

第5章 コメの先物市場をめぐる問題－試験上場の中間的評価

東京大学

矢坂雅充

1 はじめに

2011年8月にコメの先物取引が2年間の試験上場として認められた。これに先立って05年12月にコメ先物取引の上場が申請されたが、翌06年3月に不認可の決定が下された。5年を経て再度提出された上場申請で、コメの先物取引は72年ぶりに上場された¹⁾。コメの先物取引の上場をめぐることは、全中などから強い懸念が表明されてきた。先物市場が成立すると、投機資金で主要作物である米の価格が左右されてしまう、米の価格が乱高下するようになるというものであった。

実際には、コメの先物取引は当初指摘されてきた懸念とはまったく逆の問題に直面することになった。先物価格のボラティリティが低く、投機資金を呼び込むことができず取引が低迷したのである。当業者に対しては価格変動リスクをヘッジし、投機家にはレバレッジの大きな投資機会を提供するという先物取引の本来の機能は後景に退き、特殊な現物市場として位置づけられてきたといえよう。

70年あまりのブランクのなかで、米業界では先物取引についての的確な知識とノウハウをもつ人がほとんどいなくなってしまった。それは当業者だけでなく、行政にも当てはまることだった。コメの先物市場は日本で初めて上場されたといってよいほど、米業界には先物取引に参加して市場を支えていく人材が欠如していた。その結果、先物取引を現物市場のイメージで捉え、理解しようとする人が圧倒的に多かった。先物市場が設立されても、それを十全に活用するための知識や理解はすぐには普及しないというべきである。

さらにコメ先物市場は、厳しい市場環境のもとで取引を開始することになった。東日本大震災・福島第一原子力発電所の事故、行政からの市場運営に関す

る指導、商品取引法改正による不招請勧誘禁止やFX取引をはじめとする多様な投資商品との競合などは、コメ先物市場の展開にとって大きな足かせとなった。

コメ先物市場はこうした強い向かい風に翻弄されながら、変則的な展開を遂げてきた。本報告は、こうしたコメ先物市場が想定とは異なる展開を遂げてきた経緯を整理し、今後の先物市場の位置づけ・評価について検討することにしよう。

2 コメ価格形成市場ビジョン

コメ先物市場の経緯を整理する前に、政府の米価格形成ビジョンについて指摘しておこう。政府は農政審の「自主流通米の価格形成の場の創設を提言」を受けて設立された「(財)自主流通米価格形成機構」以来、公的な入札市場での相場価格の形成にこだわり続けてきた。米流通政策の変更への対応や入札取引の拡大・公正さを確保するために、業務規定や組織名称の変更を繰り返し、04年4月に(財)全国米穀取引・価格形成センター(コメ価格センター)が設立される。05年に発覚した全農秋田県本部のコメ横流し事件、コメ架空取引疑惑を契機に、入札取引ルールの改善・多様化が図られてきた。

それにもかかわらず、04年に改正食糧法で計画流通制度が廃止され、コメ価格センターへの義務上場も廃止されて、入札の上場数量は減少していった。全農にとって卸売業者との相対取引情報がオープンにされる必要はなく、高値の指し値により入札が相次いで「不落」になると、相対取引交渉にマイナスの影響がおよぶと懸念されたからである。

コメ価格センターへの上場数量が激減し、2011年3月末にコメ価格センターは解散されることになる。農水省は「上場を義務化するのは無理があり、相対取引志向が強まっている」のでコメ価格センターを廃止したとして、これまでの公的な入札市場ビジョンについての総括はなされていない²⁾。現物の入札市場でのコメ取引は、定期的な取引よりもスポット的な取引の場、いわば限界的な売買が行われる市場として有効であるにもかかわらず、安定的な価格で取引される相対契約取引の上場を求めてきたところに無理があったというべきであろう。政府も米流通業者も「公的組織で形成された価格」を市場実勢価格として位置づけようとする幻想を抱いてきたのではないか。

さらに2012年4月からは全農相対取引基準価格が未公開になった。全農相対取引基準価格は全農の希望販売価格であり、ほぼ年間1本価格であるので、直接的にはコメ取引時の参照価格にはならない。ただし、生産者への概算金とリンクして相対取引基準価格が設定されるので、全農の指し値としてコメの取引に影響を与えることになる。

現状では日本農産情報でのコメのスポット取引情報を掲載している『商経アドバース』などの業界紙の取引価格情報が参照されることが多い。もっともそこでは取引されるコメの産地・品種は網羅的ではなく、細かな取引条件の差異を含めた価格情報であるので、市場実勢価格としての代表性には限界がある。

