

CIO Weekly Perspectives

ニューバーガー・バーマン・グループの最高投資責任者(CIO)が、毎週、足元の市場トレンドや投資における考察・見通しをお伝えします。

OPECと米国シェール業界: 続く衝突の道

Todd Heltman、Jeff Wyll

エネルギーセクター・シニア・アナリスト

グローバル株式リサーチチーム

2017年6月13日

OPEC(石油輸出国機構)による原油の減産と、米国シェール原油生産の回復が拮抗しており、原油市場の需給見通しが注目を集めています。今週は、当社のグローバル株式リサーチチームのエネルギーセクター・シニア・アナリストをゲストライターに迎え、足元の動向と今後の見通しについて考察します。



昨年11月に、OPECはロシアを含めた非加盟国からの減産合意を取り付け、大幅な原油減産措置を発表し市場を驚かせました。トランプ氏の米国大統領選挙勝利も相まって、経済見通しに対する強気な見方から、原油価格は50ドル半ばまで回復、60ドルまで上昇するかのように見られました。

しかし、原油価格への楽観的な見方は長続きしませんでした。原油価格は2、3ヶ月ほど堅調に推移したのち、米国シェール原油の増産を受けて供給過剰への懸念が再燃し、原油価格への見通しは一転、悲観的なものとなりました。5月下旬には、OPECと非加

盟の主要産油国による減産措置の9か月延長が合意されたものの、減産措置がさらに拡大あるいは、永続的なものになると期待していた市場の反応は冷めたものとなりました。

それでは、今後の展開はどうなるのでしょうか？足元の原油相場において注目すべきは、OPECと米国シェール業界です。

厳しい市場環境が、生産効率を実現

足元の混乱の発端はどこにあるのでしょうか。2015年から2016年にかけて、OPECは市場シェア拡大と競争緩和を目指して、大規模な増産政策を続けていました。その結果は、グローバルで過去最高レベルの原油在庫と原油価格の低迷を引き起こし、業界全体に深刻な影響を与え、生産コストの上昇や重債務を背景に倒産企業が相次ぎました。その一方、北米のシェール企業(特にパーミアン盆地)は低コスト体質を活かし、オイル、ガスの掘削技術の効率化を進め、厳しい市況を乗り切ったのです。これは、循環的なコスト低下と構造的な技術革新の結果であり、コスト競争力を高めたシェール生産者はうま

く困難を乗り越えた一方、OPEC は自身が引き起こした在庫増および原油価格安により、昨年 11 月減産措置を決定しました。

米国シェール生産者のコスト競争力の改善に加え、減産による想定外の影響が出始めています。減産措置は、OPEC による米国シェール生産者に対する実質的な補助金であり、米国シェール生産者にとって増産に向けた青信号が点灯したことに等しい状況であるといえます。米国シェール生産者の一部は、資本市場の回復によって債務削減や設備投資資金の資金調達を進めており、増産準備を整えつつあります。これは、原油価格が 2016 年前半の安値から反発したことと相まって、OPEC によってもたらされた絶好のチャンスとなりました。低コストかつ潤沢な資金を保有している米国シェール業界による増産期待は強く、2017 年第 4 四半期には、前年同期比で日量 100 万バレル程度の増産が可能になる見通しです。いまだに高い在庫レベルと、米国シェール業界による増産により、投資家の原油価格への懸念は払拭されず、OPEC は先月減産措置の延長を決定せざるをえませんでした。

残る課題

OPEC が生産量に制限を続けていることは、需給ファンダメンタルズにおいて効果がある一方、問題はこの措置が恒久的ではないことです。2018 年には、最大およそ日量 150 万バレルが市場に戻ってくる可能性があります。足元、OPEC は現在の減産措置終了に関する詳細を示していません。その上、当初の合意には参加していなかったリビアおよびナイジェリアの動向にも注意が必要です。これに加えて、米国シェール生産者による日量 100 万バレルの増産見通しを考慮すれば、全体的な経済成長見通し(ひいては需要)が堅調であったとしても、前述した通り、原油供給過剰への懸念が高まるのは当然のことです。

