

原油相場：OPEC プラスの協調減産は原油市場のニューノーマル

原油価格は、需給の均衡により基本的に横ばいで推移すると考えられる。世界の原油需要の減少懸念および米国の増産は原油価格を下押する一方、原油の大動脈である中東・ホルムズ海峡における軍事衝突の懸念は、原油価格を押し上げる。また、米国の増産が供給過剰を招いて原油価格が下落した場合は、低い原油価格が米シェールオイル企業の採算悪化を招き、増産ペースにブレーキをかける。このため、価格下落には歯止めがかけられ、OPEC プラスによる協調減産を前提に、原油価格は上限下限を抑えられたレンジのなかで推移すると考えられる。

原油需要見通しの下方修正を受けて原油価格は下落

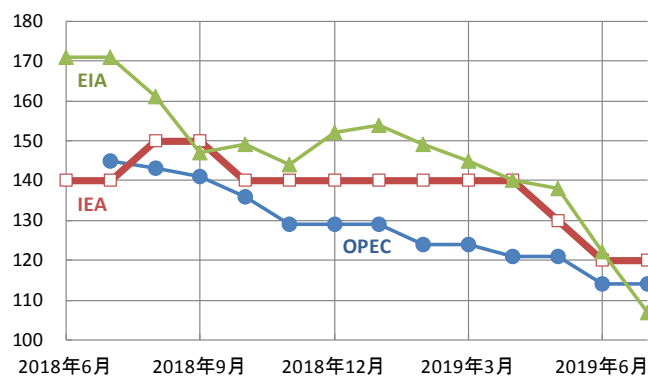
世界の原油需要が減少する懸念が浮上し、上昇傾向にあった原油価格（WTI 先物）は5月以降、いったん1バレル\$50台前半まで下落した後、\$50台後半で推移している（左下図）。国際通貨基金（IMF）は、2019年1月および4月に世界の経済成長を下方修正、OPEC や米エネルギー情報局（EIA）はこれを受けて需要見通しを下方修正したが、国際エネルギー機関（IEA）は、4月までは当初の見通しを堅持した（右下図）。その後、IEA は、2019年に入ってから先進国の需要減少を理由に、2ヶ月続けて世界需要を下方修正した。市場は、IEA の需要下方修正に加え、米国が5月に中国からの輸入2,000億ドル相当に対する関税を10%から25%に引き上げたことにも着目した。需要減少による供給過剰懸念が、原油価格を下押している。

WTI原油先物価格(ドル/バレル)



(出所) Bloomberg

世界原油需要拡大幅の見通し(万バレル/日)



(出所) IEA、OPEC、米EIA (備考) 液化ガスを含む石油ベース

需要拡大幅縮小を上回る供給拡大幅の縮小で需給は均衡

米EIAの予想では、2019年の原油需給は、原油消費量が日量1.0億バレルに対して生産量は日量1.0億バレルと、均衡する見込みである（次頁表）。原油消費量の増加幅が、2018年の日量144万バレルから2019年は日量107万バレルと小幅縮小にとどまる一方で、生産量の増加幅は日量254万バレルから45万バレルへ大幅に縮小するためである。米国が日量199万バレル増産するなかで、原油生産量の増加が日量45万バレルにとどまる理由は、OPEC加盟国が日量183万バレル減産するためである。OPEC加盟国の減産は協調減産だけでなく、内外の要因によりコントロールできないものもあり、これらについては次項目以

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

降で説明していきたい。

世界の原油消費量(万バレル/日)

	2018	増減	2019	増減	2020	増減
北米	2,486	▲46	2,503	▲17	2,526	▲22
米国	2,045	50	2,070	25	2,091	21
中南米	684	▲10	677	▲7	680	2
欧州	1,505	▲1	1,503	▲2	1,507	4
ユーラシア	493	10	497	4	508	11
中東	844	▲1	865	21	881	15
アジア・オセアニア	3,543	88	3,609	66	3,684	75
中国	1,387	51	1,442	55	1,489	47
日本	378	▲11	366	▲12	362	▲4
インド	478	22	492	15	512	20
アフリカ	438	11	446	8	456	9
合計	9,993	144	10,100	107	10,240	140

