

Weekly エコノミスト・ レター

原油・ガソリン価格の高騰は続くのか？～高騰の背景整理と見通し

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. 足元のWTI先物は高騰し90ドルを突破している。背景には「オミクロン株への懸念の後退」、「投資縮小による生産障害・生産余力縮小」、「原油在庫の落ち込み」等による需給の逼迫懸念がある。年明け以降は、ウクライナ情勢緊迫化が上昇に拍車をかけている。
2. 原油価格は、当面さらに上昇するリスクの高い状況が続く。メインシナリオではないが、仮にロシアがウクライナへ侵攻した場合には、一旦5～10ドルほど上昇し、ロシアからの原油・ガス供給が長期間滞るリスクが現実味を帯びれば、さらに上昇するだろう。メインシナリオとしては侵攻には至らず鎮静化に向かうと見ているが、その場合でも、当面は緊迫感が高まる場面が想定され、上振れ余地がある。その後、事態が鎮静化しても、生産余力の縮小や低い在庫水準といった需給の逼迫懸念は残るため、原油価格の高止まりが予想される。ウクライナ情勢鎮静化を受けて一旦水準を切り下げるとしても、年内はWTIベースで70ドル台～90ドル前後での推移が続くと見ている。
3. 国内では、原油高騰や円安によってガソリン小売価格が170円を突破したことを受けて、政府がガソリン補助金制度を発動する事態となった。当面は補助金によって小売価格の上昇が一定程度は抑制されるだろう。しかし、小売価格を決めるのは小売業者であるため、業者の状況次第でガソリン価格が上振れる可能性は残る。また、原油価格の上昇が続いているため、5円としている補助金の上限では足りなくなる恐れも高まっている。さらに、現在の仕組みでは、予算を使い果たした場合や4月以降もガソリンの高騰が続いた場合には、制度の拡充をしない限り、補助金の支給が出来なくなる。
4. 既述のとおり、原油価格は高止まりが続くとみられる。ある程度幅をもって見る必要があるが、仮に原油価格が80ドルに下がっても、筆者の試算では、ガソリン小売価格は167円前後と相当高い水準が続くことになる。円安が進めばさらに上振れることになる。



1. トピック：原油・ガソリン価格の高騰は続くのか？

原油価格は昨年末以降に再び騰勢を強め、足元の WTI 先物価格（期近物）は 1 バレル 90 ドルを突破している。これは 2014 年 10 月以来、7 年 4 カ月ぶりの高水準にあたる。原油高の背景について改めて整理したうえで、国内ガソリン価格と合わせて、今後の展開を予想する。

（原油価格高騰の背景）

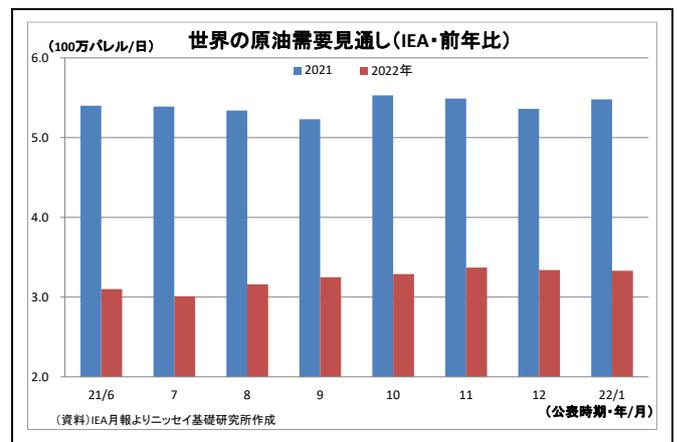
昨年末以降の原油価格高騰の背景にあるものは、一言で言えば、「世界的な原油需給の逼迫懸念」となる。

1) 需要面

まず、需要面では、オミクロン株に対する懸念の後退によって、経済活動再開に伴う原油需要の増加観測が持ち直したことが挙げられる。

昨年 11 月下旬に南アフリカでオミクロン株の感染が拡大して各国に拡大、世界的に入国制限が強まったことを受けて、需要回復の遅れに対する懸念が高まり、WTI は 65 ドル台まで急落した。しかし、その後同株の重症化率が低いことが明らかになり、主要国が強い行動制限を回避したことで、需要減退懸念が後退することとなった。

これに関連して、IEA（国際エネルギー機関）もオミクロン株の拡大を受けて、12 月の月報で一旦先々の需要見通しをやや下方修正したが、影響が限定的に留まっていることを受けて、直近 1 月の月報で再び上方修正した。1 月月報では、コロナ禍初期の強力なロックダウンの反動で増幅された昨年の伸びには及ばないものの、今年の需要も堅調に伸び、需要の水準がコロナ前である 2019 年を上回るとの見通しが示されている。こうした国際機関による前向きな見方も市場参加者の需要増加観測の持ち直しに寄与した。



