

# Weekly エコノミスト・ レター

## ロシア制裁強化、OPEC プラス増産拡大、原油価格はどうなる？ ～今後の注目ポイントと見通し

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

- 5月終盤以降、EUによるロシア原油禁輸の合意、OPEC プラスによる増産幅拡大など原油市場を巡る大きな動きが相次いでいる。原油相場を巡る今後の主な注目ポイントとしては、①ロシア産原油禁輸のインパクト、②中国・インド等による肩代わり輸入、③米国の増産、④世界の原油需要の動向、⑤OPEC プラスによる増産が挙げられる。
- 先行きを考えると、①経済活動の正常化によって世界の原油需要が増加する一方で、②制裁の影響でロシアの西側向け供給は減少、③中国やインドは各種のリスクを考慮して減少分の全量の肩代わりはせず、④米国や OPEC プラスの増産も限定的に留まると見ている。世界の原油需給はタイトな状況が続く、原油価格の高止まりに繋がるだろう。原油価格の具体的な見通し（WTI ベース）としては、年末にかけて1バレル100ドル強～130ドル弱のレンジを予想している。当面は上海の都市封鎖解除やロシアの生産減、米ドライブシーズン入りなどを受けて、強含む可能性が高い。一方、120ドル台後半では、批判の高まりに配慮してOPEC プラスが多少増産姿勢を強めたり、輸入国が協調で備蓄を放出したりする事態が想定されるため、上昇が抑えられると見ている。ただし、極めて高度な政治的判断に絡む材料が多いため、不確実性が高めであることは否定できない。
- 原油価格が高止まりした場合の国内家計への影響はかつてよりも限定的になる。政府が燃料油に対して補助金を出して価格を抑制しているためだ。ただし、原油は化学製品の原材料としても使用されるため、原油高が製品の価格に転嫁され、インフレ圧力になる。また、発電の主力燃料であり、ガスの主原料であるLNGの価格は数カ月前の原油価格に連動するケースが多いため、特に上限がないタイプの契約を結んでいる家計では、電力・ガス料金の上昇・高止まり要因になる。



# 1. トピック： ロシア制裁強化、OPEC+増産拡大、原油価格はどうなる？

5月終盤以降、EUによるロシア原油禁輸の合意（昨日正式に承認）、OPECプラスによる7・8月の増産幅拡大など原油市場を巡る大きな動きが相次いでいる。5月中旬以降、原油価格はEUによるロシア原油禁輸観測や上海の都市封鎖解除期待などから上昇基調で推移し、足元のWTI先物価格（期近物）も1バレル116ドル台と強含んでいる（表紙図表参照）。様々な材料が複雑に絡み合うなか、原油相場を巡る今後の主な注目ポイントを改めて整理したうえで、今後の展開を予想する。

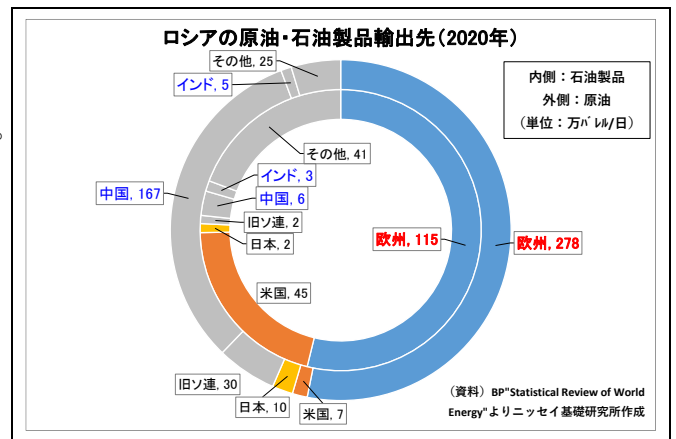
## （今後の注目ポイント）

### 1) ロシア産原油禁輸のインパクト

まず、今後の原油相場を大きく左右する最大の材料はロシア産原油輸出の動向だ。既述の通り、先月30日にEUがロシア産原油の禁輸で合意した。ハンガリー向けなど陸上パイプラインでの輸入分は一時的に除外されるものの、原油輸入を6カ月以内、石油製品輸入を8カ月以内に停止する方針だ。