(出所) 米EIA (備考) 液化ガスを含む石油ベース

世界の原油生産量(万バレル/日)

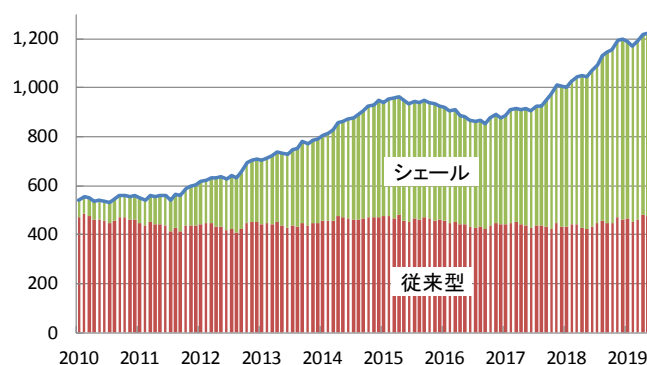
	2018	増減	2019	増減	2020	増減
OPEC	3,729	▲8	3,546	▲183	3,476	▲70
非OPEC	6,338	261	6,566	228	6,778	213
北米	2,527	240	2,713	187	2,874	161
カナダ	530	33	525	▲4	546	21
米国	1,789	223	1,987	199	2,130	143
中南米	541	6	565	24	595	30
欧州	425	▲4	415	▲10	434	18
ユーラシア	1,460	26	1,467	6	1,465	▲2
ロシア	1,140	18	1,146	6	1,143	▲3
アジア・オセアニア	928	▲5	936	8	937	2
中国	482	2	490	9	493	2
アフリカ	153	▲1	156	3	151	▲5
合計	10,067	254	10,111	45	10,255	143

(出所) 米EIA (備考) 液化ガスを含む石油ベース

シェールオイルは引き続き米国の増産けん引

米国は、2017年11月以降、過去最高だった1970年台の原油生産記録¹を更新、原油生産を日量1,100万バレル台に乗せた2018年8月のわずか8ヶ月後の2019年4月に1,200万バレル台に乗せている(右図)。これは、原油価格が1バレル約\$100であった2014年と同じで最速の増産ペースである。米国のリグ稼働数²は、2018年11月以降、ゆるやかな減少傾向にあるなか、シェールオイルの生産量が伸び続ける背景には、技術やオペレーションの効率化が引き続き改善していることが考えられる。

米国の原油生産(万バレル/日)



(出所) 米EIA

シェールオイルの生産は、1バレル\$50あれば新規井戸掘削の採算が取れる³ため、現在の原油価格が続けば増産は続くと思われる。不足していたパーミアン堆積盆から原油を運び出すパイプラインが2019年後半、新規に複数稼働⁴して同地域の増産加速が期待される。ただし、大量に生産される随伴ガスを回収せずに燃焼させるフレアリングを巡り、パイプライン運営会社がテキサス鉄道委員会⁵に対して、シェール生産会社のフレアリングを許可しないよう異議を申し立てているため、同委員会の判断によっては増産にブレーキがかかる可能性があることに留意が必要である⁶。

1 1970年11月に日量1,004万バレルを生産(米EIA)。

2 リグは石油掘削装置のこと。リグ稼働数は、米国のシェールオイル生産動向の先行指標的な側面を持つとされる。

3 シェールオイルの増産をけん引する米南部パーミアン堆積盆で新規井戸の掘削が利益をもたらす原油価格はWTIで平均1バレル\$50(Dallas Fed Energy Survey, Federal Reserve Bank of Dallas, March 27, 2019.)。

4 グローバルセンサー「米国シェールオイルは引き続き世界の原油需給をかく乱するのか?」(2019年5月号)参照。

5 テキサス州の石油ガス産業などを規制する行政機関。過去7年間に2.7万件のフレアリング申請を受領しているが、却下した記録はない("Texas Showdown Flares Up Over Natural-Gas Waste," Wall Street Journal, July 17, 2019.)。

