

Weekly エコノミスト・ レター

原油価格はコロナ前を回復 ～今後の注目点と見通し

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. WTI 先物は 11 月以降上昇を続け、足元では新型コロナ拡大前の昨年 1 月下旬以来の高水準にあたる 56 ドル台にまで回復している。
2. 昨年秋以降に欧米などでコロナ感染が再拡大したことで、原油需要回復の足取りは鈍いものの、①ワクチン普及による先行きの需要回復が織り込まれたうえ、②OPEC プラスによる大規模減産の継続とその順守、米シェールの生産停滞による供給の抑制、③金融緩和継続等に伴う投資家マインド改善が原油価格回復に複合的に寄与したと考えられる。
3. 今後の注目材料として、需要サイドではワクチンの普及ペースと効果、変異種の動向が注目される。一方、供給サイドでは①米シェールの生産動向とバイデン新政権による石油開発規制の影響、②OPEC プラスによる減産縮小ペースとサウジの出方、③減産を除外されている 3 カ国の生産動向（特にイラン制裁の行方）、④投資家マインドを支える米金融緩和の持続性が注目材料になる。
4. 以上を踏まえて WTI 先物の年内の見通しを考えると、概ね堅調な展開が予想される。ワクチンの普及が進み、米国などでは経済活動が正常化に向かうと期待されるためだ。財政出動も相まって需要は回復を辿るだろう。ただし、大幅な上昇は見込めない。まず、これまで期待先行的に需要回復を織り込んできたが、ワクチン普及には時間がかかるほか、米国では不需要期に入る。当面は上値が重く、一旦調整するリスクが高い。また、今後は米シェールの緩やかな増産と OPEC プラスの減産縮小が見込まれるうえ、年後半には米量的緩和縮小への警戒感が原油価格の重荷になりそうだ。従って、年末にかけて 50 ドル弱～60 ドル強のレンジで、一旦調整を挟んだ後に徐々に持ち直す展開を予想している。不確実性が高い材料が多いだけに、たびたび市場が不安定化する可能性も高い。



1. トピック：原油価格はコロナ前を回復

原油価格は昨年6月から10月にかけて1バレル40ドル前後での横ばいが続いていたが、11月以降は上昇基調が続いており、WTI先物価格（期近物）は足元で1バレル56ドル台にまで回復している（表紙図表参照）。これは、新型コロナウイルスが拡大する前の昨年1月下旬以来の高水準にあたる。11月以降の原油価格回復の要因を整理したうえで、今後の行方を展望する。

