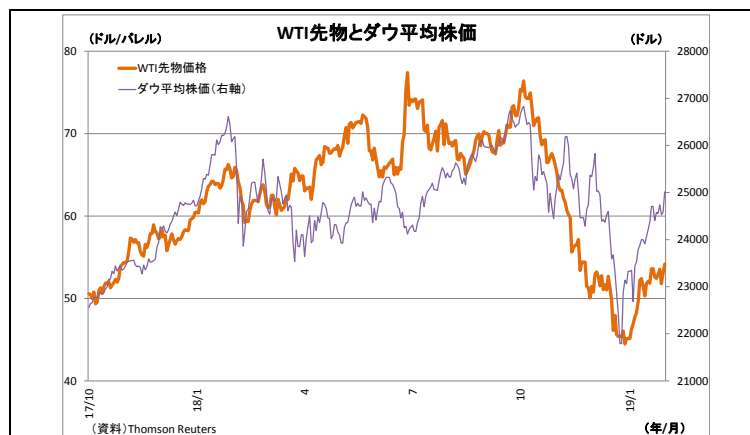


Weekly エコノミスト・ レター

原油相場の注目点と見通し ～カギを握るトランプ政権

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

1. 昨年終盤に急落した WTI 先物はやや持ち直したが、足元でも 53 ドル台に留まっている。今後の注目点と見通しを考える。
2. 原油価格に最も大きな影響を与えるのは原油需給だが、需要は世界経済の動向に左右される。そして、今後の世界経済の動向に大きな影響を与えるのが米中貿易摩擦となる。
3. 原油の供給面で注目されるのは、OPEC プラスによる協調減産の履行状況と米政権によるイラン・ベネズエラへの制裁動向だ。また、トランプ大統領による OPEC への口先介入も注目点となる。昨年 4 月以降、同氏は OPEC 批判を繰り返してきた。米国ではガソリン価格が 3 ドルを超えると消費マインドに悪影響が及ぶとも言われており、同氏は阻止を狙ったと考えられる。ガソリン価格 3 ドル接近に相当する原油価格は 65 ドル前後であるため、60 ドルを明確に突破すると、同氏による口先介入が再開される可能性が高い。米シェールについては、今後原油価格が上昇すれば、増産ペースが加速する可能性が高い。
4. 以上、今後の注目材料を挙げてきたが、米中貿易交渉をはじめトランプ政権にまつわるものが多い。見通しとしては、原油需給は今後供給過剰緩和が確認できるだろう。米中貿易交渉は何らかの合意に至る可能性が高く、世界経済の急減速は避けられるだろう。一方、供給面では、OPEC プラスの減産が概ね順守されるはずだ。経済成長と政府歳入を原油に頼るサウジは価格上昇を望んでいるとみられるためだ。供給過剰の緩和が確認され、原油価格は持ち直しに向かう可能性が高い。ただし、原油価格が持ち直すと、米国の増産ペースが加速するほか、トランプ大統領の口先介入も再開し、価格抑制に働く可能性が高い。同氏は制裁についても原油価格急騰を招く対応は採らないだろう。従って、原油価格は今後緩やかに上昇するものの、上昇余地は限定的になる。春にかけて持ち直した後も、年末にかけて 50 ドル台半ばから 60 ドル強を中心とする推移が予想される。



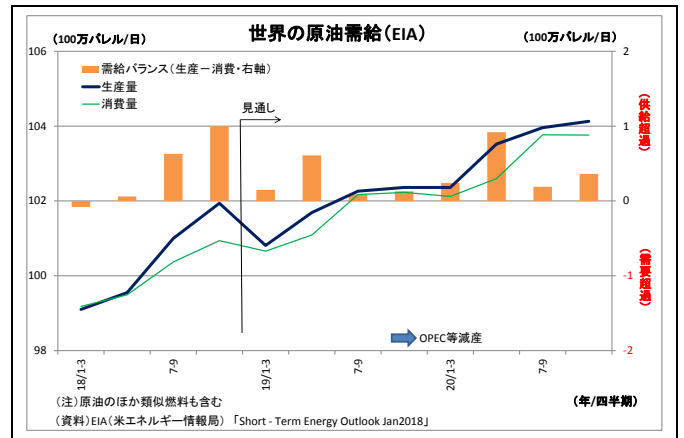
1. トピック：原油相場の注目点と見通し

昨年の原油価格（WTI 先物価格）は振れの大きい展開であった。10月にかけてはOPEC その他主要産油国¹（以下、「OPEC プラス」と表記）の協調減産が着実に遂行される中、経済危機に陥っているベネズエラの生産が減少したうへ、米トランプ政権によるイラン制裁発動（11月以降原油禁輸）を控えて需給の逼迫懸念が高まったことで上昇基調となり、一時1バレル70ドルを突破した。

