

# 原油市場価格構造の成長

済 藤 友 明

The Growth of a Market-responsive Price Structure in  
Crude Oil

Tomoaki Saitoh

## I プロローグ

石油産業は1973年のオイル・ショック以降の10数年間にわたって、近代における最も激しい挑戦を受けてきた。石油資源の大半を産油諸国によって国有化され、垂直的統合システムの弾力性を享受できなくなったメジャーズ（国際石油企業）は、新たな収益構造の確立を迫まられている。一方産油諸国も、石油資源の実権を握ったものの、諸国間の足並みが乱れ供給過剰が依然として持続している。

メジャーズから OPEC に支配者が移行しても原油は市場価格ではなく、長期契約価格で取引されていたが、こうした状況の下で原油の取引にも市場化の波が押し寄せてきた。その直接の要因はスポット市場の急成長である<sup>1)</sup>。スポット市場での取引量は全体の10～15%と推定され、その比率は必ずしも高くない。しかし産油国の公式販売価格は、スポット相場を上回り続けたため、実質的に値引きされ、形骸化してきた。つまり、スポット市場は原油価格決定において、今や無視できぬ機能を果しているのである。こうして、産油諸国もメジャーズも、かつてはほとんど重要性を有していなかったスポット市場との連関を次第に強めつつある。

スポット市場は、市場の実勢を反映する現物市場であるから、価格変動は日常的である。石油業者は、価格変動のリスク回避を目的として、伝統的な先物市場の導入を要請した。それは、まず1978年に、原油価格の変動が石油製品価格へ波及することによるリスクをヘッジするために、暖房油の先物取引へと結実した。次いでガソリンの先物取引が開始され、1983年になって原油が登場した。かくして現在では、石油先物市場は石油取引における不可欠な分野として認識されつつある。

本稿は、こうした視点に立って、この10数年間の石油産業の構造変化を探ろうとする研究プロジェクト<sup>2)</sup>の一端をなすものであり、原油取引の内部化から外部化（＝市

場化) への移行に焦点を定めた現状分析を狙っている。

注

- 1) 1970年では契約とスポットの比率は99対1であった。またわが国についてみるならば、1985年度上期(4~9月)のスポット原油輸入量は全輸入量の3割を超えている。
- 2) 原油の先物市場の沿革と現状については本稿で触れるが、その問題点と今後の展望に関しては、拙稿「原油指標価格による決済と指数化」(全商連(編)『指数先物取引—その現状と導入に関する一考察』1985年所収)を参照のこと。また、スポット市場と先物市場がもたらす経済的メリットについては、別稿が用意されている。

なお、石油先物取引を中心として既設スポット市場を含めた国際石油取引市場全般についての実態調査を行った、日本エネルギー経済研究所、『世界の石油取引市場の動向—石油先物取引を中心として—』(研究調査報告84-10)、1984年は有益な参考文献である。

## II スポット市場成立の背景

スポット市場はかつては短期的な供給の不均衡を是正する必要悪としてみなされていたが、現在では、例えばオマーンが DD 原油の価格をスポット市況に連動させていることから分るように、価格決定において OPEC 及びメジャーズに引けを取るとはみられていない。OPEC が生産調整を実施できない現段階では、石油業界はスポット市場を実際の販売価格の究極的指標として信頼を寄せつつある。産油国が、生産量と価格割引に関して、主体的に情報を提供してくれるわけではないので、スポット市場の情報が以前にも増して注目されてきている。

スポット市場を成立せしめた主要な要因は、供給面でいえば原油供給過剰である。原油の供給過剰は、つまるところ原油価格の高騰に帰因している。1973年の第一次石油危機後の価格高騰のため、先進工業国は省エネ化、代替エネルギーの促進等により、石油需要を減退させた。また価格高騰は、未開発油田を商業ベースに乗せたので、国有化によって OPEC 原油の単なる購入者に転じたメジャーズは、新規油田開発に積極的に取組んだ。その結果、1978年以降北海原油、アラスカ・ノーススロープ原油を初めとしてニューカマーが参入してきた。こうしたニューカマーの登場と石油需要の減退により、供給過剰が露呈したにもかかわらず、OPEC 諸国は生産調整を実現できずに現在に至っている<sup>1)</sup>。ニューカマーの登場が既存の設定価格に打撃を与える、調整産油国(または企業)が生産調整をして鎮静化するという石油業界にとって学習済みのパターンは、いまのところ過去のものとなったようである。かくて余剰原油がスポット市場に流入し、公式販売価格を下回る価格で取引される基盤が醸成されたのである。