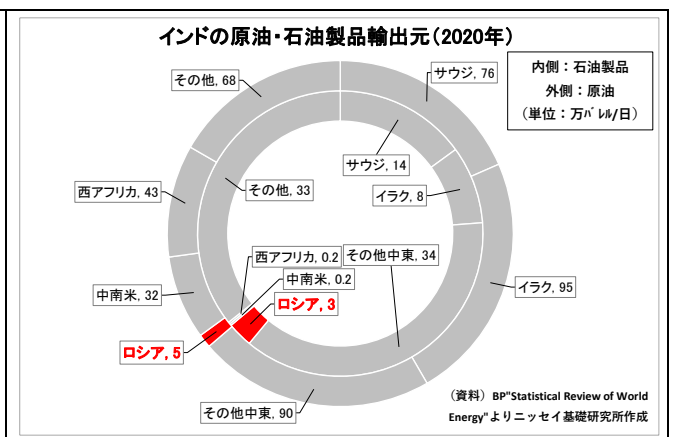
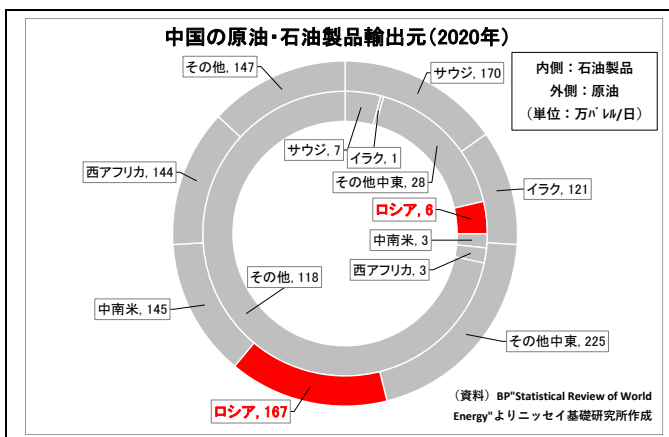
欧州はロシアにとって原油輸出の過半を占める最大の輸出先であり、その規模は石油製品と合わせて日量約400万バレルにも達する。EU首脳からは今回の禁輸制裁によって年内に約9割（約300万バレルに相当）の輸入が停止するとの見通しが示されているが、そのペースや実効性が注目される。

なお、原油の禁輸制裁については、英米が先行して3月に表明している。また、日本もG7での合意に基づく形で5月に原則禁輸方針を打ち出している。EU向けほどの規模ではないものの、ロシアの原油輸出の押し下げ要因になる。



### 2) 中国・インド等による肩代わり輸入

次に注目されるのは、ロシアに禁輸制裁を課す西側諸国以外、特に輸入規模の大きい中国・インドによるロシア産原油（及び石油製品）の輸入動向だ。禁輸措置によって西側諸国のロシア産原油輸入は減少必至の情勢だが、それを肩代わりする形で両国がロシア産原油の輸入を拡大すれば、そ



の分制裁の効果が削がれ、ロシアの原油供給量の減少幅は縮小することになる。

既にロシアはアジアへの輸出拡大方針を表明しており<sup>1</sup>、実際、4月以降のインドのロシア産原油輸入量は急増（3月比8倍に増加）している<sup>2</sup>模様だ。中国もインドほどではないものの、ロシア産原油の輸入が増加しているとの指摘がある<sup>3</sup>。

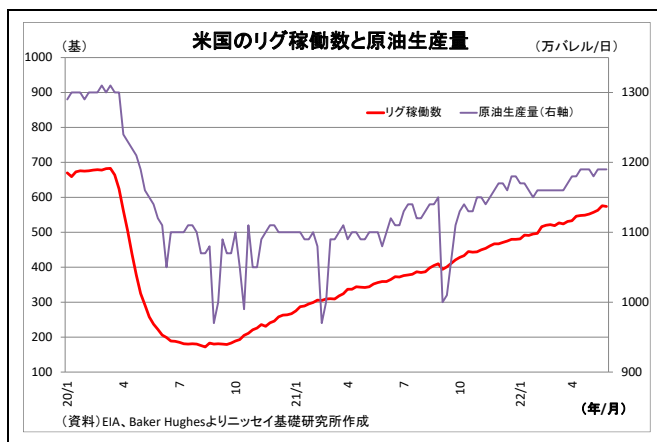
なお、IEA（国際エネルギー機関）によると、ロシアの原油生産量は既に4月に前月比で日量96万バレル減少している。これはロシアの生産量の約1割に相当する。西側による制裁や、決済・輸送・風評リスクなどを危惧した企業によるロシア産原油を敬遠する動きが影響したとみられる。先月11日に公表されたIEA月報では、今年下期に同国の生産減少幅が日量約300万バレルに拡大する可能性があるとの指摘されている。

