

米国における商品先物規制強化の動向

岡 田 悟

- ① 2007年から始まった商品価格高騰は、様々な生活必需品の価格上昇につながり、世界各国の人々の実生活に大きな影響を与えた。商品先物市場の構造変化や、急激な価格変動への社会の不満の高まりを受け、従来規制強化には慎重であった米国においても、商品先物の規制強化をめぐる議論や実際の対策が進められている。
- ② 米国における商品先物規制は、商品取引所法と規制当局である商品先物取引委員会（CFTC）を根幹としながら、商品取引所などの自主規制機関も重要な役割を果たすという重層的なものとなっている。
- ③ 商品価格高騰の要因として、投機資金が批判されることが多いが、価格高騰の要因は投機だけではない。商品先物市場では、2000年以降、年金基金などの機関投資家が資金運用の一つとして商品インデックス投資を行うようになり、近年それが一層活発化している。新たに出現してきた商品インデックス投資家の取引は、持続的な買い圧力として、商品価格高騰の原因と批判されるようになった。
- ④ 投機や商品インデックス投資と価格高騰の関係についての議論が深まる中で、商品先物に関する三つの規制の抜け道の存在が指摘されるようになった。この抜け道は、店頭市場の規制緩和、海外市場の特例、建玉制限の免除規定に関するものである。
- ⑤ 商品価格高騰に対する社会の不満の高まりを受け、連邦議会では、商品先物市場における投機・投資規制を目的とした数多くの法案が提出されたが、それら法案のほとんどは、実質的な審議がされないまま廃案となった。しかし、議会が規制強化の姿勢を見せたことは、市場への牽制効果をもたらし、機関投資家などの資金流入の減少につながったとの指摘もされている。
- ⑥ 規制の抜け道に対しては、まず、価格形成機能を有していると判断される電子取引市場に対する規制強化が行われた。さらに、米国のトレーダーに取引機会を提供する外国取引所への規制強化や市場監視に関する海外規制当局との連携強化も進んできている。スワップディーラーの建玉制限免除規定については、免除規定の見直しをめぐり検討が進められている。
- ⑦ 有限であり生活必需品である農産品・エネルギー商品については、株式や債券とは異なった規制体系が必要であるという姿勢は理解できるものの、規制レベルをうまく調節することは簡単ではない。規制強化が行きすぎると、思わぬ副作用が生じる可能性もある。米政府・CFTCが規制強化にどこまで踏み込んで行くか、今後の行方が注目される。

米国における商品先物規制強化の動向

経済産業課 岡田 悟

目 次

はじめに

- I 米国の商品先物規制体系
- II 商品価格高騰と投機・投資資金
 - 1 商品価格の動向と投機
 - 2 商品インデックス投資の拡大
- III 規制の抜け道
 - 1 店頭市場の規制緩和
 - 2 海外市場の特例
 - 3 建玉制限の免除規定
- IV 規制強化をめぐる動き
 - 1 数多くの投機抑制法案
 - 2 規制の抜け道への対応
 - 3 今後の行方

おわりに

はじめに

2007年から始まった商品価格高騰は、様々な生活必需品の価格上昇につながり、世界各国の人々の実生活に大きな影響を与えた。原油やその他エネルギー商品価格の高騰は、原材料コストや燃料コストを上昇させ、企業収益の圧迫、様々な製品価格の上昇など経済の幅広い分野に影響が及んだ。穀物価格の高騰は、特に途上国に深刻な影響を与え、ハイチやエジプト、モリタニアなどでは、食料品の価格高騰をめぐって暴動も発生した⁽¹⁾。

こうした実生活への悪影響に加え、過去にないペースで多くの商品価格が上昇したことから、商品価格高騰と投機の問題について、世界的に関心が高まった。商品先物市場への投機資金流入が商品価格高騰を引き起こしているとの報道が連日のようになされ、2008年7月の北海道洞爺湖サミットでも、原油・穀物価格の高騰と投機をめぐることが取り扱われた⁽²⁾。

しかし、価格高騰の要因は、投機資金だけではない。商品先物市場では、2000年以降、年金基金やソブリン・ウェルス・ファンド (Sovereign Wealth Fund: SWF)⁽³⁾ などの機関投資家が、資金運用の一つとして商品投資⁽⁴⁾ を行うようになり、近年それが一層活発化している。商品先物市場は、従来、リスクヘッジ目的の実需家と短期売買で利益を獲得する目的の投機家という大きく二種類のグループで構成されていた。しかし、機関投資家による商品投資は、その規模が巨額であることに加え、実需家や投機家と取引行動が異なっており、従来の市場環境に大き

な変化をもたらしている。そのような実態が明らかになるにつれ、商品価格高騰の一因として、商品投資の問題も議論に上るようになった。

商品先物市場の環境変化と急激な価格変動への社会の不満の高まりを受け、規制強化には慎重であった米国においても、商品先物の規制強化をめぐる議論や実際の対策が進められてきている。米国の商品先物市場には、国際的な指標価格となっている商品が多く、その市場価格の動向は、世界各国の現物取引に影響を与えうる。米国の商品先物規制の動向は、世界的にも注目を集めるものとなっている。

本稿では、近年の商品価格高騰以降の、米国における商品先物規制強化の動向を紹介する。まず、I章で、米国における商品先物市場の規制体系について概説する。II章では、近年の商品価格高騰とその背景について、高騰の一因として指摘されている商品インデックス投資をめぐる問題を中心に解説する。III章では、投機・投資資金が市場に流入する経路になったと批判された先物規制上の三つの抜け道について、その構造を解説する。IV章では、米国で導入または議論されている規制強化策について、規制の抜け道への対応を中心に紹介し、今後の行方について触れる⁽⁵⁾。

I 米国の商品先物規制体系

米国における商品先物規制体系について、概念図にまとめたものが図1である。米国の商品先物市場の規制⁽⁶⁾ は、1936年に制定された「商品取引所法 (Commodity Exchange Act)」に基づいて行われている。商品取引所法は、価格変

(1) 「穀物急騰 途上国を直撃 暴動で死傷者多発」『毎日新聞』2008.4.19. など。

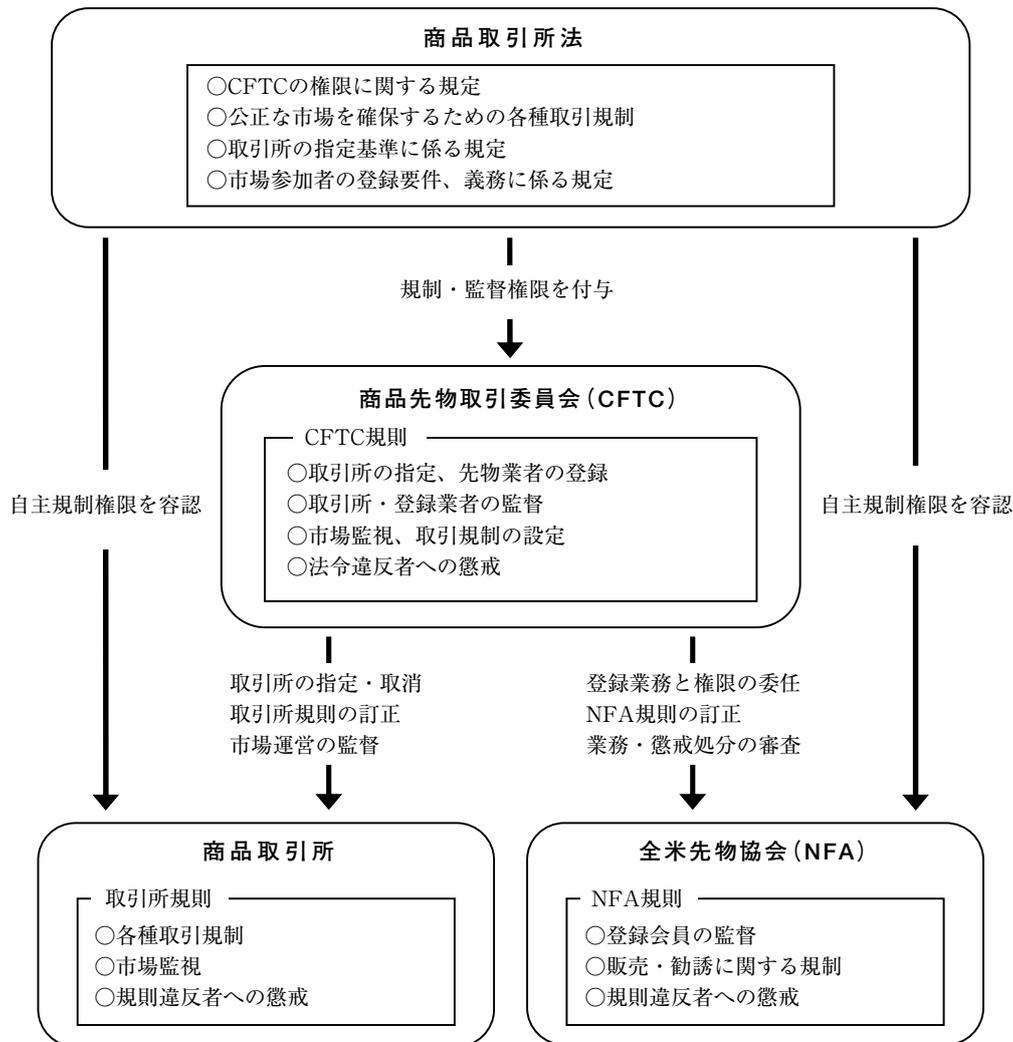
(2) しかし、米英が資金の国外逃避を招きかねない投機規制には強い反対の立場をとったこともあり、投機資金の監視や規制に関する議論は深まらなかった。

(3) 産油諸国のオイルマネーや新興国の外貨準備などを原資とし、各国政府が直接または間接に運営する投資ファンド。

(4) 本稿では、短期的な売買で利ざやを稼ぐ目的の取引行動を「投機 (speculation)」、長期的に商品先物市場に投資を続ける目的の取引行動を「投資 (investment)」と区別して表現する。

(5) 本稿の情報・データは、2009年8月末の時点までに得られた公表情報による。

図1 米国の商品先物規制体系



(出典) 筆者作成

動リスクの管理、価格形成 (discovering prices)、価格情報の発信という3点を重要な公益ととらえ、規制当局の監督に基づく商品取引所や市場参加者などの自主規制を通じて、この公益を保護することを法の目的としている⁽⁷⁾。商品取引所法は、商品先物取引を行うことを原則違法と

定めた上で、指定された取引所で行われるなどの一定の要件を満たす場合においてのみ、商品先物取引を行うことを認めている⁽⁸⁾。そして、過当投機、詐欺、価格操作などの取引行為に関する規制、取引所の指定に関する規制、先物業者⁽⁹⁾の登録に係る規制、市場参加者の義務な

(6) 米国の商品先物規制を詳しく紹介している近年の文献として、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；同『諸外国における市場規制及び市場監視に関する調査』2008。があり、本章においても参考とした。

(7) 7 U.S.C. § 5.