2) 供給面

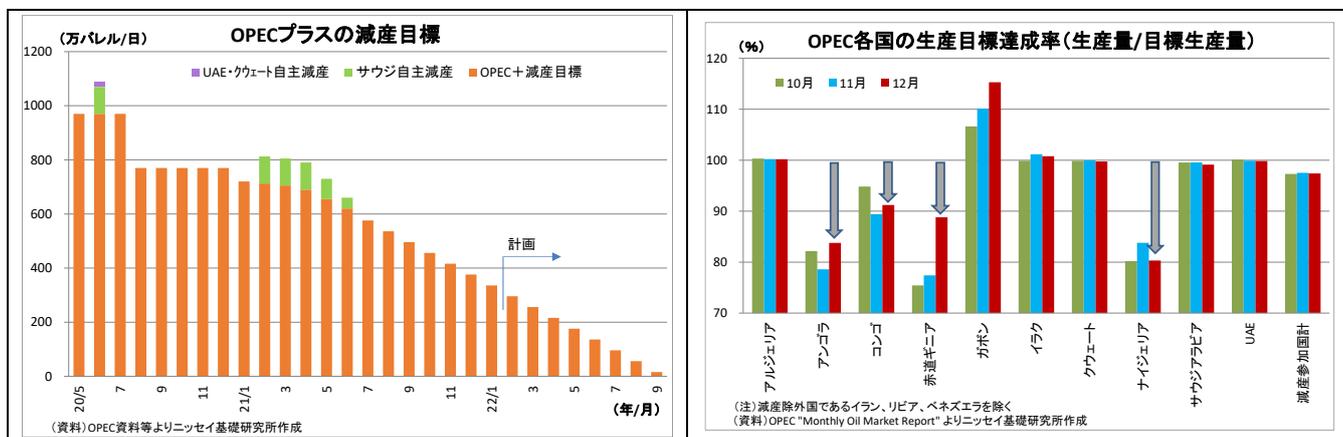
次に供給（生産）面に目を転じると、最近では構造的な生産余力の乏しさが市場で意識されるようになった。2014 年の原油価格急落や近年の脱炭素の流れを受けて、世界における原油開発投資は以降大幅に縮小しており¹、その分、原油生産能力の拡大が抑えられてきた。一方で、昨年以降、主要国が増産していることによって、原油の生産余力（生産能力－生産量）は縮小に向かっている。IEA によれば、今年の後半には、制裁下にあるイランを除く OPEC プラス（OPEC やロシアといった主要産油国による協調生産の枠組み）の実質的な生産余力²は日量 260 万バレルと、世界の需要の 3% 未満まで縮小する可能性があるとのことだ。

イラン核合意の立て直しに向けた米国とイランによる協議が合意に至り、現在イランの原油輸出を阻んでいる米国の制裁が解除されれば、イランによる輸出再開が可能となり、世界の生産余力も拡充されることになるが、両国の意見の隔たりが埋まる兆しはない。

¹ IEA によれば、2020 年の世界における原油・ガス上流部門への投資額は 2014 年の半分以下の水準に留まっている。

² 90 日以内に生産開始可能かつ長期に維持可能な量

また、過去の投資不足の影響は足元の生産にも既に現れている。OPEC プラスは一昨年後半から大規模減産の縮小（＝増産）を開始し、昨年夏以降は毎月日量 40 万バレルずつの減産縮小方針を続けているが、アンゴラやナイジェリアなど多くの国で実際の生産量が目標に追いつかない状況が続いているほか、ロシアについても最近では生産量が横ばい圏に留まっているとみられる。そして、こうした生産の伸び悩みの主因は過去の投資不足による設備の老朽化であると指摘されている。

