

国際石油情勢の展望

日本エネルギー経済研究所

化石エネルギー・電力ユニット 石油グループ
グループマネージャー 小林 良和

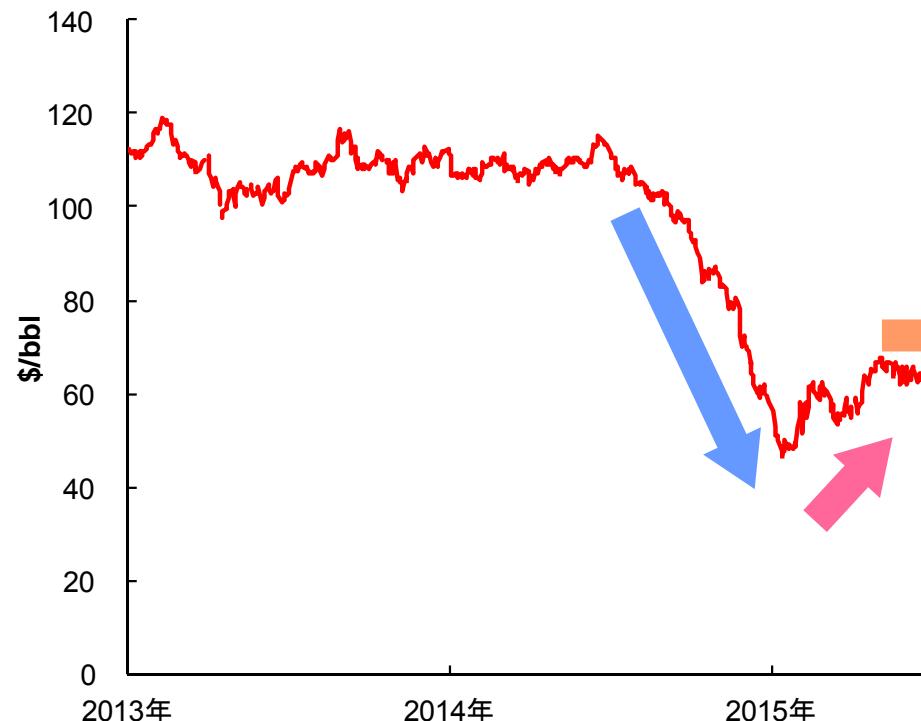
本日の報告のポイント

- 2015年下半期の国際原油市場は、非OPEC生産の減速と、堅調な需要の伸びによって、需給バランス自体は徐々に引き締まる。しかし、OPECによる増産の可能性や先進国の高在庫、ギリシャの債務不履行問題などの金融・経済要因が油価の下落要因となり、原油相場は弱含みの状況が続く。
- 2016年の国際原油市場は、緩やかな需給バランスのタイト化が進み、相場の方向性も上昇に転じる。しかし、原油価格の上昇は米国からの増産を誘引すること、イランに対する経済制裁が解除されれば、2016年にはイランからの増産も本格化する可能性があり、大幅な価格上昇は起きにくい。

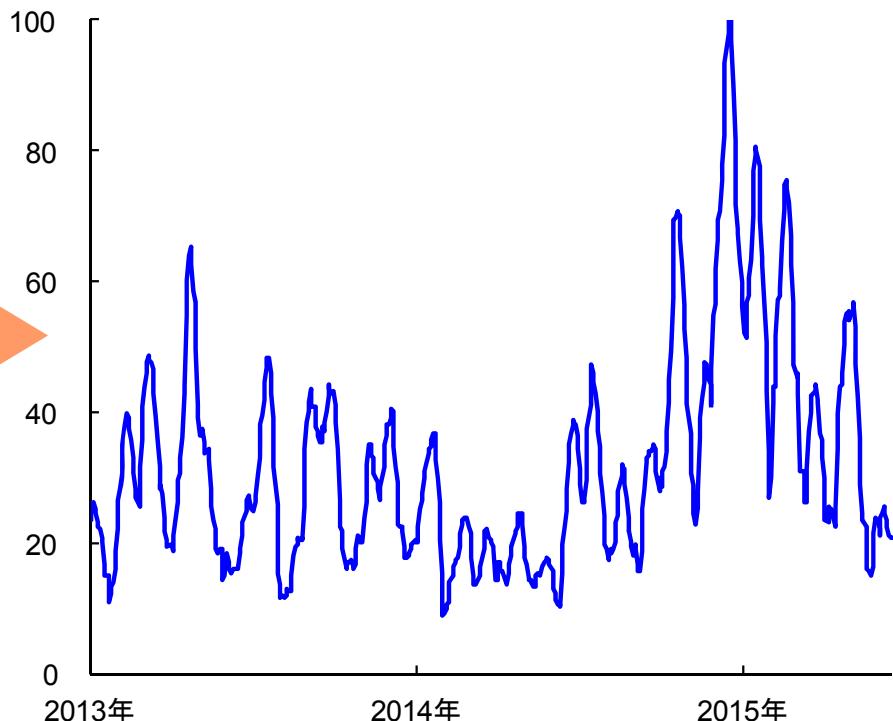
最近の国際原油価格の動向

- 2014年夏以降続いた価格下落は2015年1月に底を打ち、上昇に転じる。
- 2015年5月以降はBrent価格で\$60/bbl台前半で安定的に推移。一時高まったボラティリティも沈静化の方向。

2013年以降のBrent原油価格



Brent原油のヒストリカルボラティリティ(20日間)



