

Weekly
エコノミスト・
レター2023年の原油相場展望
～波乱の火種になる可能性も経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 今年の原油価格は、「年初に低迷した後、年半ば以降に緩やかに持ち直す」と予想する。
2. まず、年初から春までは、世界経済の減速に伴う原油需要の低迷が価格の抑制要因となり、価格の低迷が見込まれる。ただし、制裁を受けるロシアの生産減少、米国の SPR 補充（観測）、OPEC プラスによる追加減産（観測）が下支え要因となり、急落は回避されると見ている。レンジとしては WTI ベースで 60～85 ドル程度と予想している。
3. その後、年半ばから年末にかけては、中国における経済活動の回復と米利下げ観測が原油価格の押し上げ要因となり、価格の持ち直しが予想される。5 月末から米国がドライブシーズンに入るといふ季節的な要因も追い風となる。レンジとしては WTI ベースで 70～95 ドル程度、年末時点の水準は 80 ドル台半ば～後半と予想している。
4. 以上、年間を通じて見れば、原油価格が「緩やかに持ち直す」シナリオが筆者の中心적인見通しだが、対ロシア制裁の影響や中国の感染動向などの不透明感は強く、価格が見通しから乖離するリスクも高めと言わざるを得ない。その際、価格の下振れに対しては OPEC プラスが減産で下支えに行く可能性が高いことを踏まえると、特に上振れリスクに注意が必要になる。
5. 仮に原油価格が急騰する場合には、波乱の火種となる可能性がある。米国の物価上昇率が押し上げられ、FRB が大幅な利上げを続けざるを得なくなるためだ。この場合には、米国経済への逆風が強まり、米株価は下落、ドル高が進行する可能性が高い。また、日本経済にとっても米経済の急減速に加えて、原油高と円安（ドル高）の進行が物価の押し上げ圧力を増幅することで逆風が強まりかねない。円安と物価の抑制のために、日銀にさらなる金利引き上げに踏み切る引き金になるかもしれない。



1. トピック：2023年の原油相場展望

昨年の原油相場は波乱の展開となった。年初にロシアによるウクライナ侵攻を受けた供給減少懸念が台頭し、国際的な指標である WTI 原油先物（期近物・終値）は一時 1 バレル 130 ドルを突破、年央にかけて高止まりした。しかし、年後半には下落基調が鮮明となり、年末時点では 80 ドル台と年初と大差ない水準で着地した。この間に OPEC プラスは増産を終えて減産に転じたが、ロシアによる生産減少がわずかに留まったほか、世界経済の減速懸念に伴う原油需要減少観測が台頭したことが原油価格を押し下げた。

今年に入って原油価格はさらに下落し、足元の WTI 先物は 74 ドル付近にある。今年の原油相場がどうなるのか、先行きを展望したい。

(2023年の展望・・・年初は低迷、年半ば以降持ち直しへ)

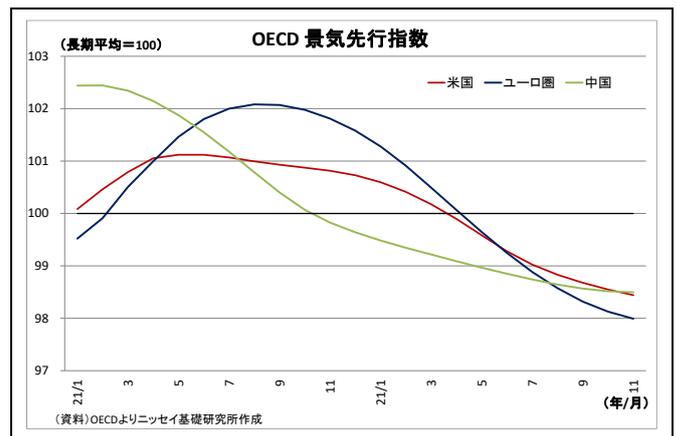
今年の原油価格の動向について、結論から言えば、「年初に低迷した後、年半ば以降に緩やかに持ち直す」と予想している。

