

原油相場：需要が回復しても原油在庫が上値を抑える

新型コロナウイルスの感染拡大による需要減少に加え、OPEC プラスが協調減産を3月で終了して供給が増加する懸念から、原油価格は下落した。その後、協調減産は規模を拡大して再開され、米国の供給は減少に転じ、一部の国での経済活動再開を受けた需要回復により、原油価格は回復してきた。しかし、ウイルス感染の終息および一層の需要回復が見通せないなか、積みあがった原油在庫が原油価格の上値を抑えている。

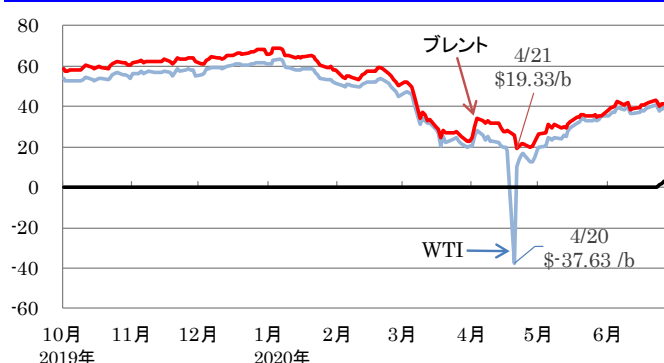
需要減少と供給増加で下落した原油相場

2020年に入ってから原油価格は、新型コロナウイルスの感染拡大による需要減少に加え、OPEC加盟国およびロシアなど非加盟の主要産油国（OPECプラス）が協調減産を3月に終了して供給が増加する懸念から下落した（右図）。OPECプラスが4月12日に、5月以降の新たな協調減産で合意した後も原油価格の下落は止まらず、底を打ったのは4月下旬であった¹。そして5月に入り、欧州の一部でロックダウン措置を緩和、米国においても経済活動を再開する州が増加したことを受けて、需要回復への期待から、原油価格は回復してきた。

世界需要は前年比大幅な減少に

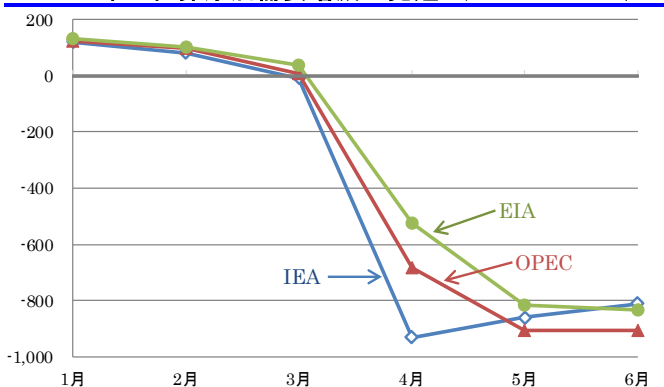
2020年の世界原油需要の見通しは、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、年初の前年比増から下方修正されていった（右図）。ただ、国際エネルギー機関（IEA）は、4月の前年比日量930万バレル減少するとの見通しを底に、先進国で徐々にロックダウンが解除されたことを受けて上方修正、直近6月には、810万バレルの減少とみている。そのほか、米エネルギー情報局（EIA）は830万バレル減、OPECは910万バレル減と、いずれも前年比8-9%程度の需要減少を見込んでいる。この通りとな

原油先物価格(ドル/バレル)



(出所) Bloomberg、Investing.com

2020年の世界原油需要増減の見通し(万バレル/日)



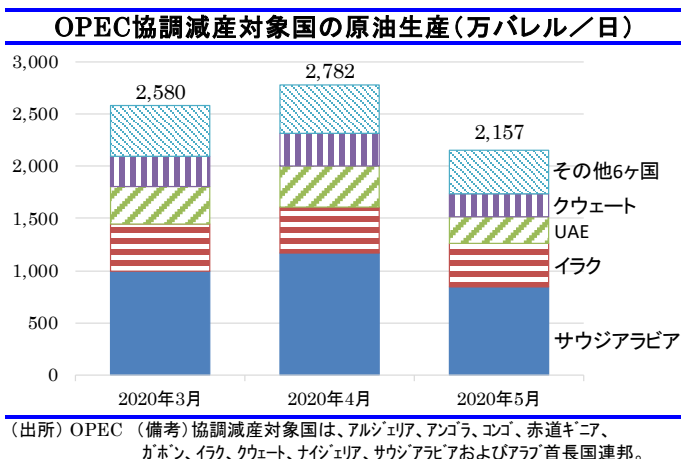
(出所) IEA、OPEC、米EIA (備考) 液化ガスを含む石油ベース

¹ 原油先物の決済方法の違いから、WTI原油（現物決済）とブレンツ原油（差金決済）の4月下旬の最安値に違いが出た。WTI原油がマイナスを記録した背景には、期近物の取引が閉まる前日に、買い手が見つからない現物を、コストを払ってでも売りたい投資家の存在があった。WTI原油の受け渡しをする米内陸のオクラホマ州クッシングにある貯蔵設備には空きスペースの余裕がなく、スペースを確保していなかった業者は現物を引き受けることができなかった。

