



原油市場動向

調査研究部 専門研究員
古金 義洋

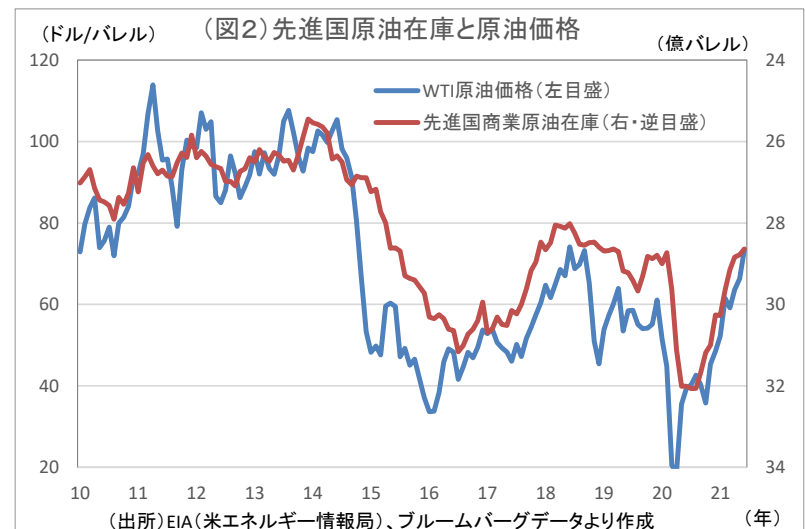
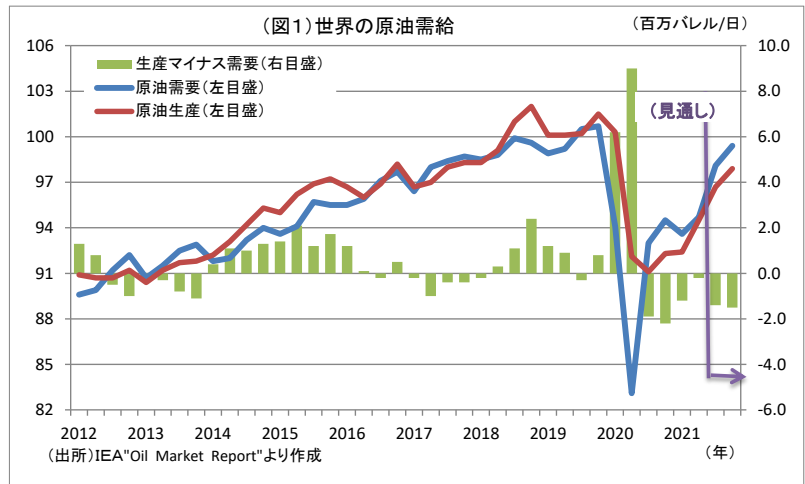
〇年後半の世界の原油需給は引き続き需要超過状態が続く見込み

サウジアラビアなどOPECとロシアなど非加盟産油国からなるOPECプラスは昨年5月以降協調減産を続けてきたが、サウジアラビアとアラブ首長国連邦(UAE)の対立により、減産の枠組みが壊れるとの懸念が高まり、原油価格は一時的に乱高下した。しかし、OPECプラスは7月18日に原油生産を月40万バレルずつ段階的に増やしていくことで合意し、結局、協調減産の枠組みが維持されることとなった。今後は、これまで原油高をもたらしてきた以下の諸要因が、再び原油価格押し上げに寄与する可能性が高いとみられる。

第1に、経済活動再開による原油需要増加が需給逼迫を招いている点だ。

IEA(国際エネルギー機関)のオイルマーケットレポートによれば、世界の原油需給は昨年前半の大幅供給超過のあと、7~9月、10~12月にそれぞれ日量約190万バレル、220万バレルの需要超過に転じた。不需要期の今年1~3月も同100万バレルの需要超過となり、続く4~6月も同20万バレルと需要超過状態が続いた(図1参照)。

この結果、EIA(米エネルギー情報局)によれば、先進国の商業原油在庫は、図2の通り、コロナ前の水準に減少した。在庫調整



一巡を背景に原油価格は上昇した。

ワクチン接種に伴って欧米の経済は正常化に向かいつつあり、今後も原油需要は上向いていくと予想される。IEAによれば、2022年の10~12月に世界の原油需要はコロナ前の水準にまで回復すると予想されている。この需要見通しを前提とすれば、今回決まった通り、OPECプラスが8月以降40万バレルずつ減産幅を縮小したとしても、需要超過状態



は続き、今年7～9月は日量140万バレル、10～12月は同150万バレルの需要超過となる見込みだ。

単純計算すれば、これによって年末までに原油在庫は2.6億バレル（140万×90日+150万×90日÷2.6億バレル）減少する計算だ。1億バレルの在庫減少（増加）がWTI価格を約10ドル上昇（下落）させる関係（図2参照）から言えば、年末にかけて原油価格は100ドルに近づくこともありうる。

CO₂ 排出削減の動きが需要面より生産面に強く影響している可能性

第2に、CO₂ 排出量削減を巡る原油生産者と消費者の動きの時間的なミスマッチが原油価格押し上げ要因になっている。

CO₂ 排出量を削減するためには本来、原油など化石燃料の利用を減らさなければならない。原油需要減少によって原油価格が下落すると考えることができただろう。ところが、実際は需要削減ではなく、供給削減の動きが早まり、逆に、供給減少→価格上昇となったと考えられる。

