

## 藤戸レポート

## 原油価格の動向と日米政治情勢

2017年3月27日

## OPEC減産順守後も原油は往來相場が続く

OPEC(石油輸出機構)の減産実施後も、WTI原油先物価格はレンジ往來の動きを続けている。昨年11/14安値1バレル=42.2ドルから、今年1/3には55.2ドルまで上昇する局面があった。しかし、その後は揉み合いに終始し、3/22には安値47.0ドルまで売り込まれている(グラフ1)。懸念された減産の順守率は、サウジアラビアの大幅減産が貢献して、かつてないほどに高い。原油統計には複数のデータがあり若干の相違があるが、以下ではブルームバーグの数値で見てみよう(表1)。



OPECの減産のターゲットは日量(以下同)3,250万バレルだが、2月時点では3,216万バレルで、生産上限を下回っている。各国別で見ると、イラク、UAEあたりの減産が十分ではないが、サウジの大幅減産でOPEC全体の目標は達成されているわけだ。つまり、昨年9月のOPEC臨時総会で決議された8年ぶりの減産は、十分に守られている。それにもかかわらず、原油価格が往來相場に留まっているのだ。なぜか？

## ロシアは高水準の生産を維持

最大の要因は、ロシア、米国という非OPECの大国の動きだ。OPEC減産に協調して、非OPEC諸国も日量60万バレルの減産で合意している。特に、ロシアは、今年前半に30万バレルの減産を行うことになっていた。ロシアの原油生産量を見ると、2008年のリーマン・ショックの影響を克服した後

## ストラテジー

(表1)  
OPEC諸国の原油生産動向

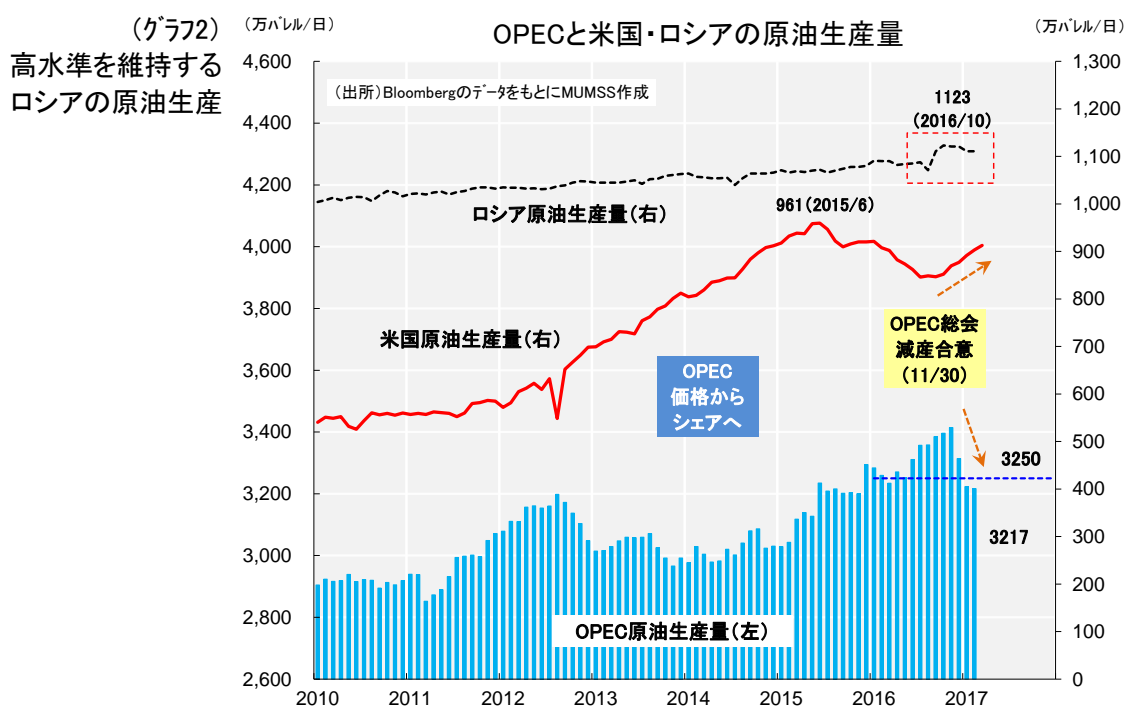
OPEC(石油輸出国機構)の原油生産の動向 (2017年2月)・・・2016/11/30 減産合意

