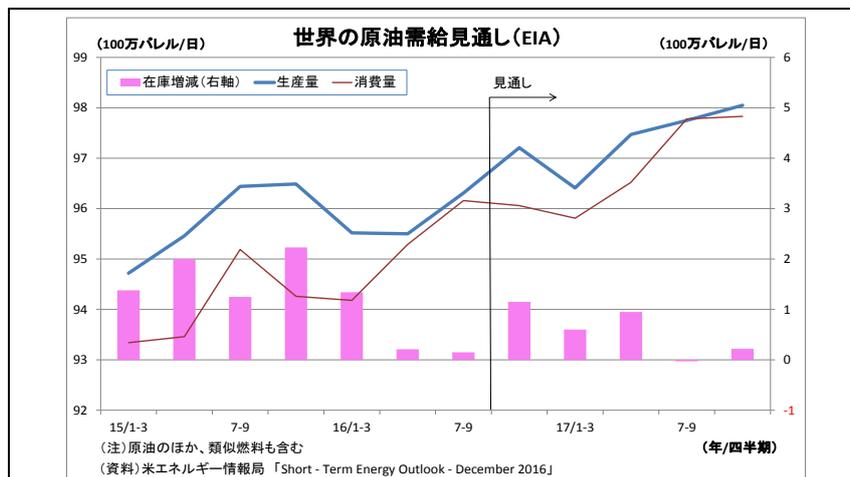


Weekly
エコノミスト・
レター2017 年原油相場の注目点と見通し
～金融市場の動き（1月号）

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

- （トピック）2017年の原油相場を左右する最大の材料となるのが、昨年終盤に合意された OPEC 加盟国と非加盟国による減産の遵守状況だ。「概ね守られている」との印象が打ち出せるかがポイントになる。同じく供給サイドでは、減産から除外されたリビアとナイジェリア、既に再稼働の動きがみられる米国の生産動向が注目される。需要サイドでは、牽引役であるインドと中国経済の動向が重要になる。需給以外ではドルの変動に注目。ドルと原油価格の関係は、通常逆相関になることが多い。また、リスクオフ（回避）にも注意が必要だ。市場がリスクオフ地合いになるとリスク資産である原油も売られやすくなるが今年はリスクオフに繋がりがかねないイベントが多い。2017年原油相場のメインシナリオとしては、年序盤は上値の重い展開になりそうだ。産油国の減産が曲がりなりにも実行されることが買い圧力になるが、買い越しポジションが既に積み上がっているように、ある程度織り込み済みである。また、減産不参加国による増産により減産効果が一部相殺されること、価格上昇が米シェールなどの増産を促すことが意識されること、中国やインドの景気減速感が強まることも上値を抑制する。その後、春頃以降は上昇基調になり、レンジが切りあがると予想。5月末 OPEC 総会では減産延長が決まる可能性が高い。また、年半ばからは需給均衡が意識されることが原油価格を押し上げる。ただし、米シェールの増産加速への警戒から、60ドル台の定着には至らないと見ている。なお、特に減産合意の遵守状況とそれを受けた市場の反応は不確実性が高く、価格変動リスクも相応に高い。どちらかと言えば、上振れリスクの方が高いだろう。
- （金融市場）目先は本日の米雇用統計次第だが、その後はトランプ期待が剥落、米決算でドル高の悪影響への懸念が強まることなどから、一旦ドル安に。金利もやや低下へ。



1. トピック：2017年原油相場の注目点と見通し

昨年春以降、40ドル台前半～後半で推移していたWTI原油価格は、11月30日のOPEC総会での減産合意を受けて50ドル台に上昇、12月10日のOPEC非加盟国による減産合意もあって、以降も50ドル台前半をキープしている。昨年は金融市場を大きく揺るがした原油相場だが、今年の展開はどうなるのか？注目材料を点検する。

