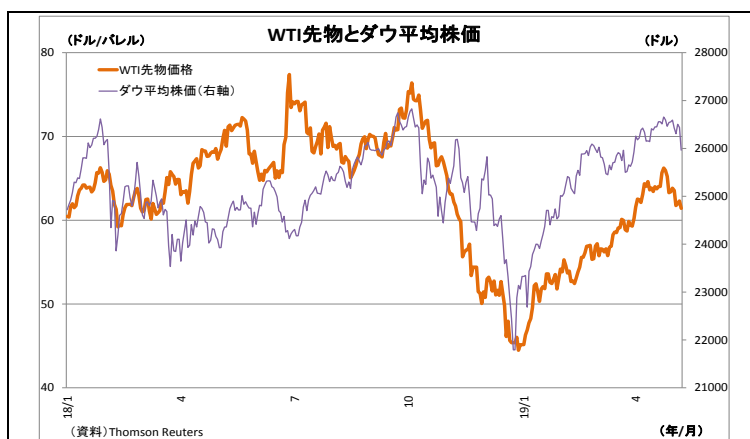


Weekly エコノミスト・ レター

イラン原油全面禁輸発動、 原油相場はようになる？

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. 4月下旬に米トランプ政権はイラン産原油禁輸の制裁に関して一部国・地域に認めていた適用除外の撤廃を発表、今月2日以降は同国産原油の全輸入が米制裁の対象となった。大きな変化を迎えた原油市場だが、この先どのような展開になるのだろうか。
2. 今後の注目点として、原油供給面では、①米制裁を受けるイラン・ベネズエラの供給減少度合い、②大規模な武力衝突が発生しているリビアの供給減リスク、③（イラン・ベネズエラの供給減の埋め合わせとしての）OPECプラスによる増産の有無が注目される。需要面では、引き続き米中貿易摩擦の行方が最大の注目点になる。米政権は先日、対中関税の引き上げを表明した。もし、これが現実のものとなれば、世界経済の押し下げを通じて原油需要を減少させることになる。
3. 原油価格の見通し（年内）を考えると、メインシナリオとしては、1バレル55ドルから60ドル台後半をレンジとするボックス圏での推移が予想される。今後、イランとベネズエラの原油供給は減少するものの、OPECと米国の増産で概ね穴埋めされることが見込まれる。米国の圧力を受けるサウジをはじめとするOPECはある程度増産せざるを得ないだろう。また、足元の原油価格は米シェールの採算レートを十分上回っているとみられ、米国の原油生産量も緩やかに増加することが見込まれる。米政権発の貿易摩擦に関しては、激化すると米国自身に跳ね返ってくるだけに、いずれブレーキを踏まざるを得ない。結果として、需給バランスが大きく傾くことは避けられ、原油価格もボックス圏に留まると予想。ただし、各国の思惑が複雑に絡み合うだけに、上振れ・下振れリスクも高い。
4. 原油価格がボックス圏での推移となれば、金融市場への影響も限られる。ただし、大きく動いた場合は金融市場全体の混乱の元になりかねない。原油価格が大きく上昇しても、逆に下落しても、日本株安・円高圧力に繋がる可能性が高い。

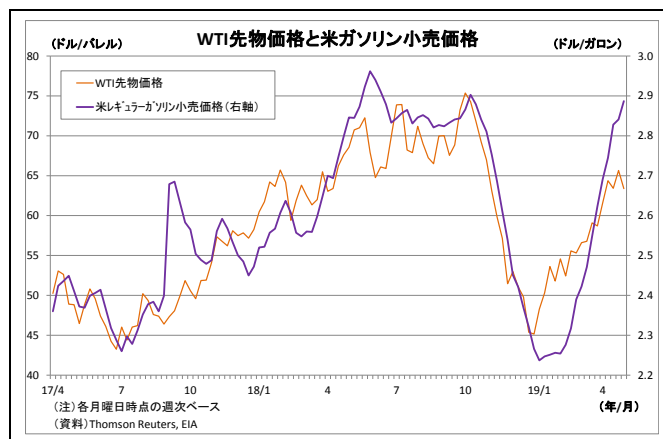


1. トピック：イラン原油全面禁輸発動、原油相場はどうなる？

(イラン産原油は全面禁輸へ)

4月22日、米トランプ政権はイラン産原油禁輸の制裁に関して、日本・中国など8カ国・地域に認めていた適用除外¹を撤廃することを発表、今月2日以降は同国からの全ての原油輸入が米制裁の対象となった。

