

原油市場における3つの注目材料

-米国のイラン核合意離脱表明後も小動き、注目される6月のOPEC総会-

当レポートの主な内容

- ・2016年以降上昇を続けてきた原油価格は足元で1バレル=70ドルに乗せました。8日に発表された米国のイラン核合意からの離脱を受けて原油価格はわずかに上昇しました。
- ・当面は米国の経済制裁がイランの原油生産に与える悪影響に注目が集まりそうですが、中期的には世界の需要と供給、OPECの政策、クレジット市場や先物市場の動向にも注視する必要があると考えています。

米国がイラン核合意から離脱

原油価格は2016年の底値からほぼ2.7倍に上昇し、直近1バレル=70ドルに乗せました(図表1)。その理由としては2017年以降のOPECの減産や中東を巡る地政学リスクの高まりが注目されていますが、本質的には2014年以降の大幅な原油安を受けて生産設備への投資が滞る一方で、世界同時景気拡大を受けて需要が拡大したことが底流にあったと考えています。

そんな中、8日にトランプ米大統領はイラン核合意からの離脱を表明しましたが、原油価格の反応は限定的でした。原油禁輸への思惑から既に原油高が進んでいたことや市場参加者が今後の経済制裁の影響を読み切れていないことが原因だと思われます。

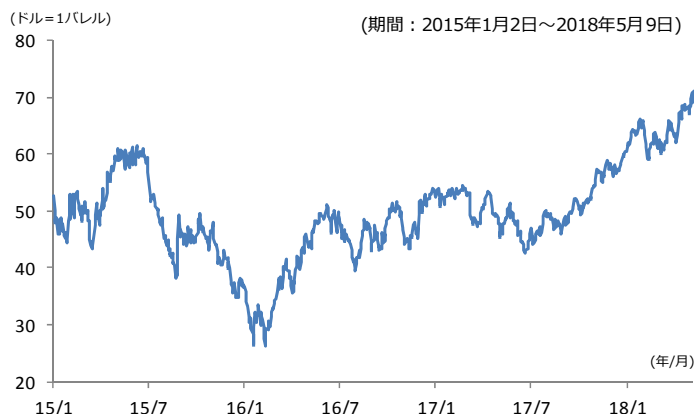
原油価格の先行きを見通すにあたっては、このような米国や産油国を巡る政治情勢や地政学リスクに加えて、次の3つの要因が鍵を握ると考えています。

1. 需要と供給

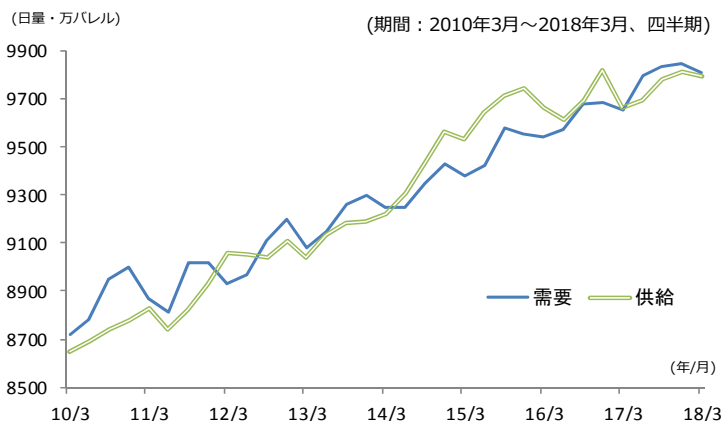
2014年中盤以降、OPECは米国のシェールオイルを市場から締め出すことを目的に、増産を進めて原油価格を引き下げました。その結果、生産コストの高いシェールの生産が減少し、世界中で生産設備への投資が滞り、供給が頭打ちになりました。その後、低価格に刺激されて需要が増えると2016年2月には原油価格が大底を打ち、2017年1月にはOPECやその他産油国が減産を開始しました。その後、世界同時景気拡大を背景に世界レベルで需要が供給を上回り、直近はイランを含む中東の地政学リスクの高まりやベネズエラの減産を受けて原油価格はさらに上昇しました。2018年3月時点で需給はほぼ均衡しています(図表2)。

2017年以降にOPECが減産を続け、米国のシェールが増産に転じた結果、世界におけるOPECの生産シェアは低下し、米国のシェアは上昇しました(図表3)。

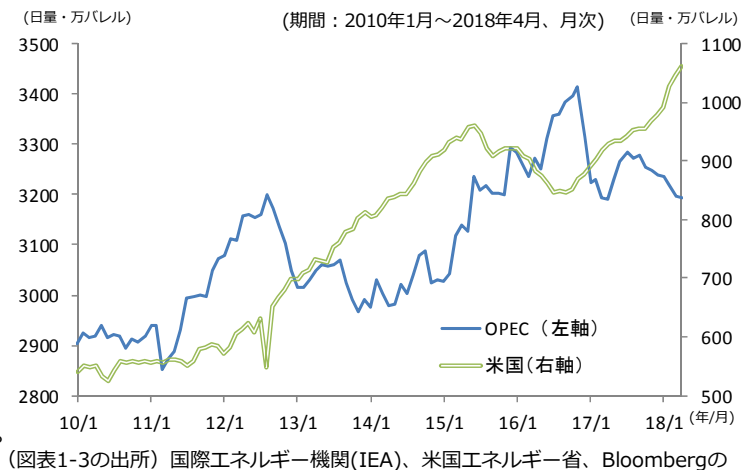
図表1 原油(WTI先物) 価格の推移



図表2 世界の原油需要と供給(IEA)



