



原油市場の「新常态」

[ラバ・アズキ](#)、[松本哲人](#)

2016年10月27日

原油価格はこの数カ月やや安定してきましたが、2年前の価格の**歴史的暴落**以前の高水準へ回復することはないと考えられる十分な理由があります。一つにはシェール原油生産がより低価格で全体の供給に恒常的に追加されました。さらには新興市場国・地域の成長減速と世界的な炭素排出削減努力により需要が減少することが予想されます。これらすべてが相まって原油市場にとっての「新常态」を作り出しています。

「新たな」原油供給

シェールは原油市場に変革をもたらし続けています。日量500万バレルという想定外の多さに達したシェール原油生産が、世界的な供給余剰の一因となりました。これに石油輸出国機構（OPEC）の生産量維持というサプライズの決定が相まって、2014年6月に始まった原油価格の崩落につながりました。

この価格崩壊は原油関連**投資**の大幅削減を引き起こしましたが、生産調整の反応は鈍く供給過剰が継続しました。さらに価格の低下に対してシェール生産は底堅く、これに驚いた市場参加者は2015年に価格をさらに低下させました。シェール掘削業者は効率を向上させてコ

ストを大幅に削減し、主要業者は倒産回避に成功しました。この投資削減は2016年の非OPEC諸国の生産減につながると予想されていますが、生産量は依然消費量を上回っています。多くの専門家は2017年に原油市場の需給のバランスが取れると予測していますが、それでも在庫は高水

準にとどまります。（図1参照）とはいえ、供給に関しては不確実性が残り、それはとりわけ採掘コストと、掘削が開始されたもののまだ採掘しきっていない「フラックログ」からの生産量にまつわるものです。後者は数週間で全体の供給フローに上乘せ

図1
増加する原油在庫

原油価格は2017年に安定することが見込まれているが、高水準の原油在庫が価格下落圧力として継続。
（単位: 百万バレル）



出典: 米国エネルギー情報局

注: 米オクラホマ州クッシングの毎週末在庫量、戦略備蓄原油を除く

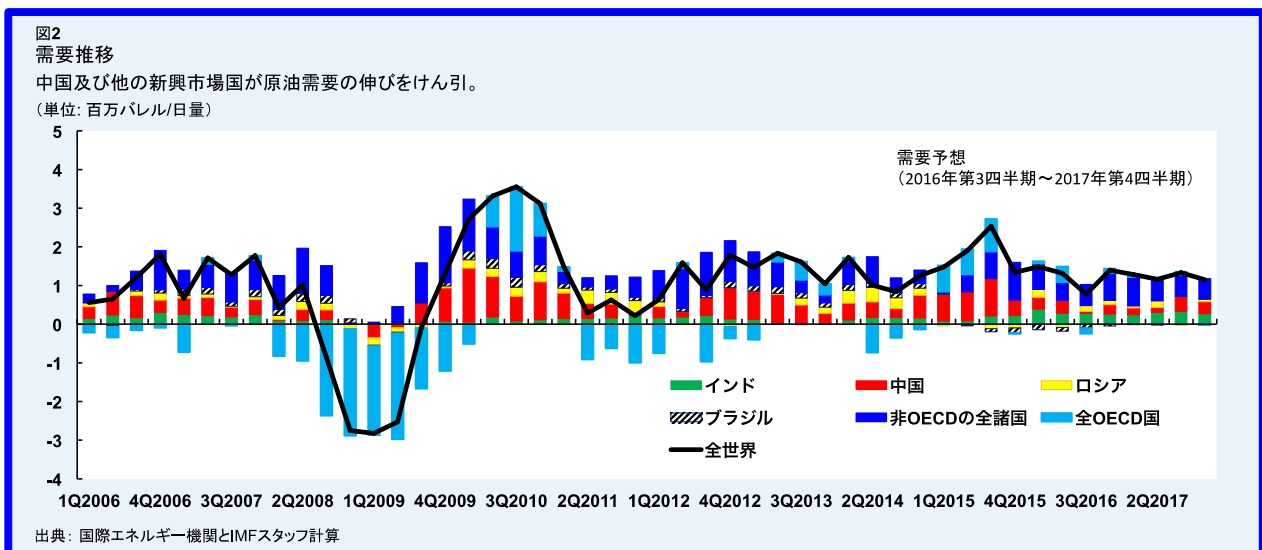
できるため、投資から生産までに長い時間を必要とする従来の原油と比べると生産のダイナミクスを大きく変化させ得ます。

こうした環境の中で、OPEC 諸国とロシアは生産量を増やしてきており、イラン原油の市場回帰が供給をさらに増加させました（OPEC 諸国は最近になって減産に合意しましたが、まだそれは最終決定とはなっていません）。他の要因も作用しています。最近のデータはシェール原油生産が、再び予想以上の底堅さを保っている可能性があることを示唆しています。そして OPEC 諸国が他の原油輸出国と協力して生産削減を実施するとの予想が、多くのシェール原油業者の生産を増やす意欲を高めるような水準へ価格を押し上げました。