米政権によるこの強硬措置は正直意外であった。今年に入ってから原油価格はOPECプラス²による大幅な減産や米制裁を受けるベネズエラ、イランの生産減少、世界経済減速懸念の緩和等によって大きく持ち直しており、それに伴って米国内のガソリン小売価格も急上昇していたためだ。米政権は消費者の負担となるさらなる原油高を回避するためにイラン原油禁輸の適用除外措置を一部延長するものと予想していたが、当てが外れた。



今回、全面禁輸に踏み切った理由として、米政権は「核・ミサイル開発を進め、テロ組織に資金を供給するイラン政権の資金源を断つ」ことを挙げている(4/22 ホワイトハウス声明)。来年に大統領選を控え、支持基盤を固める思惑も背景にあったと考えられる。

また、イラン産原油の輸出減少も理由になったと推察される。昨年11月の制裁発動時にはイランの原油輸出量が日量200万バレルを超えており、一気に全面禁輸に踏み切ると原油価格が急騰する恐れがあった。一方、直近の輸出量は制裁の影響でほぼ半減しているため、従来に比べて全面禁輸時の価格へのインパクトが抑えられる。

さらに、米政権がサウジ等の増産による穴埋めを当て込んでいることも理由になった。上記の声明ではサウジアラビアとUAEを名指しした上で、「米国とそのパートナーは市場から排除されたイラン産原油を補うための供給を確実にするために、直ちに行動を起こす」と明記されている。

市場ではこの決定を受けて、需給タイト化観測の高まりから原油価格が上昇し、WTI先物価格は一時1バレル66ドル台に到達した。足元は米政権による対中国関税引き上げ表明(後述)を受けてやや下落しているものの、それでも61ドル台と年初から3割以上高い水準にある。

(供給面の注目点：米制裁の影響・リビア供給減リスク)

このように、大きな変化を迎えた原油市場だが、この先どのような展開になるのだろうか。供給(生産)面の主な注目点から確認しよう。

①米制裁の影響(イラン・ベネズエラ)

時系列で見て最初に注目されるのは、米制裁を受けるイランとベネズエラの供給(生産・輸出)減少度合いだ。

イラン制裁の動向については既述の通りだが、イランの原油生産・輸出に対する影響度はまだ判

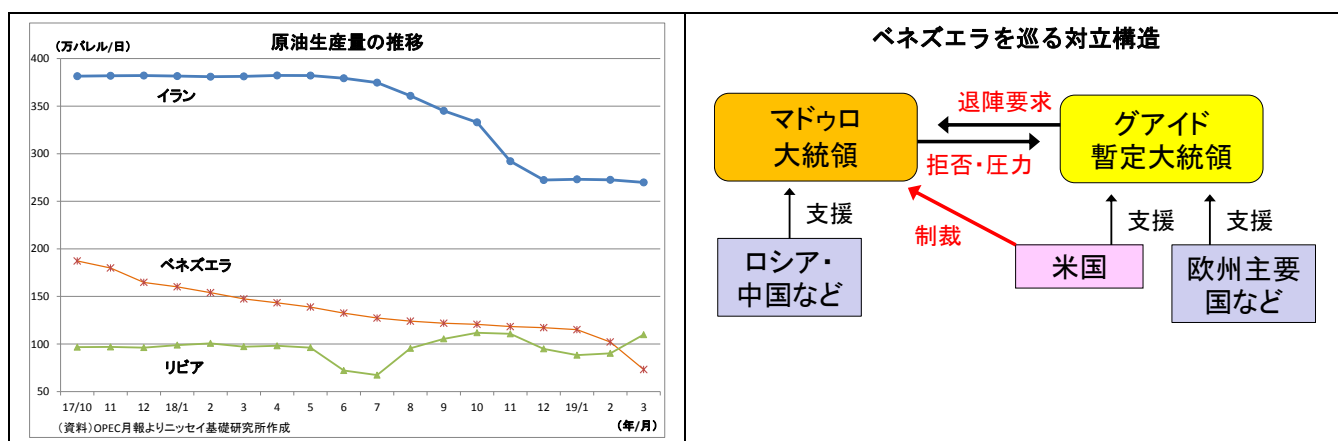
¹ 米政権は昨年11月5日にイラン産原油の禁輸を各国に求める制裁を発動したが、原油価格高騰を防ぐため、主要8カ国(中国、ギリシャ、インド、イタリア、日本、韓国、台湾、トルコ)については180日間の適用除外を認めた。