（供給サイド：合意遵守状況と除外国の動向）

まず、2017年の原油相場を左右する最大の材料となるのが、昨年終盤に合意されたOPEC加盟国と非加盟国による減産合意の遵守状況だ。今年1月1日より、OPEC加盟国のうち11カ国が合わせて日量116万バレルの生産調整を実施（うちイランを除く10カ国が減産：右図表参照）するほか、非加盟国も11カ国で56万バレルの減産（うちロシアが30万バレル、メキシコが10万バレル）を実施することが合意されている。過去には合意破りが横行してきたが、今回はどの程度合意が遵守されるのか？が注目される。全く遵守されない状況は想定されないが、市場は既に減産をある程度織り込んでいるだけに、「全体としても国別で見ても、概ね守られている」との印象が打ち出せるかがポイントになる。

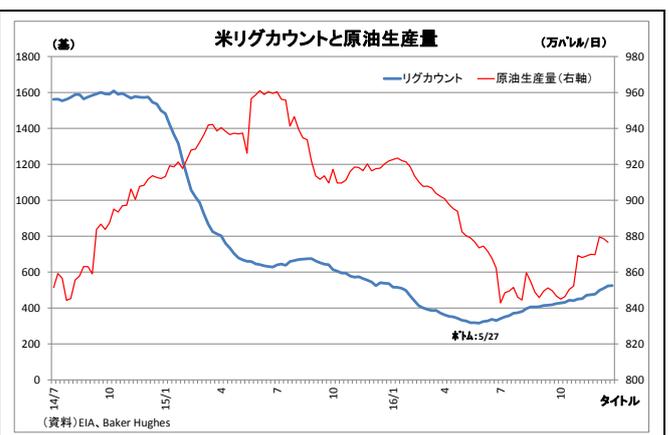
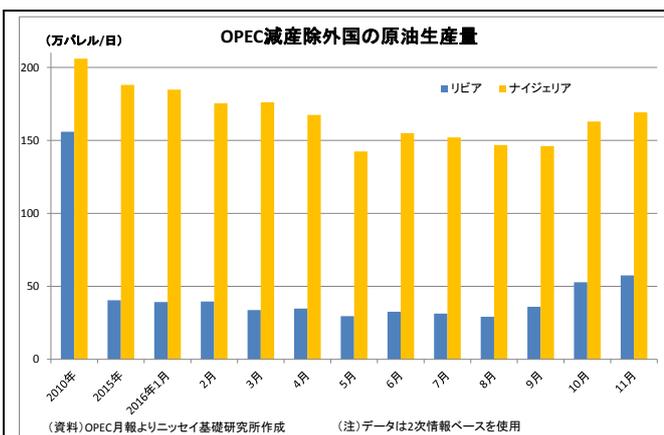
OPEC各国の合意生産量 (万バレル/日)

	基準生産量	合意生産量 (2017/1~)	減産幅
アルジェリア	109	104	-5
アンゴラ	175	167	-8
エクアドル	55	52	-3
ガボン	20	19	-1
イラン	398 (371)	380	9
イラク	456	435	-21
クウェート	284	271	-13
カタール	65	62	-3
サウジアラビア	1,054	1,006	-49
UAE	301	287	-14
ベネズエラ	207	197	-10
計	3,124 (3,097)	2,980	-116

(注)基準生産量は2016年10月(アンゴラは9月)の生産量
(資料)OPEC公表分よりニッセイ基礎研究所作成

1月分のOPEC生産量が記載される2月のOPEC月報公表日は2月13日だが、それ以前の段階でも報道等で各国の生産状況が断片的に伝えられるだろう。また、1月21日～22日には産油国による減産監視委員会が開催される予定となっており、遵守状況に関する情報が出てくる可能性が高い。

このように、今後は減産効果が期待される状況にあるが、OPEC減産から除外された国の動きには要注意だ。具体的にはリビアとナイジェリアである。両国ともに紛争や武装勢力による石油施設攻撃によって原油生産量が減少し、現在は生産再開に向けた取組みを進めている段階にある。この2カ国が生産を回復させるインパクトはかなり大きい。両国は11月にかけて増産を進めてきたが、リビアが正常な状況であった2010年を基準にすると、リビアの生産量は日量98万バレル、ナイジェリアは37万バレル



ルも低い水準に留まっている。もちろん短期でこの水準に回復するものではないが、今後の増産余地は大きい。実際、ナイジェリアの12月の生産は再び落ち込んだ模様だが、リビアは直近で日量70万バレル（11月は58万バレル）まで急ピッチで増産しているとの報道があり、動向が注目される。

