

原油価格の行方

— 中国経済の年央の持ち直しが米国の景気減速の悪影響を相殺できるかが焦点 —

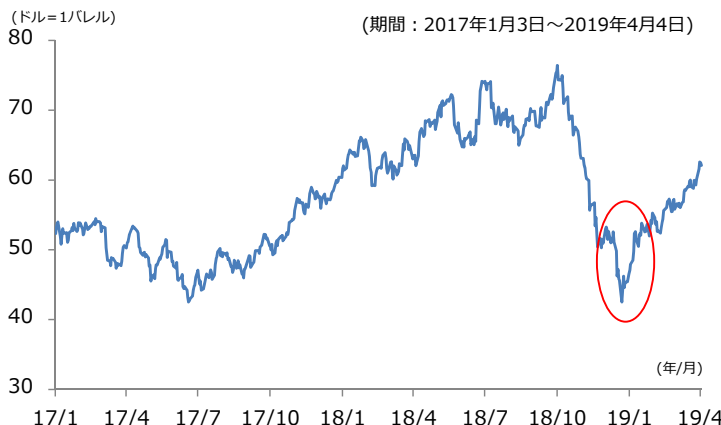
当レポートの主な内容

- ・原油価格は年明け以降、世界経済の回復を先取りする形で下値を切上げる展開を続けています。
- ・短期的（3カ月）には、上昇スピードが鈍化してもこれまでの上昇基調が続くと予想しています。
- ・その後、中期的（4-12カ月）には軟調な展開に移行することが予想されます。

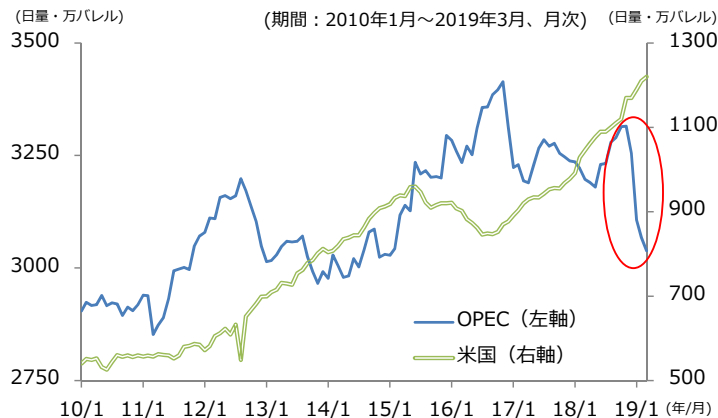
下値を切上げる原油価格

OPECとロシアを含むその他産油国（OPEC+）が1月以降の減産に合意したことや世界の金融市場の混乱が一先ず終結したことを背景に、原油価格は昨年（2018年）のクリスマス前後に底を打ちました（図表1）。その後、OPECの減産幅がOPEC+で合意された減産幅を大幅に上回り、中国経済が年央に持ち直すと観測が高まったことが原油価格の上昇に拍車をかけました（図表2）。米連邦準備制度理事会（FRB）のハト派転換がドル安を連想させたことも押し上げ要因になったと思われます。原油価格の今後の見通しを3カ月程度の短期とそれ以降の中期にわけて考えてみたいと思います。

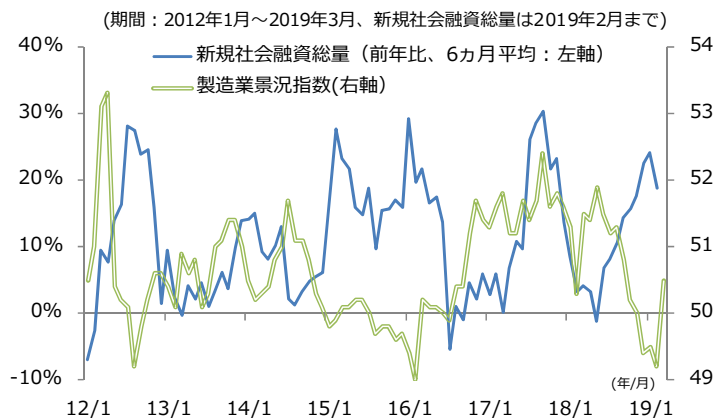
図表1 原油（WTI先物）価格の推移



図表2 OPEC、米国の原油生産量



図表3 中国の新規社会融資総量と製造業景況指数



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

短期見通し（3カ月：6月まで）

今後3カ月程度ではこれまでの上昇基調が継続しますが、上昇スピードはこれまでよりも減速すると予想しています。中国経済がこれまでに打ち出された金融・財政政策を通じた景気刺激策の効果が表面化し、年央にはソフトランディングすることによって原油への需要が拡大すると考えられることが最大の理由です。企業の景況感には既に底打ちし、経済全体に供給される資金量も拡大基調をたどっています（図表3）。OPEC+が7月以降も減産を継続するかどうかは予測できませんが、少なくとも現在の原油価格は彼らにとって居心地の悪い水準ではないと思われます。米国における原油在庫も適正な水準にあり、今後急激に取り崩される展開は想定していません（次頁図表4）。イランへの経済制裁（原油禁輸）や不安定なベネズエラ情勢も原油価格の下値を支えると思われます。先物市場では非商業部門（投機筋）の買い持ち高が年初来積み上がっていますが、まだ拡大余地は残されていると考えています（次頁図表5）。先物の期間構造はバックワーデーション（期近>期先）となっており、売りが出にくい環境にあると考えられています。

