



ブライト・アセット株式会社

原油価格暴落 NY 先物市場

原油先物の下落はデリバリー・スクイズ

先週の原油市場は限月交代に伴う混乱もあり直近限月の価格がマイナスになるという異常事態が発生しました。4月限月の引け価格は、\$ -37.63 とマイナス圏で取引を終了しました。前日比 \$ 55.9 安でした。4月限から5月限、6月限にロールをしていた参加者はそれほど損害はないでしょうが、4月限月のロングを持っていた参加者は現引き(原油のデリバリー)を受けかねないという事態が起こったのかもしれません。商品市場は本当に怖い世界です。

マーケティングセールス部

2020/04/21

金融商品取引業者：ブライト・アセット株式会社
登録番号：関東財務局長（金商）第 3102 号
加入協会：一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人金融先物取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
HP : www.brightasset.co.jp

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

原油価格暴落 NY 先物市場

原油先物の下落はデリバリー・スクイズ

昨日の原油市場は限月交代に伴う混乱もあり直近限月の価格がマイナスになるという異常事態が発生しました。4月限から5月限、6月限にロールをしていた参加者にとってはそれほど損害はないでしょうが、4月限月のロングを持っていた参加者は現引き(原油のデリバリー)を受けかねないという事態が起こったのかもしれませんが。現物の保管手段や流通手段を持っていない業者でロールをできなかった参加者は、デリバリーされても処理することができないので、どんなコストを払ってでも売らないといけません。ETF/ETNといった金融商品を提供する資産運用会社はETF/ETNのヘッジで先物を常にロングしています。限月交代ごとに次の限月にロング・ポジションをロールしていくのですが、ロールが遅れた業者が、マイナスとなった価格でも売っていったということでしょう。一方、ショートしていた参加者はたぶん生産業者とか在庫をたくさん抱えた流通業者で、現物をたくさん抱えているので現物(原油在庫)をデリバリーしたいので、売りポジションをそのまま残してロールしなかったことで、結果マイナスで取引されたということでしょう。もし、原油の価格が本当に暴落したのであれば、他の原油関連先物も同じように価格が下落していないといけないのですが、先渡しとなる6月限月や9月限月は5月限ほど売られていません。WTI以外の他産地であるブレントの原油価格もそれほど暴落していません。先物市場特有の限月交代に絡むデリバリー・スクイズが起こっただけと理解した方がいいでしょう。

原油市場の取引 2020年4月20日 NYマーカントイル取引所

先物	限月	4/20 引値	前日比	前日比%	GLOBEX 取引量
原油 NY WTI	5月限	-37.63	-55.9	-305.9%	231,128
	6月限	20.43	-4.6	-18.4%	1,305,531
	7月限	26.28	-3.14	-10.7%	335,563
	9月限	29.84	-2.24	-7.0%	90,502
	12月限	32.41	-1.41	-4.2%	108,082
原油 NY ブレント	6月限	25.57	-2.51	-8.9%	44,927
	7月限	29.21	-2.37	-7.5%	28,701
	8月限	31.51	-1.96	-5.9%	13,156
	9月限	33.33	-1.54	-4.42%	14,772
	12月限	36.39	-0.78	-2.1%	7,541

出所：CME Group, Inc の Daily Information Bulletin よりブライツ・アセットが作成

商品市場は、現物を持っている参加者が圧倒的に有利な市場で本当に怖い世界です。現物の倉庫や流通網を持っていない一般参加者が現引きとかされても保管や処分ができなくなります。

原油先物の場合、毎月取引限月が上場されています。しかし、最も取引量が多いのは、3,6,9,12月の限月です。差金決済を行うことで、ヘッジ・ファンドなども参入しやすい市場ですが、上述の通り、生産者や流通・加工業者など現物を保管でき流通網を確保している市場参加者が圧倒的に有利な市場です。金融商品先物と違い、原油に限らず、すべての商品先物市場では同じことが言えます。