² 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

明していない。米国は現状日量約 100 万バレルの輸出を「ゼロ」にすることを目指しているが、最大の輸出先である中国等が反発しているほか、イラン自身も制裁の抜け穴を模索している状況だ。これに関連して、地政学リスクにも留意が必要になっている。イラン政権が米国の制裁強化に反発を強めるなか、米政権はイランをけん制するためにペルシャ湾への戦力派遣を公表しており、両国の緊張感が高まっている。大規模な武力衝突は考えにくいものの、今後さらに事態が緊迫化すれば、中東からの原油供給途絶リスクが意識され、原油価格の押し上げに繋がりがかねない。

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、今年 1 月下旬には国営石油会社 PDVSA を制裁対象として資産を凍結したほか、各国企業に同国との石油取引削減を要請、一部の違反企業に制裁を課している。同国では反米的なマドゥロ大統領と、その正当性を認めないグアイド国会議長（暫定大統領就任を表明）の対立が深まっており、グアイド氏を支持する米国は制裁によってマドゥロ政権の資金源を断つことを狙っている。米国による制裁の影響で同国の原油生産・輸出減少ペースは速まっており、今後どこまで減少するかが注目される。

なお、同国については、政権を巡る動向にも留意が必要になる。もし、両氏の対立が激化して内戦状態となれば、生産量がさらに減少する可能性が高い一方、マドゥロ政権が崩壊すれば、米国による制裁の解除と支援によって生産量が持ち直しに向うことになるだろう。



②リビアの供給減リスク

また、リビアの供給減リスクにも注意が必要になる。同国は長らく政情が不安定で、たびたび武装勢力の衝突で原油供給が滞ってきた。そうしたなか、4月上旬には東部を支配する民兵組織「リビア国民軍」のハフタル将軍が、西部の「国民合意政府」が支配する首都トリポリに進軍し、両勢力による大規模な武力衝突が発生した。足元はやや膠着している模様だが、今後の展開次第では、原油供給に支障が出る恐れがある。

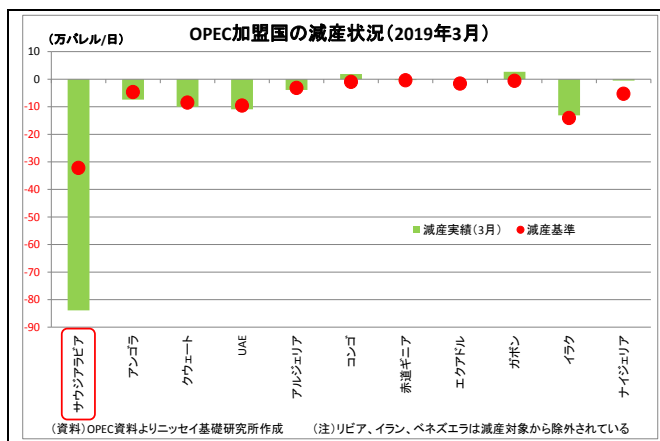
③OPEC、特にサウジによる増産（埋め合わせ）

上記のとおり、今後イランやベネズエラの供給減少が見込まれるなか、それを埋め合わせるために OPEC プラスが協調減産の緩和（＝増産）に動くのかも注目される。

OPEC プラスは昨年 12 月に日量 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）の減産を行うことで合意し、今年 1 月から 6 ヶ月間の予定で実施しているが、最近の減産規模は目標の 120 万バレルをかなり上回っている（IEA によれば 3 月の減産規模は 149 万バレル）。

従って、イラン、ベネズエラの供給がかなり減ったとしても、OPEC プラスの減産緩和で吸収可能と考えられる。

とりわけ影響力を持つのはサウジだ。サウジは OPEC の盟主的な位置づけで協調減産を主導してきたうえ、今回の減産でも率先して減産を実施しているためだ。同国は3月時点で合意水準を50万バレル以上上回る減産を実施しており、これを合意水準に戻すだけでもインパクトは大きい。