<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。

中期見通し（4-12カ月：7月以降）

しかし、7月以降は次の要因を背景に原油価格は軟調な展開に移行すると考えています。

➤ 米国シェールオイルの増産

原油価格が上がれば米国シェール生産者の増産が始まります。ハイイールド社債市場で資金調達を行うシェール専業の中規模生産者はキャッシュフローが増えても新規投資よりも株主還元やバランスシートの強化を優先すると考えられますが、「メジャー」と呼ばれるエクソン・モービルやシェブロンはパーミアン(*)における設備投資の拡大計画を発表しました。また、これまでシェール生産地からメキシコ湾岸の輸出基地や精製設備に原油を運ぶパイプラインが不足していましたが、夏以降はパイプラインが相次いで新規稼働するためボトルネックは解消に向かいます。

➤ イラン原油禁輸の適用除外

現在、日本を含む8カ国が11月から6カ月間、原油禁輸の適用除外を受けています。トランプ政権は近々5月以降に適用除外を終了するか延長するかの判断を行う見込みです。トランプ政権にとって、原油価格が高止まりするなか、適用除外を終了して原油価格をさらに高めることは賢明な選択とは思えません。適用除外が続けば、昨年11月同様に原油価格の低下要因になることも考えられます。

➤ OPEC+の減産緩和

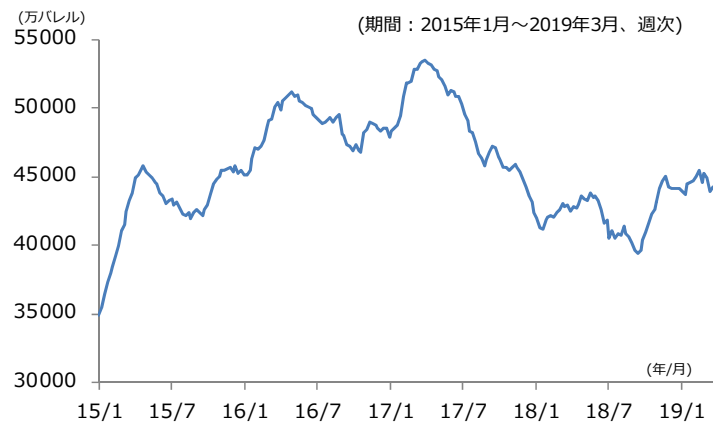
OPEC+は、自らの減産によって上昇した原油価格の恩恵を米国シェールだけが受けていると考えれば、減産の緩和に踏み切る可能性があります。また、原油価格が高止まればトランプ大統領からOPECへ増産圧力がかかることも考えられます。

➤ ベネズエラ

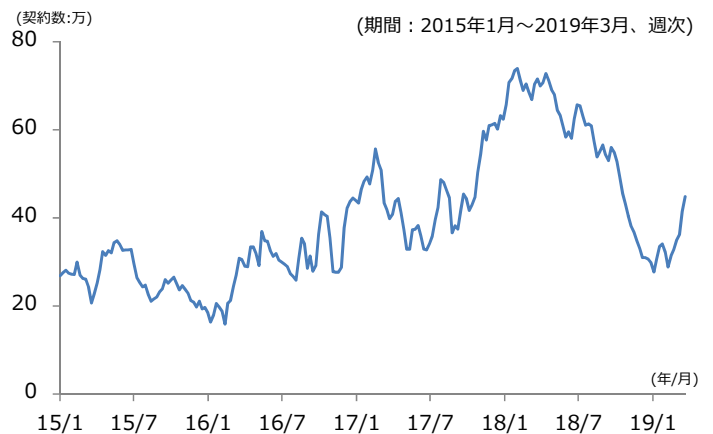
今後マドゥーロ政権からグアイド（暫定）大統領への権限移譲がスムーズに進むとは考えられませんが、7月以降に原油市場がマドゥーロ後の制裁解除・原油増産を織り込み始める可能性があります。

(*) パーミアンは米国南部テキサス州、ニューメキシコ州にまたがるシェールオイル最大の生産地域です。

図表4 米国の原油在庫（戦略備蓄を除く）



図表5 CFTC 非商業部門の原油先物ネット買い持ち高



(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

これらの見通しへのリスク

原油の需要について、中国経済の年央の持ち直しが米国の景気減速の悪影響をどれだけ相殺できるかが今後の焦点になると考えられます。米中通商交渉が決裂したり、年央以降に中国経済がソフトランディングせず減速を続ける見通しが高まれば、原油価格が上昇するという短期見通しを見直さざるを得なくなります。逆に米国で超党派の合意で大規模なインフラ投資が実行されることなどで米国の成長率が想定外に高まれば、軟調な展開を想定する中期見通しを見直す必要が出てくるかも知れません。いずれにしてもOPEC+やトランプ政権の動向とともに米国経済と中国経済の先行きから目の離せない状況が続くと考えています。

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もありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき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。

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)