

Mizuho Short Industry Focus**短中期原油価格見通し ～世界の石油需給動向と 2021 年迄の価格見通し～****【要約】**

- ◆ WTI 価格は、2016 年 1 月に直近最安値となる\$26/bbl を記録した。その後、緩やかに上昇に転じ、6 月以降は概ね\$40～50/bbl のレンジで推移している。世界の石油需給は、徐々にバランスに向かう動きが認められるものの、短期的には緩和状態の継続を見込む。更に、高水準で推移する石油在庫を勘案すると、2017 年中の原油価格は\$50/bbl 前後で推移すると想定する(【図表 1】)。
- ◆ 一方、堅調な需要拡大と非 OPEC の原油生産量拡大ペースの鈍化等による需給是正や、新規開発油田の生産コスト等を考慮し、原油価格は 2021 年には\$70/bbl 程度まで上昇すると予想する。

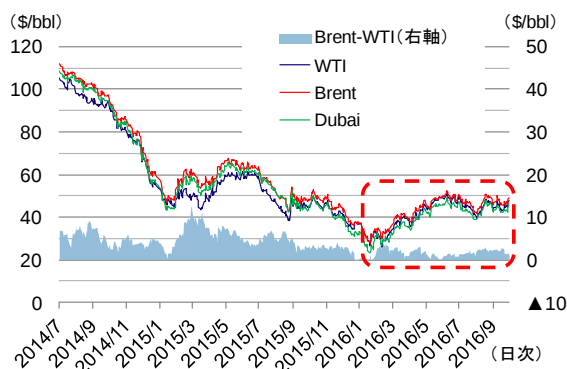
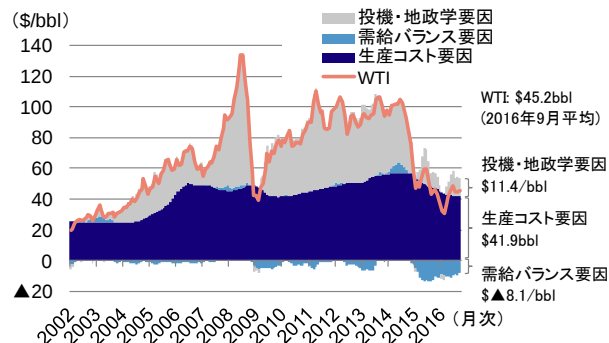
1. 2016 年の原油価格推移

2016 年も需給緩和が油価上昇を抑える状況が継続

原油価格は 2014 年後半以降、世界の石油需給緩和を背景に下落して推移している。2016 年に入り、WTI 価格は 1 月に\$26/bbl と 2003 年以来の最安値水準を記録した後、緩やかな上昇基調に転じたが、6 月以降はおおよそ\$40～50/bbl のレンジで推移している(【図表 2】)。原油価格の変動要因を分析すると、依然として供給過剰に伴う需給緩和が原油価格の上昇を抑える状況が続いている。また油価低迷を受けた上流開発企業の生産性向上の取り組みや掘削サービス契約の見直し等により、生産コストの低下も寄与している(【図表 3】)。

【図表 1】原油価格見通し

	(単位)	2015年 (実績)	2016年 (見込)	2017年 (予想)	2021年 (予想)
WTI	\$/bbl	48.8	43.1	49.3	70.6
Brent	\$/bbl	53.6	45.0	51.3	72.3
Dubai	\$/bbl	50.8	41.3	47.8	69.0

【図表 2】原油価格の推移
(2014 年 7 月 1 日～2016 年 9 月 30 日)**【図表 3】原油価格の変動要因分析**

(出所)【図表 1～3】全て、EIA 資料等よりみずほ銀行産業調査部作成

本稿では、今後の需給見通しや生産コストを踏まえ、2021 年までの原油価格見通しを作成した。今後の原油価格は、短期的には\$50/bbl 前後のレンジで推移するものの、中期的には需給バランスの改善に伴って、2021 年までに年平均\$70/bbl 近辺までの緩やかな上昇を見込む。この前提となる石油需給等の考察を以下に記載する。

