

特集1 日経商品先物シンポジウム2004

パネルディスカッション

「商品先物取引」をビジネスにこう生かせ」

—— 資産運用とリスクヘッジ ——



司会 本日は、改正商品取引所法が目指す「企業の利用をどう増やすか」「個人投資家の参加はどうあるべきか」について展望したいと思います。まず、日本の商品先物市場は企業にどう利用されているか、黒田さんから海外の評価をお伺いしたい。

【当業者の利用】 EFPで一層、使いやすく

黒田 モルガンスタンレー証券は外資系投資銀行という立場で1982年から石油をトレーディングしています。われわれは先物取引、OTC（店頭取引＝対面取引と同じ）、ウェブによる取引などを使ってお客様にサービスしています。東京工業品取引所（東工取）がスワップと先物の交換（EFS）、現物と先物の交換（EFP）を導入しましたが、これは海外

【パネリスト】

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	南學政明
豊商事会長	多々良義成
モルガンスタンレー証券債券統括本部 コモディティーズ部エグゼクティブディレクター	黒田豊彦
ユニバックグレイン代表	茅野信行

【司会】

日本経済新聞社編集局
商品部編集委員

志田富雄

ではすでに導入され、なくてはならないものです。

これが東工取でも行われるようになり、一層、使い勝手が良くなると考えています。当社の顧客の中には、実際にエクスポージャー

のある価格と、先物で使われる製品価格との間にあるベース（価格差）のため、必ずしも先物取引に直接参加することなく、当社と店頭取引を行い、当社がそれに対するヘッジとして先物市場を利用することが多くあります。

司会 農産物の市場はどうでしょうか。

茅野 米国では大豆ミール、大豆油メーカーが積極的に先物取引を使っています。日本は一貫生産なのに対し、米国は圧搾、精製、パッキングとメーカーが分かれ、ヘッジする必要があったからです。

司会 日本の場合はどうでしょうか。

森實 日本は建値取引から市場取引へ移行している過程にあると思います。農産物も建値取引が色濃く残っており、当業者は市場取引に必ずしもなじんでいません。しかし、ここ数年間で大きく変わりつつあります。建値取引が維持できなくなったとき、リスクヘッジをどうするかが一番大きな問題と思っています。

南學 具体的なデータはありませんが、商品により差がある気がします。貴金属の場合、総合商社が活発に取引し、当業者比率は4割程度にのぼっています。

石油は順調に増え、商品により異なりますが、10～35%が当業者と推測しています。元売りの参加はまだ多くありませんが、価格変動のリスクが非常に大きくなっているため、先物市場でヘッジする動きが出てきていると思います。

われわれも当業者の要望に応え、市場設計を改善するとともに、EFS、EFPの導入など施策を講じています。さらにLPGの上場も考えており、今後、当業者が増えると期待しています。

司会 市場の担い手である商品取引員の立場

から一言。

多々良 私どもは担当者が取引状況を企業に伝え、注文をいただいています。また、シンガポールの子会社では東工取でゴムの売買が始まると、その状況を英訳して流し、注文をいただいています。取引先は20～30社あります。



多々良義成氏

【委託者保護】 2つの面で大幅前進

司会 今回の改正商品取引所法では委託者債権の保全に力を入れています。これはどの程度評価されるべきもののでしょうか。

森實 2つの面で大幅な前進があったと思っています。第1は預かり資産の管理が徹底したことです。従来は自己責任で管理する部分がかなりありましたが、今度は取引証拠金はすべて取引所に預けるほか、それ以外の業界預託分は信託、銀行保証などの引受が義務づけられ、この上に立って、商品取引受託債務補償基金の後継団体への強制加入が実現することになりました。委託者債権についても1委託者当たり1,000万円程度を補償基金の後継団体が補償することになりました（ペイオフ）。もう1つは商品取引員の財務状況についてです。純資産について把握するために、資産評価のルールをつくることになりました。

司会 商品取引員会社の信頼性は商品先物取引そのものの信頼性につながります。今回の法改正の過程で商品取引員会社への批判はかなり厳しいものがありました。

多々良 昨年、今年と商品取引員会社の倒産もありました。これからは取引所預託がクリ

特集1 日経商品先物シンポジウム2004

アリングハウス（清算機関）的なものになるかは分かりませんが、委託者債権は全額保管されることになるので、商品取引員会社の倒産で委託者債権が返還されないということは起こりにくくなると思います。