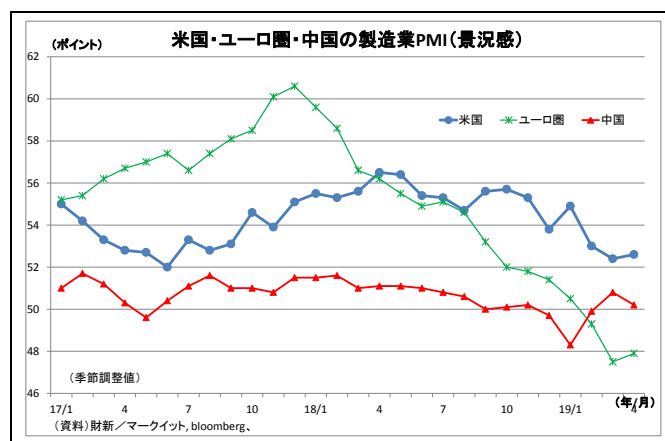


既述のとおり、米政権はサウジに増産を行うよう要請している。サウジは兵器の調達など安全保障を米国に頼っているほか、昨年秋の記者殺害事件で米政権から実質的に擁護してもらった借りもあるため、米政権の意向を無視できない。また、OPEC プラスの間でも、ロシアが年後半の協調減産継続に慎重姿勢を見せるなど、内外から増産圧力が強まっている。ただし、サウジにとっては、自国の景気回復・財政赤字削減のためには原油価格が高い方が望ましい。サウジは自国の生産量ならびに OPEC プラスとしての協調減産をどうコントロールしていくのか、難しい舵取りを迫られている。サウジの目先の原油生産量ならびに今年19日のJMMC(共同閣僚監視委員会)、来月下旬のOPEC総会の行方が焦点になる。

(需要面の注目点：米中貿易摩擦と世界経済の行方)

次に需要面では、引き続き米中貿易摩擦の行方が最大の注目点になりそうだ。両国の協議が長引くなか、米政権は先日「中国製品 2000 億ドル分の関税を今年10日から25% (現行10%) へ引き上げる」と表明した。もし、これが現実のものとなれば、中国との報復合戦が再発し、世界経済の押し下げを通じて原油需要を減少させることになる。

また、仮に米中に目処が付いたとしても、次は米国とEU・日本との貿易交渉が本格化することになり、貿易摩擦激化のリスクは残る。それぞれが最悪の事態を回避し、世界経済の回復シナリオが維持されるのか否かが焦点になる。



(今後の見通しと為替・株価への影響)

以上の注目点を踏まえて原油価格の見通し(年内)を考えると、メインシナリオとしては、1バレル55ドルから60ドル台後半(WTIベース)をレンジとするボックス圏での推移が予想される。

主な理由を挙げると、供給面では、今後、イランとベネズエラの原油供給が減少するものの、OPECと米国の増産で概ね穴埋めされることが見込まれる。米国の圧力を受けるサウジをはじめとするOPECはある程度増産(減産緩和)せざるを得ないだろう。また、足元の原油価格は米シェールオイル

ルの大方の採算レートを十分上回っているとみられ³、米国の原油生産量も引き続き緩やかに増加することが見込まれる。

また、米政権発の貿易摩擦に関しても、あまり激化すると米国自身に跳ね返ってくるのが明白である以上、米政権もいずれブレーキを踏まざるを得ない。10日に予告されている対中関税引き上げは回避されるか、仮に引き上げられた場合でも早期の打開が図られる可能性が高いとみている。

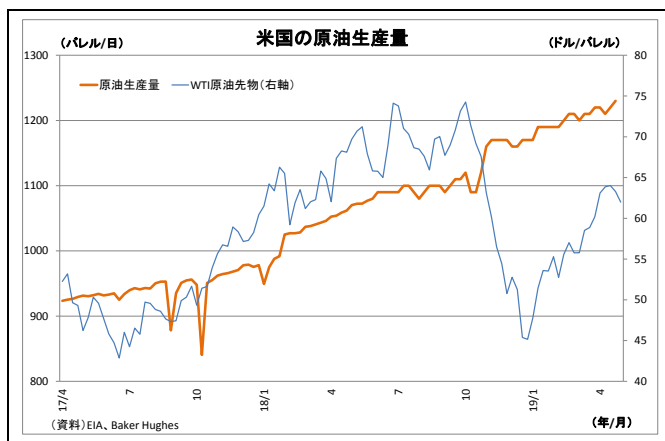
結果として、需給が大きく逼迫したり緩和したりすることは避けられ、原油価格もボックス圏に留まると予想している。ただし、原油市場は市場規模が比較的小さいことから動きが大きくなりやすいうえ、各国の思惑が複雑に絡み合っているだけに不確実性が高い。上振れ・下振れリスクも高いだろう。

原油価格がボックス圏での推移となれば、為替・株式市場への影響も限られる。ただし、大きく動いた場合は注意が必要になる。

原油価格が大きく上昇した場合は、非産油国経済の逆風となることが意識され、世界経済の減速懸念がぶり返す恐れがある。この場合、日本株は下落し、ドル円はリスクオフの円高に振れるだろう。また、原油価格の大幅な上昇によって米利上げ観測がにわかに高まれば、米株安を通じて日本株の下落圧力が高まるという波及経路も考えられる。

