL.03(3664)4734