【クリアリングハウス】 海外は高い評価か

司会 クリアリングハウスが拡充されることになりましたが、海外からは評価の対象になるのでしょうか。

黒田 海外の取引所ではわれわれが取引を始めたときからクリアリングハウスがあり、それが当たり前でした。日本の先物取引は総じて値幅制限が海外の取引所より小さいし、ロンドン国際石油取引所（IPE）には値幅制限そのものがありません。その原因の1つに、クリアリングハウスがなかったことによる証拠金授受義務および追証（＝追加の証拠金）の非効率性があったと思います。今後、改善されていくとは思いますが……。

茅野 大変な前進で、海外から高い評価を受けると思います。制度が整ってきたことで安心感が出てきます。米国最大の農協が東京穀物商品取引所（東穀取）で売りヘッジしたいと言ってきましたが、クリアリングハウスができれば参入しやすくなるはずですよ。

司会 すでにクリアリングハウスを設けている東工取の感触はどうでしょうか。

南學 昨年6月にインハウス型クリアリングハウスを導入しましたが、その結果、海外投資家から問い合わせがあり、会員や取次商品取引員になった外資系企業も出ています。アウトハウス型クリアリングハウスが設立されれば、一般的には証拠金の預託や決済資金についての効率化が図れ、取引の債権債務の相手方が明確になり、市場の信頼性の向上につ

ながっていくと思います。国会で法改正を審議する過程でも「取引所共通の清算機関を創設する方向で指導する」という答弁がなされています。われわれとしても他取引所、会員と協議し、的確な方向



南學政明氏

を見いだしたいと思います。

司会 森實理事長は「制度としてのあり方と導入は別」と考えているようですが。

森實 クリアリングハウスの機能は3つあると思います。第1は資金の流動性を高め、効率的運用を図ること、第2は外部からの信頼が高まること、第3は海外の銀行、商社など大口投資家が参入する場合、簡単になることです。ただ、問題点もあります。一番難しいのはクリアリングメンバーとノンクリアリングメンバーとの交通整理をどうするかという点です。誰もが入れるクリアリングハウスならつくる意味は半減します。

私は昨年、法改正を審議している場で、全国商品取引所連合会会長の立場で資金の効率化のため、各取引所の決済をプール計算する「共同計算センター」構想を各取引所の理事長さんの了解を得て打ち出しました。まず、プール計算の実体をつくり、それからどうするか考えるべきだと思います。

司会 商品取引員の場合はいかがですか。
多々良 90年にシンガポールに店を出したとき、お客様はクリアリングハウスがないということで懸念を示されました。「場勘定（＝損得の計算）を日々、行っており、インナーハウスを内蔵しているようなものだ」と説明し、理解を得ましたが、このような迂遠な説

明をするより、クリアリングハウスの存在を示したほうが海外の方々との取引はスムーズに行われるように思います。「共同計算センター」を一步進め、クリアリングハウス型の「共同清算センター」に脱皮していったほうがよいと個人的には思っています。

【実需家の範囲拡大】 商品先物取引のすそ野広げる

司会 実需家を増やすために「商品を使う側も実需家にする」ことになりました。その効果、展望をお聞きたいと思います。

南學 結論から言えば、大変評価しています。現行法では「生産、加工、売買を行っている者が当業者」ということで、石油を使う電力会社、航空会社、運送業者などは当業者でなく、取引所の会員になれないことになっています。だが、法改正でユーザーも会員になれることで、商品先物取引のすそ野を大きく広げ、商品先物市場が有する「産業インフラ」としての機能をより発揮させる契機になると思います。

ユーザーが自らの経営判断で直接リスクヘッジできることは「経営の安定性確保」の面からも望ましいことです。今後、このようなユーザーは参加してくると思いますし、それを期待しています。

多々良 私も同様です。これまではゴムの場合、会員はシートラバーをつくる人のみで、長靴をつくっている人はなれませんでした。有意義なことで期待しています。

司会 製油会社は変わってきますか。

茅野 変わってくると思います。グローバル時代で内外市場が一体化しており、海外との激しい競争にさらされたとき、迅速に対処する必要があります。ヘッジしてみて「これまででは食わず嫌いだっただ」ことが分かり、取引

規模を拡大していくと思います。

森實 実は農産物の場合、当業者の範囲はきわめて広く、この人たちに、先物取引をどう理解してもらえるかが課題です。われわれはむしろ、

市場の規模拡大とい

う視点から、銀行、証券などの参加に期待しています。

司会 米国では農務省も使っている？

茅野 ええ。不作になったときに備え「作物保険」をかけますが、その原資を得るために先物取引を使っています。米国では先物市場を利用するケースが多くなっています。

【店頭市場の範囲拡大】 先物取引と相互補完で

司会 法改正により店頭市場で上場商品を買ってよいことになりました。これは取引所には脅威でしょうか。

南學 脅威は感じていません。石油の場合、リスクは多様化しており、定型化された取引所の取引だけでは対応しきれないリスクヘッジニーズも出てきています。それに対応するものとしてOTCは重要になってきました。かつて、欧米では先物市場とOTCは敵対関係にあると思われていましたが、最近では「相互補完関係にある」と位置づけられています。

