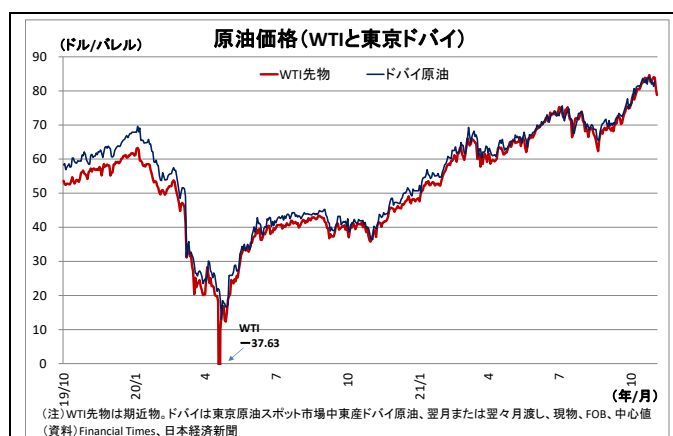


Weekly  
エコノミスト・  
レターOPEC プラスが追加増産を拒否、  
原油価格はまだ上がるのか？経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. OPEC プラスは昨日の会合で12月の生産量について協議し、従来方針通り、日量40万バレルの減産縮小（増産）を決定した。米国をはじめとする多くの輸入国が追加増産を要請していたにもかかわらず、これを拒否した形だ。
2. 世界的な経済活動の再開や天然ガス高騰を受けて原油需要が増加し、需給の逼迫感によって原油価格が高騰しているにもかかわらず、増産余力のある OPEC プラスが追加増産に慎重な理由は、コロナの感染再拡大などによる需給緩和に対する警戒感が根強いことが挙げられる。また、従来計画を維持することで減産参加国間の不協和音発生を回避したいという思惑もあるとみられる。
3. 原油価格の見通し（WTI 先物ベース）については、今後も当面は70ドル台半ばから80ドル台半ばでの高止まりが予想される。世界的に経済活動の再開が原油需要の増加に寄与する一方、OPEC プラスが追加増産を見送ったことで、需給がタイトな状況が続くとみられるためだ。その後、春先には70ドル台前半へ一旦調整すると見込んでいる。この頃になると、暖房需要が剥落するうえ、OPEC プラスが緩やかな減産縮小を続けることで需給が緩和する可能性が高いためだ。
4. ただし、原油市場を取り巻く環境は複雑さを増していることから、不透明感は強い。今後、北半球の冬の気温が例年よりも下がれば、暖房需要増加によって需給がさらに逼迫し、価格が予想以上に上昇する恐れがある。また「12月に市場環境評価を行う」としている OPEC プラスが、評価のうえ減産縮小ペースを遅らせることを決め、価格が上昇するというシナリオも排除はできない。逆に原油価格高騰の影響を危惧した米国や中国の政府が戦略備蓄の大規模な放出を行えば、価格が一時的に下振れる可能性が高い。



# 1. トピック：OPEC プラスが追加増産を拒否、原油はまだ上がるか？

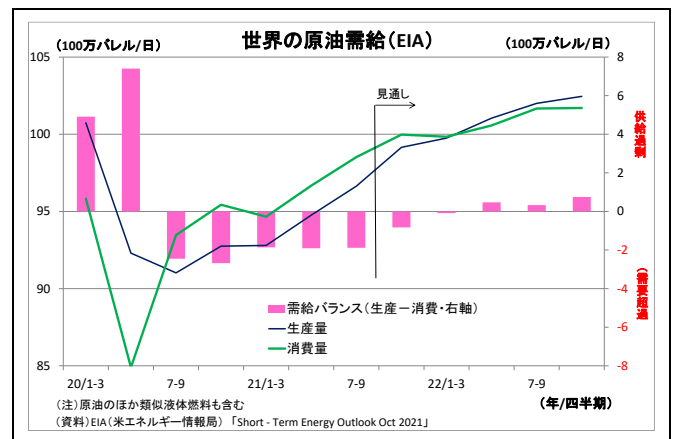
OPEC やロシアといった主要産油国による原油減産の枠組みである OPEC プラスは、昨日の会合で 12 月の生産量について協議し、7 月に決定した「毎月日量 40 万バレルずつ増産して 2022 年 9 月末までに減産を終了するよう努める」という方針通り、前月比日量 40 万バレルの減産縮小（すなわち増産）を決定した。

