

2015

平成27年の提言

市場原理主義の終焉と商品価格の安定を願う

1. サブプライムローン問題を指弾される米国巨大金融機関
2. 巨大金融機関が商品先物取引事業を売却
3. ボルカールールにより自己売買を禁止される
4. 2003年にF R Bが許した金融機関の商品投機
5. 市場原理主義に踊らされた激動の商品価格
6. 需給バランスによって商品価格が決まった古き良き時代
7. 長期的には需給バランスによって決まる商品価格
8. 商品価格の安定のために、当業者のみの市場を望む



日本石油販売株式会社

エナージエンヂニアリング株式会社

〒104-0033 東京都中央区新川2丁目1番7号
TEL 03-3552-0341 FAX 03-3552-0346
<http://www.nihonsekiyuhanbai.co.jp/>

市場原理主義の終焉と商品価格の安定を願う

1. サブプライムローン問題を指弾される米国巨大金融機関

市場原理主義を奉じ、ゼロサムの世界の中で、情報や資金力に劣る者を詐取した、米国巨大金融機関の貪欲さが断罪されている。

サブプライムローン全盛時代に、大幅に価値が下落する可能性のある住宅ローン担保証券(MBS)を、その危険性を偽って販売したとして、メリルリンチを買収したバンク・オブ・アメリカは、米国連邦住宅金融局(FHFA)に対して167億\$の巨額和解金を支払うことに昨年8月合意した。

J Pモルガン・チェースもMBSの販売に関して130億\$の和解金を支払う一方で、2012年に「ロンドンの鯨」とも「ウォルデモート」とも呼ばれた同社のトレーダーが、クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引で、相場を操作した上、62億\$の損失を発生させたとして、証券取引委員会(SEC)など米英金融当局へ10億\$以上の罰金を支払うことにも同意している。

サブプライムローンという危険性の高い債権を、MBSに仕立てて無理やり高い格付けを付与して販売した過去の犯罪が、漸く指弾されることになった。市場原理主義は新自由主義を極限にまで推し進め、法を犯さなければ何をしても良いという倫理観の欠如を生み、大幅に緩和された金融制度の中で、情報の非対称性や巨額の資金を利用して、時には市場を操作し、不当に弱者から詐取することを憚らなかった。

金融技術の発展によって、将来また違う手法で同様の詐欺行為が行われるのを、どのように規制していくのか、今それが問われている。

2. 巨大金融機関が商品先物取引事業を売却

2013年12月20日モルガン・スタンレーは、石油トレーディング事業をロシアの国営石油大手ロスネフチに売却すると発表した。同社の売却対象は100人以上のトレーダーや配船スタッフ、10億\$を超える規模の石油、タンカー会社(ハイドマー)の49%の株式を含んでいる。

ドイツ銀行もその半月前に、商品先物取引業務からの撤退を発表し、200人のトレーダーを削減対象としている。JPモルガン・チェースがイスのトレーディング会社マーキュリア・エナジー・グループに商品先物取引事業の売却を決めたのは、昨年3月だ。商品先物取引最大のプレイヤーであるゴールドマンサックスさえ、金属倉庫会社メトロ・イン

ターナショナルの売却を検討している。

ゴールドマンサックスはリーマンショック直前の2008年5月に、「B R I C s」の成長や「ピークオイル論」を囁して、「今後2年間で原油は150～200\$/Bに上昇する可能性がある」と市場を煽っていた。モルガン・スタンレーがその翌6月末に日本語でホームページ上に掲載したフラッシュ・レポートには、原油価格の上昇は投機の影響では説明できず、需要の増加が主因であると、アナリストの写真入りで理路整然と説明されていた。レポートは「エネルギーや食料は長期的に成長性が見込まれ、魅力的な投資機会を提供する資産クラスと考えます。」と結論付けている。自らが商品先物市場から売り抜けるために、市場をコントロールしようとしたと疑わざるを得ない。

なにしろ米国原油WTIは翌7月11日に147\$/Bのピークをつけ、その年末には一時30\$/B台まで下落することになる。しかも翌8月に生じたリーマンショックによって、2008年はほとんどの金融機関が大赤字になる中で、この2社だけは見事に利益を計上していた。ちなみに今のモルガン・スタンレーのホームページからは、2009年以降のフラッシュ・レポートしか閲覧することができない。