単位:1000/バレル(日量)

	生産量 (A)		前月比	生産可能量 (C)	増産可能量 (C-A)	目標生産量 (D) 月中平均	目標-生産 (D-A)
	2月	1月					
サウジアラビア	9,780	9,870	-90	11,500	1,720	10,058	278
イラク	4,440	4,490	-50	4,700	260	4,351	-89
イラン	3,830	3,800	30	4,000	170	3,797	-33
UAE	2,950	2,950	0	3,150	200	2,874	-76
クウェート	2,710	2,710	0	3,000	290	2,707	-3
ベネズエラ	2,010	2,030	-20	2,500	490	1,972	-38
アンゴラ	1,690	1,670	20	1,870	180	1,673	-17
ナイジェリア	1,680	1,640	40	2,200	520	除外	na
アルジェリア	1,040	1,040	0	1,150	110	1,039	-1
リビア	700	690	10	780	80	除外	na
カタール	620	615	5	780	160	618	-2
エクアドル	535	530	5	555	20	522	-13
ガボン	180	195	-15	220	40	193	13
<b>OPEC全体 14カ国</b>	<b>32,165</b>	<b>32,230</b>	<b>-65</b>	<b>36,405</b>	<b>4,240</b>	<b>32,500</b>	<b>335</b>

(出所)BloombergのデータをもとにMUMSS作成 ※1バレル=約158.98リットル、インドネシアは一時停止

に、順調に拡大傾向を辿ってきた。そして、昨年9月のOPECの臨時総会前の8月には日量1,071万バレルだったが、その後増産に拍車を掛け、10月には1,123万バレルと史上最高の生産量をマークするに至っている(グラフ2)。おそらく、非OPECにも協調減産を呼び掛けられることを見越しての増産と思われる。「プーチン大帝」は甘くない。タフ・ネゴシエーターであり、右手で握手しながら、左手で背中を刺すことぐらいは平然と行うだろう。



巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## ストラテジー

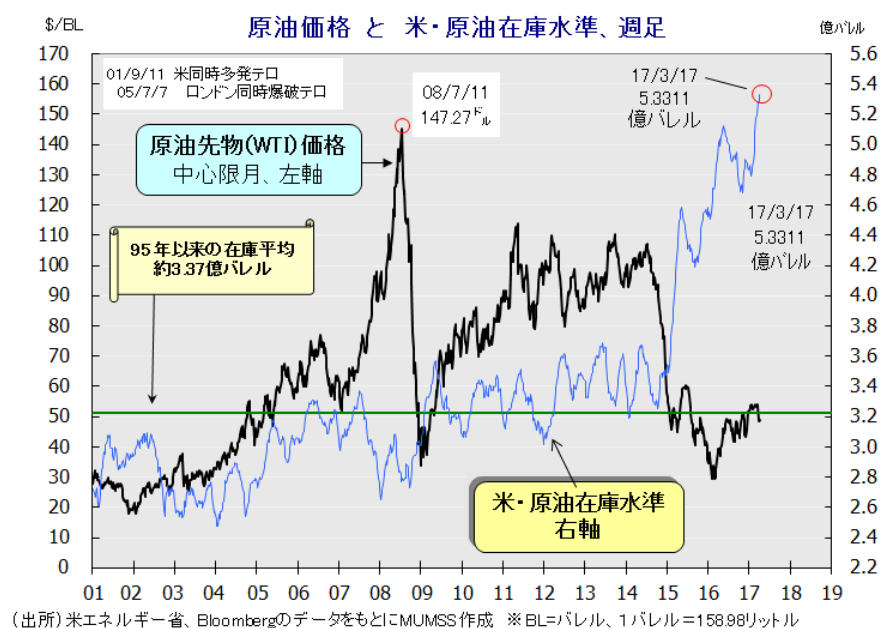
### シリア内戦参加で物入りのロシア

問題になるのは、ロシアの年明け以降の動きだ。1月の生産量は日量1,111万バレルだったが、減産実施は2月以降との報道もあり、まだ投資家も好意的な解釈をしていた。ところが、2月の生産量も1,111万バレルで高水準横ばいだった。昨年8月の生産量と比較しても40万バレル増産した状況であり、今や2月のサウジアラビアが978万バレルに減産したことから、最大の生産量を維持していることになる。この事実が確認されてから、3月に入って俄にWTI原油先物相場は軟調に転じた。ロシアの歳入は、原油、天然ガス等のエネルギーや非鉄金属等の一次産品に多くを依存している。「プーチン大帝」は、偉大なロシアの再建を目指して、シリア内戦にも積極的に関与した。ロシア本土から戦略爆撃機ツポレフ160、同22M3による長距離爆撃や、海軍でも空母「アドミラル・クズネツォフ」を投入した空爆によって、シリア反政府派に大打撃を与えた。しかし、こうした近代兵器による戦争には金が掛かる。御存知のように、景気が停滞し、財政状況も芳しくないロシアにとっては、減産による歳入減という選択は避けざるを得ないのだろう。シリア内戦が終息に向かっていることから、「アドミラル・クズネツォフ」も任務完了して母港に帰っているが、たとえ原油減産に向かうとしても、極めて緩慢なテンポになるものと思われる。

### 米国ではシェール・オイルの生産が回復

もう一つは米国のファクターだ。米エネルギー省発表の統計では、米国の原油在庫は5億3,311万バレルと過去最高に膨張している(3/17時点)。リーマン・ショック時の2008年9月のボトムが、2億7,263億バレルであることを考えると、倍近い増大だ(グラフ3)。言うまでもなく、シェール・オイルの生産拡大が、その主たる要因である。米国の原油生産量(日量)は、2008年9月のボトムで僅か384万バレルに過ぎなかった。それが、シェール・オイルの生産拡大によって、2015年6月のピークでは961万バレルと2.5倍に拡大している。その後の原油価格暴落で一頓挫を迎えたが、昨年7月の843万バレルで底入れし、今年3/17時点では913万バレルまで回復している。原油価格