前回 10 月 4 日の会合（日量 40 万バレルの減産縮小を決定）後も原油価格の上昇が止まらなかったことを受けて、自国経済への悪影響を危惧する米国やインド、日本といった多くの輸入国が OPEC プラスに対して増産幅の拡大（追加増産）を要請していた。特に米国は過去数カ月の間に再三にわたって追加増産を要請しており、直近も 10 月末の G20 首脳会議後にバイデン大統領自らが増産を求める発言をしている<sup>1</sup>。それにもかかわらず、今回も、OPEC プラスは要請を拒否する形となった。

原油価格の高騰が米国をはじめとする各国経済や金融政策に与える影響が注目されるなか、改めて原油市場を巡る情勢と OPEC プラスの動向を確認し、原油価格の先行きを展望する。

## （需給逼迫を受けて原油価格は 7 年ぶり高値圏に）

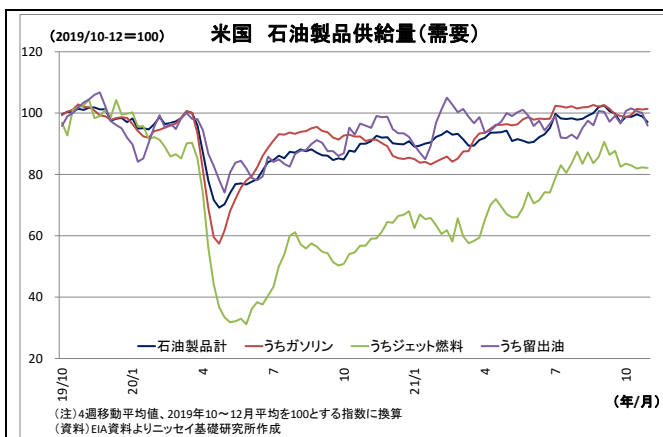
まず、足元の WTI 先物価格（期近物）は 1 バレル 80 ドル付近と、10 月下旬に一時 85 ドル台に到達した後にやや下落しているものの、およそ 7 年ぶりの高値圏を維持している（表紙図表）。そして、この原油価格上昇の原因を一言で表すとすれば、世界的な「原油需給の逼迫」である。以下のとおり、需要の伸びに対して供給の伸びが追いついていない。



## < 需要面 >

### 1) 世界経済の回復

需要面では、まずコロナワクチンの普及等による世界的な経済活動再開が原油需要の増加をもたらしている。EIA の推計によると、今年 7-9 月の世界の原油需要は、コロナ前である 2019 年平均の



1 「ロシアやサウジなど主要産油国が、人々が通勤に使うガソリンを確保できるように増産することはないという考えは正しくないと思う」と発言（11月1日 Bloomberg 報道）。

97%にまで回復している。

また、世界最大の原油消費国である米国の石油製品需要を見ても、世界的な入国制限継続という逆風を受けるジェット燃料の戻りこそ鈍いものの、ガソリンや留出油（軽油等）などでは、ほぼコロナ前の需要水準を回復している。

## 2) 天然ガスの高騰

さらに、天然ガス価格の高騰が需要の増加に拍車をかけている。夏場以降、欧州を中心に天然ガスの不足感が強まり<sup>2</sup>、天然ガス価格が高騰したことで、発電燃料等として原油に代替需要が発生することとなった<sup>3</sup>。天然ガス価格は10月をピークにやや下落しているが、それでも足元の水準は年初時点の約6倍と高止まりしている。

### <供給面>

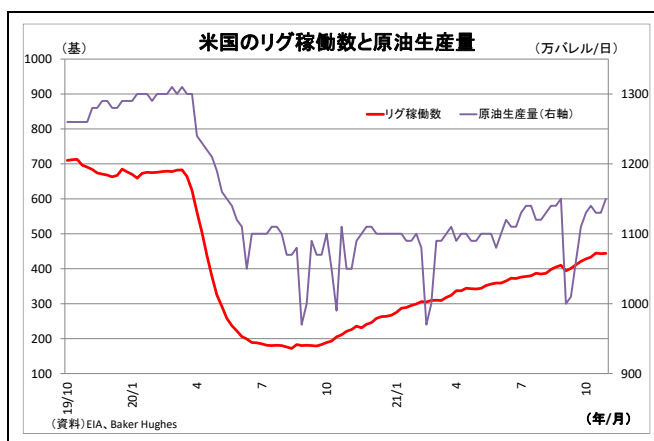
一方で、世界における原油供給（生産）の増加ペースは鈍い状況が続いている。

#### 1) 米シェールの増産抑制

かつてシェールオイルの増産によって世界最大級の産油国としての位置付けを確立した米国の生産量は底打ちこそしているものの、水準は未だコロナ拡大直前の約9割に留まっている。

