

# 特集1 ケーススタディー

## 商品先物取引を企業経営にこう利用せよ

# 「経済情勢の判断」

# 価格は世界を見るポイント

日本経済新聞社  
前編集委員

林 邦正

価格は需給を示す目印です。航海にたとえれば、灯台のような役割を果たすわけです。逆にいえば、価格の動きに目を凝らすことで経済の姿をつかむことが可能になるわけです。売買によって差益を得ようとする投資家や価格のヘッジを考える当業者など、多くの思惑に基づいて売買に参加した結果、価格が形成される先物市場は、そうした意味での「純粋な価格」が提示されているということができません。

## ゼロ金利で金は同ザヤ

東京工業品取引所（東工取）の1月末の金の価格で面白い現象が見られました。期近2月決済物から期先12月物まで、10月物1本を除いてみな1グラム1,425円で横一線となったのです。ちなみに10月物は1,426円でした。これを限月間のサヤがゼロになったといいます。これは一体どういうことでしょうか。それを理解するには、金など貴金属のサヤはどのような理屈で形成されるのかをまず知る必要があります。

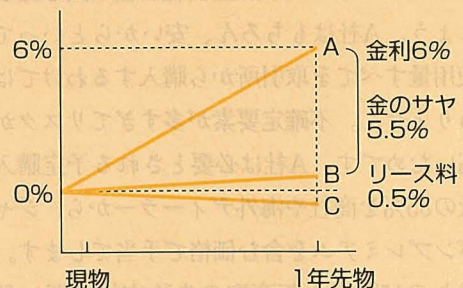
金はマネーとしての性格も持っています。マネーの性格からすると、現在の100円と将来の100円は同等ではありません。そこには金利という概念が生じているのです。金も全く同様に金利という概念があり得るのです。「金のサヤは金利に相当する」と一般にいわれ

るのはそういうことからです。

だから金は金利相当分のサヤが先物価格に上乘せられているのが普通です。これを順ザヤといいます。ところが、日本でゼロ金利政策がとられて円の金利がほとんどゼロになって以来、東工取の金は先物価格のほうが期近（あるいは現物）に比べ安い逆ザヤが常態化してきました。例えば、2年前には期先が期近より1グラム10円程度安い状態でした。

最近コール市場でマイナス金利が発生したことがニュースとなりましたが、これは銀行間の超短期物の取引の場合の特例で、通常マイナス金利はあり得ません。では金がなぜ逆ザヤになるのでしょうか。そこにかかわってくるのが金の貸し借りに伴う金利、つまりリース料なのです。実は金のサヤとマネーの金利、リース料との間には次のような関係が成り立っているのです。

金価格とリース料と金利



金利が6%でリース料が0.5%の時、金のサヤはA-Bの5.5%となる。金利が0%でリース料が0.5%なら、サヤはCのマイナス0.5%となる。

## リース料が金利上回る

「サヤ」＝「マネーの金利」－「リース料」  
円金利がゼロになって以来、サヤがマイナスに転じたのはリース料のほうがマネーの金利を上回っているからです。

海外のドル建て金市場では、この1年間、ドルの金利が急低下したため、サヤも縮小しましたが、まだ順ザヤを保っています。東工取の金のサヤがゼロに戻ってきたのは、リース料がほとんどゼロに低下しているからです。

リースの出し手は中央銀行、取り手は鉱山会社というのが一般的です。鉱山会社は借りた金を使ってヘッジ売りをしてきました。ところが、昨年あたりから、鉱山会社がヘッジ売りの解消を急ぐようになってきました。つまり、借り手が不在という状況になっているのです。通常は年利1%前後のリース料が、最近ではゼロに近づいています。金のサヤのわずかな変化から金融市場や金のリース市場の動きが垣間見えるのです。

プラチナ市場でも同様のメカニズムが働きますが、中央銀行にあたる大きな出し手がないため、リース料は高値にはりついています。大幅な逆ザヤ状態が続いているのはそのためです。1月末の東工取では期近と期先の逆ザヤは1グラム当たり約200円です。

サヤの関係は商品ごとに独特のものです。例えば原油の場合は、先物価格は中長期的にみて妥当と思われる一定の価格に収れんしていく傾向があります。従って最近のように期近が高い時は、逆ザヤになります。

また、穀物の場合は1年草なので、1年ごとに需給が異なり、旧穀と新穀とでは違った世界が出現していると考えたほうがよいのです。旧穀と新穀とで異なった価格水準になっ

ているとすれば、多くの市場参加者の需給の見方がそこに投影していると考えられるわけです。

原油などの場合、原油とガソリンなどの製品との値差がどう動いているかに注目すべきではないでしょうか。製品の市場がひっ迫している時は相対的に製品価格が上がる傾向にあります。それが製品の供給にボトルネックが生じているためなのか、それとも経済が活況で消費が予想以上に伸びているのかなどを考えなければなりません。いずれにしても商品間の値差が経済を考える1つの手がかりになるわけです。

ちなみに日本の場合、石油の供給能力が多く競争が激しいため、ガソリンは相対的には上がらない傾向が強いようです。しかし、これは永遠に続く傾向とは思えません。いずれは供給能力の調整が行われて、ガソリンが高くなる傾向に変わってくる可能性があります。

## 潮流に商品への見直し

国際商品が最近、堅調です。世界的にはデフレの懸念が強いのに、国際商品の指数であるCRB指数の上げが急です。1月末の同指数は昨年初と比べ約30%上昇しました。世界経済、特に日・米・欧の先進国の経済は必ずしも好調ではないのに基礎的な原材料の価格が強いのは、一時的な異変とは思えません。商品（コモディティー）に対する見直しが大きな潮流となっているからではないでしょうか。その一因に中国の成長と商品の需要拡大が挙げられるでしょう。商品価格の全体の水準がどういふ変化を見せるのかは、これからの世界を見ていくための重要なポイントと思えます。