いずれにしてもコメの現物市場は公設組織としての市場はなくなり、相対取引契約やスポット取引などとして各地で分散的に行われている取引の総体として位置づけざるをえない。リアルタイムの取引価格情報を統合的に入手することはますます難しくなっているといえよう。一方、将来の価格についての投票の場である先物市場の価格は、追加的な生産情報などが勘案されて変動し、納会日に近づくにつれて現物市場価格にさや寄せされていく。逐次参照されていく市場の追加情報が豊富で信頼性が高ければ、納会日にいたるまでの先物価格も予測が収斂していく価格としての現物価格に趨勢としての根拠、影響を与えるとはいえよう³⁾。

信頼される取引価格情報を欠くなかで、コメの先物市場が客観的な価格情報を提供することができたのであろうか。以下、簡単に取引の推移をみておくことにしよう。

3 コメ先物試験上場の推移

(1) 取引量

コメ先物取引が新規上場した2011年8月は東京コメと大阪コメを合わせると7万枚近い取引であったが、9月以降は月間2万枚程度で推移した。東京コメのみでは、月間5,000~6,000枚(1枚6トン)の取引高で、小豆の取引高程度で低空飛行を続けているといえよう。商品先物取引全体が縮小しているなかで、それなりに健闘しているともいえるが、徐々に投機家の参加が減り、当業者の比率が高まっており、投機家の資金運用の場としての展開はみられなかった。

(2) 価格変動

新規上場当初はストップ高となる高値を記録するが、その後は市中の現物価格と同様の変動を示している。ただし、後にみるように、価格水準は現物受渡で受け渡されるコメの現物価格水準にさや寄せされている。

コメ先物取引が直面した大きな問題は価格変動率（ボラティリティ）の低さであった。東京コメでは平成23年産米のボラティリティは11.84%、24年産米はわずか4.19%であった。トウモロコシ、大豆、金などではおおよそ20%を上回っているのに対して、コメは価格が安定的に推移していて、日々の価格変動も少ない。これでは投機家にとって魅力的な投機市場とはなり得ない。投機資金が流入しなくなり、市場の流動性も低下していった。

(3) 商品設計・取引ルール

コメ先物市場における商品設計・取引ルールは、当業者や政府からの要請を受けて、現物取引を意識して設計されることになった。標準品という「架空」の商品を対象として取引が行われる先物市場の抽象性を犠牲にしても、市場参加者を募ることが優先されたといえよう。いくつか例を挙げてみることにしよう。

① 価格調整表

先物市場では価格調整表の改訂はできるだけ控えられ、固定的である。現物受渡のリスクが変更になるなど、取引のルールが先物市場に参加している途中で変更になるのは、取引の公平性をゆがめることになるからである。

価格調整表の産地品種銘柄の格差も、実際の市場での評価とは異なるのが一般的である。上位銘柄についてはできるだけプレミアムが圧縮され、プレミアムがゼロに設定されることも多い。逆に、下位銘柄にたいしてはマイナスの銘柄格差はより大きくなるように設定される。現物受渡では渡し方の判断で銘柄を選択することができるので、受け方のリスクが大きくなるように、渡し方のメリットが発生しないように価格調整表が設計される。たとえば、受け方が上位銘柄を受けた場合に、上位銘柄へのプレミアムが設けられていれば、受け方はそれだけより多くの資金を用意しなければならない。下位銘柄を受けても価格差が大きくなければ、使い勝手の悪い調達を強いられることになるからである。

しかし、当初は価格調整表は現物市場での銘柄間格差を無視することができず、新潟県産コシヒカリに1俵あたり2,000円のプレミアムが設定された。それがのちにみるように、現物受渡に新潟県産コシヒカリが集中する事態を招くことにもなり、現物を受け渡される側の不満を募らせることになった。

② 限月

コメの先物市場の価格変動は、とくに旧穀と新穀が入れ替わる時期に大きくなる。それは旧穀の在庫数量や新穀の収量予測などがあいまって価格形成見通しへの関心が高まるからである。このことをふまえれば、コメ先物市場の限月は、隔月で1年間の限月体系が望ましいと考えられる。1年をつうじて旧穀から新穀への切り替え時期の価格が先物市場に提示されるからである。