(8) 7 U.S.C. § 6.

(9) 例えば、商品取引員 (Future Commission Merchant)、仲介ブローカー (Introduction Broker)、商品投資顧問業者 (Commodity Trading Adviser)、立会場トレーダー (Floor Trader) など。これら登録業者によらない取引は禁止されている。

どについて規定を設けている。

商品先物市場の監督権限は、商品取引所法に基づき商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission: CFTC) が有している。CFTCは、1974年の商品取引所法改正により先物取引を規制・監督する独立行政機関として創設され⁽¹⁰⁾、部分的に例外があるものの⁽¹¹⁾、先物に関する独占的管轄権を持つとされている。

CFTCは、委員長を含む5名の委員のもと、大きく三つの局 (清算・仲介監視局、市場監視局、監督局) から構成されており、2009会計年度における予算規模は約1億5000万ドル、常勤職員数は572名となっている⁽¹²⁾。商品取引所法が規定しているCFTCの主な権限は、取引所の指定や先物業者の登録に関するもの、商品取引所法の規定を達成するための規則 (CFTC規則) の制定、取引所・先物業者の監督、法令・規則違反に対する懲戒・処分、緊急事態への対応などである⁽¹³⁾。特に、違法行為に対して裁判所に差止命令を請求することができる他、違法行為に対する排除命令や高額な民事制裁金の賦課などの強力な権限を有していることが指摘できる。

米国における商品先物規制は、商品取引所や全米先物協会 (National Futures Association: NFA) による自主規制も重要な役割を果たしている点の特徴である。先物規制は、歴史的に商品取引所による自主規制に委ねられて来た面が大きく、商品取引所法は、商品取引所が規則制定権限、市場監視権限、懲戒権限といった自主規制機能を本

源的に有していることを前提としている⁽¹⁴⁾。そのため、各商品取引所は、CFTCの監督の下それぞれ独自に取引所規則を制定し、取引証拠金⁽¹⁵⁾制度や値幅制限などの取引規制、市場監視、規則違反者への懲戒処分などを行っている。

商品取引所法に基づく登録先物協会であるNFAは、CFTCに代わって先物業者の登録業務を行うことが委任されており、登録の可否を判断する裁量権限や登録業者に対する規則制定権限、違反業者に対する懲戒権限も与えられている⁽¹⁶⁾。登録会員は、NFA規則により、倫理基準および委託者保護原則の徹底、勧誘・販売に関する規制の遵守などが求められる。その他、NFAの主たる役割は、会員の財務状況の監査、先物取引関連の紛争の仲裁、会員や市場参加者の教育啓蒙活動である。

以上、米国の商品先物規制は、商品取引所法と規制当局であるCFTCを根幹としながら、商品取引所などの自主規制機関も重要な役割を果たすという重層的なものとなっている。

II 商品価格高騰と投機・投資資金

1 商品価格の動向と投機

図2、図3は、原油・穀物価格の推移を示したものである。WTI原油の先物価格は、1990年代後半に1バレル20ドル前後で推移していたが、2002年ごろから上昇傾向が続き、2007年からは過去にない上昇幅で高騰した。2008年7月

(10) CFTCの創設以前は、農務省商品取引所監督局が商品先物市場を監督しており、その規制商品も農産品のみであった。1974年の法改正により、エネルギー、金属や金融商品なども含む規制体系が整備された。

(11) 個別株式オプションは証券取引委員会 (SEC) の専管となっており、指数先物・オプションは、一部がSECとCFTCの共管となっている。

(12) CFTC, *FY 2010 President's Budget and Performance Plan*, April 2009, p.57.

(<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@aboutcftc/documents/file/2010budgetperf.pdf>)

(13) 7 U.S.C. § 12a.

(14) 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』前掲注(6), p.13.

(15) 商品先物取引を始める際に預託しなければならない証拠金。この証拠金を担保として商品先物取引を行うことができる。

(16) 7 U.S.C. § 21.

図2 WTI原油価格の推移

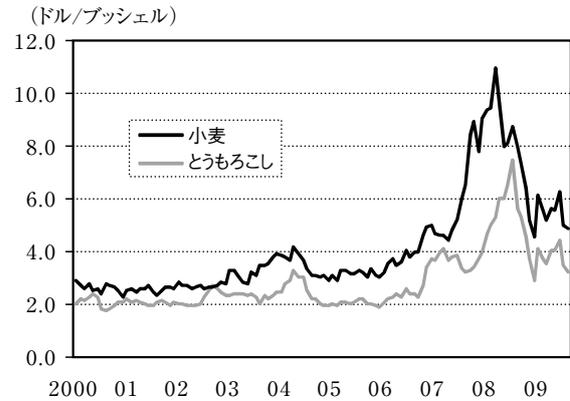


(注) ニューヨーク商業取引所における期近物価格の月間平均値
 (出典) 米国エネルギー情報局ホームページ〈<http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/hist/rclclm.htm>〉からデータを取得し作成

11日には1バレル147ドルの史上最高値に達し、10年で約20ドルから7倍以上の水準にまでなった。しかし、7月を境に価格は下落に転じ、9月のリーマンショックに始まる金融危機の影響も受け価格は急激に下落、同年12月の30ドル台にまで、半年で100ドル以上急降下した。その後、2009年に入り価格は再び上昇を始め、2009年8月時点では、年初から約2倍の70ドル前後で推移している。小麦、とうもろこしの先物価格についても、原油と同様に2006年末から2008年前半にかけて急騰しており、2008年後半には急激に下落した。

原油や穀物などの商品価格は、需要・供給などのファンダメンタルズ要因と金融要因の大きく二つに基づいて形成されている。ファンダメンタルズ要因とは、需要と供給のバランスとその見通し、在庫量の変化、採掘・生産環境や、産油国の地政学リスクといった実体的な要因で

図3 穀物価格の推移



(注) シカゴ商品取引所における各月第一金曜日の期近物価格
 (出典) 「世界の穀物需給及び価格の推移(グラフ)」農林水産省ホームページ〈http://www.maff.go.jp/j/zyukyu/jki/j_zyukyu_kakaku/index.html〉からデータを取得し作成

ある。金融要因は、市場への資金流入出、過当投機などの実需以外の資金要因である。通常、商品価格の動向はファンダメンタルズ要因に強く影響を受けているとされるが、実際は、価格形成におけるファンダメンタルズ要因と金融要因を正確に分けることは難しい⁽¹⁷⁾。

2007年からの商品価格高騰期においては、過去に例のない価格上昇幅から、ファンダメンタルズ要因のみでは説明ができないうとして、商品先物市場への投機資金流入が価格を押し上げているとの批判が多く報道された。例えば、原油市場における投機家の売買動向とWTI原油価格の変化との間には一定程度の相関が見られ、投機家の買い建て玉⁽¹⁸⁾が増加している期間に価格が上昇し、売り建て玉が増加している期間は価格が下落する傾向が見られることが指摘されている⁽¹⁹⁾。

その一方で、投機は、短期売買で市場に流動

(17) 本稿では、商品価格高騰のファンダメンタルズ要因については詳しく触れない。ファンダメンタルズ要因を分析しているものとして、経済産業省『エネルギー白書 2009年版』2009, pp.10-32; Interagency Task Force on Commodity Markets, *ITF Interim Report on Crude Oil*, July 2008. 〈<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf>〉; Ronald Trostle, "Global Agricultural Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices," *Outlook Report*, No.WRS-0801, U.S. Department of Agriculture, July 2008. 〈<http://www.ers.usda.gov/Publications/WRS0801/WRS0801.pdf>〉など。

(18) 建玉は、先物取引で未決済になっている契約総数のこと。玉ともいう。売り建て玉と買い建て玉がある。

(19) 経済産業省 前掲注(17), p.23. ただし、同書では、投機と価格高騰の因果関係については、はっきりしないとしている。

性を提供して、むしろ価格の急激な変動をなだらかにする役割を果たしているとの指摘も多く、今回の高騰局面においても、価格変動と投機資金の取引動向には明確な因果関係は見られないとする研究も少なくない⁽²⁰⁾。投機家の取引動向と価格高騰の因果関係は、必ずしもはっきりしないのが実際である。商品価格高騰の金融要因は、投機資金だけではないことが指摘されており、次節では、投機資金以外の、投資資金の市場流入について説明する。

2 商品インデックス投資の拡大

(1) 機関投資家の市場参入

商品先物市場における大きな環境変化として指摘されているのが、機関投資家の市場参入である。2000年以降、年金基金やSWFなどの機関投資家が、資金運用の一つとして商品投資を行うようになった。その背景には、①商品投資は株式や債券などの金融資産との相関関係が低く、ポートフォリオのリスク低減効果が期待できる、②インフレ時の投資収益低下に対するヘッジ効果が期待できる、③過去数年において商

品投資が好調な収益をあげている、などの点がある⁽²¹⁾。特に、2007年8月の米国サブプライムローン問題の顕在化以降は、原油や穀物などの商品が相対的に有望な投資先として注目され、投資資金が商品先物市場に一層流入したといわれる。商品先物市場は、株式・債券市場に比べてその規模が小さいため、大きな資産規模を誇る年金基金やSWFの投資活動が市場に与えるインパクトが大きくなる⁽²²⁾。

年金基金やSWFは、通常、商品取引所で直接取引を行うことはせず、代わりに、大手金融機関が提供する商品インデックススワップ⁽²³⁾や、商品インデックスファンドなどを通じて商品投資を行っている⁽²⁴⁾(図4)。商品インデックスは、原油、天然ガスや穀物、畜産物、貴金属など多岐にわたる商品から構成されており⁽²⁵⁾、商品インデックスへの投資の影響は幅広い商品に及ぶことになる。商品インデックスに投資する場合の取引は、買い建てのみで、現物の受け渡しを避けるためにロールオーバー⁽²⁶⁾の繰り返しを行うという点に特徴がある。巨額の投資主体が買い建てのみを行いながら市場に長期的に留

(20) 例えば、Interagency Task Force on Commodity Markets, *op.cit.*, pp.7-14; Sergei Antoshin et al., "Annex 1.2. Financial Investment in Commodities Markets," *Global Financial Stability Report*, October 2008, pp.62-66; Kevin Cheng, "Box 3.1. Does Financial Investment Affect Commodity Price Behavior?," *World Economic Outlook*, October 2008, pp.88-93.