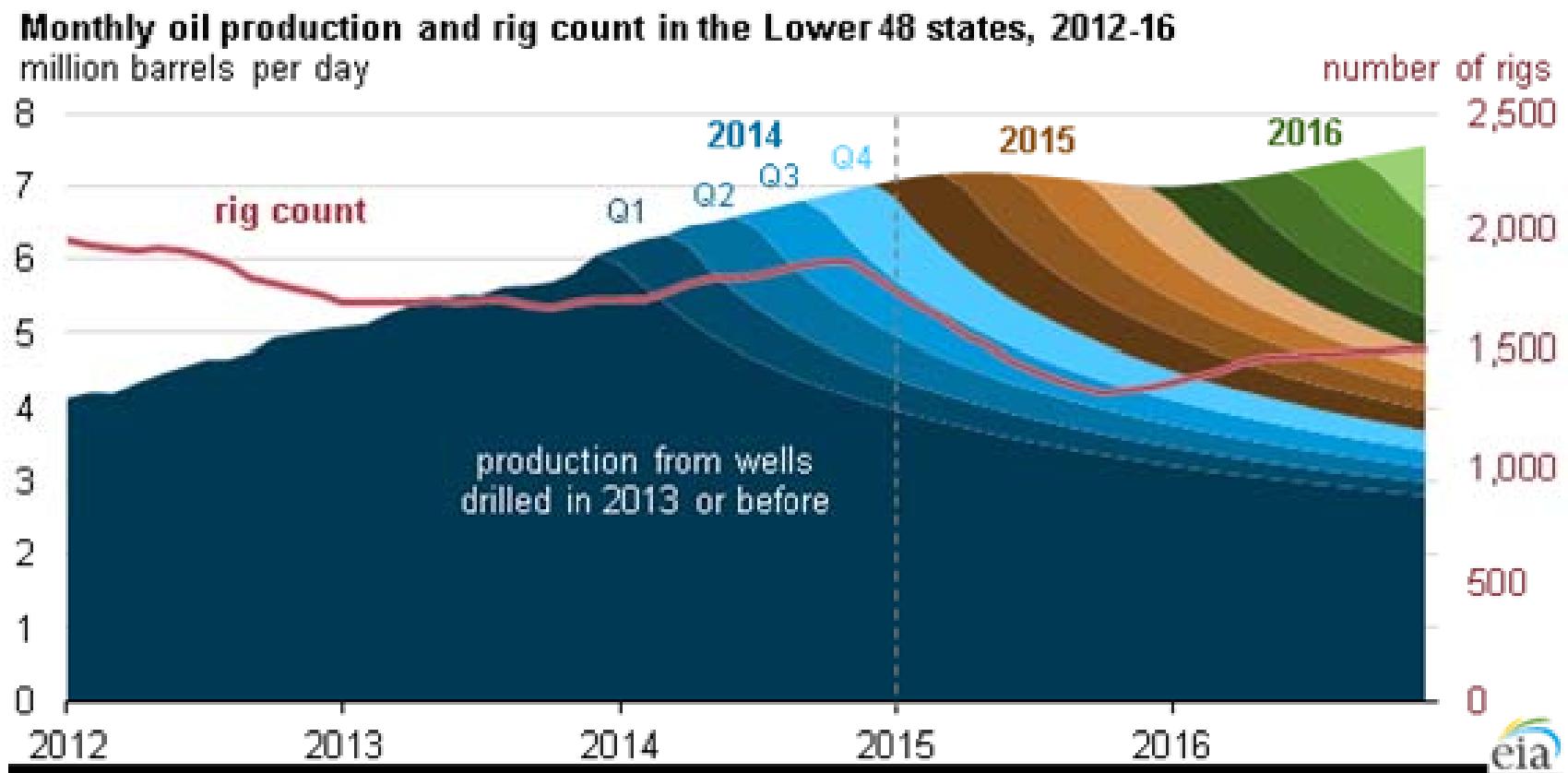
出所：ICE

出所：ICEデータを基に作成

年初来の油価上昇要因① 米国原油増産の減速

- 2014年第4四半期以降の開発活動の縮小に伴い、国内の増産の勢いは低下。
 - 当初、稼働リグ数の低下にもかかわらず、生産量は増加を続けていたが、2015年第2四半期に至り、増産はストップ。しかし現時点では、明白な減産基調に転じたとも言い切れない。

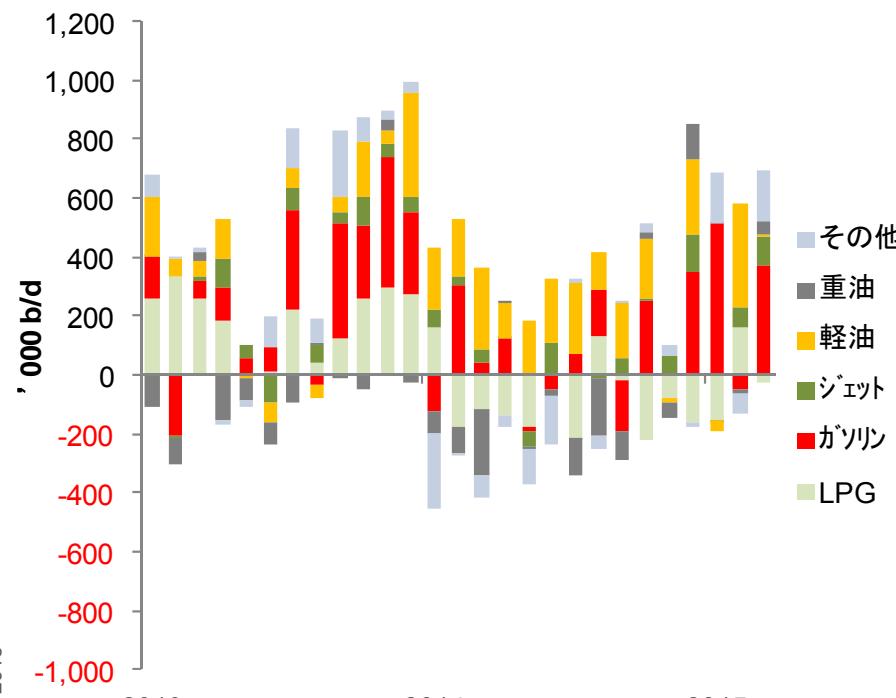
米国48州の原油生産量



年初来の油価上昇要因② 需要の回復

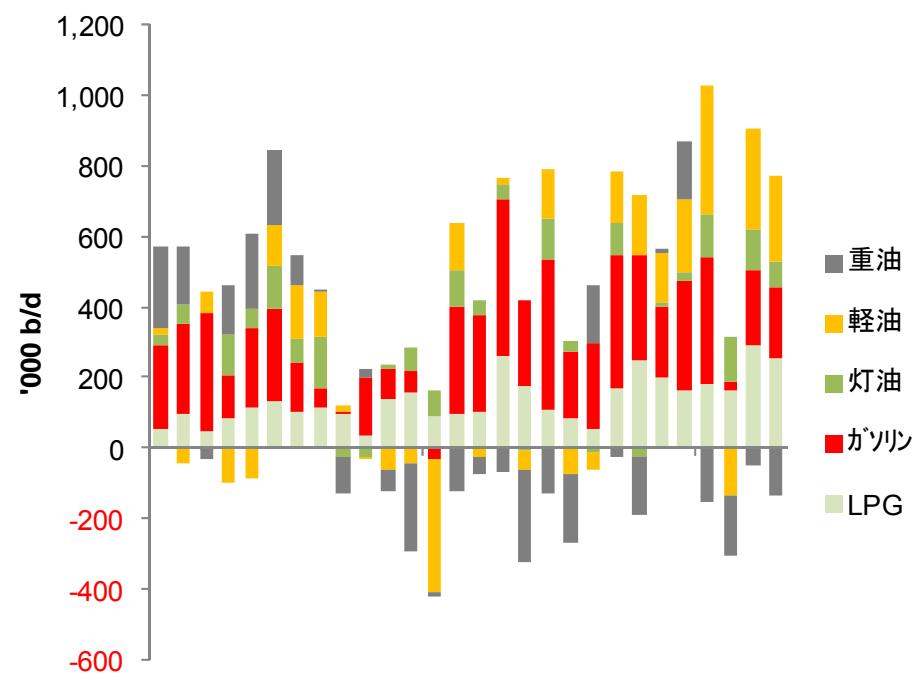
- 好景気、石油製品価格の下落により、米国内の石油製品需要が復調。
 - 全体的に需要が回復しているが、特にガソリンの伸びが大きい。
- 景気減速下の中国でも、石油需要は堅調に増加。
 - ガソリン需要、軽油需要、石化用途含むLPG需要などが好調。

米国の石油製品需要増減(前年同期比)



出所：米国EIAデータ

中国の石油製品見かけ需要増減(前年同期比)

