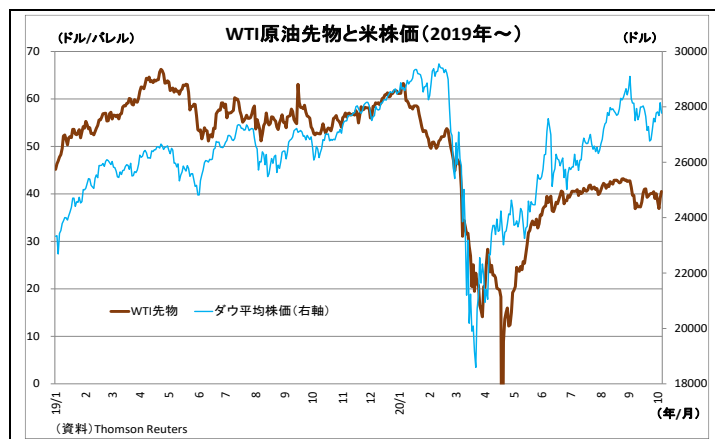


Weekly エコノミスト・ レター

原油相場に台頭する下落リスク ～材料の点検と今後の行方

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

1. 世界の原油需要は既に最悪期を脱し、需給が好転しているにもかかわらず、原油価格は低迷している。市場の需給緩和懸念が根強いからだ。実際、原油市場を取り巻く環境を点検すると、足元もしくは先行きにかけて需給緩和に繋がる材料が目立つ。具体的には、需要面では「新型コロナの感染拡大」、「中国の原油輸入鈍化懸念」、供給（生産）面では「米シェールの生産回復」、「OPEC プラスの減産縮小」、「リビアの生産回復」が挙げられる。米大統領選の結果は予断を許さないが、仮にバイデン氏が新大統領に選ばれた場合は、需給両面で需給緩和材料、すなわち原油価格抑制材料が加わることになるだろう。
2. 需給緩和材料が目立っており、今後も価格下落リスクの高い状況が続きそうだが、最大のカギは需要の回復となる。世界的に経済活動が正常化に向かい、需要が順調に回復に向かえば、需給は引き締まった状況が維持され、原油価格は回復軌道に戻るだろう。ただし、需給緩和材料も多いだけに価格の回復は緩やかに留まりそうだ。とりわけ、価格が上昇すれば米シェールの増産が進むうえ、OPEC プラスも減産縮小に動くと思込まれるため、上値は抑制される。メインシナリオとしては、年内は 30 ドル台後半～40 ドル台前半、来年は 40 ドル台半ば～後半を想定しており、50 ドル台の定着は見込んでいない。
3. ただし、今後、主要国で新型コロナの感染拡大が加速したり、有効なワクチン・治療薬の実用化が遅れたりすれば、需要の回復が遅れることになる。需給緩和材料が多いだけに需給の緩みが意識され、原油価格は下押しされるだろう。その際には、OPEC プラスの結束力が再び問われることになる。迅速・円滑に減産拡大に踏み切ることが出来れば原油価格は下支えされるが、3 月のように主要国が自国の利益を優先して減産協議が決裂し、各々が増産に走ることになれば、原油価格の底割れが避けられなくなる。



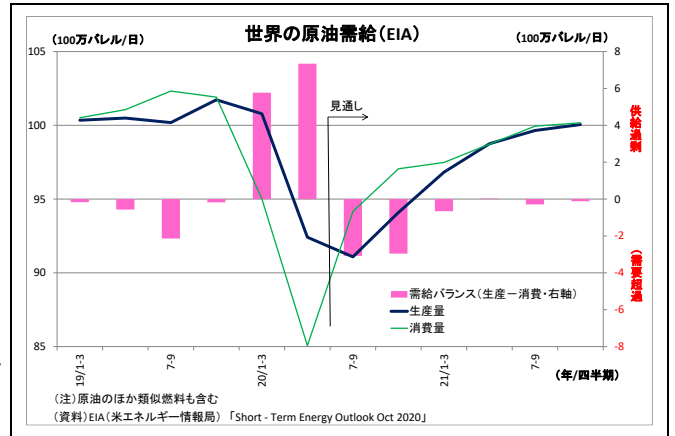
1. トピック：原油相場に台頭する下落リスク

原油価格は長らく上値の重い展開が続いている。WTI 先物（期近物）は6月上旬にかけて1バレル40ドル付近まで回復した後、およそ4カ月間にわたって40ドル前後での推移を続けており、50ドル台であった新型コロナ拡大前の水準（1月平均57.7ドル）には未だ程遠い状況にある。この間に順調な回復を見せている内外株価との乖離も鮮明になっている（表紙図表参照）。

