

# 総合取引所に期待される役割について

二上季代司

先月（七月）二十七日、東京商品取引所（TOCOM）の上場商品（貴金属、ゴム、農産物——原油・電力等は除く——）が大坂取引所（OSE）に移管された。すでにTOCOMは昨年一月に日本取引所（JPX）グループの一〇〇%子会社になっており、JPXは傘下に証券デリバティブのOSEと商品デリバティブのTOCOMを抱えている。その意味では、この時点でJPXは総合取引所になった、といえはいいのだが、これをさらに一歩進めてOSEに上場商品の大半を移管した。その理由、目的は何だろうか。

それはOSEの取引参加者である証券会社等を通じて一つの口座で証券からコモディティまで幅広いデリバティブ取引ができるようにし、そのことを通じて、低迷している商品デリバティブ市場の活性化につなげるためである。<sup>(1)</sup>

ところで、OSEへの上場商品移管が商品市場活性化へつながるとすれば、それはどのような因果関係によってであろうか。

一般的に、証券とコモディティの値動きは相関関係が薄いため、ポートフォリオに組み込めば価格変動リスクを低減させることができる。したがって、これを一つの口座で行うことができれば利便性が高まるだけではなく、場合によっては証拠金に余裕が生まれ、資金効率を向上させることができるだろう。<sup>(2)</sup>

この結果、①証券デリバティブのユーザーが商品デリバティブを利用するようになれば、商品デリバティブの

出来高が増えて流動性が高まる。そのことが、②これまで国内の商品取引所市場を利用してこなかった潜在的なユーザーの利用を顕在化させることにつながっていく。これが、日本の商品デリバティブ市場を活性化させる経路であり、今回のOSEへの上場商品移管の目的と思われる。

そこで、以下では、①OSEの取引参加者のうちでどれだけの数の業者が、商品デリバティブを取り扱う可能性があるのか、逆に、TOCOMの取引参加者がどの程度OSEの商品デリバティブ市場に参加することになるのか。②これまで国内の商品取引所市場を利用してこなかった潜在的なユーザーとして、どのような主体が考えられるか。以下、簡単にみておこう。

## 1 OSE商品先物市場の想定される取引参加者

OSEの先物取引等取引参加者は、株価指数先物・オプション、個別株オプション、国債先物・同オプションのほか、新たに商品先物・同オプションを取引する資格を持つことになる。その数は七六社である（七月二十七日現在）。もともと、七六社すべてが商品デリバティブを扱うわけではないだろう。では、どのような業者が商品デリバティブを扱うのだろうか。

現在、JPXが公表している資料によると、日産、フィリップ、楽天、光世の四社がインターネットで個人向けに商品先物等取引を扱っているようである。<sup>③</sup>この四社には共通点がある。

第一に、以前から日経二五先物を筆頭にOSEに開設されている証券デリバティブ取引を「個人向けインターネット取引」の方法で扱っていたことである。金融商品取引法では、一般顧客（いわゆる「アマ」）に対する勧誘規制について市場デリバティブを「不招請勧誘禁止」の対象にはしていない。しかし、商品関連市場デリバティ

ブに関しては自社顧客以外の者に対して、勧誘に先立って必要となる「勧誘を受ける意思の有無の確認」を電話や訪問で行うことすら禁止している。<sup>(4)</sup> ネット取引は、原則、勧誘はしないために、対面取引と比べてコンプライアンス上のハードルは、相対的に軽くなっている。

第二に、日産、フィリップ、楽天の三社については、移管直前のTOCCOMにおいて既に受託取引参加者であったことである。商品デリバティブ取引を扱うためには、受託・取引システムのコスト負担がかかるが、TOCCOMの取引参加者ならば、新たなシステムコストの追加負担は不要だからである。

したがって、商品デリバティブを取り扱うと想定されるOSEの取引参加者は、すでにTOCCOMにおいて商品デリバティブを扱っていたか、それとも、ネット取引を通じて証券デリバティブの取引経験のある個人顧客を抱えていたか、そのどちらかの業者が有力、ということになるだろう。

#### 〔TOCCOM取引参加者〕

移管直前のTOCCOMにおいて取引参加者であったのは、先の三社のほかクレディ・スイス、ソシエテ・ジェネラルを加えた五社が受託取引参加者である。このほか今村証券が取次業務を行っている。この六社については、すでにコモディティの受託・取引システムを備えているのであり、引き続きOSEにおいて商品デリバティブを扱う可能性が高い。そして、日産、フィリップ、楽天の三社については貴金属、ゴム、農産物などTOCCOMから移管された上場商品すべてを対象に、ネット取引の方法で個人顧客からの受注体制を整えている。

