

テーマ：実質原油価格は過去最高水準

発表日：2011年6月17日（金）

～これ以上の上昇は世界経済へのダメージが懸念される～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

紛糾したOPEC総会

6月8日に開催されたOPEC総会では、サウジアラビアなど一部の国が提案した原油生産枠の拡大が否決された。各種報道によれば、OPEC総会で合意が成立しなかったのは過去20年で初めてとされる“異例の事態”だ。原油価格の高止まりを理由に生産枠の拡大を主張したのは、サウジのほかクウェート、UAE、カタールで、現行の日量2,484万バレル（以下断りのない限り原油生産、消費量は日量）の生産枠を150万バレル引き上げを提案した。これに対し、イラン、ベネズエラ、アンゴラ、リビア、アルジェリア、エクアドルが反対、同提案を否決に追い込んだ。反対の理由として各国は、世界経済の低迷を背景に現在の生産量は需要を上回っていると主張した。

OPECが発行する「Monthly Oil Report」の最新版である2011年6月号によれば、今年の世界経済見通しについてはOECD加盟国で+2.1%、世界全体で+3.9%と、ほぼ市場コンセンサス通りの見通しとなっている。増産反対派は、このところの米経済指標の伸び悩みや各国で執られている利上げなどの影響を加味すれば、経済見通しには下方修正余地が大きいとしている。

OPEC総会で増産提案が否決されたことを受け、原油価格は一時急騰した。増産による需給緩和を織り込んでいたこともあるが、OPEC総会で合意が成立しなかったというショックも原油価格押し上げに繋がったと判断される。足元ではギリシャ問題や景気減速懸念などによってリスク性資産から資金が流出、原油価格も下落しているが、十分に低い水準にあるとは言い難い。

需給はタイトだが増産余力もある

OPECによれば、2011年の世界の石油需要は日量8,814万バレルと、前年対比+1.6%拡大する見込みとなっている。OECD加盟国の消費量は同+0.3%にとどまりながらも、5年ぶりに前年を上回った昨年に続き2年連続で消費量が拡大する一方で、非加盟国は同+3.1%と高い伸びを維持するとしている。こうしたOP

石油需給実績・見通し

(100万b/d、%)

		2009年	2010年	2011年	2010年				2011年			
					1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
需要	北米	23.3 (▲3.7)	23.9 (+2.6)	24.1 (+0.9)	23.6 (+0.4)	23.8 (+3.9)	24.3 (+4.7)	24.0 (+2.1)	23.9 (+1.3)	23.9 (+0.4)	24.4 (+0.4)	24.1 (+0.4)
	欧州	14.5 (▲5.2)	14.5 (▲0.3)	14.4 (▲0.3)	14.2 (▲4.7)	14.1 (▲0.7)	14.8 (+2.1)	14.7 (+1.4)	14.2 (+0.0)	14.0 (▲0.7)	14.7 (▲0.7)	14.6 (▲0.7)
	他OECD	7.7 (▲3.8)	7.8 (+1.2)	7.7 (▲0.6)	8.2 (+1.2)	7.3 (+0.0)	7.6 (+4.1)	8.0 (+0.0)	8.3 (+1.2)	7.2 (▲1.4)	7.5 (▲1.3)	8.0 (+0.0)
	OECD計	45.5 (▲4.4)	46.1 (+1.4)	46.3 (+0.3)	46.0 (▲1.1)	45.2 (+1.8)	46.7 (+3.8)	46.7 (+1.5)	46.4 (+0.9)	45.1 (▲0.2)	46.6 (▲0.2)	46.7 (+0.0)
	非OECD計	39.1 (+2.1)	40.6 (+3.9)	41.9 (+3.1)	39.5 (+4.5)	40.4 (+3.9)	41.1 (+3.5)	41.4 (+4.8)	41.0 (+3.8)	41.7 (+3.2)	42.5 (+3.4)	42.6 (+2.9)
	合計	84.6 (▲1.5)	86.8 (+2.6)	88.1 (+1.6)	85.5 (+1.4)	85.6 (+2.8)	87.8 (+3.7)	88.1 (+3.0)	87.4 (+2.2)	86.8 (+1.4)	89.1 (+1.5)	89.3 (+1.4)
供給	OPEC計	33.1 (▲6.2)	34.1 (+3.0)	34.7	33.8 (+3.7)	33.9 (+3.4)	34.5 (+3.6)	34.3 (+2.4)	34.7 (+2.7)	34.7	34.7	34.7
	非OPEC計	51.1 (+1.6)	52.3 (+2.3)	52.9 (+1.2)	52.1 (+2.2)	52.1 (+2.6)	51.9 (+1.8)	52.9 (+2.3)	52.8 (+1.3)	52.7 (+1.2)	52.8 (+1.7)	53.4 (+0.9)
	合計	84.2 (▲1.6)	86.4 (+2.6)	87.6	85.9 (+2.8)	86.0 (+2.9)	86.4 (+2.5)	87.2 (+2.3)	87.5 (+1.9)	87.4	87.5	88.1
在庫変動		▲0.4	▲0.4	▲0.5	+0.4	+0.4	▲1.4	▲0.9	+0.1	+0.6	▲1.6	▲1.2