（需要は既に最悪期を脱した）

世界の原油需要の動向を確認すると、新型コロナの拡大を受けて4-6月にかけて激減した後、主要国での経済活動再開を受けて7-9月には持ち直しに転じており、既に最悪期を脱している。このため、フロー面でみた供給過剰も既に解消しており、7-9月以降はむしろ需要超過に転じているとみられる。

このように需給が好転しているにもかかわらず、原油価格が低迷している理由は、市場参加者の間である程度の需給改善は事前に織り込まれていたうえ、需給緩和懸念が根強いからだ。実際、原油市場を取り巻く環境を点検すると、足元もしくは先行きにかけて需給緩和に繋がる材料が目立つ。

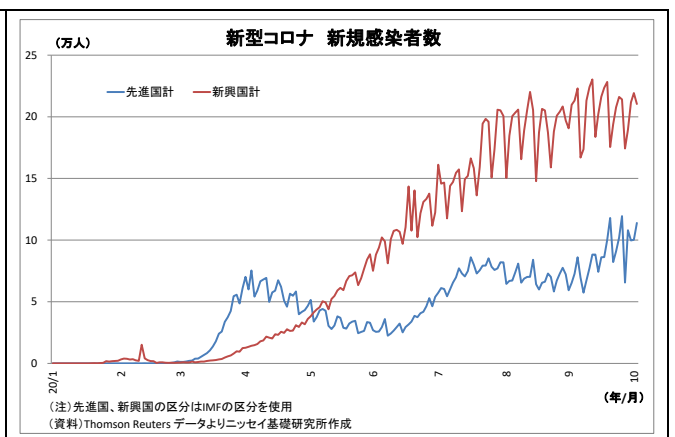
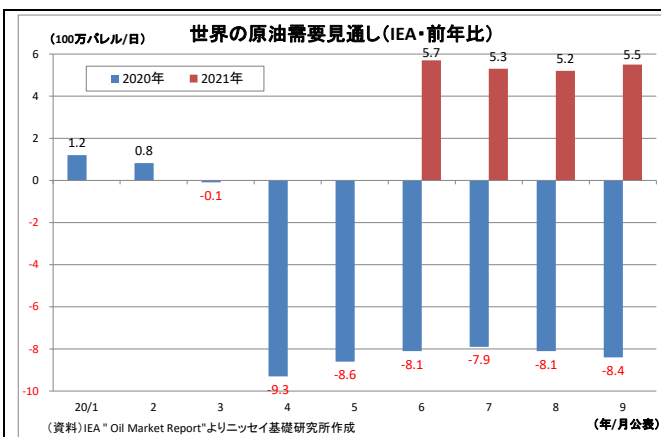


（需給緩和材料が目立つ）

A. 需要面の材料

①新型コロナの感染拡大

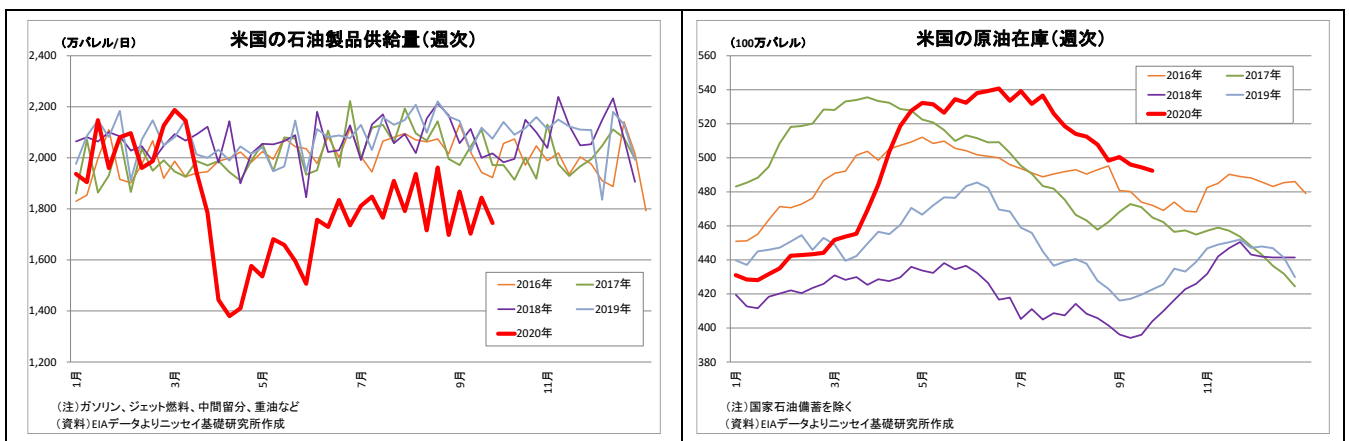
需要面の材料としては、まず何より新型コロナ感染拡大の継続が挙げられる。先進国の新規感染者数は4月以降6月にかけて減少したが、以降は増加に転じ、最近も特に欧州での拡大が目立っている。さらにこの間、新興国では殆ど一貫して増加基調をたどっている。新型コロナが拡大している国・地域では、政府による経済活動への規制導入や消費者による外出自粛によって経済活動が停滞し、原油需要の抑制に繋がった。とりわけ、世界的に厳しい入国規制が継続されたことで、航空需要は大幅に落ち込んだままとなっている。