日本でも、法改正でJOX (Japan Oil Exchange = インターネット上で石油の取引を行っている会社) の活動が活発化し、取引所取引も活発化すると期待しています。

黒田 南學さんの意見に賛同します。先物市場とOTCは車の両輪みたいなもので、すで



茅野信行氏

特集1 日経商品先物シンポジウム2004



黒田豊彦氏

に述べた通り、われわれもOTCのヘッジは先物市場で行っています。両者は切っても切れない関係にあり、相互に発展していくと思います。

司会 将来、日本のユーザーは直接、先物取引でヘッジする

ようになるでしょうか。

黒田 すべてそうになったらわれわれの仕事はなくなります。われわれがユーザーにとって最も効率の良い商品を創出し、ユーザーが先物かOTCかどちらかを選択するようになるのではないのでしょうか。

【商品ファンド】 条件成熟し、拡大のチャンス

司会 投資家の話に移りたいと思います。一般投資家は「ファンドを通して」という考えが打ち出されています。

森實 商品先物取引のすそ野を広げるにはこれが一番重要と考えています。条件も成熟してきました。いままでは、日本のファンドマネーは日米の金利差に着目して外国の国債に運用が集中していましたが、これが変わってきました。第2に委託者税制が平準化される方向になってきました。商品先物取引は申告分離で税率が2割になり、損失繰り延べもできるようになりました。私はチャンスだと思っています。

米国では商品先物取引に参加する人は全体の2割程度でしたが、ファンドができて5～6割になりました。日本もファンドの進出で大きく伸びると思います。そのためには第3に商品設計でハイリスク・ハイリターン商品

を組み込んでほしい。また、日本はトレーダーが株、金融先物、商品先物と分化しています。これをジョイントさせる必要があります。逐次、その動きが出てきましたが、今後、トレーダーをどう育てるかが重要です。

司会 商品ファンド法制定のころからかわっていた多々良会長はいかがですか。

多々良 商品ファンドの原市場である商品先物取引に、経験がない人が入ってくることは「泳ぎを知らない人がいきなり波の高いところで水泳をする」ようなものです。したがって、胸から下のプールを用意する必要があり、その最も手取り早いのが商品ファンドと考え、91年の法制定で実現させてもらいました。

ただ、当初、日本で最もなじむのは「元本確保型」と思い、それが設定されましたが、低金利でうまくいかず、ローリスク・ローリターンのアービトラージ型、ハイリスク・ハイリターンのトレンドフォロー型へと進んできています。

海外から先物市場に入ってくるファンド資金が増えることは喜ばしいことですが、半面、鯨のような（資金量のある）ファンドが入ってくると、市場を乱す懸念もあります。取引所の市場管理をしっかりとするなど、堤防の補強工事をし、強固なものにする必要もあります。

森實 私は理事長に就任以来、商品ファンドなど大口取引の規制緩和を進めてきました。だが、市場管理上、大幅な介入をせざるを得なくなったこともありました。最近はシステム取引が完備したので、かなり整備はされてきています。

司会 日本は個人投資家が圧倒的多数を占め、特異な市場といわれていますが。

黒田 海外ではコモディティーインデックス（商品価格指標）を使った商品がつくられ、

これを使ったスワップ取引や、これを組み込んだファンドがポピュラーになっています。商品取引所法改正で、これらが認知されてくると、日本でも取引所の相場をインデックスとして使った商品が投資家に売られることも夢ではありません。このような商品を開発した社はヘッジに先物取引を使うので、先物取引も活性化すると思います。

【内外からの参入】 当面は海外との相互乗り入れか

司会 ここ1、2年、証券や海外から商品先物業界へ参入する動きが出ています。このような動きは加速するのでしょうか。

森實 海外からの参入はこの10年来絶えずあります。シカゴと東穀取の間でアービトラージが行われ、ファンドもいろいろな形で入っています。そこで、東穀取ではいま、海外の取引所や取引員協会との提携を進め、海外の投資家の誘致も進めています。

黒田 海外からの参入が増える可能性があります。ニューヨークのトレーダーに東工取のことを話したら感心していました。東工取の取引が世界に影響を与え、世界の原油価格を上げ下げしたことが実際にありました。しかも、この1年で顕著になっています。制度さえ外資に利便性のあるものにすれば、参入にそれほど時間はかからないのではないのでしょうか。

司会 商品取引員会社の立場では？

多々良 将来は証券と相互乗り入れになると思いますが、当面は海外との相互乗り入れです。東穀取とシカゴでアービトラージを行っているファンドも組成しております。海外のファンドと思われる玉もすでに受注していますが、さらにボリュームアップすると思っています。

