

コモディティ・デリバティブ市場の現状と課題 —総合取引所誕生からの1年を振り返る—

神戸大学経済経営研究所教授 家森信善

1. 総合取引所の誕生

2019年11月に東京商品取引所は日本取引所グループの100%子会社になり、2020年7月27日に、東京商品取引所に上場していた貴金属、ゴム、および農産物の先物・オプションが大阪取引所へ移管された。これにより、証券会社は商品先物取引業についての主務大臣からの許可を得なくても、コモディティ・デリバティブの取引が可能になった。同時に、日本証券クリアリング機構と日本商品清算機構が統合され、金融・商品の両分野に対して清算サービスをワンストップで提供する態勢が整備された。

この市場移管と清算機関の統合によって、日本においてコモディティと金融商品を一カ所で扱う総合取引所が誕生したといえる。なお、東京商品取引所には、原油や電力などのエネルギー関連のコモディティ・デリバティブが残され、総合エネルギー市場として位置づけられている。

図表1に総合取引所実現までの経緯をまとめているが、2007年の骨太の方針から10年以上の時間がかかった。この間に、世界のコモディティ・デリバティブ取引は大きく拡大する一方で、日本のコモディティ・デリバティブの規模は大きく減少してしまった。こうした低迷のトレンドを打破して、日本市場がコモディティ価格の発見・形成機能を回復し、事業者のヘッジニーズや投資家の資産運用ニーズに応える厚みのあるマーケットになることが期待されている。

本稿では、総合取引所の誕生からほぼ1年が経過した段階で、これまでの歩みを簡単に振り返り、今後の注目点について指摘したい。

図表 1 総合取引所に係るこれまでの経緯

2007年6月19日	「経済財政改革の基本方針2007～「美しい国」へのシナリオ～」閣議決定
	・取引所において、株式、債券、金融先物、商品先物など総合的に幅広い品揃えを可能とするための具体策等を検討し、結論を得る。
2010年6月18日	「新成長戦略」閣議決定
	・「新金融立国」に向けた施策として、証券・金融、商品を扱う取引所が別々に設立・運営されているという現状に鑑み、2013年度までに、この垣根を取り払い、全てを横断的に一括して取り扱うことのできる総合的な取引所創設を図る制度・施策の可能な限りの早期実施を行う。
2012年9月12日	「金融商品取引法等の一部を改正する法律」公布（2014年3月11日施行）
	・総合取引所については、金融庁が一元的に規制・監督。
	・「商品の生産・流通」に対する悪影響を防止する観点から、金融庁と農水省・経産省との協議・連携を確保。
	・総合取引所の実現には、経産省・農水省の同意が必要。
2014年（6月24日）	「日本再興戦略」改訂2014等、
～2018年（6月15日）	「未来投資戦略2018」閣議決定
	・引き続き、総合取引所を可及的速やかに実現するとともに、電力先物市場について、電気事業者等との調整を踏まえた円滑な開設を早急に確保するよう、積極的に取り組む。
2018年11月19日	「規制改革推進に関する第4次答申」公表
	・総合取引所をおおむね2020年度頃の可能な限り早期に実現できるよう、（略）2018年度末を目処に目指すべき方向性について結論を得るべく、金融庁、経産省等において、関係者と協議を行う。

（出所）金融庁「総合取引所の実現に向けて」2018年12月。

2. 総合取引所の意義

規制改革推進室が2018年11月に公表した「総合取引所を実現するための提言」において、総合取引所の意義は、次のように整理されている¹。

- (1)一元化された規制・インフラの下で取引が行われることで、市場参加者の利便性が高まる。これにより、内外の多様な投資家が取引に参加し、市場の流動性が高まる。
- (2)より信頼度の高い清算機関を利用できれば、投資家の信頼感が高まる。また、市場参加者にとっては、全てのデリバティブ取引において信頼性の高い一つの清算機関を利用することで利便性が高まる。
- (3)国内外の多様な投資家が参加し、流動性が確保されれば、市場の価格形成能力や価格発見機能が高まる。これは、生産者、需要者に効率的なリスク・ヘッジの場を提供することにつながるため、産業のインフラとしても重要である。
- (4)投資家にとっては証券・金融分野から商品分野までワンストップで参加できる取引所が

¹ <https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/suishin/meeting/committee/20181108/181108honkaigi01.pdf>