（原油価格回復の要因…先行きの需給改善期待）

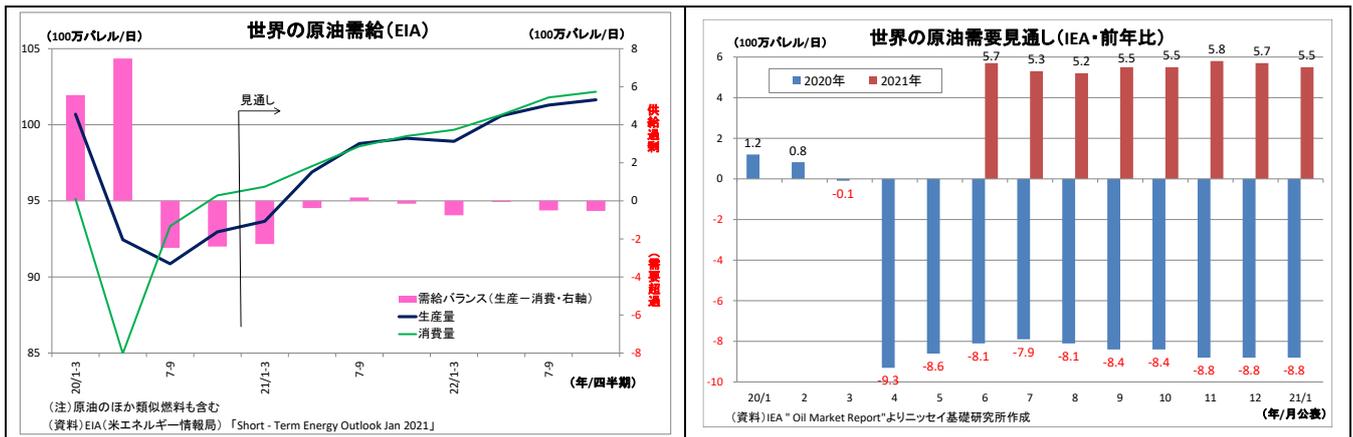
＜需要サイド＞

まず、世界の原油需要は昨年秋以降も回復の方向にはあるものの、その足取りは鈍い。

EIA（米エネルギー情報局）の推計によれば、原油需要の伸びは世界的に経済活動が再開した昨年7-9月期に前期比9.9%増の高い伸びを示したが、10-12月期には同2.2%増に大きく鈍化した。今年1-3月期には0.6%増へとさらに鈍化すると見込まれている。また、IEA（国際エネルギー機関）が月報で公表する2020年と需要見通しも昨年夏以降に下方修正が相次ぎ、需要の回復が想定通りに進まなかったことを示している。

そして、この背景には昨年秋以降、欧米を中心に新型コロナの感染が再拡大し、行動制約が強まったことがある。特に欧州ではロックダウン（都市封鎖）など厳しい措置が採られ、原油需要の逆風が強まった。

一方、11月上旬以降には米製薬大手ファイザーなどからワクチンに関する前向きな治験結果の公表が相次ぎ、続く12月には英米で接種が開始されたことで、先々の経済活動正常化に伴う原油需要回復への期待が大きく高まったと考えられる。実際、足元にかけての原油価格上昇の起点は11月上旬にワクチンに関する明るい情報が出だした頃に一致する。さらに米国で年末に追加経済対策が合意され、現在も新たな追加経済対策が協議されていることも需要回復期待に繋がっている。



＜供給サイド＞

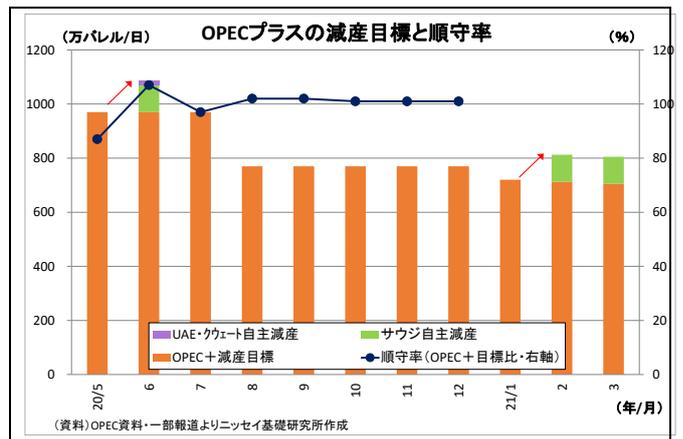
①OPEC プラスによる減産継続とその順守

供給（生産）サイドに目を転じると、まずOPECとロシア等の産油国で構成された「OPECプラス」による大規模な減産が長期に継続していることが原油価格回復に大きく寄与した。OPECプラスは新型コロナ拡大による需要の急減を受けて、昨年5月から基準比¹で日量970万バレルもの減産を開始した後、8

