

Weekly エコノミスト・ レター

原油相場でくすぶる急変動のリスク

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. 原油価格（WTI 先物）は5月下旬以降、50ドル台半ばを中心とする安定した推移を見せている。ただし、需要・供給のそれぞれに大きな不確実要因を抱えている。
2. 原油需要サイドの大きな不確実要因は米中貿易摩擦だ。その悪影響によって世界経済の減速は顕著になってきており、原油需要の押し下げに繋がっている。今後、米中協議で本格的な合意が為されるのか、それとも、協議が決裂し、さらなる関税引き上げ合戦に陥るのかによって原油需要は多大な影響を受けることになるが、不透明感は強い。
3. 原油供給サイドの大きな不確実要因は中東の地政学リスクだ。9月にサウジの石油施設が攻撃を受けて大規模な生産停止が発生したことで、原油価格が一時的に急騰した。今後もしこうした武力攻撃による生産減少リスクは高い。もし大規模な生産停止が発生し、復旧に時間を要する事態となれば、原油価格は今回以上に高騰・高止まりするだろう。
4. こうした需給の変動に対して調整弁がうまく機能すれば、需給バランスは保たれるが、調整弁役と目される米シェールオイルやOPECプラスの動向にも不確実性がある。シェールオイルの生産には多くの要素が絡むため、原油需給や価格との関係が不安定だ。OPECプラスによる生産調整は世界の需給バランスの調整に大きく寄与してきたが、各国の利害が大きく絡んでくるだけに、今後、迅速かつ適切な合意形成が出来ないおそれもある。
5. 今後来年にかけての原油市場について、筆者の中心적인見通しとしては、需給バランスの大幅な偏りは避けられ、原油価格も現状と大差ない50ドル台前半～後半で推移すると見込んでいる。ただし、既述のとおり、需要・供給のそれぞれに大きな不確実要因を抱えており、調整弁もうまく機能しないおそれがあるだけに、需給バランスが急激にタイト化したり緩和化したりすることで、価格が急変動するリスクも高いと言わざるを得ない。目先では、米中首脳会談で部分合意の署名が行われるか？12月半ばに予定されている米政権による追加関税第4弾が実行されるか？12月上旬に開催されるOPEC総会ならびにOPECプラス会合で減産拡大が決定されるか？という点が注目される。
6. 仮に今後、原油価格が大幅に下落した場合には、産油国経済の減速懸念やオイルマネーによる株売りなどから世界的に株価が下落し、リスクオフの円高が進みかねない。一方、逆に原油価格が急騰した場合にも、産油国を除く多くの国々にとって逆風になるため、株安・円高が発生するだろう。「原油価格の安定が続くか否か」は、世界経済や金融市場全体にとって重要性が高い。

1. トピック：原油相場でくすぶる急変動のリスク

(原油市場は 50 ドル台で安定的に推移)

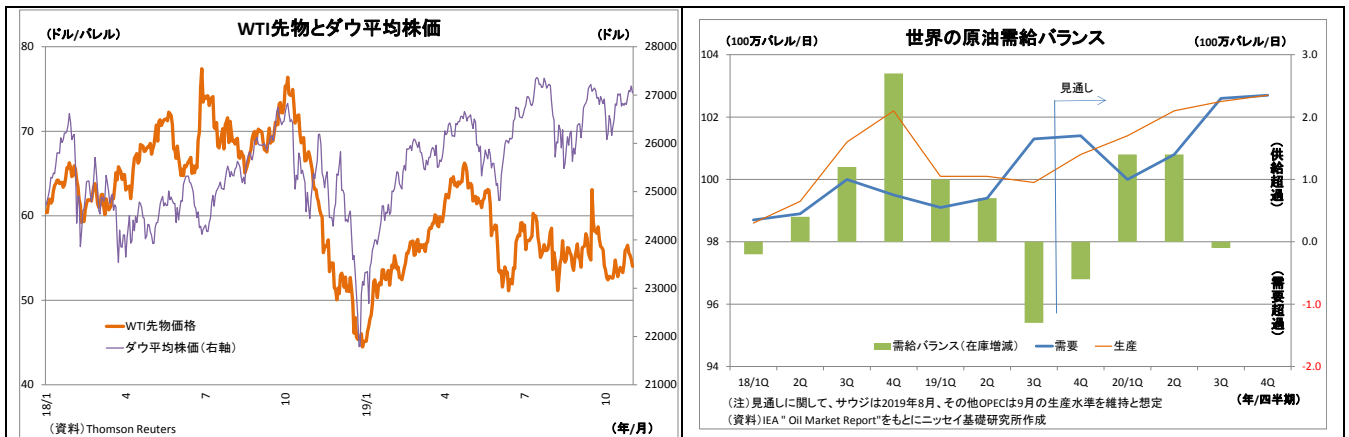
WTI 原油先物価格（以下、WTI 先物）は 5 月下旬に 60 ドルを割り込んで以降、50 ドル台半ばを中心とする安定した推移を見せている。

