

『商品先物取引の役割と可能性』

96C1108001F

山下 雅弘

商品取引と経済

日本で商品先物取引と言えば一般的には「派手な仕手戦」「強引な勧誘」といったマイナスのイメージがまだまだ強く、証券や金融市場に比べて社会的な認知度が低いのが実情です。しかし欧米では証券や金融と並んで商品取引は確固たる地位を占めており、取引のグローバル化の流れの中で日本の果たすべき役割は年々、急速に高まってきていますが、商品取引の社会的なイメージの低さを考慮してか、商品先物行政では戦後一貫して「不拡大方針」を取り続けてきました。しかし、諸外国から市場整備を求める声が高まってきたことや、商品市場が拡大していることを背景に、従来の規制行政を育成行政に百八十度転換、これが九十年末に施行された実に四十年ぶりという商品取引所法（商取法）の抜本改正につながったわけです。

改正商取法の柱は 国際化への対応、 市場の整備・統合、 委託者保護の充実の三点です。

商取法の改正と並び、商品市場に押し寄せる変革の波の発信源になっているのが商品ファンドです。商品ファンドとは投資家から集めた資金を商品市場で運用、ここで得た利益を投資家に配分するというもので、有価証券投資信託の商品版といえます。

次に商品取引所とは資本主義の中でも最も高度化し、組織された商品市場だと言われます。一般にいう取引所とは、売り手と買い手が集まって値段を決める場所のことを指します。こうした取引のうち、いちばん初めの形態は、取引する商品を実際にその場に持ち込んで行なう取引です。しかし品質の同じ商品が大量に作られるようになると、見本だけ見れば売買ができるようになります。これが見本取引です。この形がさらに進むと、見本すら持ち込まず、銘柄を指定しただけで取引ができるようになります。これが銘柄取引です。この段階になると、その時点で商品を用意していなくても、「何月何日に受け渡しする」という約束の先物取引ができるようになります。銘柄取引が進んでくると、それぞれの銘柄に対する評価、つまり銘柄間の価格差が固まってきます。こうなると、ある銘柄を標準品と決めておいて、その銘柄の価格さえ決まれば、ほかの商品は標準品を基準にした一定の価格差で取引できるようになります。このような取引を「標準品取引」と呼びます。この方法なら、広い範囲の売買が標準品に集中し、大量の売買が能率的に進められる上、広範囲の需給を反映した価格の形成が可能になります。この場合に重要なのは、取引の約束をあらかじめ細かく決めておくことです。いざこざの種になり、取引が混乱するのを防ぐためです。

商品取引所の最大の機能は、商品取引会社を通さずれば誰でも、いつでも売買に参加できる点にあるとっていいでしょう。商品取引所の価格が高すぎると思った人は売り、

逆に割安だと思えばいいわけです。商品取引所ではこのようにして、その商品に関心を持つ全ての人々の意見を反映した価格がつく仕組みになっています。公正な価格の形成これが商品取引所のいちばん基本的な役割と言えます。先物について適正な価格がいつでもはっきりしていることは非常に便利なことです。その商品の需給が調整されて、値動きが穏やかになるはずで

商品取引所のもう一つの機能はリスク・ヘッジ（危険回避）にあります。商品取引所という「保険機関」があるからこそ、業者は安心して生産、流通、加工など、それぞれの本来の仕事に専念できるわけです。この保険機能を取引所の最大の存在理由と主張する人も少なくありません。

商品取引所の歴史

日本の商品取引所は徳川時代の大阪で誕生しました。各大名は大阪に蔵屋敷を置いて年貢米を貯蔵し、これを商人に売って藩の費用をまかなっていました。当時、蔵屋敷に貯蔵されている米は蔵米、蔵米の管理者は蔵元と呼ばれていました。米商人たちが蔵米を仕入れるとき、三分の一の手付金を払うと、蔵元は米切手を発行しました。一種の倉荷証券です。これなら相場次第で簡単に転売できます。この米切手の売買のため、最大の蔵元だった淀屋の店先には毎日、大勢の商人が集まるようになりました。「淀屋の米市」といわれるものです。淀屋の米市では差金のやり取りだけを狙った米切手の売買が盛んに行われ、その投機が米相場を不安定にしているという非難が高まったため、幕府はこれを禁止しました。しかし幕府の目をくぐってすぐ復活し、いっそう活発になったため、幕府としても黙認せざるを得ませんでした。米市は一六九七年淀屋の店先から堂島に移されました。一七〇六年ごろからは標準品を決めて先物取引までひそかに行われ、商いは活発になりました。そして幕府もついに堂島米市を公認したのです。堂島米市はその後明治維新まで百四十年あまりの間、「天下の堂島」といわれ、全国の中心的市場として栄えました。

一方、欧米では一六一三年にオランダのアムステルダムに取引所が生まれました。アムステルダム取引所では東洋から運ばれた香辛料など様々な商品のほか、東インド会社の株式なども取引され、活況を呈しました。アムステルダム取引所に代わって英国の取引所がヨーロッパの商品取引の中心になるのは十九世紀です。産業革命によって英国が世界の工場となり、世界経済を牛耳るようになったのが契機です。このころから倉荷証券による受け渡し制度が取り入れられ、差金決済の先物取引が活発に行われる商品取引所が誕生しました。今世紀に入ると米国の商品取引所の活況が際立ってきました。現在世界最大の商品取引所になっているシカゴ商品取引所(CBT)の誕生は一八四八年です。その後米国では一九二〇年代までに取引所が各地に次々と誕生、近年は財務省証券や各国通貨をはじめとする金融商品、石油製品、貴金属などが相次いで上場され、活発に取引されています。