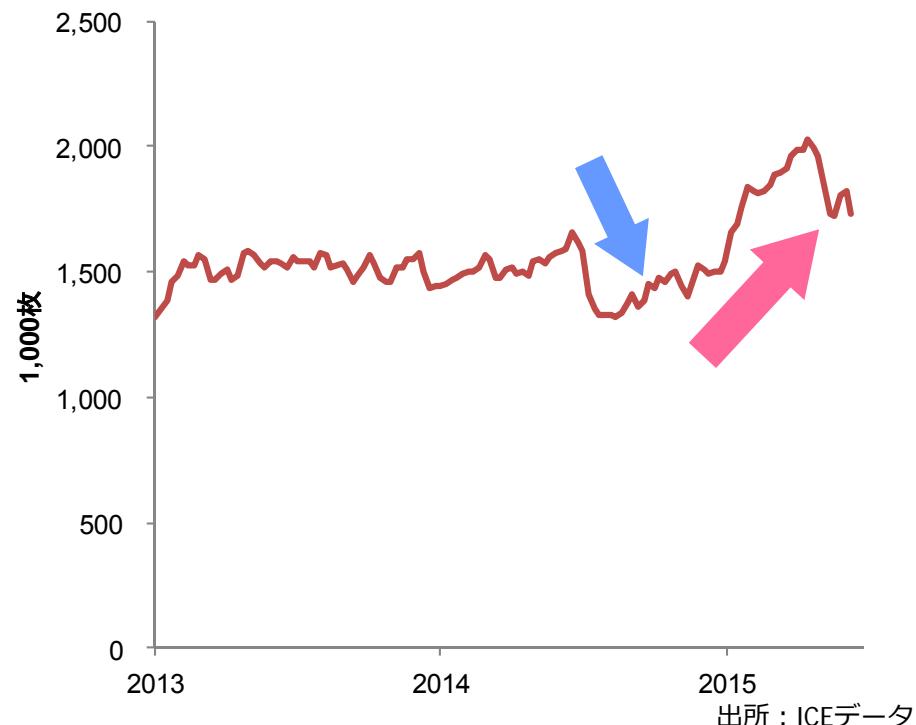


出所：APECデータ

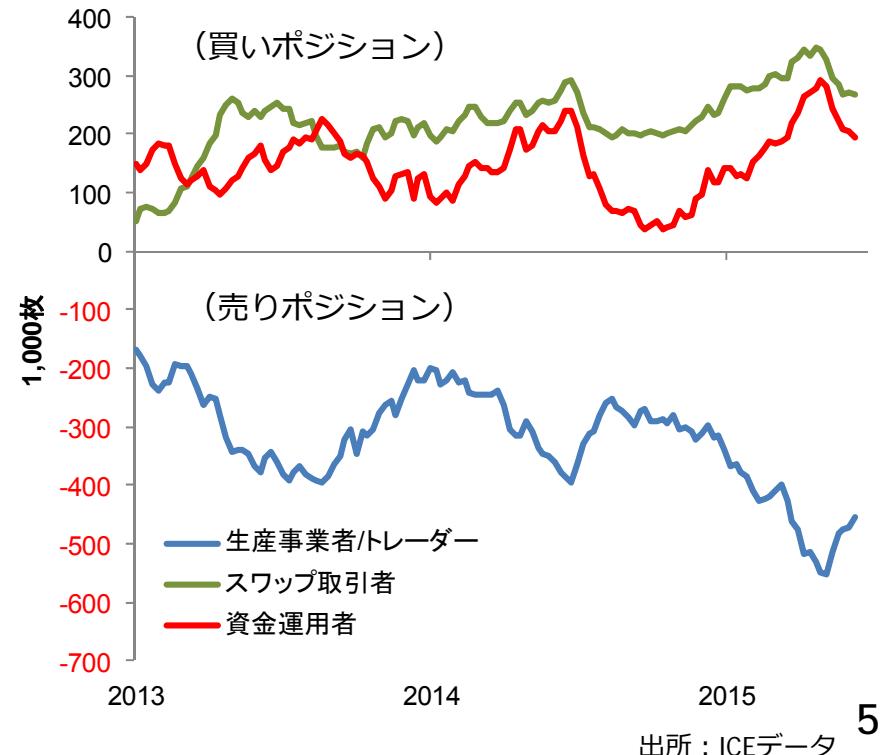
年初来の油価上昇要因③ 投資資金の動向

- 2015年1月以降、ICE Brent先物市場の取組高が増加。一時過去最高水準に。
- 取組高と同様、資金運用者のネット買いポジションも増大。
 - 欧州地域の寒波、米国内の稼働リグ数低下、中東情勢に対する先行き不安などから価格上昇を見込んだ思惑買いが進んだものと考えられる。
- 但し、4月以降は、これらの投資資金の勢いも減速。

ICE市場における取組高(Open interest)



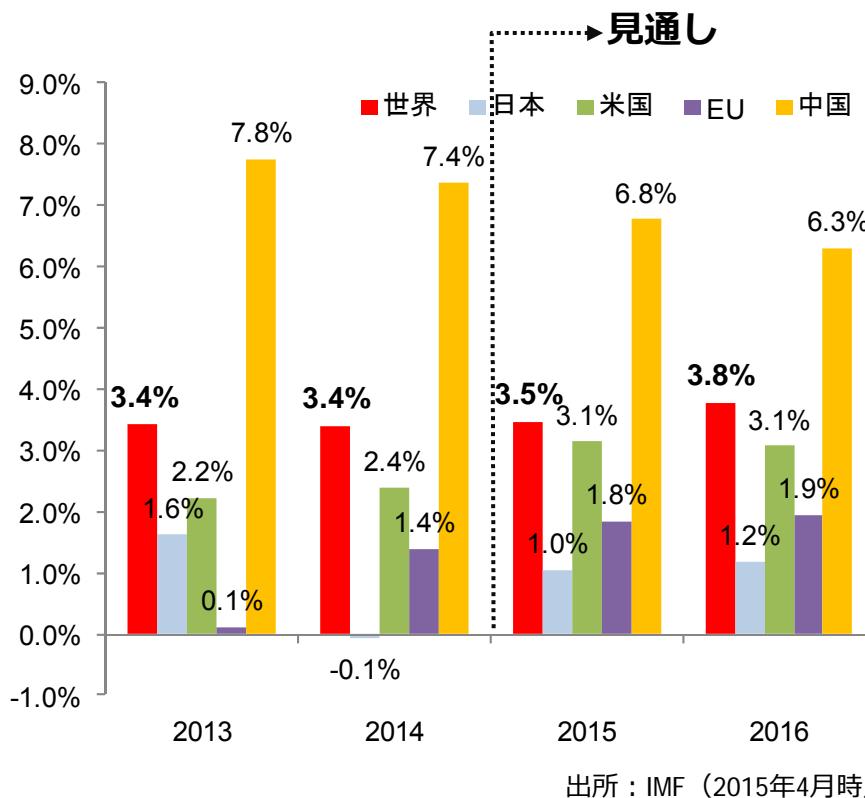
ICE市場における各プレイヤーの持ち分



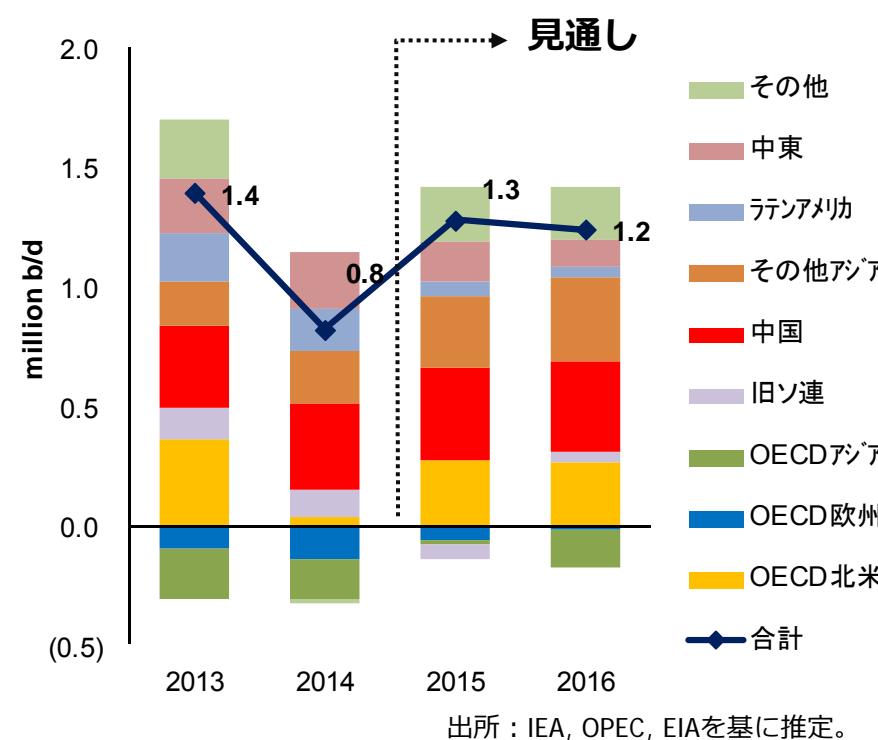
今後の経済成長率と世界の石油需要

- 世界の経済活動は、2015年から2016年にかけて徐々に拡大。
 - 中国の経済成長が鈍化する一方、先進国経済は根強く回復（但しギリシャ債務不履行問題の影響は未知数）。
- 世界の石油需要の増加量も、前年比で100万B/D台の伸びを回復。
 - 中国・アジア・中東に加えて、北米の需要回復も世界の需要増をけん引。