しかし、その後はイラン原油禁輸について主要輸入国8カ国が適用猶予となり、骨抜きになったことで需給が緩和、米中貿易摩擦などから世界経済の減速懸念が強まったこともあって価格が急落し、年末には一時45ドルを割り込んだ。

今年に入ってから米中貿易摩擦への懸念が緩和したほか、OPEC プラスによる減産が開始されたことなどからやや持ち直したが、足元でも53ドル台に留まっている。

原油相場が今後どうなるのか？主な注目点と見通しを考える。

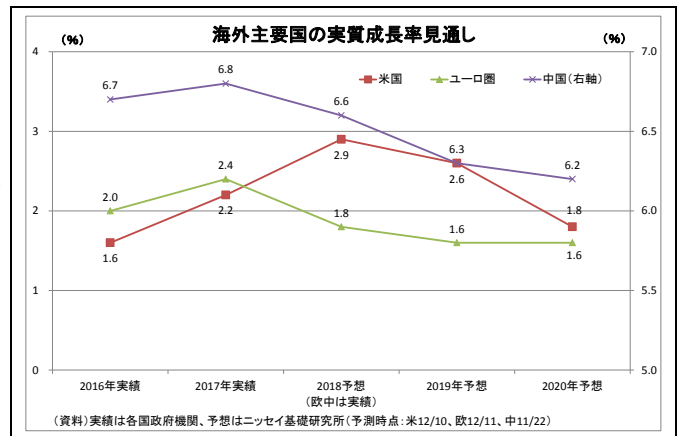


（需要面の注目点：貿易摩擦と世界経済）

原油価格に最も大きな影響を与えるのは原油の需給（ならびに需給観測）だが、まず、需要は世界経済の動向に左右される。昨年は中国経済が減速するなか、米国経済の加速が世界経済を下支えしたが、今年は米国経済も減速が見込まれることから、市場の減速懸念は強い。

また、そうした世界経済の動向に大きな影響を与えるのが米中貿易摩擦だ。現在両国は通商協議を行っているが、米政権は、合意に至らなかった場合には中国製品2000億ドル分の関税を引き上げること

（10%→25%）を予告している。もし、関税引き上げが現実のものとなれば、貿易摩擦がさらに激化し、世界経済にとって強い逆風となる。この場合、原油需要は抑制されるため、原油価格の下落材料になる。



（供給面の注目点：協調減産とトランプ政権の制裁・口先介入）

次に原油の供給（生産）面でまず注目されるのは、OPEC プラスによる協調減産の履行状況だ。昨年12月のOPEC総会（と翌日の拡大会合）で、OPEC プラスとして1月から6ヶ月間にわたり日量120万バレル（うちOPECが約80万バレル、その他産油国が40万バレル）の減産を実施することが決定され、1月には各国別の減産割り当て状況も公表された。

2017年以降、OPEC プラスによる生産調整は全体として予想以上に履行されてきたが、今回も着実な履行が確認できれば、原油価格の押し上げ材料になるだろう。OPEC加盟国（減産除外国を含む）の1月

¹ OPEC加盟国とロシア、メキシコ、カザフスタンなど非OPEC産油国の10カ国

の生産状況については、報道によれば、前月比 89 万バレル減 (2019. 2. 1 ロイター報道) とまずまずの出足となったようだが、OPEC としての正式なデータは、今月 12 日に公表される OPEC 月報で明らかになる。

また、米政権から制裁を受けるイランとベネズエラの生産動向も注目材料だ。

米政権は 11 月 5 日にイラン産原油の禁輸を各国に求める制裁を発動したが、原油価格高騰を防ぐため、主要 8 カ国については 180 日間の適用除外を認めた。この 8 カ国でイランからの輸出全体の約 8 割を占めるため、制裁の影響がかなり緩和されている。5 月上旬に適用除外の期限を迎えることになるが、適用除外の (一部) 延長がされるか否かによってイランの生産量は大きく左右されることになる。