日本の商品取引

日本の商品取引所は経済復興が緒についた昭和二十年代半ばから、飛躍の地固めをした三十年代初めにかけて相次いで再開、新設されました。高度経済成長の過程で、日本の経済、産業は様々な形で成長の果実を手に入れてきましたが、商品取引所、商品先物取引業界は高度経済成長の恩恵をほとんど受けなかったと言っていいでしょう。商品先物取引の停滞をもたらした理由としては、日本は商品取引所の上場商品の中には個人投資家のマインドを刺激する魅力ある商品が乏しかった、新規上場商品が少なかった、商品取引会社の営業姿勢に起因した顧客とのトラブルが絶えず個人投資家が先物取引に対して不信感や警戒心を抱いている、投機と賭博が混同されている、所管官庁が通産省と農水省とに二元化していて迅速で適切な施策が打ち出しにくい、などが日本の商品先物取引の成長を阻害していた要因と言えるでしょう。商品先物取引業界と同根の証券業界が、大蔵省の指導・監督のもと近代化を成し遂げ、今日の地位を築き上げたのと比較すると商品先物市場の停滞が余計に目立ちます。もちろん、商品先物取引業界もただ漫然と手をこまねいていたわけではありません。魅力ある商品の上場という点では金、銀、白金を上場しました。特に金の上場は、それまで商品先物市場への参加をちゅうちょしていた一般投資家を、市場に呼び込む大きな効果があったといえます。金の持つヘッジ資産としての機能は、商品先物取引市場が広い意味のマナー・マーケットの一分野として成り立つことを多くの投資家に認識させました。

取引所の組織について

自由経済の中で、自由競争による価格決定の上に成り立っている商品取引所は、自治が建前です。商人の間から自然に発生した、その生い立ちから考えても、当然のことです。ただ自治の程度には、国によって差があります。

英国では、完全な自治に、ドイツでは早くから法律で規制され、他の欧州諸国では程度の差こそあれ地方自治体などの監督下で商工会議所などが運営にあたるのが一般的です。米国では、商品先物取引委員会法の適用される商品の範囲が拡大される方向にあります。日本の商品取引所は、営利を目的としない会員組織の法人に限られます。取引所の会員になるには、当業者で、一定の純資産を持ち、取引所に一口以上出資することなどが必要ですが、取引所は正当な理由がないのに加入を拒否することはできません。また会員は三十日前までに予告すれば取引所を脱退できます。つまり加入も脱退も自由な業者の集まりであるわけです。また、会員は出資口数にかかわらず、それぞれ一票ずつの議決権と役員選挙権を持っています。

日本の商品取引所行政は通産、農水両省が担当しています。その理由はわが国の商品先物取引行政が、個々の商品分野の産業政策の一部と考えられているためです。さらに、金融先物取引は大蔵省の所管で、先物取引全体を見ると、三つの官庁が別々に担当していることとなります。先物取引は国際化が急速に進んでいます。そうした時に、所管の官庁が

複数に分かれていると、迅速な対応ができないといった問題点が出てきます。総合的な先物市場の育成といった点からも、所管官庁の協議、さらには米国の商品先物取引委員会（CFTC）のような一元的な機関の設置を検討する段階にきていると言えるでしょう。

商品取引所法について

商品取引所法は、一九五〇年に制定されて以来、大小合わせて八回の改正が行われましたが、正式な許可を得ていない業者が起こすトラブルも後を絶ちませんでした。九〇年度の抜本改正では、これまで野放しにされてきた私設先物市場の禁止を明記すると同時に、委託者保護の強化にも力を入れています。この抜本改正について主なところを簡単に説明してみます。

第一に、外国法人の会員および商品取引会社としての参入が円滑になった点。第二に、オプション取引、指数先物取引、現金決済取引などの新種取引の解禁。第三に、円滑で的確な新規上場を促すため、試験上場制度を導入した点も注目されます。

一方で、委託者保護を強化している点も今回の商取法改正のポイントです。従来の商取法は公設の先物市場で上場している商品を私設先物市場で取引することは禁じていましたが、それ以外の商品については合法という解釈をとっていました。このため、国内に上場していない商品の私設取引が横行、悪徳業者にだまされる投資家が後を絶ちませんでした。改正商取法は全ての商品の私設取引を禁じており、こうした面での被害は今後大幅に減っていくものと思われます。

また商品取引の発展を論じるうえで、商取法の改正と合わせて無視できないのが商品ファンドです。商品ファンドとは、不特定多数の投資家から資金を集め、商品先物市場で運用し、得た利益を投資家に還元するものです。いわば有価証券投資信託の商品版です。証券市場が株式投資信託の登場で急成長したことを考えれば、商品ファンドが商品先物市場を発展させる起爆剤になるのは間違いないでしょう。