(出所)「Monthly Oil Market Report June 2011」OPEC

(注) カッコ内は前年（同期）比。

2011年4～6月期以降のデータはOPEC予測値。

色つき部分はOPEC供給量不変とした場合の筆者試算値

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

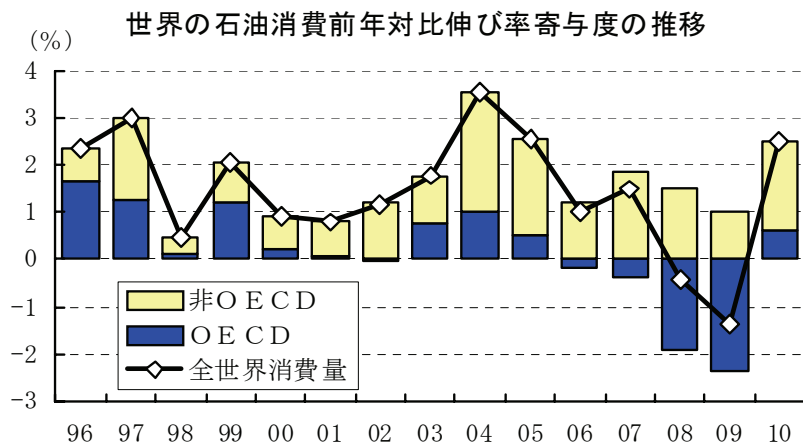
ECの“公式”見通しに基づくと、OPECが原油生産量を据え置けば年後半には世界の原油在庫量はここ数年見られないペースで縮小していくことになり、世界の原油需給は急激にタイトとなる可能性がある。

こうした状況に対し、サウジ石油相は原油の自主増産を進めていく方針を示している。OPECの各国別原油生産量と生産枠についてみると、混乱状態にあつて原油生産能力が落ちていると考えられるリビアを除く全ての国で生産枠を超過する原油生産が行われており、超過量は5月時点で278万バレルとリビアの過小生産量（130万バレル）を大幅に上回っている。サウジの余剰生産能力は5月生産実績対比で264万バレルもあり、今回サウジなどが求めた150万バレルの増産分は十分に賄える計算となる。また、OPECが生産量を据え置いた場合に年後半に予想される世界の石油需要超過分（7～9月期：160万バレル、10～12月期：120万バレル）をもサウジ一カ国でカバーできる範囲内である。