また、米政権はベネズエラに対しても段階的に制裁を行っており、1 月下旬にも同国国営石油会社 PDVSA を制裁の対象に指定した。70 億ドル規模の資産が凍結され、原油生産への悪影響が予想される。ベネズエラの原油輸出の約 4 割は米国向けであるため、今後も制裁が強化されれば、同国の生産量はダメージを受けることになる。

さらに、OPEC の生産動向はトランプ政権の口先介入の影響も受ける。トランプ大統領は昨年 4 月 20 日以降、頻繁に OPEC への批判を行った。内容は「OPEC のせいで原油価格が高すぎる、引き下げるべきだ」、「OPEC は減産するべきではない」など、原油価格押し下げを狙ったものばかりであった。

この背景には、原油価格が上昇すると米国内でのガソリン小売価格が上昇し、支持者の不満や消費の逆風に繋がりがかねないとの (トランプ大統領の) 懸念があったとみられる。

実際、同氏が OPEC 批判を開始した昨年 4 月下旬は、原油価格上昇によって米国内のガソリン小売価格が大きく上昇し、レギュラーガソリン価格 (全米平均) が 1 ガロン 2.7 ドルを突破した時期にあたる。米国では、ガソリン価格が 3 ドルを超えると消費マインドに悪影響が及ぶとも言われており、同氏は 3 ドル接近を阻止するために、口先介入を行ったと考えられる。米ガソリン価格は、その後も 3 ドル弱で高止まりし、その間同氏による口先介入は続いた。ガソリン価格が 2 ドル台半ば以下となった 11 月から 12 月初旬にも口先介入はあったものの、12 月上旬の OPEC 総会で大幅な減産が実現され、価格が急上昇することを阻止するための予防的措置であったとみられる。現に 120 万バレルの減産が決まった後の原油・ガソリン価格の上昇は限定的に留まっており、トランプ大統領も口先介入を行っていない。

米ガソリン価格と WTI 先物価格の関係性は完全に連動しているわけではないが、連動性は強い。ガソリン価格が 2.7 ドルに相当する WTI 先物価格は 65 ドル前後となる。従って、原油価格が 60 ドルを明確に突破すると、トランプ大統領が口先介入を再開する可能性が高い。

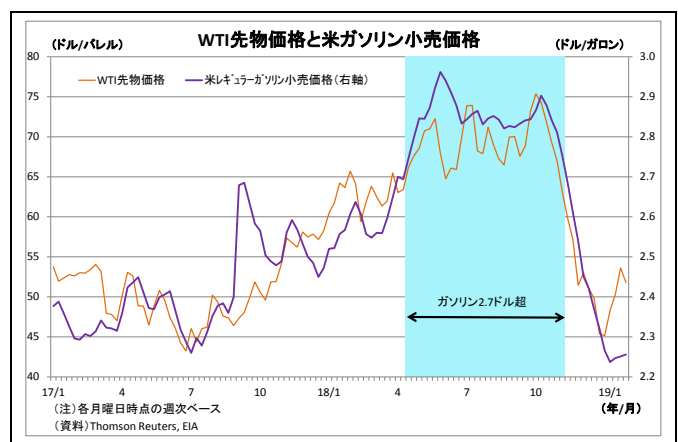
OPEC プラスの減産割り当て状況

(万バレル/日)

	基準生産量	減産量	減産後生産量	12月生産量
サウジアラビア	1,063	32	1,031	1,055
イラク	465	14	451	471
UAE	317	10	307	322
クウェート	281	9	272	280
その他減産参加国 (OPEC)	549	17	532	545
OPEC 計	2,675	81	2,594	2,673
ロシア	1,142	23	1,119	N.A.
その他減産参加国 (非OPEC)	690	15	675	N.A.
非OPEC 計	1,832	38	1,794	N.A.
OPEC プラス 計	4,507	120	4,387	N.A.
イラン	--	--	--	277
ベネズエラ	--	--	--	115

