

IEA-IEF-OPEC 合同の石油価格問題ワークショップに参加して

一般財団法人 日本エネルギー経済研究所
常務理事 首席研究員
小山 堅

3 月 21 日、オーストリア・ウィーンにおいて、第 3 回 IEA-IEF-OPEC 合同によるエネルギーの現物および金融市場の相互関係に関するワークショップが開催された。このワークショップは、石油価格の高騰と乱高下の背景に関して、現物市場と金融市場の関係や需給ファンダメンタルと金融・マネー要因の関係等の視点の下で、主催 3 機関の他、世界の市場関係者や専門家が集まって議論するものであり、2010 年 (第 1 回)、2011 年 (第 2 回) に引き続いて開催されたものである。

現時点で、世界の指標原油であるブレントの価格が 100 ドルを超える高水準を維持する中、今回の会合には、参加者が過去 2 回を大きく上回る 100 名強が参加し、本問題への関心の高さが示された。会合では、過去 10 年間の市場の変化と発展、最近の市場規制問題のアップデート、エネルギーデリバティブ取引の発展、アジアにおけるエネルギーデリバティブ市場、の 4 つのセッションが実施され、それぞれ 4 つの報告に基づく議論が行われた。

過去 2 回の議論にも参加した筆者にとって、今回の議論を振り返って特に強く印象に残ったポイントが幾つかある。中でも第 1 に挙げられるのは、石油価格高騰と変動の背景・原因が、ファンダメンタルか、非ファンダメンタル (金融要因あるいは投機要因) か、といった 2 者択一的な、時には神学論争的な色合いさえ持つ議論が、今回は少なくとも表面的には影を潜めていた点である。特に前回会合 (第 2 回) では、本問題を理論的に研究する専門家をパネリストとして招くセッションなどもあり、それぞれの理論的な立場から激しい議論が行われたこともあり、その比較においては、どちらかという実務家及び有識者/専門家中心のパネリスト構成になった今回は、その論争が表面化しないという特徴が現れやすかったのかもしれない。

今回のセッションにおける議論では、ニュアンスや表現の仕方には差異があるものの、石油価格形成の背景には、現物市場と金融市場、ファンダメンタルと金融要因 (投機的要因) の複雑な相互関係があること、その相互関係の下でどのような特徴を持って最近まで石油価格が変動してきたか、という議論が中心になった。様々な需給要因及び金融要因の複雑な相互作用による石油価格形成への影響 (価格形成の要因をファンダメンタルだけに、あるいは逆に非ファンダメンタルだけに、求めない)、というのは筆者自身の理解でもあり、その点では腑に落ちる議論の展開ではあったとあって良い。しかし、この論争が表面にならなかったのは、筆者にとって意外であり、やや驚きでもあった。

これは、「論争」に決着が付いた結果もたらされた、「議論の方向性の収斂」と理解すべきものなのだろうか。換言すれば、世界の市場関係者・専門家・有識者は、今回の議論のトーンの方で共通理解が深化した、とあって良いのだろうか。筆者はまだそこまで事態

が進展したとは言えない、と感じている。というのは、そもそも、この論争に関しては、関係者の立場に非常に大きな乖離があり、基本的な部分でその乖離を埋めることが困難であるという問題があるからである。また、議論を深めるため、理論的なアプローチで金融要因（投機要因）の影響分析を導入したが、これも論争をさらに激しくさせる一要因となり、決して決着に寄与したとは言えない背景もある。その意味では、今回の会合における議論では、まさに論争が以下に述べるような理由・背景要因の下で「表面化」はしなかった、と考えた方が良いのかもしれない。

その理由・背景要因としては、この議論で「神学論争」的なぶつかり合いを続けているだけでは決して建設的ではないのではないかと、という現実感覚の高まりがあったと考えられる。そして、その「現実感覚」の基には、前回までの 2 回のワークショップの議論が、2008 年の原油価格大幅高騰（とリーマンショック後の急落）という極端な市場変動の記憶がまだ関係者に生々しく残っており、かつその大幅な価格変動対策として金融（投機）要因への対応として、市場規制問題が大きく浮上していた、という理由もある。その点、今回の会合では、過去 2 回とはやや異なる市場環境の下で実施されたといつて良い。また、その観点では、最近の石油市場では、原油価格水準そのものは 100 ドル超の高価格ではあるものの、その価格水準を中心にあまり大きな変動とはなっていない（変動幅が縮小している）という点も影響しているかもしれない。

また、足下の価格（スポット価格や期近限月の先物価格）だけでなく長期の先物価格動向にも変化がある。2003 年から 2008 年にかけては、あるいはそれ以降も、長期先物価格そのものの水準が大きく変化（将来の価格に関する市場予想が上昇を続けたこと）してきた。この期間は、将来の市場に対する市場の見方が不安定化を続けてきたが、最近では、長期先物価格は（足下の価格変動があっても）あまり大きく変化せず相対的には落ち着いた状況にある、といった変化も見られている。要するに、様々な市場状況の変化と現状の市場環境が石油価格形成を巡る議論にも一定の影響を与えているのではないかと、ということである。しかし、だとすると今は「論争」が表面化せず落ち着いていても、市場環境の変化によって再び「論争」が激化する可能性は十分にあると見て良いであろう。

なお、今回会合の議論で、もう一つ筆者にとって興味深かったのは、複雑な諸要因の相互関係に光が当てられた議論が行われる中で、最近 10 年の市場展開の時期を区切って、それぞれの時期において、どのような要因が特に重要な影響を及ぼしたと考えられるのか、といった議論が行われたことである。時期に関しては、2003 年以前、2003～2008 年、2009 年以降、といった分類も示され、石油在庫との関係、為替レートとの関係、株価との関係、マクロ経済との関係、などから見た様々な分析が示されたことは興味深かった。また、その時々における主要な市場関係者、例えば、ヘッジファンド、インデックストレーダー、システムトレーダー（アルゴリズム取引を多用する）などの市場参加の度合いと彼らの取引の特徴に基づいた市場への影響分析、といった議論も有意義であったように思われる。

石油価格問題を中心に、エネルギー価格形成の問題は、世界のエネルギー政策関係者、産業関係者にとって大きな意味を持ち続けている。価格の高騰・上昇や著しい変動は、エネルギー安全保障にとって重要な意味を持ち、消費者への影響という観点から容易に政治問題化しやすい問題でもあるからである。この問題に関する世界の先進的な議論とその動向を今後も十分に注視し、その動きを踏まえた対応・戦略を考えていく必要があるだろう。

以上