楽観的な識者は、(原油価格を強気で見ている市場参加者が支持する見解の一つ)過去 3 年間で投資が見送られた案件やキャンセルになったプロジェクトなどにより、コスト効率が低い、小規模な生産者(オフショアおよび在来型石油)が淘汰されることにより、生産量が減少するとしています。しかし、ブラジル、北海、カナダおよびメキシコ湾といった 2011 年から 2014 年の原油価格高の時に開始されたリードタイムの長いプロジェクトの立ち上がりが続いており、それらの生産能力拡大が見過ごされているように思います。これらの増産が、メキシコ、コロンビアそして中国といった生産が低迷している地域の減産を相殺してきました。さらに、グローバルな超大手エネルギー企業は設備投資を抑え、コスト構造を改革、少なくとも横ばいの生産水準を維持してきました。これは、OPEC に対して、減産措置の更なる延長、コスト効率の低いシェール生産者への経営環境悪化への圧力となるかもしれません。だからといって、当社が原油価格の再暴落を予想しているわけではありません。これらの全ての要素を考慮した上で、当社では、OPEC の減産措置延長が下支えとなり、シェール増産見通しが上値を抑える形で、原油価格は短期的に 40ドルから 60ドル/バレルの水準で推移すると見えています。想定外の出来事の際には、原油価格はこのレンジ内の上限、下限に動くことはあるでしょう。

投資家は、コスト構造および技術に注目した銘柄選定が重要

誰が最初に行動を起こすか(OPEC が減産量を拡大するか、シェール業界が減産に踏み切るか)に関わらず、企業は、構造的なコスト効率の改善によって原油価格下落の影響を吸収することができます。ある石油採掘企業の役員は「今では、50ドルが過去の 90ドルに相当する」と述べていました。つまり、企業は掘削コスト削減のため新しい技術を採用するなど、コスト構造の効率化を進めています。このような状況では、銘柄選定が非常に重要です。当社では、株式投資家にとって、持続的な低コスト構造と生産効率に欠かせないテクノロジーを積極的に取り入れているエネルギー企業を見つけることがポイントだと考えています。これにより、軟調な原油価格相場を乗り切ることができるでしょう。

■ 過去の CIO Weekly Perspectives はこちら。

■ Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、法的、税・会計上または投資のご提案のためのものではなく、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は正式なリサーチ・レポートではありません。従って当資料は投資判断を行うにあたり依拠されるべきではありません。当社グループ、その従業員及び当社グループが投資助言を提供する顧客は当資料にて言及されるセクターに属する企業の有価証券等を保有する場合があります。当資料は、作成時点において信頼できるとされる情報に基づき作成されていますが、かかる情報(第三者からの情報を含む)のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。当資料は予想、見込み、見通し、その他の「将来予測に関する記述(Forward-looking statements)」を含みます。様々な要因により、実際に生起する事象は当資料に記載されているものと大幅に異なる場合があります。投資はリスクを伴い、元本の毀損を伴います。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

本資料は、当社グループが作成した資料をもとに当社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではなく、また、その正確性、完全性及び信頼性を保証するものではありません。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

手数料等について

投資一任契約に基づく運用報酬: 投資一任契約に基づく運用報酬として、受託資産の時価総額に対して年率 1.00%(税抜き)を上限とする金額が徴収され、これとは別に成功報酬(ない場合もあります)、受託銀行に対する報酬等の費用が徴収されます。また、当資料において記載される戦略は、投資家の利益に資すると当社が判断した場合には、同様の戦略を有するファンドを組み入れることを通じて提供する場合があります。その場合、組入れを行うファンドにおいて以下のような報酬等が別途徴収されます。運用報酬料率: 運用報酬料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な運用報酬料率の上限は、運用資産の時価総額に対して 2.0%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件や投資金額毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

成功報酬料率: 成功報酬の徴収の有無及びその料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な成功報酬料率の上限は運用資産の超過収益に対して 20%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

その他費用等: 商品の種類、スキーム等により各種費用(経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等)が発生しますが、これら諸費用は運用状況及び資産規模等により異なりますので、詳細を表示することはできません。

上記の投資一任契約及び組入れファンドに関して徴収される報酬及び諸費用の合計は、戦略、運用状況及び資産規模等により異なりますので、その総額や上限等について、あらかじめ表示することはできません。

投資リスクについて

投資一任契約に基づき投資を行う投資運用商品には、投資信託、株式、債券、為替、先物、デリバティブ等、各種金融資産が含まれますので、各市場等における相場その他の指標に係る変動等の影響により投資価値が下落し、損失を被ることがあります。外貨建資産への投資は、為替変動により損失を被るリスクを伴います。投資運用商品は、投資元本が保証されているものではなく、投資元本を割り込むことがあります。投資信託、外国籍リミテッド・パートナーシップ等のファンドに投資する場合、投資するファンドの種類により投資リスクは異なりますが、主なリスクとして、価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク、為替リスク、金利リスク、デリバティブ・リスクなどがあります。また、受託資産の運用に関してデリバティブ取引等を利用する場合は、受託資産から委託証拠金その他の保証金(以下総称して「証拠金」と言います)を預託する場合がありますが、当該取引等にかかる想定元本の額が証拠金の額を上回る可能性があると同時に、当該取引の対象となる有価証券の価格、利率又は参照する指標等の変動による損失の額が証拠金の額を上回ることにより、証拠金を上回る損失が生じ結果として元本を上回る損失を蒙る可能性があります。なお、デリバティブ取引等の証拠金に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。

