

## ISSUE BRIEF

# 商品先物市場をめぐる現状と課題

国立国会図書館 ISSUE BRIEF NUMBER 615 (2008. 6. 5.)

- はじめに
- I 商品先物市場の機能
- II 商品先物市場を取り巻く現状
  - 1 商品取引所の統廃合
  - 2 出来高の減少と国際的地位の低下
  - 3 市場参加者の構成
  - 4 委託者トラブル
- III 商品先物市場の活性化に向けて
  - 1 市場の流動性拡大
  - 2 委託者保護
  - 3 金融分野との連携・融合
- おわりに
- 付表 世界の主要商品取引所

近年、海外の商品先物市場が急速な成長を遂げる中、日本の商品先物市場においては、出来高・取引金額の減少が続いている。日本の商品先物市場では、市場参加者の多くを個人投資家が占めており、個人投資家と商品取引員との間のトラブルも多く、それらが、海外にみられるような市場の急成長を妨げる要因にもなっている。このまま市場の低迷が続くと、商品の生産、流通の円滑化に資する産業インフラとしての役割が十分に果たせなくなることが懸念される。

商品先物市場の活性化のためには、市場の流動性拡大や委託者トラブルの解消につながる改革が必須であり、加えて、金融分野との連携・融合が必要との機運も高まってきている。産業インフラとしての役割と、金融商品としての性格の両面を踏まえ、国際競争力のある商品先物市場を再構築していく取り組みが求められている。

経済産業課

おかだ さとる  
(岡田 悟)

調査と情報

第615号

## はじめに

世界の商品先物市場が活況を呈している。新興国の需給逼迫に加え、年金基金やヘッジファンドなどの投資・投機資金が、原油、金属、穀物の先物市場に流入し、各商品価格はここ数年持続的に上昇している<sup>1</sup>。こうした状況を背景に、海外の商品先物市場が急速な成長を遂げており、世界全体の商品先物取引の出来高は急増している。これに対し、日本の商品先物市場では、機関投資家などの市場参入は限られていて、出来高がここ数年減少を続けており、2007年度は2003年度の約半数にまで落ち込んでいる。加えて、近年、大連商品交易所などのアジアの商品取引所の台頭もあり、日本の商品取引所の国際的地位は低下傾向にある<sup>2</sup>。

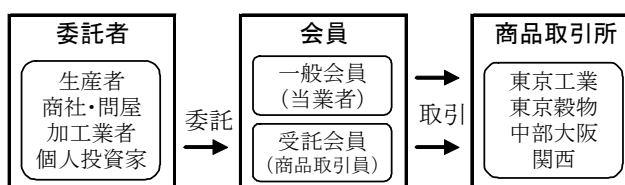
政府は、金融・資本市場の国際競争力を強化する目的で、商品先物と証券など金融分野の連携・融合の方針を打ち出しており、また、経済産業省や農林水産省では、商品先物市場の活性化に向けた取り組みを進めている。本稿では、変革期を迎えた商品先物市場について、現状と今後の課題をまとめた。

## I 商品先物市場の機能

商品先物取引とは、将来の一定の期日（決済期限）に商品を売りまたは買うことを約束して、その価格を現時点で決める取引である。定められた将来の期日において商品を受け渡しするか、その期日までに反対売買（買っていたものは売り渡し、売っていたものは買い戻す）することによって差金決済することができる。商品先物取引は、「商品取引所法」（昭和25年法律第239号）<sup>3</sup>に基づいて設立された商品取引所で行われる。商品取引所は、商品または商品指数について先物取引を行うために必要な市場を開設することを目的として設立された組織<sup>4</sup>であり、そこで直接取引ができるのは商品取引所の会員に限られる。会員は、生産者や加工業者、販売業者など、各種商品を何らかの形で取り扱う当業者や、商品取引員<sup>5</sup>から構成され、商品取引所と各投資家（委託者）との橋渡しの役割を担っているのが商品取引員である

（図1）。商品取引員には、商品取引所の会員である「受託会員」と、商品取引所の会員でない「取次者」があり、取次者は商品取引所で直接取引できないので、顧客（委託者）の注文を受託

図1 商品先物取引の仕組み



（出典）「商品先物市場の現状」2006.10、農林水産省ホームページ〈[http://www.maff.go.jp/sogo\\_shokuryo/data/15kaigai\\_syouhin/sakimono\\_sijyo.pdf](http://www.maff.go.jp/sogo_shokuryo/data/15kaigai_syouhin/sakimono_sijyo.pdf)〉, pp.1-2. を基に筆者作成

インターネット情報は、すべて2008年5月28日現在のものである。

<sup>1</sup> 「原油100ドル乗せ—金融市場の視点から（下）」『日刊工業新聞』2008.2.11；「市場の規模 株、商品に比べケタ違い 資金の一部流出でも影響」『日本経済新聞』2007.11.22；「世界の投資マネーを呼び込み三年で六倍になった商品市場」『週刊ダイヤモンド』95巻29号,2007.7.28, pp.114-115.

<sup>2</sup> 詳しくは、本稿第II章第2節を参照。

<sup>3</sup> 商品取引所法：国民経済の適切な運営と商品市場における取引委託者の保護を究極的な目的とし、商品取引所の組織や、商品市場における取引の管理等について定めている。

<sup>4</sup> 商品取引所法第2条第1項～第3項。会員商品取引所と株式会社商品取引所が認められているが、現時点で、日本には株式会社形態の商品取引所はない。

<sup>5</sup> 商品取引所法に基づき、農林水産大臣および経済産業大臣から商品取引受託業務の許可を受けた会社。

会員に取り次ぐことになる。また、日本の商品先物市場は、農林水産省および経済産業省の共管となっており、取引対象商品の属性に従っていわゆる二元行政が採られている<sup>6</sup>。

商品先物市場は、「リスクヘッジ機能」「公正な価格形成機能」「資産運用機能」の3つの重要な機能<sup>7</sup>を持っているとされている<sup>8</sup>。

#### ①リスクヘッジ機能

当業者が現物市場で保有しているポジション（持ち高）を、先物市場での反対取引（ヘッジ取引）で相殺することで、価格変動による損失を回避する。これにより、ヘッジ取引をした時点の価格で購入・販売価格が確定でき、将来における商品価格の急落・高騰による損失リスクを回避できる<sup>9</sup>。

