

# Weekly エコノミスト・ レター

## OPEC プラス減産縮小・デルタ株拡大 でも原油価格が高止まるワケ

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7月前半に2年9カ月ぶりの高値となる1バレル75ドル台に乗せたが、その後軟調となり、足元では70ドルの節目を割り込んでいる。この背景には、予想を超えるOPEC プラスの減産縮小決定とデルタ株を中心とする主要国でのコロナ感染拡大がある。
2. しかし、足元のWTI 先物は69ドル台と昨年末の水準を20ドル余り上回っており、底堅さがうかがわれる。①根強い需要回復期待、②需給調整弁としてのOPEC プラスの存在、③イラン核合意を巡る協議の難航、が原油価格の下支え要因になっているためだ。
3. 原油相場について先行き半年程度の見通しを考えると、今後も高止まりが予想される。需要面では今後も欧米主要国で大規模なロックダウンが回避されるとともに、世界におけるワクチン普及とそれに伴う経済活動正常化の広がりが原油需要の回復に寄与することが見込まれる。また、供給面ではOPEC プラスが調整弁としての機能を維持することが期待される。需要の動向を慎重に見極め、必要であれば減産縮小ペースを調整するだろう。イラン核協議の早期合意は見込みづらいが、仮に合意に至って同国が増産に踏み切る場合でも、OPEC プラスが減産を拡大して吸収を図ると考えられる。OPEC プラスは概ね60ドルから80ドルを適正レンジと見なしていると推察されることから、レンジを外れる場合には減産幅の調整が図られる可能性が高い。従って、メインシナリオとしては、60ドル台後半～70ドル台前半を中心に推移すると予想している。
4. ただし、原油価格の不確実性も高止まりするだろう。コロナの動向は不透明感が強いうえ、OPEC プラスに関しても不協和音が表面化して最悪枠組みが瓦解するリスクが残る。さらに、最近ではイランを巡る地政学リスクが高まっている。不確実性が高いうえ原油価格はボラティリティが高いだけに、急変動するリスクも念頭に置いておく必要がある。



# 1. トピック：減産縮小・デルタ株拡大でも原油価格が高止まるワケ

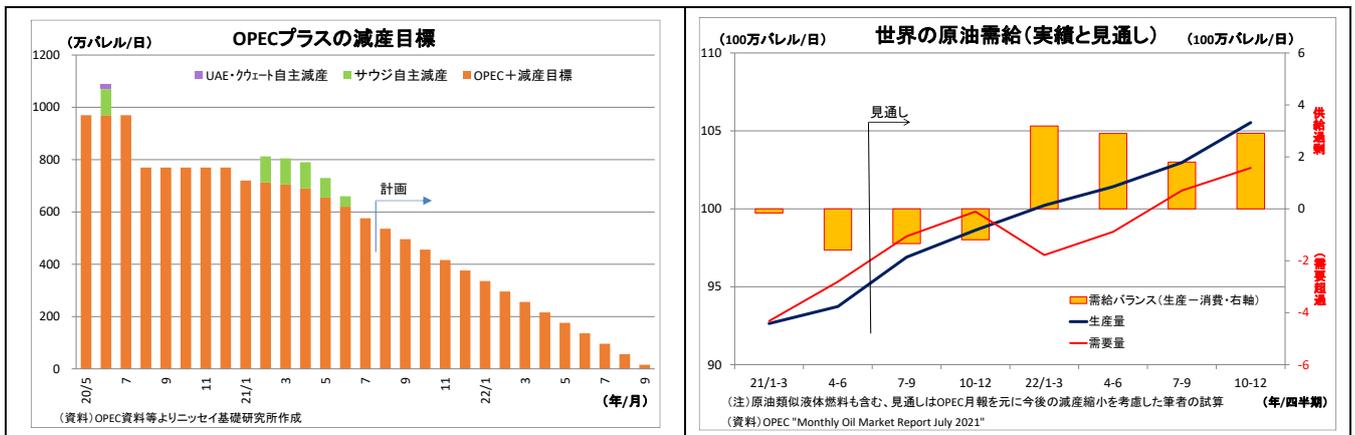
原油相場の国際的な指標である WTI 先物価格（期近物・終値）は 7 月前半に約 2 年 9 カ月ぶりの高値となる 1 バレル 75 ドル台にたびたび乗せたが、その後は軟調な展開となり、足元では 70 ドルの節目を割り込んでいる。この背景には主に 2 つの大きな要因が存在している。