この間、米中貿易摩擦とそれに伴う世界経済減速懸念の高まりが原油価格の下押し圧力になる一方、OPEC とロシア等の非 OPEC 産油国（以下、OPEC プラス）による協調減産の継続、米国の制裁を受けるイラン、ベネズエラの供給減が下値を支え、強弱材料が拮抗する形になっているためだ。

原油価格は基本的に世界の原油需給バランスで決定される。需給バランスを確認すると、昨年後半には大幅な供給過剰であったが、今年に入ってから OPEC プラスの減産効果等によって、供給過剰が緩和・解消している。

なお、6 月中旬にはサウジアラビア（以下、サウジ）の原油関連施設が攻撃を受け、大規模な生産停止が発生したことで WTI 先物は一時的に 60 ドルを突破したが、早期復旧に伴って元の水準に回帰した。

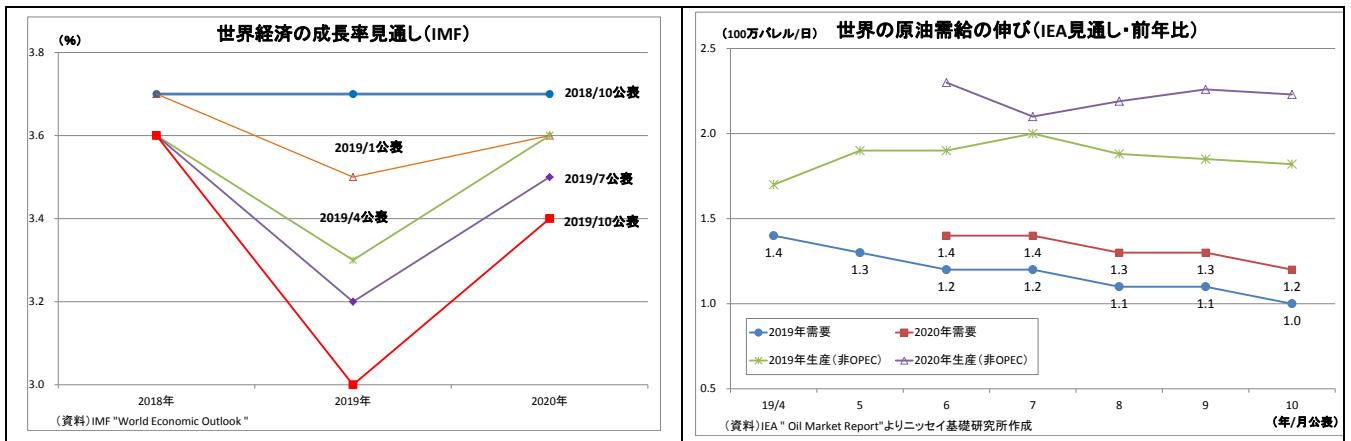
このように、原油相場は比較的低位で安定的な推移が続いているが、先行きの急変動リスクは高いと言わざるを得ない。なぜなら、需要・供給のそれぞれに大きな不確実要因を抱えているためだ。



(需要サイド：米中貿易摩擦と世界経済減速懸念)

まず、原油需要サイドの大きな不確実要因は米中貿易摩擦だ。米国による対中国関税引き上げは、これまで第 4 弾の一部実行に至るまで進行しており、中国政府もその都度報復関税で対抗してきた。貿易摩擦激化による直接的ならびにマインドを通じた間接的な悪影響によって世界経済の減速は顕著になってきており、IMF が 3 カ月に一度公表する見通しでも、世界経済の成長率が立て続けに下方修正されている。

米中貿易摩擦は、世界経済の成長率押し下げを通じて原油需要の減少に働く。現に IEA による世界の原油需要見通しは下方修正が続いており、2019 年の需要の伸びは直近 10 月時点で日量 100 万バレルと予想されており、半年前と比べて約 3 割も低い水準に落ち込んでいる。