2009年以降は株価も債券も商品価格も同時に上昇する中で、再びほとんどの金融機関が自己売買によって巨額の利益を計上している。ところが今、自ら情報を操作してマーケットを作り、史上空前の激変相場の中でも収益を上げてきた元投資銀行までもが、何故か、商品先物取引事業を縮小しようとしている。

3. ボルカールールにより自己売買を禁止される

リーマンショック後2009年に米国大統領となったオバマは、「経済をウォールストリートからメインストリートへ」というスローガンの下、金融規制改革法として2010年7月にドット・フランク法を成立させ、商品先物取引委員会(CFTC)に商品先物取引規制の権限を与えた。

ドット・フランク法は金融商品の購入者の保護や金融システムリスクの最小化、市場の透明性の向上などを目的としており、預金保険機構の対象となる多くの金融機関がその規制対象になっている。しかしその規制内容の細部の決定には長時間を要し、規制の適用開始期限も延期を余儀なくされている。

リーマンショックで傷ついた金融機関を蘇生させるためには、規制

を強化する前に執行猶予を与え、寧ろ大幅に金融を緩和して収益を上げられる環境を作る必要があったのだろうか？オバマ2期の大統領選挙での勝利を掴んでからでなければ、ウォール街を敵に回す決定を下せなかつたのかもしれない。

ドッド・フランク法の下で、銀行の健全性を維持させるために定められた、自己売買の原則禁止を規定するボルカールールの詳細が、最終的に決定されたのは2013年12月10日であり、モルガン・スタンレーの石油トレーディング事業の売却決定はその10日後のことだ。グリーンスパンの前任F R B議長の名前を冠したボルカールールは、60日以内の短期間に証券や商品先物等を自己売買することを禁じるだけでなく、銀行がヘッジファンドや未公開株に投資することも制限している。

とはいってこの法律は、金融機関が証券や商品先物等の自己売買で損失を出して破綻することを防ぐことを目的としたものであり、商品先物市場に投機資金が流れ込み、商品そのものの需給バランスとかけ離れた相場が形成されることを防ぐことを目的としたものではない。商品取引市場を操作することを直接的に禁じるものではなく、今のところ市場操作を防ぐ手段があるわけでもない。しかもボルカールールの適用開始期限は本年7月21日まで延期されている。

それにしても短期の自己売買を禁止されただけで、事業売却を進めるのは何故だろうか？。

4. 2003年にF R Bが許した金融機関の商品投機

現職当時「マエストロ」と賞賛された前々F R B議長グリーンスパンは、今ではサブプライムローンを生み出す元凶を作り出したとして批判されている。I Tバブル崩壊と9.11テロにより、米国が日本のようにデフレに陥ることを恐れたグリーンスパンは、極端な金融緩和を続けただけなく、投資銀行が作り出したC D Sなど、信用リスクを回避する金融手法を高く評価していた。M B Sの不正な販売を許す素地を作ったとも言いうことが出来よう。

一方で商品先物市場に金融機関が参入を許されたのは、それほど昔のことではない。2003年までの商品先物市場には、当業者といわれる、商品の生産者と、販売者だけが参加することを許されていた。

この当業者だけの聖域に、巨大金融機関の参入を許したのも、まさにF R Bであり、グリーンスパンだった。2003年10月2日付け

の「FEDERAL RESERVE SYSTEM」(連邦準備制度)と銘打たれた公式文書の中で、F R Bはシティーグループがトラベラーズグループを買収した際に、その傘下の商品先物取引会社フィブロを所有し続けることを許可した。千丈の堤に蟻の一穴が穿たれた瞬間である。

金融機関が取引を行う債券の市場規模は2011年の時点で663億\$、株式の市場規模は591億\$である（日本経済新聞）。これに対してW T I原油の先物市場は、1.5億\$の市場規模でしかない。債券と株式に投資されている資金の0.1%強の商品先物市場に、巨額な金融マネーのほんの一部が流れ込めば、市場が正常に機能しなくなることは火を見るより明らかであろう。

F R Bのハーゲンボー報道官が、この2003年の決定を見直すと発表したのは10年後、バーナンキ議長退任半年前の2013年7月19日である。しかし2014年10月時点では未だにどのように見直すのかF R Bの発表はなく、見直し反対の論陣をゴールドマンサックスが張っている。