¹ 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

月からは減産幅を日量 770 万バレルへと縮小（増産）したが、それでもコロナ前の世界需要の 8%に相当する規模に当たる。

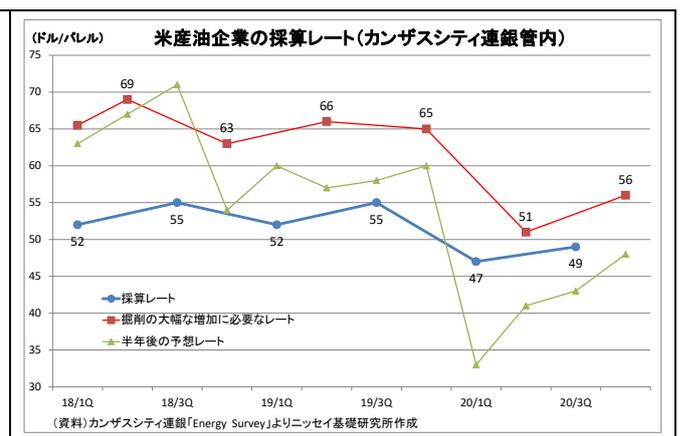
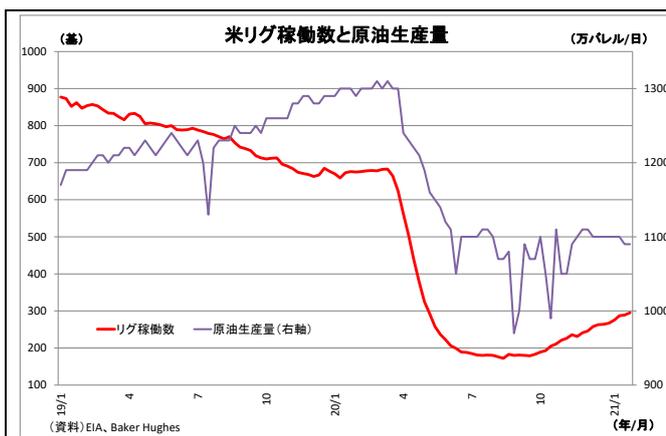
しかも、これだけの大規模な減産がほぼ 100% 順守され続けてきた点が特筆に値する。リーダー格であるサウジアラビアが率先して減産を順守したほか、月々のモニタリングを踏まえ、イラクやナイジェリアといった減産が遅れている国に対して、その順守と穴埋めを強く要請し続けたことが高い順守率に繋がった。



さらに、OPEC プラスは減産の縮小ペースを遅らせている。もともと、今年1月からは減産幅を日量 580 万バレルへ縮小する計画であったのだが、12月のOPECプラス会合で縮小幅が日量 50 万バレルに圧縮された。その後1月の会合で決定された2月・3月の減産縮小幅についても、各 7.5 万バレルとわずかに留めている。この会合では減産縮小を主張するロシアとカザフスタンの小幅な縮小を認める一方で、サウジが自主的に日量 100 万バレルの減産拡大を表明したため、2月・3月のOPECプラスによる減産幅は1月から実質的に拡大することになった。

②鈍い米シェールの生産回復

また、米シェールオイルの生産回復の動きが鈍いことも原油価格回復に寄与している。米国の原油生産量は夏以降、ハリケーンによる一時的な変動を除くと、日量 1100 万バレル前後での横ばい推移が続いている。シェール油井の掘削活動量を示すリグ稼働数は緩やかに増加しているうえ、掘削済み・未仕上げ坑井であるDUCの仕上げも進んでいるため、生産活動は緩やかに活発化しているものの、新たな生産は経年に伴う既存の油井からの生産減で相殺されるレベルに留まっているとみられる。



カンザスシティ連銀が実施している管内産油企業に対する調査によれば、直近の採算レートの平均は1 バレル 49 ドルであることから、50 ドル台を回復した今年1月以降は多くの企業で採算が採れる状況になっているはずだ。しかし、多くのシェール企業はコロナ禍で財務状況が大きく悪化したため、価格上昇で得られたキャッシュフローを増産投資ではなく債務返済に充てている可能性が高い。また、昨年12月下旬に実施された同調査によれば、原油価格の半年後の見通しが1 バレル 48 ドルと調査時期の実

勢並みに留まっていた。シェール企業が原油価格の回復を慎重に見ていることも増産の鈍さに繋がっていると考えられる。

〈投資家マインド〉

最後に、金融市場全体における投資家マインドの改善も秋以降の原油価格上昇に繋がった。既述のとおり、11月からはワクチン普及に伴う経済活動正常化期待や経済対策による景気回復期待が高まった。さらにFRBが12月のFOMCで量的緩和の長期化方針を示すなど、大規模な金融緩和を長期に続ける姿勢を示し続けていることも投資家のマインドを支援し、米国をはじめとする世界的な株価上昇を後押ししてきた。原油も株式同様リスク資産であるため、株価が上昇する局面では上昇圧力がかかりやすい。



以上のとおり、新型コロナの感染拡大によって需要の回復は鈍いものの、①ワクチン普及による先行きの需要回復が織り込まれたうえ、②OPECプラスによる大規模減産の継続とその順守、米シェールの生産停滞による供給の抑制、③金融緩和継続等に伴う投資家マインド改善が原油価格のコロナ前水準回復に複合的に寄与したと考えられる。

