

減産合意の評価と今後の展望

原油相場は今後もシェールオイルが主導する展開

市場調査部主任エコノミスト

井上 淳

03-3591-1197

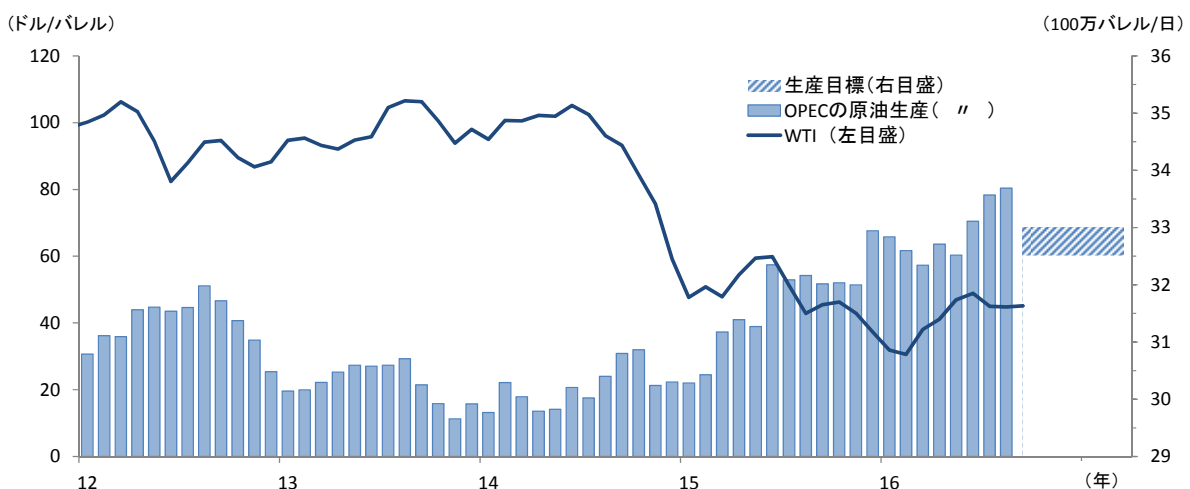
jun.inoue@mizuho-ri.co.jp

- OPEC加盟国は臨時総会で協調減産に合意した。実効性の面で不透明感が残るものの、需給の安定均衡に向けた体制作りを志向しているという点は注目される
- 背景にはシェールオイルの生産調整が進みにくくなっていることがあり、今回の協調減産についても、シェールオイルの増産によって原油相場の押し上げ効果が相殺される可能性がある
- OPECの価格支配力は今後さらに低下すると考えられ、原油市場はより競争的な市場になる可能性がある。原油需要の伸び悩みが予想される中、低水準の原油相場が常態化する可能性が高まっている

1. 予想外の減産合意

9/28に開催されたOPECの臨時総会（アルジェリア会合）において、大方の予想に反し生産調整に向けた合意がなされた。具体的には、日量3,300万バレルを上回る現在の原油生産量を日量3,250～3,300万バレルに制限するというものである（図表1）。合意された生産目標と現在の生産量の単純な比較で見れば、事前に伝えられていた「増産凍結」よりも一歩踏み込んだ「協調減産」にコミットする内容だ。市場に広まりつつあった超過供給の長期化予想を払しょくする狙いが、過剰在庫の解消と持続的な需給均衡の実現を謳っていることから読み取れる。ただし、各国の割り当てなどの詳細については11月30日のOPEC総会で決められる予定になっているため、実現性の面で不透明な部分がある。非OPEC