(21) Dietrich Domanski and Alexandra Heath, "Financial investors and commodity markets," *BIS Quarterly Review*, March 2007, pp.55-57. (http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0703g.pdf); Gary Gorton and K Geert Rouwenhorst, "Facts and Fantasies about Commodity Futures," *Financial Analysts Journal*, Vol. 62 Iss. 2, Mar/Apr 2006, pp.47-68.

(22) 長谷川克之「原油、穀物市場を動かすマネーの全体像」『エコノミスト』86巻44号(臨増), 2008.8.11, pp.8-10.

(23) 投資家は、商品インデックスのリターンから一定の手数料を引いた金額を定期的に受け取り、代わりに短期金利相当分をスワップディーラーに支払う。元本の交換は行われないことも多い。日本ではあまり一般的ではないが、欧米の機関投資家や投資専門家の間では、一般的な商品投資の方法となっている。北方宏之ほか『コモディティ・デリバティブのすべて』きんざい, 2009, pp.339-340.

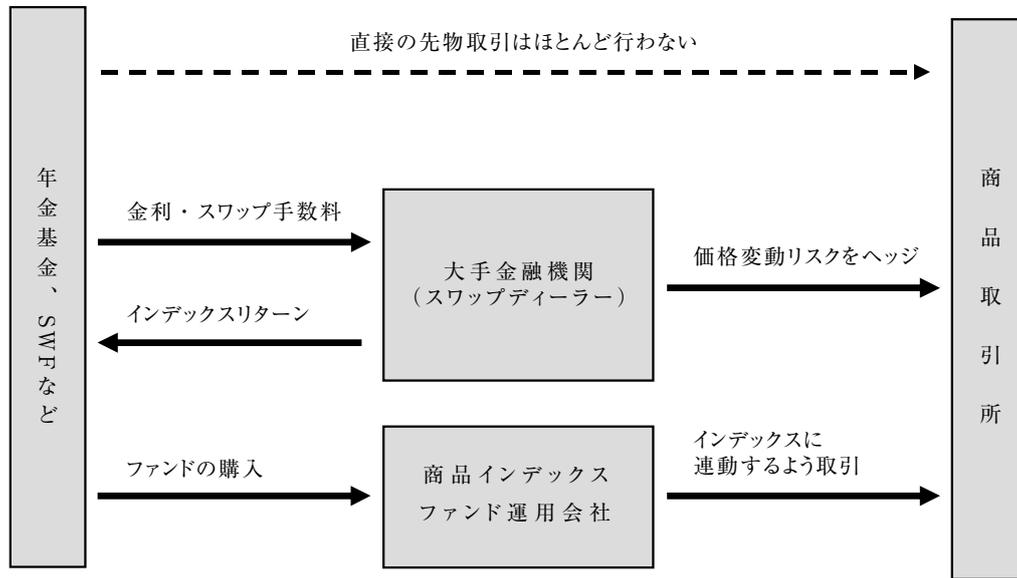
(24) Mark Jickling and Lynn J. Cunningham, "Speculation and Energy Prices: Legislative Responses," *CRS Report for Congress*, August 6, 2008, p.7.

(25) 主な商品インデックスとして、S&P GSCI商品インデックスやダウ・ジョーンズ-AIG商品インデックス、ロイター・ジェフリーズCRBインデックスなどがあり、商品の構成比はそれぞれ異なっている。

(26) 保有する建玉の決済日が来る前に、期近物の建玉を売却して期先物を買戻すこと。

(27) CFTC, *Staff Report on Commodity Swap Dealers and Index Traders with Commission Recommendations*, 2008.9, pp.8-9. (<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcstaffreportonswapdealers09.pdf>)

図4 年金基金やSWFなどの商品投資



(出典) 筆者作成

表1 商品先物市場における市場参加者の取引行動の特徴

	取引期間	取引行動
実需家	ヘッジ需要に応じて様々	<ul style="list-style-type: none"> ・現物取引で生じる価格変動リスクをヘッジする目的で先物取引を行う。 ・ただし、投機的な取引を行うこともある。
投機家	短期	<ul style="list-style-type: none"> ・現物取引の裏付けはなく、価格変動を利用した短期売買の繰り返しで利益を獲得する。 ・短期売買で市場に流動性を提供する。 ・実需家のヘッジ需要の引き受け手となる役割も果たす。
インデックス投資家	長期	<ul style="list-style-type: none"> ・現物取引の裏付けはない。 ・買い建てのみの投資手法で、機動的な売買は行わない。 ・ロールオーバーの繰り返しで買い建て玉を長期保有し、長期的な運用利益を獲得する。 ・運用利益の最大化より、ポートフォリオの一部としてのリスク分散志向が強い。

(出典) Michael W. Masters, “The Accidental Hunt Brothers: How Institutional Investors Are Driving Up Food and Energy Prices,” July 31, 2008, pp.2-3, 7-11. (http://www.loe.org/images/080919/Act1.pdf)などを参考に作成

まるという取引行動は、短期売買で価格変動の差益を獲得していく商品先物市場の伝統的投機家の取引行動とは、大きく異なっている(表1)。商品インデックスに長期投資を行う商品インデックス投資家の台頭は、実需家と投機家という

大きく二種類のグループで構成されていた商品先物市場を変化させるものとなった⁽²⁷⁾。

商品インデックス投資の投資残高については、長期の公式統計が存在しないため正確な推移は明らかでない。各種推計⁽²⁸⁾を総合すると、

(28) みずほ総合研究所、ゴールドマンサックス、ドイツ銀行、ヘッジファンド会社役員マイケル・マスターズ氏による各推計を参考。長谷川 前掲注(22), p.11; 経済産業省『エネルギー白書 2008年版』2008, p.20; 北方ほか前掲注(23), p.320; Michael W. Masters and Adam K. White, “The Accidental Hunt Brothers: How Institutional Investors Are Driving Up Food and Energy Prices,” July 31, 2008, p.14. (http://www.loe.org/images/080919/Act1.pdf)

2003年に100～200億ドルだった商品インデックスファンドの投資残高が、2006年には1000億ドル前後、2008年には2000～3000億ドルにまで急拡大している⁽²⁹⁾。新たに出現してきた商品インデックス投資家の取引は、持続的な買い圧力になっているとして、商品価格高騰の原因と批判されるようになった。

(2) 商品インデックス投資をめぐる議論

2007年から2008年において、商品価格高騰と商品インデックス投資の関係については、連邦議会、マスコミを中心に商品インデックス投資批判が広がった。その一方、CFTCや商品取引所などは価格高騰と投機・投資の関係は必ずしも証明できないとの立場をとり、見解に相違が見られていた。

CFTCは、商品先物市場で投機・投資資金により価格操作が行われている明確な証拠はほとんどないとして、投機・投資資金が価格高騰の原因となっているという議論には慎重な立場を示した。原油価格高騰と投機批判の高まりを受けて行われた原油市場の調査（2008年7月発表）では、原油高騰の要因は投機・投資資金ではなく、石油需要の増大に供給が追いつかない不均衡にあるとまとめた。さらに、投機家・投資家の取引動向については、商品インデックス投資家は価格変化に追従しているだけで高騰の要因ではなく、ヘッジファンドは逆に売り向かって高騰を緩和した側面があると分析している⁽³⁰⁾。

また、スワップディーラーやインデックスファンドを対象に行った特別調査（2008年9月発表）では、商品インデックス投資関連の商品別

取引残高やスワップディーラーの顧客属性の内訳など、インデックス投資関連の取引実態に関する詳細なデータを公表した。しかし、こうした投資資金が価格高騰に与えた影響については、明確な言及を行っていない⁽³¹⁾。

連邦議会では、投機や商品インデックス投資への批判的意見が多く、CFTCの姿勢に対しても、現実から目を背けて有効な対策をとることを怠っているなどの批判がなされている。2008年9月のCFTCの調査報告に対しては、ハーキン上院農業委員長は、CFTCの取り組みに一定の評価をする反面、議会としては、投機家に対する建玉制限（Position Limit）⁽³²⁾や店頭取引の規制強化など、CFTCに早急な対策を求めるための法案を成立させるとの意向を示している。その他、議員からは「国民のほとんどが投機家による価格操作が行われているとみており、それらには分析に基づく根拠がある」「CFTCは人為的な価格変動に目をつぶり、米国で原油市場が円滑に機能していると信じている唯一の機関だ」などの厳しい批判もなされた⁽³³⁾。

また、商品インデックス投資に関する分析を基に、インデックス投資に取引制限を課すことを繰り返し主張してきたのが、ヘッジファンド会社役員マイケル・マスターズ（Michael W. Masters）氏である。同氏は、2008年に連邦議会の委員会でも多くの証言を行っており、商品先物市場に新規参入している年金基金などの機関投資家の影響の大きさや、商品インデックス投資が及ぼす価格の底上げ効果を強調した。その上で、「商品価格の上昇は需給拡大だけでは説明不可能である」「インデックスファンドなどの取引に制限を設け

(29) CFTCの調査では、2008年6月末時点の商品インデックス投資関連の取引残高（売り建て玉と買い建て玉のネット合計）は、2000億ドルとなっている。CFTC, *op.cit.* (27), p.21.

(30) Interagency Task Force on Commodity Markets, *op.cit.*, pp.4-5. この調査は、農務省や財務省、連邦準備制度理事会（FRB）など共同で行われている。

(31) CFTC, *op.cit.* (27). 商品取引所や米国先物業協会（FIA）など先物業界関係者は、この報告書の内容を支持している。

(32) 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の数量制限を行うこと。

(33) 「投機資金が商品価格高騰へ及ぼす影響は不透明（米国）」『通商弘報』2008.9.19.