昨年の原油価格急落によって大打撃を被ったシェール企業は財務内容の改善や投資家への支払いを優先し、増産投資に慎重な姿勢を維持している。また、政府や投資家による脱炭素の動きが増産投資の抑制に働いている可能性も高い。

実際、生産の前工程にあたる油井の掘削動向を示すリグ稼働数は直近でもコロナ前の7割に満たない水準に留まっている。



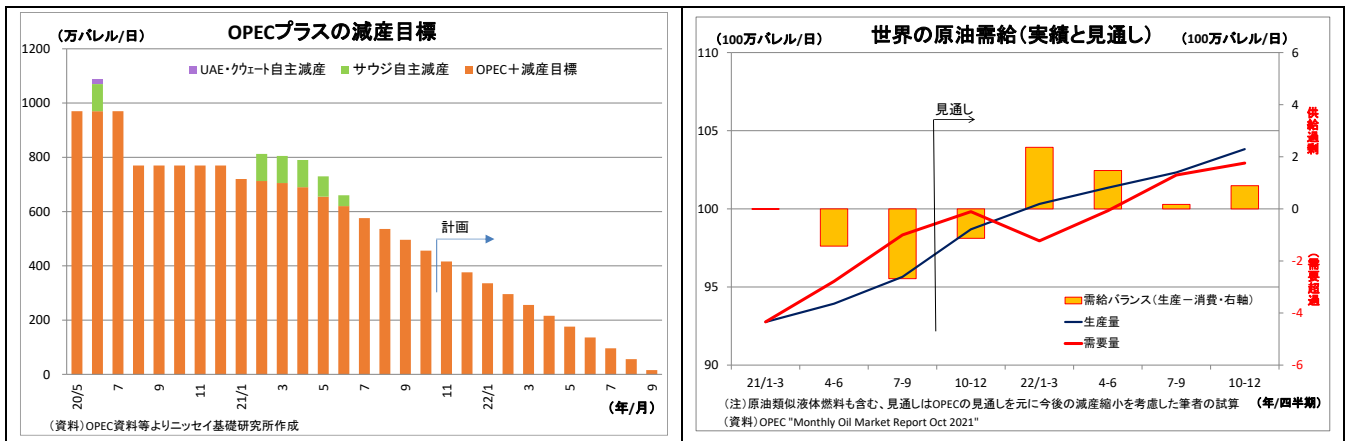
#### 2) OPEC プラスの慎重な減産縮小

このように、米国の増産が停滞しているため、昨年来大規模な減産を実施中で増産余力のあるOPEC プラスの生産動向が原油価格の最大のカギになっている。現に、足元の世界の原油需給は日量100万~200万バレル程度の需要超過とみられるが、OPEC プラスの減産規模は縮小中とはいえ、日量約400万バレルに達しているため、OPEC プラスが大幅な減産縮小に踏み切れば、需要超過の状態は解消する。

しかしながら、既述の通り、輸入国からの強い要請を受けているにもかかわらず、OPEC プラスは減産縮小幅の拡大（追加増産）を見送り続けている。OPEC プラスには各国中央銀行のように詳細に説明する仕組みがないため、追加増産を見送っている理由については声明文や参加国首脳の発言などから読み取るしかないが、以下の通りと考えられる。

<sup>2</sup> 原因として、昨年冬の低気温、脱炭素に伴う石炭から天然ガスへの需要シフト、風力発電出力の低下、ロシアによる追加供給の抑制などが指摘されている。