## （原油価格の下落要因）

### 1) OPEC プラスの減産縮小決定

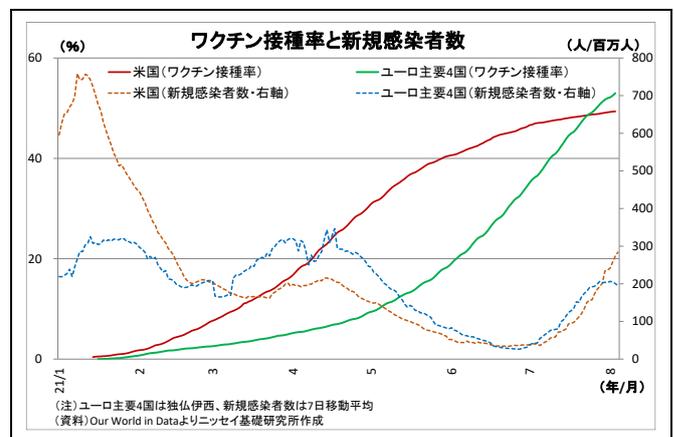
まず、一つ目の要因としては、7 月中旬に「OPEC プラスによる減産縮小」が決定したことが挙げられる。当初 7 月 1 日開催の OPEC プラス閣僚級会合において 8 月以降の減産方針を決定する手はずであったが、UAE の反対<sup>1</sup>によって協議が難航していた。しかし、同月 18 日に開催された臨時会合でようやく合意に至り、①（7 月時点で日量 580 万バレル規模となっている）減産を 8 月以降に毎月日量 40 万バレルずつ段階的に縮小して 2022 年 9 月末までに終了するように努めること、②OPEC プラスの減産枠組みを 2022 年末まで続けること、などが決定された<sup>2</sup>。

7 月の決定に関して、市場では「8 月の減産規模を日量 50 万バレル前後縮小する」や「8 月以降数カ月間緩やかな減産縮小を行う」といった予想が大勢であったため、予想を大幅に超える長期の減産縮小方針が示されたことになる。さらに、このペースで減産縮小を続けた場合、来年には世界の原油需給が供給過剰に転じる可能性が高いことから、先々の需給緩和観測が価格下落要因になったと考えられる。



### 2) デルタ株の拡大

そして、もう一つの大きな要因が主要国でのコロナ感染再拡大だ。欧米主要国では、6 月にかけてワクチン接種の進行と歩調を合わせる形で新規感染者数が減少基調となっていたが、7 月に入ってから感染が再拡大した。主因は従来型よりも感染力の強いデルタ株の感染拡大だ。中国でも最近では感染の拡大が目立ってきている。さらに、



<sup>1</sup> UAE は減産量の基準となる生産量が不公平であるとして、自国の基準生産量引き上げを要求

<sup>2</sup> その他、今年 12 月に市場環境評価を実施すること、22 年 5 月に UAE 他 4 カ国の基準生産量を引き上げることを決定

デルタ株を中心とするコロナの感染拡大を受けて、一部の国や地域では、これまで経済再開に向けて緩和してきた規制措置を再び強化する動きが出ている<sup>3</sup>。

