

## 100米ドルを突破した原油価格

不確実性が大きい中で今後のシナリオを考える

2022年3月3日

### お伝えしたいポイント

- 先週の原油価格100米ドルと今週の原油価格100米ドルは状況が異なる
- 各シナリオ別の原油在庫（≒原油価格）の変化を試算
- 現時点では短期的に一段と上昇した後に沈静化と予想

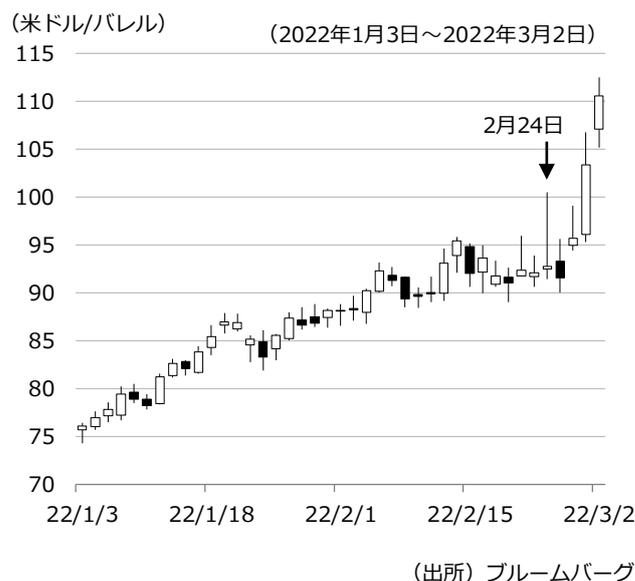
### 先週の原油価格100米ドルと今週の原油価格100米ドルは状況が異なる

先週2月24日、ロシアがウクライナに軍事攻撃を開始したことを材料に、WTI原油先物価格は一時的に100米ドルを超えました【図表1】。ただし当時の市場は、あくまで短期的なショックとの認識で、長期的に織り込める材料が乏しかったため、その後は90米ドル台前半まで反落しました。

一方、今週の100米ドル超えは先週と意味合いが異なるようです。グローバル市場からロシア産原油の一部が半永久的に締め出されることを織り込みにいっていると考えられます。ロシアの銀行をSWIFT（国際銀行間通信協会）から排除するなどの欧米による制裁が、間接的にロシアのエネルギー輸出を難しくしそうです。仮に事態が沈静化して制裁が解除されれば、エネルギー輸出を再開することは可能性ですが、今週に入って多くのグローバル企業がロシアからのビジネス撤退を表明するなど、不可逆的な脱ロシアの動きになっています。したがって、ロシアとウクライナが停戦合意しても、各国の政府や企業がロシアとの関係を直ちに元に戻すとの期待は高まりづらいと考えられます。

そこで、ロシア産原油の一部がグローバル市場から締め出されることを前提に、今後のシナリオを考えてみます。

図表1：WTI原油先物価格



## 各シナリオ別の原油在庫（≒原油価格）の変化を試算

原油在庫は原油価格と逆相関の関係にあります【図表2】。そのため、原油在庫（日々の原油需給バランスの積み上げ）を考えると、原油価格のファンダメンタルズ分析の基本になります。

今回は、EIA（米国エネルギー情報局）が2月8日に公表した原油在庫予想（ウクライナ情勢の緊迫化を織り込んでいない予想）をベースにして、シナリオ①②③を考えました。

シナリオ①は、ロシア産原油の欧米向け輸出（日量290万バレル）が無くなるパターンです【図表2の赤線】。この場合、極端な需要超過の状態が続くため、原油在庫は急速なペースで減少します。その後、原油価格が上昇するにつれて需要が減退することで需給が均衡し、原油在庫は下げ止まります。このシナリオでは今の原油価格はまだ安いということが示唆されます。

シナリオ②は、①に加えて、イラン核合意の再建交渉が妥結するパターンです【図表2の青線】。イランの増産余地は日量130万バレル程度あり【図表3】、直ちに日量100万バレル程度は輸出できるようです。その後、数カ月かけて最大限まで増産すると仮定します。当然ながら、シナリオ①に比べて原油在庫の減少ペースは緩やかになります。元々想定されていた他国の増産や、原油価格の上昇による需要の減退で、2023年には供給超過の状態になる試算です。