れば、需要が前年よりも減少するのは2009年以来である。

OPEC プラスが減産規模を拡大しても回復しない原油相場

世界の原油需要の減少が見込まれるなか、2017年以降継続されてきたOPECプラスの協調減産は2020年3月末をもって一旦終了した。詳述すると、OPECプラスは2020年3月末まで合計日量170万バレルの減産を合意していたが、3月6日のOPECプラス閣僚会合では、4月以降の方針を合意できなかった。サウジアラビアは、減産幅を拡大し年末まで維持することを主張したが、ロシアが6月末までの限定的な延長を主張したため、交渉は決裂した。そのため、4月の原油生産は、OPECプラスの協調減産分が消失するだけでなく、サウジアラビアやアラブ首長国連邦が大幅な増産²を公表したことから増加が見込まれた。実際、4月の実績は前月比日量200万バレル増加した(右図)。



OPECプラスが増産に転じることにより大幅な供給過剰が懸念され、原油価格はOPECプラス閣僚会合の後2週間足らずで20ドル下落し1バレル20ドル台前半となった。この水準は、財政が均衡する原油価格が1バレル76ドルのサウジアラビア³はもとより、40ドル台前半のロシア⁴にとっても低すぎたため、4月12日にOPECプラス閣僚会合が再び開催され、5月から世界需要の約1割に当たる日量970万バレルもの協調減産を実施することで合意した⁵。さらに、サウジアラビア、アラブ首長国連邦およびクウェートは合わせて118万バレルの自主的な追加減産を6月に実施することを表明し、原油価格の上昇を狙った。しかし、これらの減産よりも需要の減少の方が大きいとの観測から、原油価格の上昇にはつながらなかった。

その後、6月6日のOPECプラス閣僚会合では、7月に予定していた減産幅の縮小を8月に先送りすることで合意、7月末までは5月と同じ日量970万バレルの協調減産を継続するとした。なお、5月の減産遵守率は87%と高いことが6月18日のOPECプラス閣僚監視委員会で確認されている。さらに、OPECプラスは、遵守率100%を目指す姿勢を強調しており、今後は目標に近い協調減産が実施されると期待される。

² "Crude oil futures slump on further signs of increasing supply," S&P Global Platts, March 12, 2020.

³ *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, IMF, April 2020.

⁴ "Russian oil companies, state budget more resilient to oil price volatility than in 2016," S&P Global Platts, March 4, 2020.

⁵ OPECプラスは、2020年5月から6月末までは日量970万バレル、7月から12月末までは770万バレル、2021年1月から2022年4月末までは580万バレル減産することで合意。

米国の原油生産は原油価格下落を受けて減少

2016 年半ば以降増産を続けてきた米国の原油生産は、2020 年 3 月下旬に減少に転じ、約 3 ヶ月で 16%に当たる日量 210 万バレル減少、足元では 1,100 万バレルまで落ち込んでいる（右図）。米 EIA は、これまでの経験から原油価格の変動が米国の原油生産に影響を与えるまでの間に約 6 ヶ月のタイムラグがあるとみていたが、今回の世界的な需要の減少に伴う原油価格の下落は異例である。

米国の原油増産をけん引してきたシェール事業者は、効率化と技術革新により採算ラインを引き下げた。米ダラス連邦準備銀行のアンケート調査によれば、掘削を必要とする新規坑井で原油を生産するコストは平均で 1 バレル 49 ドル、掘削済みの既存坑井では平均で 30 ドルである⁶。原油価格が採算ラインを下回ったことを受けて、オイルメジャーを含むシェール事業者は相次いで 2020 年の設備投資計画縮小や生産活動の停止を決めた⁷。また、シェールオイルの生産量を維持するためには常に石油坑井掘削装置を稼働させる必要があるが、その稼働数は 3 月中旬の 659 基から約 3 ヶ月で 7 割超減の 183 基となった⁸。

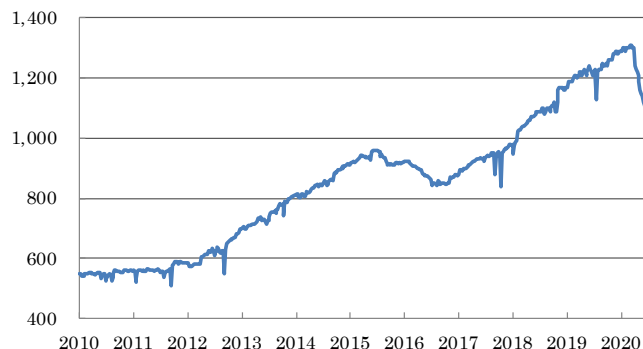
ただ、平均の採算ラインよりも低い原油価格でシェールオイルが生産できる地域や事業者もあるため（右図）、原油価格が足元の 1 バレル 40 ドル程度で安定するようであれば、一部で生産が再開されることも考えられる。そして、原油価格が現状よりも上昇すれば、米国の供給減少が早期に増産に転じる可能性も考えられる。

