

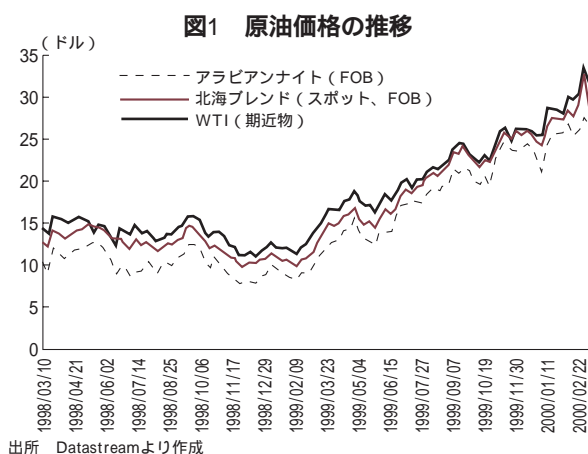
高止まりの可能性が強まる石油相場

要 約

99年に入り産油国の協調減産と米国、アジアでの需要増を主因に、石油の世界的な需給はタイト化し在庫減少と価格高騰が生じた。米国での製品需給の逼迫が強いため、OPECによる小幅増産では価格は高止まる可能性が高い。ただし、石油価格上昇は途上国、とりわけアジアの需要回復に水を差し、世界的な石油需給を変化させるリスクもある。

原油急騰に牽引される商品市況の底入れ

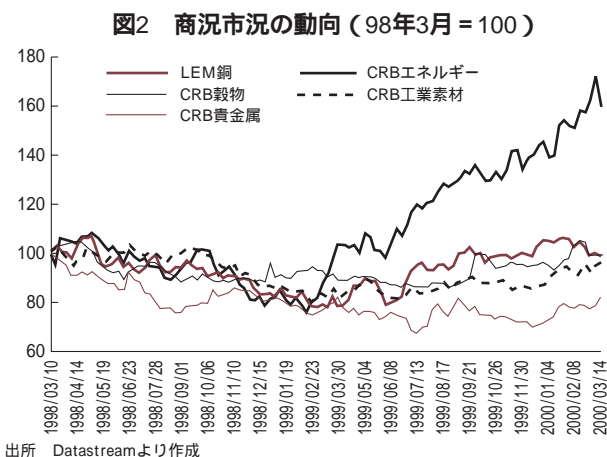
昨年4月以降、非OPEC（メキシコ、ノルウェーなど）産油国も加わり、三次に渡り実施されたOPECの協調減産を受けて原油価格は上昇が続いている。米国だけでなく世界的な原油取引の指標価格であるWTI（ウエスト・テキサス・インターミディエイト）期近物の価格は、98年末には10ドル台と歴史的な低価格から、昨春以降騰勢基調が続きほぼ1年で3倍まで上昇した（図1）。



予想された2000年問題クリアによる価格の緩みに反して、年明け後に騰勢は加速し、3月7日には34.13ドルを付けた。その後、3月末のOPEC総会での増産をめぐる観測からやや軟化したものの30ドル前後で推移しており、湾岸戦争以来の高値圏にある。

こうした原油価格の急騰にも影響され、金、また銅などの非鉄も昨年半ば以降底入れ感が出ており、商品市場への資金流入も増加している。しかし、図2にみるように原油に代表されるエネルギー関連と比較すれば、市況の回復には大きな格差がみられる。

以下では、なぜ原油価格においてこうした大幅な上昇が続いたのか、また今後の価格はどう向かうのか考察してみたい。



需給の逼迫で低下する石油在庫

まず世界の石油需給が過去1年あまりでどのように変化したのか、国際エネルギー機関（IEA）がまとめているOil Market Reportを基に確認しておこう（表1）。

需要

昨年の全世界の石油需要は、98年の7,400万バレル（以下断わりのない限り単位はすべて日

量ベース) から1.6%増加し7,520万バレルへと
なった。これはアジア危機の影響を強く受けた
98年の需要増加率が0.8%だったのに対し、か
なりの回復を示した。

表1 世界の石油需給(百万バレル/日)

需要	1996	1997	1998	1999	2000
OECD計	45.9	46.7	46.9	47.6	48.5
北米	22.2	22.7	23.2	23.8	24.2
欧州	14.9	15.0	15.3	15.2	15.4
太平洋	8.8	9.0	8.4	8.7	8.9
非OECD計	25.7	26.8	27.1	27.6	28.6
旧ソ連	4.3	4.3	4.1	4.0	4.0
欧州	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
中国	3.7	4.1	4.2	4.4	4.6
他のアジア	6.4	6.7	6.8	7.1	7.5
ラ米	4.3	4.4	4.6	4.6	4.8
中東	4.0	4.2	4.3	4.3	4.4
アフリカ	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5
総合計	71.6	73.4	74.0	75.2	77.0

