



2013年4月25日 森本紀行はこう見る

「赤いダイヤモンド」の小豆先物が投資対象になり得るわけ

商品先物というと、相場師の世界のようで、いかにも投機という感じです。しかし、現在では、マネジドフューチャーズ managed futures という名前のもとに、社会的責任を負う投資家にとっての普通の投資対象になっています。さて、どうしたら投機が投資になるのか。今回は、投機と投資の微妙な関係ですね。

梶山季之の小説「赤いダイヤモンド」が出版されたのは、1962年、この本、今でも文庫で読むことができますが、その説明によれば、「赤い魔物と恐れられる小豆相場」に、「命を張って一攫千金に挑む男の物語」ということです。すごい世界です。これぞ相場師という小説であるわけです。

話は、いきなり脱線しますが、梶山季之は、同じ1962年に、「赤いダイヤモンド」よりも先に、「黒の試走車」で、経済小説という新分野を切り開き、一躍、流行作家に躍り出たのです。そして、1975年に45歳という若さで急逝するまでの短い時間に、膨大かつ多種多様な作品群を残します。

その生涯は、短いながらも、日本の高度経済成長の全盛期に一致しており、驚異的な速度で大量に書かれた作品群は、輝かしく成長していた日本の多面的な表現であり記録であったのです。時は移り、日本もすっかり変わり、梶山季之は忘れられます。ところが、今でも「赤いダイヤモンド」が読めるのは、近年、再評価が進んでいるからで、「黒の試走車」は、あのお堅い感じの岩波書店の岩波現代文庫で再刊されています。なぜ再評価されているのか。高度経済成長期への郷愁でしょうか、日本の再成長への期待でしょうか。

話を戻せば、この小説の影響もあって、商品先物といえば小豆、小豆といえば「赤い魔物」というのが、ひとつの定着した商品先物に関する通念になっているようです。なにしろ魔物ですから、それはもう、賭博と同列の投機以外の何物でもありません。

その魔物の小豆先物相場も、マネジドフューチャーズという運用手法を通じてならば、社会的に立派に通用する投資対象になるということでしょうか。

そういうことです。なぜ、そうなるのか、その検討が本稿の目的ですが、理解の鍵は、小豆先物の裏には、小豆そのものがあるということです。小豆がなくなれば、羊羹も、お汁粉も、餡子入りのお饅頭も、食べられなくなります。小豆は、社会的に必要な農作物なのです。

結論を先にいえば、小豆の生産、小豆の安定供給にとって、小豆先物が社会的機能を果たす限りにおいて、小豆先物の正当性があるものであり、その正当性に基づいてのみ、小豆先物がマネジドフューチャーズを通じて正当な投資対象になるということです。



先物の裏に実物があるというのは、どういう意味でしょうか。

先物は、先物を買ひ(売り)、当該先物を反対売買することで清算する限り、実物を介さない差金取引です。差金取引ですから、ときに投機性を帯びるわけです。しかし、先物は架空のものの取引ではありません。あくまでも、実物の取引の特殊形態です。先物は実物でも決済できるのです。逆に、実物でも決済できるのでなければ、単なる数値の偶然的変動にかかわる賭博になるのだと思われます。

実物で決済できる限り、先物の価格は実物の価格と連動しますね。逆に、小豆の現物と先物をつなぐのは、小豆の価格だけだと思われませんが、先物市場における投機により、価格が乱高下することは、小豆の安定供給の阻害要因になるのではないのでしょうか。小豆先物は、小豆生産の現場に対する攪乱要因として、むしろ反社会的なのではないのでしょうか。

小豆先物に限らず、全ての商品先物には、そうした危険な可能性があるのだと思います。そのことは、認めざるを得ない。ゆえに、先ほどは、小豆先物が社会的機能を果たす限りにおいてのみ、小豆先物の投資対象としての正当性がある、と述べたのです。社会的機能が果たせていないとき、あるいは反社会的機能を果たしているときは、小豆先物の投資対象としての正当性はありません。

ここでの重要な論点は、小豆の価格の変動が小豆生産に与える影響に尽きています。その価格変動について、小豆先物が小豆生産に有益な方向に働くか、逆に有害な方向に働くかが、小豆先物の社会的意味を規定するのです。

小豆先物が小豆生産に有益な方向に働くとは、どういう場合でしょうか。

そもそもが、小豆などの商品(第一次産品)の価格変動は、先物市場がなくても、極めて大きなものです。農作物の場合は、作柄によって供給量が大きく変動するので、当然に、価格も大きく変動します。鉱業資源は、産地の政治不安でもない限り、生産量は安定(というよりも、大掛かりな装置を要するだけに、生産が需要に対して弾力的には変化し得ない)するかもしれませんが、需要量は高度に景気敏感ですから、やはり価格変動は大きくなります。

ところが、生産原価のほうは販売価格との連動性がない場合が多く、容易に原価割れの状況を生じます。これでは、安心して生産活動に従事できない。つまり、安定供給体制構築のための長期的視点での戦略的な投資が行いにくいということです。ここに、先物の重要な機能があります。先物とは、今の価格により先渡しで売ることですから、生産業者は、先物を使うことにより、価格が生産原価を上回っているときに、先に売って利益を確定させることができます。この機能は、価格変動ヘッジといっていでしょう。先物市場は、生産者にとって、安定利益を確保するための重要なヘッジの道具なのです。



先物を使って利益を確定したいという要請は、第一次製品の生産者に限らず、全ての製造業者に共通だと思うのですが、なぜ第一次製品を中心にした商品だけに先物市場があるのでしょうか。

