

# 油価低迷、厳しくなる 産油国財政、今後の行方は



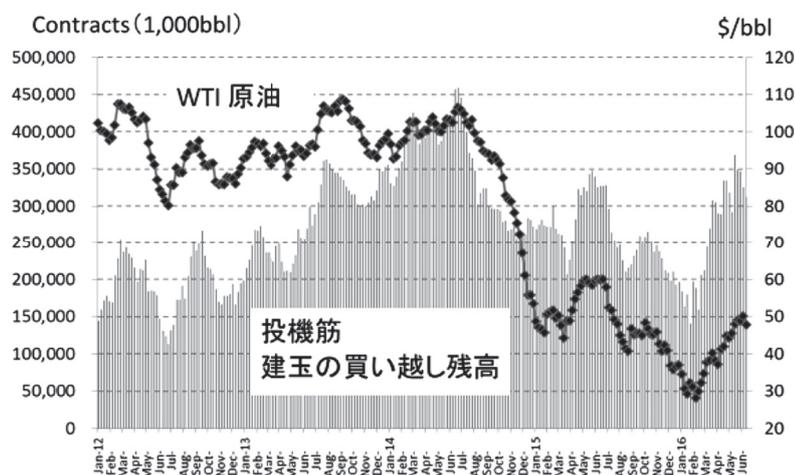
一般財団法人 日本エネルギー経済研究所  
中東研究センター副センター長 研究主幹

永田 安彦

国際原油市場では、石油輸出国機構（OPEC）が需給調整役を放棄して以降、原油価格は不安定な動きが続いている。需給の新たな調整役とみられている米国のシェールオイルは、減産傾向を強めているが、油価が1バレル50ドル前後に戻すなかで、掘削リグ数は増え始めている。2014年に始まった原油安は2年近く続いており、産油国では財政がひっ迫し、収支は大幅な赤字が続く。サウジアラビアで脱石油を目指した国家の変革プログラムが発表されるなど、産油国ではようやく改革に取り組む姿勢がみられるようになった。本稿では、国際原油市場の動向について、まず原油価格の決定要因について述べた後、原油市場の主要なプレーヤーであるOPECとシェールオイル、原油安の産油国への影響とその対策、産油国で始まった改革の動きについて考察する。

まず、原油市場について基本的な事項を確認しておきたい。国際原油市場といわれるのは、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールの3つの市場である。特に、注目が集まるのはニューヨークの指標原油WTI（ウェスト・テキサス・インターメディアイト）原油ならびにロンドンの指標原油ブレント原油である。

図1 投機筋の建玉の買い越し残高と原油価格の動き



WTIとブレントは、現物でも取引されるが、取引の中心は先物（Futures）市場であり、先物の取引量は現物の20倍近い。そのため、原油は金融商品（フィナンシャル・アセット）としての性格が強い。一般的に、価格は需給の均衡点で決まるが、原油の場合、需給要因以外の金融的要因や地政学的要因も大きく影響する。金融的要因では、リーマンショック時にみられたように油価は投機的資金の流入で147ドルまで上昇した後、30ドル台に急落した。また、地政学的要因では、ホルムズ海峡が封鎖されれば、原油は1バレル200ドルに上昇すると予想された。したがって、マクロ経済なども含め、幅広い視点をもって原油市場をみていくことが重要である。

## 油価は投機筋が決定？

まず原油価格の決定要因として、投機筋と油価の関係を取り上げる。図1に、ヘッジファンドなど投機筋による原油先物の取引と油価の動向が示される。これは投機筋によるWTI原油先物の建玉の買い越し残高（買い予約と売り予約の差）と原油価格の推移を比較したものである。

図からすぐに判別できるように、両者は非常に密接な関係がある。今年1月以降の両者の相関係数は0.9を上回る。したがって、油価の動き、特に短期的な動きは、投機筋による先物市場での売買により決定されているといっても言い過ぎではないだろう。

金融的プレーヤーには、投機的資金の運用者、すなわちヘッジファンドのファンドマネージャーや投資銀行の自己裁定取引部門のトレーダーが含まれる。彼らの短期および中長期の市場を見る目、すなわち彼らのパーセプションが市場の動向を大きく左右する。彼らの注目

する要因には、経済の情勢、石油需給動向、地政学要因があげられる。われわれ、原油市場の分析を行う者は、彼らの関心がどこに置かれているか、またどこに向かっているか、を推察することが重要となる。

以下、まず経済動向について、欧州の経済動向、米国の金融政策などから考察する。次に、石油需給動向について、石油需要では、特に中国と米国、石油供給では、主要なプレーヤーであるOPECとシェールオイルの動向を取り上げる。