世界の商品取引

新時代の基礎を作ったのは、一九七一年の「ニクソン・ショック」です。一九七一年八月十五日、当時のアメリカ大統領ニクソンはドル防衛のため「新経済政策」を発表、金とドルの交換を停止しました。このニクソン・ショックを契機として、国際為替制度は、固定制から変動制へと移行、現在まで続いています。簡単に言えば、通貨も固定制という鎖から解き放たれ、自由の身、相場商品になったわけです。

このような戦後経済を背景に、シカゴ・マーカントイル取引所は七二年、国際通貨市場という取引所を作り、英ポンド、日本円など外国通貨の先物取引をスタートさせました。「適正価格には先物市場が最適」というマーケット主義が定着する中で、取引関係者は、固定相場制の崩壊を予期していたとさえいわれます。その後、株価指数取引や、財務省債券の取引をスタートさせるなど積極的な姿勢を見せました。

そして、通貨・金融商品の先物取引に匹敵する事件は金の先物取引の開始です。ニクソン・ショックによってアトロイ・オンス三十五ドルを前提とした固定相場制が崩れたこともあって、金もまた自由の身になりました。つまり、金は「通貨」としての顔から「商品」としての顔を持つようになったわけです。七三年十一月、金の二重価格制が廃止され金は相場商品としての性格を強めていきました。それまでの金市場は、ロンドン、チューリッヒを中心とした現物市場で、南アフリカ共和国や旧ソ連などの産金国の売却市場でした。先物取引所の誕生によって、個人や機関投資家の投機資金が自由に金市場へ流入するようになり、金市場は活況を呈するようになりました。特にニューヨーク・コメックスは、ロンドン金市場から価格決定権を奪い取るほどになりました。コメックスの活況に刺激される形で、シドニー先物取引所、シンガポール国際金融取引所、東京工業品取引所などが、相次いで金の先物取引を始めました。ニクソン・ショックを契機とした為替および金の自由化は、商品先物市場だけでなく、金融商品を含めた先物市場全般に大きな影響を与えた。

また、米国の商品先物取引委員会が一九八二年秋に、金、財務省債券、粗糖の三品目で許可した、先物オプション取引が現在では、約六十品目にまで急拡大したことも、先物市場の発展と無縁ではありません。「権利」を売買する先物オプション取引は、「損失限定、利益無限」をキャッチフレーズに大衆の投機資金を先物市場へ呼び込むことに成功しました。先物オプション取引は一方で、非常に複雑で高度なテクニックを必要とします。先物とそのオプションを組み合わせた取引は「ハイブリッド取引」とも呼ばれ、コンピュータ時代にふさわしい取引といえます。機関投資家のポートフォリオ戦略として人気が高まり、先物新時代を象徴するものといえます。

また商品先物市場の発展は、国際商品価格カルテルの崩壊とも関連しています。その代表的商品が原油です。OPECは、第一次・第二次石油危機によって、原油価格を大幅に引き上げました。しかし、OPECは八三年三月、基準価格を引き下げました。需給バランスが崩れれば、原油といえども値下がりすることを改めて証明しました。この出来事を予見するかのように、ニューヨーク・マーカンタイル取引所は八三年三月末、原油の先物取引をスタートさせ、世界の原油市況を左右する存在にまで成長しました。OPEC会議でも各国の首脳は、常にニューヨーク・マーカンタイル取引所相場を気にしながら議論しなければならない、という話まで出てくるほどです。

激変する経済環境

商品先物市場が成長し、国際カルテルが崩壊するといった背景には、世界の経済環境が大きく変わったことが指摘できます。

まず、米、英両国の経済政策が激的に変化したことです。レーガン政権は「小さな政府」を目指し、規制緩和策を相次いで打ち出し、市場原理を優先させました。八三年三月にニューヨーク・マーカンタイル取引所で原油の先物取引が始まったのも、このような政策に沿ったものです。各取引所から申請が出ていた新しい商品の上場を相次いで認可し、上場

商品の多様化を図りました。サッチャー政権も為替管理の自由化など、矢継ぎ早に規制緩和策を打ち出し、一九八六年の「ビッグバン」にもつながっています。

八十年代に入って、世界の経済構造も大きく変わりました。第二次石油危機の後遺症で世界経済が不況に陥りました。加えて、産業構造が、八十年代に入って「重厚長大」から「軽薄短小」へ、あるいはソフト化、サービス化へと移行した結果、先進主要国の原材料需要は減退しました。一方、米連邦準備理事会の金融政策が、金利からマネーサプライ重視へと転換しました。米ドル高、高金利が発展途上国の経済を直撃しました。中南米諸国の債務危機が相次いで表面化したのもこのためです。これら債務国は外貨を獲得するため、需要を無視しても銅、銀などを増産し、輸出しなければならない苦しい立場に追い込まれました。当然のことながら一次産品の需給バランスは崩れ、価格カルテルも崩壊しました。モノの価格はより鮮明に先物市場、マーケット主導の展開となったわけです。

九十年代の動きとしては、取引所間の提携や、統合が急ピッチで進んでいる。これは、市場規模の拡大やグローバル化に向けて、体質を強化する必要があるからである。さらに、グローバル化や通信技術の発展により、二十四時間取引やオンライン取引などが導入され、世界規模で業務提携が進んでいることなどから、世界市場が統一される日も近いと思われる。

