

## 原油価格は50ドルを割り込むほかはない

### 1. <中東政治危機に市場は無関心>

いよいよ原油価格50ドル/バレル割れが現実のものとなってきた。5月に起こった連日のような中東政治危機にもかかわらず、WTI価格は20日の63.10ドルが最高値。サウジのタンカーなどが攻撃されようが、メッカなどにミサイルが着弾しようが、はたまた米軍が空母をペルシャ湾に投入しようが、サウジがイエメンのフーシ派拠点を空爆しようが、原油市況は1ドル前後の上げを示すものの、翌日はまたすぐ下げてしまう繰り返しだった。演出されたかのような危機には市場はほとんど無関心に近かったといえよう。

こうした中で5月22日に米国エネルギー情報局(EIA)が「週間石油需給統計」を発表、必ずしも大した量ではなかったが、米国原油在庫が市場予想に反して470万バレル増加、合わせてガソリン在庫も増加したことが判明すると、WTIは22~23日で計4.90ドルもの急落の57.91ドルとなった。3月12日の56.87ドル以来の安値となったのだ。

しかしながら、これはまだ下落の始まりに過ぎず、5月31日には53.50ドルとなり、6月5日には51.68ドルといよいよ50ドル割れが視野に入ってきた。その後数日52~53ドル台を続けるが、12日には52.14ドルとなった。この日には一時51ドル割れも記録した。今年の最高値は4月23日の66.30ドル。ここから15ドル前後、22%もの下げとなったのだ。

### 2. <経済減速・石油需要低迷が原油を下げる>

6月12日の下げを促したのもEIAの「短期エネルギー見通し」だった。4月、5月にかけて国際経済機関であるIMF、世界銀行、OECDが相次いで昨秋に発表した経済成長の見通しを下方修正した。米中貿易戦争に代表される世界経済の不透明性の拡大が続き、これに追い打ちをかけるかのようなトランプ大統領の「対メキシコ関税マックス25%の課税」。世界経済を人質にとったかのようなこの政治手法が、一気に経済減速と石油需要の後退観測を支配的にして原油価格を引き下げにつながった。IMFも再度成長見通しを下方修正した。

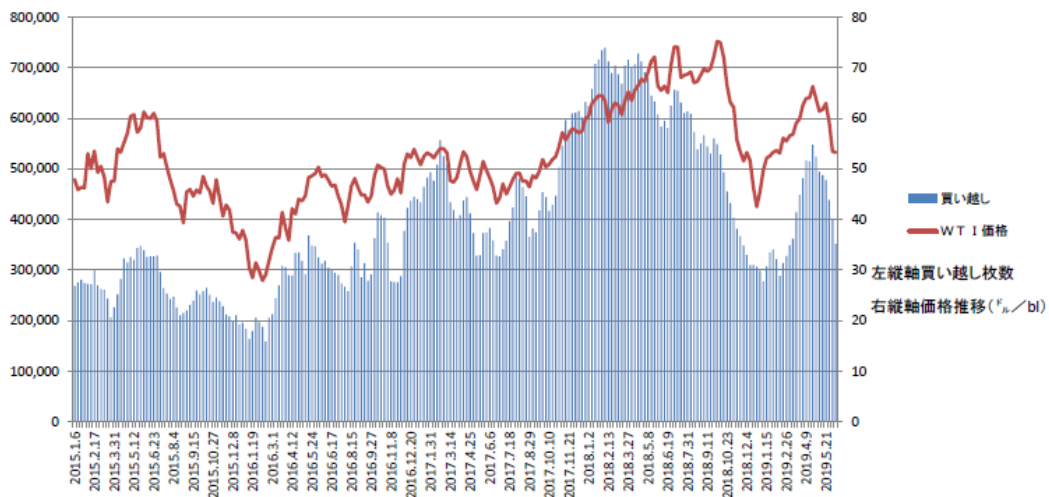
米国エネルギー情報局(EIA)が11日に発表した6月の「短期エネルギー見通し」はこの経済減速を一段と明確に織り込んだものとなった。2019年の工業生産指数は前月の前年比1.7%増が1.4%増に縮減された。更に購買担当者指数(Purchasing Managers Index、PMI)は2009年以来の低水準となった。これらを受けてEIAは、2019年の世界の石油需要量を前月の前年比144万バレル/日増から122万バレル/日増に下方修正した。特に石油需要を大幅に伸ばしてきた非OECDは130万バレル/日増から115万バレル/日増へと縮小すると見込んだのだ。