次に、消費面でみたスポット市場成立の主要な要因は、原油取得コスト低減化であ

る。メジャーズが垂直的統合システムを備えていた段階では、利益は主として上流部門で発生したので、下流部門の目標は利益額よりも産油量を最大化するためのシェア拡大に置かれた<sup>2)</sup>。これは、メジャーズの利益構造が調整可能な上流部門をバッファーとする弾力的な構造であることを示している。ところが、国有化によって上流部門を手放したメジャーズは、その利益源泉を下流部門に依存せざるをえなくなったので、一転して非弾力的な利益構造を強いられた。そこで下流部門の競争が激化せざるをえなくなったのである。

ところが OPEC の公式販売価格は、安定供給を確保するための価格ということを根拠として、妥当とみなされる価格よりも高値に設定されていた。公式販売価格で原油を購入する限り、ネットバック（製品販売価格から一切の経費を差引いて原油支払分として残る額）は赤字となるので、精製業者は原油取得コストを低減化せざるをえなくなった。コスト低減化の圧力は、高級精製装置の導入に踏み切らせ、原油の種類による製品得率の差異を解消させたので、原油選択の多様化を促がした。こうして、相対的に割安の価格をつけていたメキシコ産マヤ原油などの重質原油は、高い精製マージンを提供したため需要を拡大し、一方アラビアン・ライトなどの軽質原油が買い控えられたのである。原油選択の多様化は、油種間競争を激化させたが、非 OPEC 原油の方が OPEC 原油よりもコスト競争力が優れていたため、ニューカマーによって OPEC はその伝統的市場から追い出された。

アラビアン・ライト原油は、それまでは公式販売価格及びスポット価格でも、石油価格の基本的指標としての地位を与えられ、他の原油はアラビアン・ライトとの油種間価格差(性状及び製油所までの輸送コスト)で事前に価格を決定されていた。ところが、こうした需給の変化により、世界の原油価格構造は3つに分化したのである。

太平洋圏市場は、国産原油価格の統制撤廃と相俟って、WTI 原油がマーカー原油となり、同原油は日量 140 万 bbl 生産されている。

ヨーロッパ市場では北海のブレント原油がマーカー原油となり、日量 350 万 bbl 生産されている。アジア・オセアニア市場では、アラビアン・ライト原油が未だマーカー原油となっている。同原油が強い理由は、近距離の優位性と代替原油の欠如のためである。ところが、世界のマーカー原油の地位を降ろされた同原油は、1977年のピーク時の日産 650 万 bbl から、1985年 4 月時点で 150 万 bbl へと落ち込んでいる。かくして OPEC の価格統制力は後退し、原油市況の長期的軟化基調はスポット市場での原油調達を急増させたのである。

注

- 1) OPECは1982年に価格安定を求めて産油割当制を実施したが失敗に帰した。その理由として、個々の国に対する割当量が非現実的であったこと、指標価格を34ドル1バレルに維持しながら価格を守ることに對する優遇措置がなかったこと、が指摘されている。*Petroleum Economist*, Vol. 51, No. 1, 1984, p. 10
- 2) 例えばメジャーズは、原油取引量の約75%にあたる3,000万b/dの原油を持分原油と優先待遇原油の形で支配していた。メジャーズの製油所消費量は約2,300万b/dであり、700万b/dの全剰原油は長期契約により第3者顧客に販売されていた。国有化後の入手可能原油の減少と上流部門のマージン低下のため、1978年にはメジャーズの原油入手量は2,330万b/dに、第3者向け原油販売量は約370万b/dに減少した。1981年にはメジャーズの原油入手量は1,830万b/dに、第3者向け原油販売量は100万b/dに減退した。*Petroleum Economist*, Vol. 49, No. 7, 1982, pp. 269—70.