こうした動きを受けて、「ワクチンの普及による経済活動正常化によって原油需要が回復に向かう」というシナリオに疑問符が台頭し、原油価格の下押し圧力となった。

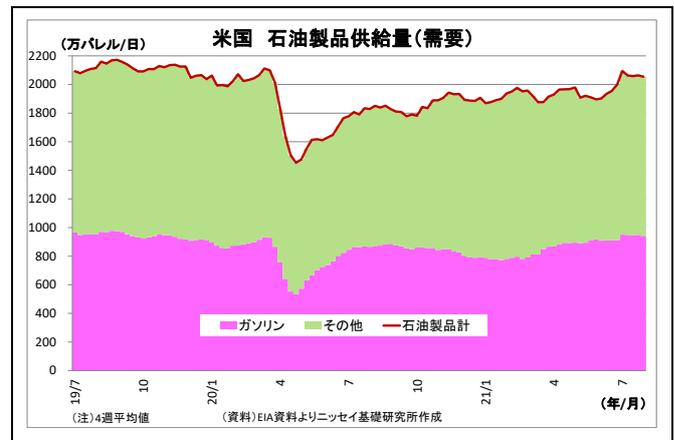
### (原油価格の下支え要因)

このように、7月以降、原油価格の下押し圧力が高まったわけだが、足元の WTI 先物価格は1 バレル 69 ドル台と昨年末の水準 (48.52 ドル) を 20 ドル余り上回っており、底堅さがうかがわれる。そして、この背景には原油価格を支える主に3つの要因の存在が挙げられる。

#### 1) 根強い需要回復期待

一つは根強い需要回復期待だ。確かに既述の通り、欧米などの主要国ではコロナの感染再拡大に伴って規制を再強化する動きが目立っているものの、ワクチンの効果によって重症者や死者の数が抑えられていることから、昨年春のような大規模なロックダウンは回避されている。実際、世界最大の原油消費国である米国の石油製品需要も7月末にかけて堅調を維持している。

今後についても、「世界的にワクチンの普及が進むにつれて経済活動が正常化に向かい、原油需要の回復に繋がる」との市場の期待は崩れておらず、原油価格の支えになっている。



#### 2) 需給調整弁としての OPEC プラスの存在

また、OPEC プラスの存在も原油価格の下支え要因になっている。7月の協議が最終的に合意に至ったことで、「協議決裂によって減産の枠組みが崩壊して各国が無秩序な増産に走る」というリスクシナリオが回避されたことは市場の一定の安心材料になった。これまで同様、OPEC プラスが原油需給の調整弁としての役割を担い、「仮に原油価格が大きく下落する際には減産幅の拡大で対応するはず」との期待も価格の下支えに繋がっていると考えられる。

需給の調整弁である OPEC プラスの動向が原油価格に与える影響は極めて大きいため、OPEC プラスが7月に減産縮小を決定した理由について改めて推察すると、彼らにとっても「あまりに高い原油価格は望ましくないため」だと考えられる。実際、WTI 先物が75 ドルを超えた7月上旬のタイミングで、イラクのアブドルジャバル石油相が「原油価格が今の水準を上回って値上がりすることは望んでいない」と発言している<sup>4</sup>。

原油価格の高騰は、OPEC プラス産油国にとっても様々な弊害を起す可能性が高い。まずは国際関係の悪化だ。今年に入ってからの原油価格上昇を受けて、世界第3位の原油輸入国であるインド政府はたびたび OPEC プラスの大規模減産継続を批判してきた。また、ガソリン価格の上昇による