(34) 「投機資金の規制強化をめぐり圧力高まる（米国）」『通商弘報』2008.6.5.など。

るべきである」「商品先物市場の価格高騰の要因はインデックスファンドである」などの主張を展開している⁽³⁴⁾。マスターズ氏の主張は、商品価格高騰に有効な対策を講じたい議員の間にも受け入れられ、商品インデックス投資に対する規制強化議論を活発化させたといえる。

商品インデックス投資が価格高騰に与えた影響については、立場によって意見が分かれているが、その理由の一つに、商品インデックス投資を行っている市場参加者の取引動向に関する詳しいデータが蓄積されていないという制約がある。CFTCも、現在の先物取引に関する市場統計は市場参加者の分類区分が粗すぎることを認めており⁽³⁵⁾、市場の透明性を確保し市場参加者の取引実態をより正確につかむために、取引報告制度の改善が必要となっている。

III 規制の抜け道

投機や商品インデックス投資と価格高騰の関係についての議論が深まる中、商品先物に関する三つの規制の抜け道の存在が指摘されるようになった。これらの抜け道は、資金の市場流入経路となり商品価格高騰を招いた原因として批判された。こうした状況は、従来は影響力が少ないとして規制外に置かれていた取引の急速な広が

りが、取引所取引における価格形成機能に影響を与えうようになってきたことを示している。

1 店頭市場の規制緩和

米国において、エネルギー商品の先物取引は、取引所以外に、店頭市場（OTC市場）⁽³⁶⁾においても活発に行われている⁽³⁷⁾。店頭市場における取引は大きく二種類に分けられ、取引者同士の相対交渉で契約が行われる相対取引と、電子取引施設（Electronic Trading Facility）における電子取引がある。以下、本稿では、電子取引が行われる店頭市場を、「電子取引市場」⁽³⁸⁾と表記する。電子取引市場の取引システムは、商品取引所と非常に似通っており、電子取引は相対の店頭取引と取引所取引の中間的な性格を持つ。店頭市場は、価格操作や詐欺の防止に関する条項を除き、商品取引所法の規制が適用されないため、取引価格や取引高などの情報がCFTCに定期報告されず、その実態に関する情報は非常に少ない⁽³⁹⁾。

原油価格高騰を招いた規制の抜け道の一つとして議論になったのが、2000年の商品先物近代化法（Commodity Futures Modernization Act, P.L.106-554、以下、「近代化法」）制定による、エネルギー商品の店頭取引の規制緩和⁽⁴⁰⁾である。

近代化法は、商品を「適用除外商品（Excluded

(35) CFTC, *op.cit.* (27), p.33.

(36) 商品取引所外の取引市場を指す。OTC（Over the counter）市場とも呼ばれる。

(37) 厳密にいうと、店頭市場においては、先物取引だけではなく、先渡取引、オプション取引、スワップ取引およびこれらに類似する取引も行われている。こうした取引を総称して、デリバティブと言われる。

(38) 商品取引所法上は、適用免除商業市場（Exempt Commercial Market：ECM）に分類される。適格商業主体（後述）のみが参加でき、取引参加者の注文を電子的にマッチングさせていく多角取引が行われる。

(39) Mark Jickling, “Primer on Energy Derivatives and Their Regulation,” *CRS Report for Congress*, July 15, 2008, pp.3-4. ただし、電子取引市場については、事業関係の記録保管義務や取引情報の提供要求に応じる義務など、若干の規制が課せられている。

(40) これ以前は、店頭デリバティブについて、一定の条件を備えた場合のみ商品取引所法の適用が除外されると規定されていた。しかし、店頭市場が急成長を遂げる中、適用除外規定でカバーされない様々な取引手法の合法性については不明確な部分が多くなった。近代化法では、法的に不明確だった取引への対応がなされ、CFTCの監視なしに店頭デリバティブ取引が行える条件が整備された。Government Accountability Office, *Trends in Energy Derivatives Markets Raise Questions about CFTC's Oversight*, GAO 08-25, October 2007, pp.14-15. (<http://www.gao.gov/new.items/d0825.pdf>) など。

Commodity)⁽⁴¹⁾」「農産品⁽⁴²⁾」「適用免除商品 (Exempt Commodity)⁽⁴³⁾」の三つの分類に分けた上で、それぞれに異なる規制水準を設定した。この中で、エネルギー商品などが該当する「適用免除商品」に関わる以下の二種類の店頭取引については、価格操作や詐欺に関する点を除いて、商品取引所法の規制が免除された。免除された取引の一つは、取引所および取引所類似施設で行われない適格取引参加者 (Eligible Contract Participant)⁽⁴⁴⁾ 間の相対取引である。もう一つが、適格商業主体 (Eligible Commercial Entity)⁽⁴⁵⁾ が電子取引施設において行う電子取引である。近代化法は、この両市場には一般個人投資家は参加できないとした。近代化法が認めたこの適用免除措置は、エンロン・ループホール (Enron Loophole) として広く知られている⁽⁴⁶⁾。

これらの店頭市場は、その市場規模や参加者構成の面から、経済活動に影響を及ぼす価格形成機能を発揮しているとはいえないため、過度の監視が必要ないとされた。また、プロ同士の取引市場に規制は必要なく、むしろ過度の規制によってこうした取引が海外市場に逃避してしまうことを懸念したという側面もあった⁽⁴⁷⁾。

商品取引所法の適用免除となったエネルギー商品の店頭市場は、取引の詳細報告義務や建玉

制限などの規制を受けないため、プロの市場参加者にとって自由で使いやすく、取引規模が急速に拡大した⁽⁴⁸⁾。そのうち、電子取引市場として急成長したのが、インターコンチネンタル取引所グループ (IntercontinentalExchange: ICE, 図5) の店頭市場 (ICE OTC) である。ICE OTCにおける天然ガススワップは、ニューヨーク商業取引所 (以下、「NYMEX」) における天然ガス先物に匹敵する取引規模にまで拡大しているといわれ、その他、電力や原油なども活発に取引されている⁽⁴⁹⁾。

しかし、大口トレーダーの多くが必要に応じて取引所と店頭双方で取引を行っていることもあり、店頭市場の急速な拡大は、店頭市場における価格動向が取引所の価格形成機能に影響を及ぼすようになってきているとの疑惑も生じさせた。2006年に天然ガス取引の失敗による巨額損失で解散に追い込まれたヘッジファンドのアマランス (Amaranth Advisors) が、取引を拡大させる過程でNYMEXの取引制限に抵触したため、取引の大半をICE OTCなどの規制外の市場に回避させていた実態が明らかになった⁽⁵⁰⁾ ことも、店頭市場の取引の透明性を疑わせる一因となった。こうした経緯に加え、2007年から2008年にかけてエネルギー商品の価格が高騰した際には、規制外の店頭市場が資金流入の受け皿となり、価

(41) 7 U.S.C. § 1a(13). 金利、為替、株式インデックスなどの金融商品と定義される。これらを対象とした店頭取引については、一定の条件を満たす限り、原則商品取引所法の適用が除外される。

(42) 価格操作の危険性などの観点から、農産品を対象とした店頭取引は、CFTCが特別に例外を認める場合を除き、原則として禁止されている。

(43) 7 U.S.C. § 1a(14). 金融商品、農産品ではないすべての商品と定義されている。現在の市場においては、金属やエネルギー商品が該当する。

(44) 7 U.S.C. § 1a(12). 金融機関、保険会社、政府機関、あるいは一定以上の多額金融資産を保有する企業や個人投資家などが該当する。

(45) 7 U.S.C. § 1a(11). 適格取引参加者のうち、現物商品を取り扱うか、日常的に価格変動リスク管理・ヘッジサービスを提供している主体。

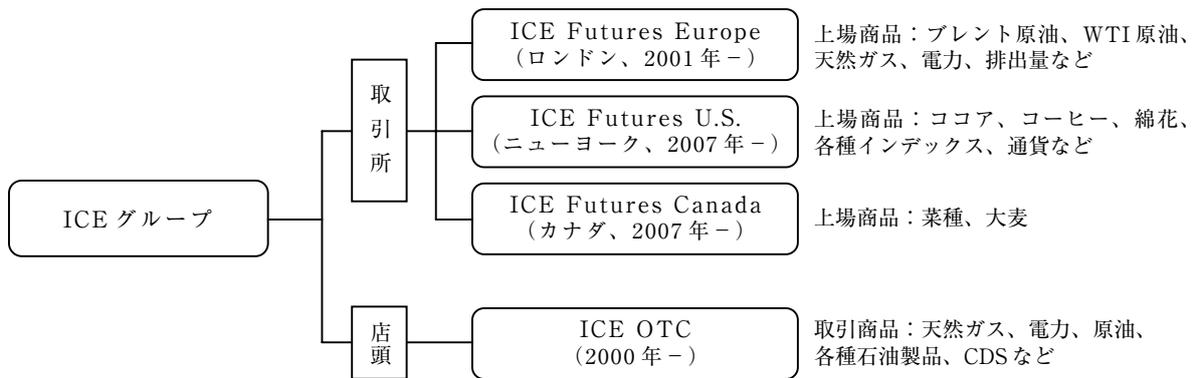
(46) Mark Jickling, "The Enron Loophole," *CRS Report for Congress*, July 7, 2008, pp.1-2. 当時、エンロン (その後、不正会計処理により破綻) が、エネルギー商品市場の規制緩和を強く後押ししたことに由来する。

(47) 田中輝夫「2000年商品先物取引近代化法とエンロン破綻の影響」『国際商事法務』30巻7号, 2002.7, pp.896, 900.

(48) Alexia Brunet and Meredith Shafe, "Beyond Enron: Regulation in Energy Derivatives Trading," *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol.27 Iss.3, Spring 2007, pp.672, 679.

(49) Jickling, *op.cit.* (46), pp.3-4.

図5 ICEグループの概要



米国に本社を置くICEグループは、投資銀行や石油メジャーなどによって、エネルギー商品の店頭市場（電子取引市場）として2000年に設立された。2001年には英国のロンドン国際石油取引所（IPE, 現ICE Futures Europe）を買収し、商品取引所も傘下に収める形で事業を拡大した。その後、2007年1月にはニューヨーク商品取引所（NYBOT, 現ICE Futures U.S.）を、2007年9月にはカナダのウィニペグ商品取引所（現ICE Futures Canada）を、それぞれ傘下に収めている。現在は、三つの取引所と店頭市場で構成される一大取引所グループとなっている。

（出典）ICEホームページ〈<https://www.theice.com/homepage.jhtml>〉の情報を基に作成

格高騰を招いているとの批判が一層強まった。

店頭市場への疑惑に関して、2007年10月、米国会計検査院（GAO）は、エネルギー商品の価格高騰をめぐる様々な背景要因に関する調査を報告し、店頭市場が急成長する中で、詐欺や価格操作から市場を守るためのCFTCの監視および情報収集がうまく機能していない可能性があることを指摘した⁽⁵¹⁾。また同じ月に、CFTCは、電子取引市場の取引実態と規制環境の適切性についての調査を報告し、電子取引市場におけるいくつかの商品は、取引所の価格動向に影響を与える価格形成機能を有している可能性も考えられることを指摘した。その上で、価格形成機能を持つ電子取引市場に対する規制強化を

提案している⁽⁵²⁾。

2 海外市場の特例

次に、相対的に規制が緩やかであるといわれるロンドンなど海外の商品先物市場が、規制の抜け道になっているとの議論がある⁽⁵³⁾。近年、英国の商品取引所は、電子ネットワークを介して米国にも先物取引の場を提供しているが、通常、米国のトレーダーに先物取引を提供している取引所は、CFTCに登録し、商品取引所法や関係規則を遵守する必要がある。しかし、海外の取引所や規制当局が、取引会員などに対して米国と同等レベルの規制を課している場合、CFTCは米国で課せられる規制の適用免除を与えている⁽⁵⁴⁾。

(50) United States Senate Permanent Subcommittee of Investigations, *Excessive Speculation in the Natural Gas Market Staff Report*, 2007, p.6.