増産をしたくない背景

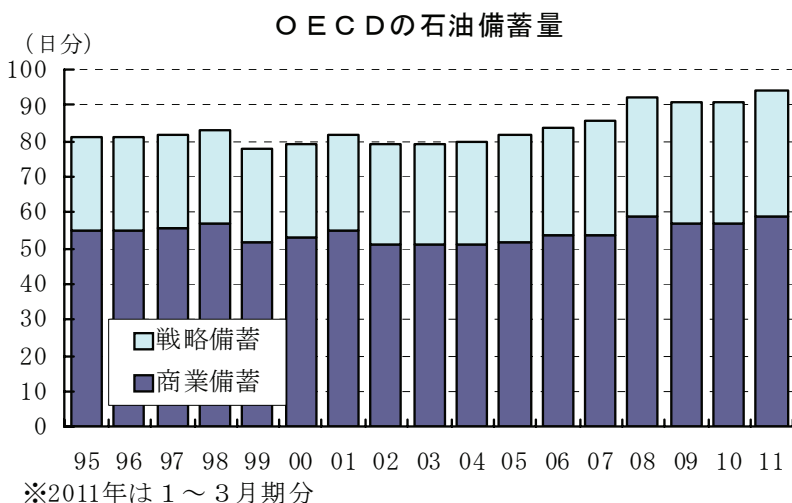
一方、イランなどが石油増産に否定的な態度を取っている背景には、公式に主張したような世界の原油需要を低めに見積もっているだけでなく、世界の原油在庫が高水準にあることなども影響していると考えられる。OECD加盟国の原油備蓄量を見ると、足元（11年1～3月期）で94日分と、95年以降で最高水準に達している。このうち戦略備蓄原油を除いた商業用備蓄に限っても59日分と、リーマンショックもあつて景気が失速した08年と同水準に達している。原油消費国は、原油需給は長期的には更に引き締まるとの見方を強めており、価格も右肩上がりの上昇を描いていることもあつて原油の備蓄量を増やす傾向にある。イランなどはこうした消費国側の過剰な原油備蓄積み増し方針が原油価格を実需以上の水準に押し上げている要因の一つであるとしているほか、備蓄量が更に拡大して生産国側の価格コントロール能力が弱まることを警戒しているとみられる。

さらに、原油増産余地が乏しい国にとっては、原油増産による価格押し下げメリッ



	生産量	生産枠		生産能力	余剰生産能力	
		08年12月 合意*	生産 超過分		生産量比	生産枠比
サウジアラビア	886	805	+81	1,150	+264	+345
イラン	364	334	+30	400	+36	+66
クウェート	245	222	+23	265	+20	+43
U A E	254	222	+31	265	+12	+43
ベネズエラ	233	199	+35	240	+7	+41
ナイジェリア	217	167	+50	250	+33	+83
アンゴラ	163	152	+11	205	+42	+53
アルジェリア	125	120	+5	140	+15	+20
カタール	80	73	+6	90	+11	+17
エクアドル	48	43	+5	50	+2	+7
OPEC10	2615	2338	+278	3,055	+440	+718
リビア	17	147	▲130	179	+162	+32
OPEC11	2632	2,484	+148	3,234	+602	+749
イラク	266			250	—	
OPEC計	2897			3,484	+586	

(注) 生産量は11年5月。中立地帯生産分はサウジとクウェートで按分
(出所) 各種報道に基づき(株) 第一生命経済研究所作成



トが小さいことが挙げられる。原油を増産して単価が下落しても、それが増産に見合う分であれば石油収入は不変である。しかし、OPEC全体として増産を決定したとしても、余剰生産能力のない国では単価が下がる分だけ石油収入は減少する。こうした国にとって増産はデメリットでしかないが、余剰生産能力が足元での生産量比10万バレル以下になっているとみられるエクアドルやベネズエラのほか、事実上内戦状態に近いとされ増産どころではないリビアなどはまさにそうした状況にある。