### 3) 米国の増産

また、世界最大の産油国である米国の生産動向も注目される。米国の原油生産量はコロナの拡大を受けて急減した後に回復基調にあるが、そのペースは緩慢で、未だコロナ前の水準を日量100万バレル程下回っている。シェールオイル生産の初期段階である掘削活動を示すリグ稼働数も同様に、コロナ前の水準に届いていない。

そして、その背景には、①投資よりも配当などでの投資家への還元を優先するシェール企業の経営姿勢、②供給制約（人手や掘削装置等の不足）、③バイデン政権による脱炭素方針があると考えられる。

なお、EIA（米エネルギー情報局）の直近の見通しによれば、2022年の同国の原油生産量は前年比で日量72万バレル増加すると見込まれている。一方、先月公表されたOPEC月報では129万バレルの増加が見込まれている。



### 4) 世界の原油需要の動向

これまで供給面の話をしてきたが、世界の原油需要がどうなるかという点も大きなポイントになる。

国際機関の見通しでは、従来、今年の原油需要は増加が見込まれている。直近のIEA月報の見通しは前年比で日量180万バレル増、OPEC月報の見通しは同336万増となっている。

ただし、ロシアによるウクライナ侵攻やインフレ（原油価格上昇も影響）、中国で相次ぐ都市封鎖など

	実質成長率		1月見通しとの差		
	2022年	2023年	2022年	2023年	
世界合計	3.6	3.6	-0.8	-0.2	
先進国	米国	3.7	2.3	-0.3	-0.3
	ユーロ圏	2.8	2.3	-1.1	-0.2
	英国	3.7	1.2	-1.0	-1.1
	日本	2.4	2.3	-0.9	0.5
新興国	中国	4.4	5.1	-0.4	-0.1
	インド	8.2	6.9	-0.8	-0.2
戦争当事国	ロシア	-8.5	-2.3	-11.3	-4.4
	ウクライナ	-35.0	-	-	-
資源国	ブラジル	0.8	1.4	0.5	-0.2
	サウジアラビア	7.6	3.6	2.8	0.8

（資料）IMF

1 ロシアのノバク副首相は5月19日に、「欧州が受け入れを拒否した石油は全てアジアなどに輸出する」と発言（5月19日・ロイター報道）  
 2 ロイターがリフィニティブ・アイコンのデータを引用する形で報道。3月の輸入量300万バレルに対し、5月は2400万バレルに。6月は2800万バレルの輸入が見込まれるとのこと（5月31日・ロイター報道）  
 3 ロイターがボルテクサ・アナリティクスの推計を引用する形で報道。第1四半期の海上輸入量が日量75万バレルであったのに対し、5月は過去最高に近い日量110万バレルに急増する見込みとのこと（5月20日・ロイター報道）。

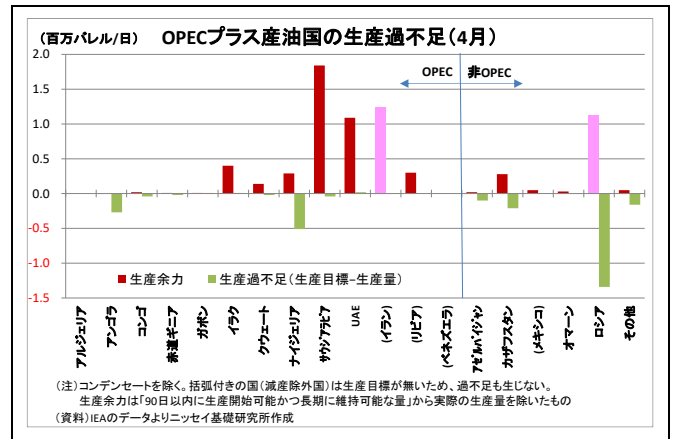
を受けて、両月報ともに原油需要の下方修正が続いている。

実際、IMF（国際通貨基金）も4月の世界経済見通しにおいて、世界経済の成長率を大きく下方修正している。世界経済がさらに減速していくのか、それとも持ち直していくのかは原油の需要を大きく左右することになる。