### Ⅲ スポット市場の実態

スポット市場は契約価格取引の付属物を脱皮して、原油（及び石油製品）の現物受渡しの日常取引契約の自由市場として有効に機能している。原油入手量を激減させたメジャーズは、1980年代になって、スポット市場（現在世界で6つあるがロッテルダム市場が中心である）で原油を購入するため商社を子会社として設立した。シェルの Petra, BP の Anco, Exxon の Impco がそれである。それに呼応する形でサウジアラビアも、公式販売価格でのスポット販売と戦略的在庫の備蓄を目的とした商社 Norbec を1983年に設立した。

しかしスポット市場において、メジャーズと産油国はあくまで協役であり、その主役は石油トレーダーと石油ブローカーである。石油トレーダーとは、自己の勘定において一定の条件で供給者から購入し、種々の条件で需要家に販売する者である。石油ブローカーとは、供給者と需要家の間に入って、両者に受入れ可能な条件で手数料をとって売買を成立させる仲介者である。したがって、石油トレーダーの利益は固定せず、石油ブローカーよりもリスクが多いので、彼は石油の取引知識に留まることなく、金融及び海運市場にも十分精通している必要がある<sup>2)</sup>。

スポット市場の実態はこれまで明らかにされなかったが、業界誌 PIW によってその取引の概略が初めて公表された<sup>3)</sup>。だがここで確認しておきたいことは、スポット市場の取引量、取引価格の公式の報告制度はないということである。価格は一般に業界誌の Platt's Oilgram Price Service を参考としている。同誌は、市場のトレーダーとの電話連絡の後に編集されるが、それは実際の取引価格でもなく、トレーダーの買い値や売り値でもなく、それらを勘案した主観的な評価価格 (price assessments)

を載せているのである<sup>4)</sup>。

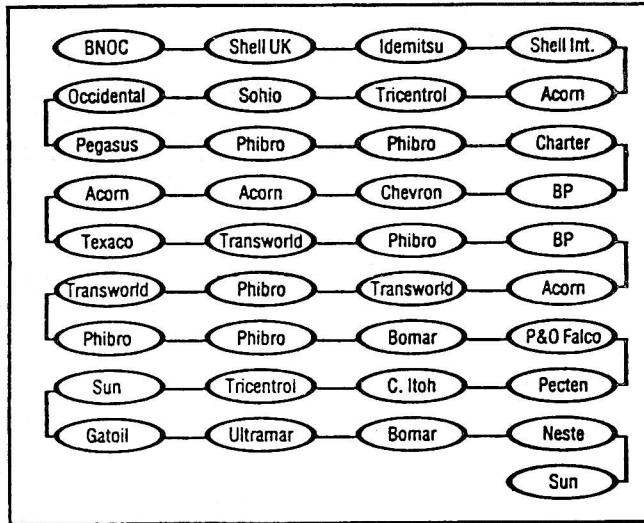
スポット市場には即座に現物受渡しを目的とする現物取引 (physical “wet” barrels trading) とヘッジまたは投機的行為を目的とする現物先渡し取引 (speculative “dry” barrels trading, or paper deals) がある。現物受渡し取引は10日～30日以内に積込みできる契約であり、現物先渡し取引は30日～60日先に積込みをする契約である。現物先渡し取引とは、業者間転売取引のことで、daisy chain と呼ばれている。投機性の高いブレント原油はこの取引によく利用されており、例えば、あるカーゴは数ヶ月のうちに24社によって36回も転売されたのち、最終的にアメリカのサン石油の製油所に輸送されたとのことである<sup>5)</sup>。

まず、現物受渡し取引から説明しよう。取引月を例えば7月と仮定する。中東原油とブレント原油は、最終取引日が最終3積込日の15日前であるから、7月29～31日日が最終積込日で、その15日前は7月14日となる。そこで7月14日までは7月渡しの原油の売買がおこなわれる。7月15日からは8月渡し契約が取引される。一方、WTI原油は、最終取引日が受渡月の前月の25日である。つまり、6月24日から7月25日までは8月渡し契約が取引されている。そして7月26日から9月渡し契約に移行する。ところで、WTI原油が26日から9月渡し契約に移行すると、中東原油及びブレント原油も9月渡し契約に取組むようになる。

次に、現物先渡し取引について触れよう。中東原油とブレント原油は14日までは8月渡し契約を取引するが、15日からは9月渡し契約の取引に入る。WTI原油もこの動きに従う。22日はNYMEXの8月渡し契約の最終取引日(受渡月の前月の22日)であるから、23日以降は9月及び10月渡し契約が売買される。