逆に、原油価格が大きく下落した場合は、産油国経済への懸念、オイルマネーによる株売りの連想から株価が下がり、リスクオフの円高になる可能性が高い。

いずれにせよ、原油価格の急変動は金融市場全体の混乱の元になりかねない。



2. 日銀金融政策(4月): 政策金利のフォワードガイダンスを明確化

(日銀) 政策金利のフォワードガイダンスを明確化

日銀は4月24日～25日に開催された金融政策決定会合において、現在の低い長短金利の水準を維持する期間に関するフォワードガイダンスを「当分の間、少なくとも2020年春頃まで」に変更した。従来は単に「当分の間」とされていたものが明確化された。さらに、「強力な金融緩和の継続に資する諸措置」として、適格担保の拡充、成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進(新たな利用枠の付与と期限延長)、ETF貸付制度の導入の検討も発表された。長短金利操作、国債等各種資産買入れ方針については現状維持であった。なお、原田、片岡両審議委員は、これまで同様、フォワードガイダンスと長短金利操作方針に対して反対を表明している。

同時に公表された展望レポートでは、景気の総括判断を「基調としては緩やかに拡大している」と、従来の「緩やかに拡大している」から若干トーンダウンさせたが、先行きの景気見通しについ

³ カンザシティ連銀の「Energy Survey」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(2019年1Q・WTIベース)は1バレル52ドル。

ては、「2021年度までの見通し期間を通じて拡大基調が続く」と回復シナリオを維持。物価上昇率についても、需給ギャップのプラス圏が維持されるもとで予想物価上昇率の高まりも相まって2%に向けて徐々に上昇していくとの上昇シナリオを維持した。

政策委員の大勢見通し（中央値）では、物価上昇率（生鮮食品を除くCPI）について、2020年度分を前回1月時点から小幅に下方修正、さらに今回新たに公表した2021年度分も1.6%とし、見通し期間中は上昇しつつも、物価目標である2%には届かない姿が示された。

会合後の総裁記者会見では、今回のフォワードガイダンス明確化の理由について、「物価安定の目標の実現には、なお時間がかかることが見込まれている」なかで、「(その) 実現に向けて、強力な金融緩和を粘り強く続けていくという政策運営方針をより明確に示すことが重要と判断」し、「日本銀行の金融緩和姿勢に対する市場や国民からの信認の強化に資する」ためであると説明。さらに、「(消費) 税率引き上げが予定されている10月が近づくとつれて、(従来の) ガイダンスが想定している期間である「当分の間」という時間軸が分かり難くなり、やや短くみられる懸念があった」、「最近になって世界経済の不確実性がかなり大きく焦点になってきた」ことも付け加えた。

また、総裁は「少なくとも2020年春頃まで」ということは、当然のことながら、従来皆さんが考えておられたよりもだいぶ長い、「当分の間」というのは、2020年の春よりもっと長くなる可能性も十分ある」と述べ、時間軸の長期化に働きかける姿勢を示した。一方、総裁はその後段で、「(2020年春) より先でも、(中略) かなり長い期間にわたって、現在の極めて低い長短金利を継続する」と、同年夏以降も現行金利を続けることを約束するような発言をしているが、これは今回のフォワードガイダンスよりも踏み込んだ内容である。総裁が個人的な考えとして踏み込んだのか、それとも実質的な合意が形成されてのことなのか、今後の発言が注目される。

また、財政規律という観点から消費税増税の必要性を質問された場面では、「中央銀行の立場から何か具体的なコメントをするというのは差し控えたい」としつつ、一般論としたうえで「政府が中長期的な財政健全化について市場の信認をしっかりと確保することは、極めて重要」、「(政府・日銀の共同声明において) 政府は持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進するということになっており、今後ともこうした取組みがしっかりと進められるということを期待している」と言うに留めた。共同声明を踏まえて政府をけん制する姿勢はみられなかった。

金融緩和の副作用としての地域金融機関収益への悪影響を問われた場面では、4月に公表された金融システムレポートの内容を踏まえる形で、「(業務純益低下の) 一番大きな理由はやはり構造的な要因で、地方における人口減少、企業数の減少が続いているということである」と述べ、「その基本的な構造問題に対応する必要がある」と金融機関側の対応を促した。一方で、低金利についてはその影響を認めつつも、「金利を上げれば、貸出が増えなくなり、業務純益も増えないかもしれない」、「金利を上げたら地域金融機関の収益が増加するかというのは、また別の問題」と説明。「金融緩和が地域金融機関の収益を圧迫している」という印象を薄める意図が感じられた。

(評価)