米中の協議では、最近になって部分合意に向けた前向きな動きも見られるが、比較的容易な領域での第一段階の合意に過ぎず、最終合意や追加関税撤廃への道筋は全く見えていない。内外株価が部分合意を好感して上昇基調を辿ったのに対し、原油相場では上昇が見られなかったのは、実際に原油需要増加に繋がるのかという点について市場参加者が慎重に見ていることの現われと推察される。

今後、米中協議で本格的な合意が為され、既存の追加関税が撤廃されるのか、それとも逆に、協議が決裂し、さらなる関税引き上げ合戦に陥るのかによって、原油需要は多大な影響を受けることになるが、先行きの不透明感は強い。

(供給サイド：地政学リスクに伴う供給減)

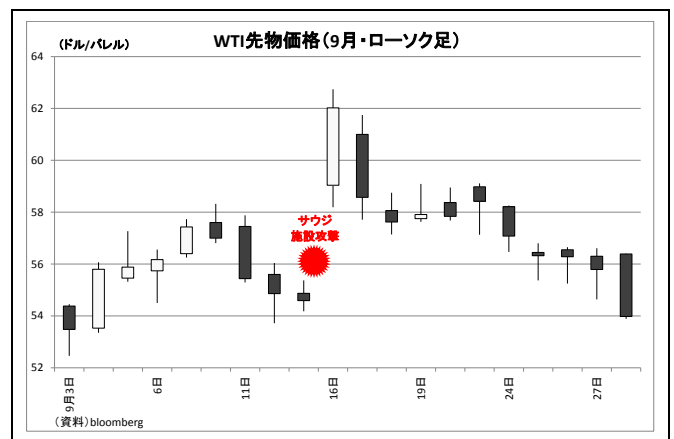
一方、原油供給（生産）サイドの大きな不確定要因としては中東の地政学リスクが挙げられる。

既述の通り、今年9月14日にサウジの石油関連施設が何者かによるドローンや巡航ミサイルによる攻撃を受け、大規模な原油生産停止が発生したが、その停止規模はサウジの生産能力の約半分、世界需要の5%にあたる日量570万バレルと、近年では突出して大きな規模となった。

この事態を受けて、週明けの原油市場では供給不足への懸念が高まり、WTI先物は前週末比で一時15%高い63ドル弱まで急騰することになった。

実行犯は定かではないが、相次ぐタンカーへの攻撃も含めて、サウジ周辺での武力攻撃の背景には米国とイラン関係の緊迫化による中東情勢の不安定化がある。また、今回、石油施設攻撃に対するサウジの防衛体制の脆弱性も明らかになった。米国とイランの緊迫した状況は続いているため、今後もこうした武力攻撃による生産減少リスクは高い。

今回は、施設の復旧が早期に行われたことで原油価格は短期間で落ち着きを取り戻したが、もし今後大規模な生産停止が発生し、復旧に時間を要する事態となれば、いくら各国の備蓄があるとはいえ、原油価格は供給不安によって今回以上に高騰・高止まりするだろう。



¹ イエメンの親イラン武装組織フーシ派が犯行声明を出したが、米国や英独仏はイランが関与したとの見方を示し、イランはこれを否定している。

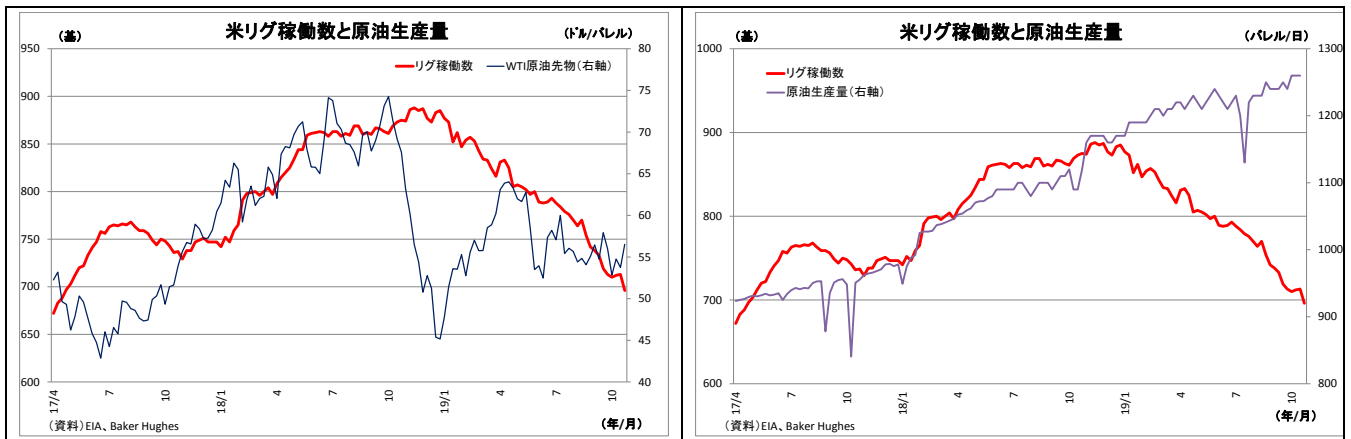
(需給調整弁：機能しないおそれも)

