

ねじれる原油価格

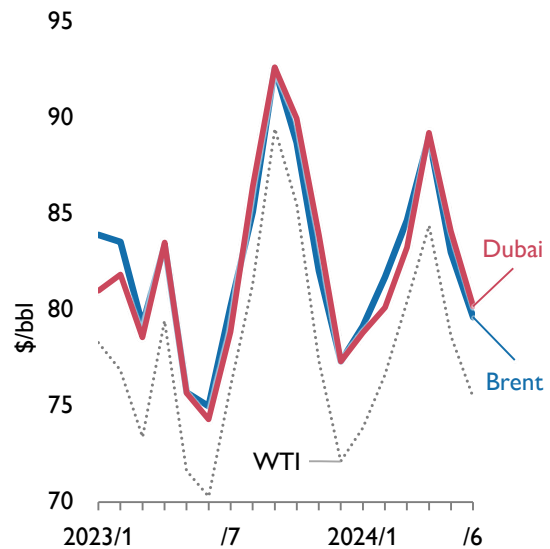
日本エネルギー経済研究所 計量分析ユニット | 柳澤 明

Brentより高値のDubai

Dubai原油の価格がBrentを上回っている——2024年5月、Dubaiは平均\$84.1/bbl、Brentは\$83.0/bblであった。指標原油は、品質・性状に基づけば、軽質のWest Texas Intermediate (WTI)が高く、Brentを挟んで、重質のDubaiは低く評価されることが普通である。WTIがシェール革命の後に米国(クッシング)の石油需給が緩和し割安になった一方、BrentがDubaiを上回る自然な関係はおおむね維持されていた。ところが、2023年以降、DubaiがBrentより平均で高値を付ける月が増えてきた。それまでは年に1か月あるかないかであった逆転現象は、2023年は5か月、2024年は5月までに2か月発生している。そして、かつて10/bbl程度であった逆転幅は、2023年8月、10月、11月には\$1/bbl超を記録した。こうしたDubai高は2024年に入るといったんは解消したが、4月に再び出現し、5月には逆転幅が\$1.1/bblへ拡大した。

Dubai高の構造を定量的に解析することは困難であるが、2023年においては石油輸出国機構(OPEC)プラスによる原油——特に自主減産を主導するサウジアラビアによる中東原油——の供給抑制、中国の想定外に強い石油需要、ハマスのイスラエルに対する大規模攻撃などで悪化した中東情勢、あるいは米国での軽質原油の増産などを要因として挙げよう。2024年は、中国経済は——極端な悲観は一時より緩和したが——減速しており、石油需要の増加は前年に比べ大幅に縮小すると見込まれている。だが、これ以外の要因は存続している。また、Brentと関連が深いヨーロッパの需要が中国以上に軟調との見立ても加わった。当面、Dubai高が特異とならない可能性もある。

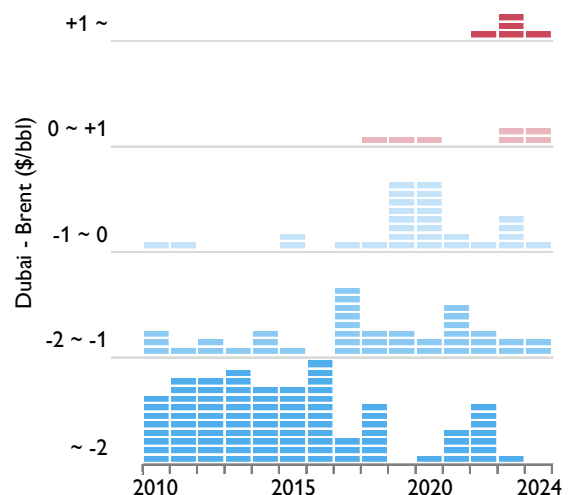
図1 | 主要原油価格



注: 月平均、2024年6月は上旬の平均

出所: 日本エネルギー経済研究所(IEEJ)「EDMCエネルギートレンド」、Intercontinental Exchange (ICE), Chicago Mercantile Exchange