また、そもそも減産合意の枠組みから外れている米シェールオイルの動向も重要になる。原油価格の持ち直しを受けて、米国のリグ稼働数は昨年5月末に底入れし、以降は増加傾向が続いている。直近の稼働数は5月末時点から7割弱高い水準にある。従来、米国のリグ稼働数と原油生産量には半年前後のタイムラグがあるため生産量の回復は遅れたが、10月からは生産量も増加しつつある。リグ稼働数は今後も増加が予想され、米国の生産量も増加していく可能性が高い。

これらの国々の生産量が増加すれば、減産合意国による減産効果はその分相殺されることになる。減産合意国の実際の減産規模とリビア、ナイジェリア、米国の増産規模のバランスが重要になる。

また、米シェールに関しては、トランプ新政権によるエネルギー・環境規制緩和が増産に繋がる可能性がある。年内の生産量への影響は考えにくいだが、将来の増産観測が油価の抑制に働くことは有り得る。

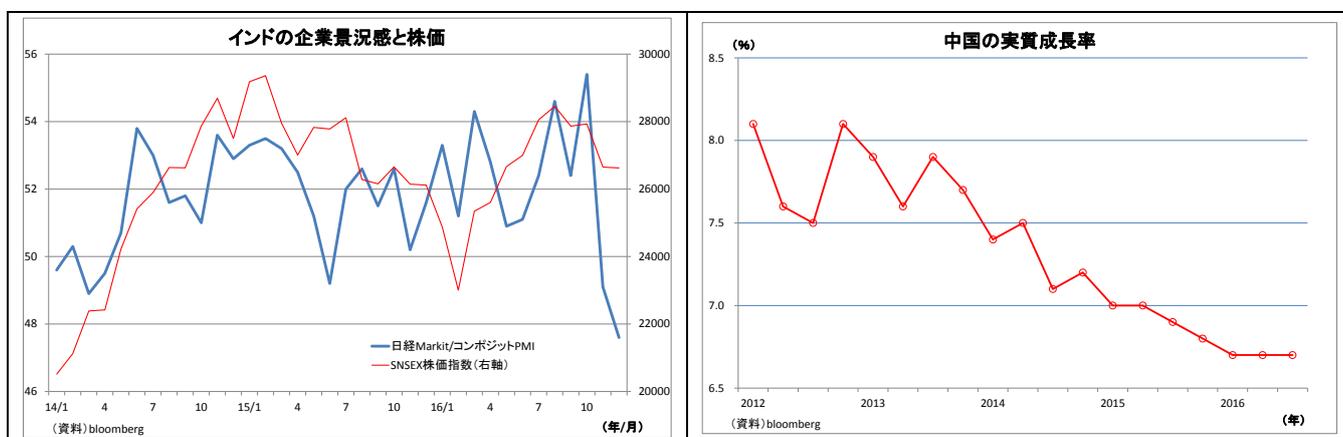
（需要サイド：中国・インド経済の動向）

一方、原油の需要サイドの注目はやはり世界経済の動向ということになるが、とりわけ、インドと中国経済の動向が重要になる。なぜなら、両国は世界の原油需要の牽引役であるからだ。OPECによれば、2016年の世界原油需要は前年から日量124万バレル増加する見込みだが、このうち両国の増加分が56万バレルと半分弱を占める。

ただし、両国ともに景気の減速懸念が高まっている。インドは11月に突如高額紙幣を廃止した影響で経済活動が混乱。11月以降、同国の企業景況感は急落、株価も軟調になっており、自動車販売も失速するなど、景気の下振れは避けられない情勢にある。

中国経済は政府のインフラ投資や自動車減税など政策の下支えによって下げ止まり感が出ていたが、住宅バブル抑制措置や自動車減税規模の縮小によって、今後は減速に向かう恐れがある。