#### ②公正な価格形成機能

当業者、機関投資家、個人投資家などの多数・多様な市場参加者によって価格が決定されていくため、公正な、透明性の高い価格が形成される。また、そうした価格が、関係業者などの経済活動における価格指標となる。

#### ③資産運用機能

少額の取引証拠金を預託することにより多額の取引を行うことができる<sup>10</sup>ため、ハイリスク・ハイリターン型の資産運用が可能である<sup>11</sup>。

以上3つの機能は、国家の産業活動を支える上で非常に重要な側面を持ち、商品先物市場は「産業インフラ」とも呼ばれている。3つの機能は相互に深く関わりあっている。機能の1つであるリスクヘッジ機能を十分に達成するためには、ヘッジ目的の当業者だけでなく、資産運用目的の投機家の参入が必要となる。投機家の参入により、当業者のリスクを引き受ける大きな層が現れることになり、市場での取引が円滑化する<sup>12</sup>。取引が円滑化し、市場の流動性が高まることで、市場の価格が公正かつ透明なものになり、公正な価格形成機能が発揮される。そして、市場の信頼性がより高まり、ますます多くの主体が参入するという好循環が形成されていくのである。したがって、機能が1つでも欠けると、3つの機能を十分に果たすことができなくなってしまい、商品先物市場としての存在意義が

<sup>6</sup> 河内隆史・尾崎安史『商品取引所法 四訂版』商事法務, 2006, pp. 271-272. 農産品関係を農林水産省が所管し、工業品関係を経済産業省が所管するといった二元行政は、商品先物取引委員会（CFTC）が単独で先物市場全体を監督するアメリカをはじめ、諸外国と異なる点である。

<sup>7</sup> その他の機能としては、価格の平準化機能、在庫調整機能、換金機能、倉庫代替機能などが挙げられる。

<sup>8</sup> 以下、商品先物市場の機能に関しては、挽文子「リスク・マネジメントと先物市場」一橋大学大学院商学研究科『新世紀の先物市場』東洋経済新報社, 2002, pp. 6-11. ; 宇佐美洋『入門 先物市場』東洋経済新報社, 2000, pp. 1-12. ; 河内・尾崎 前掲書, pp. 1-6. を参考としている。

<sup>9</sup> たとえば、銅を10000トン輸入した商社があり、船で輸送して日本に到着するまでに3か月かかるとする。このような場合、商社が商品先物取引を利用して10000トン分の銅をあらかじめ売っておけば、3か月後になって先物取引による損益と現物の価格変化による損益を相殺できる。より詳細な説明は、「ヘッジ取引の概要」東京工業品取引所ホームページ<<http://www.tocom.or.jp/jp/nyumon/tougyou/hedge01.html>>; 木原大輔『入門の金融 最新商品先物取引のしくみ』日本実業出版社, 2005, pp. 90-97. など。

<sup>10</sup> 商品先物取引は、取引開始時点で売買代金は必要なく、総取引金額の5~10%程度の取引証拠金を、担保として預け入れるだけでよい。この証拠金は、取引を差金決済などにより終了した場合に返還される。

<sup>11</sup> 近年では、投機的運用の側面だけでなく、株式や債券といった資産との相関が低い代替（オルタナティブ）投資先としての側面も、大きく注目されている。これは、株式・債券からなるポートフォリオに商品先物を組み込むことで、収益率を維持しながらリスクを低減させる効果を狙うものである。

<sup>12</sup> 当業者だけで市場を構成した場合、リスクヘッジ目的の当業者層は似たような市場行動をとることが多く、売り・買いの一方に大きく傾きがちになる。そのため、ヘッジするリスクを引き受けるものが相対的に非常に少なくなり、取引が成立しなくなる。

失われてしまうことにつながる。

## II 商品先物市場を取り巻く現状

### 1 商品取引所の統廃合

近代的な商品先物取引は、江戸時代に大阪の堂島米会所で始められたコメ取引が起源といわれている<sup>13</sup>。その後、商品取引所は、戦後の最盛期（1954～1972年）には全国各地に20か所設立されていたが、取引低迷による統廃合を経て、2000年には7か所にまで減少した<sup>14</sup>。さらに、2004年には商品取引所法が改正（2005年5月に施行）<sup>15</sup>され、商品取引員に対する財務基準が強化されたため、商品取引員はリスク資産に算入される自己売買を控えるようになった。この過程で、地方取引所の出来高が激減し、その収入も大きく減少したため、地方取引所の単独での生き残りが難しくなった<sup>16</sup>。2006年には、横浜商品取引所が東京穀物商品取引所に吸収合併され、福岡商品取引所は関西商品取引所と合併した。2007年始めには、大阪商品取引所が中部商品取引所と合併している。2008年5月の段階で、商品取引所は東京工業品取引所（以下、「東工取」）、東京穀物商品取引所（以下、「東穀取」）、中部大阪商品取引所、関西商品取引所の4か所に集約されている（表1）。

加えて、取引の寡占化も進んでおり、東工取と東穀取の2つで、2007年度の市場出来高の9割強を占めるまでになっている（2002年度時点では、両取引所で7割弱<sup>17</sup>）。出来高シェアが一番低い関西商品取引所では、本来収入の柱となるべき定率会費<sup>18</sup>が、全収入のうちの2%を占めるのみであり、収入の多くは保有不動産が生み出す賃貸収入となっている<sup>19</sup>。出来高の減少が続く中で、地方の商品取引所の経営は非常に厳しくなっている。

表1 日本の商品取引所の概要

	東京工業品取引所	東京穀物商品取引所	中部大阪商品取引所	関西商品取引所
出来高（万枚）	4740.6	1780.5	569.5	16.4
出来高シェア	66.70%	25.05%	8.01%	0.23%
取引金額（兆円）	124.3	20.0	3.9	0.2
会員数	99	127	105	72
監督官庁	経済産業省	農林水産省	農林水産省 経済産業省	農林水産省
主な上場商品	金、銀、白金、パラジウム、原油、ガソリン、アルミニウム	大豆、小豆、粗糖、とうもろこし、コーヒー生豆	鉄スクラップ、ガソリン、灯油、鶏卵、ゴムシート	米国産大豆、小豆、粗糖、プロイラー、とうもろこし

\*出来高・取引金額は2007年度の数字。会員数は2008年3月の数字

（出典）「統計情報」商品取引所連絡会ホームページ<<http://www.j-cec.jp/toukei.html>>のデータ、および、各商品取引所ホームページを基に筆者作成

<sup>13</sup> 「商品先物取引発祥の地・大阪の窮状「堂島の灯」は消えるのか」『Jiji top confidential』11470号、2008.3.4, p. 15. ; 川本裕子・岩田林平「商品先物取引市場の現状と今後の展望」『証券アナリストジャーナル』45巻11号、2007.11, pp. 5-6.