図表3 OPEC、米国の原油生産



(図表1-3の出所) 国際エネルギー機関(IEA)、米国エネルギー省、Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

米国の経済制裁によってイラン産原油の禁輸が始まればイランの生産が100万バレル程度減少することも想定されます。ベネズエラの動向には注意が必要ですが、この程度の減産であれば米国シェールの増産によって相殺できるとも考えられます。また最近ではOECD諸国の原油在庫は拡大傾向を示しています。

中国経済が構造的な減速基調をたどり、その他主要国の景況感指数を見ると、世界経済はピークアウトした可能性があります。そのため、今後原油への需要の伸びもピークアウトしていくことが想定されます。

2. OPECの政策

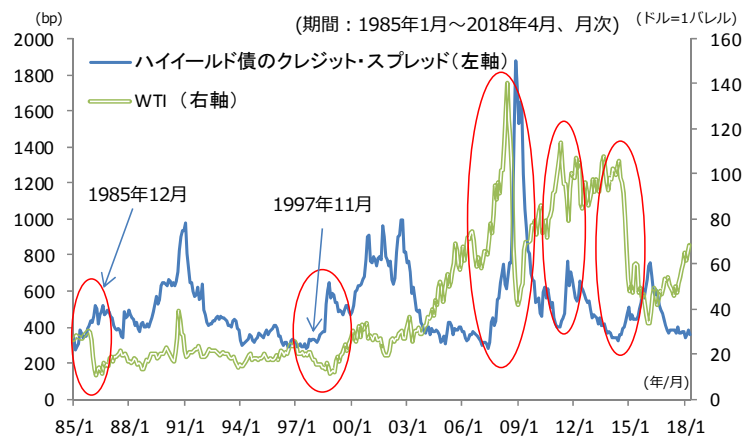
70ドル近辺では、米国シェールが増産を続けるとともにこれまで市場シェアを落としてきたOPECやその他産油国では増産を念頭に置いた議論が始まると予想されます。但し、サウジアラムコの上場を控えたサウジアラビアは原油価格を高止まらせることを優先する可能性があります。目先は6月22日に予定されている次回のOPEC総会が注目されます。過去においても、1985年12月、1997年11月のOPEC総会での増産決定が原油安につながったと考えられています（図表4）。

3. クレジット市場と先物市場

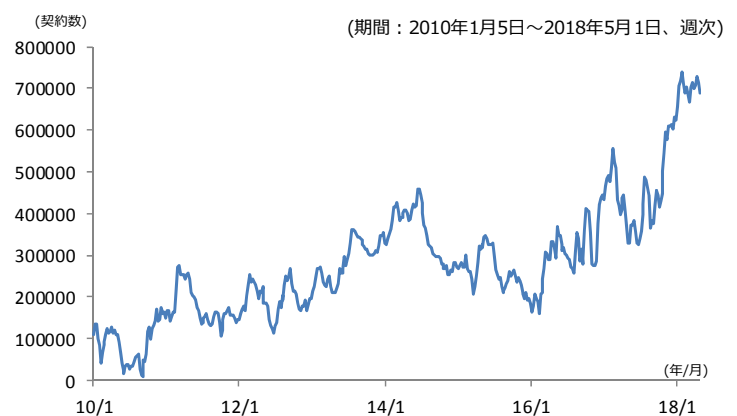
原油先物市場では実需のヘッジを行う生産者や需要者（商業部門）のみならずヘッジファンドなどの投機家や投資家（非商業部門）も主要なプレーヤーとなっています。過去においては、クレジット・スプレッドが縮小し、非商業部門の資金調達が容易になると原油価格が堅調に推移し、スプレッドが拡大に転じてしばらくすると原油価格が下落する傾向が見えました（図表4の赤丸）。今後、米連邦準備制度理事会の利上げが進み、クレジット・スプレッドが拡大に転じれば、原油価格が下落することも考えられます。

足元で先物市場における非商業部門のネット買い持ち高は歴史的な高水準で推移しています（図表5）。何らかのきっかけでこれらの買い持ち高が解消される過程で原油価格が急落することも想定されます。逆に、現在先物カーブは期近が期先より高い「バックワードーション」になっていますが、この状態では買い持ち高の解消が進みにくいとも考えられています。

図表4 原油（WTI先物）価格とハイイールド債スプレッド



図表5 CFTC 非商業部門の原油先物ネット買い持ち高



（注）「ネット買い持ち高」は買い持ち高から売り持ち高を引いた数字
（図表4-5の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

今後の市場見通し

需要については世界経済にピークアウト感が見えてきたことからやや弱含む展開を予想しています。イランやベネズエラの減産によって原油価格が一時的に上昇することも想定されますが、両国の減産は米国シェールの増産で相殺される可能性があります。これまで継続的に市場シェアを失ってきたOPECが6月の総会で将来的に増産する意向を表明すれば、原油価格が下落に転じることも考えられます。

当面、イランの減産によって同国からの輸入に依存するアジア市場を中心に原油価格が強含む展開も想定されます。しかしその後は、OPECの政策が鍵となりますが、軟調な相場展開を予想しています。

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目録見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
 : 純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
 加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)