注

- 1) W. G. Prast & H. L. Lax, *Oil-Futures Markets*, 1983, p. 64.
- 2) *Ibid.* pp. 71-73.
- 3) *Petroleum Intelligence Weekly*, Special Supplement, April 22, 1985.
- 4) Prast & Lax, *op. cit.*, p. 69.
- 5) 3月渡しブレント・カーゴは、12月または1月に取引開始となり、3月19-21日にサロン・ボウで積込まれ、アメリカのサン石油のマークス・フック製油所に輸送されたが、その数ヶ月間に24社によって36回転売された。下図が示すように、メジャーではシェルが3回(Shell U. K, Shell International and Pecten), BPが2回, ChevronとTexacoが1回参加している。精製業者はOccidental, Sohio, Charter, Sun(以上アメリカ), Tricentrol, Ultramar(以上イギリス), 出光が係わった。石油トレーダーのPhibroは6回取引している。*PIW*, Nov. 12, 1985, p. 8.



#### IV 石油先物市場の機能

##### (1) 石油取引におけるリスク

石油事業は数多くの操業部門に事業リスクの存在が確認される裾野の広い事業である。原油が発見される時点から消費者が車にガソリンを入れる時点までの取引の流れの各段階には、ヘッジ可能な潜在的リスクが満ちている。ここでは、原油取引と地域問題に係わるリスクについて述べよう<sup>1)</sup>。

アメリカでは今日、原油は契約に基づいてまたはスポット市場で売られている。公示価格は大手石油会社及び契約購入原油の大部分を入手する独立精製会社数社によって設定される。契約は普通、ある一定期間の1日当たり千バレル単位で、例えば6か月1日当たり3千バレルという具合に、購入量を指定する。価格は典型的には、限月ごとの公示価格として指定会社1社または数社によって公示されている。公示価格はまれに変化するが、市場条件が指示するようには断じて変化しない。

公示価格契約に不都合が生じた原油販売者は、典型的には30日、60日または90日以内に契約をキャンセルできる。そこで彼は、スポット市場または非契約市場に原油を売る機会を持つ。スポット価格は、公示価格とは対照的に毎日変動する。とはいえ、スポット価格は契約価格を上下して変動するのである。ルイジアナ・ライト・スイート (LLS) 原油の現行公示価格は、1バレル 30.35 ドル、ウエスト・テキサス・インターメディアイト (WTI) 原油のそれは1バレル 30 ドルである。WTI 原油は高値 32 ドル、安値 29.40 ドルであった。先物価格はスポット市場価格に従うので、先物

価格と公示価格の間のプレミアムまたはディスカウントが生じるであろう。これは、原油生産者および購入者のベースリスクとなる。

また石油会社は、輸送コストを削減するために、会社間の交換取引を築いている。例えばA社はテキサス州ミッドランドに原油を所有しているが、ペンシルベニア州フィラデルフィアの製油所に原油を送る必要があるとする。ミッドランドからフィラデルフィアまでの輸送コストは、とても払えないような、実行不可能な高額となろう。一方B社は、フィラデルフィアに原油を持ち、ミッドランドに原油を送る必要があるとする。両社は、望ましい場所で他社に原油の引き取りを認める交換取引の合意について交渉するであろう。

実際、交換取引ではバーレル量を規定するかもしれないが、A社が受注量と同じ数量をB社に提供することは、たとえあるにしてもまれにしかない。そこで、各月末に、両社間の取引高差異が生じる。その差異は通常翌月に修正される。しかしながら一方の会社は、この差異が続く期間中、交換取引の仲間の会社の在庫の一部を事実上資金運用することになる。

受取量より引渡量的が多い会社は、もしスポット市場価格または公示価格が、交換取引で受け取る期間中に下落した場合には、高い契約価格で購入したことになるので金を失うというリスクを負うことを知っている。引渡量的よりも受取量的が多い会社の場合は、この逆の結果が生じる。

次に、地域問題のリスクをみるならば、石油事業は地域化されている——すなわち東海岸市場は、メキシコ湾岸市場とは異なる供給及び需要要因を備えた市場でありこれら両市場はまた西海岸市場とも異なっている——ので、製品のニューヨーク港受渡しと原油のメキシコ湾受渡しは、西海岸または他の地域の市場をヘッジすることを不可能とするかどうかという問題が指摘される。