こうした需給の変動に対し調整弁が迅速かつ適切に機能すれば、需給のバランスは保たれることになるが、調整弁役と目される米シェールオイルや OPEC プラスの動向にも不確実性がある。

①米シェールオイル

米国のシェール業界は民間企業で構成されているため、国の方針ではなく、経済合理性に基づいて生産活動が行われる。しかも、シェールオイルは油井の寿命が短い一方で短期で生産開始が可能である。従って、理論的には、原油需給がタイト化して価格が上がれば、採算向上を受けて増産し、逆に需給が緩和して価格が下がれば、採算悪化を受けて減産を行うことで、原油需給の調整役になることが期待される。

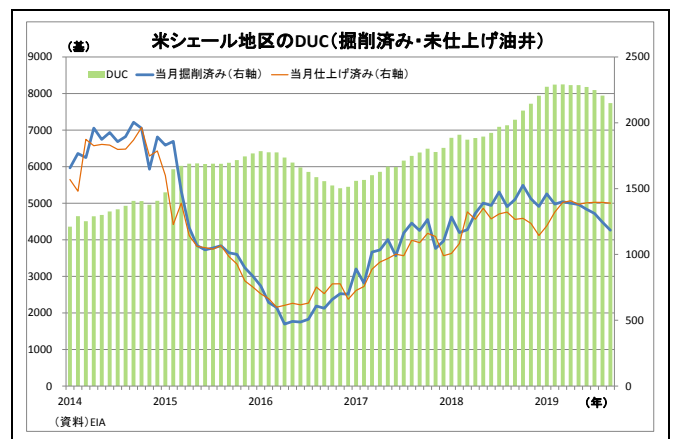
実際、原油価格と米シェールオイルの掘削活動は連動性が高い。今年に入って、リグ（油井掘削装置）の稼働数は大幅に減少しているが、これは昨年終盤の原油価格急落とその後の低迷を受けたものだ。



ただし、リグ稼働数が減少する一方で、原油生産量は増勢が続いており、原油価格と生産量の関係は崩れている。

過去に掘削済みで未仕上げとなっていた油井（DUC）は昨年末にかけて積み上がっていたが、今年に入って仕上げが進んでいることが寄与しているようだ。DUCは少ない追加コストで生産段階に移れるため、原油価格低迷の影響をあまり受けていないとみられる。

また、シェールオイルの生産量には、技術動向や油井の生産性、パイプラインの輸送能力など多くの要因が関わってくるため、価格による生産調整には不確実性がある。



②OPEC プラスによる生産調整

OPEC プラスによる生産調整はこれまで世界の原油需給バランスの調整に大きく寄与してきた。OPEC プラスは 2017 年に協調減産を開始し、段階的に延長してきたうえ、今年からは日量 120 万バレルの減産拡大に踏み切った。こうした OPEC プラスの取組みが原油市場の供給過剰の解消に繋がってきた。

ただし、減産は価格が十分に上がらなければ痛みを伴う。既に多くの産油国では経済や財政が厳しい状況にあり、10 月にはエクアドルが財政の立て直しに向けた増産を行うために OPEC を脱退することを公表した。

また、減産の遵守状況に大きなバラツキが発生しているという問題もある。主要国では、イラクやロシアの平均遵守率が 100% を大きく割り込み、減産合意を守っていない一方、サウジが大幅な減産を行うことで、OPEC プラス全体での減産達成が維持されている。合意破りが横行していることは、OPEC プラス内での不協和音に繋がるおそれがある。