IEAは5月18日、CO₂ 排出量を2050年までにネットゼロにするためのロードマップを発表した。ロードマップは、①新規の化石燃料供給プロジェクトへの投資を2021年に取りやめる、②2035年までにガソリン車の新規販売を停止する、③2040年までに世界の電力部門における二酸化炭素排出のネットゼロとする、ことなどを提言した。ロードマップによれば、化石燃料の需要削減のための方策としてのガソリン車販売停止などの目標年は2035年以降とまだかなり先の話だ。一方、供給面では、今年すぐに新規

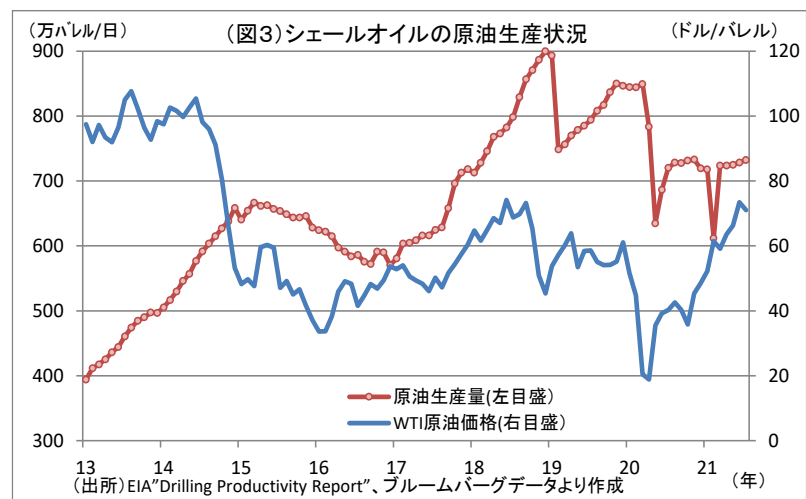
投資を取りやめなければならない。

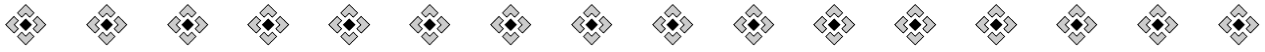
このIEAのロードマップ発表を機に、石油メジャーに対して脱炭素化を求める株主や司法からの圧力が強まった。エクソンモービルでは5月26日の株主総会で「物言う株主」が推薦した環境派2人が取締役を選任された。同日、オランダの裁判所は英蘭ロイヤル・ダッチ・シェルに温暖化ガスの大幅削減を求める判決を下した。

米国のシェールオイルの採算ラインは40～50ドル/バレルと言われ、原油価格がそれを上回る局面ではシェールオイルの生産が増加し、それによって一段の原油高が抑えられることも多かった（図3参照）。しかし、現在、原油価格が上昇するなかにあつてシェールオイルの生産は伸び悩んでいる。

主要シェールオイル産地のシェールオイル生産量は、2018年12月がピークで日量900万バレル程度だったが、直近6月時点では同728万バレルと200万バレル弱減少している。温暖化対策としての新規投資取りやめが影響している可能性がある。

IEAは世界の原油需要が現在の日量約1億バレルから2050年に約2,400万バレルと4分の1に減少すると予想する。このように需





要削減が先行する形で原油需給が緩和していくとすれば、確かに大幅な原油安につながる可能性がある。

だが、その時点で世界において生き残ることのできる原油生産者は、低コストでも生産できるサウジアラビアなど中東だけになる可能性が高い。政治的に不安定な中東地域に依存するという地政学リスクが残る。

結局、消費国が化石燃料の利用削減に真剣に取り組み、化石燃料依存から完全に脱却しようとしないう限り、需要減少の動きよりも供給減少の動きの方が早まり、原油価格に上昇圧力が強まることになりかねない。

○インフレヘッジとしての原油買いも続く

第3に、金融市場ではインフレヘッジのために商品への投資が強まる可能性があり、こうした資金の流れが原油価格をも押し上げる。

代表的な国際商品指数であるCRB指数の構成銘柄19品目のうち、36%がWTIなどエネルギーで占められており、CRB指数連動の投資商品などにお金が振り向けられれば、うち4割弱がエネルギー価格の押し上げにつながることになる。

パウエルFRB議長は物価上昇が「一過性」であると繰り返しているが、投資家はそうならないリスクに備えた行動をとる必要がある。確かに「FEDに逆らうな」との格言はあるが、パウエル議長が「物価上昇は一時的であり放っておいても自然に沈静化する」というインフレ容認姿勢を変えなければ、投資家はむしろ金融緩和の行き過ぎによるインフレリスクを警戒しなければならない。

実際、インフレがFRBの想定に比べ上振れする可能性は高まっている。6月のFOMCの物価見通しでは今年（10～12月の前年同

期比)のコアPCEデフレータの予想は3.0%とされているが、すでに発表されている5月までに同指数は昨年10～12月比2.2%上昇している。さらに6月分の消費者物価統計から計算すると、コアPCEデフレータは6月までに昨年10～12月から3.1%上昇していることになる。FOMCの予想が実現するためには、7月以降の物価が前月比横ばいか下落しなければならない。

結局、実際に予想以上の物価上昇が続いているのに、パウエル議長が「物価上昇は一時的」と繰り返している限り、商品投機は続きやすい。原油価格の上昇も続く可能性が高い。