このように感染の拡大が続く中、IEA（国際エネルギー機関）や OPEC 等の国際機関が公表する月報では、8 月以降、今年の原油需要見通しが相次いで下方修正されており、今後の需要回復に対する見方が慎重化している。

さらに、今後、北半球が冬場に向かうことで感染拡大が加速する場合には、原油需要のさらなる押し下げに繋がる可能性が高い。

ちなみに、世界最大の原油消費国である米国の需給状況を見ても、需要の伸び悩みが鮮明になっている。4 月に底入れした後、経済活動再開に伴って 6 月までは順調に回復したものの、7 月以降は感染再拡大が響く形で頭打ちとなり、直近でも例年より 1 割以上低い水準で推移している。需要の伸び悩みによって、米国の原油在庫は例年を上回る水準が続いている。

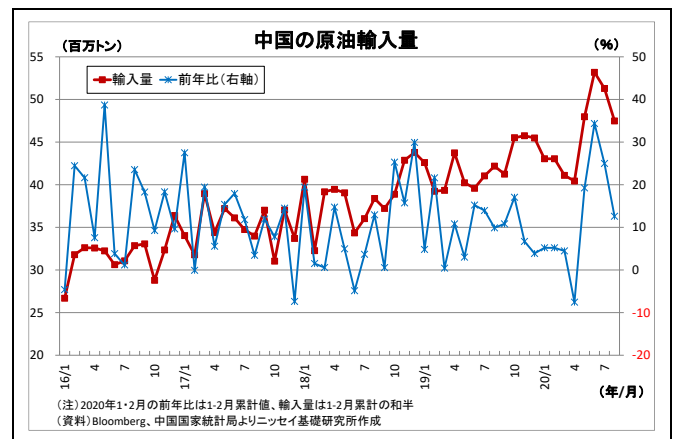


②中国による原油輸入鈍化懸念

また、中国の原油輸入が今後鈍化に向かう可能性も危惧される。中国の原油輸入量は今年 5 月以降に伸び率を大きく拡大し、直近 8 月にかけて前年比 2 桁増の高い伸びが続いてきた。つまり、中国がこれまでの世界的な需要回復の下支え役となってきたわけだ。

しかし、中国による春以降の輸入拡大については、原油価格が歴史的な安値に落ち込んだタイミングをとらえた前倒し調達や戦略備蓄積み増しのために大量に購入した結果に過ぎない可能性

がある。同国は原油在庫量を公表していないため断言はできないが、前倒し調達や備蓄用であった場合には持続性のない特殊要因ということになり、秋以降に原油輸入が鈍化する可能性が高い。