経済活動の再開で回復し始めた需要

世界の需要は、ウィルス感染が一部の国でピークアウトするなか、移動規制の緩和や経済活動の再開を受けて、4 月を底に増加に転じている。一部、5 月に底を打ったとみられる国もあり、主要国・地域の需要は 6 月までにはそろって増加し始めると EIA はみている（右図）。

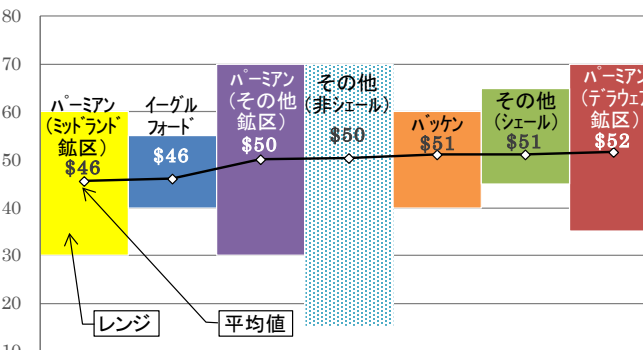
米国では、需要の約 45%を占めるガソリン需要が、3 月中旬の日量 970 万バレルから 4 月初めまで

米国の原油生産(万バレル/日)



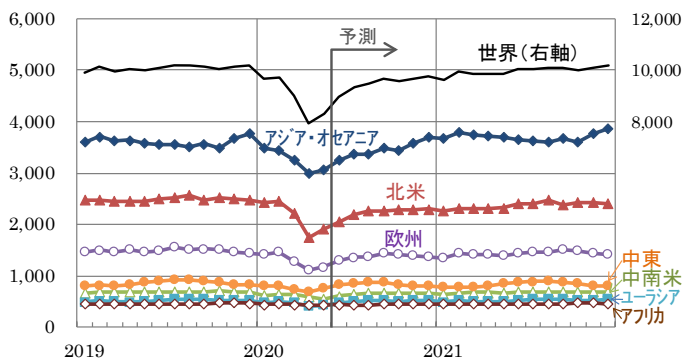
(出所) 米EIA

新規坑井の原油生産に必要な原油価格(ドル/バレル)



(出所) ダラス連邦準備銀行

世界の原油需要(万バレル/日)



(出所) 米EIA (備考) 液化ガス等を含む石油ベース

⁶ Dallas Fed Energy Survey, March 25, 2020.

⁷ "Oil price war fallout: Capital spending cuts sweep through shale," S&P Global Platts, April 7, 2020.

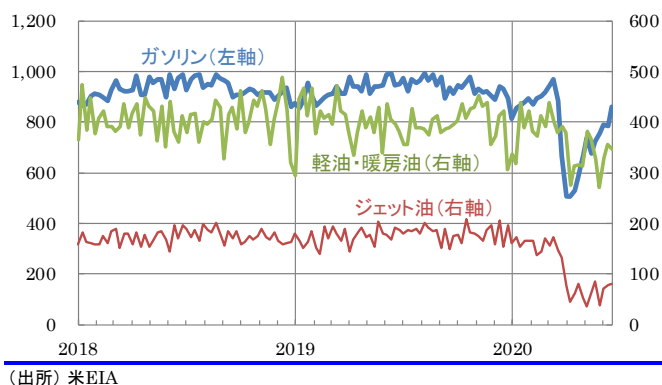
⁸ Baker Hughes の石油水平および傾斜坑井掘削装置の稼働数。

の3週間で48%近く減少して507万バレルで底を打った後、11週間で70%増加して861万バレルまで回復している(右図)。需要回復の背景には、移動規制の緩和に加え、夏の需要期に突入したことがある。一方、産業用途の需要が多い軽油・暖房油、そして国際輸送フライトの大幅減便でジェット燃料の需要はまだ回復していない。一層の需要回復には、更なる行動制限の緩和が待たれる。

需給は6月に逆転するも原油価格の上値は重い

OPECプラスの大規模な協調減産に加え、最大の産油国米国が供給減に転じるなか、需要が5月を底に回復し始めたことを受けて、6月には需要が供給を上回ると米EIAは予想している(左下図)。しかし、ウイルス感染の終息および一層の需要回復が見通せないなか、3月から3ヶ月間にわたり続いた大幅な供給過剰により原油在庫は積みあがっており(右下図)、原油価格の上値を抑えていくと考えられる。

米国の輸送用燃料需要(万バレル/日)



世界の原油需給(万バレル/日)



OECD諸国の原油・石油製品在庫(億バレル)