そのほかにも、アジア市場が急成長しています。二十一世紀は環太平洋の時代といわれます。いまや、日本経済を抜きにしては世界経済を語れない時代になりました。また、台湾、韓国をはじめとするアジアNIE Sや中国の躍進も目覚ましいものがあります。米州、欧州、アジアという三極体制の中で、アジアの役割は大きく、また、先物取引所の役割も今後一段と高まりそうです。

日本の動きを見てみましょう。東京工業品取引所の貴金属取引は活況を続けており、九十年の白金の出来高はニューヨークマーカンタイル取引所の三・七倍に達しています。金では、ロコ・東京市場が急成長しています。また、オーストラリアの金生産高が急増していることもあり、東京工業品取引所がリスク・ヘッジの場として伸びています。このほか、神戸ゴム取引所が夜間取引に乗り出しました。アルミ、銅、石油製品なども続々と上場されています。

他には、新種の取引の開始があげられます。八二年から従来の先物取引に先物オプション取引が加わったことで、先物市場のリスク・ヘッジ、投機ニーズは急拡大しました。ある商品の「買う権利」「売る権利」を売買するオプション取引は、買う側にとってのリスクが、あらかじめ支払うプレミアムに限定されているため、広範囲のニーズを掘り起こしました。オプションの買い手が「損失限定、利益無限大」ならば、売り手は逆に「利益限定、損失無限大」になります。リスクが無限につきまとうのに、誰が売り手になるのか、という疑問も出てきますが、「前払い」の形になるプレミアムの魅力と、リスクが大きくなりそうな場合はそのプレミアムが高くなることで見合っているようです。また、売り手は、損失が出そうな場合は、先物でリスク・ヘッジします。この先物でヘッジしたオプシ

オンを「カバード・オプション」、反対にヘッジしていないものを「ネイキッド・オプション」と呼んでいます。売り手は特に高度なテクニックが必要となります。また、八十年代に入って脚光を浴びたのが株価指数です。株価指数は大豆など普通の商品と違って実体がありません。株価指数の上場は、株を保有している生命保険会社や年金基金などの機関投資家にリスク・ヘッジの場を与えることが目的でした。指数先物ではコモディティー・リサーチ・ビューロー社（CRB）のCRB先物価格指数がニューヨーク先物取引所に上場されました。非鉄、貴金属や穀物の上場商品をベースにした同指数は、いわば物価指数の先物取引です。株式と同じように、指数のベースになっている商品を生産、売買、所有する投資家のリスク・ヘッジ手段として着実に成長しています。インフレ懸念の高まる中で、今後の成長が期待される商品のひとつです。

次にデリバティブについて見て行きたいと思います

金融市場で“デリバティブ”という言葉をよく耳にします。デリバティブというのはオリジナルに対する用語で“派生的”という意味です。取引についていえば、現物取引に対する「先渡し取引」や「先物取引」、「オプション取引」、「スワップ取引」およびこれらの組み合わせによる「合成取引」など、現物取引から派生した諸取引をいいます。“金融派生商品”と訳されています。

デリバティブの特徴は、（１）先物取引とオプション取引およびその組み合わせにより、リスクを抑えてハイリターンが追求できる「損失限定・高収益追求型」の取引を可能にしたこと、（２）コンピュータ技術を駆使して、一度に多数銘柄の取引や、多様な取引の組み合わせによる大量の取引を、世界の主要都市をネットワークして瞬時に可能としたところにあります。この取引は、増大した膨大な金融資産について、金融商品の価格変動のリスク・ヘッジや利益追及のニーズに答えるためのものです。

スワップというのは“交換する”という意味で、スワップ取引には、同一通貨の固定金利と変動金利の交換をする「金利スワップ」、異種通貨の固定金利と変動金利の交換をする「通貨スワップ」、同一商品の固定価格と変動価格の交換をする「商品スワップ」があります。これらのスワップ取引は、いずれの場合も、交換者AとBの間に、銀行や商品取引会社などの第三者Yが仲介者として介在し、これを取りまとめます。この場合、仲介者Yは、単に交換者AとBを結びつけるだけではなく、交換相手が不在のときは、Y自らがリスクを引き受けてスワップの相手となります。これが通常のスワップの形態です。Yが抱え込んだリスクは先物市場でヘッジされます。したがって、これらのスワップ取引は、先物市場がなければ成立しないのです。

オプション取引とはどんな取引か？

オプション取引というのは、「オプション（選択権）の取引」で、商品など（「原商品」

という)の「売り・買いについての“権利”を売買する取引」です。オプション取引では、取得した権利に利益が発生すれば、権利の取得者(オプションの買い手)は、その“権利を行使”して利益を取得し、損失となれば、“権利を放棄”して損失から逃れることができることに特徴があります。通常の取引では、売買契約を結ぶと、それが損失になっても、売買双方とも必ず契約を履行しなければなりません。しかし、オプション取引では、オプションの売り手(権利の譲渡者)は別として、オプションの買い手(権利の譲受者=取得者)は、その権利をどのようにしても勝手なのです。一方、オプションの売り手は、選択権を売り渡したのですから、買い手が権利行使をすると、これに応じなければなりません。原商品というのは、権利行使の対象となる商品(株式や金融商品を含む)などの“現物”のほか、「先物“契約”自体」(以下「先物商品」という)もあります。現在わが国の商品取引所で行われているオプション取引は、この先物商品を原商品とするオプションの取引です。