1) 年初～春：WTI 予想レンジ 60～85 ドル程度

まず、年初から春までの原油価格は低迷し、上値の重い展開になりそうだ。

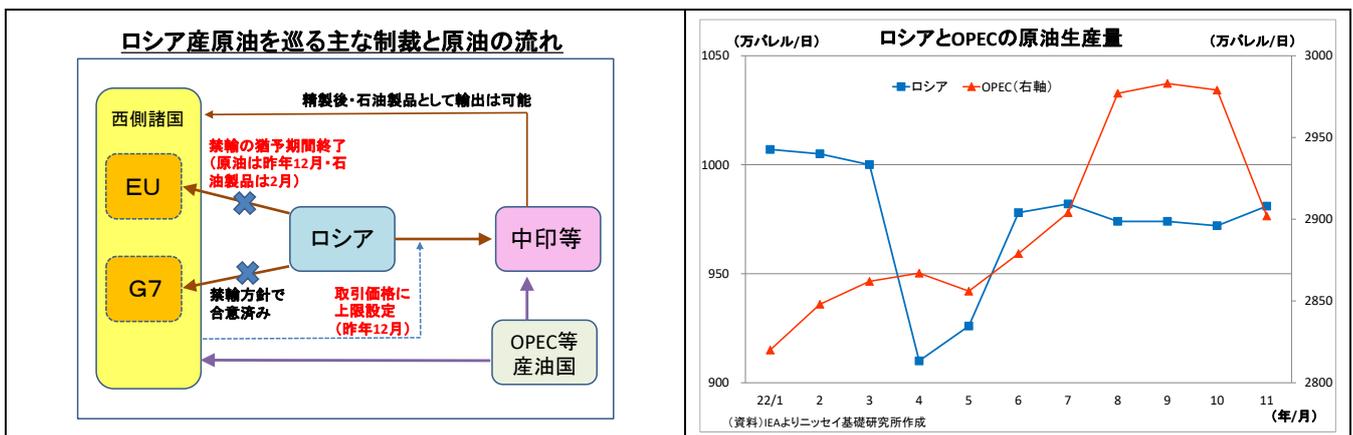
<価格抑制要因>

その理由は世界経済の減速に伴う原油需要の低迷が見込まれるためだ。昨年以降、急速な利上げを続けてきた欧米はその影響が浸透してくることで、年初から景気後退に陥る可能性が高い。また、昨年末以降にコロナに絡む行動制限を大幅に緩和し、感染が急拡大している中国の景気も当面厳しい状況が続くと見込まれる。これらの地域は世界における原油の総需要の5割を占めるだけに、原油需要の減少観測が台頭し、価格の上値を抑制するだろう。



<価格下支え要因>

一方、3つの要因が価格の下支えになる。まず挙げられるのは制裁によるロシアの生産減少だ。



i) ロシアの生産減少

昨年12月5日にEUによるロシア産原油の輸入禁止措置が猶予期限を迎え、従来、ロシアにとって最大の輸出先であったEUが同国産原油の輸入を大幅に制限した。さらに、今年2月にはロシア産石油製品（ディーゼルなど）の輸入禁止措置も猶予期限を迎える。

また、昨年12月5日には、G7・EU・豪州（以下、西側諸国）によるロシア産原油の輸入価格に対する上限設定措置も発動され、1バレル60ドル¹に設定された上限を超える取引に対する輸送・資金供給・保険サービスなどが禁止された。これは、ロシア産原油の第3国への供給を許容することで世界の原油需給の逼迫を回避しつつ、ロシアの原油販売収入を減らすことを目的としたものだ。特に欧州勢のシェアが高い海上保険禁止の影響力が大きいと目されている。2月からはロシア産の石油製品に対する上限も導入される予定だ。