<sup>3</sup> サウジアラムコのアミン・ナセル CEO によれば、(10月初旬時点で)既に原油需要を日量50万バレル押し上げているとのこと(10月5日 Bloomberg 報道)。



i) 今後の需給緩和に対する警戒

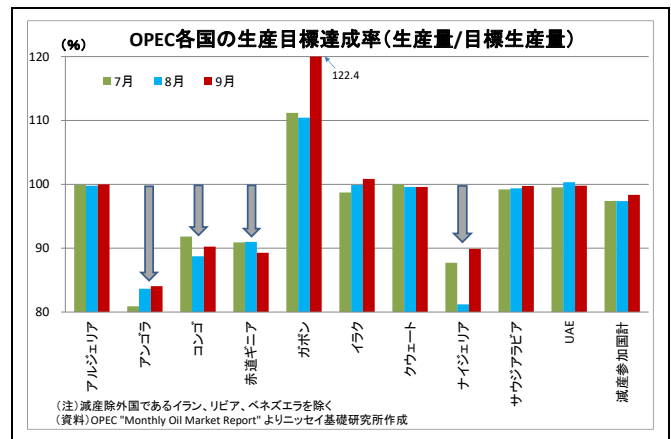
一つは今後の需給緩和に対する警戒感だ。OPEC プラスは今後コロナの感染拡大によって需要が下振れるリスクを警戒しているとみられる。現に、今回の会合に先立って、OPEC プラスを主導するサウジアラビア (以下、サウジ) のアブドルアジズエネルギー相は「我々は注意深くある必要がある。危機は落ち着いたが、必ずしも終わったわけではない」と先々のコロナ拡大に対する警戒感を示していた<sup>4</sup>。

また、OPEC プラスは、産油国による増産と需要増加ペースの鈍化によって来年の需給が緩和することも警戒している。今回の会合後にアブドルアジズエネルギー相は、例年第1四半期から第2四半期にかけては世界の原油需要が減少するため、生産国が段階的に生産量を増やしていくことで石油の在庫が積み上がることに懸念を示している<sup>5</sup>。

ii) 減産参加国間の不協和音発生を回避

OPEC プラスが追加増産を見送っているもう一つの理由は減産参加国間の不協和音発生を回避するためとみられる。

OPEC プラスは昨年夏以降、緩やかな減産縮小 (増産) を進めており、各国の目標生産量 (生産枠) も徐々に引き上げられているが、アンゴラやコンゴ、ナイジェリアなどの一部の国では投資やメンテナンスの不足等によって増産ペースに遅れが出ており、実際の生産量が目標を大きく下回っている。



このような状況において追加増産を提案した場合、増産が遅れている国からの反対によって議論が紛糾し、方針がまとまらなくなったり、OPEC プラスの枠組みから離脱する国が出てきたりする恐れがある。

筆者は、8月上旬のレポート<sup>6</sup>において、先行き半年間の原油見通しを「60 ドル台後半～70 ドル台前半を中心に推移する」と予想していたが、実際の価格は予想レンジを上回って推移している。

<sup>4</sup> 10月24日 Bloomberg 報道

<sup>5</sup> 11月5日 NHK World 報道

<sup>6</sup> 「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」(8月6日付 Weekly エコノミスト・レター)

その際、最も大きな誤算だったのは OPEC プラスの対応だ。

経済と財政を原油に依存する産油国にとって原油価格の上昇は基本的に望ましいことだが、過度の上昇は、世界経済の減速を通じて最終的に原油需要の減少を招いたり、原油輸入国との対立を引き起こしたりするリスクがある。特に OPEC プラスの実質的なリーダーであるサウジにとって、重要な同盟国で防衛装備品の供給元でもある米国からの増産要求を無視することは困難であるため、原油価格が大きく上昇する際には、OPEC プラスが追加増産を行うことで上昇が抑えられると予想していた。

しかし、筆者の予想に反して、OPEC プラスが追加増産に慎重な姿勢を維持したことで、原油価格は予想以上に上振れることになった。

### (今後も高止まりが予想される)

原油価格の見通し (WTI 先物ベース) については、今後も当面は 1 バレル 70 ドル台半ばから 80 ドル台半ばでの高止まりが予想される。世界的に経済活動の再開が原油需要の増加に寄与する一方、OPEC プラスが追加増産を見送ったことで、需給がタイトな状況が続くとみられるためだ。

その後、春先には 70 ドル台前半へ一旦調整すると見込んでいる。この頃になると、原油及び天然ガスの暖房需要が剥落するうえ、OPEC プラスが緩やかな減産縮小を続けることで生産水準が切り上がり、需給が緩和する可能性が高いためだ。