2. 短期的な石油需給と原油価格の見通し

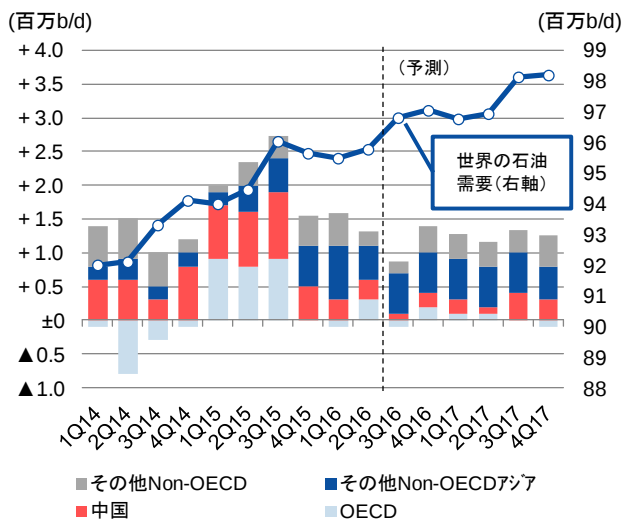
世界の石油需要は堅調に増加する見通し

2016 年第 1 四半期、第 2 四半期の世界の石油需要は、それぞれ前年同期比+1.6 百万 b/d、+1.4 百万 b/d と堅調に増加した(【図表 4】)。国際エネルギー機関(IEA)によれば、2016 年通期、2017 年ともに前年比+1.2 百万 b/d の増加が予測されている。中国の需要拡大ペースに鈍化がみられるものの、引き続き Non-OECD アジアが石油需要拡大を牽引し、世界の石油需要の堅調な増加が見込まれる。

世界の石油生産は鈍化が見込まれるも、供給過剰の是正には時間を要する見込み

世界の石油生産量は、油価下落を受けて米国の生産量減少等が寄与し、過去数年対比伸びが鈍化するものと思料される。2014 年は米国、2015 年は OPEC の増産が世界の石油需給緩和に寄与したが、2016 年、2017 年は、米国の生産量が前年比減少する予想となっている(【図表 5】)。後述する OPEC の生産動向には留意が必要ながら、2016 年以降は需要増加が生産量増加を上回る見込みである。ただし、IEA の 2016 年 10 月公表の見通しに基づき世界の需給バランスを試算すると、供給過剰が是正に向かうのは 2017 年下期以降となり、当面は需給が緩和した状態が継続する見込みである(【図表 6】)。