EUによる禁輸については、仮にロシアがEUに輸出していた分を全て中国やインドといった第3国²への輸出へ振り替えることが出来れば、ロシアの生産量は維持されることになる。

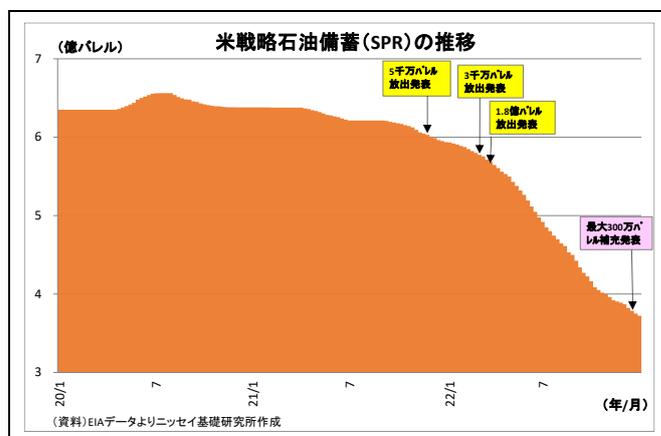
また、価格の上限設定については、設定価格（60ドル）がロシア産原油の実勢³に近い水準となったうえ、①ロシアが上限を下回る価格で輸出する分には西側諸国のサービスを使用可能となるほか、②上限を上回る価格での取引に対しても西側諸国以外のサービスを使用することによって影響を回避することが理論上は可能だ。ちなみに、ロシアは上限設定自体に反発しており、実効性は不明だが、12月下旬にプーチン大統領が価格上限導入国への輸出を禁じる大統領令に署名⁴している。

このように、西側諸国によるロシア産原油への制裁は同国の輸出を途絶させることを狙いとしたものではないため、生産への甚大な影響は避けられるだろう。ただし、EU向け輸出を中国・インド向けに振り替える際には、輸送距離が伸びてタンカー不足になりかねないほか、中国やインド側における製油所の仕様の問題や他国との間の既存の長期契約の存在などがハードルとなり、全量を振り返ることは難しいとみられる。価格上限の存在もロシアや買い手の取引意欲を削ぐ可能性がある。実際、既に先月下旬に同国のノヴァク副首相が価格上限措置に対応するために、今年年初から日量50～70万バレルの減産を行う可能性を示唆している⁵。

まだ、12月に導入された制裁の影響は判然としていないが、ロシアの原油生産量はやや減少する可能性が高い。

ii) 米国のSPR補充（観測）

そして、2つ目の原油価格下支え要因となるのが、米国政府によるSPR（戦略石油備蓄）の補充だ。米国政府は原油価格高騰への対応として、一昨年末から累次にわたってSPRの大規模な放出を続けた結果、直近の備蓄量は2020年のピークから4割強も減少し、1983年以来の低水準に落ち込んでいる。



¹ 上限価格は2カ月毎に調整される予定。

² EU以外のG7諸国も既にロシア産原油の原則輸入禁止方針を打ち出している。

³ 主力のウラル原油の市場価格は昨年11月以降、1バレル50ドル弱～70ドル前半で推移（OILPRICE.comより）

⁴ 発効は今年2月で5カ月間維持される。

⁵ 2022年12月23日ロイター報道

この補充のため、米政府は昨年10月に「原油価格が1バレル67～72ドル以下に下落した際に」原油を購入する方針を表明しており、その後12月には、小規模ながら、実際に補充を開始⁶すると表明した。

今後も原油価格が低迷した場合には、米国政府によるSPRの追加補充が行われる可能性がある。

iii) OPECプラスによる追加減産（観測）

また、OPECとロシア等主要産油国の生産調整枠組みであるOPECプラスによる追加減産の可能性も原油価格の下支えになる。

OPECプラスは原油価格の下落を受けて昨年10月に日量200万バレルの減産を決定し、11月から開始している（今年末まで）。OPEC主要国の財政均衡原油価格は1バレル60～70ドル前後⁷であるため、原油価格が低迷したり、さらに下落したりする場合には、価格引き上げを図るOPECプラスによる追加減産が見込まれる。価格下落時に減産に対する市場の思惑が高まることも下支えになる。