〈今後の注目材料〉

従って、今後の注目材料もこれまで見てきた点が中心となる。

〈需要サイド〉

需要サイドでは、まずワクチンの普及ペースと効果が注目される。ワクチンの接種は始まって間もないことから、相対的に先行する米国でも接種率は今のところ 8.12%²に留まる。集団免疫が獲得できる水準とされる 60~70%に向けて、今後順調に接種が進むか？効果はうまく発揮されるかがポイントになる。ワクチンの普及で集団免疫が獲得され、経済活動が正常化に向かえば、原油需要の回復に繋がる。

また、これに関連して、世界中に拡散しているコロナ変異種の動向にも注意が必要になる。変異種の拡大度合い、新たな変異種の登場、ワクチンの有効性がポイントになる。

〈供給サイド〉

①米シェールの生産回復

次に供給サイドでは、まず米シェールの生産動向が注目材料になる。今後もシェール企業による債務返済を優先する姿勢や先行きに対する慎重な見方が続き、生産が抑制的に推移するのか、それとも原油価格が採算レートを上回る状況が続いたことで増産に前向きに転じるのかがポイントになる。

これに関連して、1月に就任したバイデン新大統領による石油開発規制の影響も注目される。具体的には、石油・ガス開発のための連邦所有地（水域含む）の新規リースを一時停止して包括的な見直しを行う内容となっている。

² 1度でも接種した人口の割合。出所は” Our World in Data”

②OPEC プラスの減産縮小

そして、より市場に与える影響が大きいのは OPEC プラスによる減産の行方だ。需要が回復して価格が上昇するにつれて、参加国の間から減産の縮小（すなわち増産）を求める声が強まるだろう。米シェールが息を吹き返せば、シェアを奪われる懸念からますます減産縮小圧力が強まると考えられる。当たり前だが、減産の縮小は原油価格にネガティブな影響を及ぼす。どのようなペースで減産縮小を進めるかがポイントになる。

またこれに関連して、サウジの出方も重要になる。同国は財政均衡原油価格が高いうえ、国営石油会社サウジアラムコ上場に関する思惑もあって、原油価格の上昇を目指してきた。今後、OPEC プラスが減産を縮小していく際にも現在のように自主減産で価格を支えることを試みる可能性がある。ただし、他国が増産に舵を切るなかで自国が減産して価格の下支え役を担うということはライバルに塩を送ることになるため、高度な政治判断になる。

また、サウジと他の OPEC プラス産油国との意見の隔たりが同国の許容範囲を超えてしまうと、昨年 3 月のように、同国が協調路線を放棄して大規模増産に転じる可能性もある。

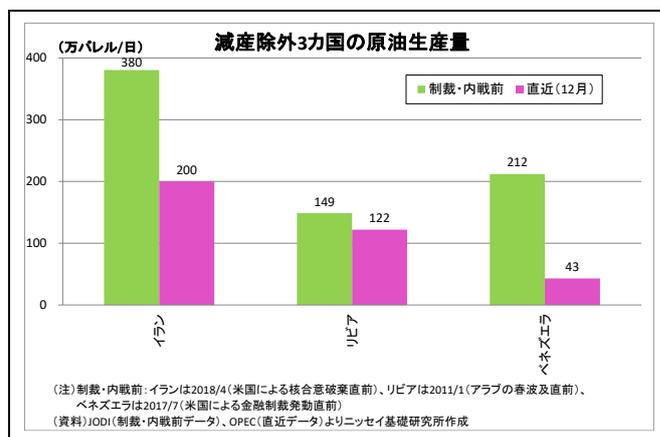
③減産除外国の生産動向（特にイラン情勢）

OPEC 加盟国ながら、米国による制裁や内戦によって生産がままならず、減産を除外されてきた 3 カ国、具体的にはイラン、リビア、ベネズエラの実産動向も今後の注目材料になる。

ベネズエラに関しては、米国のバイデン新政権が前政権同様、同国のマドゥロ政権に対して厳しい姿勢を示しており、対立するグアイド氏への支持を表明していることから、「米国による制裁の緩和→生産回復」の道筋は見えない。

リビアは、昨年 8 月に対立する暫定政府と軍事組織の間で停戦合意に至り、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、ほぼゼロに落ち込んでいた生産量が日量 120 万バレルを超えるまで順調に回復してきた。ただし、今年に入ってから劣化に伴うパイプラインの漏れ発生や労働争議に伴う輸出港の閉鎖などで生産に悪影響が出ている模様であり、今後も生産の回復基調が続けられるのか不透明な情勢にある。