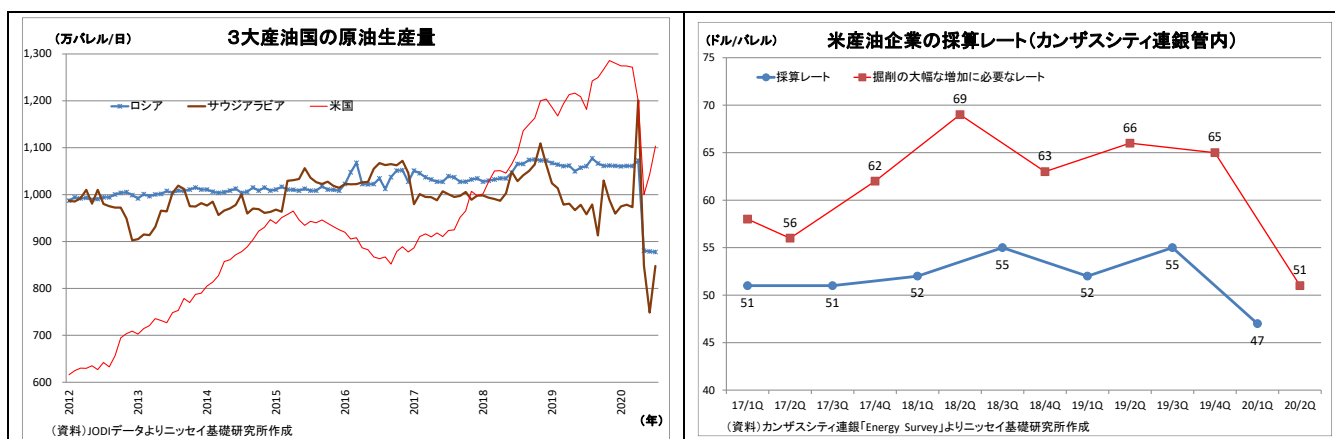
B. 供給（生産）面の材料

①米シェールの生産回復

次に生産面で需給緩和に繋がる材料としては、まず米シェールの生産回復が挙げられる。EIA（米エネルギー情報局）によれば、シェールオイルを中心とする米国の原油生産量は新型コロナ拡大に伴う価格の急落を受けて、2 月から 5 月までに日量 274 万バレル減少した。しかし、その後は回復

に転じ、7月の生産量は5月対比で日量96万バレル増と、コロナ拡大後の減産分の約1/3を既に回復している。この背景には、原油価格が回復したことで、休止していた一部油井の再稼働が進んだという事情がある。

カンザスシティ連銀が実施した管内産油企業に対する調査によれば、約4割の企業が「米国の大多数の生産者が1バレル41～45ドルの価格になると閉鎖した油井の再開に踏み切る」と予想しているうえ、「直近の採算レートは47ドル」と回答していることから¹、今後、原油価格が上昇すれば、休止油井の再開や新規生産によって米国の原油生産が増加し、需給の緩和に繋がる可能性が高い。



②OPEC プラスの減産縮小

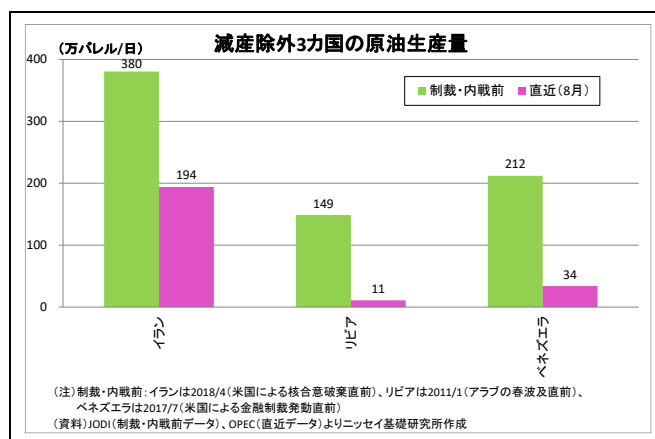
また、OPEC とロシア等による減産の枠組みである「OPEC プラス」の減産縮小も足元の需給緩和に繋がっている。OPEC プラスは新型コロナ拡大による需要の急減を受けて、5月から基準比²で日量970万バレルの減産を開始したが、その後の需要回復を受けて、8月からは減産幅を日量770万バレルへと200万バレル縮小(増産)した。これは、世界需要の2%強に相当する規模であり、インパクトは軽視できない。減産縮小にあたって、5月から7月までの減産順守率が低かったイラクやナイジェリア等に対して8月以降に穴埋めの意味の追加減産が課せられたが、その進捗も遅れている。

さらに、OPEC プラスは来年1月に、減産幅の日量580万バレルへの縮小を予定している。

③リビアの生産回復

直近9月にはリビアの生産再開という材料も加わった。リビアはOPEC加盟国だが、内戦によって原油生産がままならない状態が続いていたことから、イランやベネズエラとともに減産の枠組みから除外されてきた(減産義務なし)。

とりわけ、今年1月には武装勢力による油田・輸出積出港の封鎖によって生産が妨げられ、以降の生産量は日量約10万バレルまで落ち込んでいた。しかし、8月に対立する暫定政府と軍事組織の間で