債券、バンクローン、モーゲージ証券、メザニン債等への投資について: これらの商品の価値は金利、市場環境、信用状況その他の要因により変動します。償還前に債券を売却した場合、売却による利益又は損失が発生する場合があります。また利子についても何らかの課税の対象となる場合があります。ハイ・イールド債券(「ジャンク債」)、バンクローン(優先担保及び劣後担保のものを含む)、非政府系モーゲージ証券、メザニン債等に対する投資は一般的に投機的な投資であり、投資適格債に対する投資と比較してより大きなデフォルトリスクを伴います。こうした商品の市場価格は、金利、市場環境、信用状況、政治、通貨の切り下げその他の要因により変動する場合があります。投資適格債と比較してよりその変動幅が大きくなります。従って、これらの商品に対する投資はすべての投資家に適合するものではなく、投資に当たっては潜在的なリスク及びリターンの特性を十分ご理解のうえご検討ください。

株式への投資について: 大型株への投資の場合であっても、株式投資に関するあらゆるリスクを伴います。かかるリスクには、全般的な市場或いは経済状況により株式価値が毀損されるリスクを含みます。中・小型株式への投資の場合は、財務及びその他のリスクに関し、大型株と比較してより影響を受けやすい傾向にあり、また、取引量が大型株と比較して限定的であること等から、市場価格の変動はより大きくなる傾向があります。

外国有価証券及び外貨建て有価証券への投資について: これらの商品に対する投資については、為替の変動や政治経済の情勢といったリスクを伴い、投資資産の価値及び配当が影響を受けることがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。また、新興国への投資については、先進国への投資に比べて市場規模や流動性等の観点から価格変動が大きくなる傾向があるなど、より大きな損失を被る場合があります。加えて、新興国における経済は一般的に規制が十分でなく、貿易障壁、為替管理、保護主義的政策及び政治的・社会的不安定性により悪影響を受ける可能性があります。流動性が低い場合や信頼できる情報が利用できない場合には変動性が高くなるリスクがあります。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資について: ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資は投機的な投資であり、高いリスクを伴います。ファンドは、レバレッジの高いキャピタル・ストラクチャー商品への投資を通じて、レバレッジをかけることがあります(レバレッジは高い金利リスクを伴い、金利上昇や景気後退、原資産の減少といった要因に対し、投資資産のエクスポージャーが増加することがあります)。これらのリスク要因の影響を受けて、ファンドの運用実績は大きく変動することがあり、結果的に投資元本の全部又は大部分を失うことがあります。

プライベート・エクイティ・ファンドの組入れを行う場合について: プライベート・エクイティ・ファンドの場合、一旦ファンドへの出資を行うと中途解約は原則として認められず、またファンドの持分には通常譲渡制限が付されているため流通市場はなく、今後も整備される見込みはありません。従って、中途換金は非常に困難であり、

流動性は殆ど存在しません。また、ファンドで徴収される報酬及び費用の発生により、費用控除後の実現利回りが大きく低下することがあります。更に、これらの報酬及び費用の発生によって、投資家に返還される金額が拠出総額を下回る可能性があります。なお、当資料に記載する戦略をファンドの組入れを通じて提供する場合、当該ファンドに係る条件等の詳細については今後関係者の承認を経て正式決定される場合があります、その場合当資料中に記載された内容が予告なく変更され、またかかる状況において新たなリスクが発生することもあります。

適合性原則について

当資料でご紹介する戦略がすべての投資家に適合することを保証するものではありません。当社は、金融商品取引法等の法令・諸規則等に従い、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を踏まえたうえで、個別戦略の正式なご提案をさせていただくこととしております。なお、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を確認した結果、当社の判断により一定の戦略のご提案を行わない場合や、投資家からの戦略提案のご要望に応じることができない場合があることをご了承ください。また、かかる場合に代替的な戦略のご提案をさせていただく場合もございますが、常にそのようなご提案を行うことを保証するものではありません。

また、正式な戦略のご提案以降であっても、投資家の財産の状況や規制環境の変化、その他個別の事情等に照らして当社が必要と判断する場合には、当初の提案を随時見直す可能性があります。厚生年金基金である投資家に対するご提案に当たっては、運用指針(及び、場合によっては運用の基本方針)等を確認させていただく他、必要に応じて情報を提供させていただくこともあわせてご了承ください。

ニューバーガー・バーマン株式会社

Neuberger Berman East Asia Limited

〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2094号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会