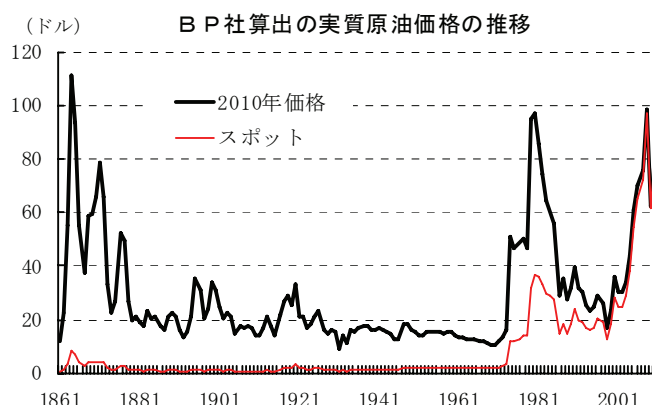
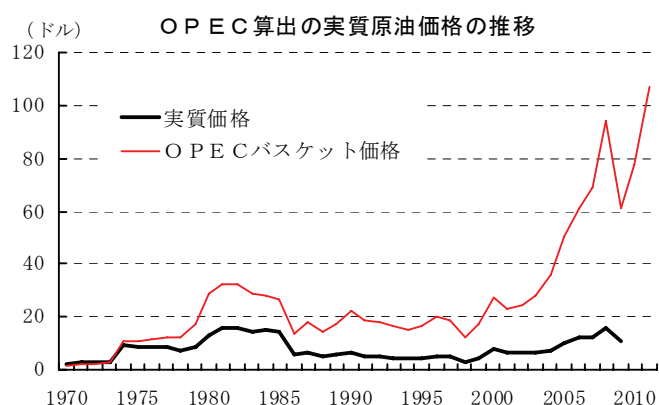
このほか、今回のOPEC総会で増産を主張したのがいずれも“親米”とされる国であるのに対し、増産に反対した国は“嫌米”ないしは米国と比較的“距離感がある”国という、ある種“伝統的な”図式もある。また、昨年暮れに起こったチュニジアにおける“ジャスミン革命”以降の中東各国における政情不安の連鎖も、OPEC加盟国それぞれの微妙な立場の違いに繋がっている可能性も否定はできない。すなわち、原油価格の上昇による石油収入の拡大は、政府の歳入の増加を通して公共投資の拡大など失業対策による国民の不満鎮静化に繋げ得る一方、国内物価の上昇や一層の貧富の差に繋がるリスクも生じる。若者を中心としたデモなどは規模の大小はあるものの中東各国で起こっており、鎮静化に向けた各国政府のアプローチの違いなどが、各国の戦略が相容れにくい状況を生み出している側面は否定できない。

このように、総会における合意不成立もあってややぐらつきも見えるOPECだが、石油収入をもって経済成長の礎とするという基本的な戦略が明確であり、政治的な結びつきではない。このため、かつてのイラン・イラク戦争でもOPECは崩れることはなかった。今回は不調に終わったが、これをもってOPECが瓦解するということはないだろう。

需要を抑圧する水準に達しているが、素直に下落しない可能性も

石油収入をもって経済成長を図るOPECの戦略は、2000年に導入されたプライス・バンド制で明確な形となった。その後、同制度は形骸化しているが、OPEC関係者はその都度適性とする原油価格水準に言及、原油価格を調整する目的で各国の生産枠を変動させてきた。最近では、サウジが1バレル＝70～80ドル程度（以下原油価格は1バレルあたり、OPECバスケット価格ベース）、ベネズエラが100ドル程度をそれぞれ適正水準と述べており、OPECで統一見解となるような適正価格水準は示されていない。

プライス・バンド制導入時にOPECが示した“適正水準”は22～28ドルとしていたが、僅か10年で適正価格が100ドル程度にまで上昇した背景には、OPECが算出する【実質原油価格¹】が大きく変動してはいないことが挙げられる。実質原油価格は為替レートや物価上昇率で実質化したものであるため、原油消費国側からすればエネルギーコストの実質的な負担感に相当する一方、OPECのような生産国側からは実質的な収入という位置づけとなる。過去からの推移を見ると、第二次オイルショックとも言われるイラン革命時に16.13ドル（年間平均）まで上昇したあと、86年から04年までは概ね4.00～8.00ドル程度で比較的安定的に推移していた。上昇基調が強まったのは05年以降で、08年には16.04ドルまで上昇したあと下落、直近公表データとなる



¹ OPECバスケット価格（1981年まではアラビアンライト）を為替（米ドル、英ポンド、スイスフラン、ユーロ、日本円をそれぞれOPECの輸入ウェイトで加重平均）と消費者物価上昇率（同上）で実質化したもの。