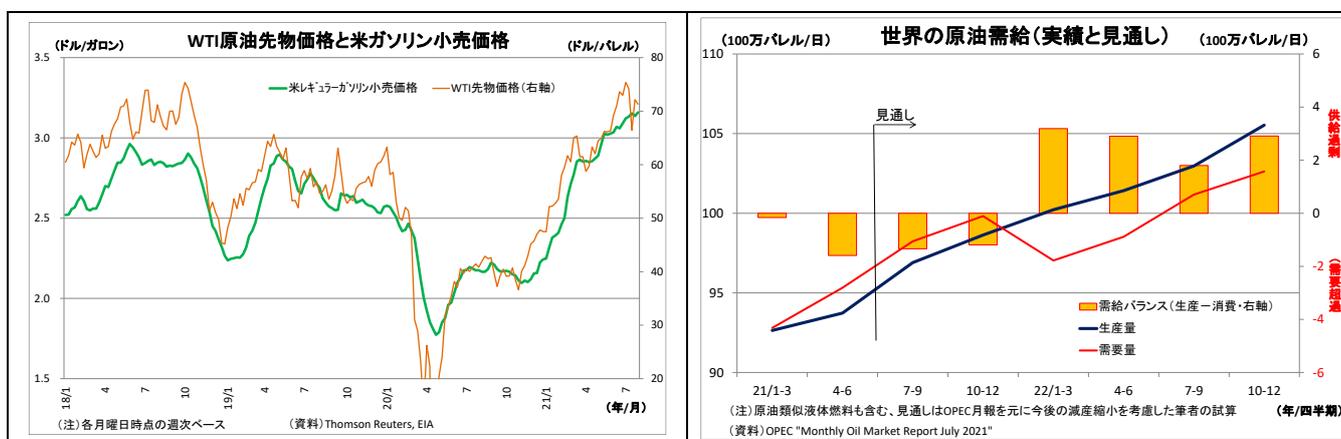
<sup>3</sup> 具体的には、夜間外出禁止、ナイトクラブの閉店のほか、文化・娯楽施設等に入る際の接種完了証明書の提示義務化などの措置が導入されている

<sup>4</sup> 2021.7.6 ブルームバーグ報道

家計への悪影響を危惧する米政府も、7月初旬にサキ報道官が「世界の石油生産能力には十分な余裕がある」と指摘し、OPEC プラスをけん制した<sup>5</sup>ほか、OPEC プラスの協議難航を受けた同月上旬には、原油価格の抑制のために「サウジや UAE、その他の関係国の当局者と多くのハイレベルな話し合いを持った」ことを明らかにしている<sup>6</sup>。OPEC プラスのリーダー格であるサウジはイランと対峙し、イエメン武装勢力フーシとの対立も続くなど厳しい安全保障環境にあるだけに、重要な同盟国かつ兵器の供給源である米政府の意向を無視することは容易ではない。

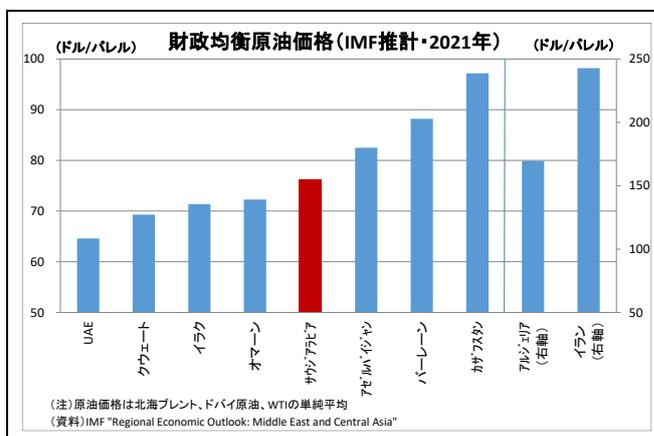
また、原油価格の高騰は物価の上昇やそれに伴う利上げを通じて世界経済の回復を阻害し、かえって需要を減少させかねないことや、脱炭素の動きを加速させかねないことも弊害に挙げられる。

今回は原油価格が 80 ドルに接近したことを受けて、原油価格の高騰を回避するために減産縮小を決定した可能性が高い。



ただし、OPEC プラスの参加国はもちろん原油価格の大幅な下落を望んでいるわけではない。経済や財政を原油に大きく依存しているためだ。IMFによれば、各国の財政が均衡するために必要な原油価格は OPEC プラスのリーダー格であるサウジで 76 ドル台であるほか、軒並み 60 バレルを超えると推計されている<sup>7</sup>。

また、OPEC プラスは今年 1 月初旬の会合において実質的な減産の拡大を決めた<sup>8</sup>が、当時の WTI 先物価格は 50 ドル弱であったことから、少なくともその水準は彼らにとって不十分であったと推察される。