需要	1996	1997	1998	1999	2000
OECD計	21.7	22.1	21.9	21.3	22.0
北米	14.3	14.6	14.5	13.9	14.1
欧州	6.7	6.7	6.7	6.8	7.1
太平洋	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
非OECD計	43.6	44.5	44.7	44.5	45.6
旧ソ連	7.1	7.2	7.3	7.5	7.6
欧州	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
中国	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
他のアジア	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
ラ米	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8
中東	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
アフリカ	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0
OPEC	28.4	29.9	30.8	29.4	
総供給	72.0	74.4	75.5	74.0	
在庫	0.5	1.0	1.5	-1.2	

資料 EIA

99年の需要増分120万バレルは、OECD加盟、
非加盟国でそれぞれ70万、50万バレルの増加
で、OECDの伸びは米国に偏っており、途上国
ではアジアに集中している。ただし、アジアで
は途上国の需要回復があるものの、日本の需要
が微増に止まったこともあり、米国におけるよ
うな需給の逼迫は生じていない。図1において
WTIの騰勢にアジア向けのアラビアンライト原
油が追いきれていないのは、油種の違いからく
る一定の格差とは別に、地域間での需給状態の
温度差を表している。

また、欧州はEUの税制改正、電力産業の規
制緩和に伴う重油消費の減少と天然ガスへの代
替といった制度的要因を反映してマイナスとな
っている。

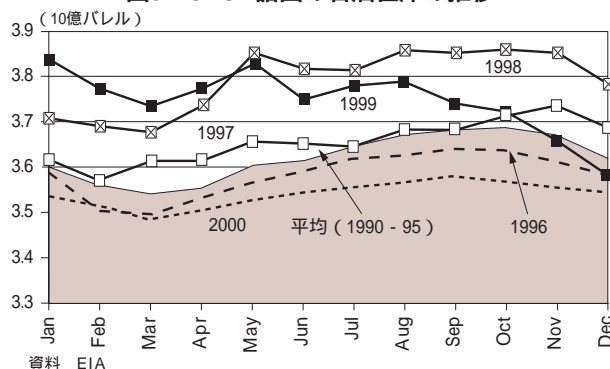
供給、在庫

99年に総需要が120万バレル拡大しているの
に対し、OPECは減産で140万バレルの供給を
削減しており、非OPECのメキシコ等も減産に
参加した結果、総供給量は前年より1.5%、150
万バレル減少した。3次に渡ったOPECの協調
減産は99年を通じ80~90%の高い順守率で維
持された。

世界トータルでの石油バランスは、98年に
は需給はネットで150万バレルの余剰でこれが
在庫の積み増しに回っていたものが、99年に
は一転して120万バレルの不足ポジションに変
り、不足分は在庫の取り崩しで対処される構造
へと変化した。

特にOECDの在庫は昨年冬場以降、急速に減
少している(図3)。地域別在庫では、北米の
在庫減少が顕著で99年末で1年前に比べ123百
万バレル、欧州、太平洋が45百万バレル、25
百万バレル減少した。

図3 OECD諸国の石油在庫の推移



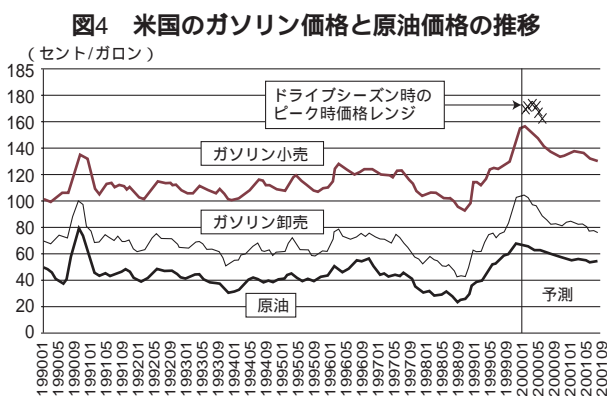
資料 EIA

製品価格主導で上昇する米国市場

産油国の減産と堅調な米国需要、アジアの需

要回復によって、石油市場のタイト化が強まったというのが、マクロ的な構造であると言えよう。こうした構造の上に、昨年冬場から今年に入って米国を中心にした製品需給の逼迫と在庫の急速な取り崩しという川下部門からの圧力が強まり、これに先物市場への投機的資金流入が共鳴しあう形でWTIが急騰、これが世界の原油相場に波及する動きがみられる。