<sup>14</sup> 現在に至る商品取引所統廃合の変遷については、「商品取引所の合併等の変遷」商品取引所連絡会ホームページ<[http://www.j-cec.jp/shiryu\\_pdf/hensen.pdf](http://www.j-cec.jp/shiryu_pdf/hensen.pdf)>に整理されている。

<sup>15</sup> ここでは、①委託者資産の保全制度の強化、②商品取引員に対する規制の強化、③商品先物市場の信頼性・利便性の向上、を大きな目的とし、各種の制度改正が行われた。

<sup>16</sup> 倉沢章夫『国際商品市場リポート』同友館、2007, pp. 143-153. ; 『Jiji top confidential』前掲注13, pp. 15-16. この過程で、地方取引所振興策として慣行になっていた「義務売買」と呼ばれる商品取引員の自己売買が激減したとの指摘がある。

<sup>17</sup> 「取引所別 出来高推移」商品取引所連絡会ホームページ<[http://www.j-cec.jp/toukei\\_pdf/exvo98\\_07cy.pdf](http://www.j-cec.jp/toukei_pdf/exvo98_07cy.pdf)>より筆者集計。

<sup>18</sup> 会員組織である商品取引所が、取引所運営の経費に充てるために、出来高に応じて会員から徴収する会費。

<sup>19</sup> 『Jiji top confidential』前掲注13, pp. 16-17. ; 「立ちすくむ地方取引所 薄い売買、独自色難しく」『日

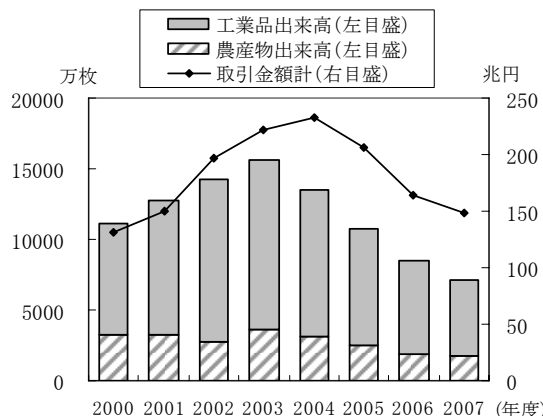
## 2 出来高の減少と国際的地位の低下

近年の投資・投機資金流入により、世界全体の商品先物取引の出来高は、2002年から2007年までの5年間で3倍以上に増加している<sup>20</sup>。これに対し、日本の商品先物市場の出来高は、2003年度以降減少を続けており、4年間で50%以上の減少となっている(図2)。1999年に石油市場が開設されたことで出来高が急増したが、その効果をすべて相殺し、それ以上に減少が続いている。

出来高減少にはずみをつけたのが、2004年の商品取引所法改正である。法改正により、商品取引員の自己売買が減少するとともに、商品取引員が個人投資家への強引な勧誘に慎重になった。これにより、個人投資家の市場参加が減少して市場流動性の低下をもたらし、信頼性や魅力が薄れた市場からさらに投資家が離れるという悪循環が起こっている<sup>21</sup>。また、出来高の低迷で、商品取引員の収益も悪化し、業界全体の規模も縮小を続けている<sup>22</sup>。参加者が減り流動性が失われた市場は、価格変動が大きくなり<sup>23</sup>、透明な価格指標としての公正な価格形成機能も低下してしまう。このまま市場の低迷が続いていくと、産業インフラとしての商品先物市場の役割が十分に果たせない状況になることが懸念される。

さらに、近年、大連商品交易所などアジアの取引所の台頭もあり、日本の商品取引所の国際的地位は低下傾向にある(表2)。世界の商品取引所が合併、資本提携を行い、競争力の強化、取引規模の拡大を図っている中で、日本の商品取引所が、特にアジア地域の取引時間帯における中核的な地位を確立するためには、そ

図2 商品先物市場、出来高・取引金額の推移



(出典)「統計情報」商品取引所連絡会ホームページ  
 <<http://www.j-cec.jp/toukei.html>> のデータを基に筆者作成

表2 商品取引所の出来高順位の推移

2004年 (単位:万枚)			2007年 (単位:万枚)		
順位	取引所	出来高	順位	取引所	出来高
1	ニューヨーク商業取引所	13328	1	ニューヨーク商業取引所	27741
2	大連商品交易所	8803	2	大連商品交易所	18561
3	東京工業品取引所	7445	3	シカゴ商品取引所	14418
4	シカゴ商品取引所	6879	4	ICE Futures, Europe *1	13817
5	ロンドン金属取引所	6717	5	鄭州商品交易所	9305
6	上海期貨交易所	4058	6	ロンドン金属取引所	8574
7	ロンドン国際石油取引所	3547	7	上海期貨交易所	8556
8	中部商品取引所	3319	8	インドマルチ商品取引所	6895
9	東京穀物商品取引所	2571	9	東京工業品取引所	4707
10	ニューヨーク商品取引所	2061	10	ICE Futures, US *2	3704

\*1 旧 ロンドン国際石油取引所、\*2 旧 ニューヨーク商品取引所

(出典) 農林水産省・経済産業省 前掲注20, p.2. を基に筆者作成

本経済新聞』2007. 8. 17 ; 「動き出す商品取引所改革 模索続ける3商取」『日本経済新聞』2007. 7. 19.