仮に、大豆の先物相場が値上がりしそうだと思えば、先物市場で大豆そのものを直接買い付けるか、あるいはオプション市場で大豆のオプションを買い付けるか、といった二つの方法があります。ところが買いつけた後、予想に反して値下がりすると、通常の先物取引では損失が発生します。しかし、オプション取引では、権利を放棄して損失を逃れることができるのです。とすると、オプション取引が断然有利になりますが、そこはよくしたもので、オプション取引は先物取引と異なり、「有利な権利(オプション)」の取得(買い付け)に際して、取得料に当たる“プレミアム”を売り手に支払わなければなりません。すなわちオプションの買い手としては、その分だけコストがかかります。このコストは、権利放棄による損失回避の“保険料”に当たります。プレミアムを取得したオプションの売り手は、プレミアム取得と引き換えに、原商品の売買の権利を引き渡したのですから、買い手が権利行使に及ぶときは、それが損失になるとしても、約束の原商品を約束の価格で引き渡し、これに応じなければなりません。オプション取引は、以上のように、買い手は“損失限定・利益無制限”であるのに対し、売り手は“利益限定・損失無制限”です。したがって、オプションの“売り”は一般投資家向きではありません。

ここまではオプションを単一のものとしてとらえ、一つのオプションについて売り手と買い手の立場を見てきました。しかし、実はオプション取引には「売りのオプション(プット・オプション)」と「買いのオプション(コール・オプション)」の二つがあり、厄介なことには、プット・オプション、コール・オプションともそれぞれに、売りと買いがあるのです。したがって、実際の取引では「売りのオプションを買う・売りのオプションを売る」とか「買いのオプションを買う・買いのオプションを売る」ということになります。売りのオプションを買うということは、原商品が値下がりすれば利益になります。反対に値上がりすれば損失となりますが、この場合は権利を放棄すればよいのです。また、プット・オプションを売るということは、「売る権利」の売り手となることですから、値下がりで買い手が利益となり、買い手が利益取得のための権利行使に及ぶときは、売り手は利

益が出ている原商品を引き渡さなければなりません。

一方、買いのオプションを買うということは原商品の「買う権利」を取得することです。から、値上がりしたときは権利を行使し、値下がり損は権利放棄で難を逃れ、取引を終了します。オプション取引では、オプションの売り手・買い手を通常の売買の売り手・買い手と区別して、“売り手”についてはグラントー、ライターまたはセラーと呼びます。一方、“買い手”についてはホルダー、テイカー、あるいはバイヤーと呼んでいます。

買い手が権利行使するか否かの計算基準となる価格は、オプションを買いつけたときの「権利行使価格（ストライク・プライス＝以下 SP）」によります。オプションの売り手・買い手がどの権利行使価格を選ぶかは自由ですが、買い手の立場でみると次のようになります。値上がり予測のときは、コール・オプションの、できるだけ低い値の SP を選んだ方が有利と考えられがちです。値下がり予測の場合はプット・オプションのできるだけ高値の SP を選んだ方が有利です。しかし、そこはよくできたもので、有利な SP のオプションはプレミアムが高く、不利な SP のものはプレミアムが安く形成されていて、それなりにバランスが取れています。

仮に、大豆の先物価格が三万円として SP が二万九千円のコール・オプションを、二千円のプレミアムで買いつけたとします。そうすると、二万九千円の原商品の買い付けの権利を保有していることになるので、これを権利行使すると時価三万円で転売でき千円の利益がえられます。しかし、すでに二千円のプレミアムを支払っているため、この段階で権利行使をすると差引き千円の損失となります。その後、原市場の大豆先物が千円値上がりして三万千円になると、その際に権利行使すれば収支トントンで、それ以上値上がりすれば利益が発生します。このケースで、オプションではなく、3万円の大豆先物を直接買いつけておけば、三万千円では千円の値上がり分がそのまま利益になります。反対に値下がりしたときは、その値下がり分だけ丸損になります。これに対し、コール・オプションの買いでは、先物取引との比較で次のようになります。

原商品が五百円値下がりしたケースでは、SP が二万九千円ですから、差引きで五百円の利益になります。この利益でプレミアムの負担額二千円が実質千五百円に軽減されません。

千円値下がりすると、原商品価格と SP が二万九千円で同値となるので損益ゼロとなり、プレミアム分が二千円損失となります。

千円以上下がると、先物取引では損失が累積されていきますが、オプション取引では権利放棄をして、損失は、二千円のプレミアム分だけに限定されます。

それではプレミアムはどのように決まるのでしょうか？

プレミアムの額は、原商品の時価と SP との価格差、決済期日までの期間、原商品の予想価格変動率の絡み合いによって決まります。また、プレミアム決定要因を（１）本質的価値、（２）時間的価値という二つの価値の概念で整理することもあります。その場合、（１）の本質的価値は、SP と原商品価格との価格差そのものであり、（２）の時間

的価値は、決済期日までの期間と予想変動率で構成されています。したがって、この時間的価値は、決済期日が満期日に近づけば近づくほど安くなり、満期日にはゼロになります。

