



今週のトピック – 2017年3月13日

クレジット債にとって転換点となる水準に近づく米国の原油価格

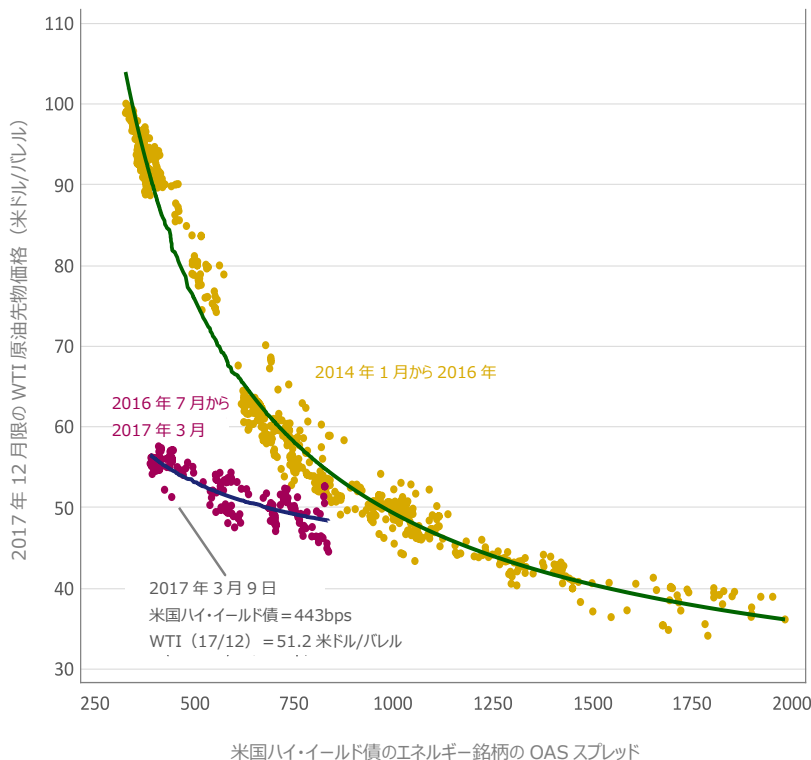


デビッド・ライリー
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

市場が予想していたよりも米国での原油在庫及び生産の増加が見られたことで、原油価格は石油輸出国機構（OPEC）が減産を遵守することを示している中でも、2月末から8%程度下落しました。しかし、クレジット債のスプレッドは年末時点で一バレル 55 米ドル（WTI 原油価格）の水準を織り込んでおり、一バレル 50 米ドル以下の水準が続くこととなると、エネルギー銘柄の価格に大きな調整が見られる可能性があります。

将来の原油価格予想（2017年12月限のWTI原油先物価格）と、足元の米国ハイ・イールド債及び投資適格債のエネルギーセクターのスプレッドを図1と図2でそれぞれ示しています。

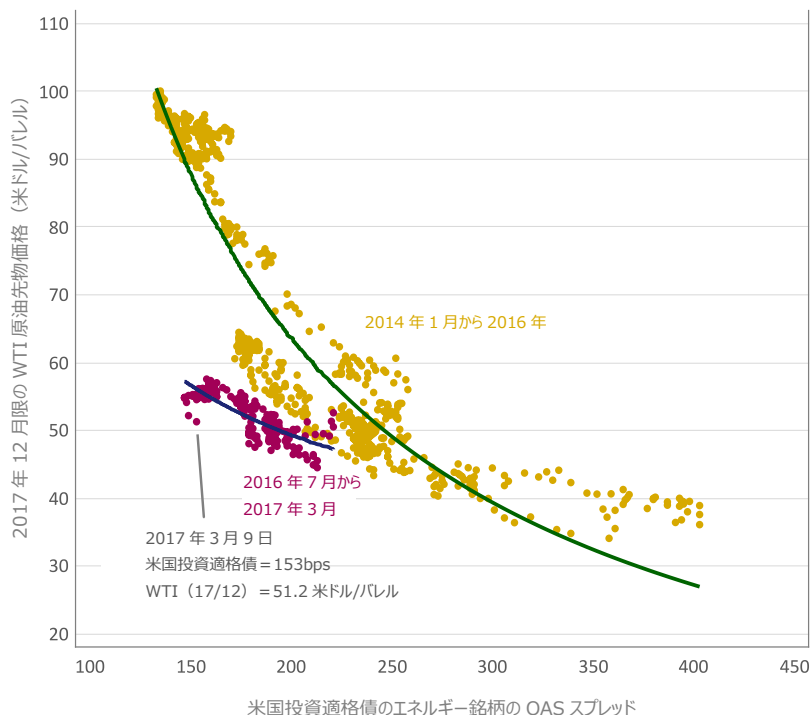
図 1：原油価格と米国ハイ・イールド債のエネルギー銘柄のスプレッド



出所: Macrobond, Bloomberg, BlueBay 2017年3月9日

原油価格が下落したことで米国のシェール・セクターの原油生産における効率性が大きく向上したことが、昨年中旬まで（2014年1月から2016年6月まで）の原油価格とクレジット債のスプレッドの関係を表した緑色の線から足元の状況（2016年7月以降から足元まで）を示した青色の線へと動いたことに現れています。しかし、この線の傾斜がフラットニング化していることは、スプレッドの原油価格に対する感応度が以前よりも高まっていることを示しています。原油生産のコストのカーブ自体は左方にシフトしているものの、原油価格の変化に対する営業利益の感応度の高さを示す営業レバレッジは、多くの企業が損益ブレイクイーブンとしている水準に近い一バレル50米ドルで大きくなります。

図 2：原油価格と米国投資適格債のエネルギー銘柄のスプレッド



出所: Macrobond, Bloomberg, BlueBay 2017年3月9日

青色の線から考えると、2016年6月以降の米国投資適格債及びハイ・イールド債のエネルギー銘柄のスプレッドは、現時点(3/9)の原油価格が一バレル49米ドルであることに対して、年末時点で一バレル55米ドルという水準を織り込んでいます。最近のスプレッドと原油価格の関係からは、もし原油価格が一バレル50米ドルを下回る水準を維持することとなると、エネルギー銘柄は大きな価格調整に見舞われ、投資適格債では30bps、ハイ・イールド債では140bpsスプレッドが拡大する可能性があると考えられます。

原油価格は上昇を辿るという市場のコンセンサスは、WTI原油の投機的なネット・ロング・ポジションが過去最高水準まで積み上がっていることから認識することが出来、これはクレジット債市場でも同様です。もし、足元の原油価格の弱含みが続き、将来の原油価格が見直されることとなった場合、エネルギー関連銘柄の価格調整は大きなものになる可能性があります。

図 3：先物の投機的なネット・ポジションと2017年12月限のWTI原油先物価格



出所: Macrobond, Bloomberg, BlueBay 2017年3月9日

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
関東財務局長（金商）第1029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

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、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、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年3月14日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上