

## 二番底状態の原油価格と国際石油市場をどう見るか

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

8 月 24 日～27 日にかけて、ワシントン DC とニューヨークを訪問し、米国政府関係者、石油産業関係者、シンクタンク等の有識者と多数のミーティングを通じて、原油価格と国際石油市場に関わる問題について意見交換を実施する機会を得た。

この意見交換の最中、原油価格は急落した。上海株式市場の新たな大幅下落を受け、中国経済の先行き不安が世界を動揺させ、各国の株式市場が一気に下落する世界同時株安が発生した。この状況下、原油価格も一気に低下、WTI 原油価格は 8 月 24 日に 38.24 ドルの今年最安値をつけ、40 ドルの大台を割り込んだ。年初以来の 2 番底状態である。

当然のことながら、今回の意見交換ではこの 2 番底状態をどう見るのか、今後の原油価格の展開はどうか、という点に議論が集中した。多数の専門家等との意見交換を通じて、興味深い論点が多数浮かび上がってきたが、以下ではその中で、筆者にとって共通点として、重要であると感じられた点をまとめてみたい。

まず第 1 には、2 番底となる急落をもたらしたのは中国経済に関する深刻な不安が市場関係者の心理を動揺させ、売りが売りを呼ぶ展開になったことが直接的な原因ではあるものの、その背景には極めて大幅な供給過剰の存在がある、という点で専門家の認識が一致している点がある。そして、後述する様々な理由から、その供給過剰の払拭が容易では無い、という点でも共通認識が存在する。

供給過剰をもたらしている複合的な要因のうち、世界の石油需要について、以下のような興味深い議論があった。IEA 等の分析では、原油価格の低下によって、本年および来年の世界の石油需要は前年比で各々約 160 万 B/D、140 万 B/D 程度堅調に増加する、という見通しが示されている。しかし今回の議論では、実態として世界の石油需要あるいは石油消費はこれほど力強くないのでは、との意見が多かった。足元で見られている需給緩和の象徴でもある石油在庫の大幅増加という点からも、今の「需要」の中には、在庫や備蓄積み増し用の分が相当嵩上げ要因として含まれ、経済実態からみると実は石油消費は米国を除きあまり伸びていないのではないか、という議論である。だからこそ、中国経済の先行きに大きな不安が出てくると、より一層実際の消費が冷え込んでさらに需給緩和を加速する、という観測が生まれてきている。

供給については、確かに低価格が 2014 年まで続いた非 OPEC 生産の堅調な伸びを減速させつつあり、今回の急落でその傾向は一層明確になるという点で多くの識者の見解が一致した。特に原油価格が 40 ドルを割り込み、場合によっては更なる低下が起こった場合、

高コストの石油生産が失われていくリスクが高まるという点で、興味深い議論があった。しかし、そこでは、最も影響を受ける可能性があると思われるのは、米国において極めて多数存在する、1 日当たり 10 バレル程度以下しか生産しない零細井（ストリッパーウェル）が高コスト油田であるため最も低価格に対して脆弱であるという議論があった。しかも、その零細さ、効率の低さ、生産の特徴から、一度低価格のために井戸を閉鎖すると再開することが難しく、零細井の生産分は完全に失われてしまう（復帰できない）という点にも注目すべき、という指摘が多く聞かれた。零細井全体による米国での生産分は合計で数 10 万 B/D あるとされ、決して小さくはない。今後の価格状況によって、非 OPEC の生産を見る上で、この点に留意する必要があるとの議論は興味深いものであった。

他方、今回の議論の中で、供給サイドについて印象的であったのは、米シェールオイルの生産は低価格への耐性を強めている、という議論が数多く聞かれた点である。何よりも、米国の石油産業、特にシェール生産に関わる多数の石油・ガス企業は低価格に対応してコスト引き下げに邁進しているという。産業全体での効率化努力や、まさに原油価格低下や全体としての資源価格・原材料価格の低下も影響し、予想以上にコスト削減が進んでいることを指摘する声があった。もちろん、本年初からの低価格状況にも関わらず、予想以上に米シェールオイル生産がしぶとさを見せている背景には、シェール生産企業に対するファイナンスが継続してきたという財務的な要因があり、今後それが持続するかどうか不透明な点もある。その点も含め、低価格が続けば、徐々に米国石油生産の伸びが鈍化することは避けられないだろう。しかし、今回の議論では、油価低下によってもたらされた生産コストの削減と企業・産業の対応力強化によって、米シェールオイルを中心に米国の石油生産は全体として低価格への耐性を強め、しかも柔軟性を増しているという点が多く聞かれた。結果として、生産の伸びは当面緩やかになるかもしれないが、より長期的に生産拡大が続いていく可能性もある、という議論もあった。

この需給環境に対応し、OPEC はどう対応するのか、という点でも様々な見解を聞くことが出来た。共通しているのは、現時点では 2 番底状況に至っても OPEC、中でもサウジアラビアに政策変更の兆しは全く見られないこと、という認識である。経済制裁が解除された場合、市場に復帰してくるイラン原油がもたらす更なる供給過剰の問題に関しても、多くの識者は、サウジアラビアや OPEC 加盟国はそれぞれの市場シェア維持という方針を変えないのではないかと、その結果として一層の価格競争が起こるのでないかと、という見方を示した。逆に、どのような状況・原因がサウジアラビア・OPEC の政策変更をもたらさうのか、ということが多くの市場関係者の関心事として浮かび上がってきている。制裁解除を巡る展開が動く本年末のタイミングを考えると、次回の OPEC 総会で何が議論され、決定されるかは極めて重要で、要注目という指摘があった点も興味深かった。

世界同時株安は、中国・上海市場での株価下落が一服し、米国経済の底堅さを示す GDP データ等の発表もあってとりあえずは収まった。これを受け、原油も持ち直し 27 日は 40 ドル台を回復した。しかし、大幅な供給過剰状態が続く中、先行き予断は許されない。今回の議論の中でも、事態の展開によっては再び原油価格に下落圧力が発生する可能性があり、その場合、状況次第ではあるがどこが底値になるのも全く見当がつかない、との意見も多く聞かれた。今後も激しく展開する国際石油市場と原油価格を注視する必要がある。

以上