図表 1 原油相場と OPEC の原油生産



(注) WTI は期近先物価格の月中平均。

(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

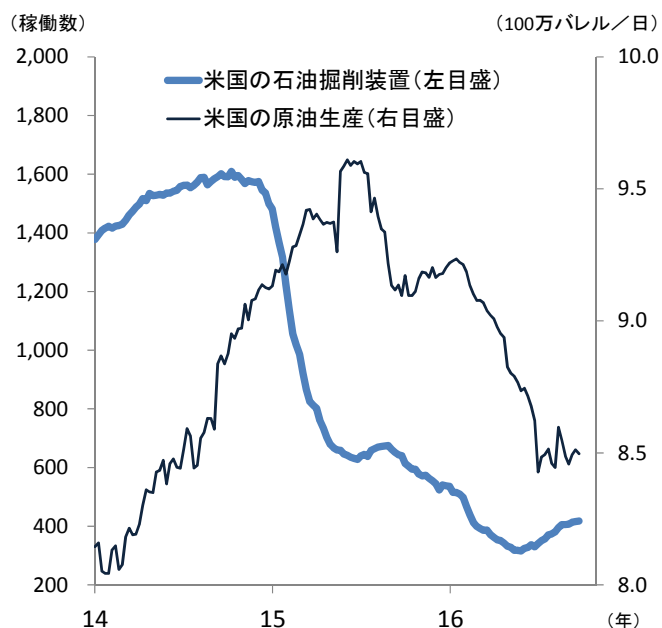
産油国との協調も含めて今後さらに協議を重ねるとしているのは、実際の割り当てを巡って意見の相違が解消していない可能性を示唆しており、原油相場が持ち直せば合意を履行するインセンティブが低下するとの指摘もある。加えて注目したいのは、今回の合意がシェア争いによる過剰生産を回避するための体制作りを念頭に置いていると考えられる点だ。4月（ドーハ会合）と6月（OPEC総会）の会合では増産の凍結すら合意できなかったことを考えれば、状況が大きく変わったことを物語っている。原油相場の持続的な押し上げ効果については、懐疑的な見方も少なくない中、今回の合意は転換点となり得るのか。以下では、今回の合意が持つインプリケーションを考察する。

2. 背景にあるサウジアラビアの戦略変更

今回のアルジェリア会合について、当初は合意に達する可能性が低いとの見方も少なくなかった。経済制裁の解除によって輸出の道が開けたイランが増産を思いとどまる合理的な理由が見当たらなかったためだ。また、サウジアラビアが自らの増産凍結によってイランにシェアを手渡すことにも懐疑的な見方が根強かったことや、サウジアラビア高官の発言が必ずしも今回の会合での合意を示唆していなかったことも、協議の不調を予想する根拠となっていた。

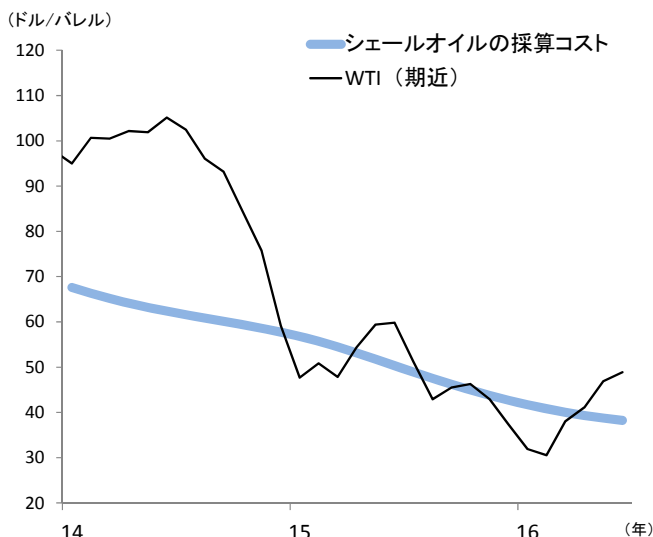
しかし、アルジェリア会合の直前に伝えられた報道では、イランが増産凍結に加わるのであれば、自らは減産する用意があるとサウジアラビアが提案したとされる。これまでに過去2回開催された協議の際には、市場に「自然体でも需給は近く均衡に向かう」との予想があったが、9月になって主要な国際機関が原油の超過供給（過剰生産）はさらに長期化するとの見通しを相次いで公表したことで、サウジアラビアのスタンスに大きな変化があったと考えられる。特に、米国の生産調整が一服した影響は大きい（図表2）。米国の原油生産はその約半分がシェールオイルだが、生産性の飛躍的な向上によって、新規開発を行う際の採算コストが40ドル前後まで低下してきている可能性があり（図表3）、そ

図表 2 米国の原油生産と新規開発(掘削)