金融商品先物市場でも国債先物とかでも、現引き可能な個別国債の選択などで時々スクイズが起こることがあります。例えば、10年国債先物ですが、実際にデリバリーできるのは、残存6.5年から10年の財務省証券です。イールドカーブは通常期限が長いものほど金利が高くなっているため、最も残存期間が短い国債がデリバリーに使われることが多く、最も金利換算で割安な個別国債は「チーベスト・デリバリー」といって、流通量が低くなるオフ・ザ・ラン銘柄であってもその限月期間だけは流動性が上がったりします。しかし、個別の銘柄によっては、1業者(プライマリー・ディーラー)や1銀行(巨大銀行の自己勘定)が特定銘柄を大量に保有していることがあります。過去の経験では、ある大手銀行が個別銘柄の発行総額の2倍ものポジションをロングにしていたりしたことがありました。おかしな話ですが、海外の債券市場ではまれに起こることです。この場合、他の市場参加者はどんなことをしようか、その大手銀行にスクイズをかけられたらひとたまりもありません。実際の市場参加者は、こうした特殊な銘柄に関しては、その特定銘柄のレポ金利を注意深く見ていてそういった銘柄の取引は避けるということを行っています。逆にヘッジ・ファンドの中にはそうしたスクイズに乗じて同じポジションをとるところもあつたりします。

商品先物の特徴ですが、売り手に回るのは、その商品を採掘・生産している業者や加工・流通に関係した業者です。彼らは将来の収益を確定させるために、先物を売り建てます。業者によっては2年3年先の限月まで売り建てて販売価格をヘッジします。

もし、ETF/ETNの業者がロールに失敗したのであれば、その業者のETF/ETN価格は下落するはずですが、誰が失敗したのかを市場は探しに行くことでしょう。こうしたうわさはすぐ広まって、ETF/ETNの取引価格に反映されます。ETF/ETNの業者が失敗していないことを祈ります。因みに、原油のETF/ETNの代表的な銘柄は以下の通りです。

4月20日ETF/ETN引値

ティッカー	ETF	資産規模(\$百)	年初来騰落	平均取引量	引け価格	前日比
USO	United States Oil Fund	\$4,263.25	-70.73%	99,644,448	\$3.75	-10.93%
USL	United States 12 Month Oil Fund	\$59.11	-46.32%	168,566	\$12.34	-2.53%
UCO	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil	\$1,003.40	-93.40%	47,299,676	\$1.35	-14.56%
SCO	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil	\$143.75	192.10%	3,624,469	\$35.49	11.39%
OLEM	iPath Pure Beta Crude Oil ETN	\$1.82	-49.93%	20,867	\$9.52	-3.94%
OILX	ETRACS S&P GSCI Crude Oil Total Return Index ETN	\$5.87	-71.05%	68,586	\$10.61	-10.39%
OILK	ProShares K-1 Free Crude Oil Strategy ETF	\$30.01	-67.66%	214,528	\$7.15	-5.80%
OIL	iPath Series B S&P GSCI Crude Oil Total Return Index ETN	\$314.18	-70.35%	4,161,347	\$3.73	-7.90%
DTO	DB Crude Oil Double Short ETN	\$34.70	317.76%	12,191	\$191.92	37.10%
DBO	Invesco DB Oil Fund	\$292.85	-43.21%	1,732,883	\$6.06	-1.78%

出所：各種データよりブライト・アセットが作成

かつて、商品の中でも金属を中心に取引するヘッジ・ファンドのインタビューを行ったことがあるのですが、そのファンド・マネージャーはドイツのメタル・ゲゼルシャフトという金属会社の出身者で、他の市場参加者との違いを、「我々は現物を保管できる倉庫ともタイアップしているし、流通網も熟知している。現引きされたとしても一向に問題ない。むしろ、そうしたネットワークを持っていることこそが我々の強みだ。」と言うのを聞いて納得し、そのマネージャーに出資したことがありました。下手に値動きだけを狙って商品先物に手を出したヘッジ・ファンドはこうしたスクイズが起こった時に対処できなくなり、大きな損失が発生するリスクがあります。

今週末には、原油も含めて各種商品先物の投資家種別ごとのポジションがCFTCより発表されます。来週週初には、商品先物市場のCFTCレポートも作成しようと思っています。