【図表 4】世界の石油需要(前年同月比増減)の短期見通し

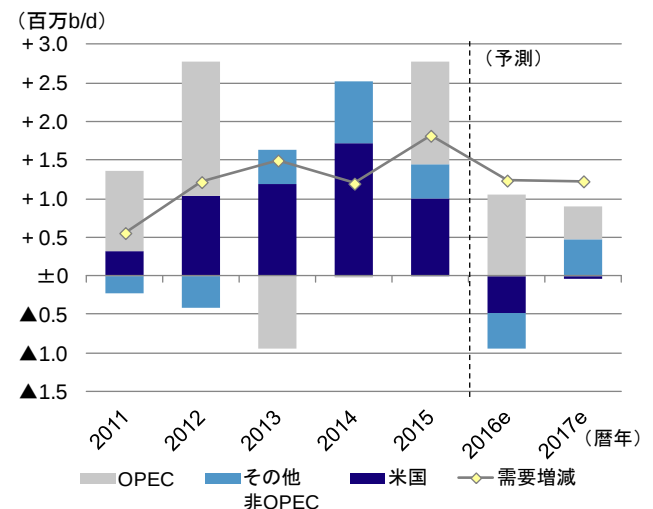


(出所) IEA, Oil Market Report 各月号よりみずほ銀行産業調査部作成

高止まりする石油在庫は、当面油価の上値を抑える要因に

世界の原油・石油在庫は、2014 年第 1 四半期以降の供給過剰が継続した結果、高水準で推移しており、油価の上値を抑える要因となっている。2016 年の OECD 加盟国の原油・石油製品在庫は、原油価格が\$80~100/bbl の高値で推移していた 2010 年~2014 年前半と比較すると、2016 年 8 月時点で日数にして約 7.5 日分、数量にして約 350 百万 bbl の在庫が増加した状況にある(【図表 7】)。今後世界の石油需給バランスが需要超過に転じたとしても、高水準に積み上がった原油・石油製品在庫の消化には少なくとも 1 年以上を要すると見込まれ、その間の原油価格は上値の重い展開が予想される。

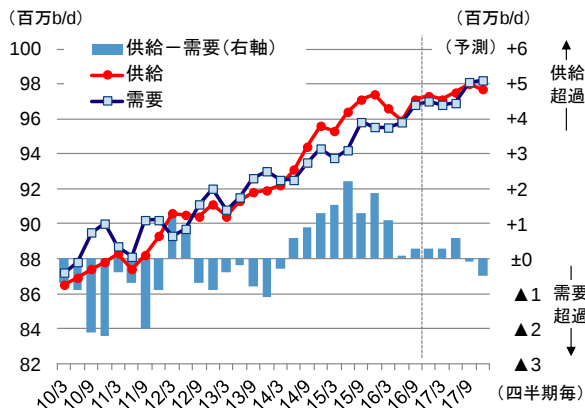
【図表 5】世界の石油生産量(前年比増減)の短期見通し



(出所) IEA, Oil Market Report Oct 2016 よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) OPEC の原油生産見通しは 2016 年第 3 四半期(7~9 月)平均が維持されるものとして算出。インドネシア、ガボン は期間を通じて OPEC に分類

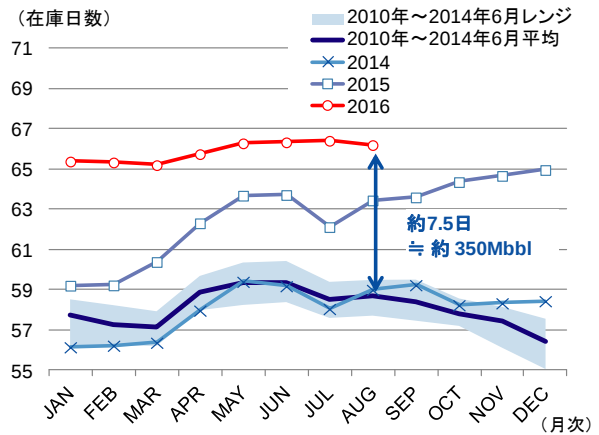
【図表 6】世界の石油需給バランスの推移



(出所) IEA, Oil Market Report, Oct.2016 よりみずほ銀行
産業調査部作成

(注) OPEC の原油生産見通しは 2016 年第 3 四半期(7~9 月)
平均が維持されるものとして算出

【図表 7】OECD 加盟国の原油・石油製品在庫日数推移



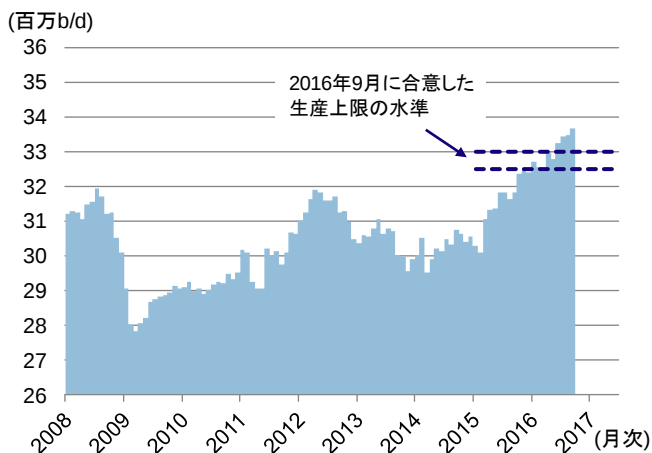
(出所) IEA, Oil Market Report, Oct.2016 よりみずほ銀行
産業調査部作成