「新たな」原油需要

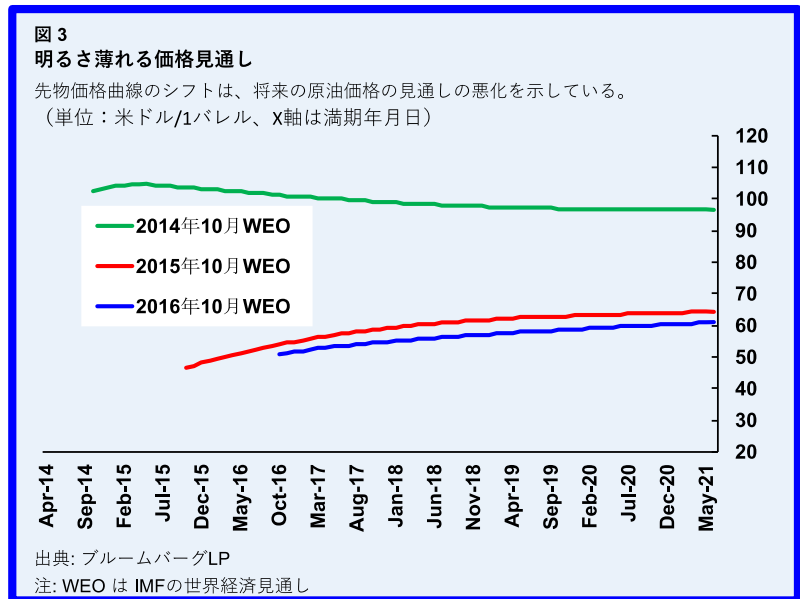
原油価格の低下は需要の伸びを昂進させて、2015 年には日量 180 万バレルと過去最高を記録しました。これは 2016 年と 2017 年には基調水準の日量 120 万バレルへ低下すると予想されています。需要の価格弾力性の基本推定を使うと、「価格効果」による需要の 1 日当たりの伸びは 80 万バレルと示唆されています。原油需要の伸びの相当部分は所得増よりは価格低下によるものと言えます。ドル建てでの価格のさらなる低下余地が限られていることを踏まえ、今後の原油需要の伸びはおおむね世界経済成長見通しに左右されるでしょう。

需要の伸びの見通しは、心強いものではありません。過去数年間、原油需要は中国と他の新興市場国及び途上国によってけん引されてきました。中国の原油消費は世界全体の 15% ですが、同国の原油需要の伸びへの貢献は大変なものです（図 2 を参照）。中国経済が先進国経済と比べて格段に高い成長をしているためです（同じことが他の一部の途上国にも言えます）。新興市場国と先進国の経済のさらなる減速は需要の構図を大幅に変える可能性があります。新興国の構造転換、特に中国の投資及び輸出先導型成長モデルから国内需要がけん引する成長モデルへ移行することもまた、大きな影響を及ぼす可能性があります。



中長期的にみると原油や他の化石燃料から別のエネルギー源への移行がさらに原油需要見通しに影を落としていますが、**価格の低下がこの移行を遅らせるかもしれません**。エネルギー政策は2015年12月のパリの気候変動枠組条約国会議（COP21）で設定された目標を達成するためには大幅な変更が必要で、原油備蓄の相当部分が**未使用のまま貯蔵され続ける必要があります**。諸目標達成のために必要な具体的措置に明確さを欠くことは、原油需要見通しの不確実性を増大させるのみです。

確かに先物市場は原油価格のわずかな上昇を示唆しています。しかし、過去2、3カ月の先物価格曲線の移動を一瞥しただけで、価格上昇の見通しが悪化していることが示唆されています（図3参照）。これはサプライズではありません。世界経済成長予想、とりわけ新興市場国・地域の成長予想の下方修正は、**過去1年間の価格低下**によって押し上げられた原油需要の伸びなどの支援要因を相殺するものです。金融市場の混乱とドル高は原油価格に下方圧力を加えています。これらの傾向に加え、先進諸国での**石油消費の長期的低落**とシェールの伸びはすべて、原油価格の「より長期にわたる低下」のシナリオを指し示しています。





ラバ・アズキ。IMF 調査局のコモディティーユニットのチーフ。エネルギー、コモディティー（素材資源）、国際マクロ経済、開発経済での著書多数。IMFのアフリカ、中東、中央アジアへの様々なミッションを指導及び参加。ブルッキングス研究所とオックスフォード大学の非常勤フェローを兼務。研究者向け雑誌に広く寄稿するとともに、数冊の著書と学術向け雑誌を共同監修。フランスの国立統計・行政経済学院で修士号、イタリアの欧州大学院で博士号を取得。



松本哲人。IMF 調査局コモディティーユニットのエコノミストとして世界のコモディティー市場の動向を分析し、その世界経済への影響を調査。IMF以前は、野村総合研究所、野村証券でエコノミストとして勤務。その後ウィスコンシン大学で博士号プログラムに入り、その際にイングランド銀行、米連邦準備制度理事会（FRB）に勤務経験を有す。