## 5) OPEC プラスによる増産

そして、最後の注目ポイントが世界の原油需給の調整役としての OPEC プラスの生産動向だ。OPEC とロシア等主要産油国の生産枠組みである OPEC プラスは2020年夏以降、緩やかな増産（厳密には減産の縮小）を続けており、昨年8月以降は毎月日量40万バレル増（今年5・6月は基準変更により43.2万バレル増）の小幅な増産ペースを維持してきた。

しかし、昨日行われた会合では、7月・8月の増産幅拡大が決定された。9月に予定されていた増産分を前倒しする形で、両月の増産目標幅を日量64.8万バレルと6月の1.5倍に拡大した。



OPEC プラスは昨年以降、米国などの輸入国から、原油高抑制のための増産ペース加速を再三にわたって要求されていたが、これまでは頑なに応じてこなかった。このタイミングで増産拡大に動いたのは、「EU がロシア産原油の禁輸を決定したことで供給不足の懸念が現実味を増したこと」や、「バイデン米大統領とムハンマドサウジ皇太子の初会談の可能性<sup>4</sup>を見据えて、OPEC の盟主であるサウジ側が米国との関係修復や安全保障上の利益を得るための手土産を用意したかった」という事情があったと推測される。

ただし、大幅な増産はロシアの反発を受ける可能性が高かった。ロシアは制裁による輸出量減少圧力に直面しており、大幅増産によって価格が下がれば、制裁効果が増幅されてしまうためだ。最悪、ロシアが OPEC プラスの枠組みから離脱し、今後、原油価格が下がったとしても協調減産に加わらなくなる恐れすらあった。

そこで、サウジはもともと予定されていた9月分の増産を前倒するという形で、ロシアも含めて各国均等に生産目標を引き上げるという選択を採ったと考えられる。また、OPEC プラス内で大きな生産余力を有しているのはサウジやUAE、イラクに限られる。むしろ、ロシアのほか、ナイジェリアやアンゴラなど投資不足・治安悪化などで以前から増産できなくなっている国もあるため、実質的な増産幅は日量64.8万バレルをかなり下回る（40万バレル以下か）とみられる点もロシアの理解を得やすくした可能性がある。

このような実質的な小幅な増産幅拡大策を採ったことで、米国からもロシアからも「今回の合意を歓迎する」との反応を得られている<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 「バイデン米大統領はサウジアラビアのムハンマド・ビン・サルマン皇太子と6月にも会談することを検討している」との報道有り（5月20日・Bloomberg報道など）

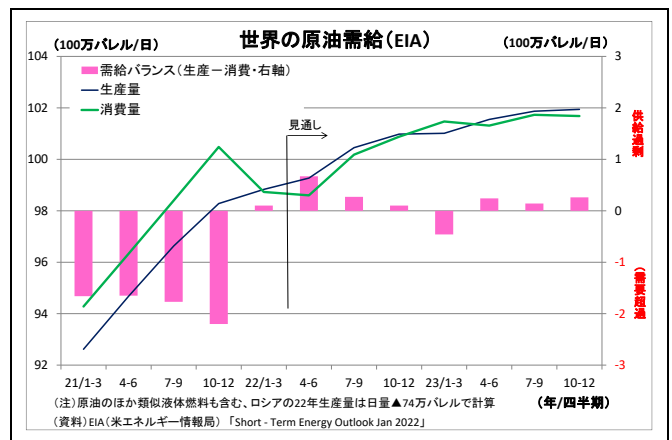
<sup>5</sup> ロシアのノヴァク副首相は季節要因による需要の高まりに対応する上で一助になるとし、歓迎する考えを表明した（6月3日・ロイター報道）

OPEC プラスの 9 月以降の生産目標は未定だが、今後の OPEC プラスの対応は世界の原油需給に多大な影響を与え得る。

### （原油相場の中心的な見通し・・・高止まり）

以上のポイントを踏まえて、原油価格の年末にかけての中心的な見通しを考えると、今後も高止まりが予想される。

まず、禁輸を決定している西側諸国によるロシア産原油の輸入量は今後段階的に減少に向かうことが確実だ。代替輸入元が必要になるため規模は不透明だが、年末にかけて日量 200～300 万バレル程度減少する可能性がある。



一方、中国やインドは割安<sup>6</sup>になったロシア産原油の輸入を増加させるものの、西側向けの減少分を全て賄うほどは増やさないと見ている。もともと主に欧州に向かっていたロシア産原油の輸入には、物流の課題があるうえ、西側の金融制裁によって決済が困難化するリスクがある。また、EUは禁輸と合わせて、ロシア産原油の運搬船に対する新規保険契約の禁止を決定したため、ロシア産原油の輸送に際して、保険の引き受け手を探すのが困難になるだろう。ロシア産原油を大々的に輸入し、西側の制裁を骨抜きにすれば、国として国際的な批判を浴びたり、二次的制裁を受けたりするリスクがある。輸入企業としても、ロシアとの取引を続けることで消費者から批判を浴びるリスクがある。