IMFによる世界のGDP成長率実績と見通し



世界の石油需要増減(前年比)実績と見通し

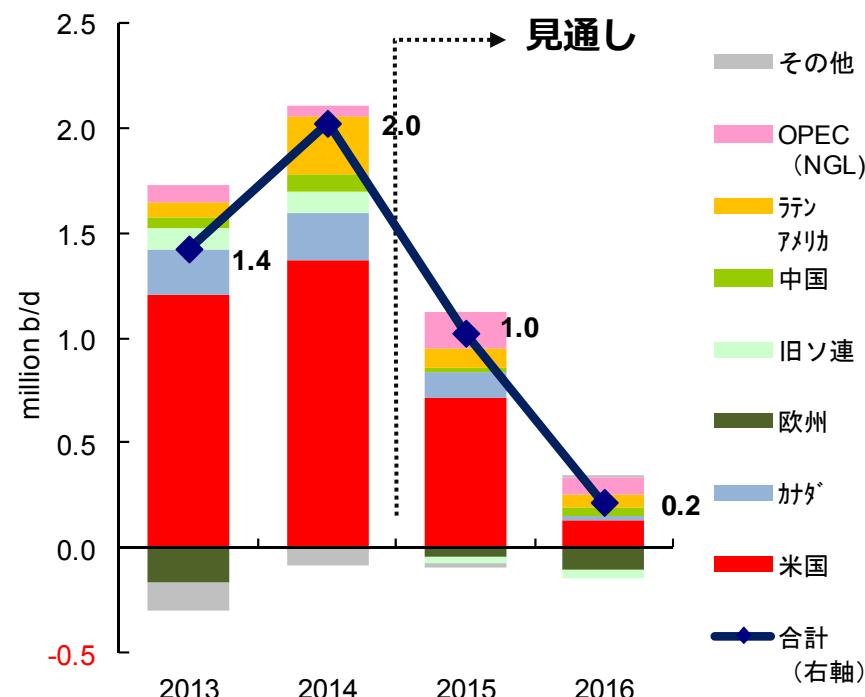


非OPEC供給

□ 油価下落に伴いその規模は減少するものの、非OPECの増産自体は続く見込み。

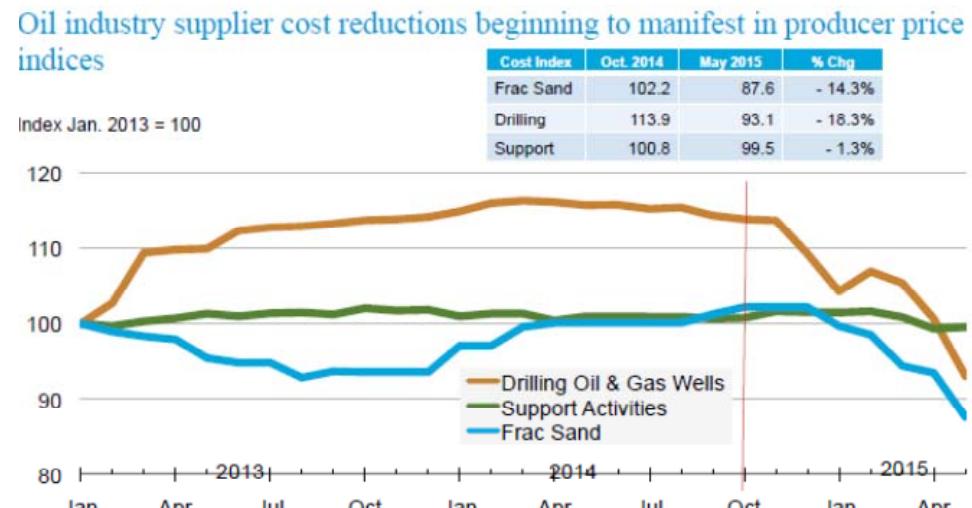
- 米国の生産量は、直近ではほぼ横ばいだが、2015年の通年ベースでは前年比で増加。2016年も、開発コストの低減や効率性の改善、2015年初からの油価の回復、価格の安定化（ボラティリティの低下）によって開発が促進され、少量ながら増産は続くと予測。

地域別の非OPEC供給増減(前年比)