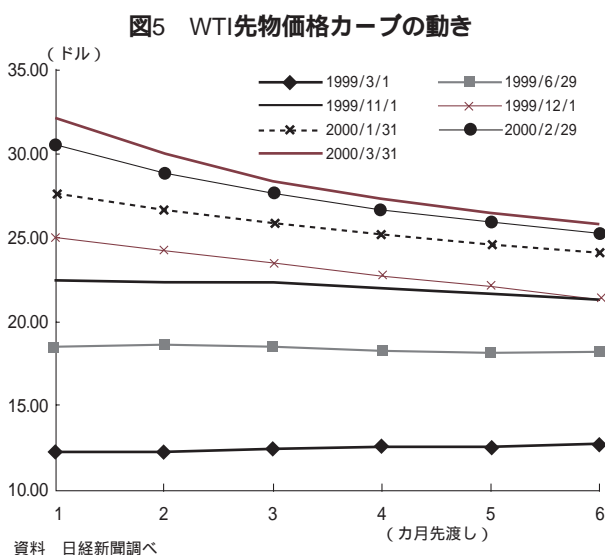
米国では年明け後の北東部の寒波もありヒーティングオイル（暖房用軽油）価格が上昇し、またガソリン価格も年明け以降在庫減少を受けて価格の騰勢がいちだんと目立っている。例えば、ガソリン価格は既に前年比で50%上昇しており在庫は30%程低くなっている（図4）。



ここで米国でのスポット価格の指標であるWTIの先物価格のカーブの推移を振り返ってみると、現物価格が高く将来価格は次第に低下する逆ザヤ状態（backwardation）が進行していることが分かる（図5）。ほぼ1年前の99年3月1日におけるWTI先物価格は翌月渡し12.24ドルに対し半年先9月渡しの価格は12.85ドルとほぼフラットで、その後もスポット価格は上昇していったが、カーブの形状は昨年11月辺りま

で変化していなかった。ところが米国で12月以降の冬場の暖房油需要が増大し、またガソリン在庫の品薄感が強まるとともに急速にスポット価格が跳ね上がり先物との逆ザヤ状態は拡大した。

こうした製品需給の強まりは、原油価格の上昇が加速するなかで、精製業者が製品生産コストの上昇と収益性の低下を予想し稼働率を落とすという企業行動により一層在庫が減少し、それが原油価格の一段の上昇を招くという悪循環によって強められる関係がある。米国の精製業者の設備稼働率は製品需給逼迫が進むなかでかつて低下しており、99年12月で前年比5.6%減の89.1%、処理量も3%程度減少している。



これと関連し石油先物市場には資金流入が増大しWTIの上昇に拍車をかけ、それがまた製品供給の遅れのつながる連鎖になっている。ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）における石油先物取引のうち実需者の割合は30%程度であり、それ以外はトレーダーやさまざまな金融業者による投機的な資金の流入が

指摘されている。また、足下での米国金融市場の不安定な状態や資金シフト先としての石油市場の規模の小ささも、WTIの高騰とボラティルな状況の要因となっている。

OPECは小幅な増産で価格動向を探るとみられる

価格上昇にもかかわらず短期的には石油消費が後退する兆しはなく、在庫の減少が続くなかで原油相場は、米国市場を震源として高止まり状態となっている。そうしたなかで3月27日に予定されるOPEC総会で、どの程度の増産に踏み出すかが世界中の注目となっている。

米国は国内製品価格の急上昇に対して、大統領選挙等の配慮からもエネルギー長官がサウジ、クウェートなど産油国を訪問し増産を求めるとともに、原油戦略備蓄の取り崩しの可能性にも言及した。さらに下院外交委員会はOPECが増産しない場合、制裁措置を実行する「OPEC対策法」を可決するなど、石油価格の上昇は米国で政治問題化している。

こうした圧力や世界経済への影響懸念もあって、当初増産に慎重だった産油国側も4月以降の増産に踏み切るコンセンサスは固まったとされる。現時点では100～120万バレルの小幅な増産が4月以降に行われるという観測が強いが、具体的な規模とタイミングをめぐる憶測から石油市場は足下神経質な動きとなっている。

OPECにとって原油価格高騰の影響がどのように今後の需給関係に影響してくるのか、いまひとつはっきりしていないことも、小幅な減産を繰り返し市場の反応をみるしかない要因であろう。通常、第2四半期の需要は季節的な要因から250～300万バレル減少するため、需給動向のトレンドを慎重に見極めたいとの意向があ