そして、3 カ国のうち最も注目されるのがイランだ。同国は核合意から離脱した米国の前トランプ政権からの厳しい制裁（輸出制限措置）によって大規模な減産を余儀なくされてきた。バイデン新政権はイラン核合意への復帰を掲げており、合意に至れば制裁の緩和によるイランの増産が視野に入ってくる。ただし、バイデン新政権は復帰条件として「イランの核合意順守」を求めているが、イランはこれまでの米国への反発からウラン濃縮度引き上げなど合意からの逸脱を進めている。さらに、同国では保守強硬派が勢力を増しており、6 月に予定される大統領選で保守強硬派が勝利すれば、ますます米国との対立が強まりかねない。その場合は制裁解除によるイランの増産が見通せなくなる。



④米金融緩和の持続性

そして、最後の注目材料が米金融緩和の持続性だ。今後、米国経済が正常化に向かえば、いずれ金融緩和も収束に向かうことになる。具体的な手順としては、①量的緩和の段階的な縮小（テーパリング）、②量的緩和の終了、③利上げという順序が想定される。1 月末の FRB 議長会見で量的緩和の長期化が

改めて示唆されているだけに当面テーパリングの開始は考えられないが、地ならしが始まるだけでも、投資家のマインドを冷やしかねない。

（原油価格の見通し）

以上を踏まえて、WTI 先物の年内の見通しを考えると、概ね堅調な展開が予想される。今後ワクチンの普及が進むことで、先行する米国などでは経済活動の制約が弱まり、正常化に向かうことが期待されるためだ。バイデン新政権による財政出動も相まって、需要は回復を辿るだろう。

ただし、大幅な上昇は見込めない。まず、これまで期待先行で需要回復を織り込んできた面があるが、ワクチンの普及やコロナの抑制には時間を要する。これから米国が不需要期に入ることもあり、当面は上値が重く、一旦調整するリスクが高い。また、今後はこれまでの価格回復を受けて米シェールが緩やかに増産に転じることが予想されるほか、4月以降には需要回復を受けた OPEC プラスによる段階的な減産縮小が見込まれる。また、年後半に米経済が正常化に向かえば、テーパリングへの地ならしが始まる可能性がある。少なくとも市場では警戒感が燻り、原油価格の重荷になりそうだ。

従って、今のところ、年末にかけて1バレル50ドル弱～60ドル強のレンジで、一旦調整を挟んだ後に徐々に持ち直す展開を予想している。ただし、ワクチンなど不確実性が高い材料が多だけに、たびたび市場が不安定化する可能性が高い。

2. 日銀金融政策(1月)：「政策点検」の行方に関心集中

（日銀）現状維持

日銀は1月20日～21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。

同時に公表された展望レポートでは、景気の総括判断を「内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している」へと下方修正した（「基調としては」を追加）。個別項目では、設備投資を上方修正する一方で、個人消費を下方修正している。

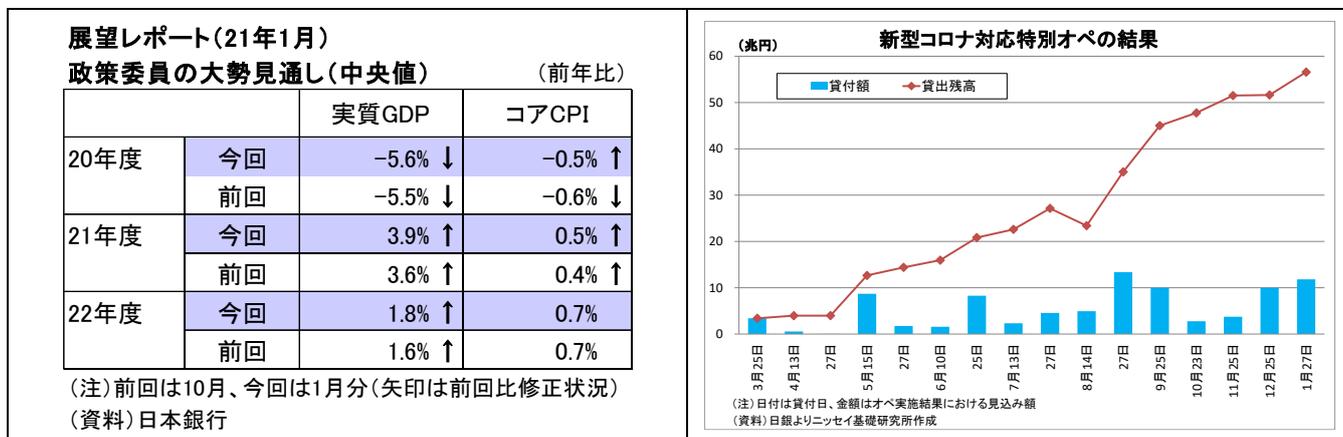
先行きについては、新型コロナウイルスの影響が徐々に和らいでいくもとで、外需の回復や政府の経済対策の効果などにも支えられて「改善基調を辿る」との見通しを維持。経済成長率の見通しについては、足元の緊急事態宣言再発令を受けて今年度を若干下方修正する一方で、経済対策の効果等を反映し、来年度以降を上方修正している。物価上昇率の見通しに関しては、今年度・来年度分について若干上方修正したものの、前回10月時点の見通しと同様に、22年度でも目標である2%の半分にも満たない水準に留まるとの見通しが示されている。