まず製品面の問題に取り組もう。時には、西海岸での先物価格と現物価格のベース差が1ガロン当たり11セントもあった。これは商品の現物価格で計算すると約10～12%のベースリスクとなる。我々は、ベースリスクが確認された事業リスクをこえる前にどれ程多くのベースリスクを受け入れられるかという質問に答えることに直面する。

代替可能な製品と異なって、原油は各々の地域でその品質と価値を変えるのである。例えば、カリフォルニア産原油は大陸中央部の地域の原油と比べて、その大部分は硫黄分が高く、比重が大変低い。精製業者が原油に進んで支払う価格は、原油の性状及び産油地によって多様である。我々はカリフォルニアのカーン・リバー原油を1

バーレル当たり22ドルの公示価格で入手するかもしれない。1バーレル当たり30ドルの公示価格のウエスト・テキサス・インターミデット原油先物でカーン・リバー原油をヘッジしようとする場合に、品質及び場所のベースリスク1バーレル当たり8ドルが受け入れ不可能なものとして存在する。メキシコ湾岸の石油製品をニューヨーク港の製品でヘッジするという問題は、内陸パイプラインが大西洋岸に沿って敷かれており、固定料金で使用できるので、やっかいな問題点が少なくなる。時々の市場要因により、これはベースリスクをかなり減じるけれども、この差は市場価格には反映されない。

(2) 石油先物取引におけるさや取り

さや取りは、先物市場の流動性を高めるために不可欠な取引である。それは、石油製品間及び原油間でおこなわれる。IPE で取引されているガスオイルと NYMEX で取引されている暖房油の品質が類似しているので、両者のさや取りは人気を博してきた。ガスオイル価格がガロン当たり6～7セント暖房油価格よりも上昇したパターンはこれまでもあった。この差額は冬期に生じるのであり、2つの市場間の輸送及びその関連費用よりも上回っている。これは、必要な場合にはこのさや取りに参加して受渡しと受取りをしようとする利益獲得動機を供給してきた。

NYMEX と CBOT の原油先物契約は、異なるタイプの原油のさや取りを可能にしている。両方の契約は合衆国内で受渡しがなされ、品質上競争可能な原油であるので、さや取りの可能性は高い。CBOT はルイジアナ・ライト・スウィート (LLS) 原油を取引しており、その原油は一般的に NYMEX のウエスト・テキサス・インターミディエイト (WTI) 原油よりも現物市場で1バーレル当たり25～40セント高値で取引される。これは、主として2つの受渡し場所の輸送またはパイプライン費用の差額の結果である。これら2つの契約は、魅力的なヘッジまたは投機機会を提供しているので、LLS 原油よりも高値で WTI が取引されたことも時々あった。(現在、CBOT の原油取引は停止されているので、さや取りはおこなわれていない)。

また、政府公式販売価格 (GSP) とアメリカ産原油の公示価格が変化し、その価格差が一様でないなら、OPEC 原油、非 OPEC 原油、アメリカ産原油の間のさや取りが可能となる。加えて、NYMEX はサワー原油 (硫黄分を多く含んだ原油) の取引を開始する計画でいる。NYMEX の現行の原油契約はスイート原油である。スイートとサワーの違いは、原油価格に差異をもたらしている。スイート原油は、一般にサワー原油よりも1バーレル当たり2～3ドル高値で取引される。精製業者がスイート原油を処理するのを好む理由は、スイート原油から精製されたガソリン及び中間留分



は一般的に品質が高いという事実に基づいている。しかし精製量自体はサワー原油とほぼ変わらないので、精製業者は相対的に少ない金額を支払って低質の原油を入手することを喜ぶのである。現物市場の原油トレーダーはスイート原油とサワー原油のスプレッドに数年間参加してきた。NYMEX がサワー原油取引を開始すると、原油トレーダーは、現物市場で取引したのと同じ方法でスイート原油とサワー原油のスプレッド契約を取引する可能性、またはスイート原油とサワー原油の現物取引をヘッジする可能性を認識するであろう<sup>2)</sup>。

注

- 1) R. G. Gunnin, *Petroleum Futures Trading: Practical Applications by the Trade, Review of Research in Futures Markets*, Vol. 3, No. 2, 1984, pp. 130-131, 139-140.
- 2) Gunnin, *loc. cit.*, pp. 136-137. なお、石油先物のヘッジングとさや取りについては筆者も検討中であるが、F. E. Davidson, 'Putting It All Together: Integrated Trading Strategies', in J. E. Treat (ed.), *Energy Futures Trading Opportunities for the 1980s*, 1984, pp. 62-81. が必読文献である。

