

# JCFA

Japan Commodities Fund Association

no. **45**  
2009年9月 / 発行  
**9・2009**  
SEPTEMBER

---

第12回通常総会	
加藤雅一会長ご挨拶 .....	2
多々良實夫理事乾杯のご挨拶 .....	3
平成20年度事業報告及び収支決算報告 .....	4
平成21年度事業計画書 .....	6
インタビュー	
商品ファンド復活への道 / 牛嶋英揚 .....	7
寄稿	
商品はアセットクラスの「シンデレラ」?	
/ 益永 研 .....	9
協会役員名簿 / 編集後記 .....	11

---

社団法人 日本商品投資販売業協会

# 第12回通常総会を開催

加藤雅一会長ご挨拶

## 商品ファンドの啓蒙に全力



本日はお忙しい中、お越し頂きましてありがとうございました。また、日頃、当協会の運営に厚いご支援を頂き、心より感謝申し上げます。まず、第12回通常総会と第7期第1回理事会が無事終了いたしましたことをご報告申し上げます。今回は役員の改選時期で新任の理事を3名、監事1名を選出しました。この陣容で前に向かって行きたいと考えています。

皆様ご存じのとおり、現在は大変厳しい状況です。当協会の歴史を振り返っても1998年がピークで、会員数82社、設定残高3224億円でした。それが直近では会員数22社、残高203億円です。おどろくほど減少しています。

しかし、私はこの時期こそ商品ファンドが大変重要な商品として個人投資家を含め一般の投資家の方々に認識していただける時ではないかと思っています。GDPがマイナス15.2%減少したとの報がありましたが、楽観視するわけではありませんが、ここが底でV字回復は無理でも右肩上がり回復していくと思っています。

そのような中、皆様のご支援を賜りながら当協会は今期、商品ファンドの良さ、重要性を認識してもらえるよう商品ファンドを広く啓蒙していきたいと考えております。また、私も率先して啓蒙していく所存です。

ただ、会員の皆様のご協力を仰がねば、啓蒙活動も実を挙げることが出来ず、当協会は存続しえません。なにとぞご支援のほど、よろしくお願い申し上げます。



## 「いまが底」の業界にしたい

総会が無事終わり、理事に選任され、非常に感激しております。一生懸命がんばりたいと思っていますのでよろしくお願いします。また、商品ファンド設定残高が増えるようにするとともに、ご出席しておられる方々の商売が暗い話ばかりではなく「今が底だ」というような業界にしたいと思っています。そういう意味で皆様のご健闘を祈念して杯を上げたいと思っています。



# 平成20年度の事業及び収支決算報告と 21年度の事業計画及び予算等を承認

第12回通常総会では「平成20年度事業報告書及び収支決算報告書」「平成21年度事業計画書（案）及び収支予算書（案）」を承認した。以下、その概要を報告する。

## 平成20年度事業報告書及び収支決算報告書

（平成20年4月1日から平成21年3月31日まで）

### [ 概況 ]

平成20年度の日本経済は、戦後最長とも言われた経済成長の流れを受け、いまだ安定成長を維持すると見られましたが、米国のサブプライムローン問題による、米政府系金融部門での資産内容の悪化が表面化するに伴い、米国内での信用リスクが急速に高まり、歴史的な景気後退につながりました。

今年度の商品市場は前年からの上昇傾向を引き継いで、当初は上値追い傾向が強まりました。しかし、米国内での信用リスク懸念の高まりから株価が大幅な調整下落に転じるに伴い、既存投資ポジションの解消に繋がりました。こうした中、原油、とうもろこし、大豆は下がりましたが貴金属は秋口より上昇に転じました。

さて、今年度、当協会は、6月に金融商品取引法による「金融商品取引業協会」としての認定を受け、自主規制機関として一步を踏み出しました。また、昨年度末の第2回臨時総会で決議された会員制度や会費改定等、新制度への移行を実行しました。ただ、金融危機の影響を受け、商品ファンドも運用本数23本、運用残高は203億円になりました。

これからも商品ファンド業界の健全な発展と安定した協会運営が図られるよう努めてまいりますので、今後とも協会活動に対しまして、会

員の皆様のご支援を賜りますようお願いいたします。

### 1．金融商品取引業協会の認定及び業務規定の認可

平成20年6月24日付で金融商品取引法（昭和23年法律25号。以下「金商法」という）第78条第1項に規定する金融商品取引業協会として内閣総理大臣より認定を受けた。