以上の通り、年初から春までの間は、世界経済の減速に伴う原油需要の低迷が原油価格の抑制要因となり、価格の低迷が予想される。ただし、ロシアの生産減少、米国のSPR補充（及びその観測）、OPECプラスによる追加減産（及びその観測）が価格の下支え要因となり、急落は回避されると見ている。レンジとしてはWTIベースで60～85ドル程度と予想している。

2) 年半ば～年末：WTI 予想レンジ 70～95ドル程度

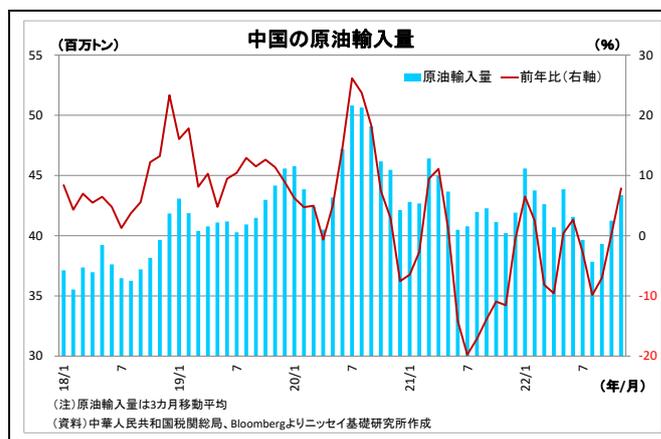
その後、年の半ば以降については、原油価格が持ち直す可能性が高いと見ている。この頃には価格の押し上げ要因が出てくると見込んでいるためだ。

<価格押し上げ要因>

i) 中国の需要回復

一つは中国の原油需要回復だ。中国は世界最大の原油輸入国だが、コロナ禍以降はゼロコロナ政策を維持する中で経済活動が停滞し、原油需要が低迷してきた。その後、昨年末以降にコロナに絡む行動制限を大幅に緩和したものの、今度はコロナの感染が急拡大し、経済活動が抑制されている。

今後もしばらくは感染の高止まりに伴い経済活動の停滞が予想されるが、感染が続くなかで集団としての免疫力が次第に高まり、年の半ば頃には経済活動の再開に伴う原油需要の回復が期待される。



ii) 米利下げ観測の台頭

そして、年半ば以降には、米国の利下げ観測の台頭も原油価格の追い風になるだろう。

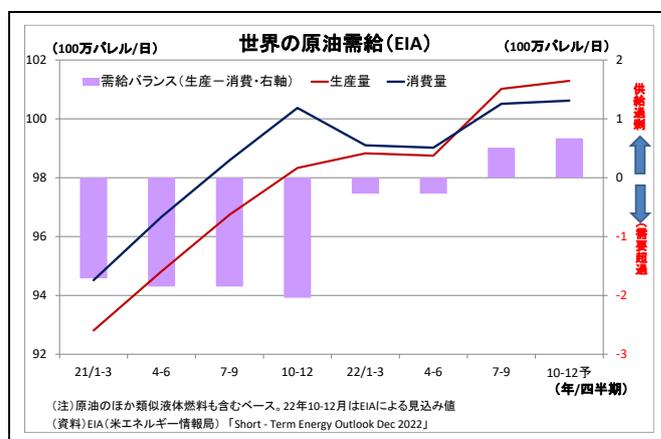
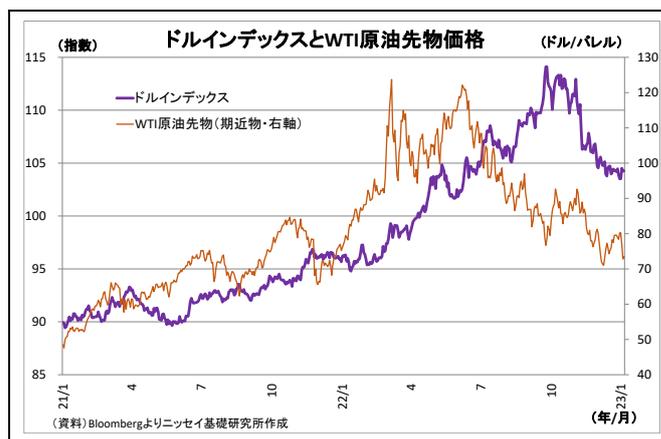
⁶ 2月の受け渡し分として最大300万バレルを購入する計画。