<sup>20</sup> 農林水産省・経済産業省「商品先物取引の現状と最近の動向」2008. 3 <<http://www.meti. go. jp/committee/materials/downloadfiles/g80327c04j. pdf>>, p. 2.

<sup>21</sup> ただし、2004年の商品取引所法改正は、必ずしも健全でなかった取引を縮小させた側面が強く、法改正が失敗であったわけではないことに注意が必要である。川本・岩田 前掲論文, pp. 11-12. ; 「商品と金融市場融合へ 東工取、証取とスクラム」『日経金融新聞』2007. 12. 7 ; 「産業インフラと金融商品のはざままで 揺れる商品先物市場」『Jiji top confidential』11401号, 2007. 5. 22, pp. 5-6.

<sup>22</sup> 「国内商品業界の不振からの脱却と発展の道」『Futures Japan』8巻4号, 2008. 4, pp. 18-19. ; 農林水産省・経済産業省 前掲注20, p. 3. 商品取引員数、外務員数、委託者数ともに、ここ数年減少が続いている。

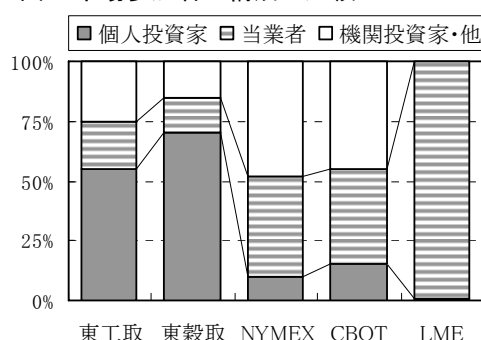
<sup>23</sup> 流動性が失われることで、少額の資金が「売り」「買い」に動くだけで、価格が大きく変動することになる。

の競争力の強化が欠かせない<sup>24</sup>。

### 3 市場参加者の構成

日本の商品先物市場参加者の構成は、海外の主要市場と比べて異色であるといわれている<sup>25</sup>。市場参加者の構成については、出来高・取引金額の内訳に関する公式データが存在しないため厳密な比較は困難であるが、日本と海外の商品先物市場の市場参加者構成の違いをおおまかな形で示すと、図3のようになる。日本の市場参加者構成の特徴として、①個人投資家の割合が非常に高い、②当業者の割合が低い、③プロの機関投資家の不在、が挙げられる。他方、海外においては、当業者の割合がおおむね4割以上を占めており、さらに機関投資家の市場参加も活発で、個人投資家の売買シェアは相対的に小さい。

図3 市場参加者の構成の比較



・参考となるデータは数値に幅があるため、おおむね中央値付近の数値を採用している。そのため、各々の比率は厳密なものではない。  
 ・日本市場における「機関投資家」シェアは、商品取引員の自己売買がその多くを占めている。  
 ・LMEにおいては、当業者と機関投資家を合わせた割合が約99%であり、その内訳は明確でないため、便宜上「当業者」のシェアで表している。

\*NYMEX: ニューヨーク商業取引所、CBOT: シカゴ商品取引所、LME: ロンドン金属取引所

(出典) 農林水産省・経済産業省 前掲注25, p.10.; 農林水産省「農産物商品市場の機能強化に関する研究会報告書」2008.5 <<http://www.maff.go.jp/j/press/soushoku/syoutori/pdf/080523-01.pdf>>, p.4.; 日本商品先物振興協会「資料3-3 商品取引員の現状と課題について」2007.10 <<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71031a03j.pdf>>, pp.1, 4, 8.; 山崎秀人「NYMEX石油先物取引の実態」『石油・天然ガスレビュー』36巻6号, 2003.11, pp.2-7.; 第159回国会衆議院経済産業委員会議録第9号 平成16年4月9日 p.29.; 第164回国会衆議院財務金融委員会議録第16号 平成18年5月10日 p.20. 佐久間隆政府参考人の答弁などを基に筆者作成

海外の主要商品先物市場は、当業者、個人投資家のほか、金融機関、ファンドなどの機関投資家が参加した、多様で厚みのあるプロ中心の市場である。他方、日本の場合は、歴史的に市場参加者の多くを個人投資家が占めており、そのため、商品先物市場がその産業インフラとしての機能、特に、リスクヘッジ機能と公正な価格形成機能を十分に発揮できていなかったとする見解が少なくない<sup>26</sup>。先物市場がその機能を十分に発揮するためには、市場参加者に占める当業者や機関投資家の割合が、現状より高い方が望ましい<sup>27</sup>。また、日本の商品先物市場の国際競争力強化を目指す上でも、大きな取引量を提供できる当業者

<sup>24</sup> 特に、商品の生産・消費地に近く、出来高の増加も著しい中国の商品取引所は、日本の商品取引所の大きなライバルになると予想される(川本・岩田 前掲論文, p.16.)。

<sup>25</sup> 農林水産省・経済産業省「市場の流動性の増大に向けた課題」2007.10 <<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71011a03j.pdf>>, p.10.; 池尾和人「日本の商品先物取引市場はプロの投資家向けに再構築を」『週刊ダイヤモンド』95巻42号, 2007.11.3, p.27.; 『Jiji top confidential』前掲注21, pp.4-5.

<sup>26</sup> 例えば、池尾和人「プロ向け市場の整備を急げ」『週刊東洋経済』6091号, 2007.7.21, p.9.; 横尾英博「商品先物市場制度の改革について」『エネルギーフォーラム』50巻591号, 2004.3, pp.80-81.; 挽 前掲論文, pp.5-6, 14-18.; 『Jiji top confidential』同上。当業者の参加が少なければ、必然的に、リスクヘッジの場としては十分に機能していないことになる。また、高度な情報収集・分析能力を持った当業者や機関投資家の参加が少ないことで、多数・多様な市場参加者により公正かつ透明な価格が形成される、公正な価格形成機能も十分に発揮できなくなる。

<sup>27</sup> 池尾 同上; 横尾 同上, pp.80-83.