オプション自体の転売買戻し

オプション取引は、これまで説明してきた「権利の行使・放棄」などとは別に、「オプション（権利）の転売買戻し」ができるという特徴もあります。

これまでの説明では、オプション取引は、買い手はプレミアムを支払って原商品の売買の権利を取得し、利益となったときは権利を行使し、損失のときは権利を放棄しました。一方、売り手は、買い手からプレミアムをもらいますが、その代わりに原商品の売買の権利を譲渡し、買い手が権利を行使するときは、利益になった原商品を買手に引き渡す義務を負い、売り手は大きなリスクを背負い込むことになるというものでした。これではオプションの売り手は、法外に高いプレミアムが取得できるのであれば別ですが、買い手が納得する程度の低率のプレミアムを取得するだけではリスクが大きすぎます。そこでオプション市場は、“オプション自体の転売買戻し”によってオプションの売り手も原商品引渡し義務付きの取引から自由に離脱できるようになっています。一方、買い手もまた、権利行使に及ぶよりも、オプション市場で権利自体を時価のプレミアムで第三者に転売する方が、以下に述べるように理論的にも現実的にも有利なのです。なぜなら、オプションの価格である“プレミアム”は、理論的には原商品の価格と SP との価格差（本質的価値）と、時間的価値の絡み合いによって決まるからです。分かりやすく説明するために、前出の大豆の先物価格の例にならい、時価三万円の原商品の買い権利取得に二千元のプレミアムを払い、SP 二万九千円のコール・オプションを買いつけたとします。一カ月後、原商品が三万二千元に値上がりしたとすると、原商品市場では三千元の利益となります。コール・オプションの買いでは、すでに支払ったプレミアム二千元が差し引かれるので、実質千円の利益になります。しかし、オプション市場では、原商品の値上がりに応じて本質的価値としての当該“プレミアム”も値上がりしているのです。原商品が時価三万円のときの SP 二万九千円に対する二千元のプレミアムは、内訳をみると、本質的価値千円と、残り千円の時間的価値の合計となるのです。そうすると、一カ月後に、原商品三万二千元に値上がりすると、その本質的価値は三千元となり、一方、時間的価値は時間の経過とともに値下がりしたとしても、満期日前ならばゼロにはならないので、この時点で時間的価値が半減して五百円となるとします。その時点での SP 二万九千円のプレミアムは、理論的には三千五百円となります。そこで一カ月前に、プレミアム二千元で取得したオプションを、この三千五百円のプレミアムで“転売”すると、差し引き千五百円の利益となります。権利行使すれば千円の利益にとどまるものが、このオプションの転売では千五百円の利益となるのです。以上の例でおわかりのように、オプション市場では、「オプションの転売買戻し」が盛んに行われています。

オプション取引は、以上のように、それ自体単独でも非常に魅力がありますが、このオ

プション取引に先物取引を組み合わせると、一味違った取引となります。

仮に、輸入大豆の先物を買いつけたとします。万一の値下がりに備えて同じ量の大豆のプット・オプションを買っておくとします。そうすると、原商品の大豆が予想に反して暴落し、大きな損害が発生しても、その先物市場の損失がプット・オプションの買いの利益で相殺されるので、損失は支払ったプレミアムに限定されます。予想どおり値上がりしたときはプット・オプションの権利を放棄すれば、先物取引における値上がり益がそのまま得られます。この場合、プットの買いつけ料に当たるプレミアム分は放棄しなければなりません、これは万一の損失に備えた保険料に当たります。

“ 損失限定 ” のオプション取引の組合せは幾とおりにも膨らみます。基本形態として、(1) 見通しが絶対的なときは原商品の先物だけ売買する、(2) 少し不安があるときは先物とオプションを組み合わせる、(3) オプションだけを売買する、(4) 高下どちらかに大きく価格が振れることが予想される時にはプットとコールの両方を買う、(5) 予測如何によっては、プットとコールの数量を一对二とか二対三とか調整する、などがあります。

次に指数取引について簡単に触れておきます。

近年、世界各地で「商品指数」などの先物取引が行われています。商品指数というのは「二つ以上の商品の価格の水準を総合的に表した数値」です。なぜこのようなことをするのかというと、個別銘柄だけでは量的に少なく、価格操作の恐れがあったりして上場に適さなくても、価格変動の波がよく似ていれば、それを指数化して上場すれば、買占めなどの弊害もなく、ヘッジ機能などが十分果たせるようになるからです。この指数化技術が進歩すると、品質にばらつきがある野菜なども上場の対象となりえるので、研究が進んでいます。指数取引で問題なのは、指数のベースとなる現物市場などの各銘柄の価格が真に信頼できるものかどうかという点と、現物市場での買占めや売り渋りによって価格操作が行なわれるおそれがないかという点です。

最後に商品ファンドについて見ていきたいと思えます

「商品ファンド」というのは、専門家が不特定多数の投資家から集めた資金を、主に商品先物市場（金融・証券先物取引も含む）を利用して運用する投資商品で、“ 投資信託の商品版 ” といわれています。当然、そこで得た利益は投資家に配当され、還元されます。これはそれまでの土地信託や証券投資信託が、全て不動産や有価証券など“ 現物 ” 取引による運用を対象にしていたのに対し、商品ファンドは“ 先物 ” 取引による運用を主な投資手法としているところに特徴があります。