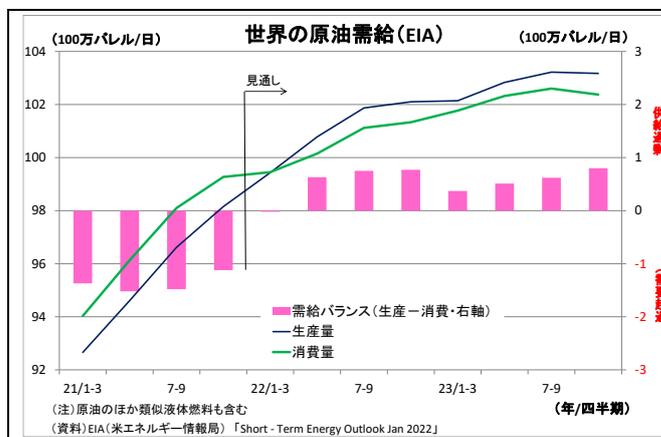


3) 在庫面

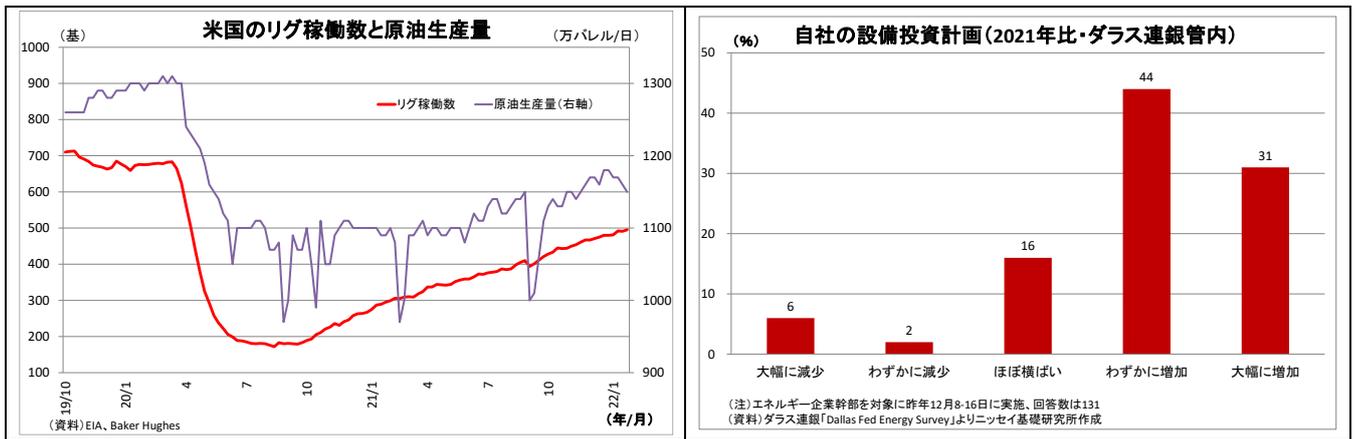
さらに、原油在庫にも世界の需給ひっ迫感が現れている。昨年、供給量が需要量を下回り続けた結果、世界の在庫は減少している。IEA の直近の月報によれば、OECD 諸国の商業石油・燃料在庫は 7 年ぶりの低水準に落ち込んでいる。

なお、IEA や EIA (米エネルギー情報局) は、今年の原油需給が供給超過に転じるとの見通しを従来から維持している。OPEC プラスや米国、カナダなどの増産によって、世界の原油生産量の伸びが需要の伸びを上回るとみているためだ。

しかしながら、上記で指摘したとおり、「OPEC プラスでは既に一部産油国が増産に苦慮しているにもかかわらず、今後も順調な増産が可能なのか」という点について市場では懐疑的な見方が台頭している。



米国では、原油価格の持ち直し・高騰を受けて、一昨年以降、シェールオイルの生産の前段階である掘削活動（リグ稼働数）が増加基調にあるうえ、今年、設備投資計画を増加させるとの企業も多いことから、今年、生産量は増加に向かうとみられるが、①利益の還元を求める投資家の圧力、②脱炭素の逆風を受ける資金調達環境、③油井の在庫にあたる掘削済み未稼働油井 (DUC) の減少、④もともと化石燃料に否定的なバイデン政権への警戒といった懸念材料もあることから、大幅な増産が可能なのか不透明感が残る。



また、仮に世界の原油生産量が伸びて供給過剰になったとしても、「低水準に落ち込んでいる原油在庫の復元で吸収され、原油の余剰感には繋がりにくい」、「生産が伸びることで世界の生産余力がさらに削られる」との見方も需給逼迫懸念が払拭されない理由になっているとみられる。

4) 地政学リスクの上昇

また、年明け以降は、地政学リスクの上昇も原油需給逼迫懸念に拍車をかけている。具体的には、ウクライナを巡るロシアと欧米の対立と、UAE に対する親イラン武装勢力フーシによるミサイル攻撃だ。

とりわけ、前者については、隣国ウクライナを NATO (北大西洋条約機構) に加盟させないとの確約を欧米から得るため、ロシアがウクライナ国境付近に大規模な軍隊を展開し、同国や欧米との緊張感が高まっている。ロシアと欧米との間で協議が行われているものの、欧米は NATO 不拡大の確約を拒否しており、落としどころが見えない状況になっている。