### 3. <大口投機家の買い越しは35万枚に激減>

こうした世界経済の構造的後退現象をいち早く取り込んだ取引を具現化したのは石油の大口投機筋だ。ヘッジファンドなど大口投機家は、こうした諸々の経済不安と不透明性から大きく動いた。単発的に中東危機に反応して市場に買い介入する

ものの、原油先高観はまるでない。ほぼ一貫して「買いから売りに」大きく転じたのだ。4月23日には買いが645千枚（1枚は2000ドル）、売りが97千枚で、買い越しが547千枚だったのだが、これをピークとみたのだろう。その後は買いが減少、売りが増加を続け、5月28日には、買い564千枚、売り125千枚、買い越しは439千枚となった。繰り返すいうが、上記、相次ぐ中東危機＝地政学リスク勃発の最中のことである。投機筋の見方は「原油先安」となったのだ。その後も売りが増え続け、買い越し枚数は6月4日には400千枚、6月11日には352千枚へと大きく減少している。買いをわずかに増やしたのは原油価格の当面の下げに引きずられた当業者筋だけだ。大口投機筋が大量の買いに転じるのは、ペルシャ湾でもっと大きな地政学リスクが発生するか、ファンダメンタルズに次の転換期が訪れた時となるだろう。

CFTC大口投機建玉買い越しポジションとWTI価格推移



出典：CFTC-OIL, LIGHT SWEET - NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE Code-067651 Commitments of Traders - Futures Only

グラフ作成：EIN

6月13日のオマーン沖での2隻のタンカー攻撃・炎上事件の発生は、その転機の1つとなるかに思えたが、翌日は52.28ドルへと鎮静化し、大口投機筋がまだポジション・チェンジを行っていないことを示した。海外のメディアの観測は今回も「イラン犯人説」に今回も懐疑的だ。「原油価格を少しでも高く保ちたいと願う国の仕業ではないか」というのだ。パラドキシカルな表現をすれば、「OPECプラスの減産には限界がある」とそれらの国が吐露しているようなものとなる。

#### 4. <EIAも需要・価格予測大幅下方修正>

EIAの6月「短期エネルギー見通し」では、2019年のWTI価格（スポット）を59.29ドルと予測した。前月見通しでは62.79ドルと予想していたから3.5ドル下方修正したわけだ。EIAは5月22日からの原油価格急落を追認して大幅下方修正としたのだろう。しかし、EIAは2019年の米国の原油生産量についても、前月の予測量1,993万バレル/日をやや下方修正して1,983万バレル/日とした。2020年についても2,139万バレル/日を2,128万バレル/日に減少させた。だが、これらは市場には全く評価されることがなかった。

では、市場が市況下げ要因と捉えたのは、翌6月13日に同じくE I Aが発表した「週間石油需給統計」での6月7日現在の原油在庫の前週比220万バレルの増加だった。6月7日の週には、実は原油生産量は前週比10万バレル/日減となっている。原油輸入量もまた同32万バレル/日減となっている。原油処理量は12万バレル/日増となっているものの供給増を下回っている。にもかかわらず、在庫は驚くほどの増量ではないが増えたのである。A P Iを始め市場予測値は49万バレルの在庫減と予測していたのだ。この予想外の増加が、短期エネルギーでの石油需要下方修正と相まって、ペルシャ湾タンカー攻撃に伴う市況上げ「効果」を1日で鎮静化させたのである。