他方、TOCCOMの取引参加者だった九社について、OSEは商品先物等取引参加者資格を与えOSEでの商品先物等の取引参加を認めた。このうち八社（コムテックス、サンワード貿易、岡安商事、岡藤商事、北辰物産、豊商事、フジトミ、岡地）はTOCCOMで顧客から注文を受ける受託取引参加者、双日は市場取引参加者であつ

た。<sup>(5)</sup>この九社についても引き続きOSEで商品デリバティブ取引を扱うことになるだろう。なお、この九社については株式等の証券デリバティブ取引参加者ではないのだが、OSEの取引参加資格はTOCOMのそれよりもハードルが高いため、受託八社に関しては他の商品先物業者よりは受注に有利に働くだろう。

〔個人向けネット取引で日経二二五先物取引を扱っている業者〕

デリバティブ取引は、リスクが高いことから「適合性の原則」「説明義務」などのコンプライアンス上の負担は現物取引より重い。これに加えて商品関連市場デリバティブについては証券の市場デリバティブに比べて勧誘規制がより厳しい。このため近年では、顧客には受動的に対応する「ネット取引」が増えている。

そこで一般顧客を対象とする商品デリバティブ取引については、すでに証券デリバティブでも個人向けにネット取引を扱っている業者のほうが、取り扱い上のハードルは低いということになるだろう。先述したJPX「個人向けインターネット取引取扱い金融商品取引業者一覧」をみると、もともとポピュラーな日経二二五先物（および同ミニ）をネット取引で受注している業者は、次の一五社（安藤、岩井コスモ、インタラクティブ・ブローカーズ、SBI、auカブコム、岡三オンライン、光世、GMOクリック、日産、フィリッパ、松井、マネックス、むさし、ライブスター、楽天）であった。

これらの業者は、日経二二五先物をネットで発注する個人顧客をすでに抱えている。そのような自社顧客を対象にした商品デリバティブ取引の受注体制の整備は、対面営業の業者と比べて相対的により容易だろう。

## 2 当業者等の「プロ」ユーザー

次に、個人顧客以外に考えられる商品デリバティブのユーザーを想定してみよう。現在、わが国の商品取引所

は、J P X傘下のT O C O Mと大阪堂島商品取引所の二つある。これらの二つの取引所において、①顧客注文を執行する「受託取引参加者（受託会員）」は延べ二三社（実質一四社）と取次・仲介一社、②自己勘定での取引を執行する「市場取引参加者（一般会員）」が一〇〇社近く取引に参加している。

前者①の計二五社は、一般に「商品取引業者」といわれるもので、顧客がエンド・ユーザーとなる。先述のように、このうち八社が新たにO S Eの取引参加者となっている。

他方、後者②の一〇〇社近くは、自らがユーザーであつて、その多くは「当業者」と呼ばれるものである。当業者とは上場商品（貴金属、ゴム、農産物、原油、電力など）に関係する実需者（その採掘者、生産者、加工業者、総合商社、専門商社など）であつて、その利用目的は主として「ヘッジ」である。このうち総合商社の双日がO S Eの取引参加者となっている。

もちろん、市場参加者（一般会員）にはそれなりのコストがかかるため、市場参加者（一般会員）の資格を取るよりも、顧客の立場から発注する当業者も多いだろう。当業者の多くは法人企業であつて、資本金その他の基準から「特定投資家（いわゆるプロ）」に区分され、緩やかな勧誘規制の対象とされるものが多い。

こうした「プロ」には、当業者のほかに、商品E T Fの組成・運用業者、自己資金で値ザヤを稼ぐ「プロップ・ファーム」、コモディティ・スワップのカウンター・パーティ（主として証券会社・金融機関・総合商社など）が含まれる。

そして、こうした「プロ」の商品デリバティブの利用は、国内商品市場の出来高が低迷し、流動性が欠如し始めている近年、海外の市場を利用する場合が多い。逆にいえば、国内商品市場の流動性が高まれば、海外から還流する可能性がある潜在的ユーザーということになる。

〔商品ETF〕

現在、東証には商品ETFが一一本上場されている。<sup>(6)</sup> その運用対象は金(四本)、白金・銀そのほか(五本)、原油二本であるが、出来高が大きいのは原油二本と金、白金、銀の各一本の合計五本である。このうち金、白金、銀のETFは現物国内保管型であって、現物の地金を信託財産とする受益権の形態をとっている。ちなみに東証上場の「純金上場信託(三菱UFJ信託銀行の組成・運用)」の届出目論見書によると、その純資産額を算出する際の「指標価格はTOCOM(現在はOSE)の先物価格を金のフォワードレートで現在価値に引き直した理論価格」であるとしている。

次に原油ETFについてみると、「WTI原油価格連動型上場投信(シンプレクス・アセット・マネジメントの組成・運用)」は、米国NYMEX上場のWTI原油先物で運用するもの、とある。また「NOMURA原油インデックス連動型上場投信(野村アセットマネジメントの組成・運用)」は、「世界の原油先物取引の中から、取引量が多く流動性が十分あるものを構成銘柄として採用し、原油価格の値動きに連動することを目的とするインデックス」を対象指数とし、これに連動する投資成果を目指すものとされる。