同様に、コメの播種期・苗の調達時期に、出来秋のコメの価格見通しが先物市場に示されれば、米の生産計画を立てる際の参考情報として活用されよう。

しかし、農水省などからは毎月現物受渡が行われるために、半年の6限月体系が要請されてきた。先物市場における現物受渡は、米の新たな取引市場として位置づけられ、ヘッジ機能などの先物取引本来の機能への理解が進まない一因となったといえよう⁴⁾。コメ先物市場の商品設計の特異さは投機家にも違和感を抱かせたにちがいない。先物商品の商品設計が現物市場の通念に引き寄せられることになり、現物市場と区別された先物市場の理解はいつそう難しくなったと思われる。

③ 供用品・受渡場所

現物受渡に着目してコメの先物市場を捉えると、供用品や受渡場所はできるだけ多く広範囲に設定されることで、多様な受渡が可能になると見込まれる。しかし、供用品となるコメの輸送費を含めた実質的な取引価格はきわめて複雑になり、抽象的で包括的な受渡体系の明確さが失われる。

このようにコメ先物市場の商品設計や取引ルールに、現物市場でのコメ取引に関わる内容が盛り込まれ、先物取引は現物取引の補完的な性格をいつそうもつようになった。

4 コメ先物市場の評価—コメ取引市場における先物市場の機能と限界

(1) 先物市場の現物市場化

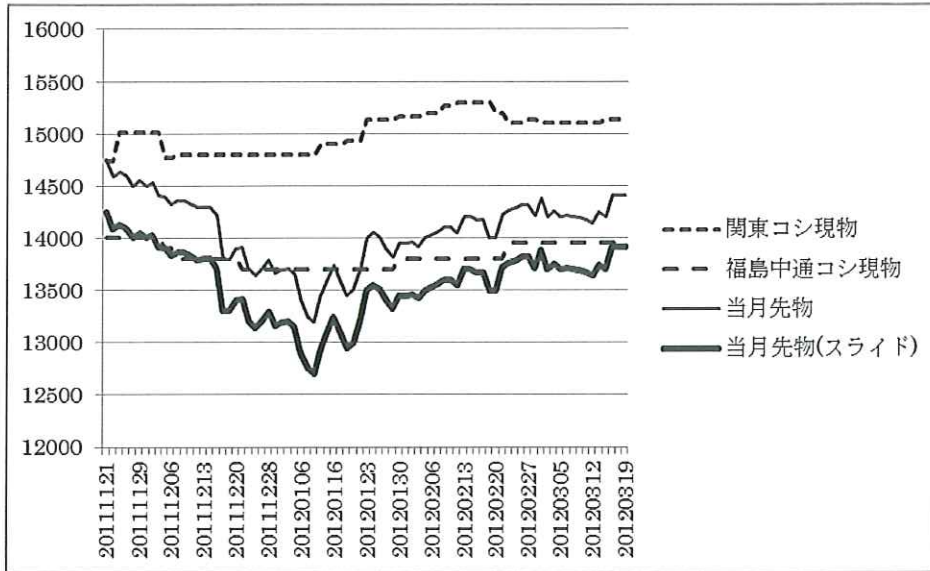
上述のような価格調整表のもとで、先物市場は一定の期間、受渡が想定される銘柄米の市中相場にさや寄せされていった。先物市場は現物市場としての性格を強めていったのである。

2011年11月ころから現物受渡の供される産地品種銘柄が福島県産に集中するようになった。福島県産米は市中で円滑に販売できず、価格も暴落していた。先物市場での現物受渡は、着実に販売できるうえに価格も現物市場で相場価格を上回っていたからである。11年11月から3月ころまでは中通産米、その後12年6月ころまでは会津産米が集中的に受け渡された。図1および図2は、福島県中通産コシヒカリと会津産コシヒカリの市中相場価格と、当月の先物価格をそれぞれの産地銘柄の調整金額でスライドさせたものとを比較している。当時、福島県産米は取引のキャンセルが相次ぎ、現物取引は滞っていたので、それらの市中相場価格には信頼性が欠けるところがあるが、先物価格は福島県産米の現物価格にさや寄せされている状況がみてとれる。先物市場価格は受渡が想定される産地銘柄米の価格水準にシフトし、円滑な受渡がなされるようになる。この期間、先物市場価格は福島県産米の現物市場と一体化していったのである。

2012年7月ころからは、今度は大量の過剰在庫を抱えていた新潟県産コシヒカリが受け渡されるようになった。現物市場価格が大きく下落したものの、先物市場の価格調整表では標準品に対して1俵2,000円のプレミアムが約束されていたからである。図3から先物価格に新潟県産コシヒカリのプレミアムを加算してスライドさせた価格と、新潟県産コシヒカリの市中相場価格の水準が近似していることがみてとれる。