また、短期的な需給動向に関して、今次価格見通し前提には直接的には織り込んでいないものの、供給サイドで特に留意が必要な OPEC 及び米国の生産動向について、以下に記載する。

OPEC は総生産
量上限について
合意も、今後の
生産動向には予
断を許さない状
況

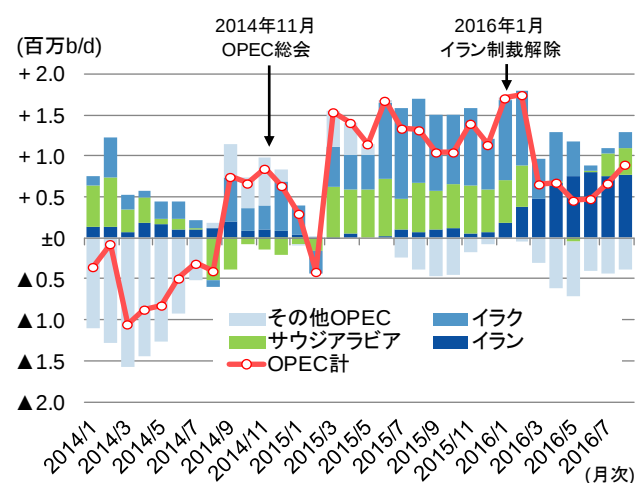
第一に、今後の OPEC 加盟国の石油生産方針が注目される。OPEC の原油生産量は 2014 年以降増加基調で推移し、2016 年 8 月には 33 百万 bbl/d を超える高水準となった(【図表 8】)。国別の生産量増減では、2015 年はサウジアラビアとイラク、2016 年はイランがそれぞれ生産拡大の中心となっている(【図表 9】)。斯かる中、OPEC は 2016 年 9 月末に開催した臨時総会で加盟国の総生産量の上限を 32.5~33 百万 b/d に制限することに合意した。合意された生産目標は現状の生産水準をやや下回るものの、各国の具体的な生産枠の割り振りは、11 月末の定例総会に向けて協議される予定であり、合意の実現可能性に依然として予断を許さない。加盟国毎に置かれている状況は様々であることから、今後の国別生産上限にかかる合意形成の成否やその順守状況は重要な注目点である。

【図表 8】OPEC の原油生産量推移



(出所) IEA, Oil Market Report, Oct. 2016 よりみずほ銀行
産業調査部作成

【図表 9】OPEC の原油生産量推移(前年同月比増減)



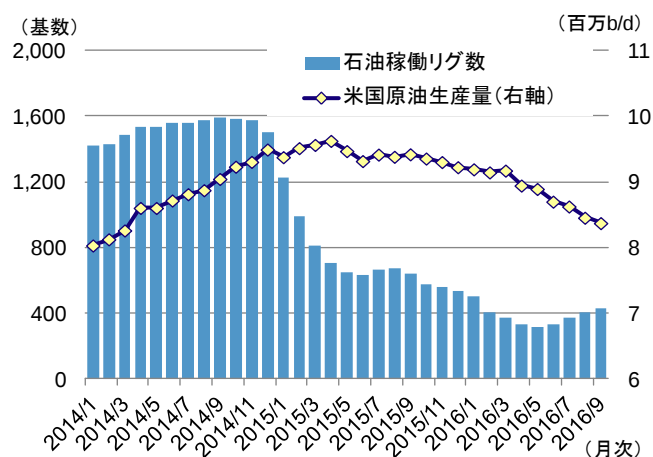
(出所) IEA, Oil Market Report, Oct. 2016 よりみずほ銀行
産業調査部作成