従って、ロシアの原油生産・輸出は今後も減少する可能性が高い。

米国については、原油生産に数カ月先行するリグ稼働数が増加基調を続けているため、今後も生産量が増加に向かうはずだ。ただし、リグの伸びが緩やかであるため、年末にかけての生産増加幅は限定的となる。日量 100 万バレル以下だろう。

一方、世界の原油需要は増加に向かうと見ている。世界的なインフレと利上げの波が景気の逆風となるうえ、ゼロコロナ政策を維持する中国での都市封鎖再発リスクもあるが、世界の多くの国がコロナ禍からの経済活動の正常化を進めることが原油需要の増加に寄与するだろう。

最後に、OPEC プラスは 9 月以降も増産スタンスを続けるものの、世界の原油需給を大きく緩和するほどの増産には踏み切らないとみている。増産余力がある国に限られるため、OPEC プラスとして増産を進めるほど追随できない参加国の不満が溜まり、不協和音が高まりかねない。また、重要な参加国であるロシアの反発・離反を招きかねないという意味でも大幅な増産は難しい。

なお、現在米国から制裁を受けて輸出に制約が課せられているイランとベネズエラからの輸出は大きく増えないと想定している。それぞれ、制裁緩和に向けた協議が行われているが、イランと米国等の協議では、イラン革命防衛隊への制裁を巡る両国の隔たりが大きく、解決の兆しは見えない。

<sup>6</sup> 西側の敬遠によって、ウラル原油の価格は欧州の代表的な価格である北海ブレントを 2 割程下回っている。

ベネズエラへの制裁については、米国内で反対の声があるうえ、仮に制裁が解除されたとしても、ベネズエラ国内の設備老朽化もあり、短期で大幅に輸出を増やすのは困難とみられる。

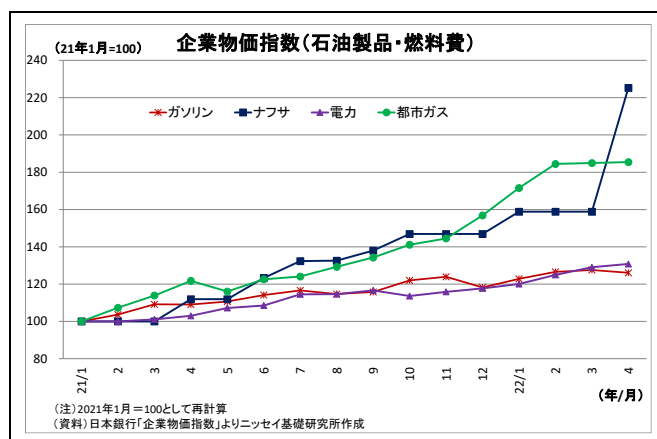
以上、原油需要が増加する一方で、制裁の影響によってロシアの供給が減少し、米国や OPEC プラスの増産も限定的に留まることを背景に、世界の原油需給はタイトな状況が続く、原油価格の高止まりに繋がると見ている。

原油価格の具体的な見通し（WTI ベース）としては、年末にかけて 1 バレル 100 ドル強～130 ドル弱のレンジを予想している。特に当面は上海の都市封鎖解除やロシアの生産減少、米ドライブシーズン入りなどを受けて、強含む可能性が高い。一方、120 ドル台後半では、批判の高止まりに配慮して OPEC プラスが多少増産姿勢を強めたり、原油輸入国が協調で備蓄を放出したりする事態が想定されるため、上昇が抑えられると見ている。

ただし、極めて高度な政治的判断に絡む材料が多いだけに、不確実性が高めであることは否定できない。

### （日本国内への影響・・・影響は免れず）

なお、このように原油価格が高止まりした場合の国内家計への影響はかつてよりも限定的になる。なぜなら、政府が燃料油（ガソリン・軽油・重油・灯油・航空機燃料）に対して補助金を出して価格を抑制しているためだ。期限は 9 月末までとされているが、原油価格が大幅に下落しない以上、その後も打ち切りにはならず、燃料油の価格は抑制される可能性が高い。