〈http://hsgac.senate.gov/public/_files/REPORTExcessiveSpeculationintheNaturalGasMarket.pdf〉

(51) Government Accountability Office, *op.cit.*, pp.57-58.

(52) CFTC, *Report on the Oversight of Trading on Regulated Futures Exchanges and Exempt Commercial Markets*, October 2007, pp.19-23. 〈http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/pr5403-07_ecmreport.pdf〉ただし、同報告書では、イノベーションや外国取引所との競争力の観点から、電子取引市場の適用免除規定を維持すべきという意見があることも指摘されている。

(53) この抜け道は、ロンドン・ループホール（London Loophole）とも呼ばれている。

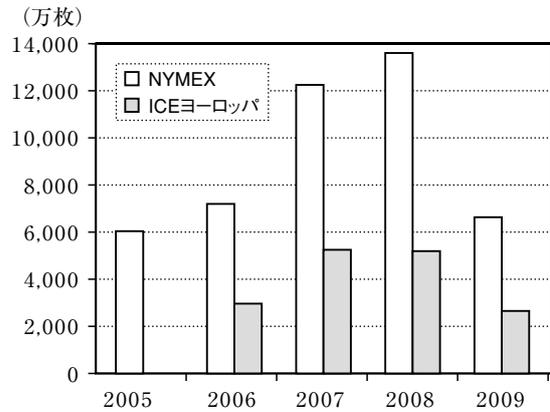
(54) 17 C.F.R. § 30.10. また、ノーアクションレターによって、個別に適用免除を与えている場合がある。

こうした外国取引所への適用免除が初めて大きな問題となったのが、2006年にロンドンのICEフューチャーズ・ヨーロッパ（ICE Futures Europe, 以下、「ICEヨーロッパ」）⁽⁵⁵⁾ がNYMEX上場のWTI原油先物とほぼ同様の取引を電子ネットワークにより米国のトレーダーに提供し始めた件である⁽⁵⁶⁾。NYMEXは、「ICEヨーロッパが英国金融サービス機構（Financial Services Authority: FSA）の規制下であり、米国において業務を展開する場合にもCFTCの規制が免除されているために、建玉制限などの点で自取引所が不利益を被っている。」と競争条件の平等化の面で強く抗議した。この問題は、米国商品の取引を外国取引所が米国において提供することについて、商品取引所法で定められている「外国取引所」の定義も含めた議論を呼んだ。しかし、最終的には、ICEヨーロッパのWTI原油取引の米国への提供は禁止には至らなかった。

その後、ICEヨーロッパのWTI原油先物は、NYMEXの取引規模には及ばないものの、価格影響力を持ちうる規模にまで成長し（図6）、その相場もNYMEXのWTI原油価格と密接に連動している。しかし、ICEヨーロッパは、原則として英国FSAの規制を受けており、CFTCには規制権限はなかった。そのため、ICEヨーロッパには米国と同様の取引規制や取引報告義務が課せられておらず、当局の監視が相対的に厳しくないことが指摘されていた⁽⁵⁷⁾。

こうした事情から、2007年から2008年の原油価格高騰時には、投機家がCFTCの監視の届かないICEヨーロッパのWTI原油を活発に取引して、NYMEXのWTI原油価格に影響を与えて

図6 NYMEXとICEヨーロッパのWTI原油先物取引高の推移



（注）2005年は、ICEヨーロッパにおける取引はない。2009年は、1-6月の数字

（出典）NYMEXホームページ〈http://www.nymex.com/md_annual_volume5.aspx#a〉; CMEグループホームページ〈<http://www.cmegroup.com/marketdata/volume-open-interest/>〉; ICEホームページ〈<https://www.theice.com/marketdata/reports/ReportCenter.shtml>〉からデータを取得し作成

いるという批判や、機関投資家らがNYMEXで取引する代わりに、ICEヨーロッパで取引を行うことによって建玉制限や取引報告義務を回避しているという取引の透明性への疑惑が生じることになった。

3 建玉制限の免除規定

商品取引所法は、商品先物市場における過当投機は価格の急激もしくは不合理的な変動をもたらすとして、善意のヘッジ取引（Bona Fide Hedging）を除いて、CFTCなどが建玉制限を課すことを認めている⁽⁵⁸⁾。したがって、本来、投機・投資目的の取引主体からは、価格を押し上げるほどの巨額かつ持続的な資金流入は生じない。この規制を事実上回避することができる制度上の抜け道が、スワップ・ループホール

(55) ICEヨーロッパは、CFTCのノーアクションレターによって、すでに米国の規制が免除されていた。

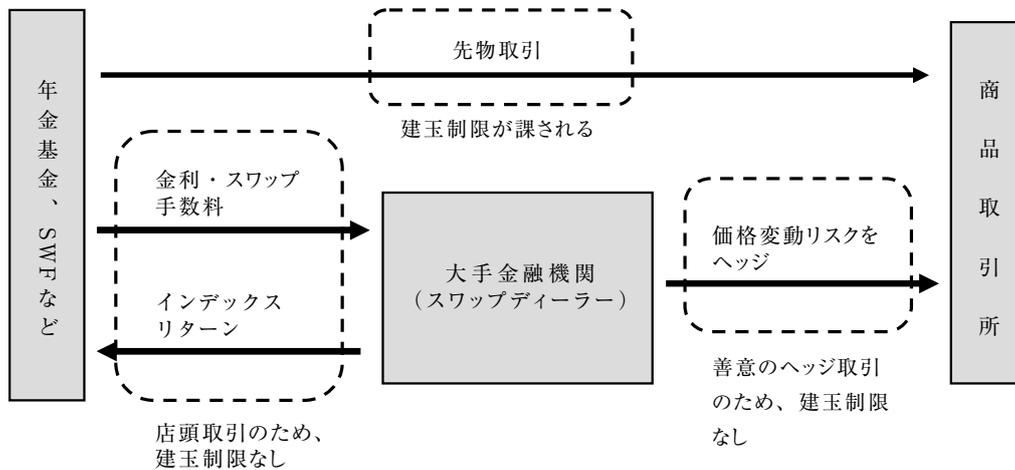
(56) この一件に関しては、高橋弘「国際間先物規制の新展開」全国商品取引所連合会編『商品取引所論体系13』全国商品取引所連合会, 2007, pp.18-21; Paul Architzel, "Washington Watch: CFTC Holds Hearings on U.S. Access to Foreign Exchanges," *Futures Industry Magazine*, July/August 2006, pp.33-38.を参照。

(57) Gregory Mocek and Athena Velie, "The next regulatory era," *Energy Risk*, Jan 2009, p.32; 「米CFTC、国外で原油取引規制 規制緩い海外に抜け穴」『日経産業新聞』2008.6.25.

(58) 7 U.S.C. § 6a(a), (c).

(59) 17 C.F.R. § 150.1-6.

図7 年金基金などの商品投資とスワップディーラー



(出典) 筆者作成

(Swaps Loophole) と呼ばれる建玉制限の免除規定である。

建玉制限については、CFTC規則によって制限の適用が免除される条件などの詳しい規定が定められており、とうもろこし(corn)、小麦(wheat)、大豆(soybeans)、綿花(cotton)など7種類の農産品については、制限の具体的な水準まで設定されている⁽⁵⁹⁾。これ以外の商品については、商品取引所が建玉制限または建玉説明責任水準(Position Accountability Level)⁽⁶⁰⁾を設定している。

現物商品を取り扱う実需家は、現物商品の取引において生じる価格変動リスクをヘッジするために先物市場を利用している主体(ヘッジャー、Hedger)として、その取引は善意のヘッジ取引と認められ、建玉制限が免除されている⁽⁶¹⁾。その理由は、ヘッジャーがヘッジ取引をする際には価格操作をする動機を持たないということである⁽⁶²⁾。この免除規定により、ヘッジャー

は現物取引の規模に見合った先物取引を自由に行うことができる。

しかし、CFTCは、実需家以外にスワップディーラー(Swap Dealer)も、ヘッジャーとして建玉制限の免除を認めている⁽⁶³⁾。スワップディーラーとは、実需家や機関投資家などを相手に店頭市場でスワップ取引を提供している大手金融機関などを指し、自らが提供した取引で生じている価格変動リスクを取引所の先物取引でヘッジする必要がある⁽⁶⁴⁾。このヘッジ取引も、実需家の場合と同様、価格操作をする動機を持たないという理由で、善意のヘッジ取引として認められている。

近年商品投資を拡大させてきた年金基金やSWFは、スワップディーラーと商品インデックススワップを行っており、スワップディーラーと取引することで、自らが取引所で取引する場合より大きな持ち高を取ることも可能となる⁽⁶⁵⁾(図7)。

(60) 投機家は、建玉が説明責任水準を上回った場合、建玉の内訳や自身の取引戦略、ヘッジ取引の有無などを取引所に報告しなければならない。この報告を基に、取引所は建玉をこれ以上増やすことを禁止するか、建玉を減らすように指示する。

(61) 7 U.S.C. § 6a(c).

