

原油市場のコンタンゴ化の背景に何があるのか

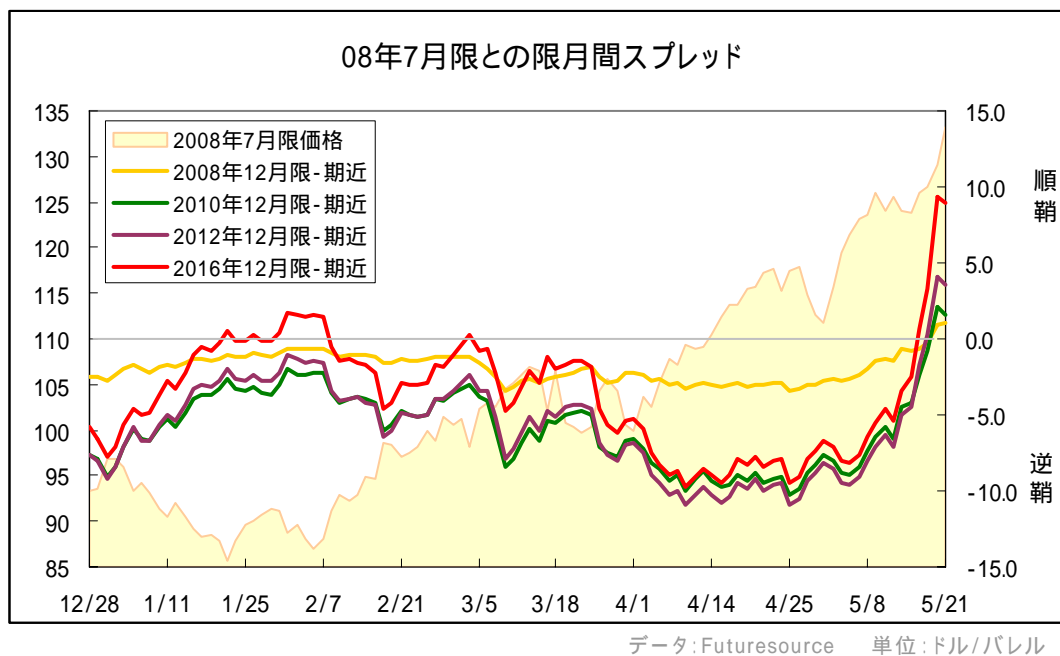
by Eiki Matsumoto

史上最高値更新の裏でコンタンゴ化が急速に進行

3月以降に商品市場全体が大きな価格調整局面を迎える中、唯我独尊我閑せずといった感じで上昇を続けてきた原油市場、5月に入って更に騰勢を強めてきた。21日には朝方発表された石油在庫統計で原油が500万バレル以上の大幅取り崩しになったことをきっかけに買いが殺到、NYMEXのWTI原油先物7月限は遂に1バレル133ドル台まで値を伸ばしてきた。商品分野における強気筋の最後の砦となった感もしないではない原油市場だが、最高値更新の裏でもう一つの動きが関係者の間で話題に上っている。期先限月の上昇に伴う急速なコンタンゴ(順鞘)化だ。

2016年12月限は140ドル台に突入

原油先物市場は現物市場の需給逼迫感が強いことや、流動性の高に期近に投機資金が集中することが要因となって、最近はどこらかという期近限月が期先よりも高い逆鞘となることが多かった。ところがここ数日は期先限月の上昇ペースが目に見えて速くなり、急速にコンタンゴ化が進んでいる。中でも現在取引できる一番先の限月である2016年12月限は21日の終値が142.09ドルと、期近08年7月限より8.92ドルも高くなっている。次の図は、主な期先限月と期近7月限との限月間スプレッド(価格差)の推移を表したものであるが、これを見ると遠い限月を中心にスプレッドが急速に広がっていることが良く分かる。



コンタンゴ化は先高感の表れではない

では、この急速なコンタンゴ化は一体何を意味するのだろうか。2016年受渡し先物価格が1バレル140ドルを超えていることに注目して、少なくとも今後8年間は価格高騰が続くと市場が見ていることの表れとする意見を目にしたが、これは先物価格の成り立ちの基本を分かっていない素人の考え方だ。仮に市場参加者全員が8年後に価格が100ドルに下落すると予想していたとしても、2016年12月限の価格は絶対に100ドルにはならない。万が一そのような価格がつこうものなら、たちまち期近を売って期先を買う裁定取引が成立してしまうからだ。農産物のように商品の長期保存が難しく、収穫期を挟んで一年毎に需給バランスがガラリと変わってしまう市場ならある程度そういった現象が見られるが、原油市場ではまずあり得ない話だ。期先限月の価格は、あくまでも期近限月の価格を基にして決定される。

ここで先物取引の基本に戻ってみたい。入門書には先物市場の価格は、現物価格プラスキャリーコスト(在庫管理コストと短期金利)で決定されると書いてあったはずだ。原油の場合は在庫管理の定義が難しい上、これは短期的に大きく変動する性格のものではないから、基本的には金利動向が先物価格の大きな決定要因となることになる。

金利先高感がコンタンゴを演出

さて、先のグラフを改めて見ると、2016年12月限と期近とのスプレッドは4月25日に9.45ドルの逆鞘となったのをピークに、その後急速にコンタンゴ化が進んでいるのが分かる。これはちょうど4月末のFOMCで利下げが打ち止めになるとの見方が急浮上し、為替市場でドルが急反発する時期と重なる。ちなみに、3月24日の週から急速に逆鞘かが進んだのも確認されるが、こちらも3月18日のFOMC後に一旦ドルが大きく買戻されたものの、弱気の経済指標を受け再び追加利下げ観測が広がるとドルが改めて安値を試した時期とピッタリと重なっている。

こういった超期先限月は流動性も低く、オーダーの入り方によっても価格が振れやすいのも事実だし、価格決定には他の要素も影響しているのだろう。しかしながら、こうした推移を見る限りでは、素直に目先の金利見通しを反映していると理解しておいてよいのではないか。しかしながら、最近の推移を見る限りでは、相当金利先高感が高くなっていることになる。将来金利が上がると予想しておきながら、どんどん市場に投機資金が流入している状況は、やはり普通でないと考えたほうが自然だろう。