	合意減産量 (万バレル/日)	平均遵守率 (%)	
OPEC	赤道ギニア	0.4	453
	アンゴラ	4.7	268
	サウジアラビア	32.2	268
	クウェート	8.5	148
	UAE	9.6	115
	アルジェリア	3.2	105
	ナイジェリア	5.5	-20
	エクアドル	1.6	-31
	イラク	14.1	-60
	コンゴ	1.0	-172
非OPEC	ガボン	0.6	-457
	カザフスタン	4.0	296
	メキシコ	4.0	252
	アゼルバイジャン	2.0	141
	ロシア	23.0	73
	オマーン	2.5	67
その他	2.8	-37	
OPECプラス計		119.7	138

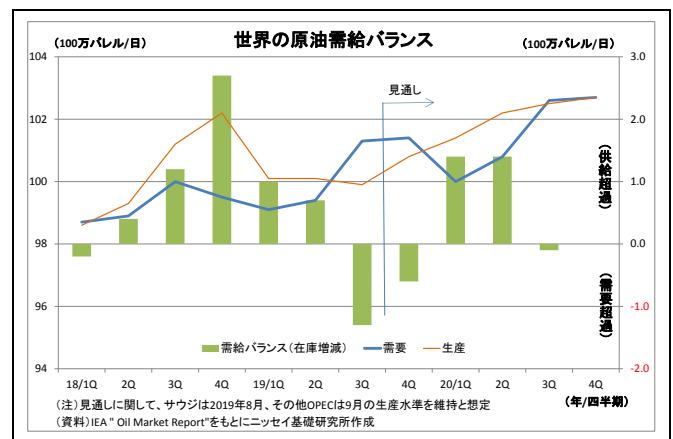
(注) 平均遵守率は9月分まで、100%以上は黄色、100%未満は青で表示
(資料) IEA "Oil Market Report"

このように、OPEC プラスの協調減産は各国の利害が大きく絡んでくるだけに、今後、減産拡大の必要が生じた際などに、迅速かつ適切な合意形成が出来ないおそれもある。

また、OPEC プラスの持つ余剰生産能力はサウジに偏っているため、先月のようにサウジで大規模な生産停止が発生した際には、他国で埋め合わせできないという問題もある。

(原油相場が市場全体に大きな影響を与える可能性も)

今後来年にかけての原油市場について、筆者の中心的な見通しとしては、①米中貿易摩擦が段階的に緩和（原油需要押し上げ材料）する一方で、②米国を中心とする非 OPEC 産油国での増産が進む（原油供給押し上げ材料）こと、さらに、③OPEC プラスが需給のバランスになることで、需給バランスの大幅な偏りは避けられると見ている。従って、原油価格（WTI 先物ベース）も現状と大差ない 50 ドル台前半～後半で推移すると見込んでいる。



ただし、既述のとおり、需要・供給のそれぞれに大きな不確実要因を抱えており、調整弁もうまく機能しないおそれがあるだけに、需給バランスが急激にタイト化したり緩和化したりすることで、価格が急変動するリスクも高いと言わざるを得ない。目先では、米中首脳会談で部分合意の署名が行われるか？12 月半ばに予定されている米政権による対中国追加関税第 4 弾が実行されるか？12 月上旬に開催される OPEC 総会ならびに OPEC プラス会合で減産拡大が決定されるか？という点が注目される。

仮に今後、原油価格が大幅に下落した場合には、2016年年初のように、産油国経済の減速懸念、米エネルギー企業の収益悪化懸念、オイルマネーによる株の換金売りなどから、世界的に株価が下落し、為替でもリスクオフの円高が進みかねない。

一方、逆に今後原油価格が急騰した場合には、産油国を除く多くの国々の経済にとって逆風になるうえ、物価上昇懸念から世界的に金融引き締め観測が台頭するおそれがある。この場合も株安・円高が発生するだろう。

従って、「原油価格の安定が続くか否か」は、世界経済や金融市場全体にとって重要性が高い。

2. 日銀金融政策(10月)：追加緩和を見送り(ガイダンス強化のみ)

(日銀)維持(フォワードガイダンスを強化)

日銀は10月30日～31日に開催された決定会合において現行の金融政策を維持した。一方、政策金利に関するフォワードガイダンスを「物価安定目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」へと修正した²。従来と比べると、期限が再び曖昧になった面はあるが、利下げの可能性が明示されたという点でガイダンスが強化されたと言える。