供給サイドの材料ほどのインパクトはないものの、需給バランスに直結するだけに留意が必要になる。

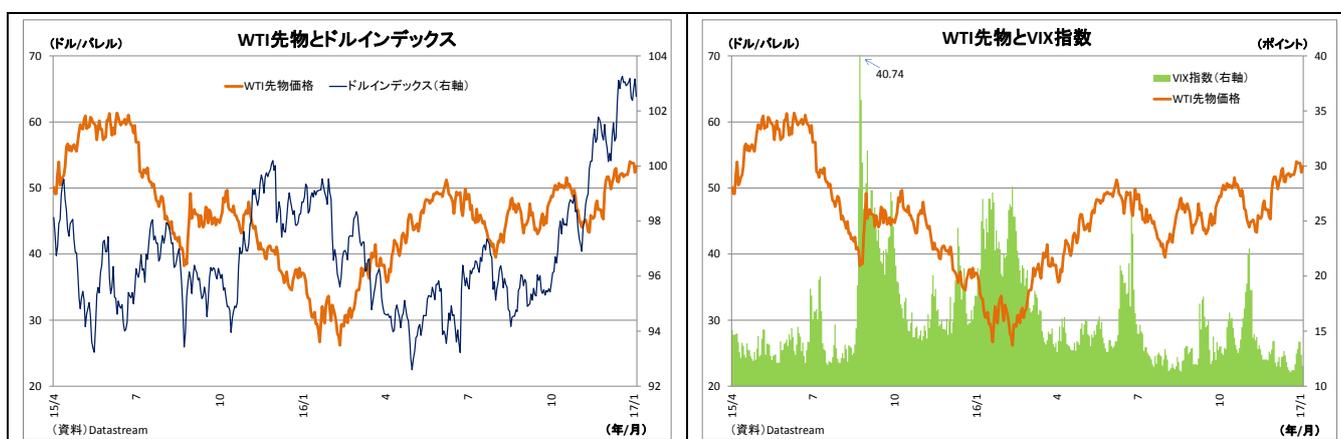


（金融市場の動向：ドルの変動とリスクオフ）

原油需給以外の注目材料としては、ドルの変動が挙げられる。ドルの複数通貨に対する強弱を表すド

ルインデックスと原油価格の関係は、通常逆相関になることが多い。国際原油価格はドル建てのため、ドルが高く（低く）なると、ドルを自国通貨としない国にとって割高感（割安感）が強まり、売られやすく（買われやすく）なるためだ。昨年 11 月半ば以降は、ドル高にもかかわらず原油高が進んだが、これは減産合意という強力な原油価格押し上げ材料が働いたためだ。今年のドル円はトランプ政権次第の面が強いが、その変動は原油価格に影響を与えるだろう。

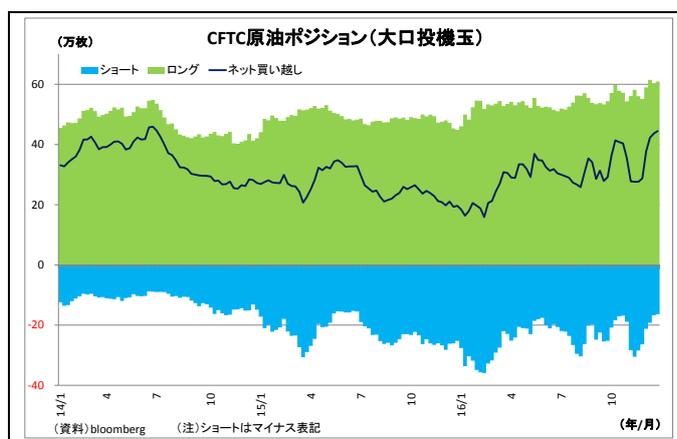
また、リスクオフ（回避）にも注意が必要だ。従来、市場で警戒感が強まり（米 VIX 指数は上昇）、リスクオフ地合いになると株などとともに原油も売られやすくなる。原油はリスク資産であるためだ。今年、トランプ政権の発足、欧州での重要な国政選挙、Brexit、新興国からの資金流出懸念（人民元安も含む）など、展開次第で市場のリスクオフに繋がるイベントが盛りだくさんなため、原油相場も影響を受けそうだ。



(メインシナリオ)