⁷ IMFによれば、2023年の財政均衡原油価格はサウジが66.8ドル、イラクが60.6ドル、UAEが65.8ドルなど (Regional Economic Outlook for the Middle East and Central Asia, October 2022より)

昨年後半の原油価格下落については、米国の急速な利上げも一因になってきた。急速な利上げによって、米国経済の減速懸念が台頭し、原油需要の減少懸念に繋がったほか、利上げに伴ってドルが上昇し、ドル建て表記である原油価格の割高感が高まった。実際、ドルの強弱感を示すドルインデックスと原油価格の間には、緩やかな逆相関関係が確認できる。

今後、FRBは春に利上げを停止し、その後は利下げに転じるタイミングを押し量る時間帯に入らるだろう。弊社では年内の利下げ開始を見込んでいないものの、市場では利下げ観測が次第に強まり、利下げによる米景気回復期待とドルの下落による原油価格の割高感後退が原油価格の追い風になる可能性が高い。

以上の通り、年半ばから年末にかけては、中国経済の回復と米利下げ観測が原油価格の押し上げ要因となり、価格の持ち直しが予想される。5月末から米国がドライブシーズンに入るという季節的な要因も追い風となる。レンジとしてはWTIベースで70~95ドル程度、年末時点の水準は80ドル台半ば~後半と予想している。

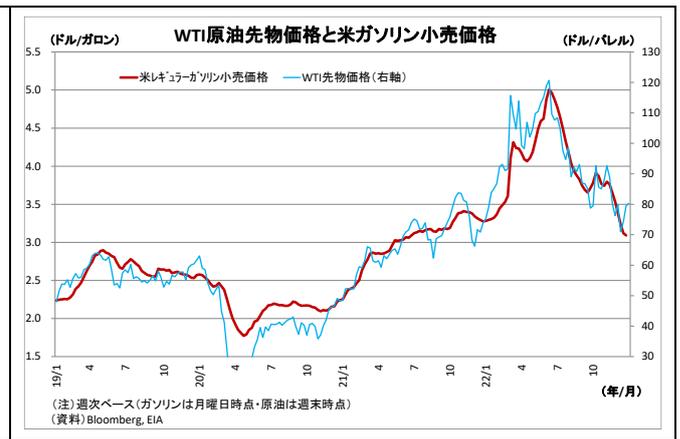
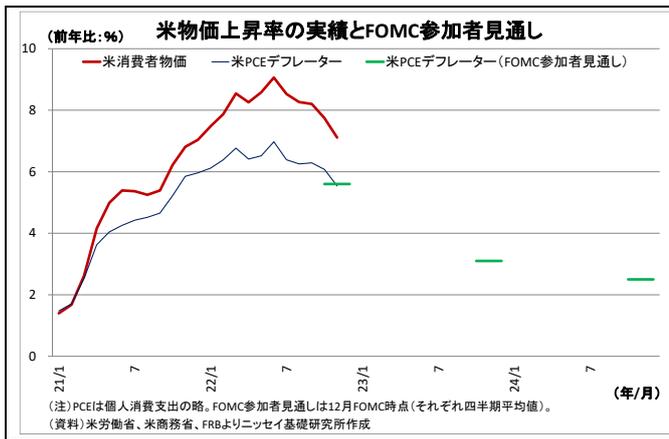