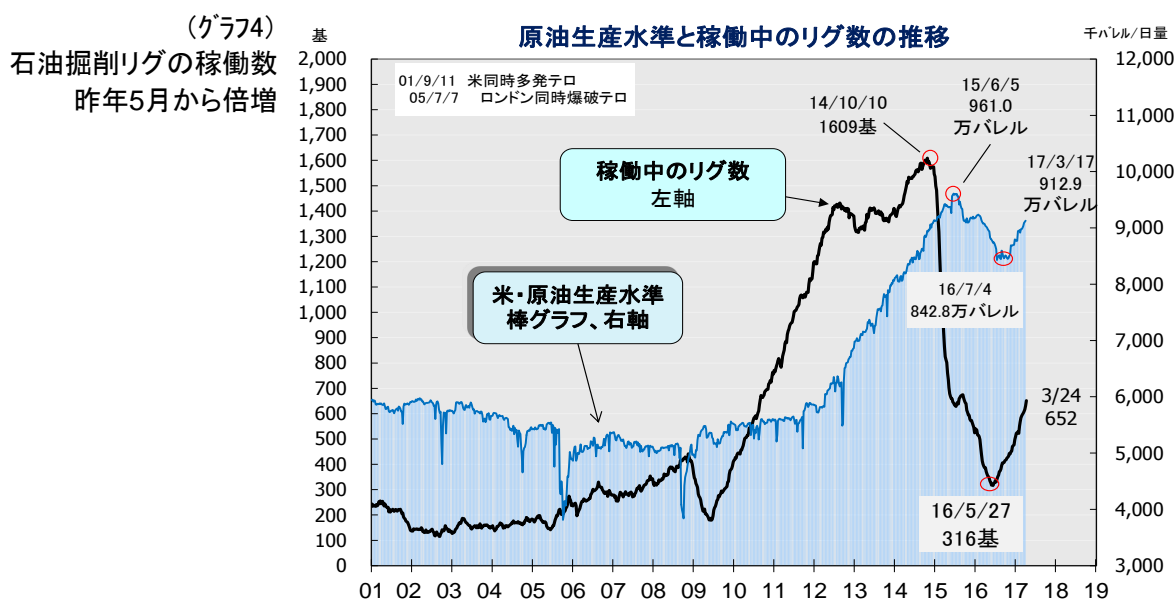
(グラフ3)  
過去最高に積み上がった  
米国の原油在庫



巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

## ストラテジー

の暴落で、財務体質の脆弱なエネルギー企業は淘汰され、それが生産量の減産に繋がってきた。しかし、OPEC減産を材料とした原油価格の反騰で、皮肉なことにも再びシェール・オイルが増産基調になっている。もし、下落しても40ドル台での推移となれば、掘削技術の進歩で十分採算に合うシェール企業が増加している。象徴的なのは、米国の石油掘削リグの稼働数だ。ベーカー・ヒューズによると、リグ稼働数のピークは2014年10月の1,609基だったが、原油暴落後の昨年5月には316基にまで急減している。ところが、今年3/24時点では652基とボトムから倍増しているのだ(グラフ4)。つまり、原油価格に大崩れがない限り、米国の原油生産量が増勢を辿るのが確実な情勢である。日量で過去最高への到達もあり得よう。



(出所) 米エネルギー省、BloombergのデータをもとにMUMSS作成 ※BL=バレル、1バレル=158.98リットル

### 非OPECの超大国である米・露が鍵を握る

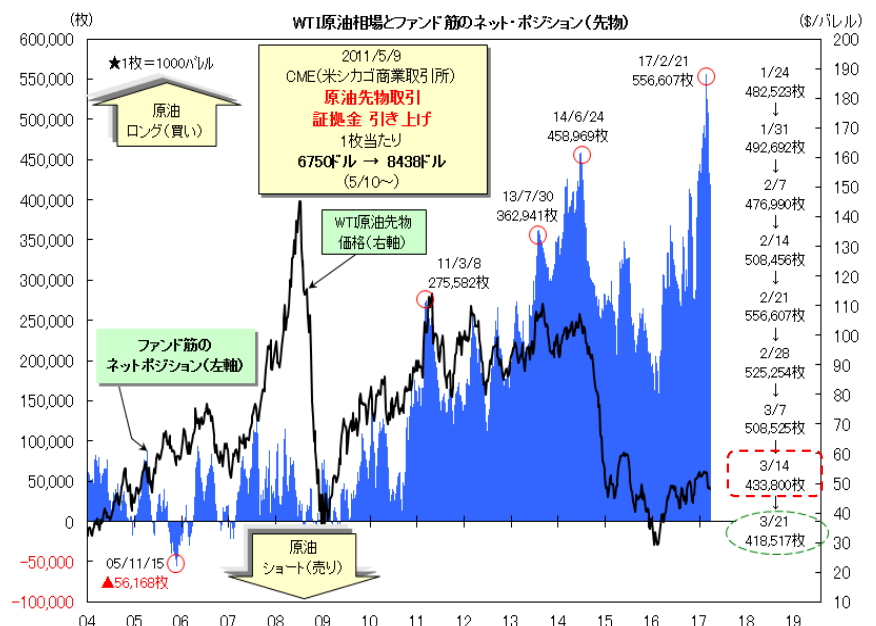
サウジアラビアを始めとするOPEC諸国が減産を順守しても、米・露超大国が増産あるいは高水準の生産を維持すれば、根本的な原油需給はタイトになり得ない。もちろん、世界的な景気回復による消費量の増加という古典的なプラス材料には期待が残るが、これもトランプ景気刺激策の巧拙によって左右されることになる。一方では、世界的なエコカー、電気自動車、好燃費車の本格的普及によって、ガソリン消費量が低減する可能性もある。イノベーションが、需要の減少に繋がることも考えられるのだ。足下の米自動車市場では、4,000~6,000ccの大排気量エンジンを搭載したピックアップ・トラック、SUVが好調な売れ行きである。しかし、一方では、テスラの電気自動車が人気なのも事実だ。フォルクスワーゲンの「ディーゼル車燃費不正事件」の後も、複数社で同様な嫌疑が掛かっており、欧州でも好燃費の代表であったディーゼル車から電気自動車、ハイブリッド車へのシフトが急速に進む可能性もある。やがて時を経て、このトレンドは、大気汚染に苦しむ中国やインドにも波及することになるだろう。従来のような「景気回復→原油需要拡大→価格上昇」という構図を、単純に適用するのは難しくなるかもしれない。