以上、今年の注目点を見てきたが、最後に原油価格のメインシナリオと主な理由について述べておきたい。

まず、年の序盤は上値の重い展開になりそうだ（WTI は 40 ドル台後半～50 ドル台半ばのレンジを予想）。産油国の減産が曲がりなりにも実行されることが買い圧力になるが、投機筋による WTI の買い越しポジションが既に近年まれに見る水準まで積み上がっていることが示すように、ある程度は織り込み済みである。また、減産不参加国の増産によって減産効果がある程度相殺されること、価格が上がることで米シェールなどの増産を促すことが意識されること、中国やインドの景気減速感が強まることも上値を抑制するだろう。



その後、春頃以降は上昇基調になり、レンジが切りあがると予想する（WTI は 50 ドル台前半～60 ドル強のレンジを予想）。5 月末の OPEC 総会での減産延長期待が高まり、実際総会では規模の調整こそあ

っても延長が決まる可能性が高い（減産を完全に停止すると原油価格が急落する恐れあり）。また、米国がドライブシーズンに入ることもあり、年の半ばからは需給均衡が意識されることが原油価格を押し上げる（表紙図表参照）。ただし、米シェールオイルの増産ペース加速への警戒から、60ドル台の定着には至らないと見ている。また、年間を通じて様々なリスクへの警戒から、たびたび市場がリスク回避的になり、原油価格の抑制に働くだらう。

なお、今年は原油相場を巡る不透明な要因が多い。特に減産合意の遵守状況とそれを受けた市場の反応は不確実性が高く、価格変動リスクも相応に高い。どちらかと言えば、上振れリスクの方がより高いだろう。

2. 日銀金融政策(12月)：円安容認姿勢が鮮明に

(日銀) 現状維持

日銀は12月19日～12月20日に開催された金融政策決定会合において、金融政策を維持した。具体的には、長短金利操作（マイナス金利▲0.1%、10年国債利回りゼロ%程度）、資産買入れ方針（長期国債買入れ年間80兆円増、ETF買入れ年間6兆円増など）においてこれまでの方針を維持したが、従来同様、ともに佐藤委員・木内委員が反対した（賛成7反対2）。

声明文では、景気の現状判断を「緩やかな回復基調を続けている」とし、前回の「新興国経済の減速の影響などから輸出・生産面に鈍さがみられるものの、基調としては緩やかな回復を続けている」から上方修正した。上方修正は1年7ヶ月ぶりとなる。内訳の項目では、輸出、個人消費、鉱工業生産の判断をそれぞれ上方修正している。

先行きの景気見通しについても、前回の「暫くの間、輸出・生産面に鈍さが残るものの、その後は緩やかに拡大していく」から、「緩やかな拡大に転じていくとみられる」へと判断を一步進めた。

会合後の総裁会見において、注目された最近のトランプ相場の受け止めについて質問された黒田総裁は、「追い風かと言われると、(中略)むしろ年の前半に向かい風があったのが、年の後半には向かい風がなくなったということ」と評価。具体的な影響については、「わが国の景気や物価の先行きの見通しについては、今後の金融市場の動向も踏まえつつ、次回の決定会合で十分議論して、「展望レポート」でお示しすることになる」と言及を控えた。

ただし、円安自体については、「現在の状況は円安というよりもドル高」、「今の時点で円安に回帰し過ぎて問題になるという見通しは持っていない」、「現在の為替の水準も、今年2月頃の水準なので、別に驚くような水準とは思っていない」などと、踏み込んだ発言が目立ち、円安容認姿勢が鮮明に出ていた。