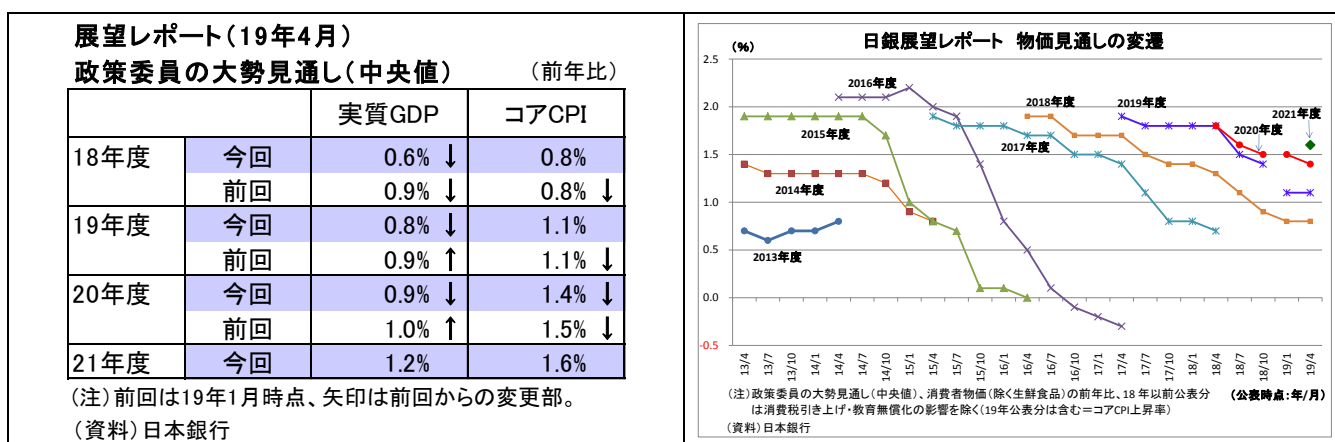
日銀は、今回の展望レポートにおいて、2021年度時点でも物価目標を達成する姿を示せなかったため、「無策」との批判を回避すべく、フォワードガイダンスを明確化したと考えられる。また、今年に入ってから欧米など主要中央銀行が軒並みハト派化していることを受けて、同じくハト派色を演出することで円高進行を防ぐ狙いもあったとみられる。ただし、従来の「当分の間」というフ

フォワードガイダンスも、「消費税率引き上げの影響を含めた（中略）不確実性を踏まえ」との但し書きがあったため、増税の影響が判明する「2020年春頃までは据え置く」との解釈が一般的であった。従って、今回のフォワードガイダンス明確化は市場の予想を概ね追認したにすぎず、市場の想定する「低金利の時間軸」を長期化する効果は殆ど見込めない。現に決定会合後の市場の反応は極めて限定的であった。もし、フォワードガイダンスが「2020年いっぱい」となっていれば市場のサプライズとなっただろうが、そこまで約束してしまうと金融機関への副作用増大懸念が高まりかねず、そこまでは踏み切れなかったと推測される。

（見直し）

日銀は長らく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陥っている。従って、今後も「モメンタムは維持されている」、「先行きは回復に向う」といった前向きな説明を続けることで、出きる限り追加緩和を回避することが予想される。やむを得ず追加緩和に踏み切らなければならなくなった場合には、金利引き下げに比べて目先の副作用が小さいETF買入れ増額が最有力の選択肢になるとみられる⁴。今回明確化されたフォワードガイダンスの長期化も比較的ハードルが低い。

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）に向わざるを得ないと見ているが、今回のフォワードガイダンスにあるとおり、「少なくとも2020年春頃まで」は動けない。内外経済・国内物価動向が堅調かつ海外金利が上昇基調にあれば2020年夏に拡大する可能性もあるが、そのタイミングを逃すと、五輪需要の反動減が一巡する2021年までは動けなくなる。前者のハードルはやや高いため、後者がメインシナリオになりそうだ。



3. 金融市場(4月)の振り返りと当面の予想

(10年国債利回り)