できることにより、両分野の裁定取引等が可能になり、利便性が高まる。

(5)市場運営のためのシステム投資負担が非常に重くなっている中、共同利用によって取引システムの維持・運用や次期システムの企画・開発のためのコストが効率化される。

3. 総合取引所誕生のコモディティ・デリバティブ取引高への効果

日本取引所グループ（および東京商品取引所）のコモディティ・デリバティブの取引高の推移を見ると、2017年度が2537万枚、2018年度が2107万枚、2019年度が2142万枚、2020年度が1951万枚と推移しており、総合取引所が誕生した2020年度は前年度までに比べると減少してしまっている²。本節では、コモディティ・デリバティブ取引の主要商品である、金標準とドバイ原油の取引状況について検討しておこう。

図表2は、大阪取引所に移管された金標準先物取引の月次取引高の推移を示している。2020年で見ると、移管前の4～6月の月平均が42.1万枚であったが、大阪取引所へ移管後の8月～2021年3月の月平均は64.2万枚であり、かなり増えている。ただし、季節要因が考えられることから、2018年8月～2019年3月および2019年8月～2020年3月の月平均取引高を計算してみると、63.5万枚と73.3万枚となっており、総合取引所誕生後の取引高は2019年よりはかなり少なく、2018年とほぼ同じ水準にある³。

図表3は、ドバイ原油先物取引（取引高）の推移を示している。こちらは、2020年7月の総合取引所の発足後も、東京商品取引所に残ったコモディティの代表商品である。こちらについては、東京商品取引所が日本取引所グループの子会社となった2019年11月の方が大きなイベントである可能性もある。

2020年4月～6月は異例に活況であったので、2020年の総合取引所誕生後に取引高が少なくなっているようにもみえるが、金標準と同様に2018年8月～2019年3月および2019年8月～2020年3月、2020年8月～2021年3月の3つの期間の月平均取引高を計算してみると、32.9万枚、26.3万枚、43.2万枚となっており、総合取引所誕生後の時期が最も高くなっている。

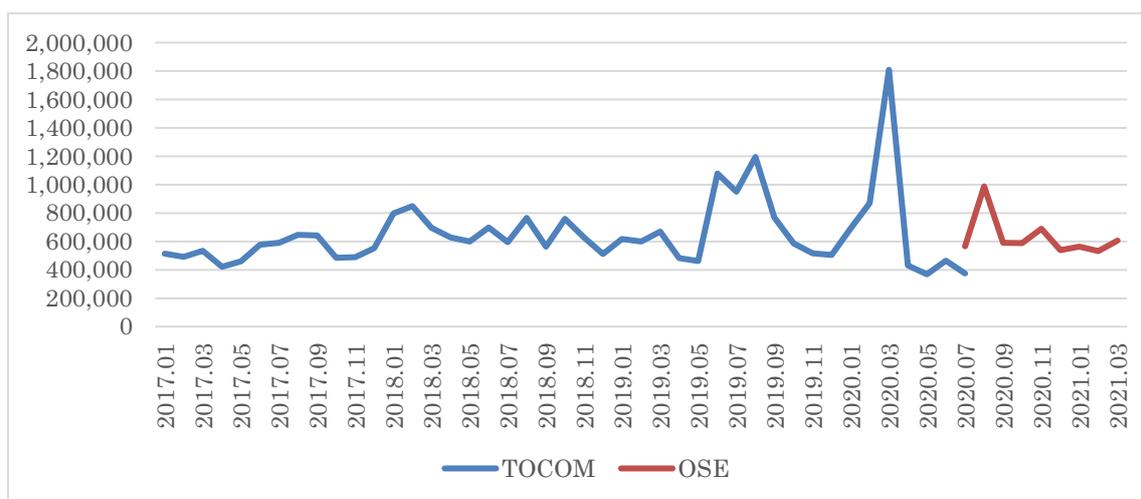
先物取引の取引高は相場環境によって大きく左右されることもあり、とくに2020年はコロナ禍やそれに伴う政策対応の影響を強く受けているため、誕生1年目の状況が構造的な

² https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0063/nlsgeu000005iw9i-att/Q4FY2020_J.pdf

³ 2019年11月にTOCOMは、日本取引所グループの完全子会社になっており、すでに統合の影響が出ている可能性もある。

ものなのか否かを判断するのは難しい。ただ、取引の減少という大きなトレンドを反転させるのは容易なことではなく、総合取引所の誕生で直ちにコモディティ・デリバティブの取引高が急増するといった顕著な効果は現れなかったといってもよいであろう。したがって、総合取引所誕生によって期待された効果の早期の顕在化が、これから1年の課題であることは間違いない。