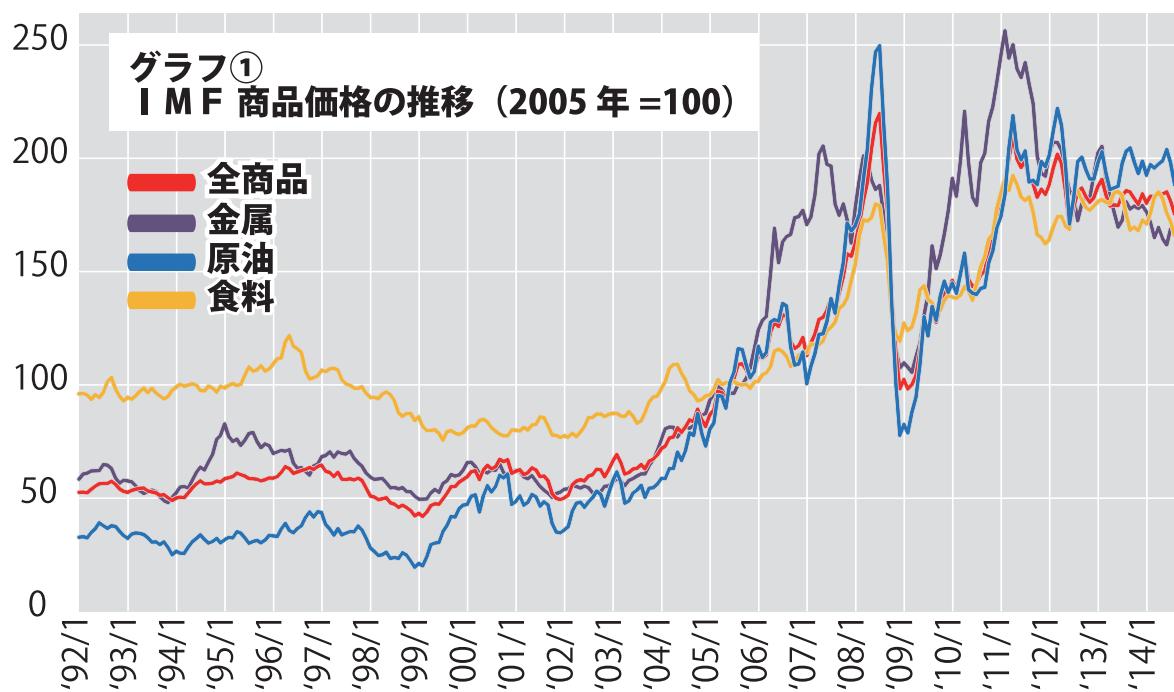
果たして2003年の決定が全面的に否定され、再び当業者のみが参加を許される、小さな商品先物市場に戻るのだろうか？それとも金融システムが発達し、銀行以外の様々なファンドが存在する今の金融資本主義経済にとっては、10年前の取引規制は非現実的なものになってしまっているのだろうか？