また、同日付で金商法第79条の3第1項の規定に基づき業務規定について内閣総理大臣の認可を受けた。

### 2．定款変更認可

平成20年6月20日付で金融商品取引業協会としての目的、業務等の定款変更について、内閣総理大臣、農林水産大臣、経済産業大臣より認可を受けた。

### 3．役員承認

（略、最終ページ参照）

### 4．平成21年度税制改正要望

平成20年9月24日に日本商品先物振興協会、日本商品委託者保護基金及び株式会社日本商品清算機構との連名で自由民主党組織本部団体総局に「平成21年度税制改正に関する要望について」を提出した。

### 1 商品先物取引（オプションを含む）の決済

- 差損益について、金融所得課税一元化の対象とし、対象とすべき金融所得について、その税率を同一とするとともに、損益通算及び損失繰越を可能とする措置を講じること。
- 2 商品ファンド（信託型、匿名組合理型、海外リミテッドパートナーシップ型）の収益分配金・償還損益を金融所得課税一元化の対象とし、対象とすべき金融所得について、その税率を同一とするとともに、損益通算及び損失繰越を可能とする措置を講じること。
- 3 商品取引所法に基づく「委託者保護基金」について、非課税措置等所要の税制措置を講ずること。
- 4 日本商品清算機構の決済不履行積立金について、積立時の課税繰り延べ措置を講じること。
- 5 諸会議の開催
- (1) 第11回通常総会（平成20年5月14日）
- 1 平成19年度事業報告書及び決算報告書に関する件
  - 2 平成20年度収支予算書の一部修正に関する件
  - 3 認定金融商品取引業協会申請に関する件
  - 4 定款の変更に関する件
  - 5 役員の選任に関し承認を得る件
- (2) 理事会 5回
- (3) 監事会 2回
- (4) 常設委員会
- イ 総務委員会 5回
  - ロ 自主規制委員会 2回
  - ハ 企画調査委員会 2回
  - ニ 広報委員会 3回
  - ホ 苦情処理委員会 2回
- 6 関係資料の発行・配布
- (1) 協会機関誌（ホームページに掲載）3回
  - (2) 米国パークレイヘッジ社のマネジド・フューチャーズ四半期レポート 4回
- 7 業務に係わる連絡・通知文書等の発出
- 58回
- 8 協会主催の会合
- (1) 会員懇親会 1回
  - (2) 会員セミナー 3回
- 9 会員との情報交換及び提供
- (1) 広告に関する事前相談 1回
  - (2) 資料請求 2回
- 10 投資者への普及啓発
- 1回
- 11 苦情・相談等の処理状況
- 相談受付 1回
- 12 国内関係機関との交流
- 4回
- 13 主務省関連事項
- (1) 金融審議会金融分科会 7回

# 平成21年度事業計画書

(平成21年4月1日から平成22年3月31日まで)

1．平成20年12月1日に施行された新公益法人制度への対応

2．本会の健全な運営のための諸施策の検討

3．商品投資関連業務を会員が行うに当たり、法その他法令の規定を遵守させるための会員に対する指導、勧告その他の業務

(1) 会員への通達、説明会等を通じて指導を行い、会員の法令・諸規則の理解度の向上及び法令遵守の徹底を図る。

4．会員が行う商品投資関連業務に関し、契約の内容の適正化、資産運用の適正化、その他投資者の保護を図るための必要な調査、指導、勧告その他の業務

(1) 適宣、会員の業務運営状況を調査し、必要に応じ適切な豊作等について指導する。

5．会員の法もしくは法に基づく命令もしくはこれらに基づく処分もしくは定款その他の規則または信義則の遵守の状況の調査

(1) 立ち入り、書面、ヒヤリング、その他本会が適当と認める方法により調査を行い、法令等違反がある場合には、定款及び処分等の規則に基づき必要な手続きを執る。

6．会員の行う商品投資関連業務に関する投資者からの苦情の解決及び争いがある場合のあつせん

(1) 会員が行う業務に関し苦情の申立てがあった場合には、必要な助言をし、苦情に係わる事情を調査するとともに、苦情に係わる会員に対し処理を求め、迅速な解決を図る。

