

7月から続く40ドル台前半の原油相場に変化はあるか

一般財団法人 日本エネルギー経済研究所
専務理事 首席研究員
小山 堅

7月以降の原油価格は奇妙なほどに値動きが乏しく、狭い範囲内での「一進一退状態」が続く相場展開となっている。2つの代表的な指標原油の先物価格（終値）を見ると、WTIは7月1日の39.82ドルから、8月12日には42.67ドルへ極めて緩やかな上昇傾向にあるが、この1か月半余りの期間、40～42ドルの範囲内での推移となっており、終値がこの上下に外れた営業日は5日しかない。同様に、ブレントでも、7月1日の42.03ドルから8月12日の45.43ドルまで、概ね42～45ドルの範囲内での値動きで、45ドルを超えた営業日は3日あるだけである。極めて狭い範囲での「ボックス圏」相場になっていることが現在の油価の特徴であるといえる。

これは、今年初めからの「大荒れ」の相場展開と比べると、著しく対照が際立つものとなっている。米・イラン対立の先鋭化で油価が急上昇した年初から、3月以降はコロナ禍の影響による「需要蒸発」とサウジアラビア・ロシアの間での「価格戦争」勃発で油価が急落、4月にはWTIで史上初めてのマイナス価格が実現した。価格大暴落に対応するため、OPECプラスの協調減産が復活し、5月以降は史上最大規模での協調減産が実施され、同時にコロナ禍の中でも経済活動の再開と都市封鎖の解除・緩和による需要回復で、油価が緩やかな上昇基調を辿るようになった。原油相場の歴史の中でも今年前半は類例を見ないほどのドラマティックな展開が続いてきた。しかし、冒頭に述べた通り、7月以降は先立つ半年間の「大荒れ」状態から一転して、一見すれば非常に穏やかな「凪」状態となっている。5月以降の油価回復局面からの展開という観点で見れば、いわゆる「踊り場」にある、との見方もできるのかもしれない。

なぜこのような値動きに乏しい相場展開になっているのか。様々な要因が複合的に作用し、現状に至っていると考えられるが、最も重要なポイントは、相場を大きく動かす「材料」に乏しい状況にある、あるいは相場を動かす諸要因の力のバランスが拮抗状態にある、ということであろう。需要面では、大暴落の原因となった需要蒸発状態には最早なく、世界の石油需要は回復基調に戻りつつある。需要蒸発をもたらした都市封鎖が世界的に解除・緩和され、経済活動再開が各国で進められ、それが需要回復をもたらした訳だが、この需要面における劇的な「変化」が油価上昇を支える力となった。経済回復を目指すモメンタムはいまだ世界全体で継続しているものの、最悪期からの脱出という大きな変化を持つ影響力と比べると、油価に対するその影響力は相対的には小さくなったと考えられる。

さらに、問題を複雑にしているのは、コロナ禍からの回復が一筋縄では行かず、回復には時間が掛かる可能性がより強く意識され、また場合によっては感染拡大の第2波・第3波の影響をも強く意識せざるを得なくなっていることがある。世界経済にとって、そして世界の石油需要にとって、最悪の時期は本年第2四半期であり、そこから経済も石油需要も「V字回復」に向かうという期待が当初は広く存在していた。実際に、世界経済も石油需要も回復には向かいつつあるものの、コロナ禍の影響に関する現実を直視して、その回復軌道は、「V字型」ではなく、底這いが一定期間続く「U字型」となったり、底這いが長引く「L字型」となったりさえする懸念が持たれるようになっている。ちなみに、最近では回復軌道に関して世界の様々な地域で回復パターンが分かれるという意味での「K字型」回

復を指摘する声もある（地域・分野によっては回復するが、その他の地域・分野では底這いが続く、という見方である）。

こうした世界経済や需要を巡るパーセプションが市場関係者に広がってきたことから、需要回復（への期待）が油価上昇を支えるという力が衰えてしまったかのように見える。この観点からは、今後のコロナ禍の展開次第で油価には再び目に見える動きが出てくる可能性がある。例えば、コロナ禍終息に向けた期待が高まり世界経済が着実な回復の方向に向かう流れが明確になれば、油価は踊り場を抜けて次の上昇局面に向かう可能性がある。逆に、第2波・第3波の感染拡大で世界経済の底這い状況が長引くような状況がはっきりすれば、油価には再び下降圧力が作用することになりかねない。

問題をより複雑にするのは、供給サイドのレスポンスの影響である。大暴落した油価を回復させるため最大限の努力で協調減産を実施してきた OPEC プラスであるが、基本的には市場確保を巡るライバル関係にあり、それぞれのナショナルインタレストが異なる産油国間において、強い結束の維持は決して容易なものではない。油価の大暴落、という緊急事態・非常事態に対応するため結束が強化されたが、油価がある程度回復してくれば、産油国間の立場・戦略の違いが声を上げてくるようになる。

また、協調減産の外にいて、世界の石油需給バランスに最も大きな影響を与え続けてきた米国のシェールオイル生産の今後も注目される。油価大暴落で、生産コストの高いシェールオイル鉦区の生産は停止、米国の石油生産全体が前年比大幅減少に向かうことになったが、油価の回復を受けて米国の石油生産減少は6月前半頃には歯止めが掛かり、持ち直しの兆しも現れている。油価に反応する米国シェールオイル生産の存在は、需要回復との兼ね合いもあるが、油価の上値を重くする作用を持ち続けていることは確かである。この状況下、OPEC プラスとしては、これまで以上に市場の需給バランスに目配りしたデリケートな生産調整が必要になり、油価を支える、あるいは安定化させるための繊細な戦略が求められていくことになる。

7月以降の国際石油市場を取り巻く市場環境が上述のような状況にあるため、いわゆる「石油需給ファンダメンタルズ」に関する諸要因が、先物市場における原油価格決定に関して、重要な材料となり難くなっていると考えられるのである。換言すれば、需要・供給に関する何らかの要因を材料として、積極的に売買のポジションを取り難い市場環境にある、ということになろう。関係者は、今後の国際石油市場における次の大きな動きの可能性を待って「様子見」状況にあるともいえる。

この状況下、石油需給の影響力が相対的に小さいこともあり、原油相場はどちらかといえば、金融市場との関係やその影響に動かされる面も見られてきた。リスク性資産としての原油先物の売買は、例えば株式相場を意識したものとなる面が見られている。また、米国経済の先行き不安から7月末頃まで続いてきたドル安傾向が、この間の原油相場の極めて緩やかな上昇に一定の影響を及ぼした点も市場関係者の指摘するところである。需給要因の影響が小さい中、相対的には金融面での影響が顕在化した、ともいえるであろう。

しかし、これから本年終盤から来年に向けて、市場が再び動いていく可能性に留意する必要がある。前述の通り、最大のポイントは、コロナ禍の展開と世界経済の動向である。これによる需要面での変化に、供給サイドがどう対応するのか、どう対応できるのか、も非常に重要となる。不測の地政学リスクによる影響など、事前の織り込みが難しい要因発生の可能性も含め、今後の国際石油市場と原油価格の動向に注目していきたい。

以上