5. 市場原理主義に踊らされた激動の商品価格

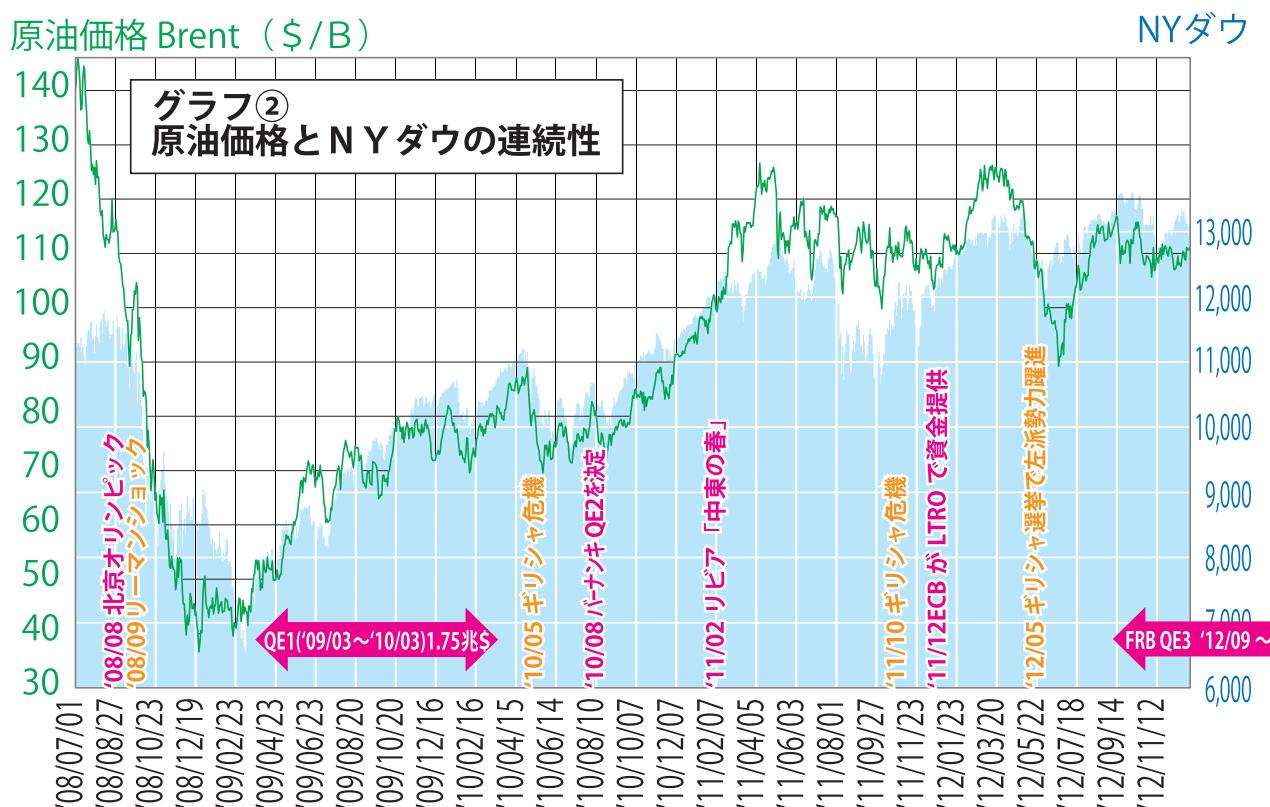
市場原理主義に踊らされた商品価格がどのように推移したか見てみよう。グラフ①は1992年から直近までの、原油と金属と食品の商品価格推移である。2005年の価格を100として指数化した国際通貨基金（IMF）のデータである。このグラフを見れば2005年以降の、商品価格の相関性が極めて高いことが一目で分かる。ボラティリティーは高いにも拘わらず、全ての商品が同じタイミングで同じ様に上がり下がりしている。

確かに世界経済が好調であれば、全ての商品の需要が同時に増大するかもしれない。だがぞれぞれの商品の供給には天候や、事故、新しい生産設備の稼働、戦乱等の影響を受ける。需給バランスが同じタイミングでタイトになるとは限らない。

むしろ、商品インデックスや商品ファンドのポートフォリオに組み込まれた様々な商品が、同じパーセンテージで、同時に売られたり買われ



たりしていることの証左であろう。しかも四半期ごとの成績を問われるトレーダー達は短期的なトレンドを追って収益を上げようとする。トレンドフォロワーばかりの市場はオーバーシュートし、価格は乱高下しやすい。乱高下しやすい市場こそが彼らの望むところであり、ビジネスチャンスである。