ただし、原油市場を取り巻く環境は複雑さを増していることから、不透明感は強い。

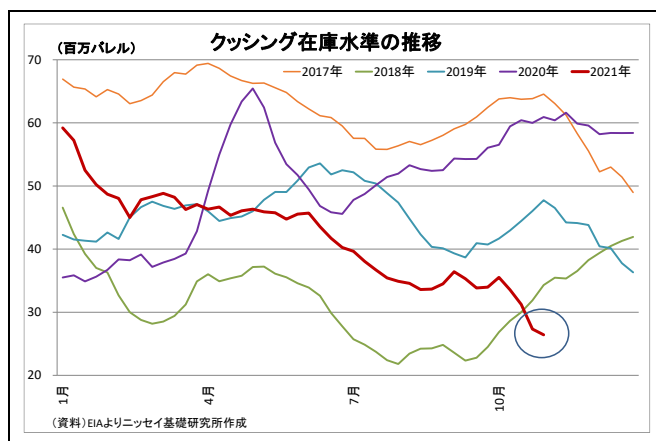
今後、北半球が本格的な冬を迎えるが、例年よりも気温が下がれば、暖房需要増加によって需給がさらに逼迫し、原油価格が予想以上に上昇する恐れがある。

また、OPEC プラスの次の出方にも注意が必要になる。OPEC プラスは 7 月会合にて、「12 月に市場環境と参加国の減産状況の評価を行う」ことを決定していることから、来月は通常より減産ペースの修正が行われる可能性が高そうだ。既述の通り、OPEC プラスは来年の需給緩和を警戒していることから、バランスを取るために減産縮小ペースを遅らせるという方針が示され、原油価格が上昇するというシナリオも排除はできない。

ちなみに、米国の原油在庫にも気がかりな材料がある。9 月以降、全米の原油在庫は増加基調にあるものの、WTI 原油の現物受け渡し地であるオクラホマ州クッシング地区の在庫水準が急低下していることだ。昨年春には同地区の原油貯蔵量が増加して限界に近づいたことが原油価格マイナス転落の一因になっただけに、クッシング在庫の急減が俄かに原油価格上昇要因と見なされる可能性がある。

仮に、これらの原油価格上昇リスクが現実のものとなれば、WTI 先物が 1 バレル 90 ドル台に上昇する可能性もある。

一方、原油価格の下落リスクとしては、米国等の政府による政策対応が挙げられる。今回の OPEC プラスによる追加増産見送りを受けて、米政権は「経済を守るためにあらゆる手段を検討する」と



即座に表明しており<sup>7</sup>、原油の戦略備蓄放出観測が台頭している。また、中国政府も価格高騰を受けて、9月に原油、10月に石油製品の戦略備蓄を放出している。世界の需給を根本的に変える話ではないものの、今後、もし主要国において戦略備蓄の大規模な放出が行われることになれば、一時的に需給の緩和が意識され、価格が下振れる可能性が高い。

## 2. 日銀金融政策(10月)：円安への懸念払拭に苦慮

### (日銀) 現状維持

日銀は10月27日～28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」に据え置いた。ただし、個別項目では、輸出や生産、公共投資の判断を前月から下方修正する一方、個人消費の判断を上方修正している。政策委員の大勢見通し(中央値)では、緊急事態宣言の長期化や供給制約の影響を織り込んで2021年度の経済成長率を前回(7月時点)から下方修正する一方、2022年度の成長率をやや上方修正した。また、消費者物価(生鮮食品除き)については、基準改定を反映して2021年度の物価上昇率を大幅に下方修正したが、2022・23年度の見通しは据え置いた。この結果、見通し期間末である2023年度の物価上昇率は前年比1.0%に留まり、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。

会合後の会見で、黒田総裁は日本の消費者物価が米欧との対比で弱い動きとなっている背景について、①需要回復が遅れていたこと、②感染拡大時における雇用の維持によって速やかに供給を増やす余地が残されていること、③企業が原材料コスト上昇分の多くをマージンの圧縮によって吸収し、価格を可能な限り据え置こうとする傾向が根強く残っていることを挙げた。

その後は足元で進んだ円安の影響についての質問が相次いだ。黒田総裁は、円安の動向について、「為替レートは経済のファンダメンタルズを反映して安定的に推移することが望ましく、現在の為替レートはその範囲内で動いていると思う」と問題視していないことを表明。円安の影響については、「円安によって輸出が増加する度合いは、企業の海外生産の拡大等を通じて従来よりも低下している」ものの、「円安が企業収益を押し上げる効果は、海外生産の拡大と海外子会社の収益増加等を通じてより大きくなっている」ため、「グローバル展開する企業が円安局面では賃上げや設備投資を積極化しやすいことを意味している」とその効果を説明する一方、内需型企業の収益や家計の実質所得に対する下押し圧力になり得ることにも言及。まとめとして、「円安がわが国経済全体に与える影響は様々な要素の相互作用で決まり、その時々内外の経済・物価情勢によって変化し得る」ものの、「現時点の(若干の)円安が悪い円安だとか、日本経済にとってマイナスということはない」、「今進んだ若干の円安は総合的にみてプラスであることは確実」と前向きな見解を示した。