ウクライナ情勢が悪化した場合、サウジアラビアと並ぶエネルギー大国であるロシアからの原油・ガス供給が滞るリスクがあることが、原油価格の強い上昇圧力となっている。

ロシアがウクライナに軍事進行した場合に具体的に懸念される主な事態としては、①欧米がロシアに強い金融制裁 (SWIFT からの除外やドル決済停止) を課し、ロシアからの原油輸出に支障が出るケース、②欧米からの経済制裁に対してロシアが欧州へのガス供給停止を打ち出すケース、③欧米の制裁の一環として、ロシアとドイツを繋ぐ新たなガスパイプラインである「ノルド・ストリーム 2」の開通が阻止されるケースなどが挙げられる。ガスが供給不足に陥る場合には、原油に代替需要が発生することになる。

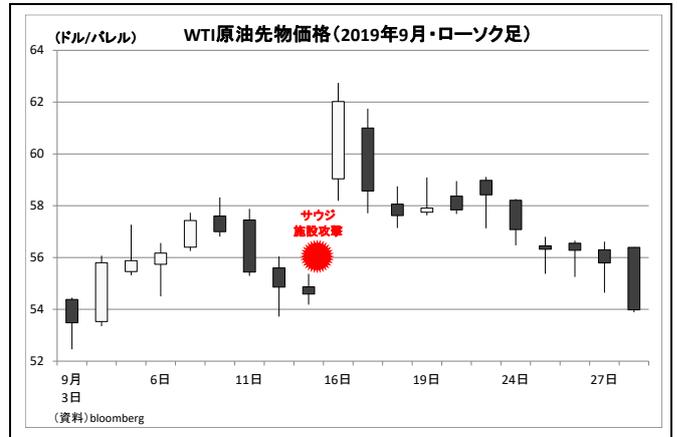


(原油価格は当面上昇リスク大、その後も高止まりへ)

原油価格の先行きに目を転じると、しばらくはさらなる上昇リスクの高い状況が続きそうだ。ロシアはウクライナの占領を主目的にしているわけではなく、また経済制裁を回避したいと考えてい

るとみられるためメインシナリオではないが、協議の落としどころが見えないだけに、ロシアによるウクライナ侵攻の可能性を排除することはできない。そして、仮にロシアがウクライナへ侵攻した場合には、原油価格は一旦5~10ドルほど上昇する可能性が高い。WTI ベースでは1バレル100ドルの到達もあり得る。

実際、2019年9月にサウジの石油関連施設がドローン・ミサイル攻撃を受け、大規模な原油生産停止が発生した際には、報道を受けて原油価格が一旦8ドル超上昇した。この際は、施設の復旧が早期に進んだことで価格は短期間で落ち着きを取り戻したが、ロシアからの原油・ガス供給が実際に長期間滞るリスクが現実味を帯びれば、100ドルを超えて上昇するだろう。



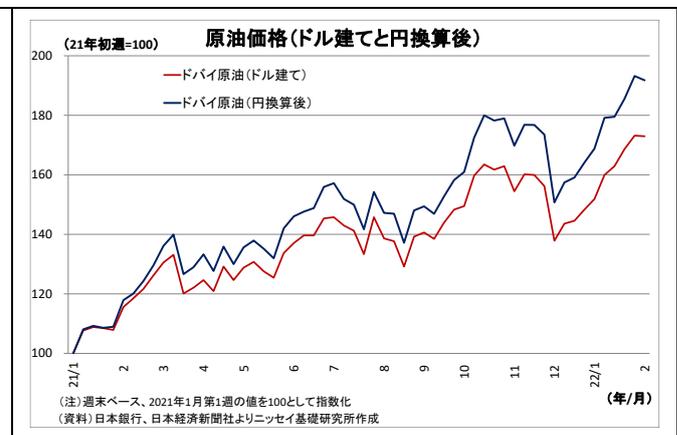
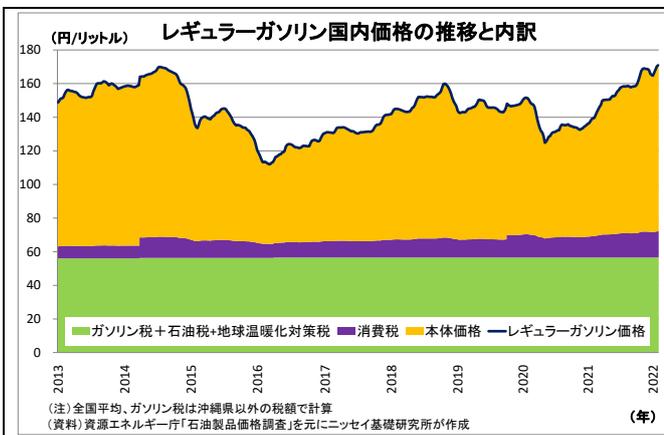
メインシナリオとしては、ウクライナ侵攻には至らず、情勢が次第に鎮静化に向かうと見ているが、その場合でも、当面は協議が難航し緊迫感が高まる場面が想定されるため、原油価格には上振れ余地がある。また、その後、事態が鎮静化しても、原油価格の高止まりが予想される。地政学リスク上昇に伴う原油上昇圧力が緩和しても、生産余力の縮小や低い在庫水準といった原油需給の逼迫懸念はそのまま残るためだ。特に油田の開発には時間を要するため、生産余力を短期間で大幅に拡充することは困難だ。