(2) 前項の苦情に関し争いがある場合には、申立人の意思を確認した上で、本会が業務委託している紛争解決支援機関を紹介し、当該機関を

利用するための必要な手続を説明する。

7．会員の行う商品投資関連業務に係わる取引の勧誘の適正化に必要な業務のため必要な規則の制定その他の業務

(1) 会員が行う業務に係わる取引の勧誘の適正化を図り、投資家保護と事業の公正かつ円滑な運営を確保するため、本会の自主規制規則等の制定、改正を行う。

8．会員及び会員の役職員の研修

(1) 会員の役職員等に対して投資家保護及び法令遵守と商品投資関連業務に係わる知識の向上を図るため、各種セミナー、説明会等を開催する。

9．商品投資関連業務に関する調査研究

(1) 商品投資関連業務の関係課題全般について研究を行う。

10．商品投資関連業務に係わる投資者に対する普及啓発

(1) 商品投資関連業務についての理解を深めるため、ホームページの充実、機関誌の刊行等による広報活動を行い、投資者等への周知、啓蒙活動を行う。

11．関係機関との交流及び協力

(1) 金融商品取引業関係諸団体、商品先物取引関係諸団体、消費者団体、経済関係団体、海外の関連機関等と必要に応じて情報交換、協力をを行う。

12．関係官庁その他関係機関に対する建議、要望及び連絡及び法その他法令の規定に基づく協力

13．本会の目的を達成するために必要な業務

# 商品ファンド復活への道

## 金融商品にフォローの風

商品投資顧問業協会前会長 牛嶋 英揚

1991年、商品ファンド法が制定されてから17年。一時、大きく伸びた商品ファンドだが、最近では頭打ちの状況も呈している。昨年来、商品価格が暴落するなど、アゲインストの風に見舞われていることも一因だが、商品ファンドの金融商品としての魅力は極めて大きなものがある。商品ファンドは将来、どうなっていくか、どうあるべきか、ファンドなどを運用しているC T A（商品投資顧問）の団体である日本商品投資顧問協会前会長で業界最大手アストマックス社長の牛嶋英揚氏に聞いた。

（聞き手は市場経済研究所 岡本匡房）

### 銀行の撤退が響く

商品ファンドは一時、大きく伸びた後、減少に転じました。この現状について、どうみていらっしゃいますか。

牛嶋 最大の要因は銀行の撤退でしょう。銀行は投資信託を販売するためにリスク商品販売のノウハウを得るテストケースとして商品ファンドに参入しましたが、その後、投資信託の販売が認められたことで、営業をそちらに移し、商品ファンドから撤退しました。また、当初参入していた商社やリース業界も、その後、ほとんどがやめてしまいました。

販売力のあるところがやめた？

牛嶋 いや商社などはそれほど販売力はありませんでした。ただ、商品ファンドは投信のような大型の金融商品と比べると規模が小さく「すきま商品」といえます。金融商品取引法の改正などで投信の柔軟性が増し、金融機関各社が力を入れたことで「すきま商品としての商品ファンド」へのニーズが減ったこともあるかも知れません。

ただ、商品ファンドの運用を手掛ける商品投資顧問業者の運用額は伸びています。

牛嶋 商品ファンドの運用以外にE T F（上場投信）など他の金融商品の運用を手掛けているためです。現在もC T Aは商品ファンドなど商品先物取引で運用している額が最も多いのですが、その比率は下がりつつありますね。

昨年は商品が暴騰後に暴落しました。商品ファンドの特性は「売りからも買いからも入ることができ、価格が上がっても下がっても利益を上げられるところにある」といわれています。しかし、残念ながら、運用成績は総じてよくはありませんでした。

牛嶋 いや、運用成績の悪かったのは、何も商品ファンドだけではありません。株式も大きく下がって投信の成績も悪かったし、ヘッジファンドでは大きな損を出したところもたくさんありました。ほとんどの金融商品が損を出したと思いますよ。

### いまは商品ファンドにはチャンス

いま商品ファンドを扱っているのは商品取引員会社（＝商品先物取引の仲介業者）が大半ですが、他の金融機関と比べ販売力が弱いのでは。

牛嶋 そうは思いません。ただ、商品取引員は商品先物取引に力を入れ、商品ファンドにはあまり力を入れていないところが多かった。商品先物取引は手数料ビジネスで少しでも売買すれば手数料が入ってきますが、商品ファンドはある程度残高が積み上がらないと利益が出ないからではないでしょうか。