4月の動き 月初-0.0%台後半でスタートし、月末は-0.0%台半ばで終了。

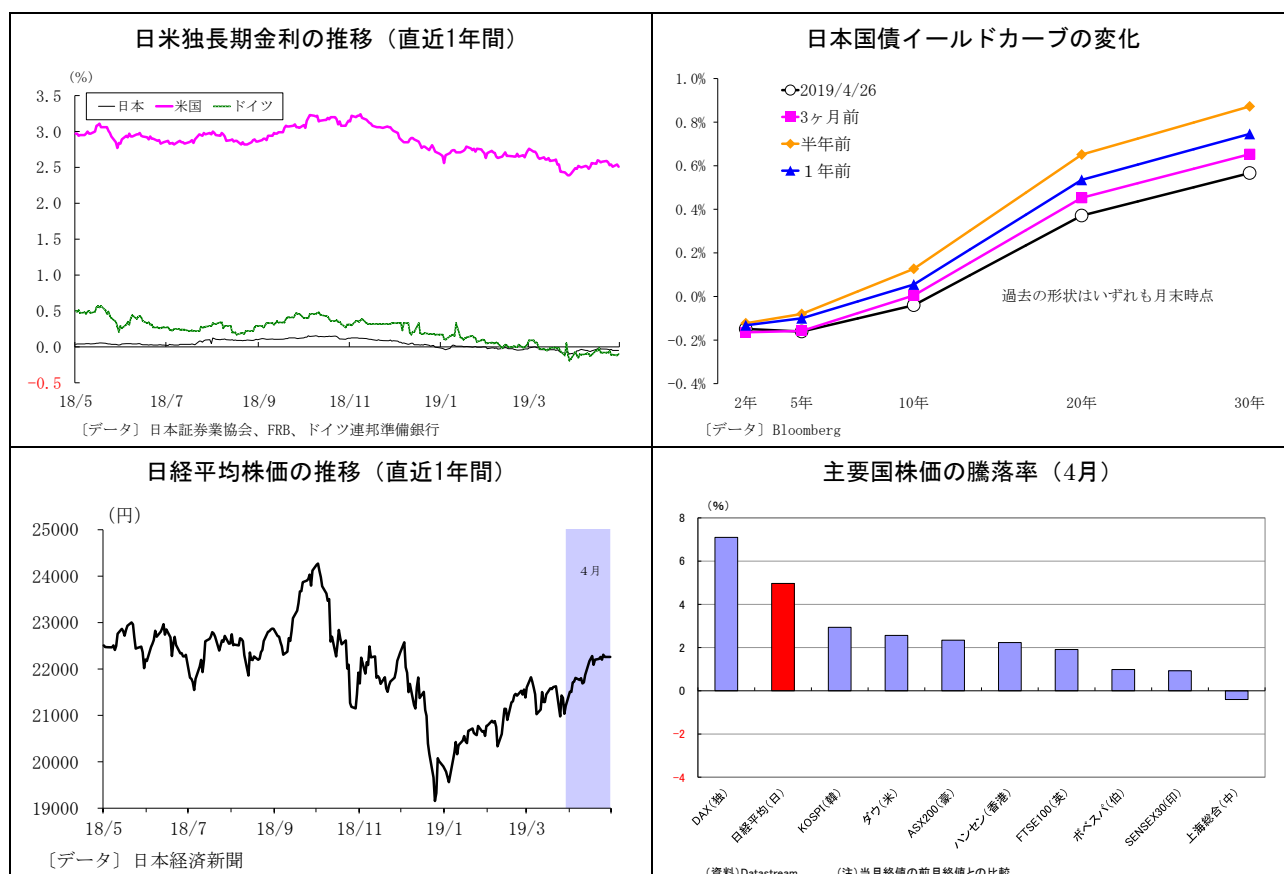
月初、米中経済指標改善などから世界経済を巡る懸念が後退し金利が上昇、4日には-0.0%台前半に。その後はIMFの世界経済見通し下方修正や米欧通商摩擦への懸念などから10日には-0.0%台後半へ一旦低下したが、相次ぐ中国の経済指標改善を受けて上昇し、17日には0.0%に接近。しかし、以降は市場のリスクオンが一服し、日銀金融政策決定会合で緩和の長期化が意識されるとの

⁴ 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。

観測もあり金利がしわりと低下。月末の26日には10連休を控えた国債需要も発生し、-0.0%台半ばで終了した。

当面の予想

今月に入り、米政権が「中国製品2000億ドル分の関税引き上げ」を表明したことで、安全資産の国債が買われ、足元は0.0%台後半に低下している。当面は米中協議と関税引き上げの有無次第で予断を許さないが、関税を引き上げれば米経済も無傷ではすまないだけに、10日に予告されている関税引き上げは回避されるか、仮に引き上げられた場合でも早期の打開が図られる可能性が高いと見ている。その場合、金利はやや持ち直すだろう。一方、仮に関税が引き上げられ、協議が決裂、再開の目処も立たなくなれば、-0.1%を目指すことになりそうだ。



(ドル円レート)