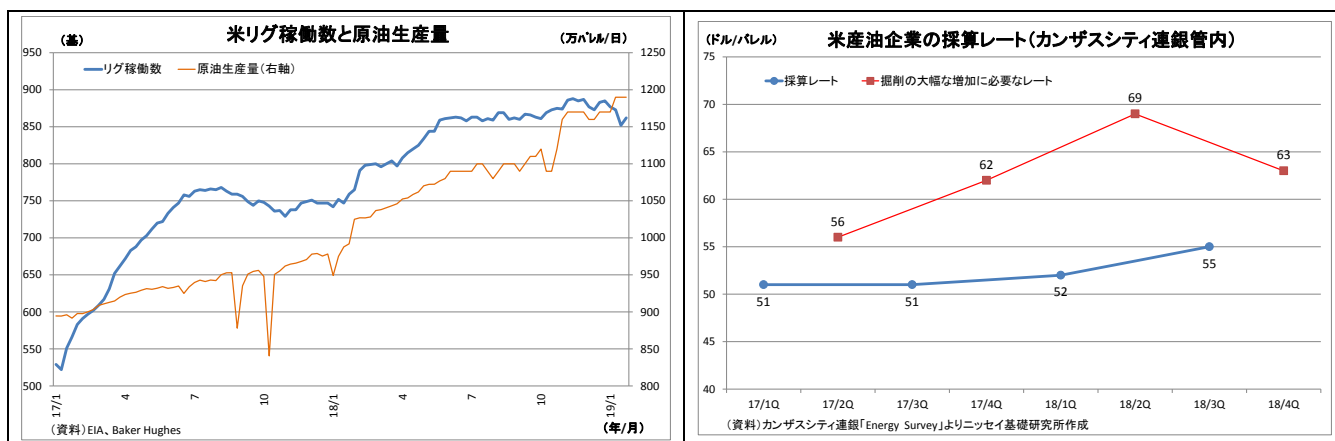
(注) 基準生産量は主に10月の生産量実績 (イラン、ベネズエラ、リビアは減産除外)

(資料) OPEC 資料よりニッセイ基礎研究所作成



そして、トランプ大統領の口先介入は OPEC の盟主であるサウジアラビア（以下、「サウジ」）を通じて OPEC の生産方針に影響を与え得る。サウジは武器の調達をはじめとする安全保障を米国に頼っているため、トランプ大統領の意向を無視することはできないはずだ。また、市場も米国の影響力を認識しているため、トランプ大統領による口先介入は価格下落材料になってきた。

なお、シェールオイルを中心とする米国の増産は今年の原油価格の押し下げに働いてきたが、昨年秋以降は増産ペースが大きく鈍っており、生産の前段階にあたるリグ稼働数も減少している。原油価格が大きく下落したことで、採算が悪化したためだ。カンザスシティ連銀によると、同連銀管内に所在する産油企業の直近の採算レート（WTI ベース）は平均で 50 ドル台半ばであり、掘削の大幅な増加に必要なレートは 60 ドルを超えていることから、現在の価格は大幅な増産を促す水準ではないと考えられる。ただし、今後原油価格がさらに上昇した場合には、米国の増産ペースが加速し、原油価格の抑制に働く可能性が高い。



(見通し：持ち直すが上値は重い、トランプ政権の出方がカギに)

以上、今後の注目材料を挙げてきたが、米中貿易交渉、イラン・ベネズエラへの制裁、OPEC への口先介入といったトランプ政権にまつわるものが多い。つまり、トランプ政権の出方が今後の原油価格の行方を左右するということだ。従って、今後の原油相場を見通すうえでも重要な要素になる。

これを踏まえて、最後に原油価格の見通しを考える。

原油需給は今後供給過剰の緩和が確認できるだろう。米中貿易交渉は 3 月 2 日の期限までに何らかの合意に至る可能性が高い。米中政権ともに貿易摩擦激化に伴う景気・株価への悪影響を懸念しており、さらなる激化は望んでいないとみられる。米国による関税の引き上げは見送られ、世界経済の急減速は避けられるだろう。そうしたなか、供給面では、OPEC プラスの減産が概ね順守されるはずだ。これまで減産を主導してきたサウジは 12 月の段階で生産量を絞る姿勢を見せており、率先して減産を行うことが見込まれる。経済成長と政府歳入を原油に頼る同国は景気低迷と財政赤字に苦しんでおり、(米国を刺激しない程度の) 原油価格上昇を望んでいるとみられるためだ。減産は 6 月末の期限の後も何らかの形で続けられるだろう。結果として供給過剰の緩和が確認され、原油価格は持ち直しに向かう可能性が高い。

ただし、原油価格が持ち直すと、再び米国の増産ペースが加速し、原油価格を抑制する。また、60 ドルを明確に超えるとトランプ大統領の口先介入が再開し、価格抑制に働く可能性が高い。さらに、同