ただし、原油は燃料油としてだけでなく、プラスチックや樹脂といった化学製品の原材料としても使用される。こちらは政府の補助金の対象外であるため、原油高が製品の価格に転嫁され、コストプッシュ型のインフレ圧力になる。現に、石油化学製品の主原料であるナフサの企業間取引価格は既に前年の倍に達している。

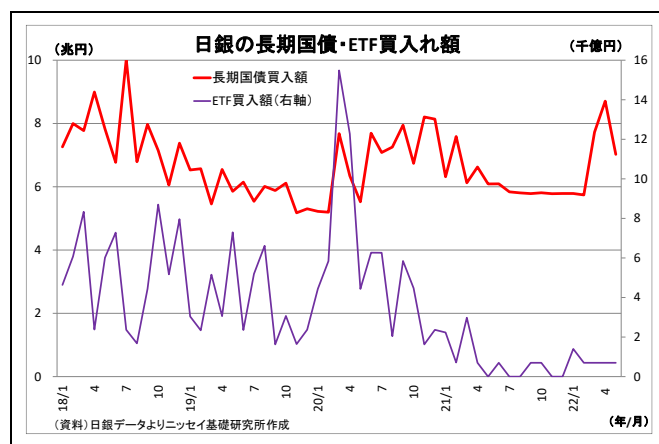
また、電力・ガスを通じた影響もある。発電の主力燃料であり、ガスの主原料である LNG（液化天然ガス）の価格は数カ月前の原油価格に連動するケースが多い。このため、特に上限がないタイプの契約を結んでいる家計では、電力・ガス料金の上昇・高止まり要因になる。さらに、企業においても電力・ガス料金が上昇・高止まりするため、製品・サービス価格への転嫁を通じてインフレ圧力になる。

## 2. 日銀金融政策(5月)

### （日銀）維持（開催なし）

5月はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったため会合は開催されず、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合は 0.50%の利上げ継続が確実視される米 6 月 FOMC（今月 14～15 日）の直後にあたる今月 16～17 日に開催される予定。

なお、5月12日に「金融政策決定会合における主な意見（4月27、28日開催分）が公表された。物価情勢については、「資源・エネルギー価格上昇によって当面2%程度で推移するが、一時的なもの」であり、「エネルギーを除いたインフレの基調は未だ低い」との見方が多く見受けられた。また、こうしたもとで、「経済を下支えするために金融緩和を継続することが適当」という主旨の意見が大勢であり、金利上昇の許容など金融緩和を緩めるべきとの意見は皆無であった。



急速に進んだ円安に関連する部分では、「為替レートのコントロールを目標にした政策変更は適当でない」、「金融政策運営にあたっては、資源価格や為替相場の変動そのものではなく、あくまでもそれらが経済・物価に及ぼす影響を考える必要がある」との意見がみられ、いずれも金融政策を用いた円安抑制に対して否定的なものであった。

### （今後の予想）

4月の会合で、連続指し値オペの常態化が決定されたことで、改めて日銀の金融緩和継続姿勢が示された。日本の物価上昇率は近々物価目標水準である2%に達するとみられるが、日銀としては、現下のような海外発コストプッシュ型の物価上昇は日銀の目指す姿ではないばかりか、日本経済にとってはむしろマイナスであり、持続性も伴わないと認識していることから、「強力な金融緩和を粘り強く続けていく」というスタンスを維持し続けるだろう。市場で観測が燻る金利変動許容幅の拡大（すなわち、0.25%超への長期金利上昇の許容）についても、実質的な緩和縮小の側面があることから、黒田総裁任期の間は見込み難い。来年4月に次期総裁が就任してしばらくしてから、緩和の副作用軽減を名目に枠組みの修正（誘導目標金利を10年債利回り→5年債利回りへ）を絡めて実質的に金利上昇許容幅を小幅に拡大していくと予想している。

当面は、「日銀の金融緩和が悪い物価上昇をもたらす悪い円安をもたらしている」との批判を粘り強く否定し続ける一方、急速な円安については口先でのけん制を行いながら、「資源高圧力やドル高圧力の落ち着きを待つ」のが基本戦略だと見られる。

仮に今後もさらに円安に拍車がかかり、政府からの要請・圧力が高まれば、日銀の立場は一層厳しくなるが、政府としても景気に悪影響を与えて財政の余地も狭める利上げは望まないだろう。そうなると、口先介入を強めたり政策金利に関するフォワードガイダンス<sup>7</sup>を中立に修正したりする（利下げに関する表現を削除）程度のことしか選択肢が無くなり、為替への影響は限定的に留まりそうだ。