## 英国のEU離脱が油価に影響

英国がEU離脱を決定し、世界経済は株式や為替など市場が大きな影響を受けている。商品市場でも金が大きく上昇する一方、原油価格は世界経済の行方が不透明になり、価格は抑制気味に推移するなど影響が表れている。EU離脱の影響・評価が定まるまで、原油価格は株価や為替の変動とともに、不安定な動きを示すであろう。

一方、米国では金融引き締め方向の中、今年2回ともいわれる利上げがいつのタイミングで実施されるか注目を集める。というのも、原油市場と金融市場は密接な関係があるからである。金利が引き上げられれば、リスク資産からの資金流出をもたらし、商品先物のひとつ原油先物市場では価格抑制に作用する可能性が高い。

需要面をみるうえで重要なのは、世界経済の動向である。国際通貨基金（IMF）が行っている「世界経済見通し」は需要を予想する上で基礎となる。特に鍵を握るのが中国と米国である。中国の経済成長率は、2016年は6.5%と前年比マイナス0.4%が想定されてい

る。また、米国は2014年以降ほぼ横ばいであるが、2%を上回る堅調な発展が見込まれている。

石油需要の伸びの中心はアジアであるが、2015年から2016年にかけて、需要の伸びは180万バレル/日 (b/d) から130万b/dに鈍化する。これまで需要を牽引してきた中国の伸びは前年比6.4%から2.6%に低下する。

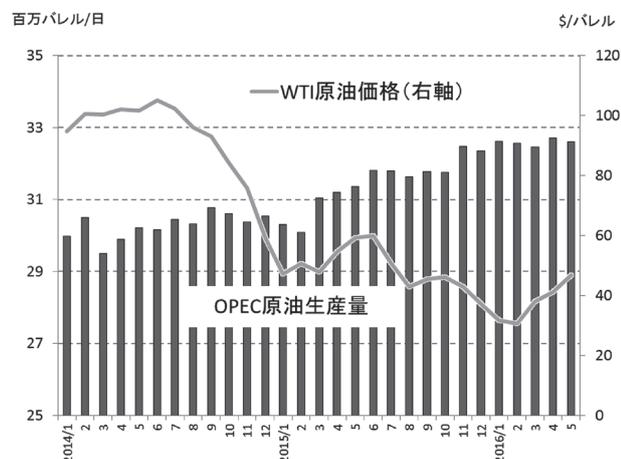
一方、米国では景気が底堅く、石油需要の伸びは、ここにきて上昇傾向にある。米国では大型車志向が強くなり、ガソリンは前年同期比4.2%増と高い伸びを示し、製品需要全体の堅調さにつながっている。ただし、原油の商業在庫やガソリンの在庫は依然として高水準で推移している。

## 何も決められないOPEC

OPEC総会が6月2日に開催された。注目されたのは、サウジアラビアとイランの政治的対立が総会にも持ち込まれることへの懸念であった。原油価格が1バレル50ドルに近づくなかでの会合で、両国の対立は表面化することなく無事終了した。しかしながら、増産凍結の合意に向けた道筋は示されなかった。イランは国別の生産枠を主張したが、各国の合意は得られず、結果として、何も決められないOPECという印象が強かった（図2）。

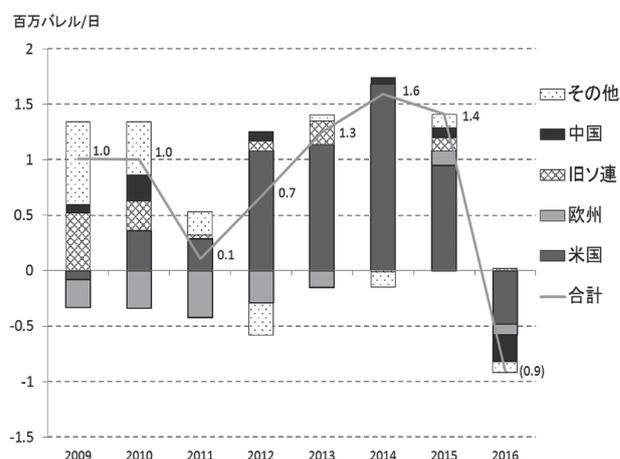
サウジの石油政策を20年以上担ってきたナイミ石油相が今年5月に解任され、代わって、ファーリフ保健相が新たに設立されたエネルギー省の大臣を務めることになった。ファーリフ氏はムハンマド副皇太子の側近とされ、ムハンマド副皇太子の意向が政策に強く反映されることで、より政治的な判断がサウジの石油政

図2 OPECの原油生産量とWTI原油価格の推移



出所：IEA “Oil Market Report”、EIA

図3 非OPECの原油生産の伸びの推移



出所：IEA “Oil Market Report”

策に織り込まれる可能性が強くなった。特に、対イラン政策が影響する可能性がある。OPECの盟主であるサウジアラビアの石油政策は、OPECの方針にも色濃く反映されることになる。