(資料) 米国エネルギー情報局 (EIA)、Baker Hughes Inc. より、みずほ総合研究所作成

図表 3 シェールオイルの採算コスト



(注) 試算方法は、みずほインサイト「下振れ懸念が高まる原油相場～シェールオイルの採算コスト低下が原油安要因に～」(2016/8/3) http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/mk1_60803.pdf を参照。

(資料) 米国エネルギー情報局 (EIA) より、みずほ総合研究所作成

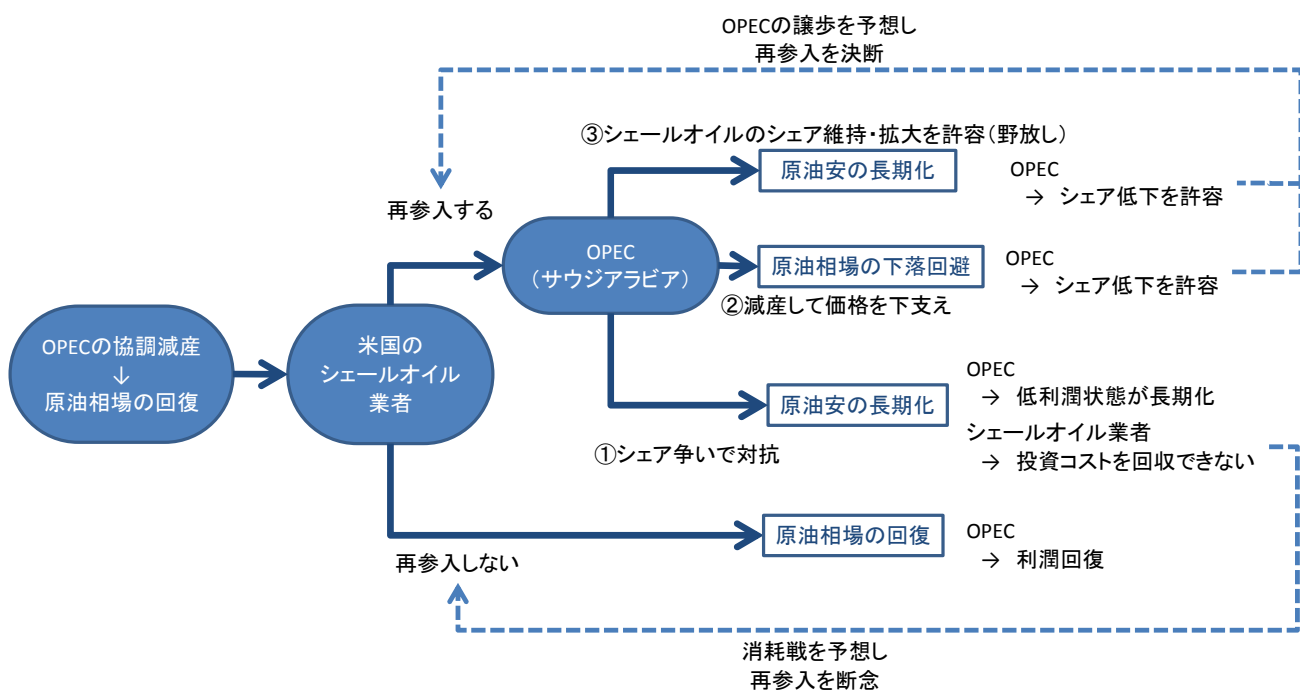
の結果として生産調整に歯止めがかかったと見られる。サウジアラビアがこれまで生産調整を行ってこなかったのは、急速にシェアを伸ばした米国の原油生産業者に市場からの退出を迫る戦略をとってきたためだと考えられるが、米国の生産調整がこれまでよりも進みにくくなったとの見方が、サウジアラビアの今回の譲歩につながったと見られる。

3. 困難であったシェール一掃戦略

サウジアラビアの譲歩は、シェールオイル業者の退出を狙って超過供給を放置してきたこれまでの戦略を断念したことを意味している。長期間にわたる原油収入の落ち込みに耐えられなくなったことが大きな要因だが、そもそもそうしたシェア争いを続けること自体が極めて困難だった可能性が高い。サウジアラビアのこれまでの狙いがシェールオイルとのシェア争いであれば（図表4・①）、シェールオイル業者が退出した後にいずれは過剰生産を止め、再び超過利潤の獲得を目指すことが考えられる。

