

原油相場は上値の重い展開から下値が堅い局面へ - 注目されるシェールオイルの動向とOPEC内の力関係 -

石油輸出国機構（OPEC）が9月28日の非公式会合において、加盟国の原油生産量の減産に合意したと報道されて以降、原油先物相場（WTI）が上昇しました。しかし、世界全体の原油の供給量は依然として需要量を上回っていると見られ、価格の上昇は一時的なものになる可能性があります。

ただ、OPEC内で各国の生産量の上限が管理されるようになることを考えると、原油相場は上値の重い展開から、下値の堅い局面に移っていくと考えられます。今後は、米国を中心としたシェールオイルの生産動向や、OPEC内の力関係も中長期的な注目ポイントになると考えます。

OPECが原油生産量の上限を設定

OPECは、9月28日にアルジェリアで開かれた会合において、加盟14カ国の原油生産量を日量3250万～3300万バレルに抑制することを決めました。

2014年以降、サウジアラビアを中心とするOPEC加盟国は、米国のシェールオイルなどの高コスト生産者を市場から排除することを企図して、生産拡大による原油価格の低下を容認してきたとされています(図表1,2)。実際、2015年11月の総会では、世界シェアを維持するために、加盟国が裁量で増産することを容認しました。2016年4月の主要産油国18カ国による会合でも、サウジアラビアのムハンマド副皇太子は「イランを含む全ての産油国が増産凍結に合意しない限り、生産の削減は行わない」とコメントし、価格引き上げを狙った減産に反対しました。

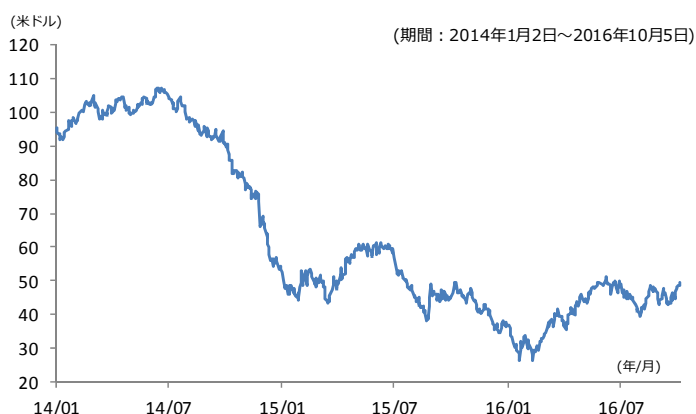
しかし今回は、これまで欧米から経済制裁を受けていたイランに関して、経済制裁前の生産水準である400万バレル近くまでの増産が容認されると見られ、サウジアラビアの対応に変化が感じられます。

サウジアラビアの国内事情が影響が

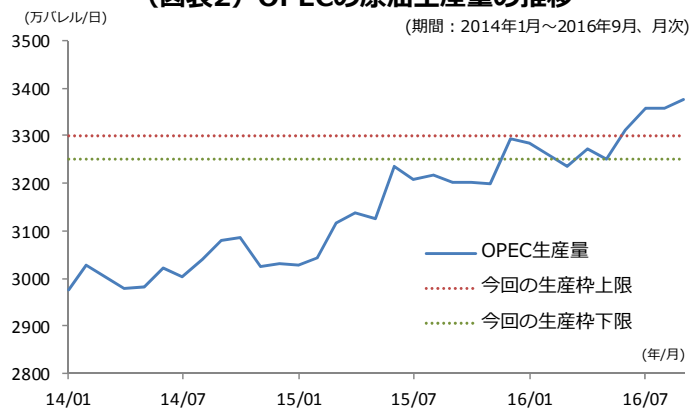
本年4月に、ムハンマド副皇太子は、原油収入に依存しない経済を構築することを目的に、改革プログラム「Vision2030」を発表しました。産業の多角化、交通インフラの整備、若者・女性の就業促進、経済特区を活用した外国企業の投資受入れなどを推進することが謳われています。ただ、これらの改革の効果が見えてくる前に、原油安の負の側面が顕在化してきたと考えられます。

原油収入の減少やイエメンへの軍事介入が国家財政を悪化させ、過去2年間に外貨準備高がおよそ4分の3に減ったことが窺えます。これを受けて、国营石油会社であるサウジアラムコの株式の一部売出しや、2007年以來の国債の発行、国民の3分の2を占める公務員のボーナスや手当の凍結が発表されました。サウジアラビアは、このような厳しい国内事情を背景に、イランに譲歩してまで減産に合意したと考えられます。

(図表1) 原油先物価格 (WTI) の推移



(図表2) OPECの原油生産量の推移



(図表1-2の出所) 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。

原油の供給が需要を上回る状態は継続

各国への減産枠の割当ては、11月30日にウィーンで開催される予定の次回総会まで持ち越され、実際の減産はその後になると見られます。

また、全ての加盟国が生産枠を遵守するとは限らないと思われま。さらに、ロシアなどOPEC外の産油国の動きにも注意が必要です。年初以降の原油価格の上昇を背景に、米国ではシェールオイルなどの採掘に用いられる掘削装置（リグ）の稼働数が増加に転じています。（図表3）。国際エネルギー機関（IEA）は、2017年中盤までは、世界全体で原油の供給が需要を上回る状態が続き、原油在庫の減少は2018年以降になると予想しています（図表4）。