## ストラテジー

### ヘッジファンドの暗躍が続く

ヘッジファンドは、OPEC減産を材料に、WTI原油先物のロング・ポジションを積み上げてきた。CFTC(米商品先物取引委員会)が発表しているWTI原油先物のヘッジファンド・ポジションを見ると、昨年8/9の258,250枚の買い越しをボトムに、今年2/21には556,607枚の買い越しにまでロングを積み上げた。もちろん、史上最高の買い越し枚数である。WTI原油先物は、本業のエネルギー関連企業だけではなく、ヘッジファンドやペンション・ファンド(年金基金)、ミューチュアル・ファンド(投信)に至るまで、コモディティ・ポジションを平易に構築できる金融商品としての人気が高い。ヘッジファンドは、OPEC減産をネタに約30万枚の買い越しで勝負したわけだが、高値55ドルというのは不満足な思いが残っていたことだろう。しかし、ボックス往來の色彩が強まっても、彼らはなおトランプ景気刺激策にベットしていたものと思われる。ところが、「プーチン大帝」のタヌキぶりに嫌気が差して、3/14時点では一気に433,800枚にまで買いポジションをシュリンクさせた。これが、高値55.2ドルから47.0ドルまで下落させた直接的な需給要因である。特に3/7~14の1週間では▲74,725枚の売り越しである(グラフ5)。一気に50ドル割れとなったのは、彼らの見切り売りが大きい。つまり、原油価格の中長期的なトレンドは、既述のような根本的な原油需給がポイントになるが、短期的な値動きでは投機筋のインパクトが大きいのだ。この区分をしっかりとしないと、長期の材料で目先の相場を語り、短期の材料で長期波動を占うことになる。OPEC減産だけでは相場は分からない。

(グラフ5)  
原油先物急落の要因は  
ファンド筋のポジション調整



※ポジションは原油ロング-原油ショート(ネット)、1バレル=約158.98リットル、WTI=(ウエスト・テキサス・インターメディアイト)原油先物(出所)CFTC(米商品先物取引委員会)、BloombergのデータをもとにMUMSS作成

### 基本観はボックス相場

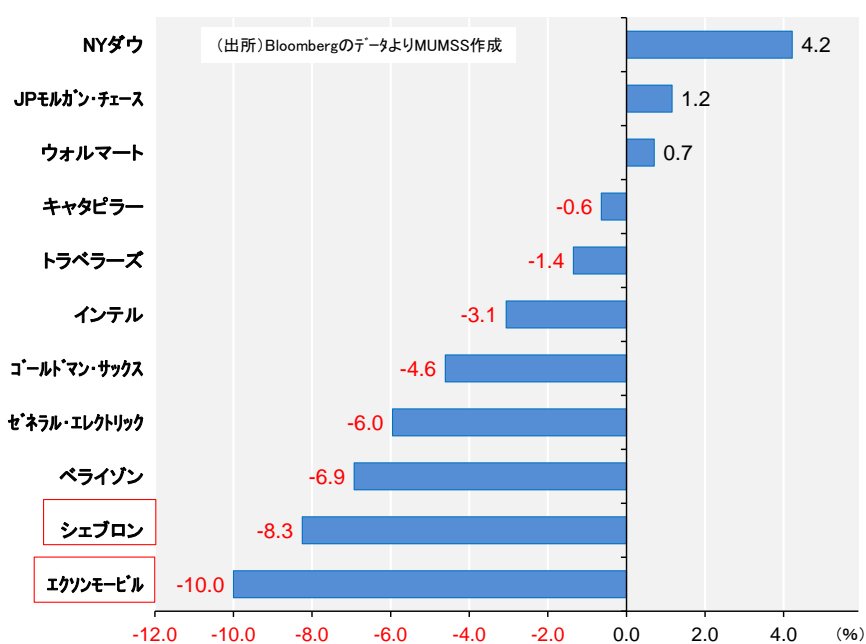
さて、原油価格が1バレル=40ドル台後半~50ドル台前半で推移している限り、サウジアラビアのファリハ・エネルギー産業鉱物資源相は静観するだろう。しかし、45ドルをブレイクするような動きとなれば、「減産延長」のカードを抜く可能性が高まるものと思われる。昨年9月のOPEC臨時総会で減