先物市場は現物受渡に供される産地銘柄米の動きに合わせて価格水準がシフトすることになり、現物市場の動きに追随していることが明確になったといえよう。

図1 福島中通産コシヒカリ現物価格と先物価格

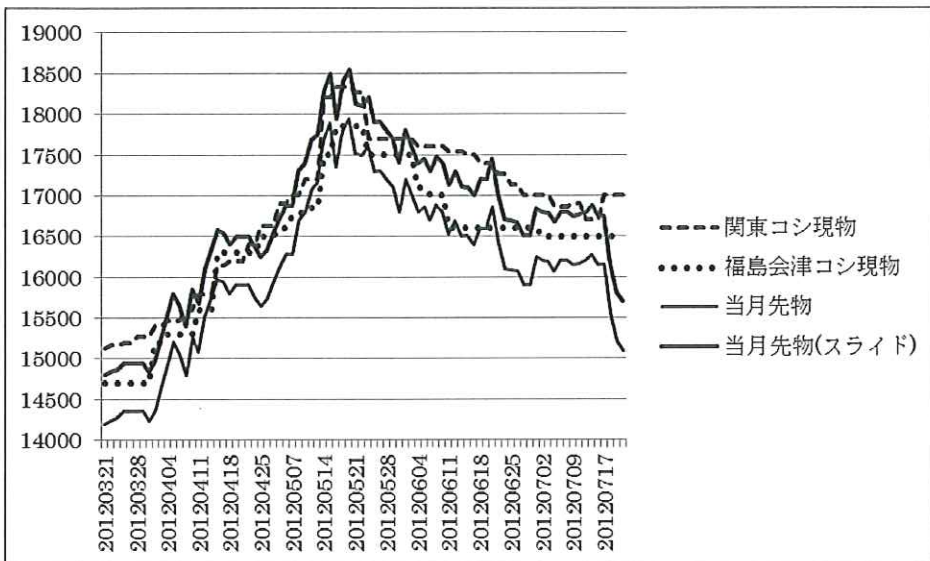


出典：松永紘亮「米の価格形成の分析」から引用

資料：大阪堂島商品取引所資料および『商経アドバイス』

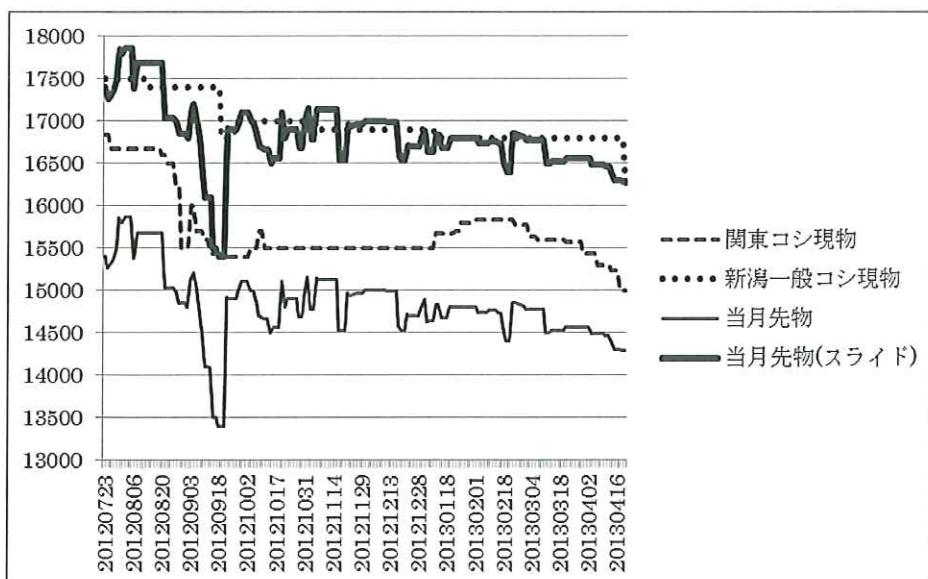
注：当月先物（スライド）は先物価格（期近）に価格調整表に基づく価格差を加減したものである。