### 3) イラン核合意を巡る協議の難航

そして、原油価格の 3 つ目の下支え要因に挙げられるのはイラン核合意の立て直しに向けたイラ

<sup>5</sup> 2021.7.3 ロイター報道

<sup>6</sup> 2021.7.7 ブルームバーグ報道

<sup>7</sup> ロシアの財政均衡原油価格はサウジ等を大きく下回る 40 ドル台とみられる

<sup>8</sup> 2月～3月にかけて、ロシアとカザフスタンのみ季節的な理由として若干の増産を認める一方、サウジが自主的な措置として減産の大幅拡大を表明



## 2. 日銀金融政策(7月): 気候変動オペの骨子素案を公表

### (日銀) 現状維持

日銀は7月15日~16日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。長短金利操作、資産買入れ方針ともに前回から変更なしであった。

同時に公表された展望レポートでは、政策委員の大勢見通し(中央値)として、2021年度の経済成長率をコロナ感染拡大に伴って下方修正する一方、2022年度の成長率を上方修正した。また、エネルギー価格の上振れなどを反映して、2021・22年度の物価上昇率を上方修正している。ただし、見通し期間末である2023年度の物価上昇率は前回同様前年比1.0%に留まり、黒田総裁の任期末(2023年4月)でも2%の物価目標に全く届かないとの見通しが維持されている。景気の総括判断や先行きに関する記述は、概ね前回までの内容が維持されており、大きな変化はみられない。

なお、前回会合にて予告されていた通り、今回の会合では「気候変動対応を支援するための資金供給(以下、気候変動オペ)の骨子素案」が公表された。同素案によれば、対象先は共通担保オペの対象先のうち、気候変動対応に資するための取り組みについて一定の開示を行っている金融機関で、バックファイナンスの対象となる投融資は、「グリーンローン/ボンド」、「サステナビリティ・リンク・ローン/ボンド(気候変動対応に紐づく評価指標が設定されているもの)」、「トランジション・ファイナンスにかかる投融資」が考えられるとされた。条件面では、「貸付利率はゼロ%」、「マクロ加算残高への2倍加算適用」、「付利金利はゼロ%<sup>10</sup>」、「貸付期間は原則1年だが、回数制限を設けず借り換え可能(実質的に、長期にわたるバックファイナンスを受けることが可能)」とされ、年内を目途に開始、原則として2030年度まで実施する予定とされている。

併せて、「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針」として、金融政策、金融システム、調査研究、国際金融、業務運営・情報発信の5分野からなる包括的な取り組み方針が公表されている。

会合後の総裁記者会見では、気候変動オペに関する質問が相次いだ。黒田総裁は、同オペについて、「対象となる投融資に関する具体的な判断は金融機関に委ねるわけだが、一定の開示を求めることで規律付けを図るという仕組みにしている」と説明し、「(環境オペがグリーンウォッシュ<sup>11</sup>を防げなかったという)批判を招くようなものにはならない」との見解を示した。

また、「何がグリーンかグリーンでないかを日本銀行として決めて投融資することは、現時点では適切でない」としたうえで、今回の気候変動オペの枠組みのように「ある程度フレキシブルにしておくことで、国際的に様々なタクソノミーの基準がはっきりと合意されてくれば、それに従った形にもできる」と利点を説明。「今のところは、今回の仕組みが妥当なところではないか」と述べた。

一方、同オペの効果については「今後、十分検証していかなければならない」としたほか、規模感についても「今の時点でこのくらいの規模ということは申し上げられない」と明言を避けた。プラス付利ではなく、ゼロ%付利とした理由については、「現時点で(この条件は)十分なインセンティブになると考えている」と回答した。

日銀のマנדート(使命)と気候変動対応の関係に関しては、「現時点で、物価の安定と金融シ

<sup>10</sup> 貸出促進付利制度上のカテゴリーⅢに該当

<sup>11</sup> うわべだけ環境に配慮しているかのように見せかけること

システムの安定という基本的なマנדートを何か大きく修正するというような議論は、先進国の中央銀行の中にはない」としたうえで、「企業が気候変動のための投資を行う際に、それをよりやりやすくすることによって、気候変動によるマクロ経済の不安定な状況や、そうした問題のリスクを下げるができるということ、マンドートに含まれていると同時に、金融政策としてできる範囲がある」と、その位置付けを説明した。