会合後の黒田総裁会見では、3月に公表予定の政策点検について、当会合にて「今後の点検作業の方向性について執行部から報告して、認識の共有を行ったところ」としたうえで、具体的には、大規模な金融緩和が①金融環境や経済・物価情勢に及ぼした影響、②金融仲介機能や金融市場の機能度に与える影響と副作用について点検を行うと説明。さらに問題意識として、「費用対効果の面でより効果的な運営ができないか」、「状況の変化に応じて、よりメリハリをつけた運営を行うことが考えられるのではないか」、「副作用に配慮しながら、いかに効果的な対応を機動的に行うか」という点を挙げた。

より具体的な点検の内容について、ETF 買入れの柔軟化や金利変動許容幅の拡大について尋ねられた場面では、総裁は「次回の会合における議論と結論を私が先取りして何かを申し上げるのは適切ではない」と言及をされたが、後者については、「レンジについてかつて一定のこと（±0.1%の倍程度・筆者注記）を申し上げていて、今の時点で何かそれを変えるですとか、どうこうすることを決め打ちしているわけではない」、「点検の中で色々な議論は出てくるとは思う」と付け加えた。

なお、物価の動向に関しては、黒田総裁は「原油価格の下落の影響やG o T o トラベルの影響、その他一時的な要因がかなりあり、そうしたものを除いたベースでみると、小幅ながら依然としてプラスで推移している」、「通常のように需要が減っているのではなく、（中略）消費者が感染を予防するために対面型サービスを意図的に抑制しているときに企業側で価格を下げて需要を取り込もうというインセンティブはあまりない」と説明し、「現時点でデフレリスクが非常に高まっているというようにはみていない」との見方を示している。

また、29日に公表された「金融政策決定会合における主な意見」では、同会合において、「現行政策の大枠は維持しつつ、イールドカーブ・コントロールやETF等買入れにおいて、より弾力的でメリハリのある運用が重要と考える」、「10年物国債金利が上下にある程度の範囲で変動することは、市場機能を通じて金融機関の運用ニーズを満たすことで金融システムの安定に資する」、「長期金利が変動しやすくなった場合でも、経済活動に与える影響は限定的であると考えられる」など、運営面でのメリハリ、金利変動の許容を是とする意見が複数の委員から出されていたことが判明している。



(今後の予想)

次回3月の会合で結果が公表される政策点検については、現行金融緩和の枠組みやコミットメント、金利水準に関する方針や操作ターゲットは不変とアナウンスされていることから、政策運営の部分的・限定的な修正に留まると見込まれる。

具体的な候補としては、国債買入れの柔軟化（による小幅な金利変動促進、超長期金利の上昇許容）、ETF買入れの柔軟化（実質的には市場安定時における買入れ額の縮小）が本命となる。緩和の持続性向上策としての日銀当座預金基礎残高（付利部分）の拡大もあり得る。一方、デジタル化や温暖化対策に資する融資に対する資金供給策の導入（0.1%付利などでインセンティブ付与）は時期尚早か。副作用の大きいマイナス金利の深堀はないだろう。