従って、ウクライナ情勢の鎮静化によって、一旦水準を切り下げるとしても、年内はWTIベースで70ドル台~90ドル前後での推移が続くと見ている。

(ガソリン価格も高止まりへ)

最近の原油価格高騰を受けて、国内のガソリン価格も高騰している。1月24日時点のレギュラーガソリン全国平均価格が1リットル170.2円と170円を突破したことをを受けて、政府が昨年末に導入したガソリン補助金制度を発動する事態となった。

ガソリン価格高騰の主因は原油価格の高騰だが、為替が円安ドル高に進んだことで円換算後の原油価格が膨らみ、輸入コストが増大した影響もある。



今後について、政府は170円を超過した部分³について、1リットル当たり最大5円の補助金を石油元売り企業に支給して卸売価格の抑制を図るため、小売価格の上昇も一定程度は抑制されるだろう。

しかし、ガソリン価格がそれでも上昇するリスクは残る。まず、ガソリン小売価格はガソリンスタンドなどの小売業者がそれぞれ決めるものであるためだ。実際、補助金発動を受けた最初の週である1月31日時点のガソリン価格は170.9円とやや上昇した。理由としては、過去に高値で仕入れた在庫が残っていた可能性や、これまでに小売価格への転嫁が遅れていた小売業者が転嫁を続けた可能性、オミクロン株による外出抑制で販売量が減った小売業者が、利益を確保するために価格を引き上げざるを得なかった可能性などが考えられる。

今後も、小売業者の状況次第で、ガソリン価格が上振れる可能性は残る。

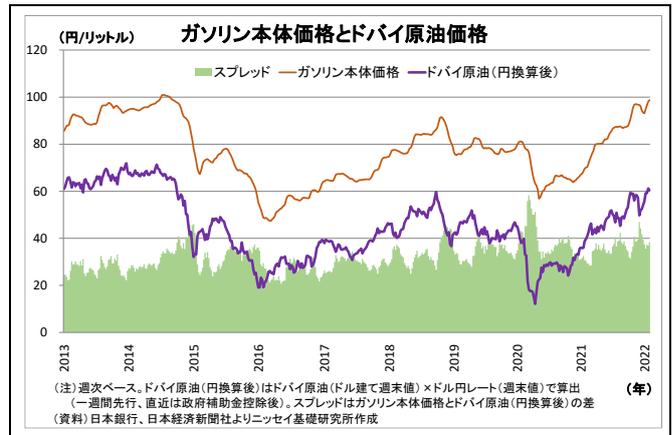
また、5円としている補助金の上限では足りなくなる恐れもある。政府は今週分として3.7円分の補助金を出しているので、上限までは残り1.3円しかない。原油価格が高騰したり、円安が進んだりして、本来(補助金前)の卸値が小売価格ベースで1リットル175円相当分を超えてしまえば、5円の補助金では上昇を押さえきれなくなる。

現に、直近の原油価格は先週から上昇し、基準となるドバイ原油は足元で89ドル台に達している。原油価格と為替レート、ガソリン小売価格(補助金前)の関係は完全に一定ではないため、一定の幅をもって見る必要があるが、筆者の試算では、週間平均で見て、ドル円が現状並みの1ドル115円の場合、ドバイ原油が1バレル91ドルとなれば、ガソリン小売価格(補助金前)が1~2週間後には1リットル175円を超えてしまう。さらに、仮にウクライナ情勢が悪化して、ドバイ原油が100ドルになれば180円を突破する。

さらに、補助金が上限の5円に達しない場合でも、今回の補助金制度は予算893億円、3月末までの時限措置となっているため、予算を使い果たした場合や4月以降もガソリンの高騰が続いた場合には、制度の拡充をしない限り、補助金の支給自体が出来なくなる。

上記の通り、原油価格は当面上振れリスクの高い状況が続き、その後も高止まりが続くとみられる。仮にウクライナ情勢が鎮静化して原油価格が1バレル80ドルに下がったとしても、筆者の試算(為替は1ドル115円想定)では、ガソリン小売価格は167円前後と、過去(直近10年平均は145円)に比べて相当高い水準が続くことになる。円安が進めば、さらに上振れる。