や機関投資家が参入しやすい制度改革を実行する必要がある<sup>28</sup>。

#### 4 委託者トラブル

商品先物業界では、以前から、強引な販売手法や詐欺まがいの勧誘、顧客に断りなく取引を行う無断売買などが横行しており、取引上の損失をめぐる委託者（主に個人投資家）と商品取引員とのトラブルが絶えなかった。そのため、「商品先物取引は危ない」というイメージが社会に定着している<sup>29</sup>。トラブルが多発する状況の改善を目指したのが、2004年の商品取引所法改正であり、商品取引員の営業活動に対し、再勧誘の禁止、迷惑勧誘の禁止などの規制強化が行われた。これにより、商品取引員が個人投資家への強引な勧誘に慎重になり、商品先物市場の出来高が低迷する一方で、国民生活センターに寄せられた商品先物取引に関する苦情相談件数<sup>30</sup>は、2005年度から大きく改善を示している（表3）。

しかし、別の調査では、違った状況も見て取れる。日本商品先物取引協会が会員各社のディスクロージャー資料から苦情、訴訟件数を集計した結果によると、苦情件数は2002年度から2006年度までに大幅に増えており、訴訟件数も大きく増加している。各社のディスクロージャー姿勢の変化などで、以前の公表件数が過少だった可能性も考えられるが、いずれにせよ、各社のディスクロージャー資料からは、苦情が近年大きく減少してきているという傾向は見出せない。また、以前より減少しているとはいえ、いまだ苦情が数千件に上ることも事実であり、こうした結果から、2004年の法改正における勧誘規制強化について、期待された効果が上がっていないのではないかとする指摘もある<sup>31</sup>。

2006年の、「証券取引法等の一部を改正する法律案」（第164回国会閣法第81号）<sup>32</sup>に関する国会審議では、商品先物取引に対する不招請勧誘<sup>33</sup>禁止の導入の是非をめぐって活発な議論が行われた。結果的に導入は見送られたが、委託者トラブルが解消していかない場合は、不招請勧誘の禁止を検討する旨の附帯決議がなされている<sup>34</sup>。苦情件数の動向については、今後も様々な角度から注視していく必要がある。

表3 各種調査による商品先物取引の苦情件数の推移

	(年度)	2002	2003	2004	2005	2006
国民生活センター		7583	7810	7368	4719	4543
日本商品先物取引協会		349	312	191	219	171
ディスクロージャー資料		400	563	923	2278	2542

(出典) 国民生活センター「国民生活センターにおける「金融・保険サービス等」に関する相談件数及び傾向等について」2008.3  
 <[http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_trouble/siryou/20080331/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_trouble/siryou/20080331/02.pdf)>  
 p.1.; 日本商品先物取引協会「平成18年度苦情・紛争レポート」  
 2007.6 <<http://www.nisshokyo.or.jp/data/pdf/POQvr0so0gw.pdf>>,  
 p.4.; 日本商品先物取引協会「ディスクロージャー資料に基づく会員各社の苦情・紛争、訴訟件数」2007 <<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71128a04j.pdf>> を基に筆者作成

<sup>28</sup> 経済産業省産業構造審議会商品取引所分科会「今後の商品先物市場のあり方について（中間整理）」2007.12.  
 <[http://www.meti.go.jp/press/20071207007/03\\_hontai.pdf](http://www.meti.go.jp/press/20071207007/03_hontai.pdf)>; 川本・岩田 前掲論文, pp. 15-16.

<sup>29</sup> 河村幹夫『商品先物市場 発展の条件』時事通信社, 2007, pp. 14-16, 142-146.; 「商品先物会社の変わらない「イメージ」」『Futures Japan』7巻5号, 2007.5, pp. 7-8.; 『週刊ダイヤモンド』前掲注1, pp. 116-117.

<sup>30</sup> 国民生活センターの集計件数には、商品先物取引だけでなく、海外商品先物取引、その他の類似取引に対する苦情件数も含まれている。

<sup>31</sup> 経済産業省産業構造審議会商品取引所分科会 第3回（平成19年10月31日）議事要旨  
 <<http://www.meti.go.jp/committee/summary/0004448/index03.html>>; 同 第4回（平成19年11月28日）議事要旨  
 <<http://www.meti.go.jp/committee/summary/0004448/index04.html>>

<sup>32</sup> 商品取引所法の一部改正も含む同法案により商品取引所法も改正され（平成18年法律第65号）、金融商品取引法と同レベルの委託者保護措置が盛り込まれた。

<sup>33</sup> 契約締結の説明・勧誘を望んでいない顧客に対し、訪問、電話などによる勧誘を行うこと。

<sup>34</sup> この審議の概要は、井上涼子「国会審議で浮き彫りにされた商品先物取引の問題性」『立法と調査』259号, 2006.9, pp. 39-41. にまとめられている。

### Ⅲ 商品先物市場の活性化に向けて

#### 1 市場の流動性拡大

商品先物市場を取り巻く厳しい内外環境を踏まえると、今後、日本の商品先物市場が国際的な市場間競争の中で生き残り、アジア地域の中核的市場としての地位を確立するためには、信頼され魅力ある市場となるよう最大限の取り組みを進めることが必須である。その際には、「市場の流動性拡大」と「委託者保護」の課題は避けて通れない<sup>35</sup>。

市場の流動性拡大を目指す上では、従来の個人投資家を中心とした市場構造から、当業者、機関投資家などのプロのリスクヘッジャーやリスクテイクャーを中心とした、多様で厚みのある市場構造に転換することが必要である。国境・分野を超えた市場間競争が激化する中で、海外の商品取引所は、電子取引システムの改良、取引時間の延長、商品設計・市場設計の改良、上場商品の多様化など、市場の流動性の拡大、利便性の向上に継続的に取り組んできた<sup>36</sup>。さらに、近年は、競争力強化を狙った商品取引所の合併、資本連携も急速に進んでいる<sup>37</sup>。

