

原油先物市場を こう利用せよ

日本経済新聞社
編集委員

林 邦正

商品先物業界にとって期待が大きかった原油の上場が、5月にも東京工業品取引所（東工取）で実現します。先行した石油製品（ガソリンと灯油）の先物取引が予想以上の活況を呈していることからみても、今度の原油先物に期待が集まるのは当然といえます。

高い日本の原油価格

原油上場が先行した石油製品先物と異なるのは、日本には生産者が存在しないことです。原油上場に限っては生産者の反対はありません。今度の上場によって、日本の需給を正しく反映した公正な原油価格の形成が実現するとすれば、日本の精製・元売り会社にとっても歓迎こそすれ、反対する理由はどこにもないからです。

日本が購入している中東の原油は、実は欧米向けと比べ割高になっています。日本エネルギー経済研究所の調査によれば、おおむね1.5ドルほど高いものを買わされているといえます。日本を含むアジアでは中東依存が大きいために、バーゲニングパワーが欧米に比べ弱いことがこの不合理の最大の理由ですが、アジアの需給を反映した価格形成の場となる先物市場がないことも理由の1つです。

米国向け原油は米国の先物市場NYMEX（ニューヨーク・マーカンタイル取引所）のWTI（ウエスト・テキサス・インターメディアート）が指標となり、欧州向けではロンド

ンのIPE（国際石油取引所）がその役割を果たしつつあります。ちなみにサウジアラビアは欧州向け原油の指標を、従来の石油専門誌ベースからIPEに昨年、切り替えました。

売り手がない日本

となれば、原油先物は成功間違いなしかという、話はそう単純ではありません。関係業界からの反対がないということは、取引に対する切実な要請がないということでもあるからです。日本には買い手はいますが、売り手はいません。どんな取引が行われ、どんな価格が形成されるのか、とりあえずは様子見というのが多くの当業者の姿勢でしょう。

東工取が原油の市場設計に当たって、当業者よりも投資家に主眼を置いたのはある意味ではやむを得ないものだったといえます。まず取引のボリュームを増やさない限り、いくら立派なお題目を唱えたところで無意味になってしまうからです。ただ、その結果、国際価格と全く連動しない無縁な市場となってしまったら、本来のねらいとは違う市場で終わってしまいます。原油という名の単なる投機市場になってしまうからです。

“壮大なローカル市場”に墮するのを救済する役割を担うのは日本の商社を中心とした原油のトレーダーです。国際価格とのかい離をねらって売り買いをするアービトラージ（裁定取引）のプレーヤーです。ただ、そのため

には裁定取引ができるようなボリューム、厚みのある市場に育つことが大前提です。

各社の裁定取引も

裁定取引の手法はいろいろ考えられます。NYMEXやIPEなど欧米の先物市場との裁定。あるいはドバイ原油の現物やペーパー市場との裁定もあり得ます。ただ、ドバイとの裁定取引の場合、ドバイ原油自体の取引量が極めて小さいという問題があります。ドバイのスポット取引というのは、せいぜい1日10カーゴ（1カーゴは50万バレル）程度とされているからです。ドバイの価格自体が振れやすく、しばしば価格操作が指摘されるのはそのせいです。東京の先物市場が振れの発信元となってしまう恐れもなきにしもあらずでしょう。

原油という商品の特性上、現物の受け渡しは不可能で、現金決済方式を採用したのは当然として、問題が残るのは決済価格の計算方法です。納会日の前日の価格（ドバイとオマーンの平均）という1日の価格で決済するとなれば、価格操作が容易です。この点を逆手にとって市場操作される懸念があります。

裁定取引の手法としては、原油と製品の売り買いを組み合わせるということも考えられます。原油と製品の価格差をにらんでマージンを確定する売買もあり得ます。原油を買って製品を生産・販売している日本の石油会社にとっては、そうしたことが可能な先物市場になれば、大いに意味のある市場となるでしょう。

最も単純なマージンの確定のやり方を考えてみましょう。例えば、1月に原油を25ドルで購入したとします。輸送日数を考えると到着は2月、精製して製品を販売するのは3月となります。そこで、製品の5月物の先物を

日・米・欧の原油先物市場

	東工取	NYMEX	IPE
取引対象	ドバイ、オマーンの平均価格	WTI	ブレント
取引単位	100kl	1,000バレル	1,000バレル
表示通貨	円	ドル	ドル
受け渡し	現金決済	あり	現金決済
決済価格	納会日前日のドル建てスポット価格を円換算した価格	—	15日間のブレント取引平均価格

あらかじめ売っておくのです。仮に3月時点で原油が20ドルに下がってしまい、製品価格もそれに準じて下がっても、高い原油をベースにした製品の先物を売っているので、原油の値下がりに伴う製品の価格下落リスクをヘッジできることになります。これはあくまで原油、製品を問わず、国際価格と製品の国内需給に沿った先物の価格形成が行われていることが前提ですが、単純な机上計算でいえば、こんなことが可能になります。

取引拡大の可能性も

原油先物は現金決済となることで、期近の建玉制限に神経質になる必要がありません。その結果、期近取引の拡大が図られる可能性が開かれるようになりました。このことと原油・製品との裁定を組み合わせることで製品先物の期近取引の拡大に資するという予期しないプラス効果をもたらす可能性もあります。よく知られるように日本の先物取引は欧米の先物市場とは異なり、期先に高いが集中、期近の取引は薄いのです。その結果、現物市場との相関が薄れ、現物の価格指標になり得ないという致命的な欠陥があります。まず、石油先物を手始めに、この欠陥を改良する余地が生ずるとすれば、日本の商品先物市場にとっては画期的なことになるでしょう。