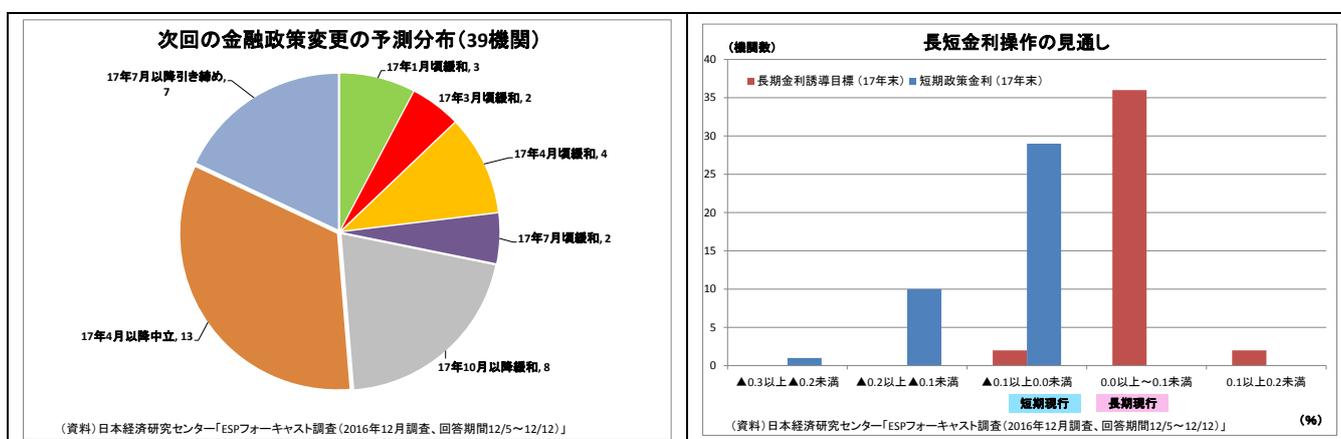
また、今回は米金利上昇によって本邦長期金利にも上昇圧力がかかる局面であったため、金利上昇を許容するか？という点にも注目が集まっていたが、「海外金利の上昇に応じてわが国の長期金利も上昇してよいか、長期金利の操作目標を引き上げるということは全く考えていない」と一蹴。金利上昇を牽制した。

現在年80兆円増としている国債買入れの減額については、「今後どのように変わっていくかということは、あくまでも適切なイールドカーブを実現することの結果として出てくるもの」、「当面、現状程度の国債購入が続いていくものと考えている」とし、年6兆円増としているETFの買入れについても、「どういった状況になればETFの買入れを減らすのかは、金融市場全体の動向や物価の動向によって、長短金利操作付き量的・質的金融緩和全体の中で考えていくことになる」、「ETF

だけ取り出して、株価が上がったから止めるとか、株価が下がったら拡大するとか、そうしたことは考えていない」と、ともに目先の減額を否定した。

なお、賃上げについても、「来年の春闘に向けて色々な動きが出ているとか、賃金が上昇していく環境、基盤は十分整っている」、「期待を持って春闘の動きに注目している」と述べ、企業の賃上げを促すことを忘れなかった。

トランプ相場（円安・株高の進行）は物価上昇を目指す日銀にとって追い風となるものであり、今回の会見は余裕が感じられた。2%のハードルが極めて高いという点は従来と何ら変わらないが、追加緩和を迫られる可能性は目下低下している。日銀は長短金利操作を粘り強く続けることで実現を目指すというスタンスを前面に出し、様子見を続けるだろう。少なくとも1年程度は長短金利操作の円滑な遂行に注力し、現行政策が維持されそうだ。