これに対し、日本の商品取引所は、今までそうした競争力強化の取り組みにはあまり熱心でなく、特に当業者や機関投資家にとっては使い勝手が悪いものとなっていた。海外の有力商品取引所と比べると、ITインフラや、柔軟性の低い取引ルール、取引時間などで、見劣り感は否めない<sup>38</sup>。しかし、当業者や機関投資家の市場参入を促すには、商品取引所の改革が欠かせず、2007年以降、ようやく日本の商品取引所においても、競争力強化に向けた取り組みが始められている。東工取では、取引時間の2時間延長、値幅制限・建玉制限<sup>39</sup>の緩和、ボリュームディスカウント制度（大量取引者に対する手数料割引）の導入などの具体策が実行された。東穀取は、東工取と比べて改革の遅さが指摘されていたが<sup>40</sup>、

表4 東工取、東穀取における今後の主な改革計画

<ul style="list-style-type: none"> <li>・取引所の株式会社化 (東工取:2008年中、東穀取:2009年度中)</li> <li>・世界最高水準の電子取引システムの早期導入(東工取) —将来的に、東工取と東穀取の取引システム統合も検討</li> <li>・取引時間の延長(24時間取引も検討)</li> <li>・値幅制限・建玉制限の一層の緩和・撤廃</li> <li>・魅力ある商品の開発・上場</li> <li>・ロスカット取引などのリスクを低減した取引の整備</li> </ul>
--

(出典) 東京穀物商品取引所「東京穀物商品取引所のビジョンと今後の取組み」2008.3 <<http://www.maff.go.jp/j/press/soushoku/syoutori/pdf/080314-04.pdf>> ; 「工業品先物市場の競争力強化に関する研究会報告書」2007.6 <<http://www.meti.go.jp/press/20070627005/houkokusho.pdf>> などを基に筆者作成

<sup>35</sup> 産業構造審議会商品取引所分科会 前掲注 28 同報告書では、その他の課題として、市場の信頼性向上に向けた課題（クリアリングシステムの強化、市場の透明性・公正性と市場監視）、商品取引所、商品取引員の組織・事業運営の課題（取引所の株式会社化、取引員の新たなビジネスモデル）が挙げられている。

<sup>36</sup> 農林水産省・経済産業省 前掲注 25, pp. 6-11. ; 農林水産省・経済産業省「欧米取引所における流動性増大のための取組等」2007.10<<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71011a04j.pdf>>

<sup>37</sup> 「「現物株」と「先物市場」が一体化 欧米が競う取引所再編の舞台裏」『週刊ダイヤモンド』95巻34号, 2007.9.8, pp. 62-63. ; 高橋弘「先物世界の構造変化」『先物・オプションレポート』19巻10号, 2007.10 <<http://www.ose.or.jp/futures/report/0710/pdf/rerk0710.pdf>> ; 「社説 大統合進む海外先物取引所」『日本経済新聞』2008.3.29.

<sup>38</sup> 川本・岩田 前掲論文, pp. 11-13. ; 農林水産省・経済産業省 前掲注 25, pp. 12-13. ; 『週刊ダイヤモンド』前掲注 1, pp. 117-118.

<sup>39</sup> 値幅制限とは、急激な価格変動による投資家の混乱を抑制するため、上場商品ごとに一日に動くことができる値動きの幅を制限すること。建玉制限とは、過当投機や買占め・売崩しなどの価格操作を防止するため、上場商品ごとに建玉（未決済の売買契約）の数量制限を行うこと。これらの制限が厳しすぎると、市場による自由な価格決定メカニズムが阻害され、大口取引を行う当業者や機関投資家にとっては参入障壁になる。

<sup>40</sup> 『日本経済新聞』2007.7.19. 前掲注 19



2008年に入ると、ザラバ取引<sup>41</sup>の導入を行うなどの改革を始めている。さらに、両取引所では今後も様々な改革が計画されている（表4）。

商品取引所間の国際的な競争環境は、近年めまぐるしく変化しており、各商品取引所において現在着手・計画されている改革項目は、スピード感をもって具体化していく必要がある。さらに、市場参加者のヘッジニーズや投資ニーズに合った魅力ある上場商品構成を実現するため、新規の商品開発を不断に行っていくことも重要である<sup>42</sup>。

## 2 委託者保護

現在の委託者トラブルの発生状況を見ても、日本の商品先物市場が投資家から十分な信頼を受けているとは言えない。商品先物業界がその社会的信頼を回復、向上させ、健全な市場を作り上げていくためには、委託者トラブルを解消することが欠かせない<sup>43</sup>。

委託者トラブルの解消に向けては、行政、関係団体、商品取引所、商品取引員の各主体が、必要な取り組みを進めていかなければならない。商品取引受託業務の許可を行っている農林水産省・経済産業省は、勧誘、仲介の適正化だけでなく、商品取引員に対する許可取消を含めた厳正な処分を通じて、悪質業者の市場退出を図るべきであろう<sup>44</sup>。商品取引所においても、個人投資家や当業者に対する啓発・広報活動や、トラブルを発生させている受託会員の市場取引の停止など、適切な対策を講じることが必要である<sup>45</sup>。さらに、委託者トラブルが生じない形での商品先物市場への参加を促す観点から、ファンド形態による個人投資家の市場参加や、外務員の勧誘が介在しないインターネット取引などの推進を検討していくことも重要である<sup>46</sup>。

また、商品先物取引については、勧誘段階の苦情が全体の約6割と最も大きな割合を占めていることもあり<sup>47</sup>、勧誘規制は委託者トラブルの解消において重要な位置を占める。勧誘時のトラブルを解消する策の一つとして、不招請勧誘の禁止が挙げられる。不招請勧誘の禁止については、営業の自由や顧客側の情報アクセス確保の面から問題点を指摘するものもあるが<sup>48</sup>、導入を検討する上では、外国為替証拠金取引での成功例が参考になる。商品先物取引と取引の仕組みやリスクの高さが似ている外国為替証拠金取引では、2005年7月から不招請勧誘が禁止されたが、その後、取引口座数・市場規模が増加を続ける一方

<sup>41</sup> 午前9時、10時、11時…、など、定められた時刻に買い手と売り手が集合し、競り合って値段を決定する「板寄せ取引」に対し、取引時間内であればいつでも売買注文を出すことが可能で、買いと売りが合致すれば随時取引が成立していく方式の取引を「ザラバ取引」という。東穀取では、以前はすべての取引が、板寄せ取引で行われていた。

<sup>42</sup> 上場候補商品として、例えば、商品指数、LPG、A重油などが挙げられるが、他に、規制色が強い電力、ガス、コメについても、規制改革を含めた上場の可能性を検討すべきとの意見がある（川本・岩田 前掲論文、pp. 14-15.）。

<sup>43</sup> 倉沢 前掲書、pp. 172-174. ; 「取引会社の経営は悪化の一途 急ピッチで進む商品先物市場の改革」『Jiji top confidential』11481号、2008. 4. 15, p. 8.

