

市場からの圧力に晒される産油国協調減産

一般財団法人 日本エネルギー経済研究所
常務理事 首席研究員
小山 堅

原油価格がじりじりと値を下げている。3月23日、WTI原油先物価格(期近限月、終値)は前日比0.34ドル下げ、1バレル47.70ドルとなった。ブレント原油先物価格も、0.08ドル安の50.56ドルと昨年11月30日以来の安値となっている。

原油価格は昨年11月末のOPEC総会における減産合意発表を受けて、それまでの40ドル台から変動水準を一段切り上げ、以降は基本的にいわゆる50～55ドルのボックス圏相場となってきた。WTI原油価格で見ると昨年12月初めから3月上旬まで、このボックス圏から価格が外れることは殆ど見られなかった。下値はOPECと非OPECによる協調減産の効果への期待が支え、上値は高い在庫水準と米シェールオイルの生産拡大の見通しが「重し」となる構造が支えとなって、安定した価格水準が続いていたといえる。

しかし、実は密かに原油価格水準の変動には2月末頃から「変調」の兆しが現れていた。WTIについては2月23日の54.45ドルをピークに、じりじりとした続落傾向が始まった。特に3月に入ってからはその傾向がより明確になり、3月3日からは7営業日続落し、その間、3月9日には49.28ドルと、ほぼ3か月ぶりの50ドル割れとなった。その後、若干値戻しする動きも見られたが、基本的には軟調な相場が続き、3月17日からは3営業日続落、ついに47ドル台となっている。ブレントもついに50ドルの大台割れの可能性が考えられるレベルまで下げてきたと言えるだろう。

何がこの価格低下をもたらしているのか。様々な要因が複合的に影響するのは原油価格決定の常である。例えば、「トランプ・ラリー」で続いてきた株高が一服し、3月初めから緩やかに株価が下落してきたことも一定の影響を及ぼしていると考えられる。米国経済、そして世界経済全体の先行きについて、一方的な上昇傾向・右肩上がりの流れでなく、不安要因や懸念要因を市場が感じ取り始めていることが原油価格にも当然影響していると考えられるのである。

しかし、より直接的な影響を及ぼしているのは、石油需給のファンダメンタルズ、即ちOPEC・非OPECの協調減産が実行されているにも拘らず、世界の石油在庫が高止まりし、特に米国の原油在庫は年初以来基本的に増加、直近の週データでは、民間原油在庫が5.33億バレルと記録的な高水準に達している点が影響している。これは、産油国協調減産が公式な目標として目指している在庫水準の適正化の逆行現象であり、それが原油価格を押し下げている、と見ることができる。そしてさらに重要なのは、この在庫水準の高止まりをもたらしている背景要因として、米シェールオイルの生産が予想以上に回復基調となっている点である。

米シェールオイルの生産動向には、トランプ政権による政策支援効果という要因を考慮する必要もあるが、現時点では、仮に一定のプラスの効果があるにせよ、まだそれが実際の影響を及ぼしているとは考えにくい。むしろ、産油国協調減産によって原油価格が 50 ドル台を回復したこと、2014 年後半から 1 年半以上に亘って続いてきた「低価格」環境でのサバイバルのため進められてきた米シェール産業の効率化・コスト削減努力が徐々に奏功し、現状の価格水準であれば今まで考えられてきた以上に生産を維持・拡大できる、との見通しが広がっていることに留意すべきである。筆者は、先々週は欧州で、先週はヒューストンで、様々な専門家と意見交換を行ったが、米シェールオイルの生産に関してはより強気・楽観的な見通しが広まりつつある、との感触を持った。実際、米国の原油生産量は、2016 年の第 4 四半期に入って拡大基調に戻り、昨年 10 月第 1 週から直近の週までの半年間で約 70 万 B/D の増産となっている。

この原油価格推移とその背景要因は何を含意しているのだろうか。筆者は、現在は「市場」が協調減産を実行している産油国を揺さぶり、次の行動への問いかけを行っているように見える。つまり、年初からの産油国協調減産について、これで十分と考えているのか、今後協調減産をどうするつもりなのか、市場が問うているように思われるのである。

様々なデータソースが示す通り、特に OPEC は約束した減産に関して、全体としては予想以上に減産を順守している。IEA によれば、1 月の順守率は OPEC 全体で 105%、つまり約束した以上に 5% 分だけ減産が上積みされており、2 月は若干低下したとはいえ、91% という高いレベルの順守率を保っている。にもかかわらず、原油価格が低下傾向を示しているのは、今の減産状況が期待されてきた（石油在庫低下など）効果をもたらすのに十分でない、ということ市場が改めて産油国に突き付けているともいえる。また、問題が複雑なのは、OPEC 全体の高い順守率をもたらしているのは、特にサウジアラビアの大幅減産である、という点である。サウジアラビアの 1-2 月の平均順守率は 138% と OPEC 内で最高であり、最大幅の減産を実行した。他の加盟国の順守率には相当のバラつきがあり、現時点では、「一枚岩」での減産とは到底言い難い。

その点はさらに非 OPEC に目を転ざると明らかである。ロシアの原油生産は、IEA によれば昨年 12 月との比較では、年初以来 10 万 B/D 減とはなったものの 1148 万 B/D と高水準の生産を続けている。こうした状況で、市場が原油価格下落圧力を発生させているのである。もともと、今回の協調減産は年初から 6 カ月という期限をもって開始された。当初、協調減産はこの 6 カ月で十分である、との見通しが産油国サイドから発せられてきた。おそらく、6 カ月間の減産で石油在庫の取り崩しを進め、その間に「時間」を買いながら、年後半の本格的なリバランスを待つ、という戦略であったのかもしれない。しかし、現時点での市場環境・相場環境は、その戦略を大きく揺さぶっている。

一つには、協調減産を 6 カ月で終了させず、少なくとも本年内は継続するのかどうか、2 番目は、大きなバラつきが目立つ協調減産の国別順守状況をどう改善させるつもりなのか、そして 3 番目は、仮に年後半も減産を継続とした場合、どのレベルで減産を実行するのか（必要に応じてもう一段減産を強化するのかどうか）、などの「問い」が市場から産油国に向けて突き付けられていると考えられる。これらの「問い」に対する産油国、中でもサウジアラビアの対応・回答如何で、原油相場は再び大きく動くことも考えられよう。5 月末の次回 OPEC 総会に向けて、市場と産油国の動向が注目される。

以上