7月から、長期国債買入れ方針（オペ紙）の公表頻度を3カ月毎へ変更したうえで減額した件については、「日本銀行が意図的に長期金利の変動を拡大させるわけではない」、「あくまでも、明確な変動幅（±0.25%程度）の中で、内外経済・物価情勢などに応じて変動する、いわば市場機能が十分発揮できるようにしたということ」と説明。「国債の買入れ額を今後減らしていくといったことはない」とテーパリング観測をけん制した。

気候変動オペの骨子素案		展望レポート(21年7月) 政策委員の大勢見通し(中央値) (前年比)		
対象先	共通担保オペ対象先のうち、気候変動対応のための取り組みについて開示を行っている先		実質GDP	コアCPI
対象となる投融資	①グリーンボンド/ローン、②サステナビリティ・リンク・ローン/ボンド、③トランジション・ファイナンスにかかる投融資	21年度	今回 3.8% ↓	0.6% ↑
貸付利率	ゼロ%		前回 4.0% ↑	0.1% ↓
マクロ加算残高	2倍加算	22年度	今回 2.7% ↑	0.9% ↑
付利	ゼロ%		前回 2.4% ↑	0.8% ↑
貸付期間	原則1年(ただし、回数制限なく借り換え可能)	23年度	今回 1.3%	1.0%
開始時期、実施期限	年内を目途に開始、原則として2030年度まで実施		前回 1.3% -	1.0% -

(注) 前回は4月、今回は7月分(矢印は修正状況)  
(資料) 日本銀行

### (評価と今後の予想)

筆者は日銀の気候変動オペに関して、「中央銀行としての中立性を維持しつつ、いかに実効性を担保するか」が課題と考えていた。そうした意味では、今回の公表された内容は、一定の規律付けを図ったうえで、具体的な投融資については金融機関の判断に委ねる形となっているため、中立性に関しては配慮されている印象を受けた。

一方、実効性に関しては不透明感も否めない。「グリーンウォッシュを排除できるのか」、「気候変動対応の取り組みについて一定の開示を求めたうえで（プラス付利ではなく）ゼロ%付利との立て付けが金融機関にとってどれだけのインセンティブになるのか」、「政策の効果をどう検証するのか」などに関しては、今後見極めが必要になり、課題が明らかになれば、適宜修正が求められることになるだろう。

今後の金融政策に関しては、しばらく現状維持が続くと予想される。物価目標達成が見通せない一方で追加緩和余地が乏しく身動きが取りづらいうえ、デルタ株を中心とするコロナの感染動向やワクチン接種の普及ペースと効果、それが景気に与える影響等を見定めるべく、日銀は様子見姿勢に徹すると見込まれるためだ。「強力な金融緩和を粘り強く続けていく」という建前を掲げながら、現状維持を続けるだろう。金利の膠着が長期化するなど、副作用の緩和が十分に見られない場合には、政策をさらに微調整する可能性が出てくるが、緩和の大枠に影響はない。

なお、3月の政策修正の一環として、長短金利引き下げの影響を緩和するための「貸出促進付利制度」が導入されたが、同制度によって金利引き下げ時の副作用（金融機関収益への悪影響）を全