(注) インドネシア・ガボンを除く

米国の石油生産活動は油価水準に応じて機動的に変化

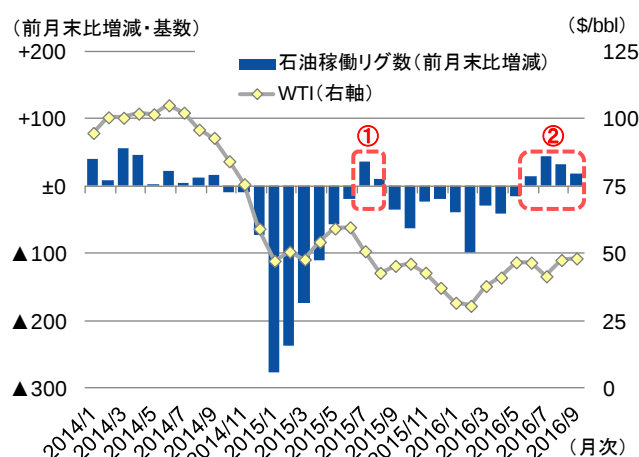
第二に、原油価格水準によって変化し得る米国の石油生産にも留意が必要である。米国の石油稼働リグ数は、原油価格下落に伴って 2014 年から 2016 年前半にかけて減少基調で推移した。米国の原油生産量は 2015 年 5 月以降、減少に転じており、石油稼働リグ数の低下が時間差を伴って生産にも影響しつつある(【図表 10】)。加えて、油価回復局面では稼働リグ数が増加している点にも注目したい。①2015 年 7～8 月、②2016 年 6 月以降の石油稼働リグ数は前月末比増加しており、原油価格上昇に伴って生産活動が活発化する傾向があると考えられる(【図表 11】)。更に米国の石油開発企業は、2 年以上にわたる油価低迷の間に、生産性向上の取り組みや掘削サービス会社との契約見直し、従業員削減等によるコスト削減を進めている。これにより、原油価格の回復局面では、低油価に対する耐性を高めた企業が生産コストの低い地域や井戸から順次生産を拡大する可能性がある。

【図表 10】米国の石油稼働リグ数と原油生産量の推移



(出所) EIA 資料、Baker Hughes 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 11】米国の石油稼働リグ数の前月末比増減



(出所) EIA 資料、Baker Hughes 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

3. 中期的な石油需給と原油価格の見通し

石油需給緩和は中期的に是正される方向

世界の需給バランスは、上述のように短期的には緩和した状態が継続すると見込まれる一方で、2021 年迄の中期的な視点で見れば、堅調な需要拡大を前提に供給過剰が是正に向かうことで緩和が徐々に解消され、原油価格も緩やかに回復すると想定する。

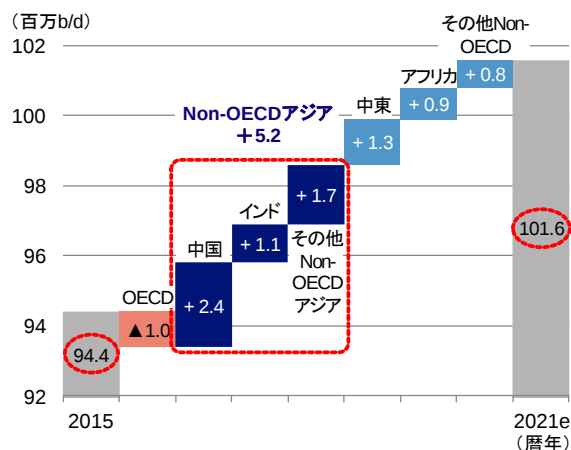
世界の石油需要は中期的に増加が見込まれる

世界の石油需要は、中期的にも堅調な増加が続く見込みである。経済環境の変化などの不確定要素はあるものの、IEA の 2016 年中期レポートによれば、世界の石油需要は引き続き非 OECD アジア地域が牽引して 2015 年から 2021 年の 6 年間に +7.2 百万 b/d、年率約 +1.2% のペースで増加するとの予測である(【図表 12】)。