¹ カンザスシティ連銀 “Energy Survey” (July 10, 2020)

² 原則 2018 年 10 月の生産量だが、サウジとロシアは日量 1100 万バレル

停戦が合意に至り、9月に一部油田と積出港の封鎖が解除されたことを受けて、直近の生産量は日量29.5万バレルまで回復している模様だ³。リビアの内戦前の生産量は日量100万バレルを優に上回っていただけに、今後も内戦が再発しない限り、生産量の増加が見込まれる。

（バイデン大統領誕生も価格抑制材料に）

ちなみに、1カ月後に迫る米大統領選の結果は未だ予断を許さないが、仮にバイデン前副大統領が新大統領に選ばれた場合は、需給両面で需給緩和材料、すなわち原油価格の抑制材料が加わることになるだろう。

同氏はトランプ政権が離脱したイラン核合意へ復帰する意向を示しているが、復帰する場合には現在制裁として課されているイラン産原油の禁輸措置が解除され、同国の原油生産・輸出が回復に向かう可能性が高い。一方で、同氏は再生可能エネルギーを推進して脱炭素社会を目指すを標榜しているため、原油需要への逆風が強まる。また、もともと脱炭素を目指す欧州と米国の足並みが揃うことで、世界的に化石燃料離れの風潮が加速するだろう。

かつて民主党の大統領候補であったサンダース氏やウォーレン氏が主張してきたように、シェール開発に不可欠なフラッキング（水圧破砕）が禁止されれば、米国の原油生産が大きく減少することになるが（需給改善要因に）、バイデン氏の政策のなかでは特に言及されていない。雇用やエネルギー安全保障の観点からも広範なフラッキング禁止措置が実行される可能性は低いだろう。

（今後の見通し）

以上の通り、原油市場では、足元もしくは先行きにかけて需給緩和に繋がる材料が目立っており、今後も価格下落リスクの高い状況が続きそうだ。そうした中、最大のカギになるのは需要の回復となる。今後、新型コロナに対して有効なワクチン・特効薬の実用化や治療法の確立がなされ、世界的に経済活動が正常化に向かい、需要がコロナ前に向けて順調に回復に向かえば、需給が引き締まった状況が維持されることで原油価格は回復軌道に戻るだろう。ただし、既述のとおり需給緩和材料も多いだけに大幅な需給改善は見込めず、価格の回復ペースは緩やかに留まりそうだ。とりわけ、価格が上昇すれば米シェールの増産が進むうえ、OPECプラスも予定通り減産縮小に動く見込まれるため、上値は抑制される。筆者の予想（メインシナリオ）としては、年内は30ドル台後半から40ドル台前半、来年は40ドル台半ばから後半を想定しており、50ドル台の定着は見込んでいない。

ただし、今後、主要国で新型コロナの感染拡大が加速したり、有効なワクチン・特効薬の実用化が遅れたりすれば、需要の回復が遅れることになる。需給緩和材料が多いだけに、需給の緩みが意識され、原油価格は下押しされるだろう。

その際には、OPECプラスの結束力が再び問われることになる。OPECプラスとして迅速・円滑に減産拡大に踏み切ることが出来れば、原油価格は下支えされる。逆に、3月の会合のように主要国が自国の利益を優先して減産協議が決裂し、各々が増産に走ることになれば、原油価格の底割れが避けられなくなる。