注：OPEC NGLを含む。出所：IEA, EIA, OPECを基に推定

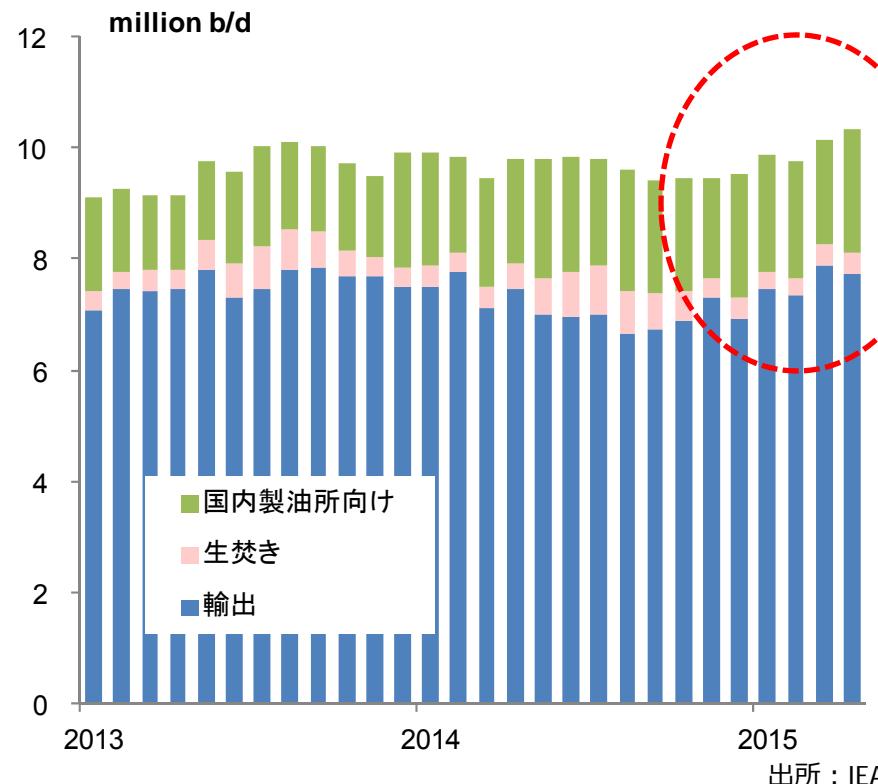
米国の石油開発コスト指標



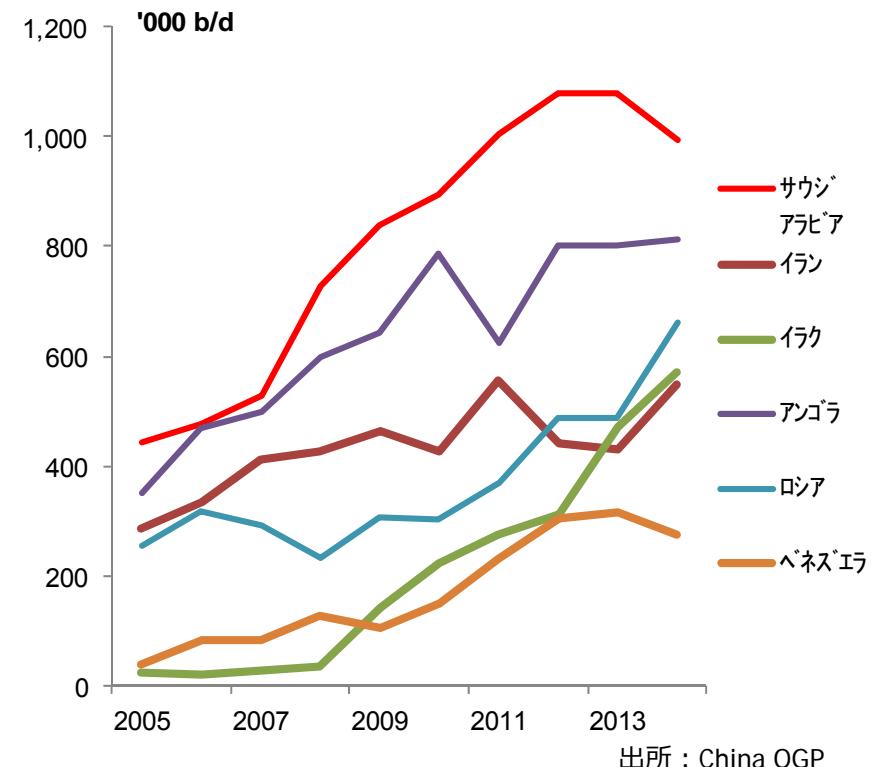
サウジアラビアの生産動向

- 現状は、サウジアラビアがシェア重視戦略を転換する兆しは見られず。
- アジア市場を巡る競合が続く中、減産は自国産原油のシェア喪失に直結。
 - サウジアラビアは、中国市場では既にイラク、イランなどにシェアを奪われており、今後のイラクやイランの生産量増加に対してもシェア維持を図る可能性が高い。
- 最近は東部州でも大規模テロが発生するなど、政情面での不安材料も存在。

サウジアラビアの生産量推移



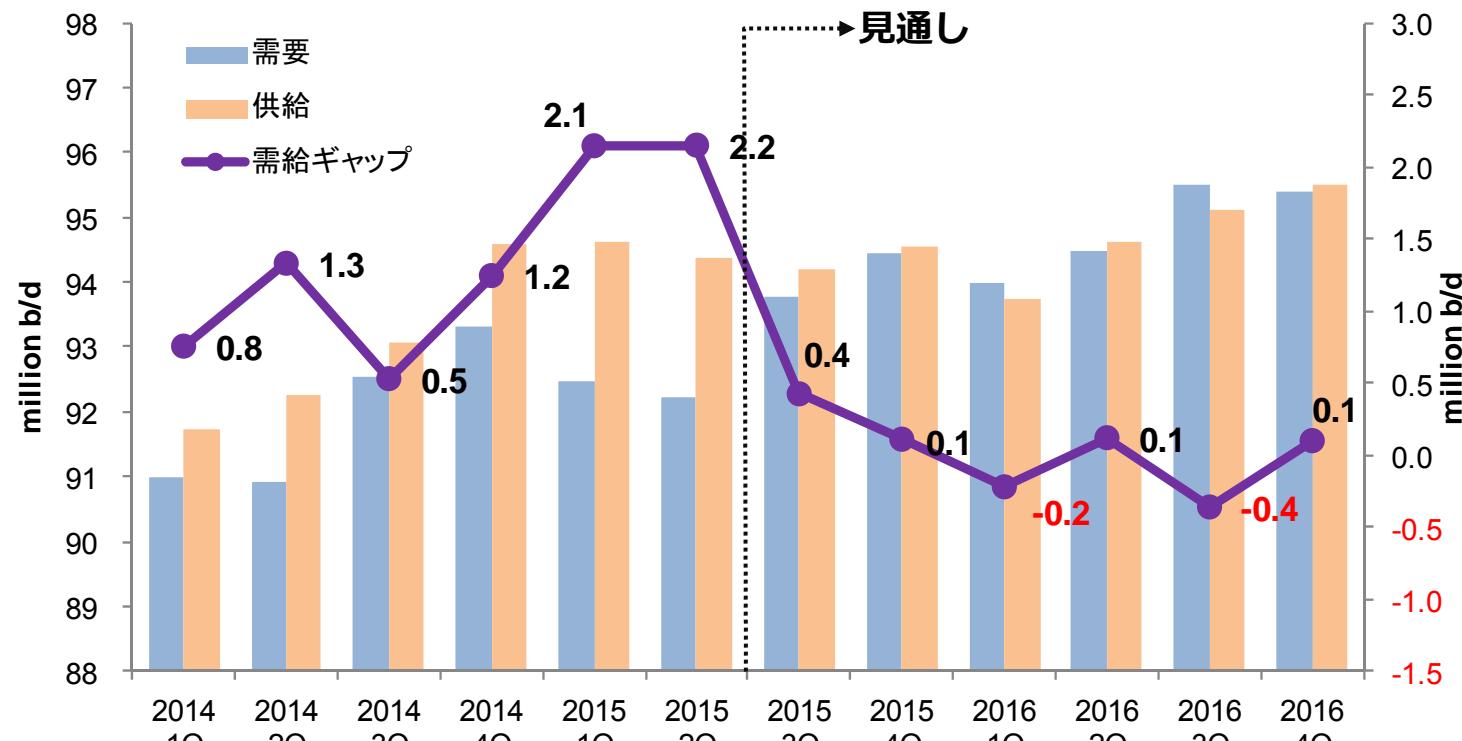
中国の原油輸入源の推移



今後の需給バランス見通し

- 需給ギャップは相対的には縮小する方向にあるものの、2015年内は概ね供給超過の状態が続く。
- 2016年においても、需給バランスは徐々にタイト化し、供給超過は解消へ。
 - ただし、ギリシャ債務問題で欧州の経済や金融市場が大きな影響を受けた場合や、イラク・イラン等の増産によってOPEC内のシェア争いが激化した場合は、供給超過の状態が続く。