現行の補助金制度は仕組みが複雑で効果も不透明であるため、よりシンプルで直接的に消費者に還元できるガソリン減税も含めて、対策拡充の検討を行うべきと考えている。



³ 発動当初の基準。発動後4週間ごとに1円ずつ基準が切り上がる仕組みになっている。

2. 日銀金融政策(1月)

(日銀) 現状維持(貸出増加支援資金供給を1年延長)

日銀は1月17日～18日に開催した金融政策決定会合において、6月末に期限を迎える貸出増加支援資金供給について1年間の延長を決定した。長短金利操作、資産買入れなど金融緩和の大枠については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、2022・23年度の物価見通しをそれぞれ小幅に上方修正するとともに、物価のリスクバランスを「上下にバランス」(従来は「下振れリスクの方が大きい」としていた)へと上方修正した。しかし、2023年度でも物価上昇率の見通しは前年比1.1%(政策委員の大勢見通し)に留まり2%の物価目標には大幅に未達との見通しを維持した。

会合後の総裁会見で、黒田総裁は今後の物価上昇率が持ち直しに向かうとの見方を示しつつも、「(委員型の) 中心的な見通しはこの展望レポートの終盤にかけても1%程度に留まる」、「物価が目標に向けて着実に上昇しているという状況にない」と説明し、「そうしたもとで利上げや現在の緩和的な金融政策を変更するというようなことは全く考えていないし、そうした議論もしていない」と、事前に一部でみられた「物価目標到達前の利上げを議論している」との報道を否定した。金利について、「安定的に(物価上昇率)2%が達成されるまで引き上げないのか」という踏み込んだ質問に対しても、「そうです」と肯定した。

足元のような資源価格上昇を主因とする物価上昇については、「賃金の上昇を伴わずに資源価格、国際商品価格の上昇を主因とする物価上昇が起こったとしても、2008年に典型的にみられた通り、一時的にとどまるということであって、やはり持続的なものにはなり得ない」とその持続性に懐疑的な見方を繰り返し説明し、「今後とも、強力な金融緩和を粘り強く続けていくことで、企業収益の増加や労働需給の改善を促し、その結果として、賃金と物価が持続的に上昇していく、いわゆる好循環の形成を目指していく所存」との方針を表明した。

一方、今後減少が予想されるマネタリーベースについては、「あくまでも拡大方針ということで、短期的には振れたり一時的にマイナスになったりすることがあったとしても、基本的にマネタリーベースの拡大方針を続けるということのコミットメントの意味は大きい」と一時的な減少を問題視しない姿勢を示した。

物価のリスクバランスを上方修正した理由については、最近の企業物価の上昇と短観における企業のインフレ予想の高まりを挙げ、「上振れ方向のリスクも同時に意識する必要がある」としながらも、中心的な見通しでは「1%程度に留まる」との見解を強調。

円安については、「全体としてわが国経済にプラスに作用しているという基本的な構図に変化はない」と従来の見方を維持しつつ、「影響が、業種や企業規模、あるいは経済主体によって不均一であるということには十分留意しておく必要がある」と付け加えた。

なお、その後26日に公表された「金融政策決定会合における主な意見(1月17～18日開催分)」では、「安定的な2%の実現にはなお時間がかかる状況であるため、現行の強力な金融緩和の継続が適当との基本的な考え方に変わりはなく、軸をぶらさず、その方針をしっかりと情報発信していくことが重要である」など、「日銀の金融緩和継続姿勢をしっかりと情報発信すべき」という主旨の政策委員からの意見が多数みられた。

(今後の予想)

今後、日本の物価上昇率は形式上2%に近付いていくとみられるが、現下のようなコストプッシュ型のインフレは日銀の目指す姿ではなく、持続性も伴わないことから、日銀による出口戦略開始はほど遠いとみている。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、長期にわたって現行の金融緩和の枠組みを維持するだろう。

先々、日銀が金融機関収益への副作用緩和策として、金利誘導対象を現在の10年債から短期化し、長期・超長期金利の小幅な上方誘導を図る可能性はあるが、目立つ変更となるだけに、少なくとも次期総裁就任(2023年4月)後しばらく経ってからになると思われ、当面は見込み難い。

このように、今後物価上昇率が上がる中でも日銀は緩和継続姿勢を維持し続けると見られる。ただし、これまで日銀には、「イールドカーブ・コントロールの導入」や「金利変動許容幅の拡大」、「ETF買入の柔軟化」など金融政策の持続性向上を名目として、「金利上昇の許容」や「資産買入の減額」といった実質的な緩和縮小を進めてきた経緯がある。従って、日銀が否定しても今後も金融政策正常化への思惑は燻り続け、市場が不安定化する場面が想定される。