³ 10月4日付 Bloomberg 報道

2. 日銀金融政策(9月): 政府との協調による緩和継続を強調

(日銀) 現状維持

日銀は9月16日~17日に開催した金融政策決定会合において金融政策の維持を決定した。長短金利操作、資産買入れ方針ともに変更なしであった。

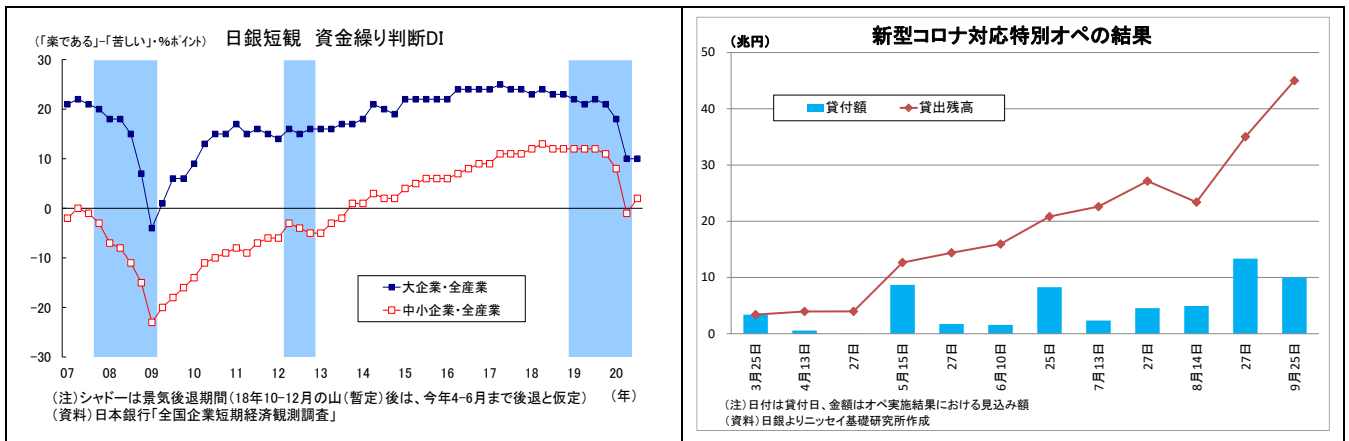
声明文における景気の総括判断は「引き続き厳しい状態にあるが、経済活動が徐々に再開するもとで、持ち直しつつある」とされ、前回の「きわめて厳しい状態にある」から上方修正された。海外経済の評価も引き上げられている。個別項目では、設備投資の判断が下方修正された一方で、輸出、生産の判断がそれぞれ上方修正されている。

菅新政権が発足した直後であっただけに、会合後の総裁会見では新政権発足が金融政策に与える影響についての質問が相次いだ。黒田総裁は「引き続き、政府としっかりと連携しながら、政策運営を行っていききたい」、「共同声明にも謳われているように、まさに政府と日本銀行の役割を認識しつつ、協調して政策を進めていくという考え方に変わりはない」との主旨の発言を繰り返した。「2%の物価安定の目標」についても「変更する必要があるとは全く考えていない」とし、今後も従来同様、政府と協調のうえ、2%の物価目標実現を達成すべく金融緩和を続けていく方針を強調した。

安倍前首相の退任によって、黒田総裁も一緒に身を引くのではないかという一部観測については、「何か途中で辞めるというようなつもりはない」、「任期を全うするつもり」と否定した。

また、FRBが8月に「時間を通じて平均して2%」を目指す旨を表明したうへ、前日に「当面の間2%を適度に上回る軌道に乗るまで、現在の金利を据え置くことが適当」とのフォワードガイダンスを導入した件に対しては、「日本銀行では、インフレ率が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続することを約束した、いわゆるオーバーシュート型コミットメントを採用しており、従来から、インフレ率が景気の変動等を均して見て、平均的に2%になることを目指している」、「2%の物価安定の目標は、2%が天井になっているという話ではなく、平均的に2%を達成するということ」、「今回のFRBの考え方は、日本銀行のこれまでの政策運営の考え方と軌を一にしたもの」などと、日銀の緩和スタンスが今回のFRBの対応に劣後していないことを繰り返し主張した。

今回は、菅新政権の政策に関する質問も相次いだ。黒田総裁は、携帯料金の引き下げやGo Toトラベルの影響については、「潜在的な成長率を上げる、あるいは当面の対面サービスに対する需要を高めるといった効果があるので、それ自体として好ましいものであれば、一時的な価格への影響をそれほど懸念する必要はない」、規制改革については、「実行される可能性は十分にある」、地域金融機関の統合の問題については、「収益性と経営効率性を向上させていくことがより重要な課題になっていることは確か」、「統合や連携といったことも、当然選択肢の一つになる」と、それぞれ肯定的な評価を示した。



(今後の予想)

日銀は既に3月から5月にかけて相次いで追加緩和や資金繰り対策の拡充に努めてきたうえ、金融市場も安定を取り戻し、国内外の景気もひとまず最悪期を脱している。日銀は今回のコロナ禍において金融市場の安定に加えて企業の資金繰り対応を優先課題としているが、10月1日に公表された9月短観における企業の資金繰り判断DIは底打ちが示されており、政府・日銀によるこれまでの政策が一定程度効果を発揮していることがうかがわれる。

従って、日銀は、基本的に現行の金融政策を維持しつつ、時期を見計らって、企業の資金繰り支援に万全を期すことを目的として、「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」や「CP・社債買入れ」等の延長・拡充を行うと予想される。