世界の原油需給バランスの実績と見通し

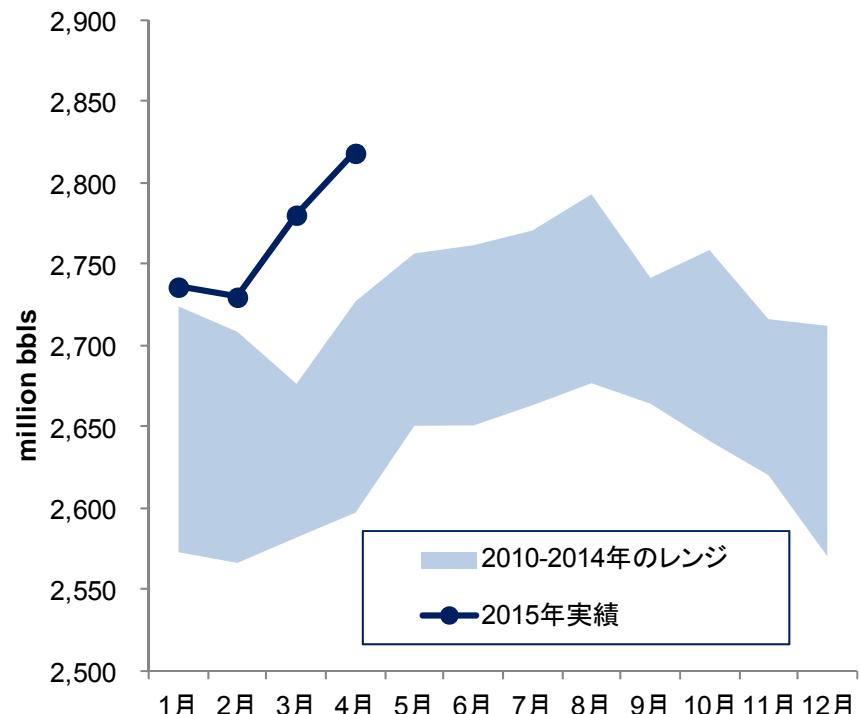


出所：IEA, EIA, OPECを基に推定

先進国の在庫状況

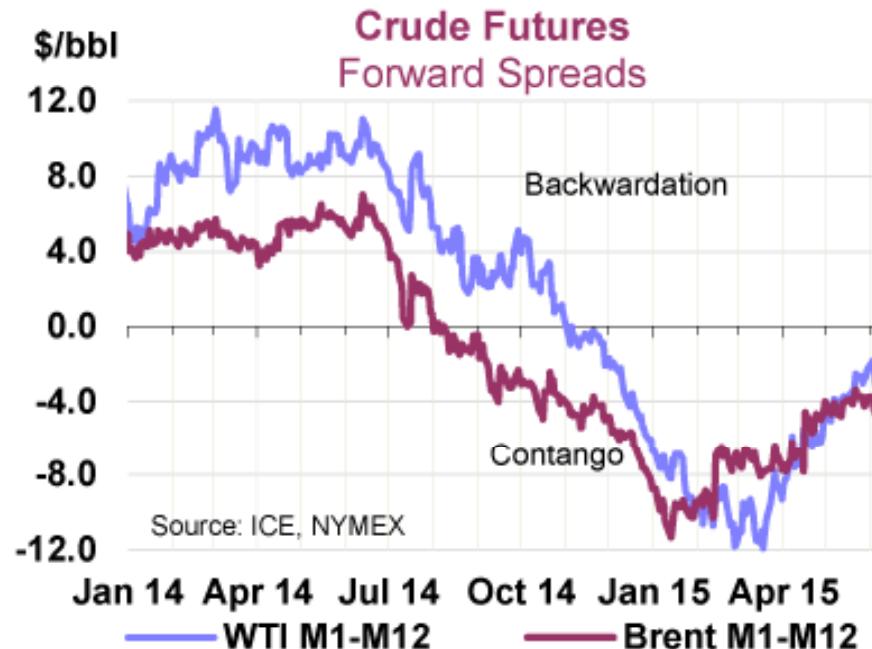
- 先進国における石油在庫は、米国を中心に過去最高水準にまで増大。
- 今後は、コンタンゴ（先物市場の期先高）が解消されることによる在庫の取り崩しが、需給緩和要因となる可能性が存在。

先進国地域別の石油在庫増減(前年比)



出所：IEA

WTI、Brent先物価格の構造



出所：IEA

金融・経済要因

□ ギリシャの債務不履行問題

- ギリシャの債務不履行をきっかけとするユーロ安・ドル高進行の可能性。
- 欧州・世界の金融市場や実体経済への影響。
- 欧州やその他の地域における石油需要の減退。

□ 米国連銀による利上げ

- 景気回復が本格化する米国経済とゼロ金利政策の解除。
- イエレン連銀議長は、「年内のどこかで利上げを開始するのが適当」であり、「データをもとに判断」と発言。
- 利上げによるドル高、金融市場におけるマネー供給減少は原油市場に対し下落要因に。

□ 中国経済の「新常态」と将来的な石油需要への影響

- 現状は経済減速による目立った影響はみられず。
- 将来的には、省エネ推進によるエネルギー需要全体の減速、国内で生産される石炭の輸送需要の減少による軽油需要の減速などが想定される。
- 仮に需要の減速が顕著になった場合の中国の石油需要の将来に対する市場における評価への影響も軽視できず。

イラン核交渉を巡る情勢

□ 大詰めを迎えるイランとP5+1との核交渉。

- 2013年11月、暫定合意の成立。
 - 5%を超える濃縮の停止、20%以上濃縮ウランの解体、重水炉建設停止、IAEAのアクセス拡大
- 2015年4月、最終的な解決に向けた「枠組み」に合意。
 - 今後10年以上、イランは核開発を大幅に制限。
 - IAEAがイランが合意を守っていることが確認された場合、欧米は経済制裁停止、国連安保理決議も解除。
- 2015年6月30日までの交渉期限が設定されていた「最終合意」を巡る交渉は、同7月10日まで交渉期限を再延長。

□ 最終合意に向けた交渉における対立点

- 既存の遠心分離器の取り扱い、フォルドウ濃縮施設の転換、アラーク研究用重水炉の設計転換、監視査察対象、制裁解除の順番と手順など。

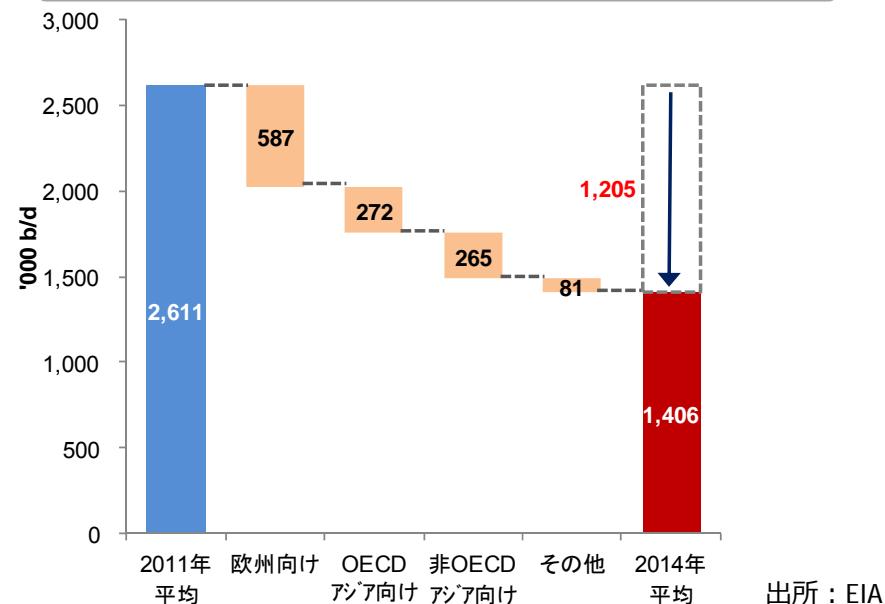
□ 仮に欧米とイランとの間で妥結がなされても、それが中東地域に新たな緊張を生む可能性。

- かねてから周辺諸国はイランの核武装に対し強い懸念を表明し、最近の交渉の動向にも警戒感を強めている。

イランからの原油輸出

- 2012年の制裁強化後、2014年にかけて原油輸出量は約120万B/D低下。
- 制裁解除後の輸出量増加の規模に関心集まる。
 - Zanganeh石油相は、制裁解除後7カ月で100万B/Dの増産可能と発言。IEAは技術的には75万B/Dの余剰能力ありと評価。その他、2016年末までに70万B/D増産可（米国EIA）、制裁解除後6～12カ月以内に50～80万B/Dの増産可（在米シンクタンク）、同2～3カ月以内に50万B/D増産可（在英コンサルタント）などの評価あり。
- 輸出量の増加はどの制裁がいつ解除されるか、十分な販売先を確保できるかといった要因にも大きく左右される。仮に70～80万B/Dの輸出が増加することになれば、国際原油価格に対し\$10/bbl程度の下落効果が生じる可能性がある。

イランの原油輸出量の変化(2011年⇒2014年)



緩和・撤廃対象となる諸制裁

国連安保理決議に基づく諸制裁	資産凍結、輸出管理、新たな貿易活動に対する金融支援の禁止など
米国法による核関連の二次制裁	上流開発投資や軍事関連技術提供の禁止、石油製品・原油・自動車・石油化学などの取引禁止、金融・保険・海運サービスの提供禁止など
EUの核関連制裁	原油禁輸、保険、再保険の禁止など
日本政府による付随措置	資産凍結、輸出管理、資金移転防止など

・・・どの制裁がいつ解除されるかは現時点では不明。

出所：日本エネルギー経済研究所中東研究センター

価格の上昇要因と下落要因

- 需給要因と合わせて、リスク要因、金融・経済要因が原油相場に大きく影響。

価格上昇要因

- ✓ ISによる活動やイエメン情勢などの中東地域における政情の不安定化やテロ活動
- ✓ 米国・中国を始めとする世界の石油需要回復の継続
- ✓ サウジアラビアによるシェア重視戦略の転換
- ✓ 米国におけるハリケーンの襲来
- ✓ イラン核開発交渉の難航化と経済制裁の継続・強化