商品ファンドは、一九四九年アメリカで開発されましたが、当初は、技術の稚拙さから証券投資信託などに比べて安定性を欠いたことや、コンピュータによる投資技術が未発達で、ファンド特有の安定的なパフォーマンスが得られなかったため一般化しませんでした。しかし、“ 元本確保型 ” の商品ファンドが開発され、複数多銘柄に分散投資して、先物取引においても安定的に高収益が期待される投資手法が開発されたことにより一般化し始め

ました。そこへブラック・マンデーの発生で、ほとんどの証券投資信託が元本割れに落ち込んだとき、先物取引を組み込んだ商品ファンドが好利回りを維持していたので、これを見て急速に商品ファンドの研究が進み、爆発的に普及し始めたのです。

ハイリスクの先物取引では、一銘柄に集中投資すると、思惑が的中したときはリターンが大きい代わりに、失敗するとリスクも大きくなります。そこでその損益を平均化するために、複数の銘柄に分散します。“分散投資”をすると、Aで失敗してもBとCで利益がえられるので、トータルで利益になります。[元本確保型]の商品ファンドはファンド資金の70～80%の資金を、まず「確定利付きの割引債」などに投資し、残りの30～20%の資金を「先物取引」で運用します。そうすると、償還日までの五～七年の間に、割引債の“果実”で元本が確保されるため、残り30～20%の資金の先物で運用した利益は配当に回せ、失敗しても元本だけは安全になるというわけです。

わが国の「商品ファンド法」は、平成三年五月二日に公布され、平成四年四月二十日に施行されました。この法律は、被害未発生の段階で、拡大する商品投資事業の健全な発展及び投資家保護を目的としたものでした。それだけにスタートの時点では慎重を期し、通産省、農水省、大蔵省といった主務省は大衆化以前に、最低販売単位を一億円(実績のあるものは五千万円)、償還期間は五年以上で三年間は投資家は中途解約できない、などの厳しいハードルを課しました。しかし、最低販売単位(投資家の立場でみると最低投資単位)が一億円では、不特定多数の投資家から資金を集めるというファンド本来の目的とは合致しません。そこで、平成八年四月、最低販売単位を五千万円(実績のあるものは二千万円)に引き下げ、続けて平成九年四月からは一律千万円に引き下げました。そして日本版ビッグ・バンの実施と並行して、同年十月からは五百万円に、平成十年四月からは自由になりました。解約についても、平成八年から一年に短縮されています。

商品ファンド法に基づく商品ファンド関連業者は、(1)商品ファンドの販売を行う「商品投資販売業者」と、(2)商品投資に関し投資判断の一任を受け、顧客のために商品投資を行う「商品投資顧問業者」、に区分されます。(1)の商品投資販売業者は、運用法人、協議法人、代理人に区分されています。「運用法人」は、商品ファンドの設定・管理・運用・販売の全ての業務ができる業者です。「協議法人」は、単独では組成できませんが、組成に参画でき、販売も可能な業者です。「代理人」は、販売の代理・媒介のみの業者です。この他にも「実物ファンド業者」として、競走馬や絵画、映画などの実物ファンドが取り扱える業者もあります。次に(2)の「商品投資顧問業者」についてみてみましょう。これは、商品ファンドの運用の際に投資判断を委ねられる場合と、一般の顧客の資産運用に当たって投資判断を委ねられる場合があります。投資顧問業者はアメリカではC T A (Commodity Trading Adviser)といわれています。例えば「商品ファンドの運用」のケースでは、C T Aは、商品投資販売業者が組成・販売して集めたファンド資金の運用を委任されて運用します。そこでC T Aは、良好なパフォーマンスをあげるべく先物取引中心に運用するのですが、いつもうまくいくとは限りません。そこで、ファンドの管理者

でもある運用法人は、複数のC T Aに運用を分散委託し、成績の悪いC T Aを入れかえるなどファンド・マネジャーの仕事もするのです。そのようにして、商品ファンドは良好なパフォーマンスを得るようになっているのです。

まとめ

商品先物取引は、その歴史を見てもわかるとおり、現物取引のリスク・ヘッジという役割を担っている取引です。今日のように貿易が盛んな時代には、ますますその役割は重要度を増しているといえます。また、多国籍間の取引の増大や世界市場の統一化の流れの中で「為替変動」などの新たなリスクが発生していることなどを考えても、商品先物取引の社会的重要性が増しているのは明白です。それにもかかわらず、わが国で商品先物取引が非常にマイナーなのはなぜなのでしょう。それには三つの大きな理由があると思います。