牛嶋英揚  
アストマックス社長

いま、商品先物取引は「勧誘規制」が強化され、アゲインストの風が吹いています。牛嶋 商品ファンドには逆にチャンスです。勧誘規制が商品先物取引より少ないので、力を入れるところが増えてくれば、残高も増えてきます。特に商品先物取引で不招請勧誘が実施されれば、新しいビジネスとして商品ファンドに目を向けるところも出てくると思います。そういう戦略を採る商品取引員が出てくることを期待しています。

### 各種のファンドの組成を

商品ファンドはこれまで損を出しても元本を確保する「元本確保型」が減り、ほとんどが、たとえ損を出しても高い利益をねらえる「積極運用型」になりました。これは商品ファンドに取っては望ましい方向でしょうか。牛嶋 上場投信は基本的にパッシブですが、商品ファンドはいろいろな形が考えられます。例えば、リスク限定の仕組みを取り入れたり、原油ファンド、金ファンドといった単品のファンドもあるでしょう。また、直接、単品の先物取引に入るのではなく、間接的に入るインデックスファンドといったようなものもあってよい。要は、いろいろなタイプを組成して、ニーズを汲み上げることです。

2004年の商品取引所法改正の時、「先物取引の知識の少ない個人投資家はまず商品ファンドから」といわれました。牛嶋 確かに、個人投資家に取って先物取引はリスクが大き過ぎます。その意味でもリスク限

定の商品ファンドはいまこそ求められているといえます。いま、商品に投資する投信が増えています。C T Aはそれらの運用を引き受けることで、運用残高も商品ファンドの組成残高を上回ってきています。時代は商品での資産運用を求めてきているといえるでしょう。

### 業界一丸もきっかけに

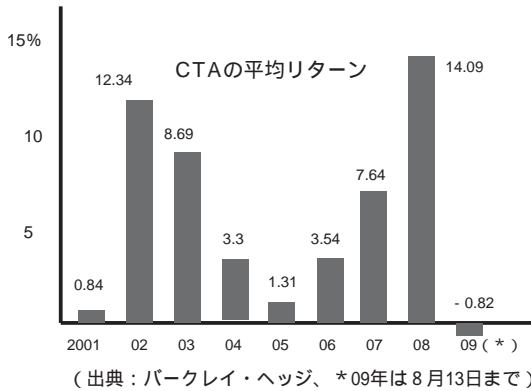
商品ファンドを伸ばすにはどうしたらよいでしょうか。牛嶋 商品ファンドの良さは柔軟性とコストの安さにあります。投信は柔軟性は増したとはいえ商品ファンドほどではありません。その特性をアピールすることでしょう。

商品ファンドを取り扱う商品取引員の経営規模は証券、銀行より小さい。そこで個々の商品取引員が商品ファンドを組成するのではなく、「業界で一つの商品ファンドを組成し、みんなで販売したどうか」という考え方もあります。牛嶋 商品ファンド拡大の一つのきっかけにはなると思います。1社ではコスト、販売力の面で商品ファンドをやめるところやノウハウもライセンスもなく人材もないということも、それなら参加出来ます。それで、商品ファンドが大きく育ったら、各自で独自の商品ファンドを売り出すという方法もありますね。

国内は商品先物取引の規模が縮小しています。海外での運用も考えるべきでしょうか。牛嶋 既に、海外で運用しているところもあります。ただ、国内の商品先物取引の活性化を図るためにも国内での運用を中心とすべきでしょう。

商品を組み入れた上場投信（E T F）が増えています。牛嶋 大阪証券取引所の金E T Fは200億円、原油E T Fはまだ30億円程度と聞いています。商品先物取引はまだ、十分に対抗できます。前に述べたように商品ファンドは柔軟性がありコストが安い。それを活かすことです。それには魅力あるプロダクトを作ることが必要でしょう。

# 商品はアセットクラスの「シンデレラ」？



エム・ケイ・ニュース社代表 益永 研

年金基金が「コモディティ」への投資増やす

しかし、こうした厳しいビジネス環境の変化にも関わらず、一方では世界的なコモディティ市場の高騰を反映して、今後は「コモディティ」にこれまで以上の資金が集まるだろうと分析する大手リサーチ会社も少なくない。英国最大のリサーチ会社ワトソン・ワイアット社もその一つで、同社は今年7月、世界の大手年金資産が運用するオルタナティブ資産が08年には8170万ドルとなり、前年比1%減少したと報告しているが、一方で、「コモディティへの投資は伸びており、年金基金が運用するアセットクラスの中で、『シンデレラ』になりつつある」と指摘する。ちなみに、同社が報告の中で「オルタナティブ」と分類しているのは、不動産、株式のファンド・オブ・ファンズ、ヘッジファンド・オブ・ファンズ、そしてコモディティのファンド・オブ・ファンズ、商品ETFなど5種類だが、その中で、コモディティ関連の商品は、以前は年金基金にはあまり顧みられることがない投資対象だったようだ。