図表 2 金標準先物取引（取引高）の推移



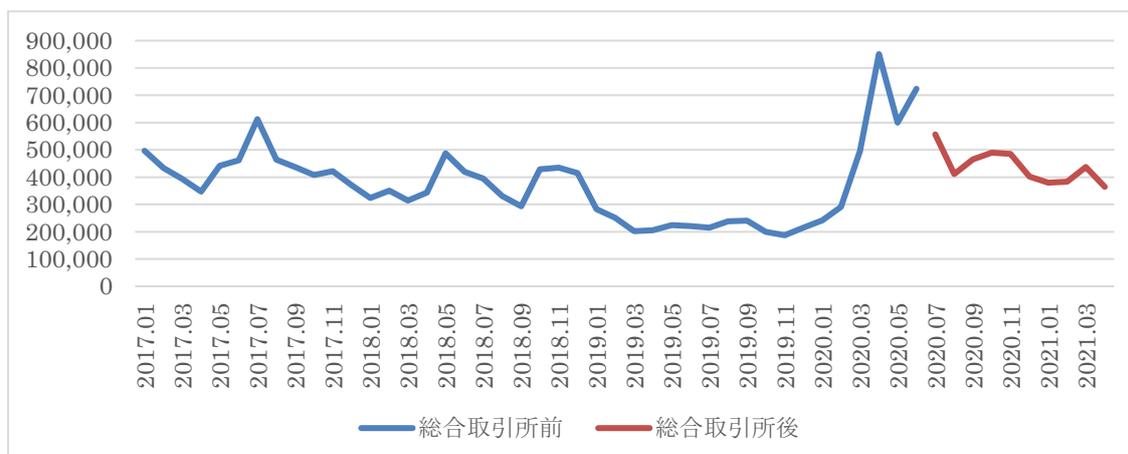
注) 市場移管が実施された2020年7月については、グラフ上のOSEの値は、同月のTOCOMとOSEの合計としている。

出所) 東京商品取引所およびJPXの統計データに基づいて、筆者作成。

<https://www.tocom.or.jp/jp/historical/dekidaka.html>

<https://www.jpx.co.jp/jscc/torihikijyo/u89at3000000fy72-att/toukei2020.03-2021.03.pdf>

図表 3 ドバイ原油先物取引（取引高）の推移



出所) 東京商品取引所およびJPXの統計データに基づいて、筆者作成。

4. 新しい投資家の参加に向けて

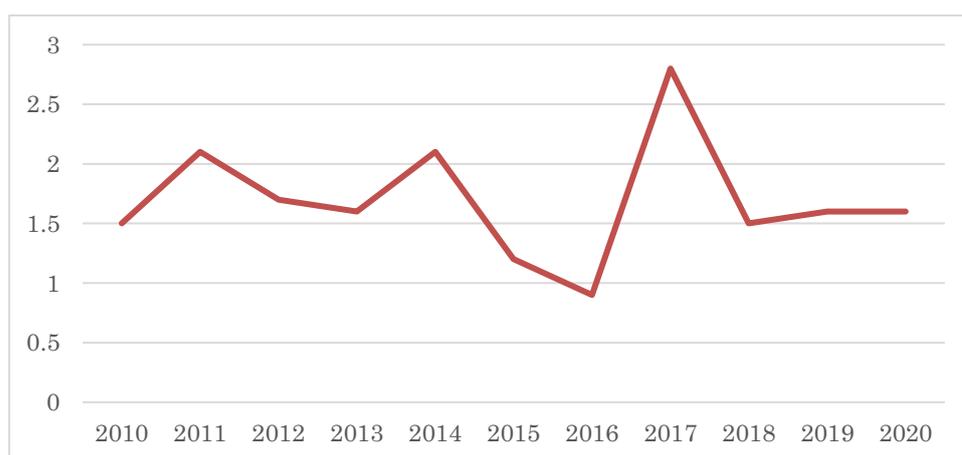
残念ながら、総合取引所の発足後に、機関投資家や個人投資家のコモディティ・デリバティブ市場への取り組み姿勢の変化を直接に明らかにした調査はないようである。ここでは、総合取引所発足前の調査であるが、わが国のコモディティ・デリバティブの取引の状況を知るものとして2つの調査結果を確認しておくことにしたい。