【中国】 日本との提携に意欲

司会 日本の横では中国という巨大市場が台頭、商品取引所も立ち上げています。現状はどうでしょうか。

茅野 最近、中国に行きましたが、取引所をヘッジに積極的に使いたいという声がありました。東穀取などとも連携して投資家や現物の引き渡し上の便宜が図れるようになれば、相互に協力したいとしています。値幅制限もシカゴ並みにしたいとしており、共通の品質基準ができればそうなると思います。

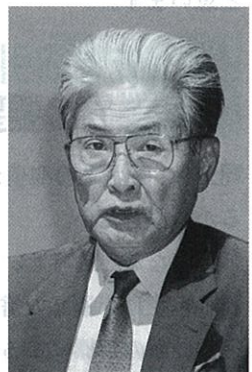
黒田 上海の取引所では銅、アルミが活発に取引されていますが、重油も上場するべく、仕様などについてヘッジファンドや業者などに意見を聞いているようです。重油はこれまでシンガポールが指標でしたが、これが大きく変わるかもしれません。

司会 取引所にとってはどうでしょうか。

森實 先物取引は一本調子にはいかないと思います。4年ほど前、北京に行って、海外取引を行う場合に備え東穀取も指定取引所にしてもらいましたが、外貨の割り当てがないとかで、注文がありません。中国は過渡期にあります。人民元や市場経済への国の介入の見極めがつかないと……。

南學 中国の取引所

は3つに集約され、出来高は大連が世界3位、上海は6位、鄭州が9位とベスト10に3つ入っており、しかも、商品の物流規模も巨大です。将来はアジアのリーダーシップを取られる



森實孝郎氏

懸念もあります。

しかし、日本はGDP（国内総生産）が中国の5倍以上で、世界最大の債権国であり、1,400兆円の個人金融資産もあります。取引所運営システムに必要なIT技術も持っています。なんとしてもアジアのリーダーシップを持ち続け、世界に冠たる取引所にしていきたいと思っています。

商品先物取引は21世紀に向け、もっと力を入れ、発展させるべきだと思います。英国の場合、製造業の力は衰えましたが、商品先物取引、金融取引、株式取引では世界の市場として燦然と輝いています。われわれも法改正を機に商品先物取引をより活発化させていくべきだと考えています。

多々良 関係ないことを述べます。今回の法改正の過程を議事録で見ると、商品先物業界への厳しい評価を下しているように見えます。われわれも襟を正す必要はありますが、えん罪の部分もあります。商品取引員97社中、約60%が年間、1件のトラブルありません。商品取引員とお客様は信頼関係を分かち合っている仲間同士なのです。

業界には日本商品先物取引協会という法定自主規制団体もあります。その機能を強化したり、監督官庁に義務を果たしてもらい、業界内整理をすることが業界の発展につながると思います。

「商品先物取引は産業基盤か」 産業界の要望入れ、改善

司会 「商品先物取引が重要な産業基盤になるか」伺いたい。

茅野 なると思うし、なるべきだと思います。価格の変動を通じて需給が調整されたり、作付け計画の指標になるからです。価格形成がフェアでオープンに行われているということ

が理解されれば流動性も高まり、市場経済に欠かすことのできない産業基盤になると思っています。

黒田 世界は日々、新しいことが起こり、新しいことを求めています。法改正で器ができたので、それを適用してどう運用していくか、市場運営者と市場参加者との緊密な連携があるべきでしょう。変化が必要とあれば法の範囲内で勇気を持って進めていくべきだと思います。

南學 現在でも、重要な産業インフラになりつつあると思います。法改正を機に、われわれとしても産業界の要望に常に耳を傾けながら、積極的に制度整備を図っていくことで、さらに重要な産業インフラになると確信しています。

森實 なると思いますが、3点申し上げたい。

1つは委託者からの信頼を得られるかです。

2つ目は東穀取としてもそろそろコメの上場を検討しなければならないと思っています。コメは市場規模が他の商品とは全く違い、それにどう取り組むかが最も大事です。東穀取としては、これは先祖帰りです。3つ目はファンドのマネジャーの育成をもっともっと働きかけたいということです。

司会 最後に手数料の自由化が迫っていますが、どう取り組むお考えですか。

多々良 質の良い情報を提供して生き残りを図る商品取引員もあれば、インターネット取引を通じ低廉な手数料で生き残りを図る商品取引員もあると思います。それぞれの社が特質を生かしながら対応すべきだと思います。大丈夫だと思います。

（6月9日に行われた日経商品先物シンポジウム2004のパネルディスカッションをまとめたものです）