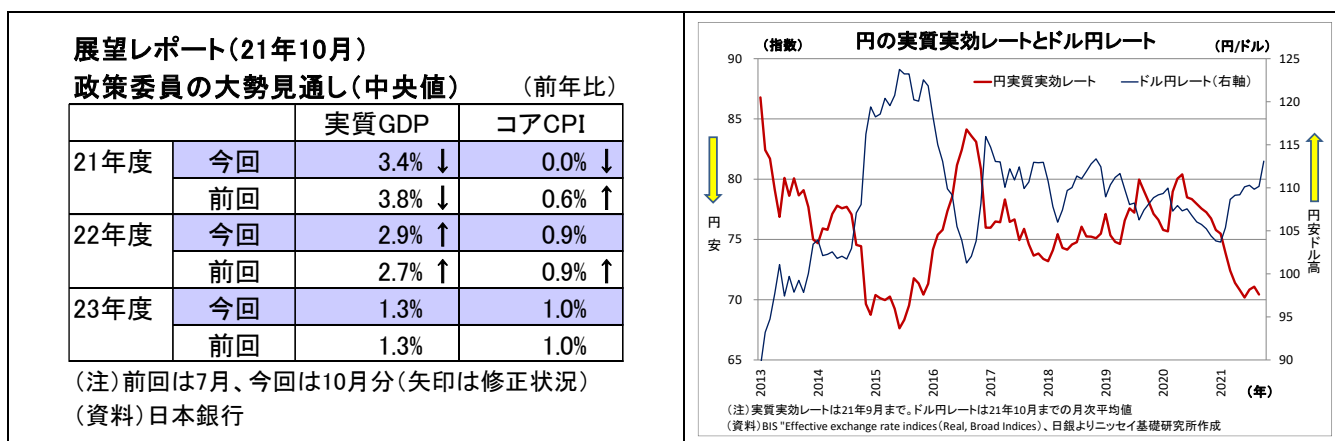
また、日銀が実施しているイールドカーブ・コントロールの為替への影響については、「イールド

<sup>7</sup> 11月5日 Bloomberg 報道

ドカーブ・コントロールが金利差を拡大することを通じて更なる円安をもたらすことは、可能性としてはあると思うが、(実際にそうなるかと問われると、) あまりそうはなりそうもないと思う」と述べた。

なお、足元の円の実質実効為替レートが、かつて2015年6月に黒田総裁が「実質実効為替レートについてさらに円安になることはありそうにない」と踏み込んだ発言をした水準に肉薄していることを受けて、今後さらに下がる可能性を問われた場面では、「水準について絶対的なノルム(法則)のようなものがあるわけではないので、具体的にコメントすることは差し控えたい」、「(事後的な経済分析に何か意味があるとしても、)事前の政策的な議論にとって何か意味があるとは思わない」と頑なに言及を避けた。

また、足元で世界的に問題になっている供給制約については、「供給制約はあくまで海外からのものであり、国内的には供給制約はあまりない」、「海外の供給制約が次第に剥落していくにつれて、わが国の経済も需要が増える限り供給も追い付いていくということになる」との認識を示した。



### (今後の予想)

今後の金融政策に関しては、日銀は大枠として、長期にわたって現行の金融緩和を続けると予想している。今回の展望レポートで示しているように、日本において原材料コストが販売価格に幅広く転嫁されて2%に向けて物価上昇率が大きく上昇する可能性は低い。またそうしたコストプッシュ型のインフレは日銀の目指す姿ではないため、出口戦略の開始はほど遠い。一方でマイナス金利の深掘りは副作用の増大が避けられないため物価上昇率を押し上げるために追加緩和を実施するという手も取りづらい。従って、日銀は「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、現状維持を続けざるを得ない。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、今回の会合では、円安進行に対する日銀の苦悩が垣間見えた。今後も円安が進み、賃金が上がらない中で家計の負担感が強まれば、日銀の金融緩和継続に対する批判に繋がる恐れがある。とはいえ、円安をけん制した場合には、想定以上に円高に振れてデフレ圧力がぶり返す懸念がある。従って、日銀としては、現在の円安は日本経済にとってプラス面の方が大きいとの見解を強調して世論の不安を抑えつつ様子を見るという判断をしたと考えられる。ただし、日銀は、円安の影響というのは「その時々内外の経済・物価情勢によって変化し得る」としているだけに、今後も大幅