<sup>44</sup> 産業構造審議会商品取引所分科会 前掲注 28, p. 14. 近年、商品取引所法に違反した商品取引員に対する行政処分は増えており、両省の委託者保護の強化への姿勢が感じられる（『Jiji top confidential』 同上）。

<sup>45</sup> 同上

<sup>46</sup> 同上

<sup>47</sup> 日本商品先物取引協会「苦情等の処理及び紛争処理に係る状況について（平成18年4月～平成19年3月）」2007. 4<<http://www.nisshokyo.or.jp/consulting/pdf/18-19.pdf>>

<sup>48</sup> 「悪質商法対策×営業の自由 飛び込み勧誘、禁止の是非は」『朝日新聞』2008. 5. 2 ; 「消費者保護か、過剰規制か 秋田の飛び込み勧誘禁止条例素案」『朝日新聞』2008. 4. 15.

で、苦情件数は激減している<sup>49</sup>。商品先物取引においても、このような事例を踏まえ、勧誘規制のあり方を再度検討する必要がある。

商品取引員においては、こうした厳しさを増す経営環境の中、委託者保護を前提とした新たなビジネスモデルを構築し、商品先物取引が投資手段の一つとして広く認められるよう努力を重ねることが必要である<sup>50</sup>。また、厳しい業界環境の中で、商品取引員の合併、廃業、受託会員から取次者への業態転換が進むと予想されている。その際、業界の変化が急激に進むことによる商品先物市場の混乱や、委託者への被害が最小限に留まるように、行政、関係団体が適切な対処を行っていくことも重要である<sup>51</sup>。

### 3 金融分野との連携・融合

海外では、金融と商品を横断する投資商品の拡大、機関投資家による商品への代替投資の進展など、金融分野と商品分野の融合が進展しており、これが市場の流動性を拡大させる背景の一つになっている。日本においても、商品先物市場の国際競争力強化のために、金融分野との連携または融合が必要との機運が高まってきている<sup>52</sup>。具体的には、以下のような項目が検討されている。

#### ○商品を対象としたETF（上場投資信託）の実現

商品を対象としたETFは、投資家のニーズに合った商品であることが指摘されている。加えて、国内の商品先物市場に連動したETFが証券取引所に上場されれば、ヘッジ取引・裁定取引を通じて商品先物市場の流動性拡大にもつながる<sup>53</sup>。

#### ○金融分野における運用資産の商品先物市場への流入整備

例えば、銀行・保険会社グループの業務範囲規制を見直し、認可取得により商品現物取引の業務を可能にする<sup>54</sup>、代替投資の一つとして、年金資金などが商品先物で資産運用できるようにする、などの制度整備を検討する。

#### ○取引所間の資本提携・相互乗り入れ

証券取引所・商品取引所間の資本提携を行いやすくし、上場商品の相互乗り入れも行う。これらの実現に向け、関連法の改正を含めた取り組みを進めていく。

また、金融分野と商品分野の融合に関する論点として、2007年から話題に上っている総合取引所構想がある。証券、金融先物、商品先物などを幅広く取り扱う「総合取引所」を

<sup>49</sup> 『朝日新聞』2008. 4. 15. 前掲注 48 ; 「外為証拠金取引 企業の利用急拡大 手数料安く 24 時間取引」『日本経済新聞』2008. 5. 5 ; 商品取引所分科会第 3 回議事要旨 前掲

<sup>50</sup> 産業構造審議会商品取引所分科会 前掲注 28, pp. 16-17. ; 河村 前掲書, pp. 157-162. ; 「改革進む先物業界 法令順守の体制整備」『日刊工業新聞』2007. 12. 28 ; 『Jiji top confidential』前掲注 43, p. 8.

<sup>51</sup> 産業構造審議会商品取引所分科会 同上

<sup>52</sup> 例えば、同上, pp. 18-21. ; 金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」2007. 12<<http://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/01.pdf>>, pp. 3-5, 10-11. ; 「証券・商品、取引所の融合後押し 関係各省、法整備へ」『日本経済新聞』2007. 12. 8 ; 「商品と金融市場融合へ 東工取、証取とスクラム」『日経金融新聞』2007. 12. 7 ; 「始まった証券取引所と商品取引所の「連携時代」」『Futures Japan』8 巻 2 号, 2008. 2, pp. 4-7. ただし、金融・商品の早期融合を主張する立場から、あくまで連携・協力を強調する立場まで、それぞれに温度差はある。以下の、金融と商品の連携・融合案についても、上記資料などを参照。

<sup>53</sup> 第 169 回国会提出の「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」において、制度改正が見込まれている。

<sup>54</sup> 同上。リスク管理に優れた銀行グループの銀行兄弟会社に対して、商品現物取引等の業務を解禁する枠組みの導入が盛り込まれている。

設立する構想については、取引所の国際競争力を高める目的で発案されて以降、賛否様々な意見が出された<sup>55</sup>。そうした流れを受け、現在では、総合取引所の設立を具体的に検討する前に、証券取引所・商品取引所間の連携を進めていく方向で取り組みが行われている<sup>56</sup>。

現行法下では、株式などを扱う証券取引所は金融商品取引法で、商品先物を扱う商品取引所は商品取引所法で別々に規制されており、上場商品にも垣根がある。こうした縦割り規制により、両取引所間の経営統合、資本提携などは困難となっている。政府は、金融・商品分野の融合の第一歩として、金融商品取引法、商品取引所法に関して、取引所の兼業禁止規制の緩和、議決権保有制限の緩和、持株会社の規定の整備、などの改正を行う方針を示している。これにより、証券取引所、商品取引所の相互出資、持ち株会社の下での統合、子会社開設による相互参入などが可能となる見込みである<sup>57</sup>。両法の改正には、金融庁、農林水産省、経済産業省の協議・連携が必要であり、三省庁の迅速な対応が期待されている。しかし、法改正後も、金融商品取引法と商品取引所法が、金融商品、商品先物を別々に規制する形は残る。監督官庁も金融庁、農林水産省、経済産業省の三省庁にまたがることは変わらず、規制法や監督官庁も一本化するかどうか、今後の大きな論点である。