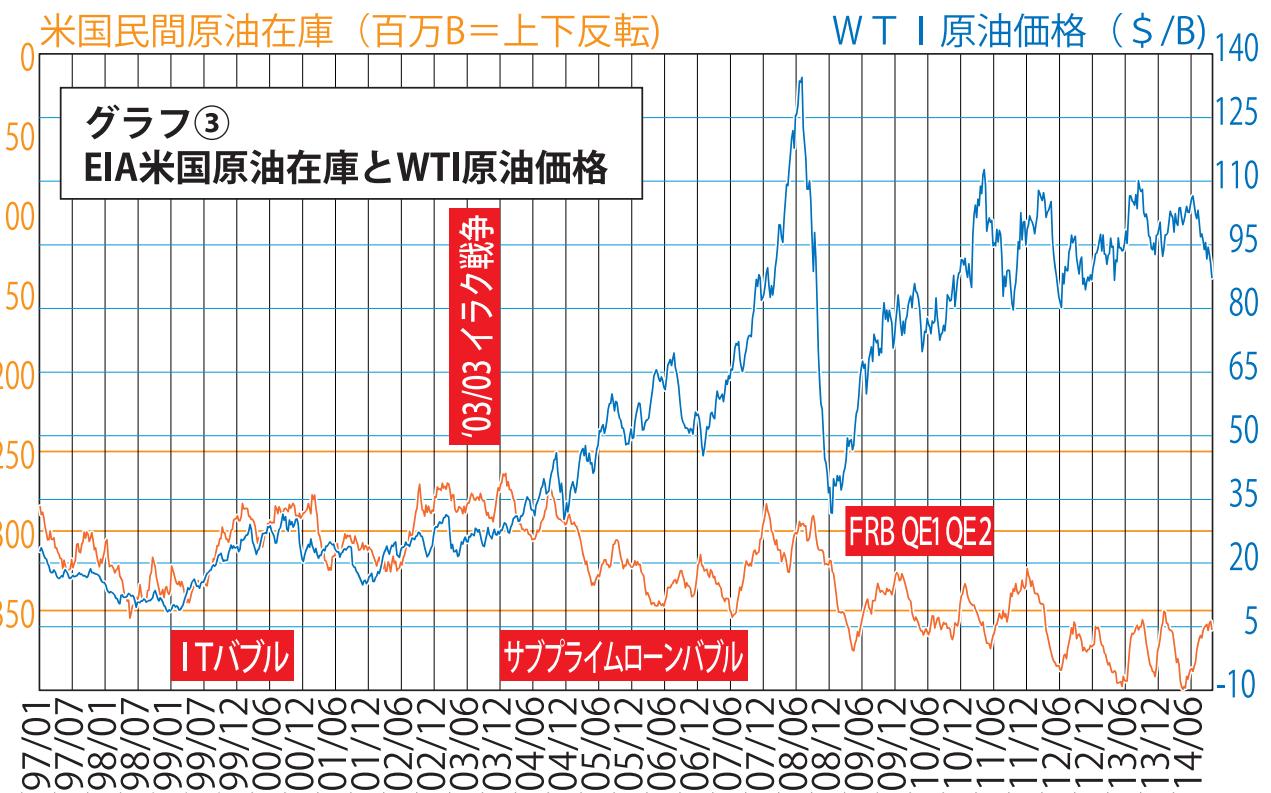
2005年以前は商品同士の相関性も低く、それぞれの商品の需給バランスによって、それぞれの商品が違うタイミングでピークやボトムをつけていた。

グラフ②はリーマンショックから2012年末までの原油価格とNYダウである。この相関性の高さは、FRBによる金融緩和(QE1、QE2)が過剰流動性を生み、株式市場と商品先物市場に、同時に資金が流れ込んだことを物語っている。本来商品価格の上昇は消費に悪影響を及ぼし、企業収益を悪化させるため、株価を下げることが多い。つまり一般的には株価と商品価格は逆相関性があると言われている。

6. 需給バランスによって商品価格が決まった古き良き時代

2003年にFRBが巨大金融機関の商品先物市場参入を許す前までは商品価格はそれぞれの商品の需給バランス(ファンダメンタルズ)と逆相関関係にあった。その商品の売り手と買い手が、将来の商品価格を予め決めて売買するとすれば、その商品の需給がタイトになりつつあれば価格は高くなり、その逆であれば価格は下がる。当たり前のことである。

グラフ③は米国エネルギー情報局(EIA)が集計する米国原油在庫(上下反転)とWTI原油価格のグラフである。2003年までは原油在庫の増減と綺麗に逆相関して原油価格が上下していることが分



かる。原油在庫の変化を見ることによって、原油価格の先行きを予測することが出来る古き良き時代だった。2004年以降、特に2005年以降、全く相関性がなくなることが見て取れる。

2003年のF R Bによる規制緩和がなければ、ここまで原油価格がファンダメンタルズで説明できない相場になることはなかったかもしれない。少なくとも株価に連動したり、全ての商品が同じタイミングで上下する割合は少なかったに違いない。

7. 長期的には需給バランスによって決まる商品価格

2008年以降原油価格は史上空前の高騰を続けた。100\$原油が続いたことにより、シェールオイルの生産技術が開発され、カナダでは膨大な埋蔵量を誇るオイルサンドが実用化した。ブラジルの海底油田の開発も進んでいる。