理屈上は、何にでも先物市場は作れるのだと思われまます。問題は、実物での決済です。実物での決済が可能であるためには、対象が均等均質で標準化されていなければなりません。一番わかりやすいのが金であって、金の純度を厳格に規定しておけば、金は全く同じもの一種類に限定できます。一物一価の原則ですから、同じものは同じ価格です。金の先物を金の現物で決済するとして、どの金でならば決済できるかということについて、疑義が生じる余地はない。

自動車の先物を作ってもいいですが、それは、特定企業の製造した特定品種に限定しない限り、現物との連関は作れませんので、ごく小さな対象金額の、ごく限られた期間の取引にならざるを得ず、経済的実益はないでしょう。

しかし、小豆を例にとれば、小豆には品種や品質の差があるので、均質均等の小豆は想定し得ないのではないのでしょうか。

金について成り立つような完全な均質均等性の理想的状態は実現できませんが、それでも、取引対象としての小豆の品種や等級を定めておくことで、実務上は、大きな不都合が生じないようにできています。これは、他の商品についても同じです。

この問題については、若かりし頃の懐かしい思い出があります。それは、1980年代の後半であったと記憶しますが、米国のどこか(シンガポールかもしれません)で開かれた金融理論の学会にでたとき、どこかの先生が発表したシカゴの商品先物取引に関する研究です。

確か、大豆の先物であったと思いますが、先物を売っておいて現物を給付するときの選択権(オプション)の理論的価値に関するものです。制度的に適格な品種と等級はいくつかに制限されているのですが、その範囲のなかでならば、どれで実物決済するかは、先物の売り手が決めていいのです。当然ですが、一番安いものを選択することは、売り手の利益になります。ということは、この売り手のもつ選択権は、オプションとしての理論的価値をもつことになります。

この研究は、このオプションの理論的価値を算出したものでした。なるほどね、と非常に感心したのと、なんとオタクな、と非常に驚いたのと、そのときの記憶は今も鮮明です。

さて、本論に戻って、先物が生産者にとっての重要なヘッジ機能をもつことはわかりましたが、そのことから、先物が投資対象になり得る理屈がよくわかりませんが。



正確に言えば、先物が投資対象なのではありません。投資対象となっているマネジドフューチャーズは、先物の価格変動に内在する一定の規則性に基づく取引手法であって、この手法の規律正しい適用が生み出す収益が、投資対象なのです。問題は、なぜ先物の価格変動に一定の規則性が生まれるかです。ここに科学的な説明がつかない限り、マネジドフューチャーズは投資対象になり得ません。

そもそも、先物市場がヘッジ機能をもつためには、売り需要と同程度の買い需要がなくてはなりません。ヘッジとは売りですから、売り方だけでは価格が暴落して、ヘッジにならないのです。実際、商品価格が低迷していたときには、生産者のヘッジ需要が強くなり、先物市場での売り圧力が大きくなって、そのことが価格の更なる低下を招くという悪循環、生産者にとっては、自分で自分の首を絞めるような不合理があったのです。

この問題を解くためには、先物市場に生産者とは違った思惑をもつ投機資金を呼び込むしかありません。ですから、先物市場は、半分は投機で、半分は産業界のヘッジ機能です。投機とヘッジが正面からぶつかる時、双方の相対優位関係について、一定の周期性があることが経験的に知られており、それが、価格変動の一定の規則性を生むわけです。いわゆる罫線(チャート分析)というのは、この規則性の解析手法の一例です。

当然ですが、どのような周期性を認めるかは、マネジドフューチャーズの運用者の経験に基づく判断です。ただし、この判断、単なる価格の占いではなくて、一定の分析に基づく判断であり、運用者の再現可能性のある技術でなくてはなりません。もっとも、その技術の評価は非常に難しいのですが。

ここのところ、商品価格は大きく上昇してきました。おそらくは、産出原価は、価格ほどには上昇していませんね。ということは、生産者のヘッジ需要は、現状ほとんどないのではないのでしょうか。

実は、私は、そのように考えております。ヘッジ需要がないということは、売り方は投機ですね。買い方も投機であるとしたら、マネジドフューチャーズは投資対象としての正当性を失うのではないかと懸念しているのです。はたして、投機と投機のぶつかり合いが、価格変動の規則性を生むであろうかという疑念です。

もっとも、買い方にヘッジ需要があるという可能性はありますね。第一次製品の需要家である製造業者にとっては、原材料価格の上昇に対するヘッジ需要があるだろうからです。だとすると、買いヘッジに対する売り投機の構図があり得るのかもしれませんが。この辺は、商品先物市場の利用主体の行動分析等を踏まえて、考えなくてははいけません。

いずれにしても、売り方の主役がヘッジの需要であることは、先物市場の社会的意義との関連で、重要な要素だと思うのです。もしも、売り方に投機の大きな資金が流入すれば、価格下落によって、生産の現場に深刻な悪影響を与えるからです。売り投機に対しては、買い投機と買いヘッジが均衡する



のでなくては、商品先物の社会的意義は保てないでしょう。

それにしても、投資と投機の関係は微妙です。商品先物に限らず、為替や金利などの金融商品の先物も同じですが、売りヘッジができるためには、買い投機が必要であり、買いヘッジができるためには、売り投機が必要です。理屈上は、売りヘッジ需要と買いヘッジの需要が常に均衡していれば理想的ですが、現実には、そうはならないから、つなぎの流動性として、投機資金の介在が不可欠です。しかし、投機資金の力が一定限度以上に強くなれば、弊害もあり得るわけです。さても難しい問題ですが、投機の社会的必要性和有害性との関係は、薬も量の問題で毒薬になるのと同じと考えるしかないのではないのでしょうか。

以上

いよいよ連休ですね。ということで、一回お休みを頂きまして、次回更新は5月9日(木)にさせていただきます。