中期的な需要増加を支える原油生産には、コストが高い地域の石油開発が必要

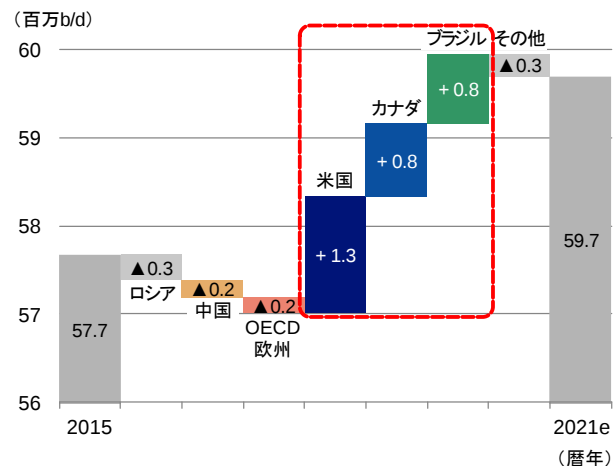
一方、供給面での中期的な需要増加を支えるためには、非在来型を含めた継続的な新規油田開発による生産拡大が必要である。非 OPEC 増産国としては、米国、カナダ、ブラジルが 2021 年までの生産量拡大を担うことが見込まれるが、いずれも相対的に開発・生産コストが高い地域である(【図表 13】)。

【図表 12】世界の石油需要中期見通し



(出所) IEA, Medium Term Oil Market Report 2016 よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 13】非 OPEC の石油生産中期見通し



(出所) IEA, Medium Term Oil Market Report 2016 よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 生産量には原油及び NGLs (Natural Gas Liquids) を含む

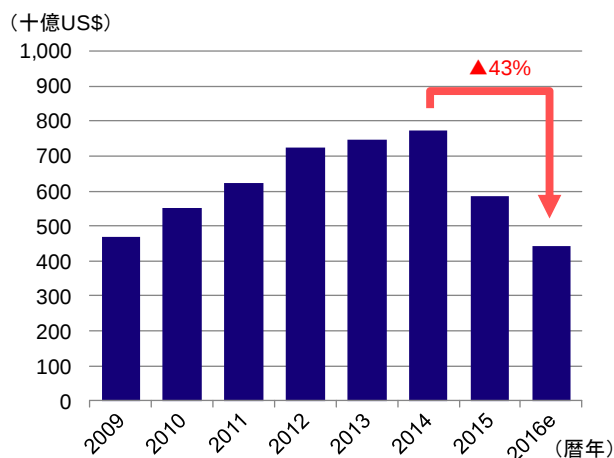
上流開発投資の減少で、将来の生産拡大が抑制される可能性

また、油価下落に伴う近時の上流開発投資の抑制が、将来の石油生産に影響すると考えられる。世界の石油開発投資額は、2014 年から 2016 年までの 2 年間で 4 割以上減少すると見られる(【図表 14】)。また IEA は、2015 年公表の見通しで非 OPEC の石油生産量が 2020 年に 60 百万 b/d(2014 年比+2.7 百万 b/d)まで拡大するとしていたものを、2016 年版では 2021 年に 59.7 百万 b/d(2015 年対比+2.0 百万 b/d)へと下方修正している。