(62) Jickling and Cunningham, *op.cit.*, p.8. ヘッジャーは、今日の商品価格を固定化するために先物市場を利用しており、先物取引におけるどんな利益(損失)も現物取引の損失(利益)で相殺される。これは、将来の価格変化はヘッジャーに何の影響も与えないことを意味し、価格操作の動機にはつながらない。

(63) 17 C.F.R. § § 1.3(z), 150.3; *ibid.*

(64) Jickling and Cunningham, *ibid.*

(65) *ibid.*

CFTCなどの調査によると、原油先物市場におけるスワップディーラーの建玉数は、2003年から2008年の間で3倍以上になっている⁽⁶⁶⁾。このような状況から、スワップディーラーの建玉制限免除によって、商品に投資している年金基金などの取引が無制限に許容されており、商品インデックス投資関連の取引規模が、実需家や投機家の取引規模と不均衡なまでに拡大していると批判がされるようになる。実質的に商品インデックス投資に建玉制限が課されていないことから、商品インデックス投資を過当投機と指摘する声もある⁽⁶⁷⁾。さらに、スワップディーラーがヘッジ取引だけでなく投機的取引も行っているにもかかわらず、ヘッジャーと分類されて建玉制限を免れていることも批判されている⁽⁶⁸⁾。

また、関連する問題として、スワップディーラーの取引が、CFTCの建玉明細報告(Commitments of Traders reports)⁽⁶⁹⁾でも商業部門(実需家)に分類されていることがある。スワップディーラーの取引が商業部門の統計の中に隠れることで、その取引実態をつかめなくなるだけでなく、統計上は実需家の取引となることで、投機家と実需家の取引動向の推移を分析する場合にも影響が出てくる。そのため、CFTCも、現状の分類方法では市場の実態を正確にとらえられなくなってきたとして、取引報告制度の改善を提案している⁽⁷⁰⁾。

IV 規制強化をめぐる動き

1 数多くの投機抑制法案

商品価格高騰に対する社会の不満の高まりを

受け、連邦議会では、商品価格高騰と投機・投資の問題に関する議論が活発に行われ、規制強化を目的とした数多くの法案も提出された。ここでは、連邦議会に提出された投機抑制法案の概要や審議経過を紹介する。

(1) 第110議会第2会期(2008年)

2008年の第110議会では、商品先物市場における投機を規制することを目的とした数多くの法案が提出された。これらの投機抑制法案では、エネルギー商品に認められている店頭市場の適用免除措置を撤廃する、エネルギー商品の店頭市場に対し取引報告義務や建玉制限を課することができる権限をCFTCに付与する、米国のトレーダーに取引を提供している外国取引所にも米国と同様の規制を課す、ヘッジャーの定義を実需家のみ限定する、取引証拠金を引き上げて投機家の取引を抑制する、市場監視を強化するためにCFTCの人員を増強する、などの様々な対策が提案されていた⁽⁷¹⁾。しかし、それら法案のほとんどは、実質的な審議がされないまま、議会の会期切れに伴い廃案となった。

数多くの投機抑制法案のうち、法案成立の行方が注目されたのは、表2に示した二つの法案である。「エネルギー市場の過当投機抑制法案」(Stop Excessive Energy Speculation Act of 2008, S.3268)は、民主党のリード上院院内総務を中心にまとめられた。同法案は、当初、取引証拠金の引き上げが盛り込まれる予定だったが、これが見送られた上で、2008年7月15日に上院に提出された。法案には、ヘッジ取引の要件厳格化や海外市場の監視強化など、規制の抜け道へ

⁽⁶⁶⁾ Interagency Task Force on Commodity Markets, *op.cit.*, p.22.

⁽⁶⁷⁾ Jickling and Cunningham, *op.cit.*, p.8.

⁽⁶⁸⁾ Sarah N. Lynch, "CFTC to Review Hedge-Exemption Rules," *Wall Street Journal*, Mar 12, 2009.

⁽⁶⁹⁾ CFTCが1週間ごとに発表している先物市場の建玉明細。内容は、報告義務のある大口玉と小口の非報告玉に大別され、そのうち、大口玉は、投機玉と商業玉(ヘッジ玉)に分類される。建玉明細報告は、各市場における参加者の取引動向をつかむことができる一次統計資料として、数多くの調査研究に利用されている。

⁽⁷⁰⁾ CFTC, *op.cit.* (27), p.33.

⁽⁷¹⁾ Jickling and Cunningham, *op.cit.*, pp.11-28.

表2 注目された二つの投機抑制法案の概要

	「エネルギー市場の過当投機抑制法案」 (Stop Excessive Energy Speculation Act of 2008, S.3268)	「商品市場の透明性と説明責任法案」 (Commodity Markets Transparency and Accountability Act of 2008, H.R.6604)
店頭市場	○店頭取引に対して取引報告義務を課す ○店頭市場混乱時の緊急権限を CFTC に付与する	○ CFTC が店頭市場を監視し、必要に応じて店頭取引に建玉制限を課す
海外市場	○一定の要件を満たさない限り、外国取引所が米国のトレーダーに取引機会を提供することを禁じる ○電子ネットワークを介して海外市場で取引する米国のトレーダーに対し、取引記録保管義務を課す	○外国取引所に対して取引情報の提供を求める ○米国と同レベルの規制水準を満たさない場合、外国取引所が米国のトレーダーに取引機会を提供することを禁じる
ヘッジ取引、 建玉制限	○ヘッジ取引の要件を、現物取引に基づくものに厳格化する ○ CFTC が店頭市場を含むエネルギー商品市場の取引に建玉制限を設定する	○ヘッジャーの建玉制限免除規定を見直す ○ CFTC が商品取引所や電子取引市場における取引に建玉制限を設定する
その他	○ CFTC が商品インデックス投資家やスワップディーラーに取引報告義務を課し、価格形成に悪影響を与えていないかを監視する ○市場監視を強化するために、CFTC の人員を 100 名増員する	○商品インデックス投資家やスワップディーラーに取引報告義務を課す ○市場監視を強化するために、CFTC の人員を最低 100 名増員する

(出典) Mark Jickling and Lynn J. Cunningham, "Speculation and Energy Prices: Legislative Responses," *CRS Report for Congress*, August 6, 2008, pp.29-34. を参考に作成

の対策が盛り込まれた。法案は、当初 7 月中にも上院を通過すると見られていたが、環境問題により沿岸部での油田開発を制限する内容の条項が共和党の抵抗を招き、審議が難航した。7 月 25 日には、本会議における審議打ち切り動議が否決され、法案の採決に進む見通しが立たなくなる。その後、修正を踏まえた話し合いが模索されたが進展はなく、議会の会期切れに伴い、同法案は廃案になった。

下院農業委員会のピーターソン委員長が提案した「商品市場の透明性と説明責任法案」(Commodity Markets Transparency and Accountability Act of 2008, H.R.6604) は、2008 年 7 月 24 日に下院に提出された。法案には、店頭市場の監視強化やスワップディーラーの建玉制限免除規定の見直しなどが盛り込まれていた。同法案の審議は、7 月 30 日の本会議にお

いて議事進行規則を停止して法案を採決する動議が否決され、一旦棚上げとなる。しかし、過当投機が商品価格高騰の原因であるとの世論の批判がやまなかったため、2008 年 9 月に審議が再開された。法案は、9 月 18 日に可決されて下院を通過、上院に回付された。上院では、10 月 2 日に農業・栄養・林業委員会に付託されたが、その後の委員会審査は進まず、議会の会期切れに伴い廃案となった。

原油価格が過去最高水準に達していた時期に提出され、審議の行方が注目された両法案は、結果的には成立をみなかった。しかし、議会が投機抑制に向けた規制強化の姿勢を見せたことは、商品先物市場への牽制効果をもたらし、機関投資家などの資金流入の減少につながったとの指摘もされている⁽⁷²⁾。

⁽⁷²⁾ Michael W. Masters, "The Accidental Hunt Brothers - Act 2: Index Speculators Have Been a Major Cause of the Recent Drop in Oil Prices," September 10, 2008, pp.3-5. (<http://accidentalthuntbrothers.com/wp-content/uploads/2008/09/ahb-act-2-080910.pdf>); 日本貿易振興機構『食料価格をめぐる米国の現状および関係政策の概要』2009.3, p.141. (<http://www.jetro.go.jp/jfile/report/07000048/syokuryoukakaku.pdf>)

(2) 第111議会第1会期(2009年)

年が明けて2009年2月、下院農業委員会のピーターソン委員長は、「デリバティブ市場の透明性と説明責任法案」(Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009, H.R.977, 以下、「H.R.977」)を提出し、下院農業委員会は2月12日に同法案を可決した。H.R.977には、2008年に提出されたH.R.6604と同様の条項も含まれ、年金資金などの商品インデックス投資を通じた過度の資金流入を管理・抑制しながら取引の透明性を高めることが意図されている。商品先物規制に関して、法案の主な内容は以下の通りである⁽⁷³⁾。

- ・過度の資金流入を防ぐために、エネルギー商品や農産品などの現物引渡し可能な商品について、適切な建玉制限を設定する権限をCFTCに付与する。
 - ・商品インデックス投資家やスワップディーラーの建玉明細、取引状況に関する情報を収集し、その情報の内訳を定期的に公開することを、CFTCに対し義務付ける。
 - ・米国のトレーダーに取引を提供している外国取引所に対して、取引データの提供や建玉制限など、米国の取引所と同様の規制を課す。また、海外市場における各国規制当局との連携を強化する。
 - ・商品先物市場の監視体制を強化・拡大するために、CFTCの組織・人員を増強する。
- H.R.977の農業委員会可決後、米国先物業協

会(Futures Industry Association: FIA)は委員会メンバーに意見書を送り、法案の一部規定は、商品先物市場の流動性減少、ヘッジコストの増加をもたらし、海外市場への資金流出が起ると指摘した。そして、現在の形式では法案成立を支持できないとした⁽⁷⁴⁾。さらに、H.R.977は、その内容から下院金融サービス委員会にも付託され、エネルギー・商務委員会、司法委員会での審査も想定されるなど、各規制に関連する委員会の間で対立を引き起こす可能性も指摘されていた⁽⁷⁵⁾。こうした事情からか、その後の委員会審査は進んでいない。

米政府は、金融商品の店頭デリバティブの決済一元化などを柱とする店頭デリバティブ規制案⁽⁷⁶⁾を2009年5月に発表した。ピーターソン下院農業委員長とフランク下院金融サービス委員長は、この規制案を支持すると表明し、二つの委員会が協力して法制化に向けて取り組むとしている。ピーターソン委員長は、H.R.977をベースに、今回の規制案を盛り込んだ新たな法案を提出する見込みである⁽⁷⁷⁾。

2 規制の抜け道への対応

次に、三つの規制の抜け道(店頭市場の規制緩和、海外市場の特例、建玉制限の免除規定)に対する規制強化の動向を紹介する。

(1) 電子取引市場の規制強化(2008年農業法)

2008年6月18日、2008年農業法(Food,

⁽⁷³⁾ 同法案の内容については、Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009 (H.R.977) (<http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c111:H.R.977>); 日本貿易振興機構 同上, pp.141-144. この法案には、特定の清算機関による店頭デリバティブ(金利・通貨等の金融商品が対象)の決済一元化、CDS取引の一時停止権限のCFTCへの付与など、2008年秋以降の金融危機を教訓とした金融デリバティブ分野の規制強化の条項も含まれている。

⁽⁷⁴⁾ Will Acworth, "House Agriculture Committee Passes Derivatives Regulation Bill," *FI Magazine*, Mar/Apr, 2009, pp.38-39.