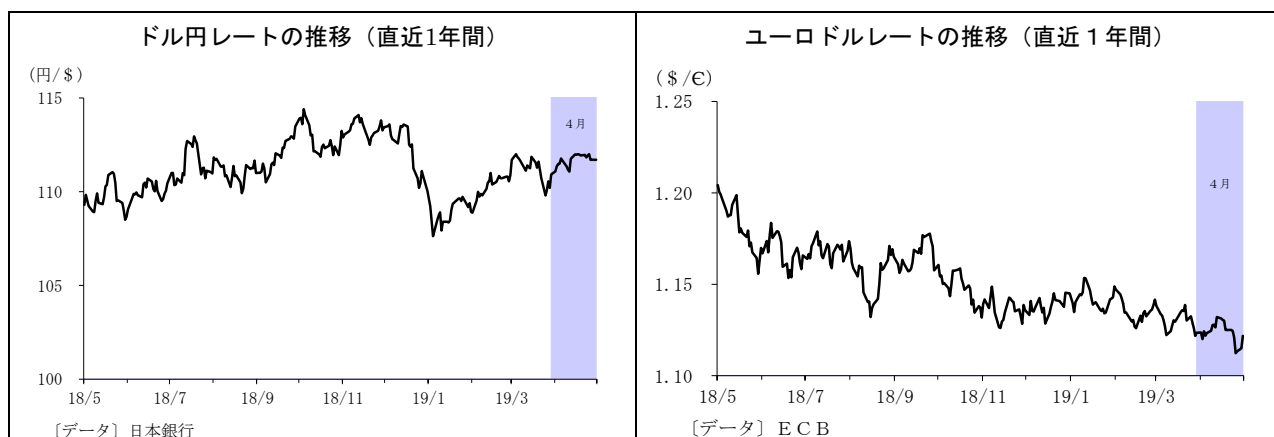
4月の動き 月初111円台前半でスタートし、月末は111円台後半に。

月初、良好な米経済指標や米中通商交渉合意期待を受けて、5日に111円台後半へ上昇。その後一旦円高方向への調整が入ったが、米経済指標の改善や米企業決算への期待から円売りドル買いが活発化し、15日には112円を付ける。月の後半も基本的には円が売られやすいリスク選好地合いが続いたものの、日米通商協議や首脳会談への警戒に加え、連休を控えたポジション調整的なドル売りも入り、月末にかけて111円台後半での極めて膠着した推移が続いた。

当面の予想

今月に入り、米政権が対中関税の引き上げを表明したことでリスクオフの円買いが進み、足元では110円台前半へ下落している。既述のとおり、情勢は予断を許さないものの、10日に予告されている関税引き上げは回避されるか、仮に引き上げられた場合でも早期の打開が図られる可能性が高いと見ている。この場合、ドル円はリスクオフの巻き戻しで111円台を回復するだろう。一方、仮

に關税が引き上げられ、協議が決裂、再開の目処も立たなくなれば、107～108 円台まで下落余地があると見ている。



(ユーロドルレート)

4月の動き 月初 1.12 ドル台前半でスタートし、月末は 1.12 ドル台前半に。

月初、1.12 ドル台前半で推移した後、ECB 理事会を控えて目先の利益確定を目的としたユーロ買いが入り、9日に 1.12 ドル台後半に上昇。翌10日の ECB 理事会後にドラギ総裁が「マイナス金利の副作用軽減策が必要か検討」と表明したことで一旦下落したが、ユーロ圏の経済指標が予想ほど悪化しなかったことを受けて、12日には 1.13 ドル台へ上昇した。一方、その後発表された米欧経済指標を受けて米欧のファンダメンタルズ差が意識され、18日には 1.12 ドル台に下落。独経済指標悪化を受けた25日には 1.11 ドル台前半まで下落した。月末には予想を上回るユーロ圏 GDP を受けてやや上昇し、1.12 ドル台前半で終了した。

当面の予想

足元も 1.12 ドル台前半で推移している。ユーロ圏の経済指標は全体的に冴えない状況が続いているが、既にユーロ圏への期待が下がっているうえ、投機筋のユーロ売りポジションが貯まっていることから、ユーロドルは底堅く推移している。今後もユーロ圏経済の急回復は見込めず、ユーロを積極的に買う材料は期待しづらいものの、上記の理由から下落トレンドが続く可能性も低い。ユーロドルは当面方向感のない推移になりそうだ。

金利・為替予測表(2019年5月8日現在)

		2019年				2020年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
アメリカ	FFレート (期末)	2.50	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75
	10年金利 (平均)	2.6	2.6	2.8	2.9	3.0	3.0
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)	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
ドル円	(平均)	110	112	113	111	111	110
ユーロドル	(平均)	1.14	1.12	1.13	1.15	1.15	1.16
ユーロ円	(平均)	125	125	127	128	128	128

(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。