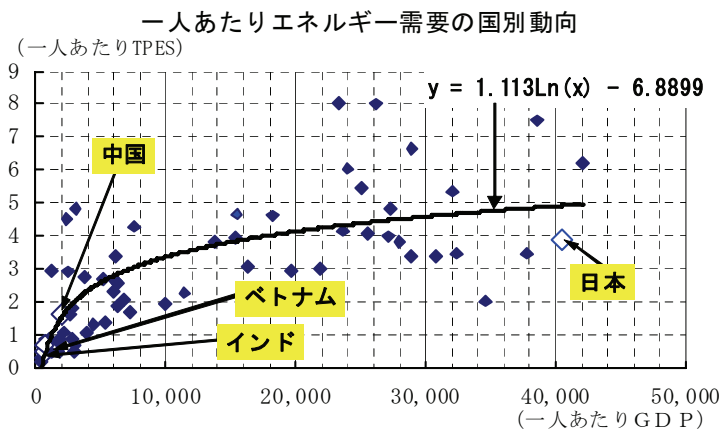
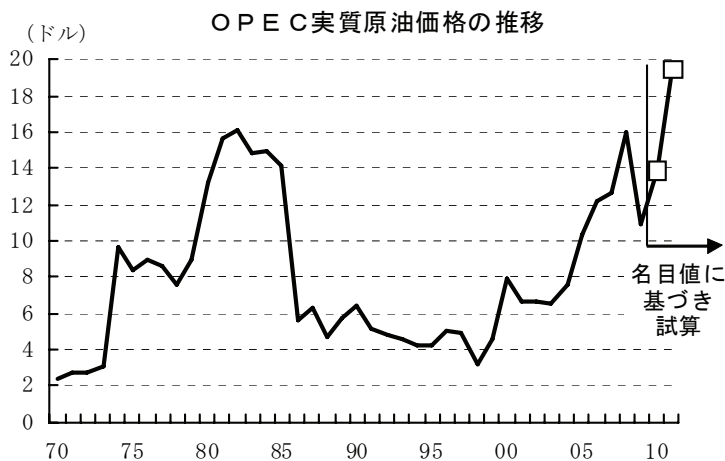
09年は10.95ドルとなっている。すなわち、名目ベースの原油価格は2000年以降は右肩上がりで過去最高値を更新し続けるトレンドに入っているものの、実質ベースでは過去の変動の範囲内にとどまっている。

ただし、今年のOPECバスケット価格は平均で106ドルを超えている。OPECに倣って実質価格を試算すると19ドル程度と、年間ベースで過去最高水準をつけた82年を超える水準に達する。BP社が算出している実質原油価格（2010年価格）ベースでも足元の水準は1900年以降では最高水準に達しているとみられ、このままの推移が続けば原油消費国には強い需要下ぶれ圧力が働くことになる。

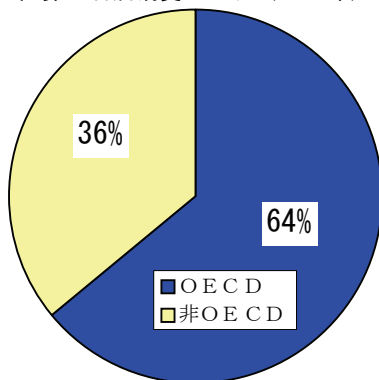
このように、実質原油価格水準も過去最高レベルに切り上がってきたとみられることで、原油消費国の景気に悪影響を及ぼすようになれば、需要の減退を通じて原油価格には下落圧力が働きやすくなる。ただし、以下の点を考慮した場合、原油価格は一段と上昇する可能性もある。