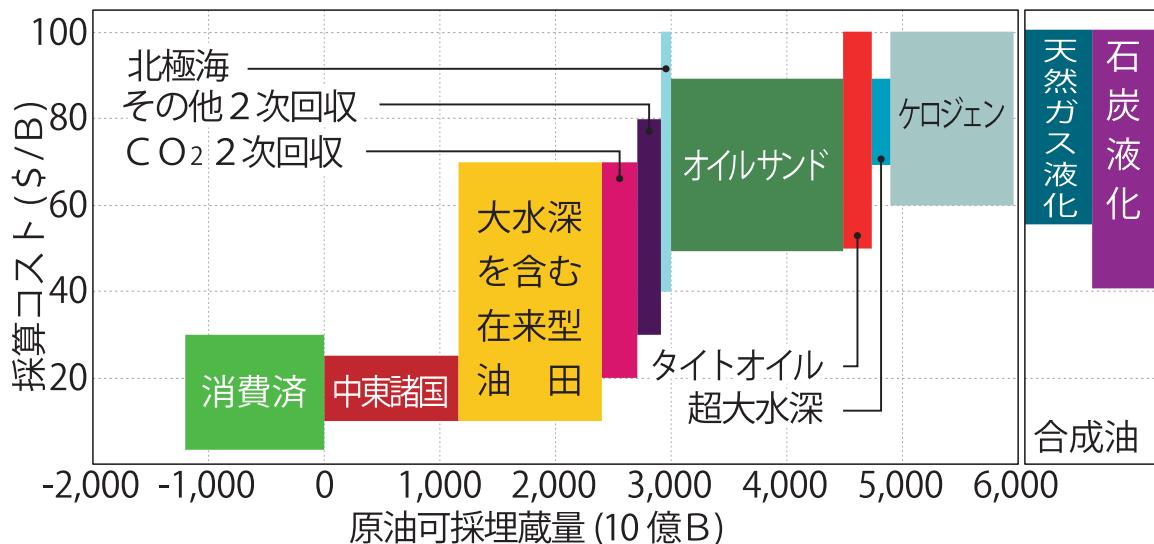
もしF R Bが金融機関に対して先物市場への参入を許すことがなかつたら、原油価格がここまで上昇することはなかっただろうが、もしさうだったとしたら、前述のコストが高く技術的にも難しい原油の開発が進んだかどうか分からぬ。

グラフ④は、2013年に国際エネルギー機関（IEA）が発表した、原油種毎の可採埋蔵量と採算コストを示している。既に人類が消費した原油は1兆B強。今後70\$/B以下のコストで生産できる油が約3兆B、更に100\$/B以下のコストで生産できる油は、6兆Bがあることが分かる。更に石炭から石油作る（CTL）コストは40～100\$/B、天然ガスから（GTL）も60～100\$/Bで石油を作ることが出来るようだ。

世界の原油の消費量は年間330億Bであり、比較的低価格で生産することが出来る3兆Bの可採埋蔵量でも90年分に相当する。原油価格が上がれば、可採埋蔵量が大幅に増え需給を緩和させることになる。

まさにその昔のオイルショックの時がそうだった。2\$/Bだった原油は1973年の第一次オイルショックで11\$になり、1979年の第二次オイルショックによって、1981年には38\$に暴騰した。原油価格の上昇は海洋油田というコストの高い原油の開発を促した。北海油田である。また原油価格の急上昇は需要に影響を与え、日本を始めとして各国で省エネルギーへの取り組みが加速した。原油の需給バランスは大きく崩れ、1100万B/Dの原油を生産していたサウジアラビアは、200万B/D台まで減産して需給を調節し、原油価格の維持を図った。

グラフ④ IEA原油每の可採埋蔵量と採算コスト



第二次オイルショックから7年後の1986年、ヤマニ石油相が解任され、サウジアラビアがスイングプロデューサー役を降りた。原油は10\$/Bに暴落し、その後2000年まで10~20\$/Bの原油価格が続くことになる。2009年を除くとしても2008年から7年間続いた100\$原油時代の後に続くのは、果たしてどのような原油相場であろうか？