6 Short-Term Energy Outlook, U.S. Energy Information Administration, July 2019。

OPEC は、協調減産に加え、協調減産非対象 3 ヶ国の供給が減少

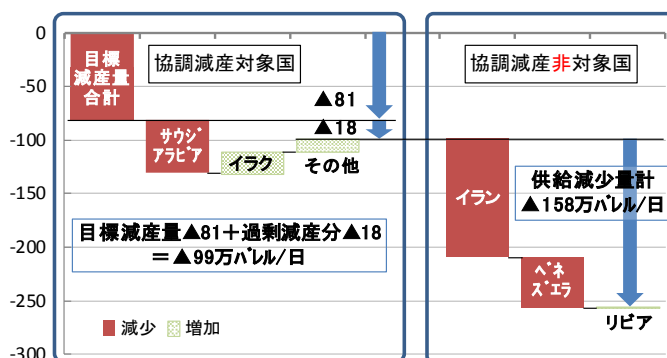
米国が増産を続ける下で、協調減産を続ける OPEC 加盟国が、世界の原油需給を均衡させるカギとなっている。OPEC 加盟国の内 11 ヶ国 (OPEC11)⁷は、2018 年 10 月の原油生産を基準に、2019 年 1 月から 6 月まで日量 81 万バレル減産することを、2018 年 12 月の OPEC 総会で決定した。2019 年 6 月の OPEC11 の減産遵守状況は、目標の日量 81 万バレルを 18 万バレル上回る日量 99 万バレルの減産となった (右図)。減産を遵守しない国もあるなか、OPEC 加盟国最大の産油国サウジアラビアが目標減産量よりも多く減産したためである。

イラン、ベネズエラおよびリビアは、国内外の情勢を受けて安定的に原油が生産できないため協調減産は免除されているが、2018 年 10 月と比較した 2019 年 6 月の原油生産は、3 ヶ国合計で日量 158 万バレルの減少と、協調減産を実施する OPEC11 を上回る減産となっており、OPEC 全体としては、日量 257 万バレルの供給を減らしている。

サウジアラビアは OPEC プラスの協調減産を終了させない

OPEC11 および OPEC 非加盟のロシアなど産油国 10 ヶ国⁸を加えた“OPEC プラス”は、2017 年 1 月に協調減産を開始し、年 2 回の OPEC 総会およびそれに続く OPEC 非加盟国を加えた閣僚会議でその都度需給を考慮して 6 ヶ月から 9 ヶ月の協調減産の延長を決定してきた。議論をけん引してきたサウジアラビアの生産状況を振り返ると、原油の供給不足が懸念されて減産が緩和された 2018 年後半を除き、減産目標を遵守、2019 年に入ってから目標量を大きく上回る減産を実施している (左下図)。一方、協調減産を実施する OPEC 非加盟国最大の産油国ロシアの減産遵守状況を見ると、過去 30 ヶ月の内、減産を遵守した月は 4 回にとどまる (右下図)。そのロシアは、2019 年 5 月、減産目標日量 23 万バレルを上回る日量 31 万バレル

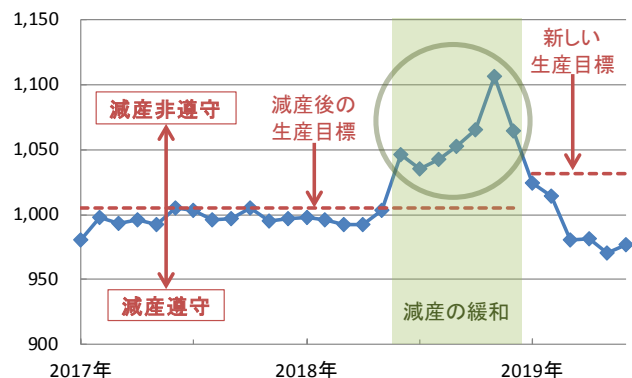
OPEC加盟国の減産状況(基準比2019年6月実績)