シェールオイルは、従来型の油田と異なり、柔軟に生産を止めたり、再開することができると思われる点などを考慮すると、原油価格が一方的に上昇する展開にはなりにくく、今後6ヵ月から1年程度は、シェールオイルの採算ラインとされる40ドル～60ドルのレンジ内で推移することが予想されます。

シェールオイルの動向とOPEC内の力関係に注目

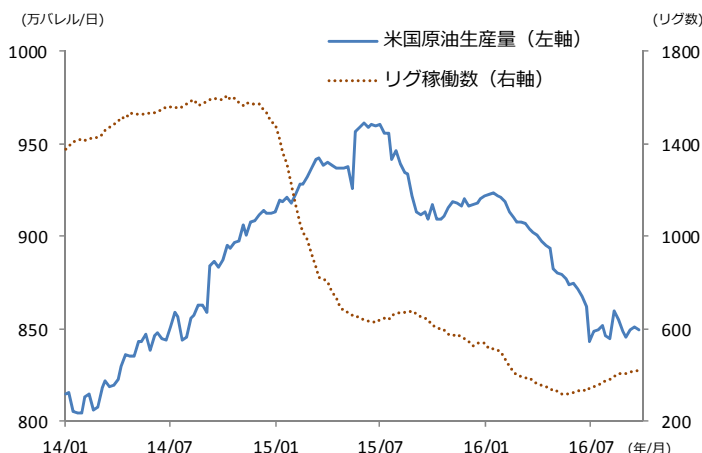
OPEC内で、各国の生産量が裁量に任されていた時代が終わり、生産量の上限が管理されるようになると考えれば、今後の原油相場は上値の重い展開から、下値の堅い局面に徐々に移っていくと考えます。また、中長期的には、以下の2つのポイントが注目されます。

- OPEC内で、譲歩を迫られたサウジアラビアと譲歩を勝ち取ったイランとの間で、力関係が微妙に変化する可能性が出てきたと考えられます。スンニ派の盟主であるサウジアラビアとシーア派の盟主であるイランは、過去数十年にわたって敵対関係にありました。高い原油価格を前提に国家財政を運営してきたサウジアラビアと、経済制裁によって国家運営を限界まで効率化してきたイランでは、今後の原油価格の動きに対する抵抗に違いが出てくる可能性があります。今回の減産合意は、中東における経済・政治の重心が、アラビア半島からペルシャに移動する第一歩との見方も可能と思われま。
- エネルギーコンサルタントのWood Mackenzie社は、2025年までの新規開発案件である日量1300万バレルのうち900万バレル分のプロジェクトは、1バレル=60ドルで商業ベースに乗り、そのほとんどは米国のシェールオイルになると予想しています。OPECは原油市況への影響力を一定程度保持すると考えますが、生産を柔軟に調整できる「スイングプロデューサー（揺れ動く生産者）」であるシェールオイルが、原油価格を主導する時代がしばらく続くと考えます。

以上（作成：投資情報部）

（図表3） 米国の原油生産量とリグ稼働数

（期間：2014年1月3日～2016年9月30日）

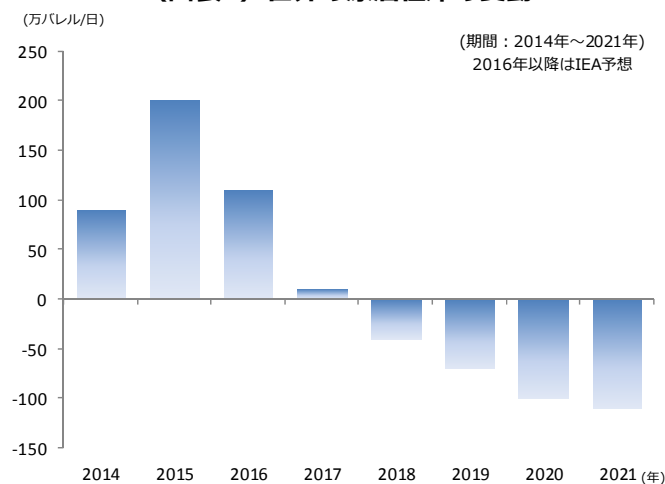


（注）米国原油生産量は9月23日まで

（出所） Bloombergのデータより 岡三アセットマネジメント作成

（図表4） 世界の原油在庫の変動

（期間：2014年～2021年）
2016年以降はIEA予想



（出所） International Energy Agency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へ帰属します。

【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、各ファンドの配分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2.052%（税抜1.90%）
 ※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>

カスタマーサービス部 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）