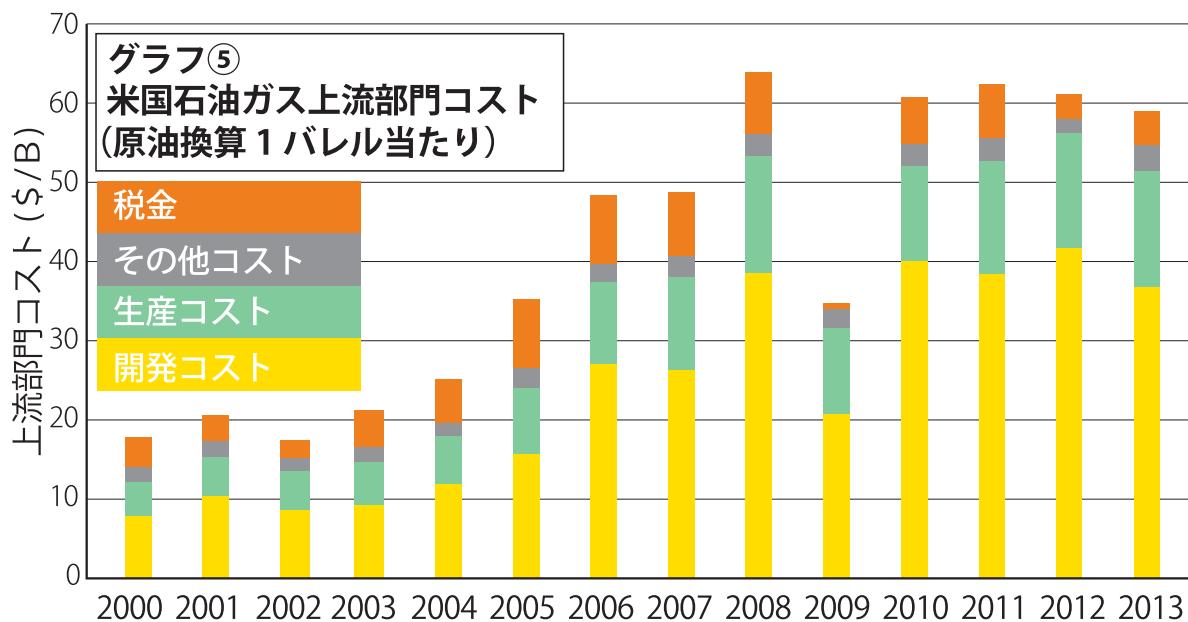
8. 商品価格の安定のために、当業者のみの市場を望む

急成長のツケを払う中国とともに新興国全体の成長にブレーキがかかり、ユーロ統一バブルの反動に沈む欧州経済が停滞して、OECD諸国全体の石油消費はマイナス成長を続けている。一方で米国のシェールオイルや、カナダのオイルサンドの生産量が急増して、世界の石油の需給バランスが歴史的転換点を迎つつある中で、原油価格は調整色を強めている。

2014年6月末に115\$/Bだったブレント原油は4ヶ月間で27%も急落している。今後の原油相場の先行きを占う上で、先ほどの原油の可採埋蔵量と採算コストのグラフが参考になるだろう。

グラフ⑤は英国の会計事務所アーンスト・アンド・ヤング（EY）が集計した米国内での石油ガス上流部門の支出額を生産量で割ったものだ。新しい開発におよそ40\$/B、開発済みの石油ガス田からの生産にはおよそ20\$/B、平均して合計60\$/Bの資金が、毎年石油ガス田に投じられていることが分かる。

海底油田は開発するまでに多大なコストがかかる。オイルサンドは超重質油であるため生産コストも馬鹿にならない。シェールオイルも1本



の井戸から油が回収できる期間は数年であり、次々と新しい井戸を掘り続ける必要があるため、生産コストが高い。

一般的に原油価格が大きく下がっても、既に開発済みの油田からの生産は止まらない。生産コストを下回るほど油価が下がれば話は別だが、2009年の様に原油価格が下落すると開発投資が止まる事になる。オイルショック後に開発された北海油田も、1986年に原油価格が暴落した後は、生産は続けても開発を続けることが出来ず、結果的に年々生産量が減退した。

新しい油田の開発が止まるほどにまで原油価格が下がれば、またいつか需給がタイトになり原油価格は投機の対象となりかねない。サウジアラビアの国家予算収支が均衡する原油価格は85\$/Bと言われている。サウジ国内の建設投資をペースダウンすれば、もう少し安い原油価格にも耐えられるだろうが、更に大幅に原油価格が下落すれば政治基盤が搖るぎ、ひいては原油生産量の大幅な減退を招きかねない。

資源のない日本にとって、資源価格の安定こそが国益である。昨今の貿易赤字の原因の1つが、高すぎる原油価格であることは明らかだ。アラブの春といわれる北アフリカ・中東諸国の動乱も、食料価格の暴騰が遠因であった。

日本経済のためにも、世界経済のためにも、原油価格が高すぎず、また安すぎることのないよう願わざるを得ない。そのためには商品先物市場を、2003年以前のように当業者のみが参加を許され、ファンダメンタルズが反映される市場とするべきである。