日銀は前回の会合で、「(物価目標に向けた)モメンタムが損なわれる惧れについて、より注意が必要な情勢になりつつある」と指摘。今回10月の会合において、「経済・物価動向を改めて点検していく考えである」と予告していた。今回、「マクロ的な需給ギャップ」と「中長期的な予想物価上昇率」を中心に点検した結果、「モメンタムが損なわれる惧れについて、一段と高まる状況ではないものの、引き続き、注意が必要な情勢にあると判断」に至ったことを、フォワードガイダンス強化の理由に挙げている。

追加緩和余地が乏しいなか、前回会合以降、米中摩擦に緩和の動きが現れ、為替も円安方向に振れたため、効果が不確かで副作用増大が懸念される本格的な追加緩和措置(マイナス金利深堀りなど)を見送り、同時に市場の失望を回避・期待を繋ぎとめることを狙いとして、フォワードガイダンスを強化したというのが実情と考えられる。

会合後に公表された展望レポートでは、景気の総括判断を前回同様、「基調としては緩やかに拡大している」とし、先行きの景気見通しも、海外経済の回復の遅れを認めつつも、「2021年度までの見通し期間を通じて拡大基調が続く」との回復シナリオを維持した。物価上昇率についても、需給ギャップのプラス状態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いう従来の物価上昇メカニズムの説明を維持した。

ただし、経済・物価のリスクについては、従来同様、ともに「下振れリスクの方が大きい」としたうえで、とりわけ、「海外経済を巡る下振れリスクは高まりつつある」と指摘している。

政策委員の大勢見通し(中央値・2019～21年度)では、各年度の実質GDP成長率、物価上昇率(生鮮食品を除くCPI)が前回から下方修正された。見通し期間最終年度である2021年度の物価上昇率は前年比1.5%に留まっている。物価上昇率の見通しは、当初に高めに設定され、以後断続的に下方修正される傾向が長期にわたって続いており、今回もその流れに沿った動きと言える。

² 従来は、「当分の間、少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定」としていた。

会合後の総裁記者会見では、今回、現状維持とした理由について「物価安定目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れが一段と高まる状況にはないと判断した」ことを挙げる一方、「引き続き、物価のモメンタムが損なわれるおそれについて注意が必要な情勢にある」ことから、フォワードガイダンスの変更によって、「緩和方向をより意識して政策運営を行うというスタンスを明確に示した」と説明した。

ガイダンスから、「当分の間、少なくとも2020年春ごろまで」という具体的な期間が削除された件については、「相当長く現在の長短金利、さらに低位の金利もあり得ると示すため」、「以前はカレンダーベースで受け止められやすかったため、物価安定目標に向けたモメンタムに紐づいていることを示した」、「外国でも、多くの場合、物価目標と紐付けする例が多くなっている」とその趣旨を説明した。

今後、仮に追加緩和を行う際の手段としては、「色々なオプションがあり、(中略)政策金利(の引き下げ)に限っているわけではない」としたが、マイナス金利深掘りについて、「日本でもマイナス金利の深掘りは可能と考えている」とその可能性を排除しなかった。

追加緩和の際に懸念される副作用に関しては、「コストがあるから追加緩和はできないとは考えていない」、「ベネフィットとコストを十分比較して適切な対応をとる」と述べ、「既に緩和余地がない」との見方を否定した。

(今後の予想)

今回、日銀が本格的な追加緩和を見送った根本的な背景には、追加緩和余地が乏しいことにある。FRBのように「予防的な緩和」を行う余裕はないということだ。従って、メインシナリオとしては、今後とも出きる限り追加緩和を回避し、適宜フォワードガイダンスの強化程度の措置を実施するに留めると予想する。

一方、もし市場が緊迫化し、大幅な円高が進行したり、内外景気が失速したりする場合には、日銀も動かざるを得なくなる。この際には、緩和の打ち止め感や副作用増大を覚悟のうえで、マイナス金利深掘り(副作用緩和策とセットで)、ETF買入れ増額、国債買入増額(ただし、超長期ゾーンは金利低下抑制のために減額)などを組み合わせた本格的な追加緩和に踏み切ることになると見ている。

展望レポート(19年10月)

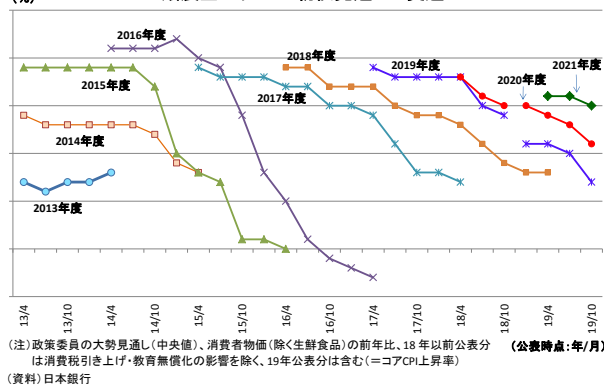
政策委員の大勢見通し(中央値) (前年比)