しかし、今年8月、同社のアセット・リサーチ部門のチーフアナリスト、デビッド・ホイル氏は、英国の金融紙の取材に対し、「コモディティはこれまでアセット・クラスのマネージャーたちにとって、醜い妹という存在であり、あまり好かれていなかった。実際、世界の大手100年金基金が、直接『商品』に投資している額は、総額のわずか0.4%に過ぎないという数字もある」と前置きしたうえで、「だが、ここ数年間は、年金基金の大半が、商品のファンド・オブ・ファンズや商品ETFなどを通じて、『コモディティ』に運用資金の5~10%を移し始めている。株に投資されていた資金が、コモディティがらみ

規制強化控えて伸び悩むマネージド・フューチャーズ

2008年は、平均13.9%の利益を稼いだ米国のマネージド・フューチャーズだが、09年は、これまでのところ低迷している。マネージド・フューチャーズの資金を実際に運用する商品投資顧問（CTA）の今年1月～8月の通算成績も平均-0.2%と伸び悩んでいる。

米国のマネージド・フューチャーズ関係者によれば、不振の原因はデリバティブ取引に対する規制強化の動向が不透明だったことと、価格変動が少なく、明確なトレンドが出なかったことにある。そのため、多くのCTAたちは、昨年の利益を守るためにレバレッジを切り下げ、トレンドが出るのを待っている状態だというのが一般的な見方でもある。

実際、米連邦取引委員会（FTC）は8月6日、石油市場での詐欺行為や不正操作を禁じる規則を発表した。実施は11月4日からだが、実施されれば、そうした行為に関与したトレーダーや企業には、1日当たり最大100万ドルの罰金が課されることになるという。また、米商品先物取引委員会（CFTC）では8月現在、先物市場における建玉規制も検討中であり、実施されれば、ヘッジファンドなど大口の金融資産の市場参加が制限される恐れもある。規制強化によって、流動性を含む商品先物市場のダイナミズムが殺される可能性は高いということだ。

の有価証券に移るケースも増えている」と答えている。

前述したように、同社の調査によれば、年金基金によるこれら「オルタナティブ」への投資金額は08年から09年にかけて1%減少している。前年度の07年から08年にかけては40%も伸びているから、07年以前と比べれば、オルタナティブ全体として運用資産が増えていることは間違いない。しかし、不動産と株が暴落し、ヘッジファンドの多くもマイナスになった環境を考えれば、オルタナティブ部門はもっと減少してもおかしくなかったはずであり、それがわずかに1%減にとどまったのは、「商品に投資するファンド・オブ・ファンドや商品ETFへの投資額が増え続けたためだ」と、ホイル氏は指摘するのである。「コモディティは、醜い妹から、今まさにシンデレラへと変身しつつある」というわけだ。

#### 価格高騰の継続がカギ

むろん、コモディティが、いわゆる商品ファンドも含めて今後、年金基金の世界で本当の意味でシンデレラになれるかどうかは、まだ不透明ではある。ホイル氏も、「年金基金の運用マネージャーたちが今、コモディティに関心を持っているのは、コモディティ価格がここ数年間高騰したという市場環境によるところが大きい。逆に今後、コモディティ価格が安定もしくは再び下落する環境になったときには、関心が薄れる可能性もある」と指摘する。つまり、コモディティは、お伽話のシンデレラ同様、12時を過ぎると、再び醜い妹に戻ってしまう可能性もあるということだ。

ただ、過去8年間のCTAの年間運用成績を見ると、悪い時でも平均0.84%（2001年）、最高では14.09%（08年）の成績を上げており、リーマンショックに揺れた昨年でさえ、14.09%のリターンをたたき出している。今年は、これまでのところ低迷しているが、優秀なCTAは、その中でも利益を出している。この10年間を振り返れば、必ずしも商品市場が一本調子で上がった時ばかりではなかった。