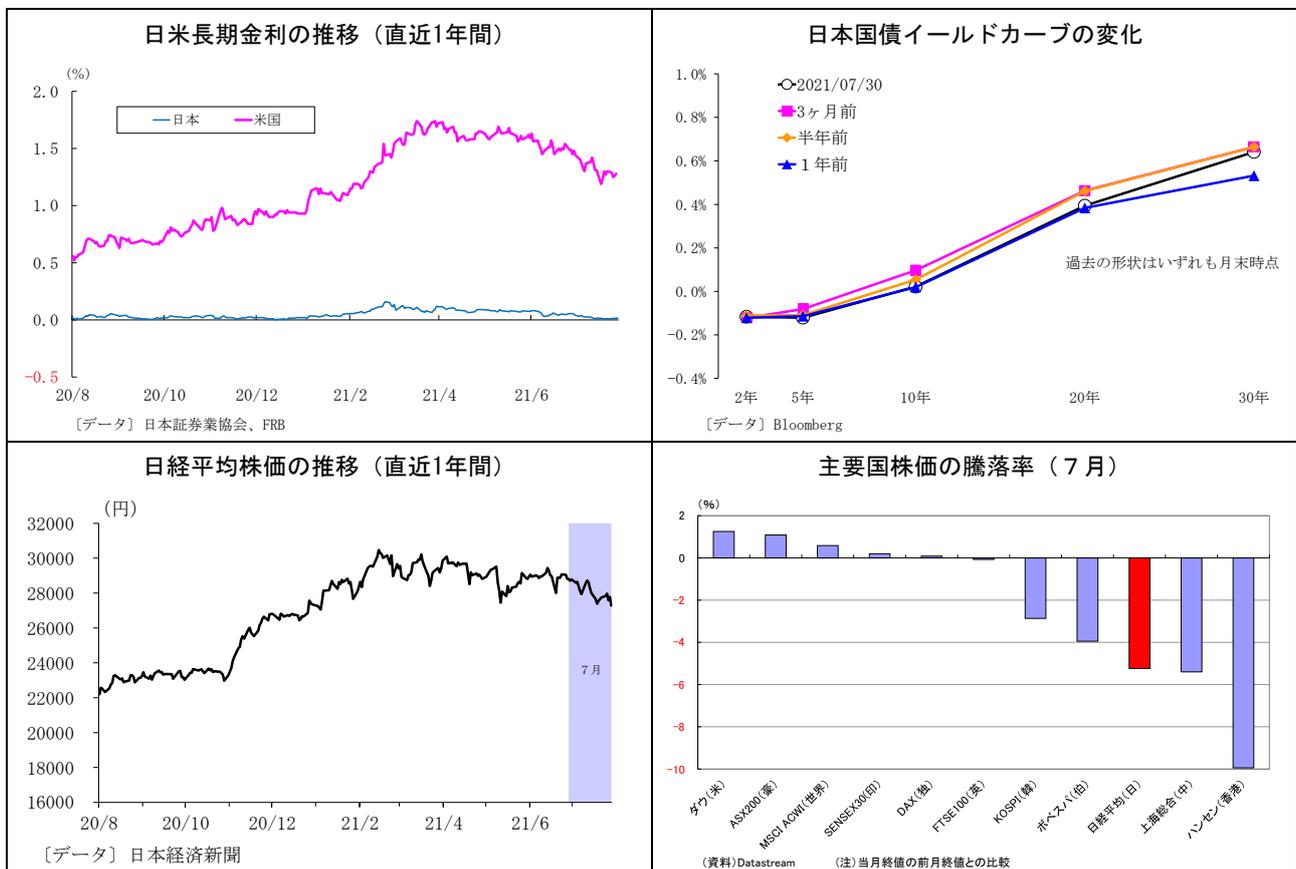
て吸収できるわけではないため、長短金利引き下げのハードルは引き続き高い。引き下げは円高が大幅に進む場合などに限られるだろう。

### 3. 金融市場（7月）の振り返りと予測表

#### （10年国債利回り）

**7月の動き** 月初0.0%台半ばでスタートし、月末は0.0%台前半に。

月初、良好な国債入札結果を受けて0.0%台前半に低下。その後もリフレトレードの巻き戻しやコロナの世界的な感染拡大、早期緩和縮小観測の後退等を受けた米金利の低下が重荷となり、低迷が継続。パウエルFRB議長によるハト派的な議会証言を受けた15日には0.0%に接近した。その後は（債券価格の）高値警戒感が金利の支えとなる一方、米金利の低迷や内外でのコロナ感染拡大が重石となる形で0.0%をやや上回る水準で推移し、月末も0.0%台前半で終了した。

