

# 今年の原油市場を占う

2019年2月8日(金) BBLセミナー  
藤 和彦 (RIETI上席研究員)

## 昨年第4四半期の原油価格暴落(その1)

10月上旬の1バレル=76ドルから42ドル(クリスマスイブ)へ  
昨年9月に「市場は噂で買って事実で売る」と予想した

米国の対イラン制裁の肩すかし(8カ国に適用除外)  
イラン産原油の輸出(日量240万バレル)をゼロにする(米国政府)  
イランの10月の原油生産量は5月に比べ50万バレル減

米・ロシア・OPECの大增産

ロシアは40万バレル増、OPECは100万バレル増、米国は100万バレル増  
→世界の原油市場は同200万バレルの供給過剰に？

## 昨年第4四半期の原油価格暴落(その2)

「米中貿易戦争」の深刻化

中国の不動産市場でバブル崩壊の兆し、個人消費の低迷

米FRBの「量的引き締め」の拡大(月500億ドルのバランスシートの縮小)

2014年後半から原油価格下落は「量的緩和」の終了も一因

CTA(商品取引アドバイザー)による「売り」

フラッシュ・クラッシュ(感謝祭:5ドル、クリスマスイブ:3ドル)

シェール企業の「売り」ヘッジ

## 現下の原油市場の構図

### 上げ要因

- OPECプラスの協調減産（今年1月から日量120万バレル）
- ベネズエラの政情混乱（1月の原油生産量は110万バレル）
- 米国のイラン制裁の適用除外の期限到来（今年5月）

### 下げ要因

- シェールオイル増産
- 米中貿易摩擦（2月末にベトナムで米中首脳会談？）
- 「量的引き締め」の継続

## OPECプラスの協調減産

OPECは日量80万バレル、非OPECは同40万バレル

今年1月から半年間

OPECの1月の原油生産量

サウジアラビアの遵守率119%(35万バレル減)、全体では70%

ロシアの1月の原油生産量は1138万バレル(合意枠は1119万バレル)

前回の協調減産の際、2017年8月にOPECプラスの遵守率が100%を超えると原油価格が持続的に上昇した。

→IEA事務局長:原油市場の均衡への取り組みは「マラソン」

## ベネズエラの政情混乱等

ベネズエラの原油生産量は直近2年間で日量70万バレル超減少  
→1月の原油生産量は90万バレルにまで減少(前月比20万バレル減)か

ベネズエラの原油輸出量の過半が米国向け(12月は57万バレル)

PDVSAの米国子会社(Citgo)は米国のガソリン供給の8%を占める  
→米国政府はCitgoへの金融制裁を4月まで免除、SPRの放出を検討

中国のベネズエラ向け債権は600億ドル超、ロシアは100億ドル超

米国政府は5月以降もイラン制裁の適用除外を認める？

## 米国の原油生産拡大の影響(その1)

米国の1月の原油生産量は日量1190万バレル(過去最高水準)

米エネルギー省: 今年の原油生産量は1207万バレル、来年は1286万バレル、2027年まで拡大し、2040年まで1400万バレル以上の生産量を維持する。

→シェールオイルの埋蔵量は782億ドルと世界一

原油生産の7割を占めるシェールオイルの採算ラインは既存油田で1バレル当たり25~40ドル、新規油田でも50ドル以下

→ロシア投資ファンド: 40ドル割れしないとシェールオイルは減産しない

## 米国の原油生産拡大の影響(その2)

DUC(掘削済み未完成井)は8700基超

パーミアン地区の輸送インフラ不足の改善が続く

メキシコ湾の深海油田開発も進む

シェール企業は昨年第4四半期に1.5億バレル分の「売り」ヘッジを実施  
→2007年時点に比べ10倍の規模(ヘッジ期間は2倍、生産量は5倍)  
→1バレル=55ドルの天井を形成か？

シェール企業のジャンク債の大量償還(2023年まで毎年2000億ドル)  
ジャンク債の価格は上昇したものの、市場関係者は懐疑的



## 中国の原油需要

日量1200万バレル、国内生産量は400万バレルで頭打ち  
→世界の原油需要(2005年~2014年)の伸びの5割超を占めた

11月~12月の原油輸入量は1000万バレル超え  
→「茶壺(原油輸入量の2割を占める)」の輸入枠消化、1月の輸入は鈍化傾向

ガソリン需要の伸びが急減速する中国の輸出攻勢で世界のガソリン・マージンが圧縮

中国の昨年の総人口は127万人減少(米ウィスコンシン大)  
→中国の原油需要が減少するのは時間の問題、CTAの「売り」を呼ぶ?

## 今年前半の原油価格は上昇傾向(60ドル超え)か

1月の原油価格は過去最大の上昇率(18%)

12月末を底にヘッジファンドの買い越し幅が増加  
→株価の戻りでリスク資産への買いが広がる

原油価格上昇→ジャンク債市場安定→信用スプレッド(米10年物国債利回り  
とジャンク債利回りの差)縮小→株価上昇→原油価格上昇

米中貿易摩擦の緩和、ベネズエラの混乱が続く(イランの「二の舞」か)

米FRBの利上げ停止

## 今年後半の原油価格は？

米国の原油生産が加速(米国のガソリン需要は低調気味に)

OPECプラスの協調減産終了？

米FRBの量的引き締め継続(2021年まで?)

「ゾンビ企業」の蔓延(BIS)

米国企業の16%超、ゾンビ企業の資金繰りを支える「レバレッジド・ローン(2兆ドル、『no doc』が横行)」、新種のCDO登場

米投資銀行:世界経済のリセッション入りでブレント価格は35ドルへ下落

## 原油価格上昇が必須のサウジアラビア

今年の予算編成時の想定原油価格は1バレル当たり80ドル  
→原油価格引き上げのために米国向け輸出を大幅縮小(日量44万バレル)

同国の原油埋蔵量は2685億バレル(従来は2663億バレル)  
→「国家機密扱い」からの転換、原油生産コストは1バレル当たり4ドル

サウジアラムコIPOはどうなるのか？

今後10年間の産業戦略発表(48兆円、石油関連中心)  
→「未来都市」構想に執着するムハンマド皇太子

## 内憂外患のサウジアラビア

「反腐敗」捜査の終結

12兆円を回収(381人中87人が容疑を認める)

→1月末に突然終了した背景は不明(60人以上が未解決か)

ムハンマド皇太子の地位は万全か

→他の王族はサルマン国王の逝去まで静観の構え?

イエメンへの軍事介入続く(一昨年の軍事費は695億ドル)

中国の協力による弾道ミサイル製造疑惑

## 原油市場を巡る長期展望

世界の原油需要は5年以内にピークを迎える？（1億バレル超）  
→原油価格の長期低迷により中東地域の地政学リスクが急上昇

エネルギー安全保障の要諦は「多様化」

- ・輸入先の多様化（ロシア）
- ・原油から天然ガス（LNGに加えてパイプライン）

日本の国家石油備蓄（全輸入量の90日分）の機動的な放出