## V 原油先物取引の現状

### (1) IPE

1983年11月に IPE が原油契約の上場を実施したが、十分な支持が得られずわずか4カ月で失敗した。

IPE のガスオイル出来高は、1983年の 608,529 枚に比べて、84年は 534,418 枚に減少した。取引活動は、最近数カ月で実質的に回復したにもかかわらず、原油契約の失敗は、1981年に設立した IPE にかんがりの打撃を加えた。IPE は、現金決済の原油先物の基準原油として使用されるブレント原油の新しい指標価格を上場することを試験している<sup>3)</sup>。

しかしながらそれは、長い道のりであった。未だ解決されていない、ブレント原油に関する基本契約の主要問題の1つは、ヨーロッパの積荷の通常最小取引単位は約60万バレルなので、IPE の1,000バレル単位の“小口受渡し”は実質的には不可能ということである。これと比べると、NYMEX の受渡し地点(オクラホマ州クッシング)は、必要量に応じて単純にバルブを開閉することで供給がなされるバルブライン・ターミナルが設置されている。

もう1つの問題は、現物商品の代替品としての指数の利用が、それ自身の難問を生ずることである。現行のイギリスの法規制下では、それは合法的に実施されえないギ

ャンブル罪とみなされる可能性がある。そこで IPE はイギリス政府がギャンブル法を改正するのを待たねばならないと言える。

これまで IPE を無視した石油会社のうち数社は、ブレント原油契約が出来るかぎり早く再上場されるよう強く後押ししているが、それは NYMEX の契約が主としてアメリカ国産原油で占められているので、ヘッジング手段及び価格指標としては未完成であると、考えているからである。

一般に石油業界の先物取引に対する支援は増加し、国際的なヘッジングと価格手段が増大しているとはいえ、IPE は NYMEX と競争するために、厳しい戦いに直面している。先物市場における利用者の主要な関心は、トレーダーが価格をゆがめることなく、大量、迅速、簡単に取引出来る適度の流動性である。流動性が高くなるほど、市場は益々受け入れられ、利用されるのである。

NYMEX は、軟調のときも特別な流動性を提供する ローカル・トレーダーの一群を抱えている。IPE にはアメリカの先物市場の成功のカギであるローカル・トレーダーに提供するだけの充分なリスク資金をもつ個人がいない点でハンディーを負っている<sup>2)</sup>。だが現在試験中の改善された新契約が、今後どう展開するかに期待がかけられている。

## (2) NYMEX

NYMEX が原油先物を上場した1983年3月頃の日平均出来高は約6,000枚で、金及び金融先物をしのぐ勢いであった。原油先物取引の成功原因は、原油スポット取引の成長にあり、それは国際的に取引されている原油の50%に及ぶと推定されていた。1984年度の出来高は180万枚に達し、今年の1月の出来高はさらに好調で、去年の同月の3倍以上の約38万枚に達した。NYMEX は、流動性並びにブレント原油とウェスト・テキサス・インターミディート原油の価格差変化に魅力を感じて、ヨーロッパからの取引が増えると予想している。NYMEX の原油契約の成功は、暖房油及びガソリン契約の取引増と相俟って、世界の石油産業の価格機構における先物市場の重要性を大いに高め、かつ今後の成長に多大な可能性を与えた。なお、NYMEX は去年に原油オプション取引を CFTC に申請している。

(NYMEX の原油先物契約の概要は、全商連「海外商品取引所の概要」、71頁、昭和59年を参照)

## (3) CBOT

CBOT は1983年原油先物取引を開始したがすぐに立ち消えた。その原因としては、第1に、証明書様式受渡し (certificate-type delivery) を要求した契約仕様書にあ

ったとされる<sup>3)</sup>。1984年4月に仕様書が改善されて、同年の出来高は約88,000枚となった。ところが現在、取引が中止状態にある。アメリカではウエスト・テキサス・インターミディット原油がマーカ原油であるので、ライト・ルイジアナ・スイート原油を基準原油としている点に問題があると言われている。

(CBOT の原油先物取引契約の概要は、同書、9—10頁を参照)