3. 金融市場(12月)の動きと当面の予想

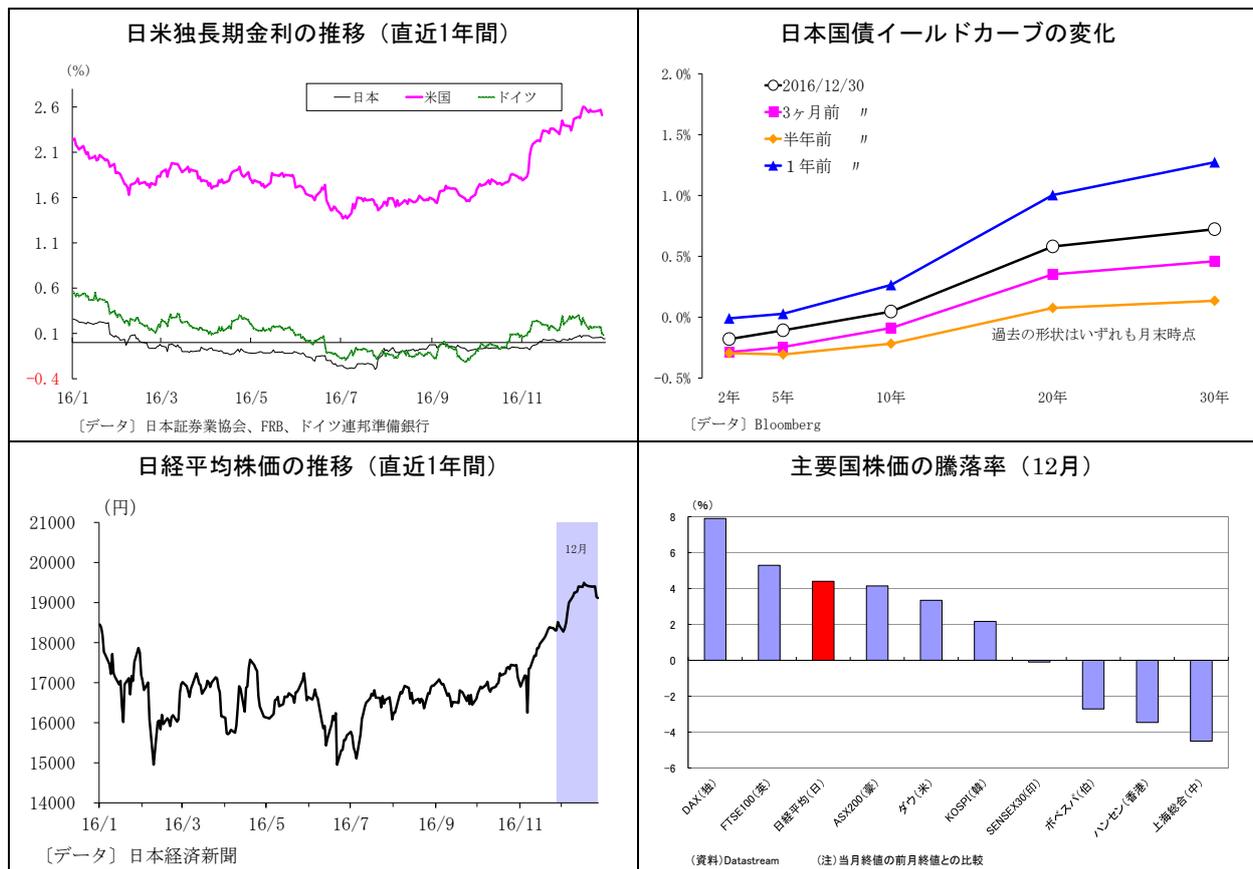
(10年国債利回り)

12月の動き 月初0.0%台前半からスタートし、月末は0.0%台半ばに。

月初、0.0%台前半から半ばで推移した後、OPEC非加盟国の減産合意を受けた米金利上昇が波及する形で12日には0.0%台後半に。14日に日銀が超長期国債買入れ増額とオペ予告を実施したことで一旦低下したが、同日の米FOMCで17年の想定利上げ回数が引き上げられたことに伴う米金利上昇を受けて16日には一時0.1%を付ける。以降は米金利上昇が一服したことに加え、20日の黒田総裁会見で長期金利の操作目標を引き上げない姿勢が示されたことでやや低下。利益確定などに伴う株安が進んだ29日には0.0%台前半に。月末も0.0%台前半で終了した。

当面の予想

足元は0.0%台半ばで推移。最近では米金利上昇の上昇が一服しており、金利上昇の抑制に働いている。今後はトランプ新政権発足に伴って過度の期待が一旦剥落することで米金利がやや低下し、それが波及する形で日本の長期金利も小幅に低下すると予想している。仮に米経済指標の改善などによって金利上昇圧力がかかる場面があっても、指し値オペや国債買入れ増額などの日銀の金利抑制策が警戒されるため、金利の上昇余地は限定的になる。