原油価格が主要産油国の財政に与える影響にも留意の要

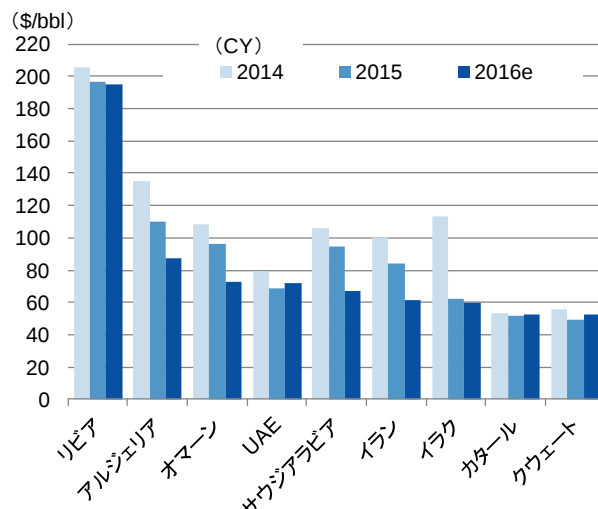
さらに、足許の原油価格水準が与える産油国の財政への影響も将来の石油生産を左右する要因となる。多くの産油国では石油関連収入が重要な歳入となっているが、国際通貨基金(IMF)の分析によれば、現状の油価は多くの産油国で国家財政を維持するために必要な水準を下回っている(【図表 15】)。主要産油国は歳出削減等により財政上の損益分岐点油価を引き下げているが、低油価が長期化するにつれ、産油国が財政・経済上の理由から生産調整に動くインセンティブは強まると思われる。

【図表 14】世界の原油・天然ガス上流開発投資額の推移



(出所) IEA, World Energy Investment 2016 よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表 15】中東・北アフリカ産油国の財政収支上の損益分岐点油価



(出所) IMF, Regional Economic Outlook –Middle East and Central Asia Apr.2016 よりみずほ銀行産業調査部作成

石油需給は中期的に改善し、原油価格の上昇を見込む

上記のように、石油需要が堅調な増加が見込まれる中、非 OPEC の原油生産拡大ペースの鈍化や足許の上流開発投資の抑制の影響により、中期的には石油需給は改善に向かうと思料される。このため中期的な原油価格は、拡大する石油需要を支えるために必要となる原油生産コストを賄う水準まで上昇すると考える。

4. 結論

短期的には需給緩和状態が継続し、油価は現状水準で推移すると想定

世界の石油需給は、高水準にある OPEC の原油生産量や、米国シェールオイルの生産コスト削減の動きに鑑みれば、当面は緩和状態が継続するものと考えられる。高止まりする石油在庫の低下には相応の時間を要する状況を勘案すると、原油価格は短期的に上値の重い展開が見込まれ、\$50/bbl 近辺で推移するであろう。

中期的には過剰供給是正により油価は\$70/bbl まで上昇すると予想

一方、中期的には、需要の堅調な増加を前提に、近時の上流開発投資抑制が将来的な石油生産量に与える影響や、主要産油国が財政上の理由から供給過剰是正に向けた動きをする可能性を考えると、需給緩和状態が徐々に是正に向かうと見込まれる。需給改善の見通しに加え、新規油田の開発・生産コストに必要とされる油価水準を考慮し、2021 年の原油価格は\$70/bbl 程度まで上昇すると予測する。

世界の石油市場には引き続き不確実性が残存

2014 年夏場以降の原油価格急落から 2 年以上が経過し、世界の石油市場は不確実性の高い状況が継続している。例えば、上記想定に反して、原油価格の低迷が長期化する可能性がある要因としては、①景気減速や暖冬等による需要下振れリスク、②OPEC の生産調整が必要な局面において難航する可能性、③非 OPEC 産油国での更なる生産性向上・コスト削減等が考えられる。今後の需給等の前提条件の変化により原油価格の見通しが変動し得ることから、引き続き需要動向、OPEC の生産調整、米国の石油生産動向を含めた石油市場の動きに注視が必要である。

みずほ銀行産業調査部

資源・エネルギーチーム 井上 陽子／藤江 瑞彦

yoko.inoue@mizuho-bk.co.jp

mizuhiko.fujie@mizuho-bk.co.jp

© 2016 株式会社みずほ銀行

本資料は金融ソリューションに関する情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引の勧誘・取次ぎ等を強制するものではありません。また、本資料はみずほフィナンシャルグループ各社との取引を前提とするものではありません。

本資料は当行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、当行はその正確性・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があります。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。本資料の著作権は当行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他の如何なる手段において複製すること、②当行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。