価格下落要因

- ✓ イラン制裁の早期緩和に伴う輸出量の増加やイラクにおける増産の継続
- ✓ 以上の状況に対するサウジアラビアのさらなる増産
- ✓ 2015年秋以降の米国連銀の利上げに伴うドル高・マネー供給減
- ✓ ギリシャ債務危機による欧州・世界の金融・経済への悪影響の拡散
- ✓ 中国を始めとする新興国経済の減速と需要の低迷

国際原油価格の展望

- 2015年下半期、2016年の通年の原油価格見通しは下記の通り。

指標原油	2015年上半期(実績)	2015年下半期	2016年通年
Brent	59ドル	60ドル前後±10ドル	65ドル前後±10ドル
Dubai	57ドル	58ドル前後±10ドル	63ドル前後±10ドル
WTI	53ドル	55ドル前後±10ドル	60ドル前後±10ドル

- 価格設定に際しての基本的な考え方

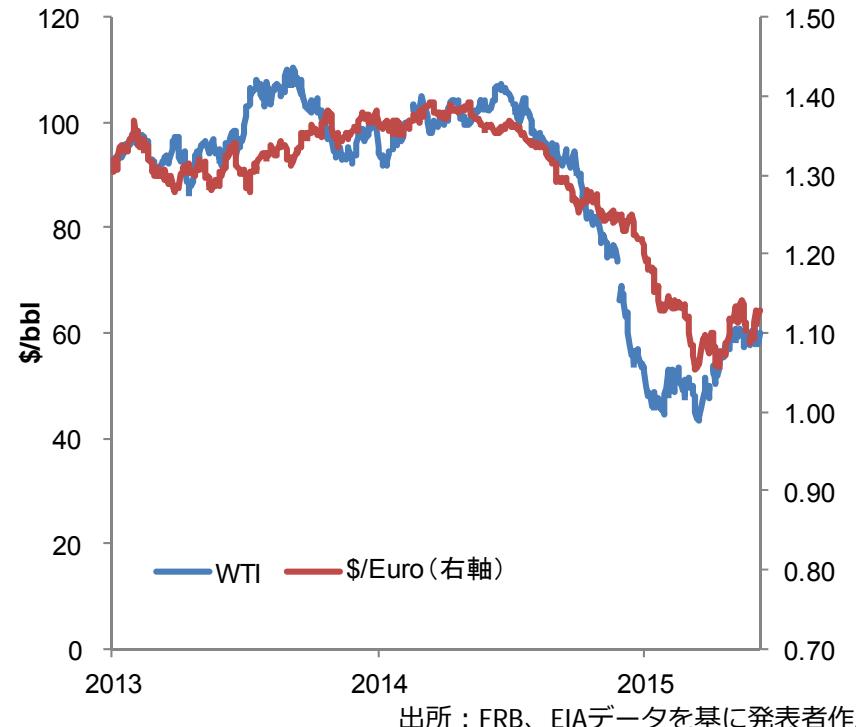
- 2015年下半期の国際原油市場は、非OPEC生産の減速と、堅調な需要の伸びによって、需給バランス自体は徐々に引き締まる。しかし、OPECによる増産の可能性や先進国の高在庫、ギリシャの債務不履行問題などの金融・経済要因が油価の下落要因となり、原油相場は弱含みが続く。
- 2016年の国際原油市場は、緩やかな需給バランスのタイト化が進み、相場の方向性も上昇に転じる。しかし、原油価格の上昇は米国からの増産を誘引すること、イランに対する経済制裁が解除されれば、2016年にはイランからの増産も本格化する可能性があり、大幅な価格上昇は起きにくい。
- 油種間価格差は、2015年上半期実績を参照。

參考資料

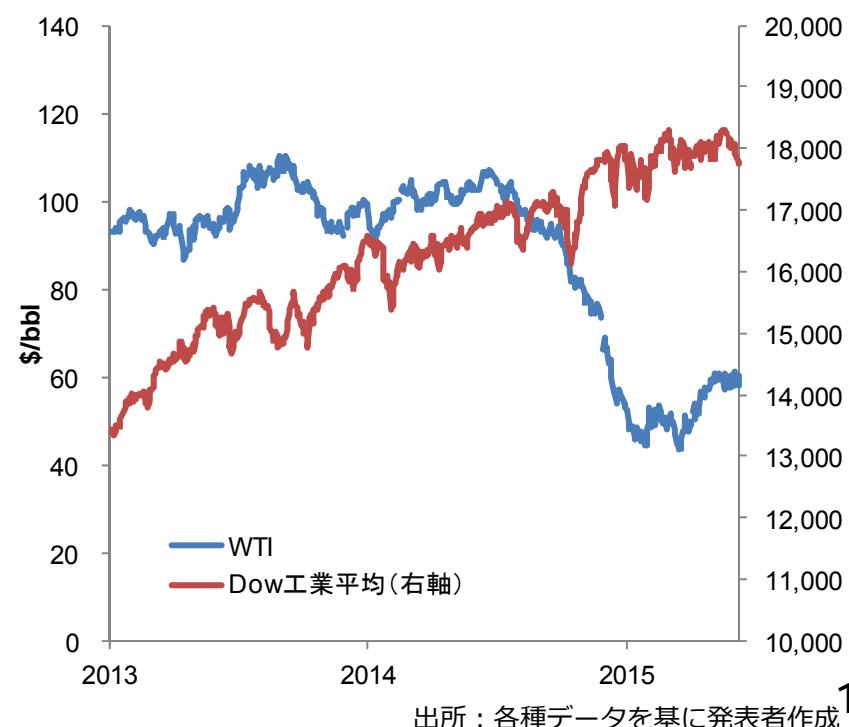
為替相場・株価の影響

- 2014年下半期以降は為替相場と原油先物市場との間に高い相関関係が存在。
 - ドル高が原油安を誘引するメカニズム： ドル高 \Rightarrow 他の通貨に対するドルの価値が上昇 \Rightarrow ドルで取引される原油の価値も実際の現物の価値や需給要因などとは無関係に価値が上昇 \Rightarrow 原油の資産価値が為替の理由だけで割高な状態になる \Rightarrow 現在の割高な状態が補正されていざれ原油価格が下がると市場参加者に認識される \Rightarrow 先物原油を売っておくべき、という判断が働く。
- 以前ほど高い相関は見られないが、米国好景気を反映した株価の上昇も、2015年初以降の相場上昇の一因となつたと考えられる。