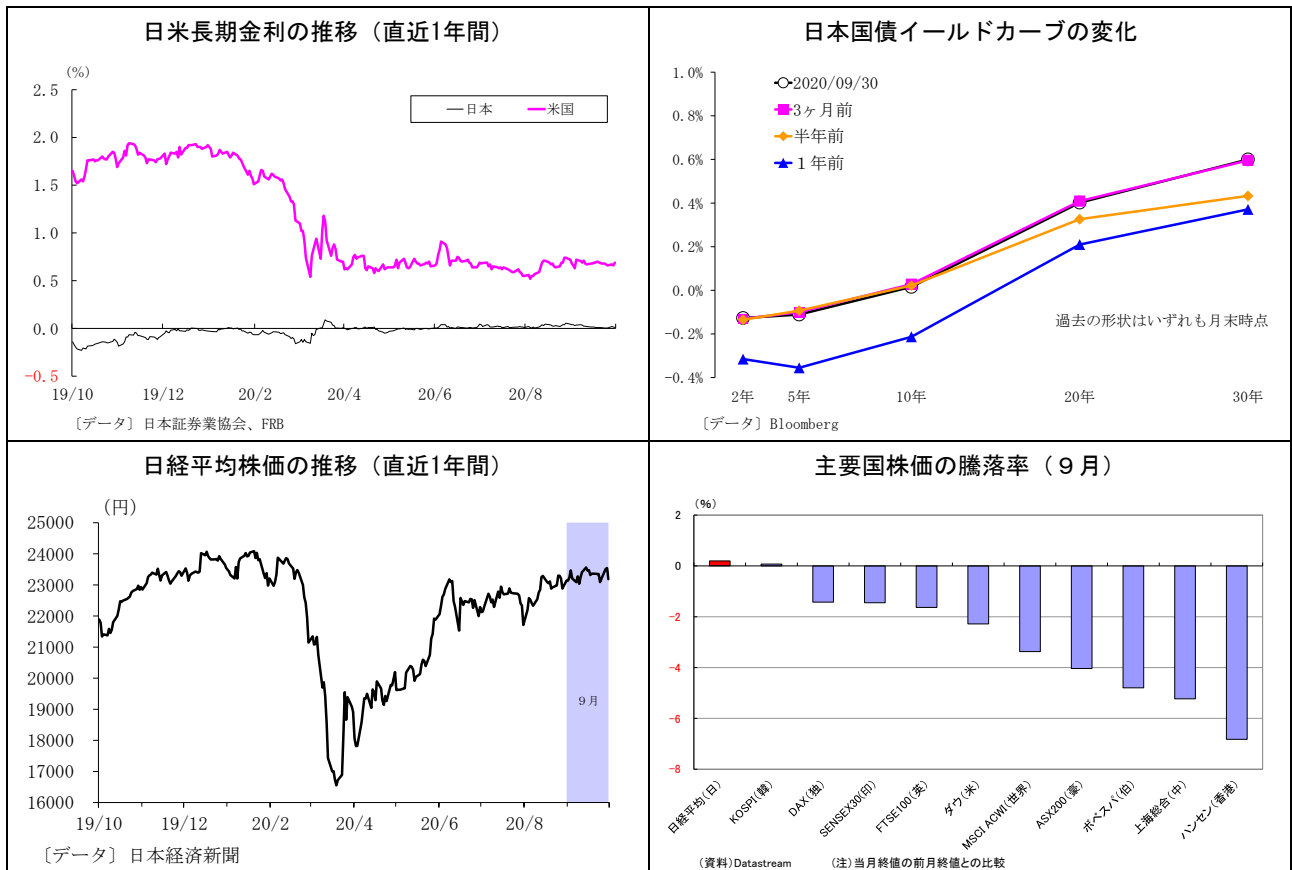
なお、欧米での新型コロナの拡大や米中对立激化、FRBによる金融緩和長期化示唆などから、為替がじわりと円高方向にシフトしてきている。米大統領選を控えて今後も円高リスクが熏るとみられ、円高が進む場面では日銀からの円高けん制的な情報発信が増えるの見込まれる。副作用が強く、為替への影響も不確かなマイナス金利の深掘りには容易に踏み切れないものの、もし1ドル100円を突破するほどの大幅な円高が進行すれば、日銀に対応を促す圧力が高まり、日銀がイチかバチかで深掘りに踏み切る可能性が高まる。