氏は原油価格の急上昇を避けるため、5月上旬に期限を迎えるイラン産原油禁輸の適用除外判断では、一部適用除外を続けるなどの対応を採る可能性が高い。ベネズエラへの制裁についても、原油価格急騰を招く対応は採らないだろう。

従って、原油価格は今後緩やかに上昇するものの、上昇余地は限定的になる。春にかけて持ち直した後も、年末にかけて50ドル台半ばから60ドル強を中心とする推移が予想される。ただし、トランプ大統領の言動は予見可能性が低いため、不透明感が強い点も否めない。

2. 日銀金融政策(1月) : 2019年度の物価見通しを大幅に下方修正

(日銀) 現状維持

日銀は1月22日～23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(長短金利操作の賛否・・・賛成7・反対2)。原田、片岡両審議委員は、従来同様、長短金利操作とフォワードガイダンスに対して反対を表明した。

会合終了後に公表された展望レポートでは、景気の総括判断を従来同様、「緩やかに拡大している」に据え置いたほか、個別項目にも特段の変更は無かった。先行きの景気見通しについては、「拡大基調が続く」と表現をやや変更(前回12月会合後の声明文では「緩やかな拡大を続ける」)している。需給ギャップのプラス圏維持や予想物価上昇率の高まりによって、物価上昇率が2%に向けて上昇していくとのシナリオに変更は無い。

リスクバランスについては、前回10月の展望レポート同様、経済見通しについては「海外経済の動向を中心に下振れリスクの方が大きい」、物価見通しについては「中長期的な予想物価上昇率の動向を中心に下振れリスクの方が大きい」とし、それぞれリスクは下方に傾いていると評価している。

2018～20年度の政策委員の大勢見通し(中央値)では、2018年度から20年度にかけての物価上昇率が前回展望レポートから下方修正された。とりわけ2019年度については、0.5ポイントの大幅な下方修正となった(前回1.4%→今回0.9%)。物価見通しは相変わらず下方修正が続いており、2020年度時点でも1.4%まで下がってきている。2%目標との乖離がますます拡大しており、物価目標達成の道筋は見通せなくなっている。

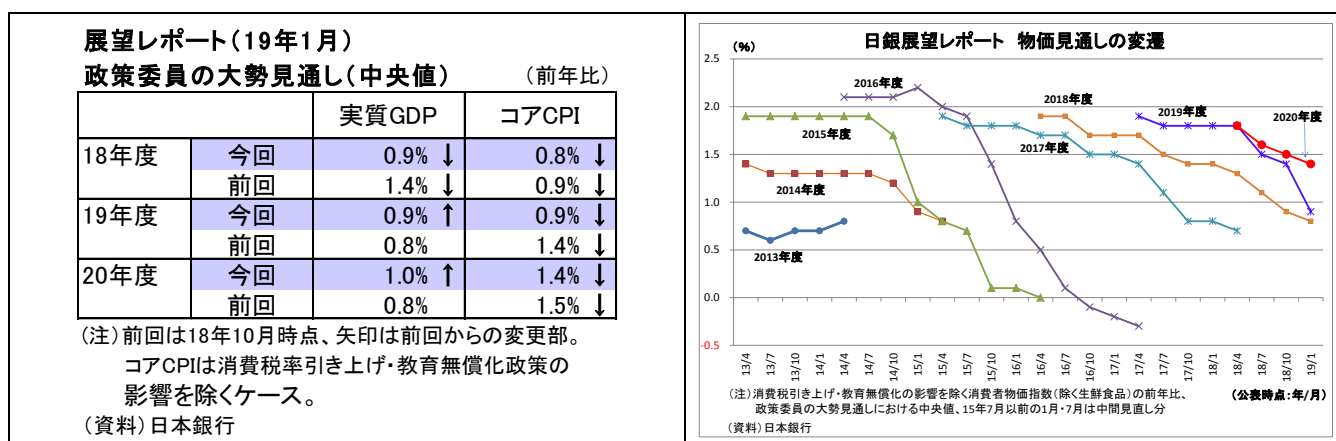
会合後の総裁会見において黒田総裁は、2019年度物価見通しの大幅な引き下げについて、「昨秋以降の原油価格の下落によるところが大きく、その直接的な影響は一時的なものにとどまる」と考えられ、「物価安定の目標に向けたモメンタムはしっかりと維持されている」と説明。「需給ギャップがプラスの状態ができるだけ長く続くよう、政策の持久力を意識し、ベネフィットとコストの両方を考慮しながら、適切な政策運営を行っていくことが大事」であり、「現在の強力な金融緩和を粘り強く続けていくことが最も適当である」との認識を示した。

