

## KAMIYAMA Reports vol. 53

# 「ユーラシア・グループ」と語る 石油のこれから

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

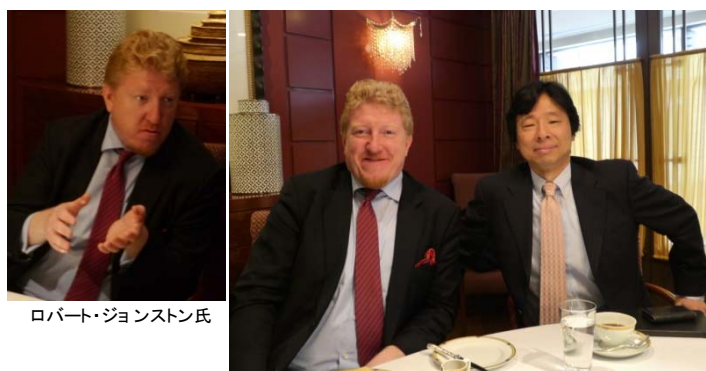


- 米国が石油生産をリードする
- 政治的リスクに注意
- 石油メジャーはフレキシブルに対応

7月13日、当社と提携する政治リスク専門の調査会社ユーラシア・グループのワシントンオフィスのロバート・ジョンソン CEO に、石油を取り巻く環境などについて話を聞いた。以下に、重要と思われる点をまとめてみる。

## 米国が石油生産をリードする

石油生産の成長率は、将来的に米国がその他産油国よりも高くなるだろう。その背景の一つに、米国は湾岸諸国やベネズエラ、ナイジェリアなどに比べて地政学リスクが低いことが挙げられる。また、米国のシェールオイルは海底油田などに比べて機動性も高い。原油価格については、中国やインドなども含めた世界需要は緩やかに回復するとみられるので、足元の1バレル=45米ドル程度から来年は同55米ドル程度に上昇すると期待している。



ロバート・ジョンソン氏

左から、ロバート・ジョンソン氏、筆者(神山)



筆者(神山)

供給側についてみると、サウジアラビアは財政難から生産を増やす可能性がある。また、サウジアラビアの皇位継承問題がくすぶり、主観的には25%程度の確率でもめ事が生じる恐れがあるとみる(メインシナリオはうまく落ち着く)。ただし、全体的には、サウジアラビアなどの価格政策よりも、シェールオイルの動向の方が供給側に影響を与えるだろう。

短期的に、サウジアラビアとイランが政治的・文化的に親しくなるのが困難であることは否定できない。しかし、長期的に、ある程度は石油の「ピークデマンド」(代替エネルギーが開発されるなどで需要が頭打ちになること)に対応するために、協調的な行動をとるようになって考えている。したがって、長期的観点でみると、このような地政学的な問題は相対的に重要性が低下していると言えそうだ。

## 政治的リスクに注意

米国における石油生産を取り巻くリスクとして、政治的リスクが考えられる。これは、トランプリスクとは少々異なる。主に環境保護運動と外交政策の両方に関係しているからだ。米国の新しい大統領をはじめとする指導者たちが、低カーボン経済(二酸化炭素などの温室効果ガスの排出量を最小化する社会)を志向すればするほど、シェールオイルがネガティブなものとなりやすい。この点については、米国の次期大統領の座を争う、クリントン氏よりもトランプ氏の方

がリスクは低いといえるかもしれない。なぜなら、トランプ氏はクリーンエネルギーの増加や化石燃料を減らすとの考えをそれほど強調していないが、(クリントン氏というよりも)民主党は環境問題に敏感であるからだ。一方、外交政策については、トランプ氏が大統領になるとシリア情勢などが混迷し、不確実性の源となる恐れがある。クリントン氏の場合は、これまでの米国の政策と一貫性を保つだろうから、予測はしやすくなる。この場合、結果として石油価格に与える地政学リスクは低くなりやすい。

ところで、MLP(Master Limited Partnership)の形で資金調達が行なわれてきたミッドストリーム(パイプライン、備蓄設備など)のインフラについて、今後は需要が増える傾向にあるとみている。米国内での石油生産は、世界景気ひいては石油需要の緩やかな回復に合わせて増えていくとみるからだ。結果として、ミッドストリームの設備などへの需要も緩やかに増大しよう。ただし、政治的リスクは掘削と同じく環境問題だろう。これは、地域によって異なることに注意が必要だ。例えば、環境活動家が強い西海岸の一部の地域では、フラッキング(水圧破砕法)だけでなくパイプライン敷設にも反対し、地方政府に認可しないように働きかけているケースもあるようだ。元来、地方政府は雇用増が見込まれることから誘致に積極的だったが、消極的になることもありうる。ただし、米国の石油生産全体からみれば大きな部分を占めることはないだろう。

また、政治的リスクとして、MLP に対する課税制度が変更されるかどうかを注視する必要がある。クリントン氏もトランプ氏も、ウォール街に対して良い顔をするとは限らない。クリントン氏は金融との関係は良いほうだが、民主党政権は金融関連税制に厳しい。トランプ氏はビジネスに敏感だが、金融とのつながりを含めてクリントン批判を行っており、金融資産課税に取り組む可能性がある。ただし、これらは極端な見方であり、その可能性は低いだろう。

## 石油メジャーはフレキシブルに対応

スーパーメジャーなどの石油会社は、シェールオイルにおいて資本の論理に従いフレキシブルな対応を行なっていくだろう。海底油田の開発には長い時間が必要となるが、シェールオイルの生産量は、フレキシブルに対応できるというメリットがある。シェールオイルの生産性についても、技術革新とともに高まるであろう。長期的にみれば、地政学リスクよりも技術革新のほうが重要かもしれない。さらに、米国の石油業界は、オバマ政権下で原油の輸出が許されるほど政治的リスクは低かった。また、他の産油国のように国有化リスクなどもない。これらのことから、米国などの石油メジャーは開発や技術革新のための資本を引き寄せられる力がある。また、スーパーメジャーが、海底油田などの資産を売却し、シェールオイル開発のために最高水準の技術者を雇い、安価なオペレータを探して生産する、といった経営の工夫をフレキシブルに行なうこともできる。

中型・大型の石油関連企業が合併する可能性もある。大型企業の方が掘削のリスクを取りやすく、多角化のために新規投資を行ないやすい。そして、市況悪化の折には大企業であるほど設備売却によるリストラを行なうなど、状況に応じてフレキシブルな対応を行ない、持続的に事業を展開していく力を持っている。それゆえ、合併がしばしば選択される。また、中国企業など新興国企業が係わる M&A にも注目しておきたい。なぜなら、民間企業は収益性を重視するが、政府系は規模や国のエネルギー戦略などに目配りするからだ。つまり、新興国の国営・国有の石油企業は、しばしば収益性よりも市場シェア重視の買収案件を生み出すことがある。

先に触れたように、低カーボン経済を志向するようになった場合は、OECD(経済協力開発機構)のリーダーシップがポイントとなろう。中国の大気汚染問題やインド、南アジアなども含めたクリーンエネルギーニーズが高まり、化石燃料と比べて社会的にコスト増となってもクリーンエネルギーにシフトすることになれば、スーパーメジャーなどの石油会社は原油や石炭の代替として、LNG(液化天然ガス)へのシフトを検討することになろう。それこそ、フレキシブルな対応が容易に行なえる点で、スーパーメジャーなどの石油会社は優位性があると言えそうだ。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。