ただし、国債やETF買入れの柔軟化を行う場合には、市場で「金融緩和姿勢の後退」と受け止められかねないことから、市場との対話力が問われることになる。

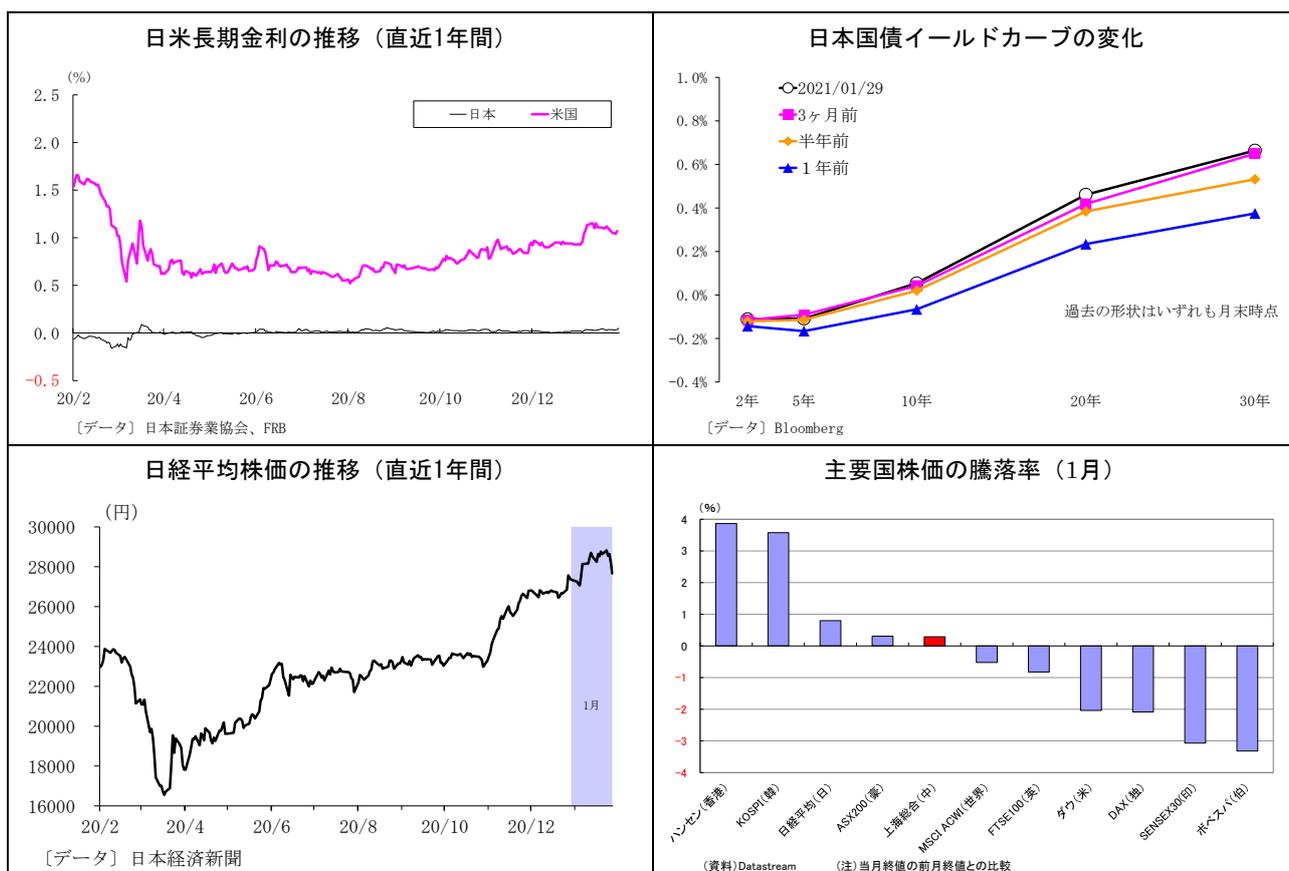
いずれにせよ、今後も物価目標達成は見通せない状況が続くことから、長期にわたって超低金利政策が継続されるという点は変わらない。