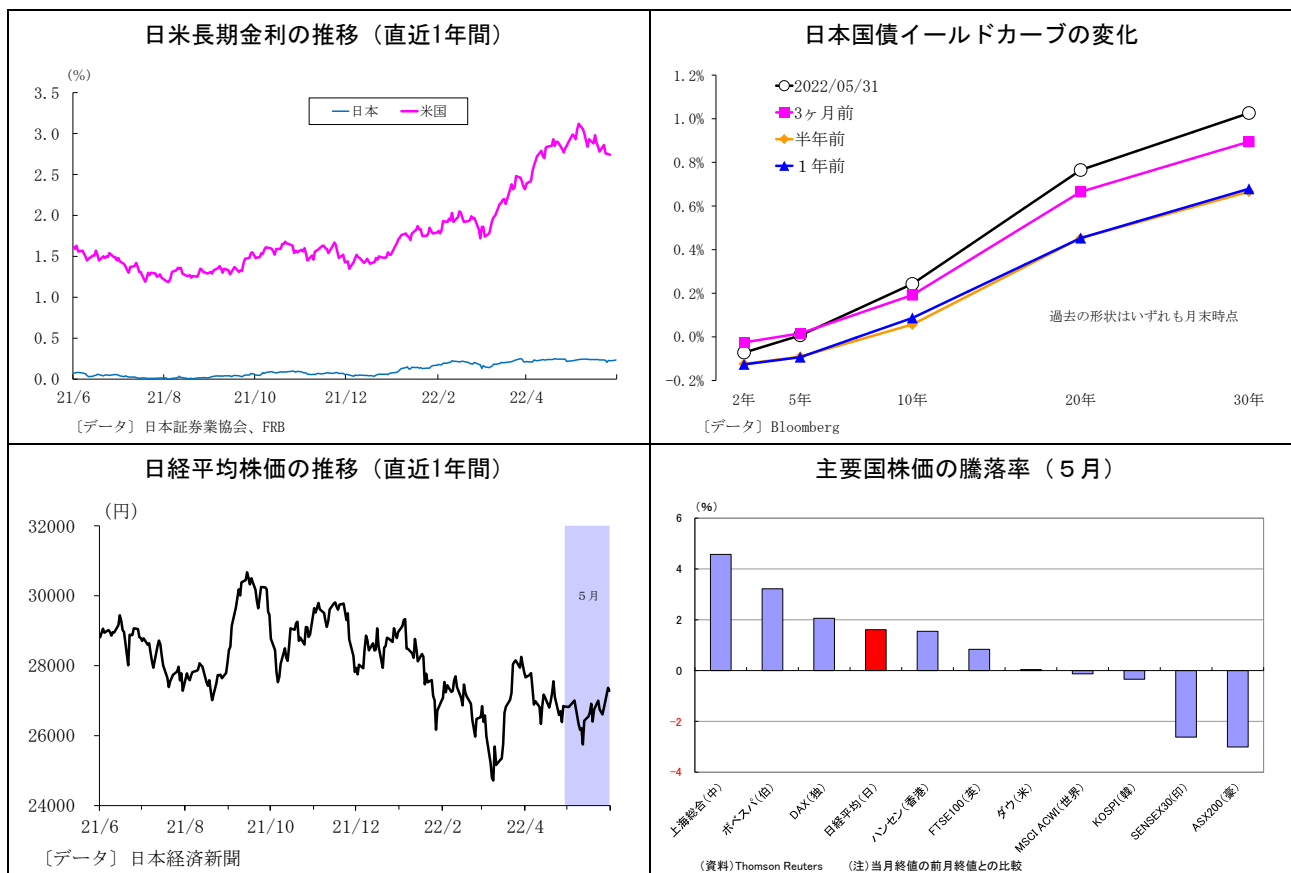
<sup>7</sup> 政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している

### 3. 金融市場（5月）の振り返りと予測表

#### （10年国債利回り）

**5月の動き** 月初0.2%台前半でスタートし、月末も0.2%台前半に。

月初、米経済指標を受けたインフレ懸念やFOMCを控えた利上げ加速観測から米金利が上昇。その余波を受けて9日には0.25%の節目に接近したが、日銀による指し値オペ毎営業日実施で抑制され、以降0.25%を若干下回る水準での膠着した推移が継続。月半ば以降は米利上げによる先々の米景気減速が警戒され、米金利が低下したことで金利上昇圧力がやや和らぎ、25日には0.2%に接近。月終盤は投資家のリスク回避姿勢がやや和らぎ、米金利低下が一服。さらにインフレ懸念による独金利上昇が金利上昇圧力になり、月末は0.2%台半ばへとやや水準を切り上げた。