## 5. <急増の米国原油輸出>

O P E Cプラスは確かに原油減産計画を超過達成している。4月もそうだっただろう。その減産効果はどうなっているのか。1つは世界の石油需要増の鈍化によって、もう1つは米国の2019年年初～6月7日までの半年間での前年同期比16.2% (169万バレル/日) 増の1,210万バレル/日という膨大な増産によって、減産効果など打ち消されているのだ。しかし、もっと我々が刮目しなければならないことがある。それはここに一気に増加量を高めた米国の原油輸出だ。6月7日の週の同輸出は312万バレル/日となった。驚くべきはこれによって「直近4週」の原油輸出量が前年同期比65.0%増の317万バレル/日となったのだ。これまで「300万バレル/日となったぞ!」と驚くことは何度かあった。ところが、この約1カ月の輸出が312万バレル/日なのだ。

5月の平均原油価格を指標原油で示すと次のとおり。

WT I 60.87<sup>ドル</sup> 北海ブレント 70.23<sup>ドル</sup> ドバイ原油 69.38<sup>ドル</sup>

WT Iは他の2つの原油よりも9<sup>ドル</sup>も高いのだ。輸出港のあるメキシコ湾までのパイプライン等横持ち料がいくらか必要だとしても、圧倒的にWT Iは安い。世界の石油需要はどの分野で伸びているか? ガソリン、ディーゼル、ジェット燃料油の運輸燃料と石油化学原料ナフサである。軽質石油製品ばかりだ。2020年からは船舶燃料のS分も0.5%未満にしなければならない。3.5%のC重油など使っている場合ではない。軽質原油こそ求められている。確かに世界の製油所はこれまで中東の中重質原油に慣らされてきた。だが、軽質原油シェールオイルは米国に一杯ある。重質原油を処理し、残渣油を二次装置で深絞りしてガソリンなどを生産する、そんなまどろっこしい、コスト高なことをすることない。シェールオイルを輸入しよう、軽質原油処理に対応した製油所を新增設していこう、そう動いている。

## 6. <10<sup>ドル</sup>安の米国原油が国際市場攪乱>

米国が国際原油市場に登場したのは2015年12月からのこと。この時に41年ぶりに米国の原油輸出が再開されたのだ。1975年以降、米国は原油の輸出を禁止しており、世界市場からは撤退していた。在来型原油生産は減少し、2005年には同生産量は500万バレル/日に落ち込んでいたから、2,000万バレル/日を超える需要のために、ひたすら原油を輸入するしかなかったわけだが、シェールオイル大増産が局面を大きく変えてしまった。輸出なしでは在庫がたまる一方になったのだ。2016～2017年までは少量の輸出でもなんとかできていたが、2018年にシェールオイル生産量が800万バレル/日になるに及んで輸出は週によっては300万バレル/日を超え始めた。米国は原油の純輸出国となった。否、ならざるを得なくなった。米国の原油国際市場へ

の本格的登場である。4億8,500万バレル超の商業在庫を抱えて、なおかつ前年比150～160万バレル／日の増産が続く。WTIがブレントやドバイ原油よりも9～10ドルも安いのは当然である。その原油が国際市場に出回る。OPECやロシアがオチオチ減産できないのは、安値米国原油に市場を奪われるためなのだ。原油価格が高くなればなるほどシェールオイルは増産される、輸出は増える。OPECが減産して原油価格を高くしても、米国原油に市場を開くようなもの。イランを制裁し、ベネズエラを制裁して、減産量を拡大しても、その果実の大半は米国に持っていかれることとなる。シェール革命以前はOPECの市場支配力は絶大だった。OPEC内部の抗争や抜け駆け増産はあっても、米国への気遣いはほどほどで済んだ。しかし、局面は変わった。原油市場を手中にしているのはOPECではない。

このようにみてる時、国際原油価格の均衡点は自ずと決まってくる。シェールオイル生産の損益分岐点プラス一定の-marginとなる。45～50ドルといった価格が米国・中東産油国・ロシアそれぞれの価格均衡点とならざるを得ないのだ。あと数ドル下げて50ドル割れは、この意味からも極めて現実的な価格ということになる。