

米シェールオイルの対油価下落「耐性」をどう見るか

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

原油価格に再び下落圧力が発生している。WTI 原油先物価格は、1 月末に終値で 40 ドル台前半まで下落した後、下げ止まって 2 月には 50 ドル台を回復していた。しかし、3 月に入って再び下落傾向を示し、17 日は一時的には 42 ドル台を付けるなど 6 年ぶりの安値となっている。この最近の価格動向の背景と今後をどう見るか、について改めて世界的に関心が高まっているところである。筆者は、17 日から 20 日にかけて欧州を訪問、本件についても専門家・有識者と意見交換を行う機会を持った。その中で特に興味深かったポイントをまとめてみたい。

全体として、関係者が指摘しているのは未だ需給は弱含みの状況が続いていることで、本格的な価格反発に向かうような地合いからは程遠い、ということである。年初までの急落を受け、先物価格先高構造の下での在庫需要の発生や中国の国家備蓄積み増し用の「特需」の発生、米での掘削活動大幅低下を示すデータが広く認識されたこと、等があって価格が持ち直していたが、本格的な需給環境の改善には至っていなかった。むしろ、その後、今回の意見交換の中では、2015 年の経済成長目標が 7% に設定されたものの中国経済が減速する可能性について市場関係者が広く懸念を持つように至ったこと、また在庫需要に関しては、その増加によって、米国の民間原油在庫が 4 億 5000 万バレルを上回るなど史上最高の水準まで膨れ上がり、それが供給過剰感を強めていること、さらにこの在庫の急増によって、これ以上在庫を積み増す限界が見えてきていること（すなわち、在庫需要の今後の増加に歯止めがかかり、価格下支え要因が失われること）、等が指摘された。

しかし、もう一つ、重要なポイントとして議論が行われたのが、米シェールオイルの生産状況に関するポイントである。この点も、まず一言でいえば、米シェールオイルの価格低下に対する「耐性」は予想以上に高いのではないか、という点である。100 ドル超の原油価格環境下で大幅な増産を達成してきた米シェールオイルは、いわゆる「ブレークイーブンコスト」で見ると 40~80 ドル程度との見方が存在してきたとおり、総じていえば高コストの石油であり、40 ドル台の原油価格の世界では、その生産増加に大きな影響が出てくるのは必至である、との見立てがあった。実際、IEA は、2015 年の米国の石油生産見通しに

については、年初時点では対前年比 100 万 B/D 程度は増加するとしていた評価を、3 月時点では 75 万 B/D まで下方修正している。しかし、現在の市場環境でも生産増加が続き、それも上記のようなレベルの増産は可能、と見ている点は興味深い。

今回の意見交換の中では、今の低油価環境によって、短期的な生産を考える上で重要なポイントは、既存の油井にとって重要なのはブレイクイーブンコストでなく、日々の生産活動に直接必要な「短期限界生産コスト」であり、米シェールオイルもその水準は 40 ドルよりはるかに低い、という点である。原油価格が限界生産コストを下回らない限りは、生産を維持することが経済合理的ということになる。また、油価急落という厳しい環境下に直面して、100 ドル時代とは異なる状況で生存するための合理化・コスト削減努力が行われ、結果として、全体としての「コスト」が低下してきているのではないかと、どの指摘も多く見られた。また、リグ活動の大幅低下に関しても、まず掘削活動を停止しているところは、最も効率の低いところから着手されているわけで、その低下のインパクトは総じて小さく、逆に今の油価環境でも持続している掘削活動は最も効率の高いところに集中しているということで、低価格環境に耐えて生産を高効率で続けている、という点も興味深い指摘であった。これらの点を踏まえて、米シェールオイルの生産は低油価環境に対して、当初の見立て以上に「Resilient」であるのではないかと、といった議論が多く見られたのである。

さらに、確かにここまでの低油価になると、当然、影響は無視できず、開発計画そのものの見直し・遅延などが発生しているものの、上記の「耐性」の存在を考えると、油価がある程度上昇してくると、比較的早期に計画の再見直しに繋がり、供給拡大をもたらす潜在力を有しているのではないかと、という指摘もあった。いわば、低い油価環境で、生産・開発を一時的に凍結している存在は、地下において在庫のような存在になっており、一定の油価環境になればそれが実際の供給として地上に出てくる、という考えである。意見交換の中では、「耐性」の問題と共に、米シェールオイルの油価上昇に対する供給弾力性が高いのではないかと、という議論も行われた点が興味深かった。

このことから、仮に後者の供給弾力性が高いとすれば、短・中期的には油価上昇に対する歯止め要因としての影響力が予想以上に高いことになる。また、サウジアラビアを中心として OPEC が想像していた以上に低油価への「耐性」が強く、油価上昇への歯止め要因としても思っていた以上に影響力があるとするならば、サウジアラビアや OPEC としても「戦略」を見直さざるを得なくなる可能性もある。もちろん、原油価格の将来を左右するのは、米シェールオイルだけではでない。需要動向も、地政学リスクも、金融要因の影響もあり、全体としてのバランスが重要である。しかし、市場に影響を及ぼす重要要因の一つとして、今後も米シェールオイルの生産状況から目を離すことはできない。

以上