まず、日本証券業協会が毎年日本全国の20歳以上の証券保有者に対して実施している「個人投資家の証券投資に関する意識調査」である。この中で、現在、「有価証券関連デリバティブ取引以外のデリバティブ取引」の有無について尋ねている。

最新調査は2020年6～7月に実施されているが、過去10年ほどの期間の回答結果を図表4にまとめている⁴。2020年調査の結果は1.6%であり、これまでと比べて顕著な変化はまだみられなかった。なお、このデリバティブにはコモディティ・デリバティブだけでなく、FXなども含まれていることからコモディティ・デリバティブの利用者はもっと少ないことになる。

これまでの日本では、証券投資家層にとってコモディティ・デリバティブは別世界のものであったといえそうである。総合取引所の誕生をきっかけにして、証券投資家にとってコモディティ・デリバティブが身近なものになるような証券業界の一層の取組が必要である。

図表4 証券投資家の内、有価証券以外のデリバティブの取引者の比率



出所) 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」毎年版より筆者作成。

⁴ 2015年調査から、「有価証券関連デリバティブ取引」が新しく選択項目に加えられた(2015年の選択率1.0%)。2015年の落ち込みはこの選択肢の変更でかなりの程度説明できそうである。

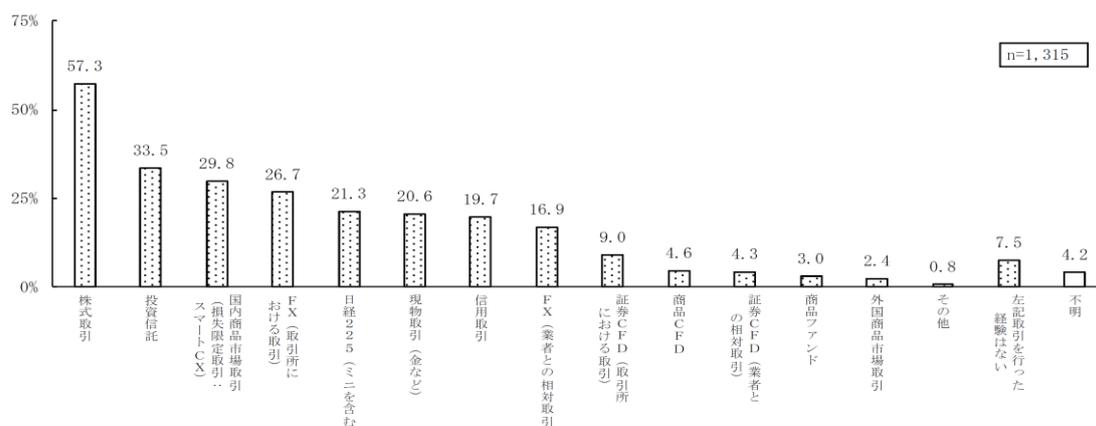
2つめは、コモディティ先物投資家に対する調査である。農林水産省と経済産業省は、毎年、「商品先物取引に関する委託者等の実態調査」を実施している。本稿執筆時点で利用できたのは、総合取引所の誕生前の2019年12月～2020年1月に実施された令和元年度調査の結果（回答者2085人）である。こちらも、東京商品取引所が日本取引所グループの完全子会社化された後ではあるが、総合取引所が発足する前の移行期の状況を示しているといえる。

2019年に商品先物取引を行った商品で最も多いのは、金（72.5%）であり、白金（41.5%）、原油（21.9%）、金ミニ（19.2%）、ゴム（16.6%）が続いている。この上位品目の内、原油以外が大阪取引所に移管されたのである。

図表5は、国内コモディティ・デリバティブ取引以外にコモディティ・デリバティブ投資家が取引経験を持つ金融商品を尋ねた結果である。国内株式が57.3%で断トツに高く、投資信託（33.5%）、国内商品市場（損失限定取引：スマートCX）（29.8%）が続いている。つまり、商品投資家の多くが、有価証券運用を行っており、有価証券運用とコモディティ・デリバティブ取引を同時に行いやすくする総合取引所の効果を期待できる素地があることが確認できる。

なお、商品先物取引には強引で不適切な勧誘が横行した時代があったが、近年では大幅に改善が進んできている。特に、ネット取引の投資家の場合、不適切な勧誘を経験した投資家はわずかである。その結果、ネット投資家では「今後も商品先物取引を継続したい」という比率は71.5%、「今後は取引を止めたい」の比率は6.6%であった。