図2 福島会津産コシヒカリ現物価格と先物価格



出典：図1に同じ

図3 新潟県産コシヒカリ現物価格と先物価格



出典：図1に同じ

(2) 卸売業者（当業者）の対応

コメの先物取引を利用している当業者は、これまで産地のコメ集荷業者、中小規模のコメ卸売企業、商社であった。大手のコメ卸売業者はあとにみるように、B社を除いて本格的な取引は行っていない。卸売業者はコメの市中相場の急落によって多額の損失を被ることが幾度もあり、価格変動リスクのヘッジを可能とする先物取引の上場に積極的な態度を表明してきた。しかし、コメ先物の試験上場が実現しても、大手の卸売業者は先物取引を開始するには至らなかった。先物取引についてのノウハウをもつ社員がいない、社内でのコンプライアンスを確保するために、個人裁量での先物投資には制約がかかる、という理由がよく聞かれる。

以下では、先物取引になじんでいるコメの中小卸と、最近、コメの調達手段の一つとして先物取引を開始した大手卸の2社の先物取引について紹介してみよう。

① 中小卸A社

近年、全農共販米の販売先は大手卸に集中するようになってきている。とくにコ

メの生産量が大きな産地の全農県本部では、取引先を5～6社に限る傾向にある。このように販売先の集中を図るのは、次のような背景がある。①コメの売れ残り（持ち越し在庫）が生じると金倉経費が嵩み、生産者への追加精算払いが行えなくなる、②全農県本部ではコメ共販事業は赤字部門であり、十分な営業活動要員を確保することが難しい、③コメ販売代金（債権）の確実な回収を図るためには、経営が安定している大手卸に取引先を集中させることが望ましい。

したがって、中小規模のコメ卸は全農との直接取引によって米を調達することができないので、大手卸やブローカー、日本農産情報のような市中取引市場を利用して当用買いをしている。コメの先物市場はこれらの中小卸にとっては新たな米調達市場として認識されているのである。先物市場での現物受渡は、入出荷費用がかかるものの、現物取引に比べて少ない資金でコメの調達を確保できる手法であり、取引の決済・クレーム処理の信頼性も高い。

A社はブローカーや日本農産市場などからコメの当用買いを行っており、売上の30～40%が玄米の卸間取引で、残りの精米取引の70%ほどが業務用米販売である。A社もコメのブローカーとして他の卸とコメを融通し合っており、外食店などから品質優先のコメから価格優先のコメまで幅広く取り扱っている。またコメの先物取引は取引高の10%を上回ることはないが、政策リスクをヘッジするために、また秋口の現物受渡で多様なコメが受け渡されることを期待して、先物の買い玉を建てている。

とくに現物受渡で福島県産米が渡ってくることが確実視されると、取引先の要望を確認して福島県産の市中相場価格と先物市場の価格調整表を見比べて、福島県産米が渡ってくるのを前提に買い玉を保有した。先物市場の受渡価格が市中相場よりも安ければ、積極的に受けてきたのである。逆に、新潟県産米が渡ってくることが見込まれた時期には、すでに現物調達の契約を結んでいたこともあり、現物受渡で受けることはなかった。現物受渡の産地品種銘柄を念頭において、先物市場での機動的な米調達を行っていることがわかる。

② 大手卸B社

大手卸B社は、これまで米の価格の下落・需給緩和が予想される時期には、全農との契約取引数量を控えめにしたり、他のコメ流通業者への玄米販売を減

らすといった手法によって、現物取引の価格下落リスクの軽減を図っている。契約数量を控えることで、全農の相対取引価格の引き下げを導き出すことができれば、価格下落リスクのヘッジは現物市場でも可能であることになる。

先物取引では特定の限月で5枚程度の買い玉を保有する程度であるという。それでも手じまいしようとする、相場があがってしまうおそれがあるので、現物受渡をつうじてコメを調達することになっている。相場が先高であるときは言うまでもなく現物受渡でコメを調達するが、現状では先物取引をつねにコメの調達手法として位置づけている。

現物受渡ではどのようなコメが渡ってくるかわからないが、大手卸では多様なコメを受けても、玄米の卸間売買、精米（混米商品）での卸売、米飯加工の原料としての利用などによって、多様なコメに対応した販売の仕方が用意できるという。むろん社内の先物取引へのコンプライアンスが設定されており、先物取引の取引高には制約がある。先物取引を米調達手法としながらも、先物取引での損失発生や証拠金の増大への社内の風当たりは大きい。たとえ現物取引の利益で先物取引の損失が相殺されても、証拠金も最終的には手元に返金されることがわかっている、先物商品での損失は嫌われる。現物商品で損失が出ても、廉価販売によってシェア拡大に寄与するという可能性などが期待されている。現物取引と先物取引の成果に対する評価には大きなずれがあるといえよう。