シナリオ③は、②に加えて、サウジアラビアとUAEがOPECプラス会合で合意済みの計画よりも増産を行うパターンです【図表2のグレー線】。サウジアラビアとUAEの増産余地は合わせて日量260万バレル程度あり【図表3】、元々計画されていた増産を差し引いても、イラン・サウジアラビア・UAEの追加増産でロシアの減産分を補うことができるため、原油在庫は増加します。つまり、この場合は原油価格が下落しやすくなります。

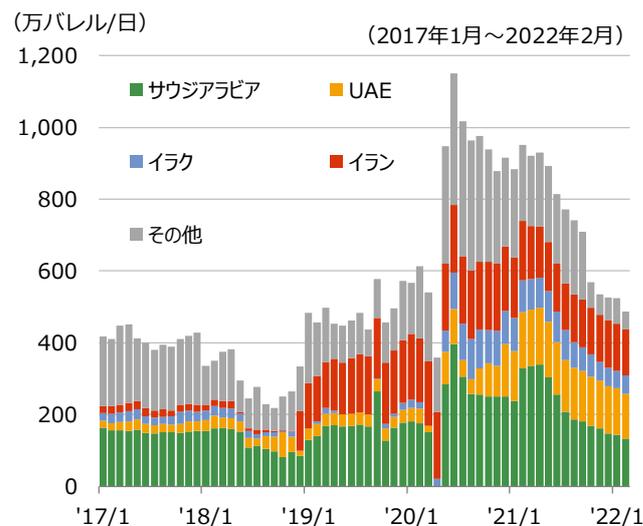
図表2：原油在庫と原油価格



※原油在庫はOECD（経済協力開発機構）加盟国の商業用在庫  
 ※原油在庫は2022年2月まで実績、同年4月以降は予想/シナリオ  
 ※左軸の原油在庫は上下反転表示  
 ※原油価格はWTI原油先物価格

（出所）ブルームバーグ、EIA、大和アセット

図表3：OPEC加盟国の増産余地



※OPEC：石油輸出国機構

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

## 現時点では短期的に一段と上昇した後に沈静化と予想

前ページのように、現状では原油相場に大きな影響を与えるパラメーター（変数）が多数あり、またそれぞれのパラメーターの不確実性も大きいいため、どのような前提条件を置くかによって、全く異なるシナリオになります。

例えば、ロシアの減産規模、イラン核合意、OPECプラスの協調減産、天然ガス価格の高騰による原油への需要移転、原油価格の変動に対する需要の感応度（新型コロナ対応による家計貯蓄の増加や減税・補助金などにより、以前ほどには価格が上昇しても需要が減らない可能性）、原油価格の変動に対する米シェール企業の産油量の感応度（脱炭素の潮流の中で、以前ほどには価格が上昇しても増産しない可能性）、などがパラメーターになります。

そのため、原油相場を的確に予想するのは非常に困難な状況です。それでも、多々あるシナリオにおいて、現時点で最も可能性が高いと思われるのは、短期的にシナリオ①を織り込んだ後、シナリオ②とシナリオ③の間で推移する展開だと考えています。すなわち、短期的には、ロシア産原油の輸出が減少し需給が一層ひっ迫することを織り込み、原油価格が更に上昇するとの想定です。しかしその後は、原油価格の上昇が需要の減退につながることで、イラン核合意の再建交渉が妥結に至りイランの産油量が増加すること、欧米諸国の働きかけによりサウジアラビアやUAEが原油価格の反応を見ながら増産ペースを加速させること（シナリオ③よりも消極的な増産にとどまる可能性が高い）、などにより原油価格が落ち着きを取り戻すとの想定です。

情勢は刻一刻と変化しますが、こうした状況では様々なシナリオを想定（準備）しながら、市場動向を見ていくことが重要だと考えています。

### 当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

## お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

### 手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108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、一般社団法人日本STO協会