図2 | DubaiとBrentの値差の分布



注: 月平均、2024年6月は上旬の平均

出所: IEEJ「EDMCエネルギートレンド」、ICEより算出

期近物を大きく下回るスポット

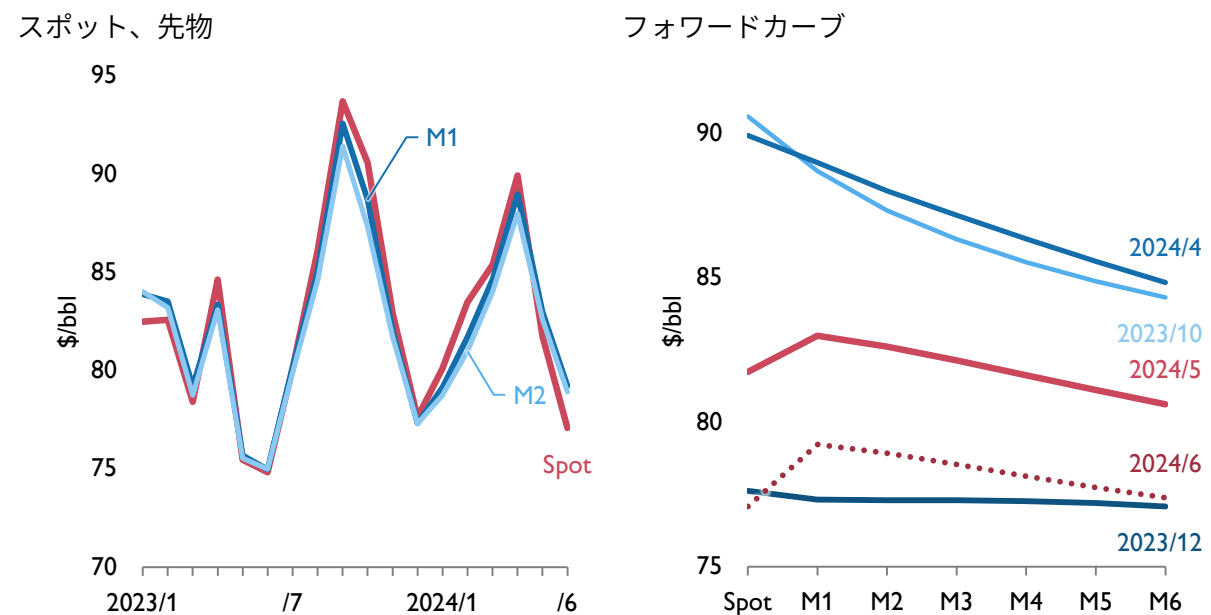
Dubaiに比べ割安となっているBrentだが、別の側面でも割安さが目立っている。

原油価格のフォワードカーブの形状に対してはさまざまな解釈が存在する。とはいえ、油価が急落している最中や直後を除けば、期近が期先より高い逆ザヤ(バックワーデーション)となることが多い。足元でもBrent先物のフォワードカーブはバックワーデーションとなっている。

しかし、これにスポットを加えると「へ」の字型を描く。スポットが期近より安いこと自体は、久しぶり(10か月ぶり)ではあるが稀現象というほどではない。ただし、期近が期先(第6限月)より\$2/bbl超も高いなか、受け渡しがさらに手前のスポットが逆に期近より\$1/bbl超も安いとなると、話は別である。ロシアのウクライナ侵攻後で油価が乱高下した2022年4月以来で、それを除くと約11年ぶりとなる。足元、石油の実需給はペーパーオイルの需給よりかなり緩んでいることになる。

先物のバックワーデーションは4月に比べれば緩やかになっている。そのため、WTIでは見られないこうした価格体系は、カーブ全体の下方シフト——すなわち油価の下落——を伴いながら、滑らかな形状へと徐々に落ち着いてゆく可能性もある。しかし、異形なフォワードカーブは、急な調整局面が控えている暗示なのかもしれない。

図3 | Brent価格



注: 月平均、2024年6月は上旬の平均

出所: U.S. Energy Information Administration, ICE

BrentがDubaiを下回ると同時にフォワードカーブは屈折している。その併存は、単に思った以上に弱い石油需要の表れであるのか、あるいは市場が足元を悲観しすぎなのか、はたまた構造的な変化の兆しを告げているのか? そして市場参加者はこれをどう解釈しようとしているのか? いつもにも増して、原油価格から目を離せない。

お問い合わせ: report@tky.iej.or.jp