⁽⁷⁵⁾ *ibid.*, p.39; 日本貿易振興機構 前掲注⁽⁷²⁾, p.146.

⁽⁷⁶⁾ 金融デリバティブに関して、決済の一元化などを図ることで金融機関の連鎖的な破綻を引き起こすシステムック・リスクを予防すること、SECとCFTCの権限強化により取引データの収集・公開を進め、取引の透明性と効率性を高めること、などが示されている。

⁽⁷⁷⁾ 「店頭デリバティブ規制案を発表(米国)」『通商弘報』2009.6.4.

Conservation, and Energy Act of 2008, PL110-246) が成立した。同法は、米国の農業政策の枠組みを規定するもので、農業・食料に関する問題の包括的な政策について定めたものであるが、この第13編に、商品先物に関する法改正が盛り込まれた。これにより、商品取引所法が改正され、価格形成機能を発揮していると判断された場合の電子取引市場に対する規制強化が行われた⁽⁷⁸⁾。従来、店頭市場は参加者構成や取引規模の面から価格形成機能を発揮すると見られておらず、それが規制を免除される根拠の一つにもなっていた。しかし、そうした前提が崩れ始めていることが明らかになり、店頭市場が規制の抜け道になっているとの批判が高まったことが、今回の電子取引市場への規制強化につながった。価格形成機能の有無は、①取引所上場商品と連動した決済価格となっている、②取引所上場商品との裁定取引が可能、③他の市場価格に影響を与えうる取引規模がある、④他の市場における取引の価格指標となっているという4項目の基準で判断される。CFTCがそれら基準を満たしていると判断した場合、その電子取引施設には、以下の9つの基本原則を遵守することが求められる。

- ①市場が価格操作の影響を受けないようにする
- ②価格操作、価格の乱高下、決済の不履行を防ぐために市場を監視する
- ③市場監視に必要な情報を得るための規則を設ける
- ④建玉制限などの取引規制を導入する
- ⑤建玉解消や取引一時停止などを行うための緊

急権限を整備する

- ⑥取引価格と取引高について日次情報を公表する
- ⑦市場参加者の規則の遵守状況を監視する
- ⑧規則を制定し、利益相反を防ぐ
- ⑨反トラスト法違反を防ぐ

これらの基本原則は、商品取引所が個人投資家の保護に対応する規制も遵守しなければならないことを除けば、商品取引所に適用される規制と同レベルのものとなっている⁽⁷⁹⁾。また、価格形成機能を持つ取引については、CFTCの市場監視の対象となることが求められ、市場開設者（取引施設）や市場参加者は、取引データや各々の大口建玉をCFTCに日次報告する義務が課せられる。

CFTCは、2009年3月に法改正に関連するCFTC規則の改正を終了させ、7月30日には、ICE OTCの天然ガススワップ（Henry Financial LD1 Fixed Price）が価格形成機能を持っていると判断したことを発表した⁽⁸⁰⁾。これによって、ICE OTCの天然ガス取引は、商品取引所法およびCFTC規則の新規定に基づき、建玉制限や取引情報の報告義務などの規制が課せられることになる。

2008年農業法による法改正で、価格形成機能を持つと判断された電子取引施設は、規制執行の責任をもつ自主規制機関に近いものになるだろうと指摘されている⁽⁸¹⁾。CFTCは、基本原則を遵守していない電子取引施設の運営や自主規制状況を一時停止・取り消しできるようになり、電子取引市場に対しての権限を強めることになる。しかし、この法改正は、二者間の相対で行わ

⁽⁷⁸⁾ 以下、法改正の内容に関しては、Food, Conservation, and Energy Act of 2008, PL110-246, § 13201-13202 ; Jickling, *op.cit.* (46), pp.4-5 ; James Hamilton, “Food, Conservation and Energy Act of 2008 Removes Enron Loophole and Reforms Electronic Energy Markets,” *CCH White Paper*, 2008, pp.4-7.
http://www.cch.com/Press/news/CCHWhitePaper_FarmBill.pdf を参考にした。

⁽⁷⁹⁾ Jickling, *ibid.*, p.5.

⁽⁸⁰⁾ CFTC, Order Finding That the ICE Henry Financial LD1 Fixed Price Contract Traded on the IntercontinentalExchange, Inc., Performs a Significant Price Discovery Function, 74 Fed. Reg. 145,37988-145,37991 (July 30, 2009) .

⁽⁸¹⁾ Jickling, *op.cit.*(46), p.5.

れる店頭取引については対応していない。相対取引は依然商品取引所法の規制外にあり、それを踏まえて、エンロン・ループホールが部分的にしか閉じられていないとする指摘もある⁽⁸²⁾。

店頭市場に対するさらなる規制強化の手法としては、店頭市場における取引情報の報告義務を強化し市場の透明性を高める、店頭市場にも建玉制限などの取引規制を課す、店頭市場の参加者を実需家のみ限定するなど考えられる。しかし、規制強化が行きすぎることによって資金が海外市場に流出してしまうことを懸念する声も多く、イノベーション促進や競争力維持の面では、規制が少ない店頭市場の有用性も指摘されている⁽⁸³⁾。また、CFTCは、組織の人的資源面の制約から、現状のままでは、新たに店頭市場に監視網を広げることは困難であることを指摘している⁽⁸⁴⁾。

(2) 海外市場の監視強化

2008年5月29日、CFTCは英国FSA、ICEヨーロッパとの合意に基づき、エネルギー市場の監督強化、透明性向上に向けた対策を、3者間で協調して実施していくことを発表した。この中で、原油市場の国際的な監視強化に関する対策として、ICEヨーロッパがWTI原油市場における大口トレーダーの建玉をCFTCに毎日報告すること、WTI原油の大口トレーダーが取引報告すべき建玉の対象範囲を拡大するこ

と、ICEヨーロッパはトレーダーの建玉が米国の商品取引所で課されているWTI原油の建玉説明責任水準を超えた場合はCFTCに報告すること、などの方針が示された⁽⁸⁵⁾。これは、ICEヨーロッパに上場されているWTI原油に関する規制の抜け道に対応したものである。

この方針に基づき、CFTCは2008年6月17日、ICEヨーロッパに対して米国のトレーダーへの取引機会の提供を許可したノーアクションレター⁽⁸⁶⁾を改正したと発表した。許可のための新たな条件として、ICEヨーロッパ上場のWTI原油に対して米国レベルの建玉説明責任水準を採用すること、WTI原油市場における大口トレーダーの建玉をCFTCに毎日報告することなどが提示された⁽⁸⁷⁾。これは、ICEヨーロッパのWTI原油取引にも、NYMEXにおける同取引に課せられている規制と同水準の規制を備えることを要求するものであり、CFTCはICEヨーロッパに対して120日以内の対応を要請した。

これに対してICEヨーロッパは、2008年10月6日に取引所規則の変更を発表した。これにより、WTI原油、灯油 (heating oil)、ガソリン (RBOB Gasoline) の各取引について建玉説明責任水準が新たに設定され、取引所が要求した場合には、取引会員は顧客 (委託者) の識別情報を提出しなければならないなど、規制が強化された⁽⁸⁸⁾。これらの変更は、CFTCの要求に合致したもので、WTI原油に関するICEヨーロッ

⁽⁸²⁾ Jickling and Cunningham, *op.cit.*, p.5. コックス前CFTC委員長も、2008年6月の議会証言において、2008年農業法による規制強化がほとんど効果ないと指摘している。

⁽⁸³⁾ Brunet and Shafe, *op.cit.*, p.706.

⁽⁸⁴⁾ CFTC, *op.cit.* (27), pp.34-35.

⁽⁸⁵⁾ CFTC, "CFTC Announces Multiple Energy Market Initiatives," Release: 5503-08, May 29, 2008.

<http://www.cftc.gov/newsroom/generalpressreleases/2008/pr5503-08.html>

⁽⁸⁶⁾ ある行為が違法に当たらないかどうかを確認する問い合わせに関して、CFTCが問題ないと判断した時に問い合わせ先に交付する文書。

⁽⁸⁷⁾ CFTC, "CFTC Conditions Foreign Access on Adoption of Position Limits on London Crude Oil Contract," Release 5511-08, June 17, 2008. <http://www.cftc.gov/newsroom/generalpressreleases/2008/pr5511-08.html>; CFTC, "Amendment to No-Action Letter Issued to the International Petroleum Exchange of London (now ICE Futures Europe)," CFTC Letter No.08-09, June 17, 2008. <http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@lrllettergeneral/documents/letter/08-09.pdf>

パの規制水準はNYMEXのそれに近づいたといえよう。

また、CFTCは2009年7月30日に、ICEヨーロッパのWTI原油先物の取引をCFTC建玉明細報告で公表していくことを発表した。8月20日には、CFTCと英FSAが、原油先物市場のさらなる監視強化で合意し、取引規則の変更や相場操縦に関する情報を共有することや、互いにニューヨークとロンドンの原油市場の取引情報を直接入手したり、取引所から独自に事情聴取したりできるようになることが発表されている⁽⁸⁹⁾。

CFTCは、ICEヨーロッパへの対応と同様に、ドバイ商品取引所へのノーアクションレターも変更するなど、米国のトレーダーに先物取引を提供することを認められている外国取引所に対する規制を強化している。また、有効な市場監視に向けた各国規制当局との連携も進んでおり、海外市場に対する監視強化は、一定の進展を見せているといえる。ただし、取引所にとって利便性（規制の少なさ）が資金を呼び込む手段の一つとなることも事実であり、今後もICEヨーロッパに代わるような取引の場が出現する可能性は否定できない。市場がグローバル化し、国境を越えた取引が広がる中で、国際的な規制水準の整合性を図っていくことが重要になって

いる。

(3) 建玉制限免除規定の見直し

CFTCは、2008年9月、スワップディーラーやインデックスファンドの取引実態を調査した報告書を公表したが、この中で、スワップディーラーを商業部門に分類している建玉明細報告の方法を改めて、スワップディーラーの分類区分を新設すること、スワップディーラーに認められている建玉制限免除の見直しを行うことなどを柱とした規制強化案を提示した⁽⁹⁰⁾。

