

在庫増と景気減速リスクで、WTIは60ドル割れ

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

原油価格を巡る市場関係者の Perception が、ここ1ヶ月あまりで様変わりしている。9月末に80ドルを突破したブレント原油先物価格は、10月3日には86.29ドルの今年最高値をつけた。イラン核合意からの米国の離脱で経済制裁が復活し、イラン原油の輸出が大幅に低下する可能性を市場が強く意識し、合わせて、複雑化し高まる一方の中東の地政学リスクを市場が織り込んだ結果である。この時期、原油価格はさらに上昇し、90ドルを突破する、あるいは100ドルに近づくのではないかと、という見方すら市場には広がった。

しかし、ブレントは10月18日には80ドル台を割り込み、その後じりじりと値を下げ11月13日にはついに70ドル台も割り込んだ。11月20日には、62.53ドルと、今年最安値を記録した。11ヶ月ぶりの安値である。米国シェール増産の中で、インフラボトルネックの影響もあって、ブレントより5~10ドル程度低価格となっているWTIも同様の傾向を辿り、10月3日の76.41ドル（今年最高値）から下落をはじめ、11月12日にはついに60ドルを割り込み、11月20日には今年最安値の53.43ドルを記録している。ブレントも、WTIも10月のピークから20ドル強、約30%もの価格下落である。

何が、この急速な変化をもたらしたのか。答えは、足下における供給超過とそれによる石油在庫の増加、そして先行きを見る上では世界経済減速リスクの2つの影響に見出すことが出来る。

まず、足下での供給超過・需給緩和であるが、世界の石油需要は比較的堅調に増加はしているものの、何と云っても供給拡大のペースが極めて著しく、需要の伸びを凌駕している点に市場関係者の関心が集まっている。IEAの最新の月次石油市場報告によれば、2018年の世界の石油需要は対前年比130万B/D増、と着実な増加を示している。しかし、供給サイドでは、まず非OPECの石油生産が、2018年は前年比235万B/Dもの増加を示すと見込まれている。中でも、米国の石油生産は212万B/Dの増加と予想されており、ほぼ米国の増産だけで非OPEC増産が牽引される姿である。この212万B/Dの増産は、19世紀後半から始まった、長い米国石油産業の歴史の中でも未曾有の単年での大増産である。2014年後半からの油価下落局面でコスト削減を成し遂げ、競争力を高めたシェールオイルが、2018年初からの価格上昇の追い風も受けて、急速な生産拡大に成功しているのである。

米国の生産増だけで、世界の石油需要増加分より遥かに多いところ、生産調整を引き受けているOPECの石油生産も最近では拡大傾向を示している。2017年に始まった非OPECとの協調減産は、予想以上に生産削減が遵守され、むしろ「超過達成」の状況が続いてきた。しかし、米国のイラン核合意からの離脱が表明され、イラン原油輸出低下が市場の関心となる中、OPECは実質的増産をOPEC総会で決定し、市場に十分な供給を送るメッセージを発した。赤道ギニアとコンゴを除くOPEC13カ国の石油生産は、6月の3,156万B/D

を底に増加に転じ、10 月には 3,258 万 B/D に達した。4 ヶ月で 100 万 B/D の増産である。

こうして、非 OPEC も OPEC も大幅な増産が続く中、需給バランスの方向性が軟化に転ずるのに時間は掛からなかった。2017 年 1 月から連続して下落してきた OECD の石油在庫は、2018 年 6 月に底を打って増加に転じた。最新データが入手可能な 9 月まで在庫は連続して増加しており、その後直近まで在庫が積みあがってきていることはほぼ確実である。この需給バランスの方向性に関する振り子の針が大きく逆に振れ、需給軟化に市場が向かっていることを 10 月以降の石油市場関係者が強く意識したことが油価下落の要因である。

ただし、市場関係者の Perception への影響という点では、足下の需給軟化よりも、もう 1 つの影響、つまり、将来の景気減速リスクへの懸念の深刻化の方が重要ともいえる。足下の需給に関わる部分で、世界の石油需要が堅調な増加を続けていることを述べたが、これは 2019 年についても同様であり、世界経済が 3.7%程度の成長率で、2018 年・2019 年と連続で拡大し、その下で 2019 年の世界の石油需要は前年比 139 万 B/D 増となる見通しを IEA は示している。着実な需要増加が続いているにも関わらず、需給軟化に市場が方向性を変える中、仮に世界経済が減速し、石油需要の伸びが落ち込むようなことがあれば、供給過剰がより深刻になる可能性は高い。

その点で、重要なのは、何と言っても貿易戦争の悪化・深刻化とそれに伴う世界経済への悪影響である。とりわけ、石油需要の増加を考える上では、需要増の牽引役である中国経済の悪化が重要な意味を持つ。米中の対立は厳しさを増すばかりであり、貿易戦争に関しても、容易な解決を期待することは難しい。両国関係の厳しさは、11 月 18 日に閉幕した APEC 首脳会議で、米中の対立から首脳宣言の合意と発表がついに不可能となり、見送られたという前代未聞の出来事からも察することが出来る。この状況下、中国経済の減速を伝える各種経済データ等が観測されるようになっており、今後の先行きが大いに注目されている。今夏に行った弊所の分析では、貿易戦争による追加関税が最も厳しい形で両国に影響を及ぼす場合、中国の経済成長率は 2.9%低下し、石油需要も 30 万 B/D 低下する、とした。最近、産油国関係者と議論する機会を持ったが、まさに同様の世界経済リスク、中国経済リスク、そして需要増の鈍化の可能性に神経を尖らせているとの実感を持った。

現在は絶好調ともいえる米国経済の陰りにも留意する必要がある。米国の長期金利が上昇する中で、本年に入ってから何度か、ニューヨーク株式市場が急落し、それが世界同時株安に波及する展開も見られた。これまでは、株価急落の後、市場は持ち直し、いわゆる短期的な調整局面に留まってきたが、米国経済の好調が 2019 年も持続するのか、それとも今の絶好調ぶりが「バブル」であるとする、その「バブル」が弾ける時が来るのか、も市場関係者の注目するところとなっている。

11 月 21 日、OECD は世界経済見通しを発表したが、そこでは、前回の見通しを下方修正し、2018 年および 2019 年の成長率を 3.5% (0.2 ポイント引下げ) とした。3.5%の世界経済成長はいわば巡航速度的な成長ともいえるが、世界経済の成長鈍化は着実に石油需要の伸びも低下させる。こうした市場の先行きに関する見方が、石油先物市場での価格形成に大きな影響を及ぼしている。同時に、他方では、180 日の経済制裁の適用除外措置が発表されたイラン原油の輸出の先行きにも、180 日後にどうなるかに関して大きな不確実性が伴い続けている。また、極めて高い地政学リスクが残り続けている点でなら変わりの無い中東情勢も合わせて鑑みると、2019 年の国際石油市場と原油価格の先行きには予断は許されない。振れ幅の極めて大きな市場展開の可能性を十分に意識しておく必要がある。

以上