#### (4) CME

CFTC は、CME の原油先物取引の取引の申請に対して承認をした。取引単位は、オクラホマ州の Acro Pipeline Corp. で受渡し可能な国内産ライト・スイート原油である。受渡しは「イン・ライン」で行われるが、同時に、この契約は売主と買主との間の相互の合意に基づき、「受渡不要」の条項を採択することもできるものとされている。取引の開始日や取引時間については未だ決定されておらず、CME が定めた後に CFTC が承認することになる<sup>4)</sup>。しかしながら NYMEX によって既に支配されている市場に CME が参入しても、NYMEX から取引高を奪うことは難しいとされている。実際、CME は、レギュラー・ガソリン及び No. 2 暖房油を上場しているが両者とも現在取引中止である。

#### 注

- 1) 拙稿「原油指標価格による決済と指数化」を参照のこと。
- 2) *Financial Times*, March 13, 1985.
- 3) *Journal of Commers*, March 27, 1985.
- 4) *Loc. cit.*, June 19, 1985.

## VI エピローグ

石油先物取引の出現の結果、原油の価格決定に関して一般に二つの考え方がある。第一の考え方は、OPEC の価格決定力は減退しそうにはないというものである。この見解の指示者は、OPEC が先物取引をしたとしてもスポット市場は安定するだろうと考えている。OPEC はスポット市場が下落すると先物契約を買付け、スポット価格が上昇すると先物契約を売付けることによって、価格変動性を減少させるであろうし、また OPEC は価格安定を維持するための戦略と一致して生産量水準をも調整するであろう、とみているからである。

第二の考えは、石油先物市場は OPEC の世界石油市場の支配の終りを告げるという反対の見解である。OPEC は、基本的なエネルギー資源としての石油へのすさまじい渴望の結果、1970年代中頃に石油価格を劇的に上昇させた。しかしながら、安価

なエネルギー代替物の登場と節約運動は石油需要を減退させたので、原油不足は一転して過剰となった。スポット市場価格は値くずれをおこし、原油バイヤーはスポット市場でもっと安く原油を購入することを選択して、長期供給契約から遠ざかった。この見解は、OPEC が今年の始めに価格を引下げ、価格形成者から価格追従者に代わった時に、市場の圧力に屈服して OPEC が採った行動によって立証されている<sup>1)</sup>。

石油先物市場が、OPEC の市場支配が衰退し始めた1980年代から成長したことは事実であるが、未だスポット取引の付属物として揺籃期の段階に留まっている。その理由は次の2点である。第1は、取引高が増加中であるが限定されていることである。第2は、他の商品契約と比較して、同市場を利用している需要者層が相対的に薄いことである。主要な取引参加者は、石油専門商社、中小及び独立精製業者、卸売業者である。大手石油会社は先物市場を注視し、研究していると報告されているけれども、数社を除いては大手石油会社は明らかに先物市場に参加していない<sup>2)</sup>。日出来高及び取組残高があまりに限定されているので、大手石油会社が取引するほどの規模になっていないということが、不参加の理由である。

だが石油先物市場が、(1)ヘッジ手段、(2)価格透明性、(3)供給源の選択において有用であるとの認識を、石油業界は次第に強めている。それは NYMEX における原油先物取引の急増に表われており、84年度の出来高は前年に比べて76.6%上昇した。NYMEX の会長が「この出来高記録は、……石油の自由価格市場の出現と支持を表わすものである<sup>3)</sup>」と述べているように、原油先物市場は価格の一般的基準として重要性を増してきたのである<sup>4)</sup>。

かくして、スポット市場と先物市場の成長は、原油における市場価格構造を形成した。このような構造変化は、現在、過渡期の段階にあるがこの流れは今後加速されるであろう。

#### 注

1) Gunnin, *loc. cit.*, p. 139.

2) 先物取引を利用したことのある大手石油会社として、ガルフ石油、サン石油、アショランド石油、フィリップ石油、インディアナ・スタンズード石油、シエル石油が確認されている。*The Wall Street Journal*, Feb. 29, 1984; *Chicago Tribune*, March 14, 1985.

3) *Financial Times*, Jan. 16, 1985.

4) クウェート国営石油会社のヨーロッパ事務所長は、石油先物価格は世界の石油価格を設定する際に影響を与えるようになったことを認め、また OPEC 諸国が先物取引に近時参加する可能性は高いとみられている。*The Wall Street Journal*, Feb. 25, 1985.

(さいとう ともあき 本学助教授・経営学)