その後、2009年3月に、CFTCは上記報告書で提案したスワップディーラーの免除規定の見直しに関して、CFTC規則を改正して免除規定を撤廃し、新しいリスク管理特例に置き換えるべきかどうか、またその場合、新しいリスク管理特例をどのような方法で効果的に実施すればよいかについてのコンセプトリリースを公表した⁽⁹¹⁾。ここでは、提案に対する意見とともに関連する15項目の具体的質問に関する意見が募集され、6月16日までの期限内に商品取引所、先物業界、生産者団体、機関投資家などから意見が寄せられた。

CMEグループ⁽⁹²⁾などの商品取引所や先物業界、機関投資家などは、おおむね「免除規定の

⁽⁸⁸⁾ ICE Futures Europe, “CFTC No Action Letter—implementation of Position and Accountability Limits,” Circular 08/089 G06, October 6, 2008. <<https://www.theice.com/publicdocs/circulars/08089%20G06.pdf>>; ICE Futures Europe, “GUIDANCE ICE Futures Europe Position and Accountability Limits for ICE WTI Futures and Options, ICE Heating Oil Futures and ICE RBOB Gasoline Futures,” October 2008. <<https://www.theice.com/publicdocs/circulars/08089%20G06%20attach.pdf>>

⁽⁸⁹⁾ CFTC, “Commodity Futures Trading Commission and Financial Services Authority to Enhance Regulatory Cooperation and Cross-Border Surveillance of Oil Markets,” Release: 5698-09, August 20, 2009. <<http://www.cftc.gov/newsroom/generalpressreleases/2009/pr5698-09.html>>; 「原油先物取引 米英、監視強化で合意」『日本経済新聞』2009.8.21, 夕刊。

⁽⁹⁰⁾ CFTC, *op.cit.* (27), pp.32-35. 他には、店頭市場におけるスワップディーラーの活動について新しく定期報告を作成、大口トレーダーの取引報告様式の改善、市場監視に関わるCFTCの組織・人員の増強、スワップディーラーの取引部門と市場調査部門の独立性の点検などが提案されている。

⁽⁹¹⁾ CFTC, Concept Release on Whether To Eliminate the Bona Fide Hedge Exemption for Certain Swap Dealers and Create a New Limited Risk Management Exemption From Speculative Position Limits, 74 Fed. Reg. 55.12282-55.12286 (March 24, 2009); Carolyn Cui and Brian Baskin, “CFTC Aims at Speculators - Report Suggests Cap on Positions of Certain Traders,” *Wall Street Journal*, Mar 28, 2009.

⁽⁹²⁾ シカゴ商品取引所 (CBOT) やNYMEXなどを傘下に持つ、米国最大の商品取引所グループ。

撤廃は、スワップディーラーの市場参加の減少につながる。」「スワップディーラーの市場退出は、市場流動性の縮小、価格変動の増大をもたらし、米国の商品先物市場にとって大きな不利益となる。」と主張し、免除規定の撤廃には反対の姿勢を示している。逆に、全米綿花協会(NCC)などの生産者団体は、「免除規定の適用は実需家に限定されるべきで、スワップディーラーに免除規定を認めるべきでない。」「スワップディーラーは、彼らの顧客が現物商品を取り扱う生産者や消費者である場合に限り、免除規定が許可されるようにすべきだ。」と、免除規定の撤廃または制限を求めている⁽⁹³⁾。

こうした流れを踏まえ、CFTCのゲンスラー(Gary Gensler)新委員長⁽⁹⁴⁾は7月7日、エネルギー商品市場における建玉制限の厳格適用を検討することを発表し、今夏から関係機関・団体のヒアリング調査を開始して、具体策を詰めていくとした⁽⁹⁵⁾。スワップディーラーに認められていた建玉制限免除規定の撤廃・変更は、年金基金などの商品投資活動を直接的に抑制することにつながり、市場に与える影響は大きいと思われる。市場の波乱要因となる可能性や先物業界の反対がある中で、CFTCが規制強化にどこまで踏み込むのか注目される。

3 今後の行方

2008年以降、米国における商品先物規制強化は、三つの規制の抜け道への対応(店頭市場の監視強化、国際的な市場監視体制の整備、投資資金

の流入に対する措置)を軸に進められてきた。店頭市場や外国取引所については、徐々にではあるが規制の網が広がってきている。規制強化に関して賛否様々な論調がある中で、CFTCは、商品先物市場の透明性向上に注力する形で、慎重に規制強化を進めてきたといえる。

今後の争点は、より直接的な規制となる、商品インデックス投資に対する取引制限や店頭市場における取引報告義務・取引制限などの問題に移る。米政府・CFTCは民主党への政権交代を機に、年金基金などの商品インデックス投資に対する規制強化に方針を転換したとされ、CFTCはさらなる規制強化の具体策を検討して今秋にも詳細を公表する予定といわれる⁽⁹⁶⁾。

検討中とされる具体策には、以下のようなものが挙げられている⁽⁹⁷⁾。

- ・スワップディーラーに対する建玉制限免除の撤廃に加え、何らかの形で商品インデックスファンドへの投資を規制する。
- ・石油会社や投資ファンドが金融機関などに持っているデリバティブ取引の口座に共通の識別番号を付け、取引の流れを容易に把握できるようにする制度を導入する。
- ・実態が不透明だった店頭市場の相対取引について、CFTCがすべての取引参加者の売買実態を把握できる仕組みを導入し、売買を仲介した金融機関にはCFTCへの報告義務を課す。
- ・取引情報を基に年金基金などの建玉を細かく把握し、店頭取引と取引所取引の総計で投資可能な上限を設定する。

⁽⁹³⁾ これら意見については、“Federal Register Comment File 09-004,” CFTCホームページ〈<http://www.cftc.gov/lawandregulation/federalregister/federalregistercomments/2009/09-004.html>〉を参照。

⁽⁹⁴⁾ オバマ政権の発足後、2009年5月に正式に就任した。元財務次官。

⁽⁹⁵⁾ CFTC, “Statement by Chairman Gary Gensler on Speculative Position Limits and Enhanced Transparency Initiatives,” July 7, 2009. 〈<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/pressrelease/genslerstatement070709.pdf>〉

⁽⁹⁶⁾ Ianthe Jeanne Dugan and Alistair MacDonald, “Traders Blamed for Oil Spike - CFTC Will Pin '08 Price Surge on Speculators, in a Reversal From Bush Findings,” *Wall Street Journal*, Jul 28, 2009; 「米、商品投資規制を強化 相場の高騰防ぐ」『日本経済新聞』2009.8.8.

⁽⁹⁷⁾ 同上; 「デリバティブ取引口座に背番号制」『日本経済新聞』2009.7.9.

・投機家の原油先物の建玉残高のうちヘッジファンドは分けて表示するなど、CFTC建玉明細報告の情報量を増やす。

こうした規制は、資金の流れを迅速につかむことで価格操作を摘発しやすくすることに加え、市場の取引実態も明確になり、市場の透明性を高めることにつながる。今まで実行されてきた規制強化と比べて、市場に与える効果も大きなものになるだろう。

しかし、その分、規制案に対する反発も予想される。スワップディーラーなどに対する建玉制限の導入は、商品取引所や先物業界を中心に、市場の縮小を招くとして反対意見も根強い。取引の実態把握につながる識別番号制度については、取引の秘密保持が難しくなるとして、大手金融機関が反発する可能性も指摘されている⁽⁹⁸⁾。また、店頭市場や海外市場などを新たに監視網に加えていくためには、CFTCの組織・人員体制の大幅な増強も必要になってくる。さらなる規制強化を行うまでに、米政府・CFTCは、様々な立場の利害をうまく調整する必要も出てくるだろう。

おわりに

原油や穀物などの商品価格は、様々な生活必需品への波及を通じて人々の実生活にも大きな影響を及ぼす。また、米国商品取引所法においては、過当投機や価格操作から市場を保護し、重要な公益である価格形成機能を守ることが法の目的になっている。こうしたことから、有限であり生活必需品である農産品・エネルギー商品については、株式や債券とは異なった規制体系が必要であるという姿勢⁽⁹⁹⁾は、原則として

よく理解できる。

その一方で、規制レベルをうまく調節することは簡単ではない。規制が強すぎると市場の利便性が失われ、市場から資金が逃げていく恐れがある。資金が大きく流出すると大幅な値崩れや流動性の低下を招き、価格が大きく変動する市場環境になりかねない。また、規制によって商品価格を抑え込むことで、供給側の増産投資意欲や技術革新の努力を削いでしまうこともある。人為的な価格抑制は、中長期的に見て、経済社会に何らかのひずみを生じさせる恐れがあるだろう。生産者や消費者の双方にとって有益な価格を形成するためには、市場メカニズムを健全に機能させることが必要である⁽¹⁰⁰⁾。

CFTCは、2009年8月19日、ドイツ銀行系の運用会社など2社に対して、商品インデックス投資関連の取引について建玉制限の免除を認めたとノーアクションレターを撤回し、農産品先物の買い建て玉に建玉制限を適用すると発表した。この措置は、当該2社に限って適用されたもので、他の会社や商品には影響を与えないが、今まではCFTCが強制的な建玉制限に踏み切ることを疑問視する声もあったため、市場には驚きが広がっている⁽¹⁰¹⁾。

今後は、原油など広範囲な商品にわたって同様の建玉制限が課せられていく見込みが高まり、商品インデックス投資に対する規制強化への流れは、市場の波乱要因となる可能性も出てきた。市場への影響も念頭に置きながら米政府・CFTCが規制強化にどこまで踏み込んで行くのか、今後の規制強化の行方が注目される。

(おくだ さとる)

⁽⁹⁸⁾ 『日本経済新聞』2009.7.9. 同上。

⁽⁹⁹⁾ この主張は、商品インデックス投資を批判していたマスターズ氏などが強く指摘していたものが、最近では、CFTCのゲンスラー新委員長もこうした姿勢を示し始めている。

⁽¹⁰⁰⁾ 「フードクライシス(4) 穀物へ回帰する投資家」『日本経済新聞』2009.6.7.

⁽¹⁰¹⁾ 「持ち高上限 ファンドに発動 米、商品投資に規制」『日本経済新聞』2009.8.21；「国際商品取引、米が投資規制 相場下押し要因に」『日本経済新聞』2009.8.22.