

米国 U.S.A. 原油価格下落の影響

ジェトロ海外調査部米州課 木村 誠

原油価格は、2014年6月の水準からほぼ5割下落している。この油価急落をもたらしたのは、中国やインドなどアジア新興国の景気低迷に伴う需要の落ち込みと、米国におけるシェールオイル増産、昨年のOPEC減産見送りなどによる供給過剰だ。これに伴い米国では、石油開発上流部門でリストラや投資計画の見直しが進み、債務超過に陥った石油開発企業の倒産も起きている。米国エネルギービジネスの最前線を追った。

油価回復を阻む3要因

米国エネルギー省エネルギー情報局(EIA)は、2015年後半以降、原油価格は徐々に回復していくとみているが、これについては否定的な見方も多い(表)。原油価格の回復を阻む要因がいくつもあるというのだ。

一つ目は「囚人のジレンマ」。石油業界が協調して原油生産を削減すれば業界全体の利益になるが、他社が減産すれば自社は減産しなくても済むのではないかと期待する企業も多い。企業間のこうした疑心暗鬼は囚人のジレンマと言うにふさわしい。自由市場メカニズムが貫徹する米国にあって、業界全体が協調して減産するなどといった素地はない。結果として日量930万バレルの原油生産が続き、余剰原油が膨大な在庫として積み上がることになる。EIAによると、米国の原油在庫は15年4月10日時点で4億8,368万バレルを超え、過去最高水準となった。

二つ目は隠れた「井戸在庫」の存在。シェールの開発は、①探鉱と掘削装置(リグ)による油井採掘工程、②水圧破碎による生産仕上げ工程、の2段階に分けられる。膨大な開発資金が必要なのは①である。②の段

階では、原油は地中に埋まった状態にある。この井戸在庫を地表に吸い上げる工程に要するオペレーション・コストは微々たるものだ。米国には井戸在庫状態にある油井が約3,000カ所あるといわれており、石油開発企業はほとんどコストをかけずに日量100万バレルの原油をいつでも新規に増産可能である。供給を絞る誘因は乏しいといえる。

三つ目は先物取引などに用いる「価格ヘッジ」。多くの石油開発企業は、生産した原油を1バレル当たり80~90ドルで販売できるヘッジ契約を結んでおり、足元の原油安の影響を最小限に食い止めている。これに対して中小の開発企業は、低金利の資金を利用して手持ち資金を上回る金額を動かすいわゆるレバレッジをかける形で事業を進めてきた。負債の返済資金を確保する必要があるため、減産には動きにくい。加えてシェール鉱区のリース契約は、生産を続けないと土地所有者からペナルティーを科せられる条件下にある。油価低迷でも生産を継続せざるを得ない状況だ。

深まる市場の不確実性

しかし、頼みの綱の価格ヘッジも、15年から16年にかけて底をつくところから、市場の不確実性は一段と深まりそうだ。「ウォールストリート・ジャーナル」紙によると、エクソンとシェブロンを除く石油開発企業の債務額は、14年第3四半期までに1,993億ドルと10年比55%増。連邦破産法11条の適用を受けて15年3月に破産申請したクイックシルバー・リソーシス(テキサス州)の負債総額は23億ドルだが、同社の有利子負債の対EBITDA^注比率は14年末の段階で12.6%と群を抜いていた。財務が健全であることを示す負債/資本比率(D/E比率)は1未満だが、石油開発企業の間にはこの比率が1を大幅に超えるところが十数社

表 原油価格の見通し

EIA	15年に55.02ドル、16年に71ドルに回復
CITI Group	20ドル台に下落して、当面この水準にとどまる
エクソン	今後2年間は低い水準にとどまり、17年に55ドル台に回復

資料：各種資料を基に作成

あるといわれている。中にはD/E比率が5倍を超える企業もあり、負債の削減や利益確保ができないと倒産に追い込まれる企業がさらに増えることになる。

バランスシートが悪化している石油開発企業の中には、資産の切り売りや他社との事業統合に向かうところも増えるとみられる。だが油価の動向次第で資産評価額が変動するため、買い手企業を探すには多くの困難が伴う。他方、大手石油開発企業の中には、中小の開発企業が優良資産を投げ売りするのを待ち受けているところもある。エクソンのレックス・ティラーソンCEOは、「ヘッジはまったくかけていない。原油価格40ドル台の価格帯でも収益を上げてきた」と豪語する。同社の総資産は3,000億～3,500億ドル、買収資金も3,000億ドル超とみられる。業界では今後、合併・買収(M&A)のビッグディールが進むとみる向きが多い。

