

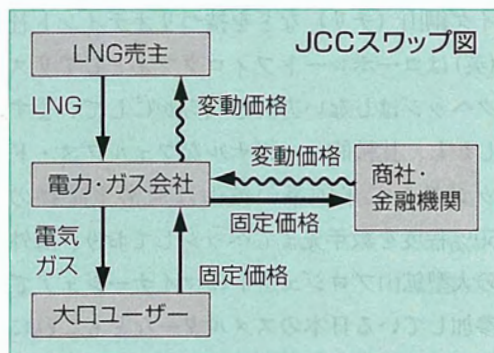
# [エネルギーデリバティブ]

日本経済新聞社記者 山本修平

今年に入り、東京電力や東京ガスがデリバティブ（金融派生商品）を用いて燃料費の一部分を固定し、大口向けに電力・ガスの固定料金を提供する動きが相次いで表面化しました。主因はエネルギーの規制緩和です。電力料金は2007年をメドに完全自由化、都市ガスは今後、段階的に自由化範囲を拡大する方針がそれぞれ示されており、両者は将来の規制緩和に備えて多様な料金体系に手を打ち始めました。国内でもいよいよ電力やガス会社といったエネルギーの最大手が利用に着手し始めたことで、今後、普及に弾みがつきそうです。

## 東電、東ガスがデリバティブ

東電、東ガスはともにデリバティブの詳細は明らかにしていませんが、両者が用いたデリバティブはJCC（JAPAN・CRUDE・COCKTAIL）スワップとの説が有力です。JCCとは日本の通関統計の原油価格を指します。LNG（液化天然ガス）は日本の原油の通関統計価格に連動して値決めされ、両者はLNGのメインユーザーだからです。金融機関との間でJCCの変動価格と固定価格を交換するスワップ契約を締結し、その後、変動と固定価格の差額分をやりとりして料金を長期固定する仕組みです。JCCスワップは昨年ごろからデリバティブのメニューの1つとして取引されるようになり、市場推計によると想定取引量は4月時点の累計で100万—200万



キロリットルに拡大している模様です。

こうした一連の料金固定は、端末需要家にとって必ずしも割安になるわけではありません。長期固定料金締結時の燃料相場が、その後急落した場合は、変動料金を採用した需要家より不利になります。ただ、長期にわたってコストをあらかじめ確定できるメリットがある上、キャッシュフロー（純現金収支）が安定するため、着実にニーズが高まっています。電力やガス会社以外にも日本ではすでに航空会社などで重油やジェット燃料を固定する動きが本格化しており、OTC（取引所外取引）市場におけるエネルギーデリバティブの想定取引量は原油換算で1日当たり100万バレル前後と2年前比2倍以上膨らんでいるとの見方が有力です。

中でも今後注目なのが電力関連のニーズです。電力市場は年間15兆円前後と規模が格段に大きい上、自由化を受けた売買の活発化で取引量拡大も予想されるからです。電力会社はこれまでデリバティブを利用する必要がありませんでした。地域独占が認められていた



上、燃料費調整制度の下、四半期ごとに燃料価格変動分を電力料金に自動的に転嫁できたからです。ただ、自由化開始に伴い、燃料費を転嫁できる保証はありません。

さらに、エネサーブに代表される自家発電代行業者は長期の料金固定を武器に既存の電力会社に攻勢をしかけています。大阪ガスが100万キロワット級のガスタービン発電所計画を打ち出すなど、電力自由化の中で続々と新規の発電所計画が出てきています。特に新規の発電所の場合は水力など豊富な電源を持つ既存の電力会社の発電コストと比べ燃料費の変動を受けやすいなどの理由でデリバティブのニーズは高いとされています。既存の電力会社に加えて、新規参入組の利用が見込まれるのです。エネルギーデリバティブで米ゴールドマン・サックス証券の国内参入や、東京ガスがロイヤル・ダッチ・シェルと合併で

新会社「ニジオ」を立ちあげるなど一連の動きが出ているのもこのためです。

## いくつかの課題も

もっとも日本でエネルギーデリバティブの拡大をめぐるにはいくつかの課題も指摘されています。1つは電力自由化の進捗よく具合。完全自由化や卸売り市場の設立は合意されていますが、依然、不透明感が強く、「早々に費用を固定してよいものか躊躇する」（国内の新規参入電力会社）ところも多いのです。

2つ目はデリバティブ市場の流動性。電力会社のヘッジが最も見込めるのはJCCスワップですが、日本での取引量はまだまだ少なく、「既存の電力・ガス会社が本格的に利用を始めると吸収できない」（大手ガス会社）とされています。このほか、指標価格が確立していない点も流動性の阻害要因となります。スワップなどデリバティブは指標価格で最終決済されるため、指標価格が確立されていないとうまく機能しません。

ニューヨーク市場の価格が指標として確立している米国と違い、日本の場合は、重油相場でも価格調査会社の価格でやるのか、チャンピオン交渉の価格でやるのか、決済される指標価格がまちまちです。同じ商品でも1つのデリバティブに取引が集まりきらないため、流動性も増しません。

ただ、こうした問題は時間や技術的な要素で解決される側面が多く、エネルギーの自由化に伴いデリバティブニーズは着々と高まっているのは事実です。流動性が低い日本のデリバティブ商品も市場性が出てくれば、近い将来、新聞で「本日の期間1年のJCCスワップは×円」と掲載される時期が出てくるかもしれません。

### 最近のエネルギー業界のデリバティブの主な動き

- |         |  |
|---------|--|
| 2001年7月 | 東京電力・東京ガスが天候スワップ契約を締結  |
| 同月      | 住友商事などがネット上のデリバティブ市場「JOX」を設立   |
| 9月      | 東京工業品取引所が中東産原油を上場、OTC市場のドバイと裁定取引が活発化                                   |
| 11月     | 昭和シェル石油系で自家発電代行のオンサイトパワーが長期料金固定を導入、同業で料金固定を提供するエネサーブ、東京電力系のマイエナジーと競争激化 |
| 2002年2月 | ゴールドマン・サックス証券が日本でエネルギーデリバティブの営業開始                                      |
| 3月      | 東京ガスが料金固定のデリバティブ表面化  |
| 4月      | 三菱商事、料金固定でガス小売り事業に参入が表面化   |
| 5月      | 東京電力のデリバティブ参入が表面化  |
| 同月      | 東京ガス、ロイヤル・ダッチ・シェルと合併でデリバティブ会社「ニジオ」を設立                                  |