## ストラテジー

産が討議されたのも、8/3にWTI原油先物価格が39.1ドルと40ドル割れとなったことがトリガーになった。原油価格の反転で、ようやく財政が好転に向かい始めたサウジの防衛ラインは、40ドルにあるものと想定している。40ドル割れのリスクが高まれば、ファリハ大臣は許容しないだろう。今後、アラムコ（サウジアラビア国営石油会社）の上場という一大イベントを控えていることもあり、50ドル前後での安定的推移を望んでいるはずだ。したがって、WTI原油先物価格の下値も、40ドルを大きく下回るシナリオは想定し難い。結局、40～60ドル程度のボックス相場が基本観となろう。つまり、かつてのように70、80ドルへの高騰も考えにくい、逆に40ドルを割れて大幅安という状況の確率も低い。したがって、エネルギー関連企業には過大な期待も描けず、逆に原油急落期のような大幅減益という事態も想定すべきではない。米国でエクソンモービル、シェブロン等の石油株がアンダー・パフォーマンスであるように(グラフ6)、日本でも年初に人気が高まった鉱業、商社株等も、「それなりの動き」に留まると解釈すべきだろう。ただし、原油価格の騰落が、「リスク・オン」、「リスク・オフ」の局面転換に寄与する場合があります、市場全体へのインパクトからも注視は怠れない。

(グラフ6)  
石油株がアンダー・パフォーマンス

NYダウ採用銘柄の騰落率ワースト(2016年末比・3/24時点)



### 難航するオバマケア代替法案

原油価格に大きなインパクトを与えるのが、トランプ政権の景気刺激策である。もし、順調に減税策やインフラ投資策が発動されれば、米国のみならず、世界経済へポジティブな影響を与えることになる。昨年11月以来のトランプ相場は、まさにこれを先喰いした動きである。ところが、肝心の米議会の動きが遅々として進捗していない。減税策の実現には、オバマケア（医療保険改革）の改廃が必須である。疲弊した米国の財政では、野放図に歳出を拡大できる状況ではない。そこで、オバマケアを修正し、その削減費用を減税策の財源とする案が代替法案にビルトインされている。具体的には、メディケイド（低所得者向け医療保険）を削減し、10年間で8,830億ドルの減

## ストラテジー

税を行う案である。したがって、オバマケア代替法案は減税策とリンクした構造になっている。「驚くべき減税策」を具現化するためには、代替法案の議会通過が必須要件なのだ。ところが、議会共和党では、穏健派の「チューズデー・グループ」(約50人)が、「無保険者が大幅増加する」と反対し、保守派の「下院自由議員連盟」は逆に「オバマケアの完全撤廃」を掲げて反対している。つまり、左右両派が対極的な理由で反対しているのだ。これが、混沌とした状況を招く要因となっている。

### 懸念されるトランプ政権の求心力低下

もし、オバマケア代替法案に手間取るようであれば、共和党は大きな逆風に直面するのが必至である。ギャラップの世論調査では、トランプ大統領の支持率は37%・不支持は58%(3/21時点)と、新任大統領としては異例の不人気ぶりだ。しかも、就任以来、右肩下がりのトレンドが続いており、まるで政権末期の如き様相を呈している。したがって、トランプ政権は刺激策によって景気浮揚を実現し、選挙民が満足感を高めない限り、先行きの展望は生まれないことになる。これは政権のみならず、共和党議員にとっても同様だ。米下院議員の任期は僅か2年間であり、不人気大統領を担ぐ状態となれば、次回中間選挙では振り子が民主党サイドに向かうのが確実な情勢だ。トランプ大統領は、「賛成しないと選挙に落ちるぞ」と反対派議員を威嚇したと報じられているが、代替法案を可決できなければ、求心力が急速に低下することになる。3/24にも下院可決を目指していたが、結局保守・穏健両派からの賛同を得ることができず、オバマケア代替法案は撤回すると発表された。これは、トランプ政権のみならず、ポール・ライアン下院議長の指導力低下を示唆するもので、今後の政策運営にも大きな不安を残すことになった。重要なのは、減税策の財源と期待されていた8,830億ドルがあてにできず、減税策自体が矮小化する可能性があることだ。トランプ相場に翳りが差すリスクもある。