3. 金融市場（1月）の振り返りと予測表

（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、月末は0.0%台半ばに。

月初、緊急事態宣言が再発令される見通しとなったことで安全資産である国債が買われ、5日にかけて0.0%に接近。しかし、翌6日以降は、米ジョージア州での上院決選投票でトリプルブルーが決まり、米財政拡大期待の高まりによって米金利が上昇したため持ち直した。さらに18日には、「日銀が3月の政策点検で長期金利の変動幅を拡大する可能性がある」との報道を受けて金利上昇が許容されるとの観測からさらに上昇し、0.0%台半ばを付ける。下旬は再び0.0%台での推移となったが、月末には日銀の金利上昇許容観測が燻る中、国債買入れオペ方針の発表を控えて減額への警戒が高まり、0.0%台半ばへ上昇した。

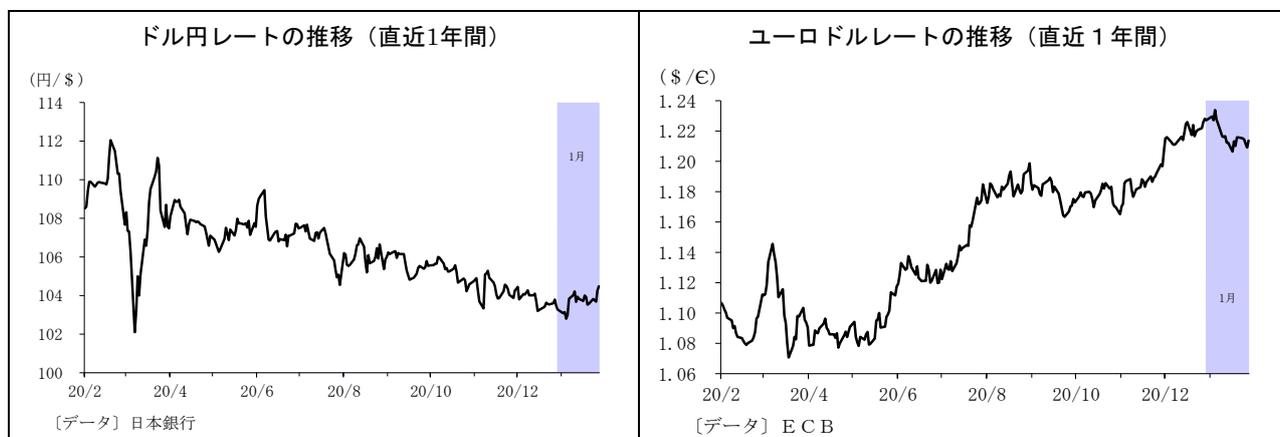


（ドル円レート）

1月の動き 月初103円台前半でスタートし、月末は104円台半ばに。

月初、国内での新型コロナ拡大や緊急事態宣言再発令検討を受けてリスクオフの円買いが入り、6日には102円台後半へ。しかし、その後は米民主党のトリプルブルー決定や追加経済対策への期

待を受けて米金利が上昇、一転してドル高が進み、12日には104円台前半を付ける。中旬にはパウエルFRB議長が14日に金融緩和の長期化を示唆したことでドル高が一服し、下旬にかけて103円台半ばから104円での膠着した推移となる。月末は投機的売買に伴う米株急落を受けて流動性の高いドルが買われ、104円台半ばへ上昇して終了した。



(ユーロドルレート)

1月の動き 月初1.23ドルでスタートし、月末は1.21ドル台前半に。

月初、1.22ドル台から1.23ドル台でもみ合った後、米財政拡大期待に伴う米金利上昇を受けて11日に1.21ドル台へ下落。さらにユーロ圏でのコロナ感染拡大やイタリアの政局不安の台頭が重石となり、18日には1.20ドル台へ下落した。翌19日にはイエレン米財務長官候補による景気対策に前向きな発言を受けたリスク選好的なユーロ買いが入り底入れし、1.21ドル台を回復。米金利の上昇が一服したなか、21日に開催されたECB理事会の声明がややタカ派的と捉えられたこともあり、月末にかけて1.21ドル台を中心に底堅い展開が続いた。

金利・為替予測表 (2021年2月5日現在)

| | | 2020年 | 2021年 | | | | 2022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) | 0.0 | 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) | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 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 (独、平均) | -0.6 | -0.6 | -0.5 | -0.5 | -0.5 | -0.5 |
| ドル円 | (平均) | 104 | 105 | 105 | 106 | 107 | 107 |
| ユーロドル | (平均) | 1.19 | 1.21 | 1.20 | 1.20 | 1.20 | 1.20 |
| ユーロ円 | (平均) | 125 | 126 | 126 | 127 | 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。