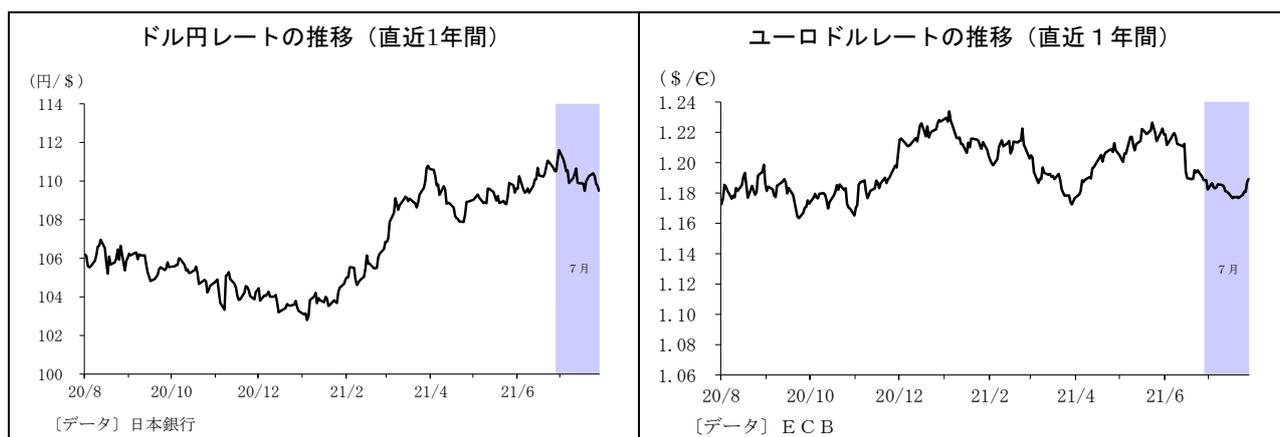


#### （ドル円レート）

**7月の動き** 月初111円台前半でスタートし、月末は109円台半ばに。

月初、米雇用統計改善への期待が高まり、2日に111円台後半に上昇したが、雇用統計での失業率悪化を受けて米早期緩和縮小観測が後退。さらに、米経済指標の悪化に伴うドル売りや世界的なコロナ感染拡大に伴うリスク回避の円買いを受けて、9日には110円の節目を割り込んだ。その後は持ち高調整や米CPI上振れを受けてドルが買い戻され、14日には110円台後半を回復したが、翌15日にはパウエルFRB議長のハト派的な議会証言を受けて、再び110円を割り込んだ。下旬には米株高に伴うリスク選好の円売りで110円台を回復する場面もあったが、国内でのコロナ感染拡大や

ハト派的なパウエル議長会見等が重荷となり、月末は109円台半ばで終了。



### (ユーロドルレート)

**7月の動き** 月初1.18ドル台後半でスタートし、月末も1.18ドル台後半に。

月の前半はコロナ感染拡大等を背景とする景気減速懸念によるユーロ売り圧力と米金利低下に伴うドル売り圧力がせめぎ合う形となり、1.18ドル台半ばを挟んだ一進一退の展開に。しかし、その後もユーロ圏での感染拡大傾向が続き、19日には1.17ドル台後半へ下落した。しばらく1.17ドル台後半での推移が続いたが、下旬にはFOMCを前に持ち高調整のユーロ買いが優勢となった。月の終盤には、ハト派的なパウエル議長会見や米GDP成長率の予想割れなどを受けてさらに上昇し、月末は1.18ドル台後半で終了した。なお、ECBが8日の戦略見直し公表で物価目標を実質的に引き上げ、22日の理事会で低金利のフォワードガイダンスを強化したことはユーロの重荷になった。

### 金利・為替予測表(2021年8月6日現在)

		2021年			2022年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		<b>実績</b>			<b>予想</b>		
日本	10年金利 (平均)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
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)	1.6	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9
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)	-0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2
ドル円	(平均)	109	110	112	112	113	113
ユーロドル	(平均)	1.21	1.18	1.18	1.19	1.19	1.19
ユーロ円	(平均)	132	130	132	133	134	134

(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。