## おわりに

近年の原油、穀物などの先物価格高騰は、商品先物市場内だけの問題にとどまらず、世界各国の人々の実生活にも大きな影響を及ぼしている<sup>58</sup>。商品先物市場は、現物商品との直接的つながりがある点で金融市場と異なっており、商品先物市場を考える際に、商品の生産、流通の円滑化に資する産業インフラとしての視点は欠かせない。しかし、そもそも日本の商品先物市場が、産業インフラとしての役割を十分果たしてきたかについては、疑問の余地が残る。商品先物市場・業界がその社会的信頼を回復、向上させ、商品先物市場が、3つの主要機能を十分に満たす公正な、透明性の高い市場となっていくための改革は必要である。

また一方で、商品先物市場は資産運用の場でもあり、その意味では、証券を始めとする他の金融市場と共通する性格を持っている。金融市場、商品先物市場をめぐる国際的な動向を考えると、金融分野と商品分野の連携・融合の流れは、今後ますます進んでいくと予想される。そうした点で、金融先物と商品先物とを含めた先物取引全体を包括する一元的規制が実現するのが望ましい、との指摘も少なくない<sup>59</sup>。産業インフラとしての役割と金融商品としての性格の両面を踏まえ、国際競争力のある商品先物市場を再構築していく取り組みが求められている。

<sup>55</sup> 鳳佳世子「証券取引所の現状と課題」『調査と情報－ISSUE BRIEF－』603号、2007.12.6, pp. 5-6.

<sup>56</sup> 前掲注52の資料。総合取引所構想に反対姿勢を示していた経済産業省・農林水産省が、金融分野との連携・融合に前向きになったのは、国内の商品先物市場の低迷が背景にある（『日本経済新聞』前掲注52）。

<sup>57</sup> 同上；横山淳「総合取引所構想—金融審第一部会報告」大和総研、2007.12, pp. 3-5.

<<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/financial/07122701financial.pdf>>

<sup>58</sup> 「インフレ圧力 世界で 政策運営、募るジレンマ」『日本経済新聞』2008.5.10；「基礎からわかる穀物高騰 Qなぜ値上がり 人口増や投機マネー…」『読売新聞』2008.5.10.

<sup>59</sup> 例えば、河内・尾崎 前掲書, pp. 271-272.；小川宏幸「論説 わが国商品先物取引市場の規制と信頼性—欧米における市場監視・監督機構からの示唆(1)：米国商品先物取引委員会」日本商品先物振興協会ホームページ <<http://www.jcfia.gr.jp/study/ronbun-pdf/no15/5.pdf>>, pp. 17-18.；河村 前掲書, pp. 7-10.；「金融・商品先物市場一体化へ 関係省庁、法改正作業を本格化」『日刊工業新聞』2007.12.4.

付表 世界の主要商品取引所

	東京工業品 取引所	東京穀物商品 取引所	ニューヨーク商業 取引所(NYMEX)	シカゴ商品取引所 (CBOT)	ロンドン金属 取引所(LME)	ICE Futures, Europe	大連商品交易所 (DCE)
出来高*1 (2007年:万枚)	4707	1967	27741	14418	8574	13817	18561
会員数	99	127	140	1402(正会員) 811(準会員)	83	140	194
監督機関	経済産業省	農林水産省	商品先物取引委員会 (CFTC)	商品先物取引委員会 (CFTC)	金融サービス機構 (FSA)	金融サービス機構 (FSA)	証券監督管理委員会 (CSRC)
取引時間	7時間	4時間*2	23時間15分	22時間	18時間	22時間	4時間
組織形態	非営利の特別法人	非営利の特別法人	株式会社 (上場)	株式会社 (上場)	株式会社 (非上場)	株式会社 (上場)	非営利法人
グループ・資本提携	単独	単独	CMEグループ (他、資本提携あり)	CMEグループ (他、資本提携あり)	単独	ICEグループ (他、資本提携あり)	単独
金融商品取扱いの 有無	なし	なし	なし*3	あり	なし	なし*3	なし
主な上場商品	原油、ガソリン、金、 銀、プラチナ、パラ ジウム、アルミニウ ム、ゴム	とうもろこし、大豆、 大豆ミール、小豆、 粗糖、コーヒー豆、	WTI原油、ガソリン、 天然ガス、金、銀、 銅、プラチナ	とうもろこし、大豆、 大豆ミール、小麦、 財務省証券、DJ株 価指数、金	アルミニウム、銅、亜 鉛、ニッケル、錫、 LME商品指数	ブレント原油、WTI 原油、天然ガス、灯 油、排出量	とうもろこし、大豆、 大豆ミール、大豆 油、ポリエチレン

\*1 商品先物取引に関するもののみ

\*2 ザラバ取引の取引時間を示した

\*3 グループとしては、金融商品の取扱いあり

(出典) 農林水産省・経済産業省「商品先物取引の現状と最近の動向」2008.3 <<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g80327c04j.pdf>>, p.3. ; 「統計情報」商品取引所連絡会ホームページ <<http://www.j-cec.jp/toukei.html>> ; 農林水産省・経済産業省「欧米取引所における流動性増大のための取組等」2007.10 <<http://www.meti.go.jp/committee/materials/downloadfiles/g71011a04j.pdf>>, pp.4-8. ; 三菱UFJリサーチ&コンサルティング『海外の商品市場における公正取引ルール等に関する調査研究』2007, pp.6-10, 63-67, 117. ; 高橋弘「先物世界の構図」商品取引所連絡会ホームページ <[http://www.j-cec.jp/shiryō\\_pdf/20080229180633346.pdf](http://www.j-cec.jp/shiryō_pdf/20080229180633346.pdf)>  
他、各商品取引所のホームページを基に筆者作成