3. 金融市場(9月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

9月の動き 月初0.0%台前半でスタートし、月末も0.0%台前半に。

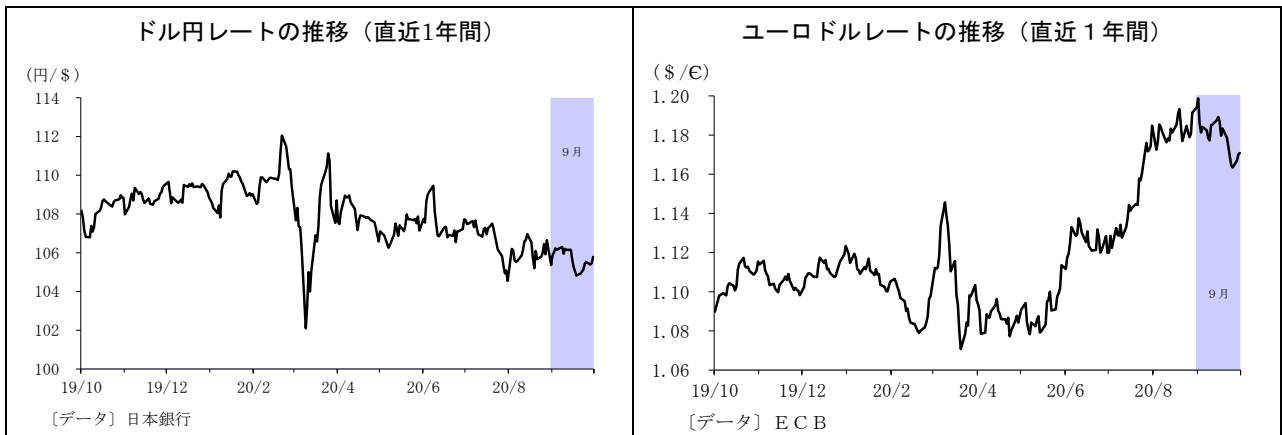
月初、弱めの国債入札結果が続いた一方、0.0%台半ばをうかがう水準では需要もあり、0.0%台半ばを若干下回る水準で推移。9日以降は米ハイテク株下落や超長期国債入札一巡を受けた需給緩和懸念の後退により、やや金利水準を切り下げた。中旬には欧州でのコロナ感染拡大や米追加経済対策の協議難航などをを受けてさらに水準を切り下げた。リスクオフ地合いと債券価格の高値警戒感が交錯するなか、月末にかけて0.0%を若干上回る水準での推移が継続した。



(ドル円レート)

9月の動き 月初 105 円台後半でスタートし、月末も 105 円台後半に。

月初、米経済指標の改善を受けて、3日には106円台前半に上昇。その後、米ゼロ金利政策の長期化観測に伴うドル売りとECB要人によるユーロ高けん制に伴う対ユーロでのドル買いがせめぎ合う形となり、ドル円は膠着した展開が継続。その後、FOMCを控えて米国のゼロ金利長期化がさらに意識され、15日には105円台に下落。実際に長期化方針が示されたFOMC後にはドル安に弾みが付き、18日には105円を割り込んだ。下旬には欧州のコロナ感染拡大や景気減速懸念から対ユーロでのドル買いがさらに進み、ドル円にもドル高圧力が波及する形で23日には105円台を回復。月末には米経済指標改善を受けてややドルが買われ、105円台後半で終了した。



(ユーロドルレート)

9月の動き 月初1.19ドル台後半でスタートし、月末は1.17ドル台前半に。

月初、ECBレーン理事によるユーロ高けん制や米経済指標改善を受けて、2日に1.18ドル台半ばに下落。その後も、ECB理事会を控えてユーロ買いポジションの解消が進んだことで、9日には1.17ドル台後半へと下落した。翌10日にはECB理事会が想定されたほどハト派的ではなかったとの受け止めから1.18ドル台を回復し、しばらく1.18ドル台での推移に。下旬には、欧州でのコロナ感染拡大を受けてユーロが下落基調となり、25日には1.16ドル台前半を付けた。その後、ユーロ圏の経済指標改善を手掛かりにユーロがやや買い戻され、月末は1.17ドル台前半で終了した。

金利・為替予測表(2020年10月7日現在)

		2020年		2021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)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
アメリカ	FFレート(期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利(平均)	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
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	-0.4	-0.4	-0.3
ドル円	(平均)	106	107	108	109	109	109
ユーロドル	(平均)	1.17	1.16	1.16	1.15	1.15	1.15
ユーロ円	(平均)	124	124	125	125	125	125

(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。