(出所) OPEC

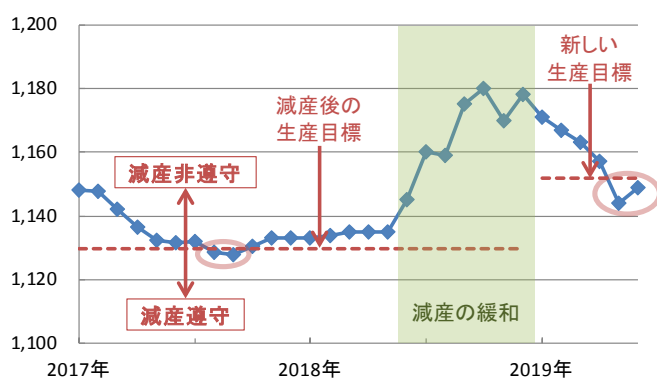
(備考) 協調減産非対象国のイラン、ベネズエラ、リビアは2018年10月比

サウジアラビアの原油生産目標(万バレル/日)



(出所) IEA

ロシアの原油生産目標(万バレル/日)



(出所) IEA (備考) 液化ガスを含む石油ベース

7 OPEC 加盟 14 ヶ国からイラン、ベネズエラ、リビアを除いた 11 ヶ国。

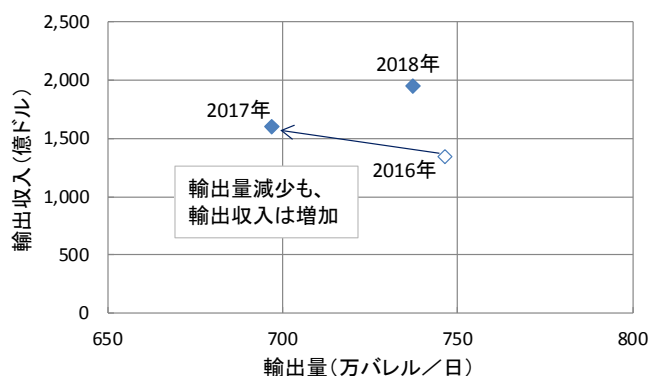
8 OPEC 非加盟の 10 ヶ国は、アゼルバイジャン、バーレーン、ブルネイ、カザフスタン、マレーシア、メキシコ、オマーン、ロシア、スーダンおよび南スーダン。

を減産、132%の高い遵守率を一時的に達成したが、この背景には、東欧諸国などに原油を輸送する世界最大規模のドルジバ・パイプライン⁹が原油の汚染で一部停止したことがあると考えられ、今後も積極的に目標を上回る減産を続けることは考えにくい。両国の減産に対する姿勢の違いは、財政を均衡させるために必要な原油価格に起因すると考えられる。

サウジアラビアは1バレル\$85.4¹⁰の原油価格が必要と試算されている一方、ロシアは1バレル\$42ドルを前提に予算が組まれている¹¹。このため、最近原油価格がWTI先物で1バレル\$50台後半で推移する状況は、サウジアラビアにとり低すぎるが、ロシアにとっては十分である。

サウジアラビアは、協調減産により原油の輸出量は減少しているが、輸出収入は増加している。協調減産を開始する前と後の原油輸出状況を比較すると、2016年は日量750万バレル輸出して\$1,340億ドルの収入を得ていたことにに対し、2017年および2018年は、輸出量が減少したにもかかわらず、収入はそれぞれ\$1,600および\$1,940と増加している(右図)。協調減産で原油価格を回復させることにより原油収入を増加させるサウジアラビアの戦略は実を結んでおり、今後も価格維持に必要であれば協調減産を継続すると考えられる。実際、OPECプラスは、7月初めに、1月から開始した日量120万バレルの協調減産を2020年3月まで延長することをサウジアラビアが主導して決定した。この先、サウジアラビアは、原油価格を維持するための協調減産を継続しつつ、米国の増産状況によっては減産幅を拡大する方向でOPECプラス内の議論を進めなければならない状況も考えられる。