展望レポート(22年1月) 政策委員の大勢見通し(中央値) (前年比)				展望レポート(22年1月) 政策委員のリスク評価(コアCPI) (名)				
		実質GDP	コアCPI			上振れ リスク大	概ね バランス	下振れ リスク大
21年度	今回	2.8% ↓	0.0%	21年度	今回	1	8	0
	前回	3.4% ↓	0.0% ↓	21年度	前回	2	6	1
22年度	今回	3.8% ↑	1.1% ↑	22年度	今回	3	4	2
	前回	2.9% ↑	0.9%	22年度	前回	2	3	4
23年度	今回	1.1% ↓	1.1% ↑	23年度	今回	3	4	2
	前回	1.3%	1.0%	23年度	前回	1	4	4

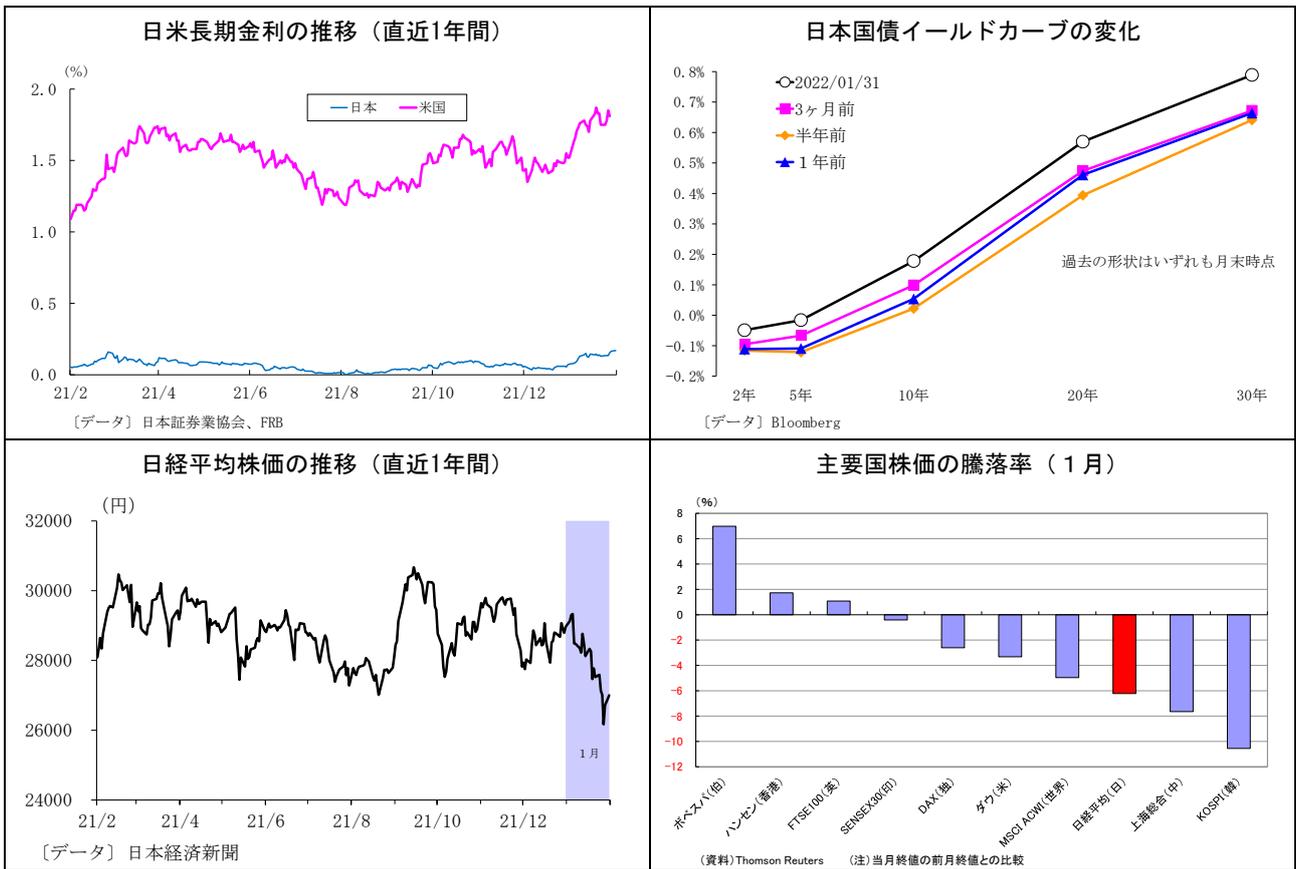
(注) 前回は10月、今回は1月分(矢印は修正状況)
(資料) 日本銀行

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%台後半でスタートし、月末は0.1%台後半に。

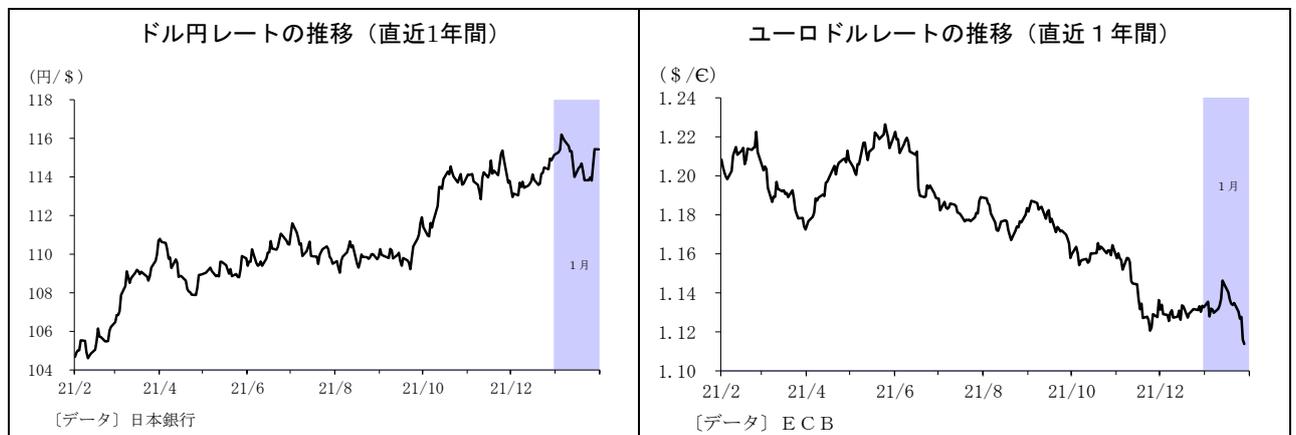
月初、12月FOMC議事要旨を受けて米金融引き締めの前倒し観測が高まり、米金利上昇が波及する形で6日に0.1%台前半に上昇。米失業率の低下を受けてさらに引き締め観測が高まり、11日には0.1%台半ばに到達した。直後に一旦低下したが、「日銀が物価目標到達前の利上げを議論」との報道を受けて14日に再び0.1%台半ばを付ける。その後は米引き締め観測に伴う金利上昇圧力と米引き締め・ウクライナ情勢を警戒したリスク回避的な金利低下圧力(債券需要)が交錯して膠着したが、1月FOMC後のパウエル議長会見で引き締めに向き姿勢が示されたことでさらに上昇し、月末は0.1%台後半で終了した。



（ドル円レート）

1月の動き 月初115円台半ばでスタートし、月末も115円台半ばに。

月初、米金融引き締め観測の高まりによって5日に116円台前半に上昇。しかし、その後は米引き締め観測から世界的に株価が軟調となりリスクオフの円買いが優勢になったこと、米CPIが予想範囲内に留まったことで、13日には114円台後半まで下落した。その後は米引き締め観測に伴うドル高圧力と、米引き締めによる景気減速・ウクライナ情勢を警戒したリスク回避的な円高圧力がせめぎ合い、一進一退が続いたが、21日にはリスクオフ地合いがさらに高まったことで113円台後半に下落。月の終盤には、FOMC後のパウエル議長会見がタカ派的であったことを受けてドル買いが強まり、月末は115円台半ばまでドルが持ち直した。



(ユーロドルレート)

1月の動き 月初1.12ドル台後半でスタートし、月末は1.12ドル台前半に。

月初、米金融引き締め観測の高まりによるドル買いと値ごろ感からのユーロ買いが拮抗し、1.13ドルを挟む展開に。その後は米物価指標が予想以下に留まったことでユーロ買いが優勢となり、13日には1.14ドル台半ばまで上昇したが、その後は米金融引き締め観測に伴うドル買いが次第に優勢となり、ユーロが下落基調に。ウクライナ情勢の緊迫化もユーロの重荷となり、25日には1.13ドルを割り込み、FOMC後のタカ派的なパウエル議長会見を受けた27日には1.11ドル台に下落。月末は予想を上回る独CPIを受けてECBの正常化が意識され、1.12ドル台前半に水準を切り上げた。

金利・為替予測表(2022年2月4日現在)

		2021年	2022年				2023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)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
アメリカ	FFレート(期末)	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50
	10年金利(平均)	1.5	1.8	1.9	2.1	2.2	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)	-0.2	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ドル円	(平均)	114	114	115	116	116	117
ユーロドル	(平均)	1.14	1.14	1.14	1.13	1.13	1.13
ユーロ円	(平均)	130	130	131	131	131	132

(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。