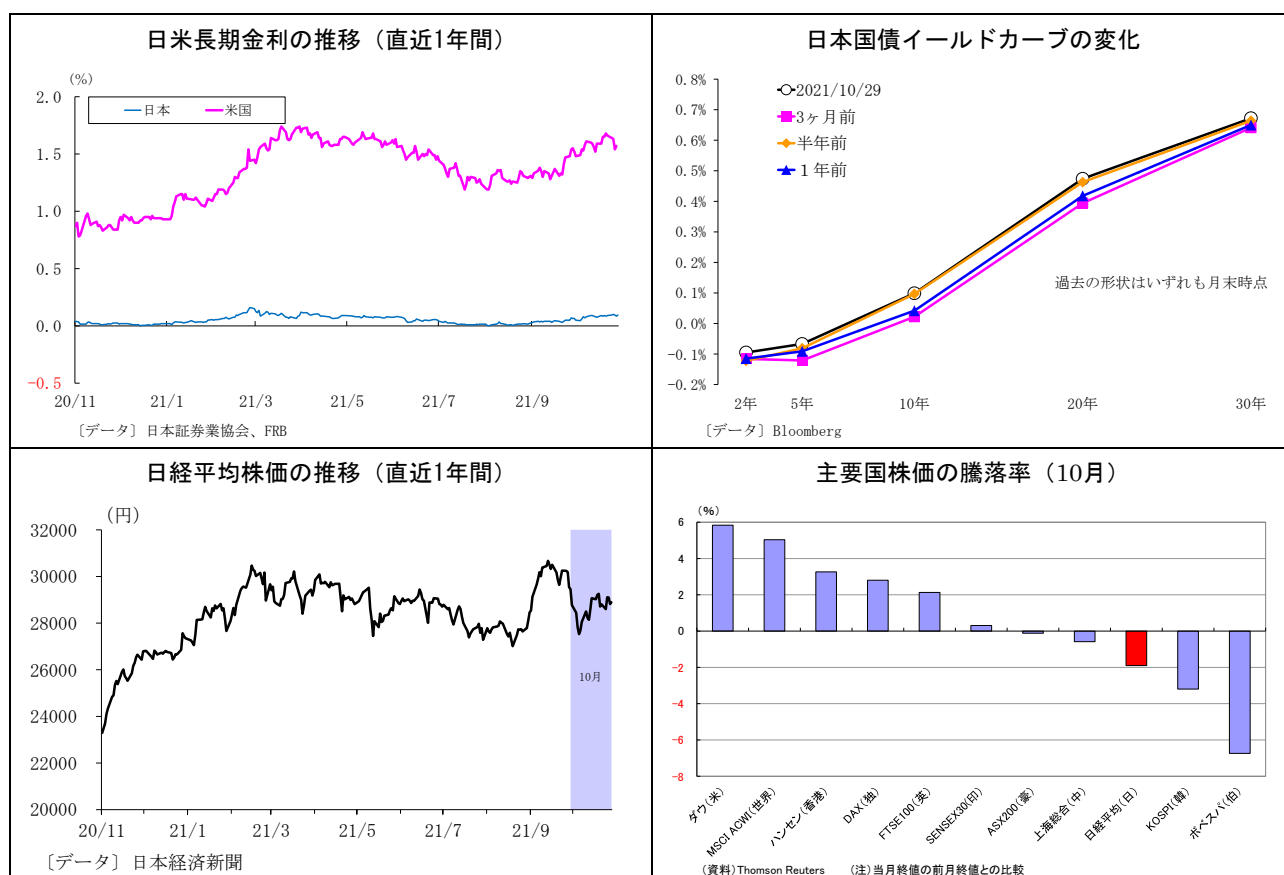
な円安が進む場合には、円安けん制姿勢に転じる可能性がある。従って、円相場の動向とそれに対する日銀の姿勢は引き続き注目点になる。