サウジアラビアの原油輸出量および収入



(出所) OPEC

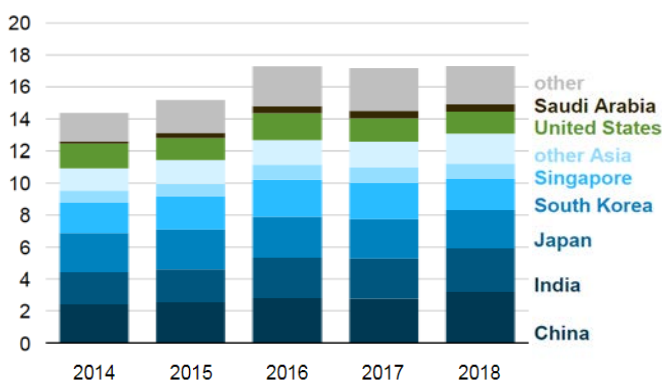
米国・イラン対立が原油海上輸送の大動脈ホルムズ海峡付近の緊張を高める

ホルムズ海峡は、中東の湾岸諸国が原油を輸出する際に通過しなければならない海運の要衝である(左下地図)。ペルシャ湾からホルムズ海峡を通ってオマーン湾へと輸送される原油の量は、海上輸送される

ホルムズ海峡から原油を輸出する産油国



ホルムズ海峡を通過する原油の輸入国(百万バレル/日)



(出所) 米EIA (2019年6月)

9 ドルジバ・パイプラインは、世界原油需要の約1%に当たる日量100万バレルを輸送できる。("Factbox: Russian oil flows to Europe drop amid contamination," Reuters, May 6, 2019.)

10 Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia, IMF, April 2019.

11 シュワロフ第一副首相の発言 ("Russia's Oil Bosses Brush Off Crude Price Drop," Bloomberg, December 26, 2018.).

世界の原油の約 3 割、世界需要の約 2 割に当たる日量 2,070 万バレルに上る¹²。2018 年は、その内、中国、インド、日本、韓国、シンガポール 5 ヶ国へは計 65%、その他の国を含めると計 76%がアジア諸国に輸送されており、特にアジアにとり重要な航路となっている（前頁右下図）。

イランは、米国が 2018 年に国際的な核合意（包括的共同作業計画、JCPOA）¹³から一方的に離脱して 1 年が経過した 2019 年 5 月 8 日、核合意が約束した経済的利益が得られていないことを受けて、合意で義務づけられた核関連活動の制限を段階的に解除することを表明した。その後、ホルムズ海峡付近では、米国・イラン間の対立が軍事衝突を招きかねない事例が発生している。5 月 12 日および 6 月 13 日には、日本のタンカーを含め計 6 隻のタンカーが襲撃を受けている。米国がイランの犯行と疑う襲撃もあるが、その証拠が公開されていない上、イランは否定しているため、詳細はわからないままである。さらに、同地域にて 6 月 20 日、イランは領空侵犯を理由に米国のドローンを撃ち落としたが、米国側は、領空侵犯ではなく公海上を飛行していたと主張している。後日、米国はドローン撃墜を受けて、イランに対するミサイル攻撃を実行直前に中止したことが判明している。

ホルムズ海峡を通過するリスクの高まりを受けて、米トランプ大統領はタンカーを護衛する有志連合の結成を呼びかけている。軍事衝突による供給減少懸念に加え、船舶や積み荷の保険料率は大幅に上昇しており¹⁴、原油価格の値上がりが懸念されている。

原油価格は上下を抑えられたレンジで推移

このような状況下、原油価格は、需給の均衡により基本的に横ばいで推移すると考えられるが、世界経済鈍化による需要減少懸念の高まりや米国の増産による供給過剰懸念は下押し要因、中東情勢悪化による供給懸念は押し上げ要因となる。一方、米国の増産が供給過剰を招いて原油価格が下落した場合は、低い原油価格が米シェールオイル企業の採算悪化を招き、増産ペースにブレーキをかける。このため、価格下落には歯止めがかけられ、OPEC プラスによる協調減産を前提に、原油価格は上限下限を抑えられたレンジのなかで推移すると考えられる。

12 “The Strait of Hormuz is the world's most important oil transit chokepoint,” *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, June 20, 2019.

13 米英仏独露中の 6 ヶ国とイランが 2015 年 7 月に合意、2016 年 1 月に履行された作業計画。イランが核関連活動を大幅に制限することと引き換えに、国際社会の多くの経済制裁が解除された。

14 船舶にかけられる保険料率は 10 倍、積み荷の保険料は以前の 15 倍以上に。（“Persian Gulf Oil Shipments Cost More Than \$500,000 to Insure,” *Bloomberg*, June 25, 2019.）