図表5 国内商品市場取引以外に取引経験のある金融商品（全体）【複数回答】



（出所）農林水産省食料産業局食品流通課商品取引室・経済産業省商務情報政策局商取引監督課（2019）。

5. 飛躍の年に向けて

総合取引所の誕生によって制度的な大枠は実現したが、コモディティと証券市場の統合によるメリットを顕在化させることが急務である。

そのためには、第1に、投資家層の拡大を図る必要がある。上述したように、証券個人投資家層で潜在的なコモディティ・デリバティブのニーズを顕在化させる必要がある。また、国内外の機関投資家の市場参加を促す取組も引き続き求められる。

世界的に見れば、コモディティ・デリバティブには追い風が吹いていることは確かである。たとえば、2020年のコモディティ取引の環境は非常に好調であった。すなわち、国際取引所連合（WFE: The World Federation of Exchanges）が公表しているコモディティ・デリバティブの取引状況によると、世界全体で、2020年は2019年に比べてコモディティ先物の取引高が89億枚（35.7%増）、コモディティ・オプションが3億枚（26.2%増）であり、合計して35.3%の大きな増加を示した⁵。WFEは、コロナ禍の広がりによる不確実性の増大が取引を増やしたと分析している。

地域別にみると、アメリカは前年比0.4%増とほぼ横ばいであるのに対して、アジア・パシフィック（APAC）が48.3%増と急増しており、ヨーロッパ・中東・アフリカ（EMEA）も24.7%増であった。今や、世界のコモディティ先物取引の約7割がAPACで行われている。取引所単位でみると、大連コモディティ取引所（62%増）、上海先物取引所（49%増）、鄭州コモディティ取引所（54%増）といったように、中国の取引所での取引が急増している。アジアでのコモディティ・デリバティブ取引は急拡大しており、そうしたアジアの取引をいかに日本に取り込むことができるかがカギとなる。

第2に、東京商品取引所における総合エネルギー市場の戦略的な振興である。2021年1月に電力の需給が逼迫し、日本卸電力取引所（JEPX）の価格が高騰した。先物取引を使ってこうした現物の価格変動をヘッジしておくこともできたはずであるが、電力先物取引が十分に活用されていなかったために、新電力は大きなダメージを受けた。これにより、電力の自由化のもとで、電力先物の機能の強化の必要性が広く認識されたところである。また、2020年に政府が打ち出したグリーン成長戦略を円滑に進めるために、総合エネルギー市場としての東京商品取引所は、何ができるのかを検討する必要があるだろう。

第3に、大阪取引所の地域における役割発揮に関してである。金融取引の多くが電子的

⁵ The WFE Research Team, Monthly Insights: Commodity derivatives, April 2021.
<https://focus.world-exchanges.org/articles/commodity-derivatives>

に実施できるようになると物理的な立地は大きな問題でなくなるという意見もあるが、実際には、取引にかかわる様々な機能が集積した国際金融都市が存在している。2021年3月に、吉村洋文大阪府知事が主導する形で、大阪における国際金融都市の実現を目指して、行政機関・経済界・各種団体等が協力して「国際金融都市OSAKA推進委員会」が設立された⁶。その構想によると、デリバティブ取引の成長力を取り込むため、アジアのデリバティブ市場をけん引する一大拠点を創設することを目指している。詳細は今後詰められていくことになっているが、その重要な戦略が取引所機能の強化であり、取扱商品の拡充、私設取引所の育成、海外取引所との連携等が具体的な内容として例示されている。大阪取引所が中心的な役割を果たすべきなのは想像に難くない。

第4に、こうした日本取引所グループの自助努力だけではなく、わが国のコモディティ・デリバティブ取引を振興するためには、政府自らも政策的に環境の整備を進めるべきである。たとえば、長年の懸案になっているコモディティと金融商品の税制上の取り扱いの問題（例えば、損益の通算）への対応などは政府の本気度を占うことになるであろう。

総合取引所の1年目は基礎固めの年であったといえる。次の1年は、具体的な成果を目に見える形で生み出す飛躍の年として欲しい。

<参考文献>

農林水産省食料産業局食品流通課商品取引室・経済産業省商務情報政策局商取引監督課「令和元年度「商品先物取引に関する委託者等の実態調査」報告書」2020年7月。

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。

本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

本資料の内容は、株式会社大阪取引所の意見・見解を示すものではありません。

本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。

⁶ <http://www.pref.osaka.lg.jp/attach/39795/00388198/torikumi2021.pdf>