		実質GDP	コアCPI
19年度	今回	0.6% ↓	0.7% ↓
	前回	0.7% ↓	1.0% ↓
20年度	今回	0.7% ↓	1.1% ↓
	前回	0.9% ↓	1.3% ↓
21年度	今回	1.0% ↓	1.5% ↓
	前回	1.1% ↓	1.6%

(注) 前回は19年7月時点、矢印は前回からの変更部。

(資料) 日本銀行

日銀展望レポート 物価見通しの変遷

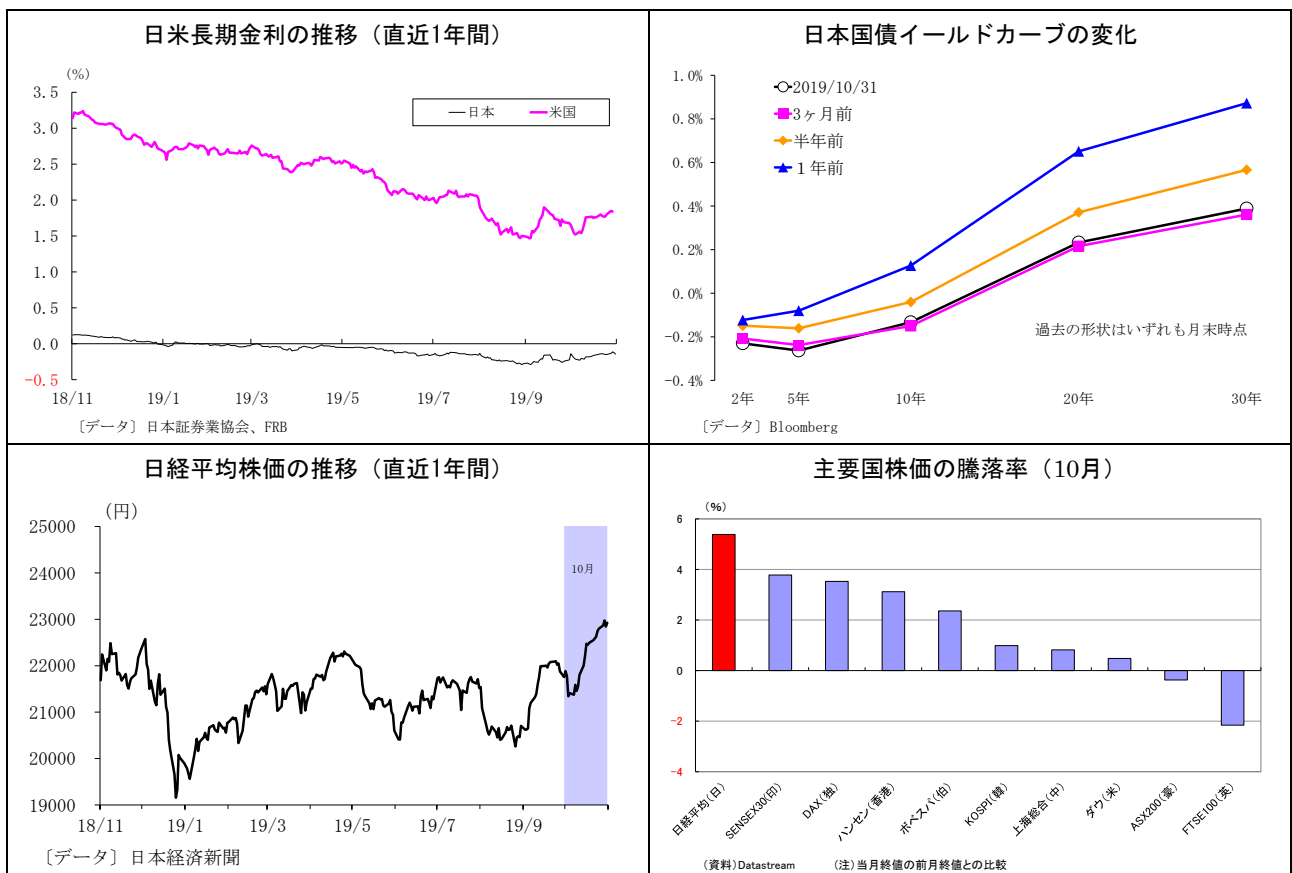


3. 金融市場(10月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

10月の動き 月初-0.1%台前半でスタートし、月末は-0.1%台半ばに。

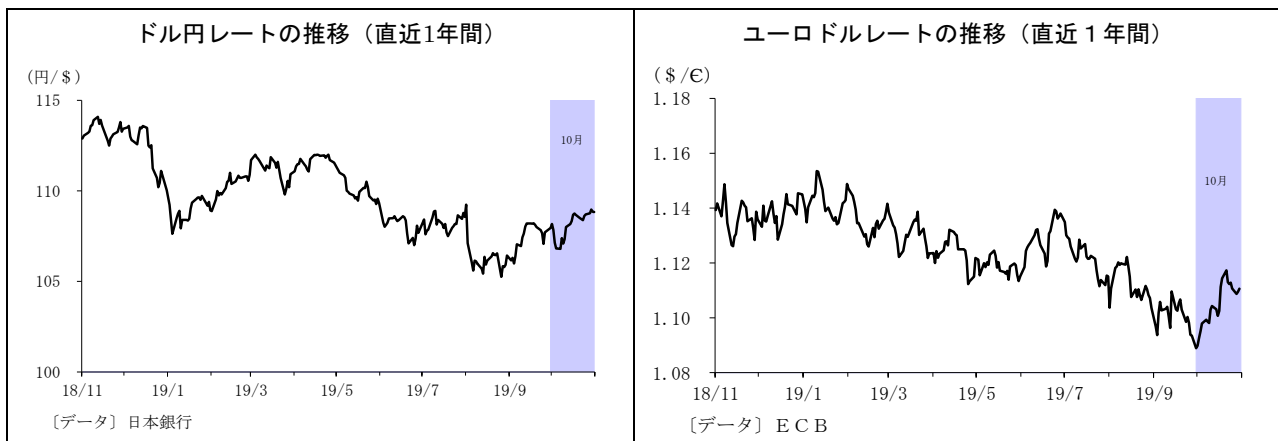
月初、低調な米経済指標が相次ぎ、米景気懸念と利下げ観測の高まりによって金利は低下、4日には-0.2%台前半へ。一方、米中協議の進展期待に伴う国債需要減退によって11日には再び-0.1%台後半へと上昇し、その後も米中部分合意を受けて同水準を維持した。さらに、21日には、日銀によるイールドスティープ化促進観測によって-0.1%台前半へと浮上。月終盤は好調な入札結果やハト派色を残したFOMC後の米金利低下を受けてやや低下し、月末は-0.1%台半ばで終了した。



(ドル円レート)

10月の動き 月初108円台前半でスタートし、月末は108円台後半に。

月初、低調な米経済指標が続く、米景気懸念と利下げ観測の高まりによって4日に107円を割り込む。その後、米雇用統計を受けて米景気懸念が後退したうえ、米中協議での部分合意への期待が高まったことでドルが買い戻され、11日には108円台を回復した。さらに、好調な米企業決算を受けた16日には108円台後半に。月後半もリスク選好地合いの継続から、108円台での推移が継続。FOMCでは利下げの休止が示唆されたが、先行きの利下げを排除しない姿勢も示されたことから影響は限定的となり、月末も108円台後半で終了した。



(ユーロドルレート)

10月の動き 月初1.09ドル付近でスタートし、月末は1.11ドル台半ばに。

月初、予想を下回る米経済指標が続きドル売りが優勢となったことで、4日に1.09ドル台後半へと上昇。ECB 議事要旨を受けた追加緩和観測の後退により、10日には1.10ドル台を回復した。その後は英国の合意無き離脱回避期待もあって堅調に推移。英国とEUが離脱修正案で合意したことを受けた17日には1.11ドル台に乗せた。その後は1.11ドルを挟んでのもみ合いとなったが、月終盤にはハト派色を残したFOMCを受けてドル売りがやや優勢となり、月末は1.11ドル台半ばで終了した。

金利・為替予測表 (2019年11月1日現在)

		2019年		2020年			
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
アメリカ	FFレート (期末)	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年金利 (平均)	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
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 (独、平均)	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1
ドル円	(平均)	107	108	109	108	108	107
ユーロドル	(平均)	1.11	1.11	1.11	1.12	1.12	1.13
ユーロ円	(平均)	119	120	121	121	121	121

(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。