そうした中で、これだけの成績を出せたのは、CTAたちの多くが、必ずしも「商品指数買い」の運用ばかりをしていたわけではないという証明でもある。欧米のトップ100の年金基金のマネージャーたちが、ここへきてコモディティに投資するのには、それなりの理由があるということだ。

#### 改めて商品ファンドの魅力の見直しを

このように、欧米の年金基金では今、改めて「コモディティによる分散投資効果」が注目されているわけだが、わが国の年金基金の中には目下、コモディティどころか、ここ数年、ようやく浸透してきたオルタナティブ運用そのものを手控える動きが一部に見られる。

先日も、東京のある厚生年金基金の今年度の運用提案書を入手したが、昨年度、唯一利益を出していた「ヘッジファンド」を切り、日本株の投資信託に乗り換えていたのには驚かされた。その結果、同基金のポートフォリオは、ほぼ100%、国内株や国債の運用という昔ながらのものになってしまっていた。しかも運用するのは皆、大手信託銀行や保険会社ばかりと、これもまた、往年の姿である。

それでも、その基金の運用成績が良ければ文句はないのだが、同基金は、5年前にはおよそ700億円以上の運用資産があったのが、ここ数年の株式の暴落で、現在の試算価値は約340億円と半分以下になっている。昨年度も、基金全体では18%前後のマイナスパフォーマンスである。そのため、運用コンサルタントを変えるという理事もいたようだが、結果的に、基金全体のわずかに5%足らずの資産しか運用していないヘッジファンドを、唯一好成績を出しているにも関わらず切ることになってしまったという。日本ではまだ、いわゆるオルタナティブ投資がシンデレラに変身するのは難しそうだと痛感させられた話の一つではあった。

商品ファンド関係者には、わが国のこうした旧弊に風穴を開けて、新しいオルタナティブ投資の例をより多く社会に示していただきたいものである。

## 協会役員名簿

第7期（平成21・22年度）

会 長	加藤 雅一	非常勤	岡藤商事株式会社代表取締役会長
副会長	倉澤康一郎	非常勤	慶応義塾大学名誉教授
副会長	清水 清	非常勤	カネツ商事株式会社代表取締役会長
副会長	本間 正義	非常勤	東京大学大学院農学生命科学研究科教授
常務理事	吉田 勝亮	常 勤	事務局長
理 事	多々良 實夫	非常勤	豊商事株式会社代表取締役会長
理 事	二家 勝明	非常勤	日本ユニコム株式会社代表取締役会長
理 事	三浦 良造	非常勤	一橋大学大学院国際企業戦略研究科教授
理 事	三原 淳雄	非常勤	株式会社インパルス代表取締役社長
理 事	和仁 亮裕	非常勤	外国法共同事業法律事務所リンクレーターズ パートナー弁護士
監 事	小笠原昭夫	非常勤	光陽ファイナンシャルトレード株式会社 代表取締役社長
監 事	宮 裕	非常勤	あずさ監査法人代表社員

### 編集後記

2009年度もはや半分過ぎました。今年度は大変厳しい経済環境ですが「こういう時期こそ商品ファンドの良さ、重要性を認識してもらえないのではないか」と加藤会長は総会後の懇親会で述べています。確かに、世界的に金融商品への規制が強まっていますが、裏返すと、それだけ商品ファンドをはじめ各種金融商品への注目度が高まっているともいえます。まさに、今こそ、啓蒙活動の実を上げたいものです。

そんな中、米国では年金基金がマネージドフューチャーズ（日本の商品ファンドのようなもの）に注目しています。商品の価格が年々、上がる傾向にあることも一因ですが、2008年はあの世界的な不況の中、平均14.09%の収益を上げ

たことも大きいようです。その当たりの事情を益永研氏が「商品はアセットクラスのシンデレラになれるか」で詳しく述べています。先行きに明るさを感じさせます

商品ファンドは復活できるのか？そのような視点で、「がんばれ商品ファンド」のシリーズを続けていますが、今回は商品ファンドを運用しているCTA(商品投資顧問会社)の団体である日本商品投資顧問業協会前会長でCTA最大手アストマックス社長牛嶋英揚氏に聞きました。牛嶋氏は「商品先物取引にはアゲインストの風が吹いているが商品ファンドにはチャンス」とし「柔軟性を活かせ」と提言しています。フィー（手数料）ビジネスではなくアセットビジネスに目を向ける会社が増えれば商品ファンド拡大の余地があるというもので傾聴に値します。