商品先物取引が存在する最大の理由であるリスク・ヘッジ機能にはあまり注目せず、金融商品としてのハイリスク・ハイリターンという性質に注目が注がれている。

日本人はリスクというものを非常に嫌う傾向があるため受け入れられにくい。

昔の商品取引会社の営業姿勢などに対するイメージから「商品先物取引 = やくざが仕切っている賭博」と思っている人がいまだに多い。というようなことが考えられます。

しかし、私はそのようには考えません。 についてですが、ハイリスク・ハイリターンであるのは確かでしょう。しかし、現在、社会的にも認知されており、多くの投資家を抱える株式市場だってハイリスク・ハイリターンではないでしょうか、むしろ株式市場の方が一単位当たりの価格変動率というのは大きいと思われれます。にもかかわらず、商品先物取引の方がハイリスクだと思っている人は、きっと次のような考えなのではないでしょうか、「株式に百万円投資するよりも先物に百万円投資するほうが遥かにリスクは大きい」と。これは大変バカげた考えです。先物取引に百万円を投資するということは、実際には千万円程度の取引をしているということになるのです。株式の十倍もの取引と1 : 1に対応させようというのがそもそもナンセンスな話です。つまり、株式に百万円投資するのなら、先物取引に五~十万円も投資すれば百万円程度の取引ができるのですから、残った九十万円で国債を買うなり、定期預金をするなりすれば、それこそまさにリスク・ヘッジになり、資産運用の幅も増えることでしょう。 に対しては、確かにハイリスクですが、先ほども述べたとおり一単位当たりで見れば株式のほうが変動が激しいのですし、取引量の少ない銘柄の株式などはある特定のグループの思惑によって価格操作をされる危険性もあります。先物取引というのは、一つ一つの商品の取引量が非常に大きいのでそのようなことは起こりません。なにより、商品は倒産して一枚一円になることは絶対にありません。もっと言ってしまえば、我々は常に多くのリスクを抱えています。もしかしたら今にも隣の家から火が出て我が家に燃え移るかもしれないし、米軍機が空から落ちてくるかもしれませぬよね。大切なのはリスクとどのように付き合っていくかだと思います。 については、確かに昔はかなり問題のある業界でした。行

政の規制が厳しく通常の営業をしていたのでは利益が出ないとか、各商品取引会社間での過当競争などという理由はありますが、実際行き過ぎた営業活動がありました。商品取引会社もそれは認めていますし、言い訳をせずに業界が一丸となって体質改善に努めており、現在ではとても健全な業界になっています。やくざな商売ではありません。それでも、やはり商品先物取引はギャンブルだという意見もあると思います。だったら、そういう人はギャンブルだと思って商品先物取引をやるのも“有り”だと思います。今では国民的レジャー産業となっている競馬やパチンコだって“楽しい”という気持ちもあるでしょうが、多くの人は“お金もうけをしよう”という気持ちを多分に持って競馬やパチンコをやっているのも事実です。だったらもう一つギャンブルの対象が増えたと思って商品取引をとらえるのも、それはそれでよいと思います。

ここまでは、商品先物取引の重要性や良さを述べてきましたが、問題が無いわけではありません。商品ファンドというのは非常に優れた投資手段である反面、様々な問題も含んでいるのです。(1) 商品ファンド(特に元本確保型)に流入した資金の20~30%程度しか商品先物市場で運用されないため、商品先物市場の発展を妨げる恐れがある。(2) 商品ファンドが世間一般に普及した場合にも、今度は商品先物市場において、機関投資家や商品ファンドのファンド・マネジャーといった商品先物取引のプロが運用する資金の割合が増加し、一般投資家にとっては利益を上げづらい状態になる。(3) そうなると一般投資家が商品先物をやらなくなり、市場はプロによる利益の奪い合いになるため、商品ファンドのパフォーマンスが低下する。(4) パフォーマンスが低下すると商品ファンドが衰退し、商品先物市場自体も衰退していきリスク・ヘッジの機能も十分に果たせなくなる。このように(1)~(4)という流れで問題がおきる可能性が多少なりともあるのではないだろうか。このような問題を解決するためには、商品ファンドを元本確保型以外にも80%確保型、60%確保型、45%確保型等々バリエーションを増やし、商品先物取引で運用する資金の運用形態もハイリターン指向、ローリターン指向あるいはミドルリターン指向など工夫をし、それらを組合せることにより多種多様な商品を作っていくことが大切です。それと並行して、一般投資家でも利益をあげられるように、先物取引とオプション取引を組み合わせたハイブリッド取引などを普及をして一般投資家の技術向上をはかったり、商品取引会社が的確で有効な資料を提供するなど、きめこまかなサービスをしていくことが大切だと思う。商品先物取引をやっている投資家にとっての最高の商品とは「利益」であるが、常に「利益」を上げられるとは限らないので、仮に損失が出た場合でも納得してもらえだけのサービスを提供することが、商品先物取引をブームではなく社会に定着させることにつながるはずだ。

最後に、商品先物取引にはリスク・ヘッジや資産運用の他にもうひとつ大切な役割があると私は考えます。それは、リスクとの上手な付き合い方や物事を考えるための「生きた教材」になりうるということです。リスクというものは確かに無いにこしたことはありませんが、グローバル化が進み、多様なリスクが発生している現在では見て見ぬふ

りはできない状況にあります。もう「臭いものにはふたをしる」で通用する時代ではないのです。「臭いもの」でもなぜ臭いのか原因を調べて、それに対する確な処方箋を書けなければならないのではないのでしょうか。物事を正確に分析したり、理論立てて考えることを学ぶのに数学が有用であるように、リスクを見極める力やリスクとの付き合い方・対処の仕方を学ぶのに商品先物取引というのは有用だと考えます。たとえ五万円でも十万円でもかまわないので、資産運用ではなく、勉強として商品先物取引を経験することは、我々にとってきっと有益なことであると思います。

参考文献

日本経済新聞社編(1991)『商品取引の知識』日本経済新聞社
木原 大輔(1997)『よくわかる商品取引入門』日本実業出版社

平成十二年一月十七日