## OPECがシェール革命をとめた？

国際エネルギー機関（IEA）は6月14日発表した石油市場報告で、2016年の非OPECの供給を前年比90万b/d減と想定している。これは2015年の非OPECの供給の伸びが140万b/d増であったのと対照的である。主に、米国の生産の伸びが減少に転じることがその要因だ（図3）。

実際、シェールオイルの生産は減少しており、今年6月時点の米国の原油生産量は871万b/dで、前年比9%減と大幅に減少した。シェールオイル生産業者は、原油安の中で効率化を進めコストを削減し何とか凌いできたが、原油価格の崩壊はシェール革命を停止させ、シェール業界は成長から生存競争へのシフトを余儀なくされた。今年4月には、彼らの発行する社債（低格付債）の償還が集中し、借換がスムーズに進展するか心配されるなか、一部企業の統廃合が進んだ。

果たしてOPECは高コストのシェールとの価格競争に勝利したのであろうか。テキサス州でのシェールオイル生産での底堅さ（レジリエンス）をみれば、OPECの勝利は限定的といわざるを得ないだろう。シェール生産業者は価格反転を待って、油井の完成を遅らせているといわれる。米国では掘削した後、完成を遅らせている井戸が4000坑にのぼるとされ、価格上昇とともに供給が増える可能性がある。事実、最近掘削リグの稼働数が少しずつ増えており、価格が上昇

したことが影響していると推定される（図4）。

## 産油国の厳しい財政事情、資産の取り崩しが続く

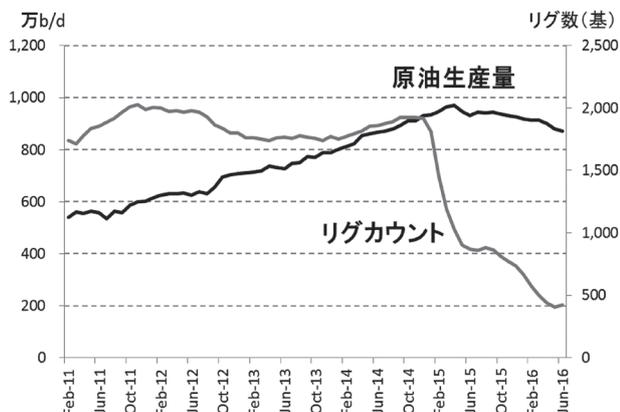
原油安により石油輸出収入が2015年は前年比半減し、サウジアラビアをはじめほとんどの中東諸国が財政赤字に陥った。IMFは2020年までに、中東諸国の財政赤字は1兆ドルに達すると推定する。

サウジアラビアは昨年、2007年以来8年ぶりに国債を発行した。国内の商業銀行が主な引き受け手で、サウジリヤル建てとなっている。国債発行は昨年の7月以降、今年6月まで続いており、発行額は総額620億ドルにのぼる。サウジの政府債務は対GDP比で世界最小といわれるが、今後は、累積する赤字への対応のため、国債発行が拡大するとみられている。IMFは、負債比率は対GDPで2020年には33%に上昇する可能性があるとし、その場合、政府債務は2000億ドルを超える。国内での引き受けが限度に近づくなか、湾岸諸国はロンドンなどでの外債の発行を進めている。カタールやアラブドバイがすでにドル建ての外債を発行したが、サウジアラビアも150億ドルの外債発行を検討中とされる（図5）。

国債発行とともに、サウジアラビアはサウジ通貨庁（SAMA）が保有する対外資産の取り崩しにより、歳入不足を補っている。対外資産は2014年9月の7460億ドルをピークに、今年5月には5730億ドルへと急激な減少をみている。イエメンでの空爆にかかわる軍事費やIS、国内テロ対策などの支出が拡大しており、財政事情は苦しい。

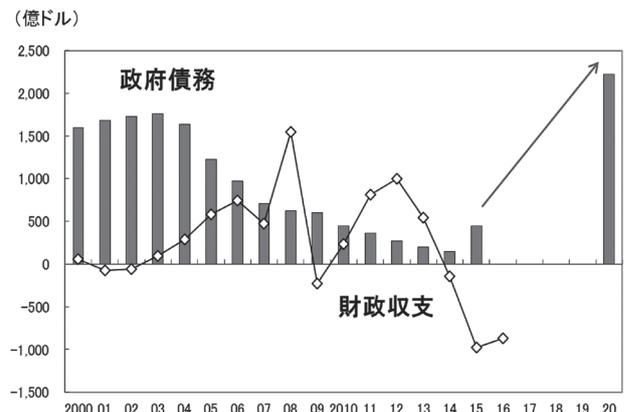
サウジアラビアを含む産油国の政府系ファンドが、

図4 米国の原油生産量と掘削リグ数の推移



出所：EIA、Baker Hughes

図5 サウジアラビアの政府債務と財政収支の推移



出所：SAMA、IMF

原油価格の低迷による財政赤字拡大に対応するため保有株式を売却する動きが一時注目を集めた。

湾岸諸国は、電気、水道、燃料油などに関して、膨大な補助金を支払っている。財政赤字が深刻化するなかで、この補助金についても手を付けざるを得なくなり、UAEは2015年7月、燃料油の補助金を廃止した。サウジでも昨年12月、財政健全化を目指し、ガソリン、ガス、水道・電力料などが補助金の削減により引き上げられた。こうしたなかで徐々に国民の生活費は上昇している。