原油価格は足元の需要・在庫・供給という「需給ファンダメンタルズ要因」で変動する。将来の需給に対する思惑、金融要因、地政学的リスクといった「プレミアム要因」はあくまで副次的なものにすぎない。EIAは、世界経済の回復によって15年後半から原油の消費と生産が均衡し油価は上昇するとみる。これに対し米国の産油地域では、「原油価格の低迷はしばらく続き、一時的な価格下げ止まりはショートカバーにすぎない」「原油価格はさらに低下し、ダブルボトム(二番底)を形成する」といった悲観論すら出ている。

油価の帰趨^{きすう}は在米日系企業の事業環境にも影響する。上流の石油開発企業では、コスト圧縮のため資材を供給するコントラクターに20～30%のコスト削減を求めている。これまでシェールブームの追い風を受けて市場参入してきた企業は青息吐息の様相だ。油価下落による負の影響はエネルギー業界にとどまらず、金融機関にも及んでいる。エネルギー開発企業による債券発行額は、2000年の237億ドルから14年には1,957億ドルへと膨れ上がった。原油価格の下落はこうした債券格付けの下落に直結しており、債券を引き受けている金融機関にとっては深刻な事態である。

エネルギー多消費型産業の好調続く

他方、ガソリンなど石油製品を生産する製油所、自動車業界、電力業界、化学品業界、輸送業界などは、油価下落によるプラスの効果が顕著だ。とりわけフィ

リップス66やマラソン・ペトロリアムなどの石油精製企業は軒並み巨額の利益を生み続けている。連邦議会上院では原油輸出解禁についての議論が起きているが、石油精製業界は原油輸出解禁には慎重だ。

天然ガス業界も石油上流部門ほどには悪影響を受けていない。原発が停止して以降、火力発電所で使う液化天然ガス(LNG)の需要が急増するわが国では、調達を、原油価格に連動した割高な中東産LNGから市場価格(ヘンリーハブ価格)準拠で仕向け地フリーの安価な米国産LNGにシフトする取り組みが続けられている。油価下落によって中東産LNGの割高感は足元で後退しているとはいえ、米国産天然ガス価格は15年3月末で2ドル台半ばと、相変わらず低水準にある。日系企業が参画するフリーポート、キャメロン、コーブポイントの3カ所の輸出ターミナル建設は順調に進展している。年間8,000万トンという日本のLNG需要を踏まえると、世界全体で見た液化設備は過剰になっており、LNGの需給も緩み始めている。

「世界のエネルギー・キャピタル」と称されるテキサス州ヒューストンでは、油価下落前から着工したビルやアパートの建設が至る所で進む。事業用不動産サービス会社のCBREによると、延べ床面積1,635万平方メートル(m²)のオフィス50棟、同78万m²の物流施設85棟、同25万m²の商業施設が現在建設中である。14年末時点で2万6,630戸数分のアパートが建設中であり、さらに1万8,781戸数の着工が予定されている。ミッドタウンのギャラリア地区で建設が進む30階建ての高層アパートは、一つのフロアをわずか2世帯が占有する“億ション”だが、着工前に6割以上が売却済み。高級車の売り上げも好調だ。高所得者が多く住むシュガーランドなどのベッドタウンでは、スポーツ用多目的車(SUV)やピックアップトラックの売れ行きが前年比で15%伸びている。都市圏の拡大により朝夕の高速道路渋滞が激しさを増すヒューストンは、かつてのような「オイル&ガス一辺倒」ではなく、今や裾野が広い医療やIT、自動車などの産業が経済をけん引し始めている。油価下落で産油国から消費国への所得移転が起きているのと同様、産業間における富の移転も進みつつある。

US

注：税引き前利益に特別損益、支払利息、減価償却費を加算した値。有利子負債がキャッシュフローのどれくらいを占めているかを示す指標。