また、年末年始の市場の不安定化については、「市場の動きは、先行きの不確実性に対してやや過敏であった」との見方を示した。不安定化の背景にある世界経済の下振れ懸念については、「現時点で米国にしても中国にしても、メインシナリオを変えるようなリスクが顕在化しているとか、顕在化しつつあるという状況ではない」としつつ、「リスク自体はやや高まっているということだ」と思うので、(中略)必要があればもちろん追加的な措置もとる」と説明した。その関連で、日銀の追加緩和余地が狭まっているという見方については、「(量的緩和などの)非伝統的な金融政策の

余地が狭まっているということではないので、政策の余地が全体として狭まっているとは思わない」と完全に否定した。

今後見込まれる携帯電話料金の引き下げが物価に与える影響については、「携帯電話料金は一定のウエイトがあるため、足許で消費者物価の上昇率を引き下げる方向に働くことはありうる」ものの、「消費者の実質所得が増えることと同じことなので、中長期的にみると（中略）消費者物価の引き上げ要因にもなり得る」と説明。今後、料金プランが明らかになった段階で議論していくとの方針を示した。

その後、1月31日に公表された「金融政策決定会合における主な意見（1月開催分）」では、会合において、海外経済を巡る下振れリスクを警戒する意見が相次いでいたことが明らかになった。そうしたもとで、金融政策運営については、「現在の金融緩和と政策を継続すべき」との意見が引き続き多数を占めていたが、「経済・物価の下方リスクが顕在化するならば、政策対応の準備をしておくべき」、「当面は政策変更がない、という予想が金融市場で過度に固定化されてしまうことを防ぐ工夫が必要」など、追加緩和の準備、追加緩和観測への働きかけを促す意見も散見された。



なお、物価目標達成に向けたハードルはますます高まっているが、日銀は副作用への警戒から容易に追加緩和に踏み切れない状況にある。従って、出きる限り現状維持を続けるだろう。やむを得ず追加緩和に踏み切る際も、即時の副作用が小さいETF買入れ増額やフォワードガイダンスの強化が最有力の選択肢になるとみられる²。

中期的には、日銀は副作用緩和のために、さらなる金利変動幅の拡大（実質的な金利上昇許容幅の拡大）に向わざるを得ないと見ているが、世界経済が失速を回避するとの前提でも、消費税率引き上げの影響が一巡するまでは難しい。次回の金利変動幅拡大は2020年半ばと見込んでいる。

3. 金融市場(1月)の振り返りと当面の予想

(10年国債利回り)