〔プロップ・ファーム〕

商品デリバティブを運用対象とする「プロップ・ファーム」としては、現状、商品先物業者(たとえばコムテックス)が子会社として行っている事例がみられるが、プロップ・ファームはある程度の注文約定率が見込めなければ利ザヤを確保できないために、米国のCMEやICE、欧州のユーレックス、アジアではシンガポール、香港など海外の有力市場においてコモデティのみならず株価指数その他を運用対象としているようである。

「特定店頭デリバティブ業者のカバー取引」

航空会社や船会社を顧客とする原油のスワップ取引では特定店頭デリバティブ業者（金融機関や証券会社等）がそのカウンター・パーティになるが、金融機関等は、そのカバー取引として、現状、NYMEXのWTI原油やICEのブレント原油の先物等、海外有力市場のデリバティブ取引を利用するほか、PlattsやOpiなどの情報配信会社が算出する原油価格、LPGガス価格を参照する場合がみられる。TOCOMの原油先物も利用されているが、流動性が低いことから「lower bid」となって高値で買わざるを得ないリスクがあり、気配値に多少の格差があっても、結局はNYMEXやICEを利用したほうが有利という場合が多いようである。

### 3 おわりに

OSEに移管された商品はTOCOM上場の貴金属・ゴム・農産物であって、原油や電力などのエネルギーはTOCOMで引き続き取引される。また大阪堂島商品取引所は独立した取引所として存続しており、「コメ」を上場している唯一の取引所である。したがって、これまでわが国の商品取引所で取引されてきた上場商品がすべて移管されたわけではない。

ところで、原油などを除くTOCOM上場商品がOSEへ移管された目的は、OSEの取引参加者である証券会社の顧客資金が商品デリバティブ市場で運用されることを容易にし、そのことを通じて商品デリバティブ市場を活性化させることにある。

商品市場の流動性が向上すれば、ともすれば海外市場に流出していた国内の当業者、商品ETF、プロップ・ファーム、コモディティ・スワップのカバー取引が還流する可能性があるだろう。商品ETFやコモディティ・

スワップのカバー取引で参照される価格についても、より信頼性のある価格形成が行われることになろう。

その最初の関門は、OSEでの取引参加者による商品デリバティブ取引の受注拡大である。商品先物取引は、過去、不祥事の多さから「不招請勧誘の禁止」など厳しい勧誘規制を受けてきた。しかし、同じく不祥事の多かった店頭FXでは、業者の登録制（二〇〇五年）、二〇一〇年以降、断続的に導入された区分管理信託に関する規制、ロスカット・ルールに関する規制、レバレッジ規制などにより、信頼性の向上した取引となつて取引は拡大、世界的に有数のFX市場に成長している。

OSEへの上場商品移管は、清算機関の統合を伴つて行われた。またOSEの取引参加資格はTOCOMよりも厳しい。これらのことは、顧客からすればカウンターパーティ・リスクを減じ、信頼性向上につながる。

総合取引所の実質的な出発から間もないことであり、取引状況をフォローしながら、検討課題を一つ一つ解決していくことが大事だろう。

#### 注

(1) 金融庁『総合取引所の実現に向けて』（二〇一八年二月）によると、世界の商品市場の出来高は二〇〇四年の七一  
二百万枚から一六年の六九五二百万枚、一七年の五九七七百万枚と九倍前後に増加。これに対しわが国の出来高は二  
〇〇四年の一四四百万枚から二〇一〇年には三二百万枚に減少、以後、二五百万枚前後を推移しており、1/5以下  
に激減している。直近（二〇一九年）でも一九・三百万枚（TOCOMおよび大阪堂島商品取引所合計）である。

(2) TOCOM上場商品の移管日である二七日には、日本商品清算機構（JCSH）も日本証券クリアリング機構（JS  
CC）に吸収合併され、解散した。したがって、商品デリバティブの証拠金や清算の仕組みも証券デリバティブと同

様にJSCCが担うことになる。

(3) JPX「個人向けインターネット取引取扱い金融商品取引業者一覧」。なお、この一覧表は「掲載について了解をいただいた会社のみ」とされており、必ずしも網羅的なものではないようである (<https://www.jpjx.co.jp/derivatives/securities-firms/index.html>)。

(4) 「金融商品取引業等に関する内閣府令」一一七条一項八の二。

(5) なお、コムテックス、サンワード貿易、岡安商事、岡藤商事、北辰物産、豊商事の六社は大阪堂島商品取引所の受託会員を兼ねる。

(6) このほか、外国籍の商品ETFが一九本上場されている。

(にかみ きよし・主席研究員)