

中国の原油備蓄積増しと国際石油市場の「供給過剰」問題をどう読むか

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

原油価格が60ドル台での一進一退を続けている。9月24日、米国の指標原油、WTIの先物価格（終値、期近限月）は、前日比1.13ドル上昇、63.41ドルとなった。同日、欧州の指標原油、ブレントは1.06ドル上昇、67.63ドルで引けた。しかし先週からの推移で見ると、WTIは63ドル前後の水準を維持しており、さらに興味深いことに、8月以降で見ても、62ドル台から67ドル台の間の価格推移が続いている。2カ月近くに亘って、価格の変動幅が5ドル前後に収まっている、という状況なのである。

2025年初からの原油価格動向を振り返ってみると、改めて興味深い事実が浮かび上がる。WTI原油は、1月15日に80.04ドルと現時点までの本年最高値を付け、2月の中旬頃まで70ドル台を維持してきた。しかし2月下旬に60ドル台に突入すると、それ以降は現時点まで、幾つかの例外的状況を除くと、基本的に60ドル台の価格推移を続けているのである。

その例外の第1は、4月8日及び4月30日～5月8日の期間中に発生した60ドル割れである。4月8日の最初の60ドル割れの主要因は、トランプ関税の発表で世界経済に激震が走り、経済の先行き不安から原油先物が売り込まれたことであった。4月末からの60ドル割れは、同じくトランプ関税による世界経済減速・後退の懸念が存在し続けている中で、OPECプラスによる増産（減産の巻き戻し）が市場のセンチメントに影響を及ぼしたものである。本来的には、原油価格が弱含む時に減産を維持・強化して価格防衛を図るOPECプラスが、敢えてこのタイミングで増産を決定することは原油価格がさらに下押しされるとのシグナルになる。それがこの時期の原油価格低下をもたらすことになった。

例外の第2は、6月13日～6月20日にかけての70ドル台への上昇である。この主要因は、イランとイスラエルの「12日間戦争」による地政学リスクの影響と供給不安であった。「12日間戦争」は、イスラエルがイランの核施設を攻撃し、さらに米国もイランの地下深くにある核施設をバンカーバスターなどの特殊兵器で攻撃、イランがそれに報復するという未曾有の展開を示した。その結果、中東情勢が一気に緊張し、ホルムズ海峡の安全通行が脅かされるのではないかと、との懸念さえも発生し、原油価格の急騰をもたらしたのである。しかし、「12日間戦争」の言葉が示す通り、イランの報復が抑制的なものとなり、イランとイスラエルが停戦に合意したため、戦争のエスカレーションが回避され、12日間で収束、原油価格は再び落ち着きを取り戻した。

こうしてみると、上記の例外を除くと、2025年のWTIは、2月下旬以降は基本的に60ドル台の推移を持続していることになる。いわば「安定的な原油価格」状況が続いている、ということができよう。しかし、この「安定的な原油価格」は、国際石油市場の需給バランスと、それに対する市場の思惑・先読みという点で整合性に欠ける、という意見を多く聞くことができる。すなわち、2025年に入ってから、国際石油市場全体における「供給過剰の継続」と「原油価格の安定」がうまく結びつかない、ということである。

例えば、国際石油市場の需給バランスを見る上での最重要な参照文献の一つ、IEAの月次石油市場報告の本年9月号で見ると、国際石油市場の需給バランスは、2024年第4四半

期 (4Q) には 40 万 B/D の需要超過であったところから、2025 年 1Q は 100 万 B/D の供給超過、続く 2Q は 190 万 B/D の供給超過となっている。しかも、同レポートの分析では、今後、本年 3Q は 190 万 B/D、4Q は 310 万 B/D の供給超過が続き、超過の大幅拡大が予測されている。このような状況の中で、原油価格が 60 ドル台での推移を 6 カ月近く維持していることをどう説明するか、は決して簡単ではない問題である。

もちろん、これに対する回答の試みは様々ある。例えば、原油価格の下押し要因に拮抗する押上要因の存在がある。すなわち、世界経済不安などによる原油価格下押しは基調として存在しているが、イラン問題を始めとする中東情勢やロシア産の石油への禁輸強化の取り組みなど、地政学リスク要因が価格押上要因として存在し続けており、その両者が拮抗するような形で原油価格が下支えされている、という考えがそれにあたろう。また、一時期は世界経済に巨大な不安を一気にもたらしたトランプ関税問題について、主要国との間で関税交渉がまとまり不安感・不透明感が後退したことで、下押し要因が弱まったとの見方もある。トランプ 2.0 以前の関税率よりは高いが、当初案より低い関税率の実施が合意されたことで市場関係者の不安が収まったということでもある。

しかし、これらの見方とは別に、そもそも「供給過剰」の実態をどう見るか、という問題がある。その最たる問題の一つは、中国による備蓄用の原油購入である。市場関係者の多くは本年に入ってから中国の備蓄用原油の購入が旺盛であることに気が付いていた。最近、その数量が約 50 万 B/D に達している、との見方も示されている。中国は、原油価格が相対的に安い時に備蓄用の原油を積み増す行動をこれまでもとってきた。その例に倣い、本年に入ってから中国の大量購入が続いている、ということになる。正確な統計での補足が極めて困難な中国における備蓄用の原油購入については、上述の数値の正確性は担保し難いものである。しかし、仮にその数値に近い原油購入があるとすれば、そのインパクトは大きい。ちなみに前出 IEA のレポートによる 2025 年の世界の石油需要増分は 73 万 B/D であり、それに迫るような数量の原油備蓄積み増しが行われている、ということになる。

備蓄用の原油購入は、結果としては、備蓄・在庫の積み増しをもたらす。しかしこれは、供給と需要の差分として、「過剰」になった分が在庫として積み増されたものとは異なる。むしろ、この購入分は市場の観点からすれば、原油に対する「需要の追加分」であり、観察される備蓄の積み上がりはあっても、需給バランスにおける「供給過剰」とは言えない。仮にこの追加的な需要が需給バランスの維持に一役買っているとすれば、原油価格への下押し作用がそれほど強く働かない可能性はありうる。

また、供給サイドでも、原油価格の弱含み要因として指摘されている OPEC プラスの増産に関して、発表された増産（減産の巻き戻し）よりも実際の増産は相当小さい、との見立てが示されていることが注目される。9 月までの増産については、発表・計画分が 250 万 B/D に対して実際の増産は 150 万 B/D に留まったとの見立てを IEA は示している。OPEC プラスは 10 月も 13.7 万 B/D の増産を発表しているが、増産可能な国はサウジアラビアなどに限定され、全体として実際の増産量は限られることになる。こうした点も原油価格の下押し要因の作用を抑制することになりうるものであろう。

もちろん、だからと言って 60 ドル台の原油価格が今後も続くと断ずることはできない。例えば、中国の備蓄用原油の購入がいつまで続くのかについて予断を持つことはできない。世界経済についてもさらなるダウンサイドリスクは払拭しきれてはいない。その状況次第では、本当の「供給過剰」が発生し、予期されてきた原油価格低下が現実化する可能性がある。逆に、イラン情勢やロシア情勢などが地政学リスクと供給不安を高め、価格上昇をもたらす可能性も否定はできない。今後も国際石油市場の先行きには大きな不透明要因があり、その帰趨で「安定的な原油価格」状態が終わりを告げるかもしれないのである。

以上