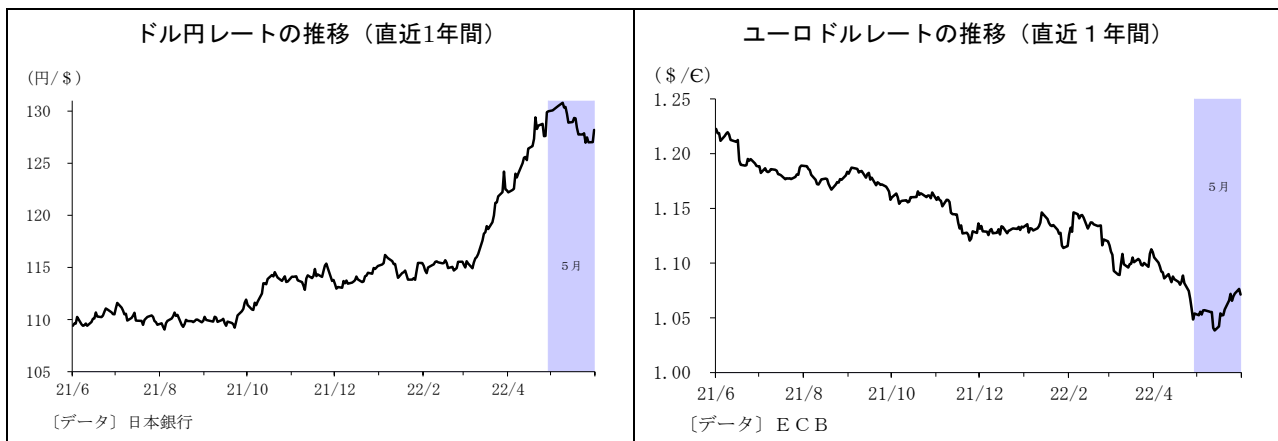


#### （ドル円レート）

**5月の動き** 月初130円台前半でスタートし、月末は128円台前半に。

月初、インフレ・利上げ加速観測に伴う米金利上昇を背景にドルが買われ、9日には130円台後半に上昇（一時131円台に）。その後は持ち高調整や米金利上昇一服に伴うドル売りが入り、13日には128円台後半に下落。しばらく横ばい圏での推移を挟んだ後、利上げ等に伴う米景気減速懸念が台頭し、20日には127円台後半に。さらに25日には127円へと下落した。一方、月末には上海の都市封鎖解除方針などからリスク回避がやや緩和したほか、FRB高官が積極的な利上げ継続方針を示したことで米金利が上昇し、128円台前半に持ち直した。





## (ユーロドルレート)

**5月の動き** 月初1.05ドル台前半でスタートし、月末は1.07ドル台前半に。

月初、1.05ドル台での一進一退の展開となった後、世界的な株安に伴うリスクオフのユーロ売りドル買いが入ったほか、ウクライナ侵攻に伴うユーロ圏景気の減速懸念の高まりを受けて、12日には1.04ドル台前半に。翌13日には1.03ドル台を付けた。一方、その後は米景気減速懸念の高まりや、議事要旨等を受けたECBの利上げ観測によってユーロが持ち直し、17日には1.05ドル台を回復。さらにECBのラガルド総裁がブログで7月利上げの可能性を示唆したことでユーロが上昇し、24日には1.07ドル台に達した。その後もECBの早期利上げ観測がユーロの支えとなり、月末は1.07ドル台前半で終了した。

## 金利・為替予測表 (2022年6月3日現在)

		2022年				2023年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
アメリカ	FFレート (期末)	0.50	1.50	2.25	2.75	3.00	3.25
	10年金利 (平均)	2.0	2.9	3.1	3.1	3.2	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.25	0.50	0.75	1.00
	10年金利 (独、平均)	0.1	0.9	1.1	1.4	1.5	1.6

ドル円	(平均)	116	129	131	129	127	126
ユーロドル	(平均)	1.12	1.07	1.05	1.07	1.09	1.11
ユーロ円	(平均)	130	137	138	138	138	140

(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。