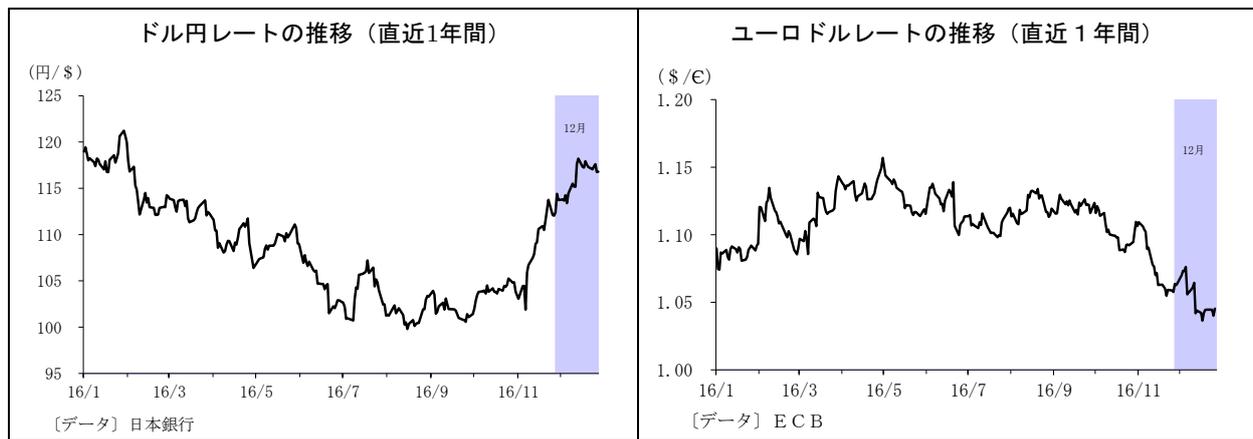
(ドル円レート)

12月の動き 月初 114 円台前半からスタートし、月末は 116 円台後半に。

月初は 103 円～104 円台での一進一退となったが、12 日には OPEC 非加盟国の減産合意を受けた米金利上昇とリスク選好によって 115 円台半ばへ。さらに、FOMC での 17 年想定利上げ回数引き上げを受けた 15 日には 117 円台、翌 18 日には 118 円台までドルが上昇した。その後は材料出尽くし感や地政学リスク（中国による米潜水艇拿捕、ドイツのテロ）が意識されたことで、117 円台に水準を落としての推移が続いたが、29 日には米住宅指標の悪化を受けて 116 円台後半に下落。月末も 116 円台後半にて着地した。

当面の予想

今年に入って一旦 118 円台までドル高が進んだが、思ったほどタカ派的でなかった FOMC 議事録や米雇用関連指標の悪化を受けてドルが売られ、足元では 116 円付近で推移している。目先は本日の米雇用統計の内容次第だが、その後はトランプ新政権発足に伴ってトランプ氏の発言が増え、いいとこ取りの期待が剥落すること、米 10-12 月期決算でドル高の悪影響への懸念が強まることなどから、一旦円高方向への調整が予想される。水準としては、115 円を割り込む可能性が高いと見ている。



(ユーロドルレート)

12月の動き 月初1.06ドル台前半からスタートし、月末は1.05ドル台前半に。

月初、1.06ドル台前半でスタートした後、イタリアの国民投票終了に伴う出尽くし感からユーロが買われ、5日には1.07ドル台へ。その後、ECB理事会で量的緩和が市場の予測を上回る9ヵ月延長となったことで1.05ドル台に下落。さらにFOMCで17年の想定利上げ回数が引き上げられたことでドル高圧力が強まり、15日には1.04ドル台前半に下落した。20日にはドイツでのテロ事件発生を受けて1.03ドル台まで下落したが、その後は1.04ドル台で推移。月末には米金利低下や持ち高調整のユーロ買いもあり1.05ドル台前半に上昇して終了した。

当面の予想

今年に入って、ドル高圧力の高まりから一旦1.03ドル台に低下したが、FOMC議事録や米雇用関連指標の悪化を受けたドル売りによって、足元は1.05ドル台前半に持ち直している。今後については、ドル円同様、目先は本日の米雇用統計次第だが、その後は過度のトランプ期待が剥落すること、米10-12月期決算でドル高の悪影響への懸念が強まることなどから、ややユーロ高圧力が強まると予想。ただし、欧州は春に蘭仏の重要選挙を控え、政治リスクが意識されやすいことから、ユーロが積極的に上値を追う展開にはなりにくい。

金利・為替予測表 (2017年1月6日現在)

		2016年	2017年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
アメリカ	FFレート (期末)	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25
	10年金利 (平均)	2.1	2.3	2.3	2.4	2.6
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
ドル円	(平均)	110	113	111	113	115
ユーロドル	(平均)	1.08	1.07	1.06	1.06	1.06
ユーロ円	(平均)	118	121	118	120	122

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。