る。また、アジアの需要拡大がどれくらい本格的なものなのか、今年の需要動向の焦点になるとみられる。

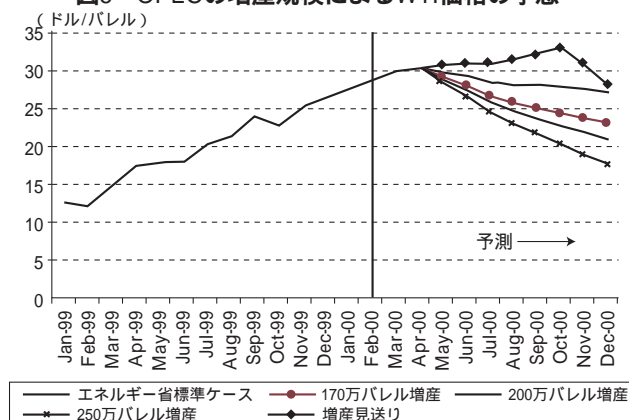
OPECの戦略の優先順位を考えてみれば、石油収入の増大を目指すためには従来空洞化していた価格影響力を今後も長期に維持したいという点が最大であろう。具体的な戦術としては、原油価格を25ドル近辺のレンジに軟着陸させ、世界経済の拡大を阻害させないことで、石油市場に対する交渉力確保の長期化をねらっているとされる。

高止まりを予想する米エネルギー省予想

ここで現状最もありうべきシナリオとして今年4月にOPECが100万バレルの増産を実施した場合について、今年3月に発表された米エネルギー省の短期予測を紹介しておこう。

WTIをベンチマークとした標準ケースの予測では（第2Q100万バレルに増産、第3Qに10万、第4Qに40万バレルそれぞれ追加的に増産する）、足下の在庫の品薄感が強いいため原油価格は今年第2Qにかけてむしろ1ドル程度上昇し、前半までは30ドル程度で高どまり、その後年末まで27ドル、2001年末にかけては25ドル程度へゆっくり低下するとしている（図6）。

図6 OPECの増産規模によるWTI価格の予想



資料 EIA

この予測はWTI先物などが示す市場の見込みなどと比べてもかなり高めである。現状の在庫水準に加え、これからガソリン需要期に入るため、在庫増の必要もあって製品需給の緩和感には100万バレル程度の増産では余り出てこないとみている。年前半にある程度の緩和感を市場にもたらすためには、4月以降170万バレル以上の増産が必要としている。

実体経済への影響はどのようなだろうか

原油価格ほぼ1年で3倍に達したにもかかわらず、いまのところかつて経験したような経済パニックという状況から現状はかなり遠く、今後とも石油価格の上昇が先進国の景気後退に直接つながるとする懸念はあまり強くない。

確かに、今回の原油価格上昇は幾つかの点で過去の事例とは異なっている。第1には上昇したといえ、過去2年余りの急激な下落の反転であり現状価格でさえ実質ベースでは81年のその半分に過ぎないこと、第2に先進国の産業構造がソフト化し石油依存度が低下、実質成長率に必要とされる石油投入単位が70年代初頭に比べ半減している、第3に供給削減が戦争、革命などによらず短期的な増産余地がある、第4にかつての石油ショック時には先進国の景気は過熱しておりインフレが進行していたのに今回はインフレ懸念は米国を除けば強くない。

好景気から石油需要が最も強い米国経済を例にとってみても、先進国の中では原油価格上昇の影響を最も受けにくい構造に変わっており、またそれゆえ石油の高価格を許容し高止まらせる原因にもなっているといえよう。米国は石油消費の半分を海外に依存しているものの、その規模は99年でGDPの0.8%に過ぎず80年の5.5%から大きく低下している。また、エネルギー依

存の小さいハイテク、ソフト産業が現在の高成長を牽引して、生産性も上昇している。

現在のところ原油価格上昇の影響は先進国では主に間接的、予防的なものに限定されている。ユーロ圏では通貨安もあって原油価格の上昇が金利引上げの大きな要因となった。また米国ではインフレ懸念がくすぶる中で原油価格上昇がFRBの金融政策、株価の動向に影響を与えている。

先進国においては原油価格がさほど下落しなくとも、先高感が払拭されれば金融市場なども落ち着きを取り戻し、原油価格上昇が実体経済の腰を折るトリガーとなる可能性は小さいようにみえる。しかし、先進国経済が今年全般を通じて、例えばWTIベースで25ドル以上の水準を受け入れていくような場合、はたしてこれを途上国経済が許容していくのかどうかについては別の問題として残るとみられる。

表1にみるように石油消費に占める途上国の割合は年々上昇しており、かつ限界部分では先進国のそれを上回るようになってきている。IEAの予測では今年2000年の石油消費は前年比で2.4%の増加、日量で180万バレルの追加的需要が生まれるが、そのうち米国とアジアがそれぞれ40万、60万バレル増加するとみている。

原油価格が高い水準に止まるとき、途上国、特にアジア経済の本格的な景気回復と石油消費に対してどの程度の影響がでてくるのか、その現われ方は米国の状況とともに、今後の石油需給と価格の方向性を決める焦点であろう。

(2000.3.17 室屋 有宏)