1月の動き 月初-0.0%台前半でスタートし、月末も0.0%で終了。

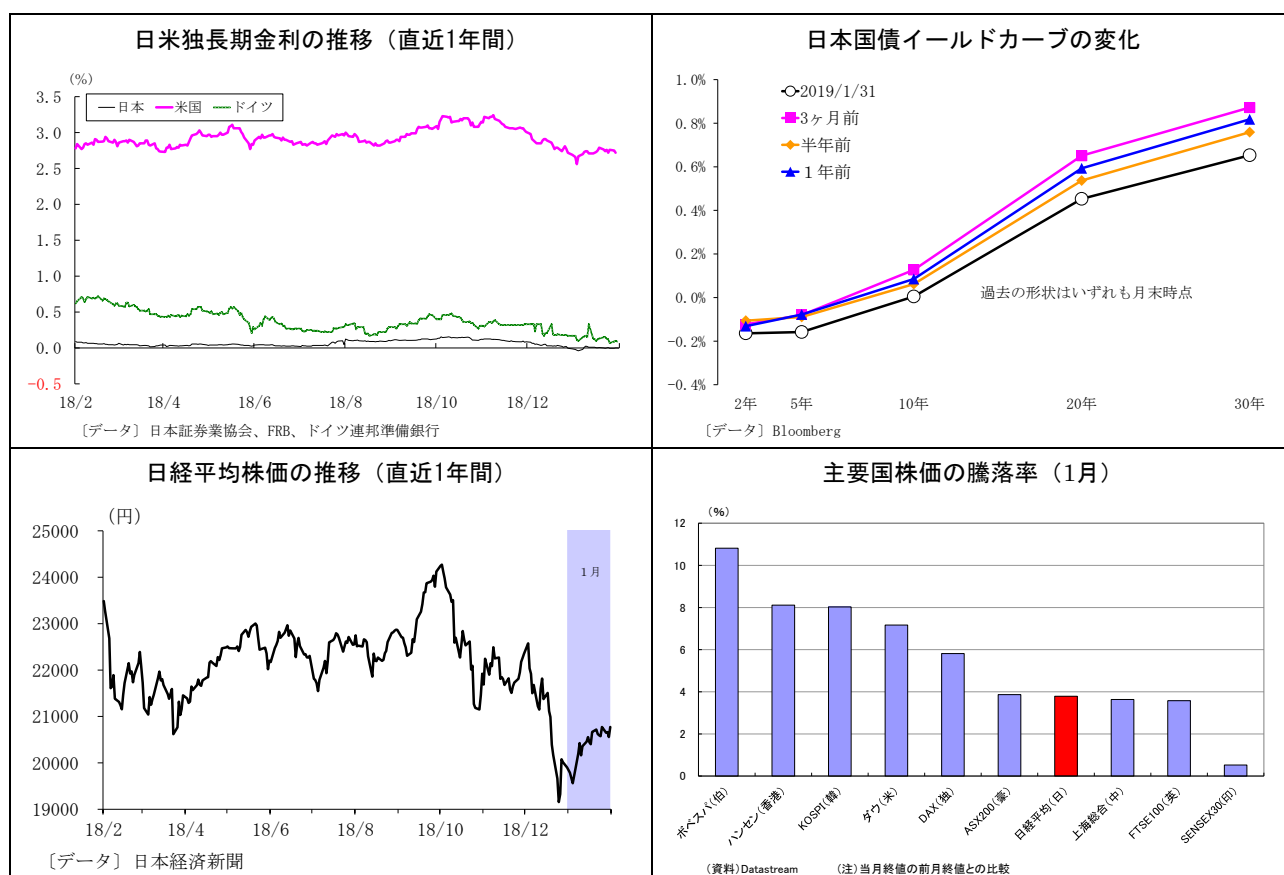
月初、米中の弱い景況指数やアップルの売上下方修正を受けて世界経済の先行き不安が高まり、

² 追加緩和の余地や選択肢の考察については、「[日銀の追加緩和余地を考える～有効な手段は残っているのか？](#)」(基礎研レター、2018年12月28日)をご参照ください。

4日に-0.0%台半ばに接近したが、良好な米雇用統計結果やFRB議長による金融政策の柔軟化示唆を受けたリスクオフの緩和、米中交渉の進展期待などから上昇し、8日には0.0%台前半に回復。しばらく、わずかなプラス圏での推移が続いたが、強めの入札結果を受けて16日に0.0%に低下、IMFの世界経済見通し下方修正や日銀の短期国債買入れ増額を受けた22日には再び小幅なマイナスに低下。以降は0.0%を挟んで低迷、月末もハト派的なFOMC結果による米金利低下の波及によって金利が抑制され、0.0%で終了した。

当面の予想

今月に入り、米利上げ休止観測がさらに高まり、米長期金利のさらなる低下を受けて、足元は-0.0%台前半に低下している。今後も米国の利上げ一時休止が意識されやすく、日本の長期金利も抑制された状況が続くそう。米中貿易摩擦への警戒が残ること、英国のEU離脱問題が混迷していることも安全資産としての国債需要に繋がり、金利抑制要因となる。また、金融市場の不透明さが残るなか、日銀が国債買入れ額を大幅に減額するとも思えない。当面は0.0%前後での推移が続くことが予想される。