### 不毛の「国会劇場」

日本でも、某氏の国会証言に注目する向きもあった。証言内に登場する人物が、総理夫人、政治家、高級官僚となれば、興味深いと見る人も多い。しかし、あの膨大な時間と労力を費やした一連の証言で、得るものは何一つとしてない。国会が本来担うべき政策論争は放擲し、「やった・やらない」、「言った・言わない」の水掛け論争を延々と続けても、何もリターンがないのだ。潜在成長率が低下した日本の採るべき政策とか、もっと具体化して待機児童の解決策でも論争を行えば、国民全般が福利を享受できる可能性もある。しかし、不毛の証言を続けたとしても、「国会劇場」的なエンターテインメントを提供したに留まる。既述の米議会は、少なくとも政策論争である。しかし、日本では、両手でポンと音を立てて、「左の手が鳴ったのか・右の手が鳴ったのか」的な砂漠の議論を続けている。

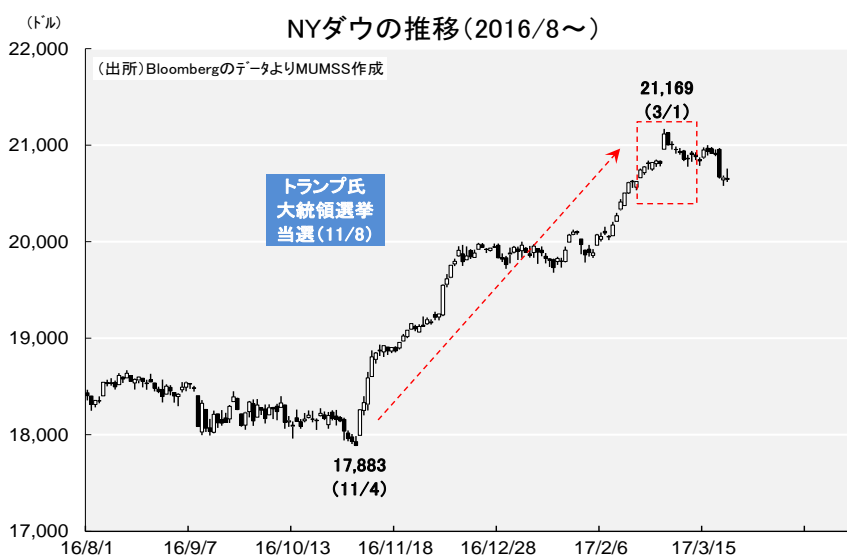
塩野七生氏の最新刊は、「ギリシャ人の物語Ⅱ・民主主義の成熟と崩壊」である。ペリクレス時代に黄金期を迎えたアテネは、その後デマゴグに左右されて衰退の時代を迎える。あの破滅的なペロポネソス戦争の後、ギリシャは急速に衰微し、ローマ帝国、ビザンツ帝国、オスマン・トルコに支配され続けた。今やその末裔は、定期的な財政危機に直面し、IMF(国際通貨基金)、EU(欧州連合)、ECB(欧州中銀)に支援を請うだけの存在に成り果てた。最新刊の帯には、「民主主義の罨」と記されている。