第一に、新興国の需要が簡単には衰えない可能性がある。所得の向上によって、例えば自動車や家電製品の普及率が急激に上昇していく過程にあり、電力などエネルギー消費は急激に拡大している。一人あたりGDPと一人あたりエネルギー消費量の関係からは、①一人あたりGDP水準が高い国ほど、一人あたりエネルギー消費量は大きい、②特に一人あたりGDP水準が低いほど、同水準が向上した際の一人あたりエネルギー消費量が増えやすい——という関係がある。中国で見た場合、10年の一人あたりGDPは17%程度増えたが、これにより一人あたりエネルギー消費量は8%程度増えたと試算される。高成長が続くなかでは、消費者の将来所得向上期待も大きいと考えられ、ローンなどの活用による購買意欲も強いと考えられる。一方で、多くの新興国ではインフレ懸念などから利上げが相次いでいるものの、実質金利はゼロ近傍にとどまる国が目立つなど資金需要を抑制するには十分とはいえない状態にとどまっている。世界の原油消費量をみると、OECD加盟国と新興国の差は急激に縮小し、この15年間で非OECD諸国の消費シェアは36%から47%まで拡大している。新興国の需要が原油価格の高騰にもかかわらず十分に減衰しない場合、原油価格を一段と押し上げるのに十分なインパクトがある。

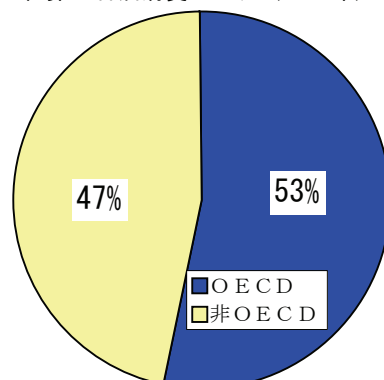
第二に、過剰流動性による押し上げが考えられる。米国では6月末をもってQE2が終了、ECBは7月にも今局面で二度目の利上げが見込まれているなど、経済規模に対する流動性の度合いは縮小が見込まれている。しかし、震災からの復興に絡んで日銀が国債買い取り枠拡大を行う可能性は否定できない。また、主要各国とも財政赤字削減へのプレッシャーから緊縮的な財政政策を余儀なくされる公算がある一方で、主要国の景気は



世界の石油消費シェア（1995年）

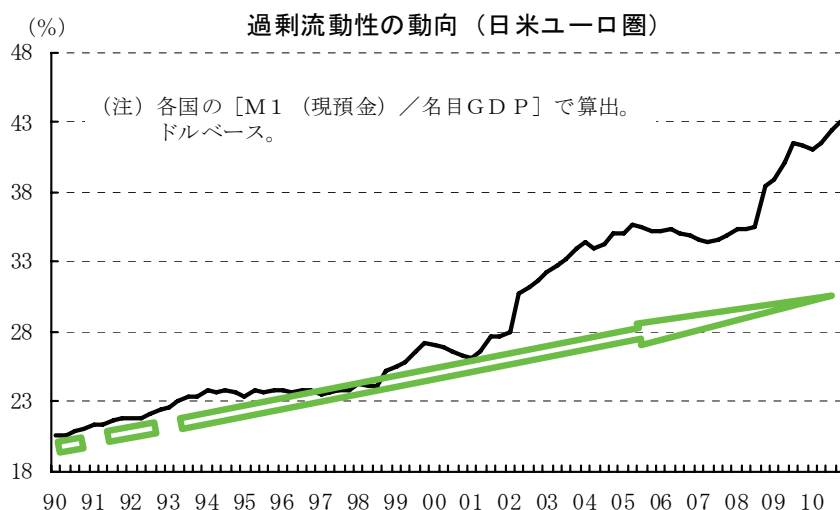


世界の石油消費シェア（2010年）



総じて浮揚力が弱い。足元でもギリシャ問題や米景気に対する不安感の増大から株式市場などが不安定な動きを見せているが、このような景気にとってマイナスのインパクトを緩和するために、ECBであれば利上げの停止、FRBであればQE3の検討などが余儀なくされる可能性は否定できない。そうなれば過剰流動性が再び商品市場に流入しやすくなり、原油価格も押し上げられる余地が出てくる。

このように、原油価格が実質面からみても危険水域に入り始めた一方で、それでもなお価格が押し上げられる可能性もある。その場合、最終的な帰結はインフレの高進と需要の減退という、世界的なスタグフレーションに陥るリスクが出てくる。これを阻止するためには、OPECの協調増産、あるいは原油取引に何らかの規制をかけるなどの措置が必要となってこよう。



<図表データ出所>

OPEC、BP、IMF、世銀、FRB、米商務省、ECB、日銀、内閣府、bloomberg