為替レートとWTI価格



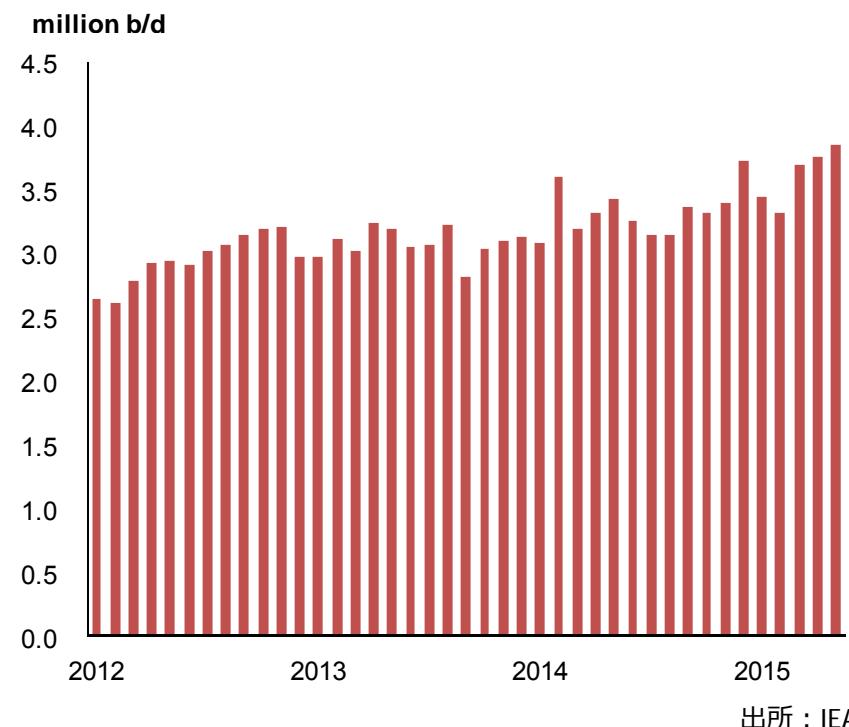
株価とWTI価格



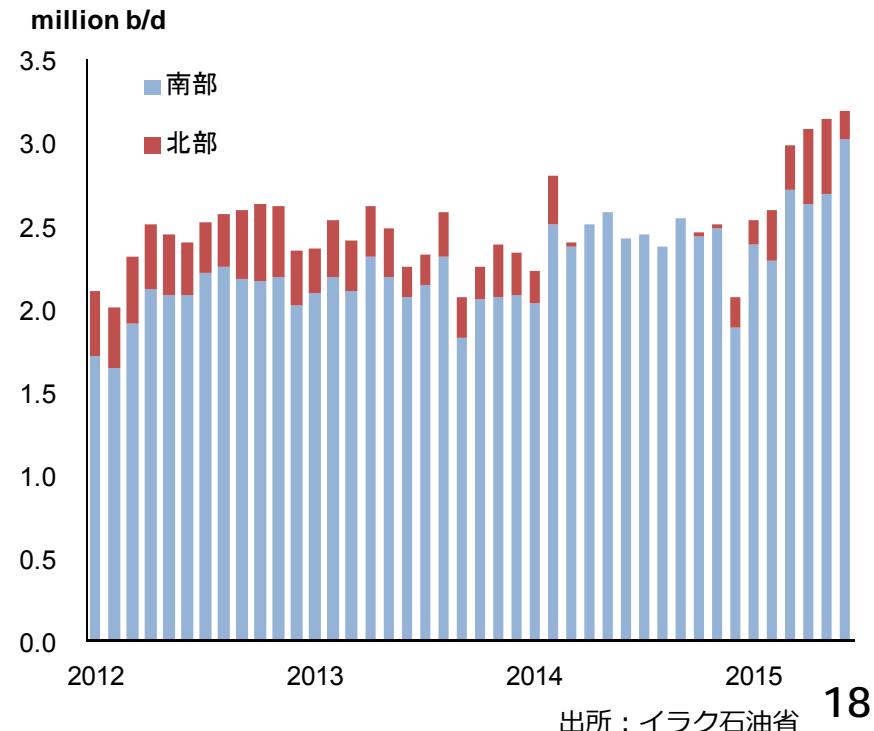
イラクの原油輸出

- 新規油田開発および輸出インフラ整備の進展によって原油生産量はこの3年間で100万B/D以上増加。
 - 最近下方修正がなされたものの、イラク政府の生産目標は2020年までに600万B/D。
 - 2015年6月も、輸出能力の増強によって南部からの輸出量は大きく増加。

イラクの原油生産量



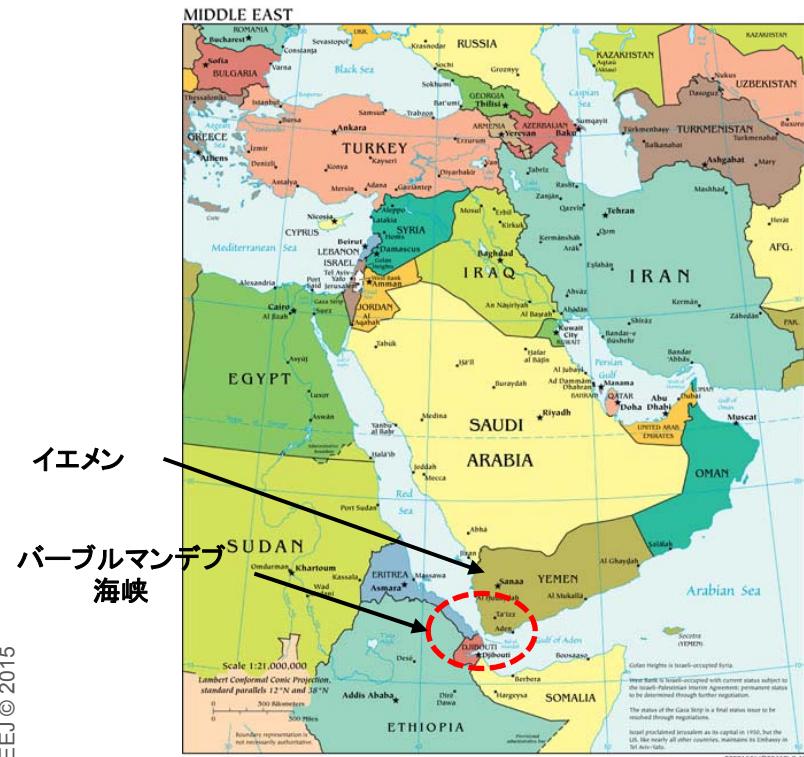
イラクの原油輸出量(SOMO販売分)



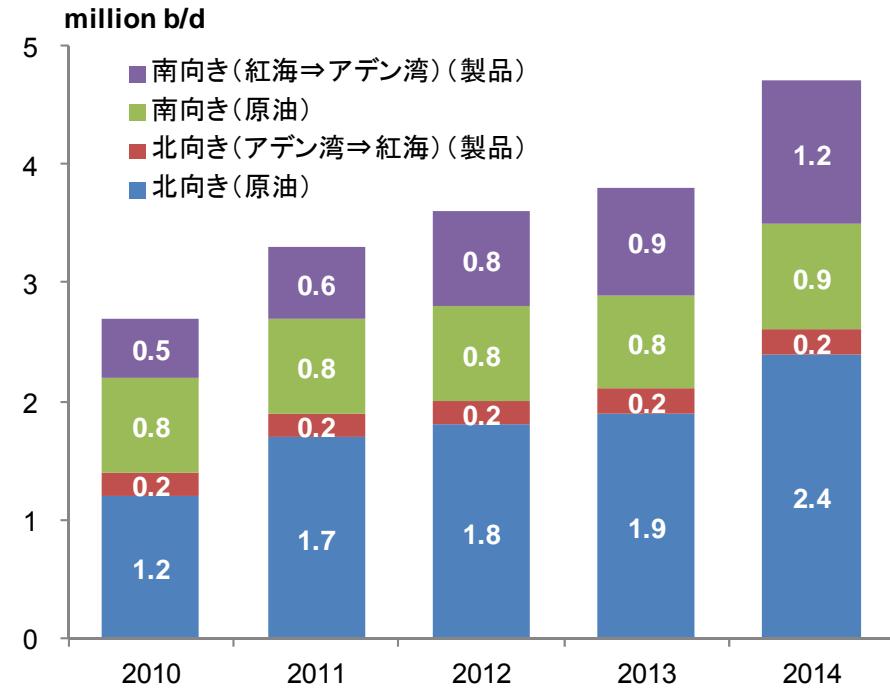
イエメンの石油・天然ガス情勢

- 2015年4月、国内政治情勢の悪化によって相次いで石油・LNGの生産が停止。
 - 石油は14万B/D、LNGは670万トンの生産が停止するも、現状は国際石油・LNG市場に大きなインパクトは生じておらず。
- 国内での対立関係がサウジアラビアを始めとする域内各国へ波及する可能性や、近年増加を続けるバーブルマンデブ海峡での航行への影響も懸念される。

イエメンとマンダブ海峡



マンダブ海峡の石油航行量



出所: CIA