しかし、原油相場の持ち直しと共にシェールオイル業者の再参入が始まれば、それは不可能になるため、シェールオイル業者に再参入を思いとどまらせるクレディブル・コミットメント（競合相手が次の一手を取る際に考慮に入れる信ぴょう性のある確約）が重要となる。具体的には「シェールオイル業者の退出が完了するまで原油の過剰生産を維持する」という確固たる信念を示すことが必要であった。つまり、サウジアラビアにとっては、原油相場が多少持ち直したとしても、再参入すれば消耗戦の結果、結局は投資コストを回収するだけの利潤を確保できないとシェールオイル業者に信じ込ませることが何よりも重要であった。しかし、サウジアラビアが徹底抗戦の構えを崩さないというクレディビリティ（信ぴょう性）を維持するのは容易なことではなかったのである。

図表 4 OPEC の選択



(資料) みずほ総合研究所作成

サウジアラビアが新たに選択した協調減産という選択（図表4・②）についても、市場に対して原油相場の下支えを最後まで貫くことのクレディビリティを示すことが重要となる。しかし、それはシェールオイル業者に対して、シェアの維持・拡大を許容するというメッセージを送ることになりかねない。つまり、シェールオイルの増産を受け入れるという意味では、シェールオイル業者に対抗するのを断念して「野放し」にすることを選択する場合（図表4・③）とシェールオイル業者の受け止め方に大きな差がなく、シェールオイル業者が増産に前向きになりやすい状況を作ることになる。期待通り原油相場の押し上げが実現しなければ、OPECはさらなる減産を検討せざるを得なくなるが、シェアの低下と原油安が長期間にわたって続けば協調減産の合意は崩れやすい。

4. OPEC 地盤沈下の帰結は原油安の常態化

前節で考察したように、協調減産を行ってもシェールオイルが増産してしまえば、OPECが望む中期的な安定均衡を実現できるかは不透明である。突き詰めればOPECのカルテルとしてのプレゼンスが低下していることを意味している。

さらにカルテルの弱体化は内部の要因によって後押しされる可能性もある。カルテルによって原油相場が下支えされている状況においては、生産量の割り当てを守らず増産することでより多くの利潤を獲得する誘因が働きやすいためだ。特にシェアの小さい加盟国ほど協調破りの際に発生する原油相場の下押し圧力が弱いため、増産のインセンティブが高くなる。実際、サウジアラビアがカルテル維持のために割り当てを順守する一方で、他の加盟国がそれを破って割り当て以上の生産を行うという行動は、過去にも多々見られた。

サウジアラビアは減産（あるいは増産凍結）を真面目に実行することで、シェールオイル業者やイランへのシェア移譲を容認するだけでなく、協調に合意したはずの他の加盟国にもシェアを奪われるリスクを負うことになる。最悪のケースでは、原油相場の十分な押し上げが実現しないまま、単にシェアを落とすだけの結果にもなりかねない。

長い歴史をもつOPECだが、シェールオイルの存在によって価格支配力の低下は今後さらに進む可能性があり、原油市場はより競争的な市場になることが考えられる。OPECが今後再びカルテルを強めようとしても、一旦揺らいだクレディビリティを取り戻すことはたやすいことではなく、シェールオイル業者が存在する限りは、かつてのような超過利潤を再び獲得することは困難であろう。ここで重要となってくるのが、価格に反応して生産量を増減させるシェールオイルの調整力が原油供給全体に対してどの程度のインパクトを持つかという点である。原油相場が値崩れを起こした2014年以降の状況を見る限り、市場はシェールオイルに無視できないインパクトがあると認識しており、OPECが非OPEC諸国との協調を視野に入れた需給の安定均衡メカニズムを模索し始めたのもそのためである。現状では今回の協調が決定打となって原油相場がすぐに原油高トレンドに転換する可能性は高くないと見ている。原油相場が再び高値を回復するには需要の伸び代が期待できる新興国経済がハイペースの成長経路に回帰する必要があるが、新興国経済については従来考えられていたほどの潜在成長率をもちや期待できないとの見方が多く、低水準の原油相場が常態化する可能性は一段と高まっている。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。