また、GCC諸国では、付加価値税（VAT）の導入が2018年に開始される予定である。UAEではVATを含めた税制改革の動きがあり、徴税による歳入の分散化の検討が始まった。

## ようやく動き出した経済改革

昨年4月に副皇太子に就任したサルマーン国王の息子ムハンマド・ビン・サルマーンは、1985年生まれの30歳と若い。だが、国防大臣と経済政策で最重要職にあたる経済開発評議会と国営石油サウジアラムコの最高評議会議長を兼務している。

昨年12月には、リヤドのリッツ・カールトンホテルに約300人の大臣やビジネスリーダー達が集合し、ムハンマド副皇太子が主導する「国家改造計画」についてのキックオフ会議が開かれた。

ムハンマド副皇太子はマッキンゼーをはじめ外国のコンサルをアドバイザーに雇うなど、これまでと異なったアプローチの仕方を採用している。今年4月には、「サウジビジョン2030」を発表した。米国のGEは早速、このビジョンを受けて、サウジアラビア産業投資会社と提携して、水・エネルギー・航空などの分野への投資を行うことを発表し、4000人の雇用創出に言及した。

「サウジビジョン2030」では、観光、小売業、製造業など産業振興のアイデアが盛り込まれた。ビジョンでは示されなかったが、ムハンマド副皇太子は、サウジアラムコのIPO（新規株式公開）について言及した。公的投資基金にアラムコ株を移すことで2兆ドル（約220兆円）規模の世界最大のファンドを目指す。副皇太子は、「20年以内に、我々は石油に依存する国家ではなくなる」と述べている。

ただし、脱石油依存が成し遂げられるかといえば、難しいといわざるを得ない。「資源の呪い」という言葉があるように、原油によって成り立ってきた資源国独自のシステムを根本から変えるのは相当困難である。

## おわりに

原油市場の今後を予想するのは難しい。2008年のリーマンショック時の油価崩落時には、OPECが素早く減産の決定を行った結果、原油価格はV字型の回復をみせた。ところが今回はOPECがシェア重視の方針を崩さず、市場原理に委ねる決定を行ったため、原油価格はL字型の推移をたどっている。

OPECの今後の動向については、増産凍結といった何らかの合意が形成される可能性は低いだろう。OPEC内での加盟国間の意見の対立は容易に解消する見通しはなく、市場の安定化という本来の機能が失われつつある。

そうしたなかで、世界最大の原油生産能力を有するサウジアラビアの今後の生産動向に注目が集まる。6月開催のOPEC総会でデビューしたファーリフ・エネルギー相は大きく増産する意図はないことを強調した。しかしながら、需要が拡大すれば、増産して対応することも指摘しており、生産量は将来増える可能性がある。さらに、イラクやイランでも生産量を追加する余地がある。

一方、シェールオイルについては、昨年、50ドル近辺まで上昇した際、シェール業者とみられる筋から将来生産される原油の価格を固定（ヘッジ）するため、多くの先物の売り予約が出て、価格が抑制された経緯がある。シェール業者の多くは井戸の完成を遅らせており、油価が戻せば、再びシェールの火が灯るとも。

確かに、石油メジャーなど国際石油会社は資源安で上流投資を削減してきており、それにより、中長期的には供給が抑制される。一方で、新興国を中心に石油需要は伸びることから、需給がタイト化するという予想も可能である。一般的には、2020年にかけて1バレル70～75ドルを目指すという見解が多く示されている。

しかしながら、需給のひっ迫により油価が上昇すれば、シェールオイルが増産に転じることから、価格は抑制される。シェールオイルの生産コストは効率性の向上とサービスコストの削減により、大幅な低下をみている。シェールオイル生産の裾野は将来さらに拡大する余地がある。また、上述のとおり、OPECはシェア維持の方針を掲げ、今後も高い生産水準を維持していくであろう。

シェール革命により、世界の需給バランスは大きく変容を遂げている。原油安は今後も長引く可能性が高く、サウジアラビアを始め産油国は石油に依存しない経済の構築を目指し、構造改革を加速させる必要がある。 ●