ストラテジー

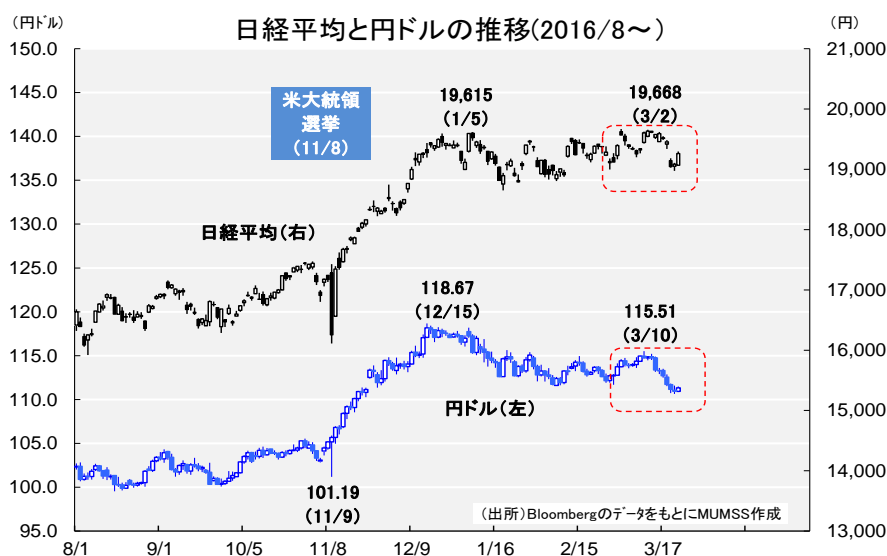
ファンダメンタルズが株価をサポート

ダウ工業株30種平均は、オバマケア代替法案の難航を嫌気して、3/21に237ドル安となった(グラフ7)。当初は、「驚くべき減税策が2~3週間の内に提示できる」とのトランプ大統領の発言があったが、待てど暮らせど具現化しない状況に嫌気した投資家が増加したと思われる。いったんは利益確定売りに動いたのだろう。この米株式の動きを受けて、日経平均も3/22に▲414円の大幅安となった。ドル/円相場も3/23に110.6円まで円高に振れたが、典型的な円高・株安症状と言えよう(グラフ8)。ただし、米国株式が、その後も大崩れになっていないのは、ムニューシン財務長官が、「減税策は法人、個人に及ぶ包括的なもので、必ず実行する」と述べているためだ。オバマケアの代替法案では挫折したが、今後は減税策を第一にするとのメッセージが、投資家の期待感を繋ぎとめている。米国では景気、企業業績も良好で、ファンダメンタルズ面が株価をサポートしている。この状況は、そのまま日本市場にも適用できるものだ。政治的混乱を、実態面がカバーしている構図であり、過度に悲観論に傾くべきではない。

(グラフ7)  
米大統領選挙(11/8)以降  
最大の下落となったNYダウ



(グラフ8)  
トランプ大統領の政権運営懸念で  
円高・株安となった日本市場



巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。



## ストラテジー

### バリュエーション的には妙味あり

今回の調整で、バリュエーション的には妙味が出てきた。3/22時点では、日経平均の予想PERは15.70倍・EPS(一株当たり利益)は1,213円となった(QUICKデータ)。手堅く見て、来期を6.2%増益としても、EPSは1,288円となる。これにリーマン・ショック以降の予想平均PERの中心軸である14.9倍を掛けると、「1,288円×14.9=19,191円」がフェアバリューである。多少の変動はあっても、日経平均の19,200円を割れる局面は、割安感からの買いゾーンとの解釈が可能である(グラフ9)。トランプ相場では、フェアバリュー以上で滞留する期間が長かっただけに、久々の拾い場と言えよう。トランプ政権の求心力低下で、まだブレる局面も想定できるが、3月最終週は国内機関投資家の株価意識が最も高まる時期でもある。各社・ファンドの「御家の事情」によって、ウィンドウ・ドレッシング(御化粧買い)が入る可能性は高い。そして、好需給が期待される4月新年度相場へ突入して行くわけだ。日経平均の19,000円割れの局面は、好買い場となる可能性が高いように思える。



### 三文芝居は終わりにしよう

一番驚いたのは、某氏の国会証言を受けて、「安倍総理が退陣するリスクは何%?」とメディアに聞かれたことだ。私の見立ては、「限りなくゼロに近い1%以下」だ。安倍政権の盤石さが続いただけに、野党がはしゃぐ気持ちも分かる。しかし、もう少し本質的な政策論議で意気込むのなら良いが、怪しげな人物の証言を戦略のベースにするのはいかがなものか。ローマ帝国でも食料は国家が保証し、無料のコロッセオではグラディエーターが血を流していた。「パンとサーカス」の保証が、ローマ市民の良識を喪失させた要因とも言われる。もう三文芝居は終わりにしよう。

藤戸 則弘  
投資情報部長

## 【重要な注意事項】

### (本資料使用上の留意点について)

- 本資料は当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の利用に際してはお客様御自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

### (利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫

### (外国株に関する注意事項について)

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K 等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

### (リスク情報について)

- 日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等により、投資元本を割り込むリスクがあります。**

### (手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込み)の売買手数料をいただきます(ただし約定代金が193,000円以下の場合には最大2,700円(税込み))。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式の売買取引には、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.080%(税込み)の手数料が必要となります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

### (著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

Copyright 2017 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町一丁目 9 番 2 号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 投資情報部

(商号等) 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2336 号

(加入協会) 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

# 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

投資情報部

東京都千代田区大手町 1-9-2

大手町フィナンシャルシティ グランキューブ