### 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0.0%台半ばでスタートし、月末は0.1%付近に。

月初から、原油価格上昇・インフレ懸念に伴う米金利上昇に加え、岸田政権発足に伴う国債増発懸念が金利上昇圧力となり、11日には0.1%の節目に接近した。その後はIMFの世界経済見通し下方修正や米PPI鈍化などを受けて一旦上昇が一服し、しばらく0.1%をやや下回る水準での推移が継続。月終盤には、米インフレ懸念や国債増発懸念がまたも意識され、25日に0.1%に上昇。月末も0.1%付近で終了した。

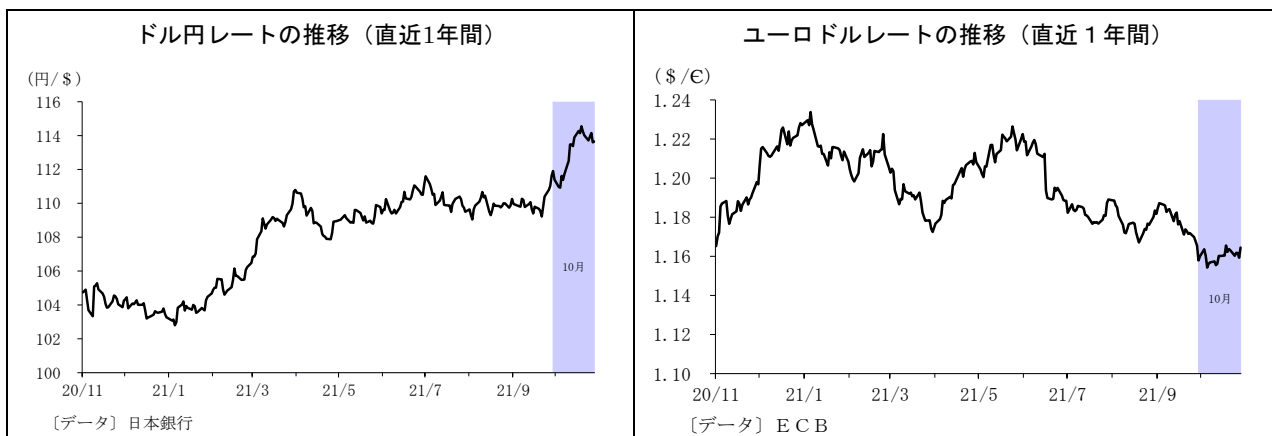


#### (ドル円レート)

**10月の動き** 月初111円台半ばでスタートし、月末は113円台後半に。

月初、中国不動産大手の経営危機、米債務上限問題、米インフレ懸念によってリスクオフの円買いが入り、5日に110円台後半に。その後は債務上限問題の先送りが決まったほか、原油や天然ガスなどのエネルギー高に伴って米金利上昇と日本の貿易赤字拡大観測が強まり円安が進行、12日には113円台半ばに上昇した。さらに、その後も原油高が続いたうえ良好な米経済指標もあり、円安ドル高の流れが継続、20日には114円台半ばに到達した。月終盤は米金利の上昇一服や利上げ前倒し観測の高まった他通貨に対するドル売りなどからドルが弱含み、月末は113円台後半で着地した。





### (ユーロドルレート)

**10月の動き** 月初 1.16 ドル付近でスタートし、月末は 1.16 ドル台半ばに。

月初、米インフレ観測に伴う米金利上昇や米欧金融政策の格差を受けてユーロが売られ、6日に1.15ドル台半ばへと下落し、以降しばらく1.15ドル台での推移が続いた。その後は世界的な株価上昇局面にリスク選好的なユーロ買いが入ったほか、英早期利上げ観測に伴うポンド高が同じ欧州通貨であるユーロの上昇圧力になったことで19日には1.16ドル台半ばに上昇した。月終盤も米利上げ早期化観測で下落する場面があったものの、ECB理事会後のインフレ見通しに関するラガルド総裁発言がタカ派的と受け止められたことがユーロの支えとなり、月末も1.16ドル台半ばで終了した。

### 金利・為替予測表 (2021年11月5日現在)

		2021年		2022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	0.1	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)	1.3	1.6	1.9	2.0	2.1	2.2
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)	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
ドル円	(平均)	110	114	113	112	114	114
ユーロドル	(平均)	1.18	1.16	1.17	1.18	1.17	1.17
ユーロ円	(平均)	130	132	132	132	133	133

(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。