

ALAMCO

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 301 号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

マクロ予測に頼らないエネルギー銘柄への投資

要点：

- **原油価格は予測が極めて困難で、供給過剰から不足へと短期間で急変するため、短期予測は信頼性に欠け、投資家にとってしばしば逆効果となります。**
- **短期的な変動はあるものの、長期的な原油価格ははるかに安定しており、生産者のコスト構造が市場サイクル全体を通じて重力のような安定化作用を果たしています。**
- **ハリス社の優位性は、原油量ではなく事業そのものを精査することにあります。つまり、コスト曲線、資本配分の規律、経営陣の質に注目し、価格変動を投資機会に変えることです。**

原油は予測者を屈辱的な目に遭わせることで知られています。わずか3か月前、大幅な供給過剰により価格は1バレル約55ドルという4年ぶりの安値を記録しました。しかし最近では、差し迫った供給不足への懸念から価格は100ドルを超え、一部の報道では150ドルもそう遠くないかもしれないと示唆されています。

このような激しい値動きは対処が困難です。多くの投資家は勢いを追いかけ、機会を逃すことを恐れて高値で買い、下落後に売却してしまいます。一方で、不確実性が高まると動けなくなり、どの情報が重要でどれが単なるノイズなのか判断できなくなる投資家もいます。こうした状況を踏まえ、私たちはよく同じような質問を受けます：
「エネルギーのような変動の激しいセクターで、ボトムアップのバリュー投資の運用会社がどのように長期投資を行えるのか？」

私たちは短期的な価格変動を予測できると信じてはいません。ボトムアップの投資家として、私たちはマクロ変数について見解を持つことはほとんどありません。

ましてや、在庫、OPEC 政策、需要状況、地政学的リスクを常に調整し続けなければならない短期的な原油価格のような複雑なものについてはなおさらです。私たちの経験では、こうした要素の組み合わせを一貫して予測することは極めて困難、いや不可能に近いのです。

インフレ調整後原油価格と 5 年、10 年、25 年間の平均



データ出所：インフレ調整後原油価格は、WTI（ウェスト・テキサス・インターミディエート）原油価格およびFRB（米連邦準備理事会）の消費者物価指数をもとに、ハリス社で計算。2026年3月17日時点。

しかし皮肉なことに、この短期的な変動により、投資家はしばしばはるかに大きな長期的安定性を見落としがちです。スポット価格は1年間、いや1か月間でさえ劇的に動く可能性があります。より長期間での平均価格ははるかに狭い範囲に収まる傾向があります。インフレ調整後で見ると、過去5年、10年、25年のいずれを測定しても、平均の原油価格は概ね似たような水準となっています。

この安定性は偶然ではありません。長期的には、原油価格は生産者のコスト構造に支配されています。原油価格が低すぎて生産者が採算良く掘削できない場合、市場が供給不足になるまで活動を縮小します。歴史的に見ると、生産者が超過収益を得られるほど価格が高い場合、市場が供給過剰になるまで活動を拡大します。こうした生産者の経済性は、日々の原油価格よりもはるかに安定しています。長期的には、原油価格に対する重力のような引力として作用するのです。

この論理が、石油企業に対する私たちの評価の基盤となっています。短期的な原油価格の動きは予測できませんが、生産者のコスト構造は理解することができます。これをトップダウンの変数に対するボトムアップのアプローチと考えてください。

もちろん、中期的なサイクルの原油価格は私たちが評価する唯一の変数ではありません。私たちの主眼は、原油量ではなく事業そのものを評価することにあります。運営効率、資産の質、埋蔵量の豊富さ、財務基盤の強固さなどの要因がすべて極めて重要です。実際、石油企業を評価する際の最も重要な考慮事項の一つは、原油価格とはほとんど関係ありません：それは資本配分です。

エネルギー業界ほど、経営陣が多くの資本を迅速に再配分することを求められるセクターはほとんどありません。S&P500 構成企業の中央値では、経営陣は将来の 5 年間で時価総額の 40% を再投資します。しかし上流のエネルギー企業では、この数字は容易に 100% を超えることがあります。経営陣が私たちの保有期間中に時価総額全体を再投資することを任されているとき、経営陣の投資判断の質は原油価格よりも重要になり得ます。

そのため、私たちは石油業界において経営陣の質に特に重点を置いています。規律ある資本配分の枠組みを持ち、サイクルを通じて価値を創造してきた実績のある経営者に注目しています。これはしばしば私たちに有利に働いています。例えば、コノコフィリップスは、コロナ禍の価格サイクルの底値付近での機会を狙った買収を通じて、株主に莫大な価値を創造しました。中流の企業では、タルガ・リソーシズが付加価値のある買収と高収益の有機的投資を活用しながら、自社株買いを通じた株主還元も行うことで価値を創造してきました。

振り返ってみると、私たちは原油の次の動きを予測する優位性は持っていないかもしれませんが、事業の評価（サイクルを通じて何を稼げるか、不確実性の下でどのように資本を配分するか、そのキャッシュフローの流れに対していくらかを支払うか）においては優位性があると信じています。このような安定した価値観により、原油価格の変動はリスクというより機会として捉えることができるのです。

アレックス・フィッチ

パートナー、ポートフォリオ・マネジャー、米国リサーチ・ディレクター、米国インベストメント・アナリスト

※上記コメントは、将来の市場環境等の変動により、変更される場合があります。

■当社がハリス・アソシエイツ社に運用を委託している各ファンドと、同社が米国で運用するファンドの投資哲学や基本的な運用方針等は共通のものです。当社では、当社が提供する各ファンドの運用内容をお客様がご理解頂くうえで有益と思われる情報を提供して参りますが、当該ファンドの勧誘を目的とするものではありません。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 3.3%(税抜 3.0%)

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

…… 信託報酬 上限 2.035%(税抜 1.85%)

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ社が作成した資料をもとに、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に要約したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当該銘柄についての投資の助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。