（ドル円レート）

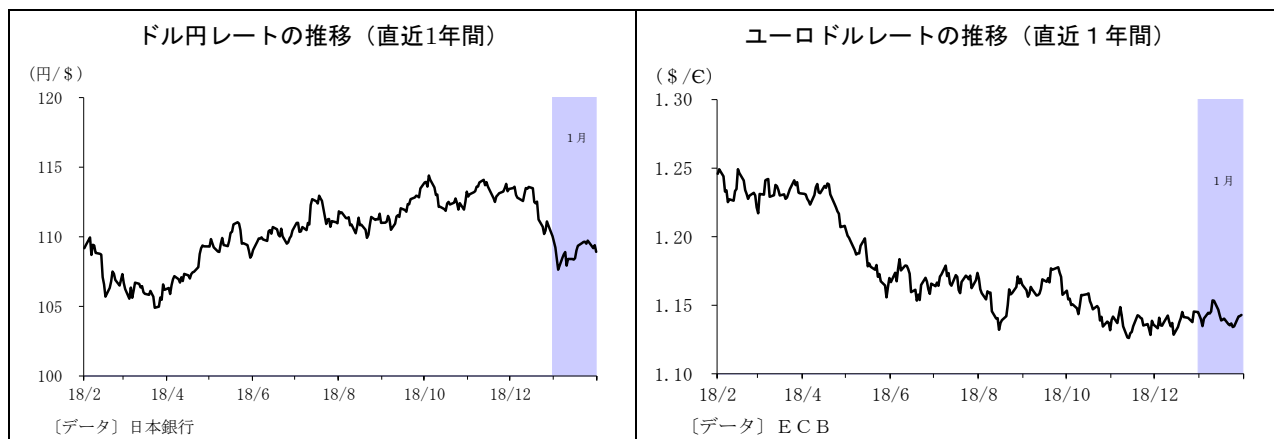
1月の動き 月初107円台後半でスタートし、月末は108円台後半に。

月初、米中の弱い景況指数やアップルの売上下方修正を受けて急激なリスクオフの円買いが発生し、3日の海外市場で104円台に下落した後、良好な米雇用統計結果やFRB議長による金融政策の柔軟化示唆を受けたリスクオフの緩和、米中交渉の進展期待などから持ち直し、7日には108円台を回復。その後はしばらく主に108円台で膠着した推移となったが、メイ英首相の続投決定、米金融大手の予想を上回る決算を受けてリスク選好が強まったことで、17日には109円台を回復した。月後半は109円台での推移が続いたが、FOMCで金融引き締めに慎重な姿勢が示されたことでドルが

売られ、月末は 108 円台後半で終了した。

当面の予想

今月に入り、足元も 108 円台後半で推移している。FRB が利上げの一時休止を示唆したことは、市場のリスク回避緩和を通じて円安圧力になる一方、米金利低下を通じたドル安圧力になることでドル円の上値は重くなる。従って、当面は基本的にドル円の上値が重い状況が続きそうで、1 ドル 110 円弱での推移が予想される。そうしたなか、本日の米雇用統計に加えて、米中貿易摩擦、英 EU 離脱問題、米政府閉鎖再開有無などが水準調整の材料となる。これらの問題が今後緊迫化するおそれもあるだけに、リスクオフの円高に警戒が必要な時間帯が続く。



(ユーロドルレート)

1月の動き 月初 1.14 ドルでスタートし、月末は 1.14 ドル台後半に。

月初、1.14 ドルを挟んだ一進一退の推移が続いた後、FRB の利上げ見送り観測が強まり 10 日に 1.15 ドル台に上昇したが、予想を下回るユーロ圏の生産指標を受けて、14 日には 1.14 ドル台に。さらに冴えない経済指標が続き、16 日には 1.13 ドル台後半まで下落した。その後は ECB 理事会後のドラギ発言がハト派的であったこともあり、しばらく 1.13 ドル台前半から 1.14 ドルでの低迷が続いたが、30 日の FOMC がハト派的な内容となったことでドルがやや売られ、月末は 1.14 ドル台後半で終了した。

当面の予想

昨日公表されたユーロ圏の成長率が冴えなかったことで、足元は 1.14 ドル台前半に低下している。FRB の利上げ一時休止示唆はユーロの追い風だが、ユーロ圏の経済指標が非常に弱く、ECB の利上げ観測後退を通じてユーロの上値を抑えている。当面、ECB の利上げ観測が盛り上がる可能性は低い。また、1 月に入ってからは反応が鈍くなっているが、英 EU 離脱問題も経済的繋がりが強いユーロ圏の通貨であるユーロに影響する。同問題は混迷しているが、今後さらに緊迫化すれば、ユーロの下落材料になるだろう。ユーロドルは当面横ばい圏を予想するが、下振れリスクも高めと見ている。

金利・為替予測表(2019年2月1日現在)

		2018年	2019年				2020年
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
アメリカ	FFレート (期末)	2.50	2.50	2.75	2.75	3.00	3.00
	10年金利 (平均)	3.0	2.8	3.0	3.0	3.3	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
ドル円	(平均)	113	109	111	113	112	111
ユーロドル	(平均)	1.14	1.14	1.15	1.16	1.17	1.18
ユーロ円	(平均)	129	125	128	131	131	131

(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。