大手卸では現状の米調達システムでも有利な調達が可能であり、A社のように先物取引で解決しなければならない問題には直面していない。大手卸の多くは現物市場での有利な取引環境を維持しており、コメ取引手法の改革には消極的なのである。

5 コメ先物市場の展望と課題

最後にコメ先物市場がコメ市場の社会的インフラとして認知されていくための課題について、ごく簡単にふれておこう。

一つは、きわめて基本的なことであるが、先物取引の特質への理解を高めることであろう。先物取引のルールや取引条件の改訂が着実に進みつつある。現物市場的なルールを先物取引に持ち込んで先物取引への抵抗感を和らげるのではなく、先物取引特有のルールとその根拠を理解することが不用意な誤解を招

かないためにも重要である。

二つは、透明性の高い米の価格指標として先物価格を利用することである。全農の相対取引基準価格や農水省が発表する相対価格、さらに市中コメ取引市場は、いずれもコメの取引情報を提供しているが、社会的に信頼されている取引参照価格とはなっていない。それぞれの価格情報の特徴をふまえて、総合的に市場相場価格を判断することも可能であろう。完全無欠の現物市場を設けることは不可能なことであるにちがいない。先物価格もこうした多様な価格情報の一つとして位置づけ、活用していく姿勢が望まれる。先物価格の信頼性や客観性に過大な期待を寄せるのは、特定の現物取引の価格情報のみを参照するのと同様に合理的ではない。

三つは、ローカルな先物市場の役割の評価である。コメ先物取引は国内で生産されている農産物であり、アメリカ・シカゴの先物市場が取り扱っているトウモロコシや小麦などの国際商品とは異なる。稲作生産者や流通業者、消費者にとって必要なのは、国内市場の枠組みでの価格見通しであり、価格変動への対応であろう。多くの商品先物取引が「写真相場」と言われるように、シカゴ相場と連動するのにたいして、コメ先物市場は独自の機能の展開が期待される市場であるといえよう。

- 1) 最初の上場申請が不認可となった理由として、米の生産調整施策の運営に支障をきたすことが理由が挙げられた。生産調整に参加しない稲作生産者にたいして、先物取引は価格変動リスクをヘッジし、現物受渡によって容易にコメを販売することができるというメリットを提供するので、生産調整への参加を促すという政策指針と矛盾するというわけである。しかし、生産調整のもとでも米の価格は変動するうえに、通常は現物受渡における取引条件が一般的な現物取引の条件よりも有利になることはなく、受渡の数量も限られる。先物市場が生産調整政策の遂行を困難にするというのは、説得力のない批判である。実質的には、先物価格が全農の米の概算金や相対取引基準価格の参照価格として機能すると、これらの価格設定の自由度が奪われかねない、あるいは単協や卸売企業などからの合意が得にくくなるという不安の方が大きかったといえよう。さらに2007年～08年のアメリカの穀物市場価格の高騰の要因として指摘されたシカゴ先物市場における膨大な投機資金の影響を、そのまま日本の先物市場に重ね合わせて、素朴な先物市場への懸念が表明されたというべきかもしれない。
- 2) 農水省は08年9月から相対取引価格を収集して公表することになった。経営安定対策の直接払い単価(ナラシ)を算定するために、市場実勢価格データが必要になるからである。これに対しては、①調査時点から約1ヶ月ほど遅れて公表される、②年間5,000

トン以上の出荷団体・卸売業者などの間の相対取引契約の加重平均価格であり、需給実勢によって価格が変動するスポット的な取引実績はあまり反映されず、価格変動はなだらかである、③年産・銘柄別の価格水準を判断することはできるが、コメの取引交渉に際して参照する市場相場情報とはならない、などの評価がある。取引価格データの収集目的がリアルタイムでの取引実勢価格を明らかにすることではないので、当然の評価であるといえよう。

- 3) 現物取引価格も実際にはコメを一定期間後に受け渡す契約、つまり先渡し契約の価格である。現物取引価格情報も先物取引価格としての性格を帯びているのである。
- 4) すぐ後にみるように、コメ先物市場の流動性が低いので、売りヘッジをかけていた当業者が限月に円滑に手じまいできず、現物を受け渡してもらえないという状況も続いてきた。買い玉を購入して手じまいしようとすると、自らの取引で先物価格が上昇してしまうからである。現物受渡にこだわる商品設計によって、先物取引が現物受渡を目的とする取引に限定されかねないという展開にもつながってきたといえよう。