（上振れリスクに注意、市場の波乱の火種となる可能性も）

以上、年間を通じて見れば、原油価格が「緩やかに持ち直す」というシナリオが筆者の中心的な見通しだが、対ロシア制裁の影響や中国の感染動向、欧米の景気後退の深刻度などの不透明感は強く、中心的な見通しに対して価格が乖離するリスクも高めと言わざるを得ない。その際、価格の下振れに対してはOPECプラスが減産によって下支えに行く可能性が高いことを踏まえると、特に上振れリスクの方に注意が必要になる。

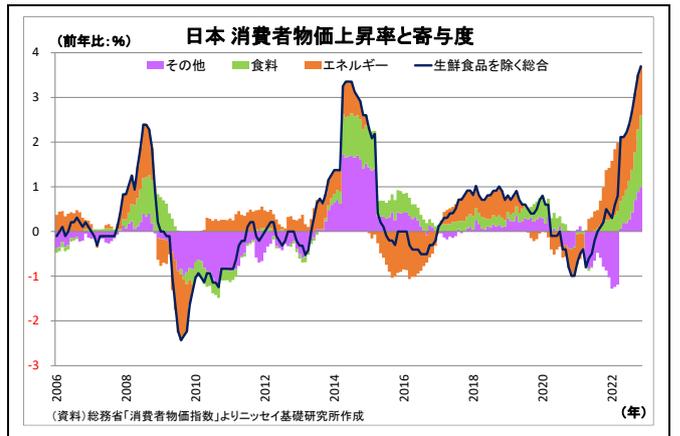
原油価格が緩やかに持ち直す程度に留まるのであれば、内外経済や金融市場に与える影響も限定的となるが、仮に原油価格が再び急騰（1バレル120ドルに達して長引く場合など）する場合には、波乱の火種となる可能性がある。

なぜなら、ガソリン価格上昇などによって直接的に、また、人々の予想物価上昇率押し上げを通じて間接的にも米国の物価上昇率が押し上げられるためだ。インフレを抑制すべく、FRBは現在想定されているよりも大幅な利上げを続けざるを得なくなるだろう。この場合には、米国経済への逆風が強まり、米株価は下落、ドル高が進行する可能性が高い。



また、この場合には、日本経済にとっても米国経済の急減速に加えて、原油高と円安（ドル高）の進行が物価の押し上げ圧力を増幅することで逆風が強まりかねない。円安と物価の抑制のために、日銀にさらなる金利引き上げに踏み切る引き金になるかもしれない。

このように、原油価格の行方は、2023年の内外経済・金融市場に多大な影響を与えかねないだけに、その動向は注視が必要になる。



2. 日銀金融政策(12月)

(日銀) 長期金利許容上限の引き上げを決定

日銀は12月19日～20日に開催した金融政策決定会合において、長期金利の変動許容幅を従来の「ゼロ%程度±0.25%」から「ゼロ%程度±0.5%程度」へと拡大することを決定。併せて、国債買入れ額の大幅な増額（四半期予定ベースで従来の月間7.3兆円→9兆円程度）と、各年限における機動的な買入れ額のさらなる増額・指値オペの実施を決定した（全員一致での決定）。

声明文では、今回の措置について、「市場機能の改善を図り、より円滑にイールドカーブ全体の形成を促していく」ための運用の一部見直しと位置付けており、見直しに至った理由については、「春先以降の海外金融資本市場のボラティリティの高まり」を受けた「債券市場の市場機能の低下（各年限間の金利の相対関係や現物と先物の裁定など）」を挙げ、「こうした状態が続けば、企業の起債など金融環境に悪影響を及ぼす恐れがある」ためとしている。その上で、「今回の措置により、イールドカーブ・コントロール（以下、YCC）を起点とする金融緩和の効果が、企業金融などを通じて、より円滑に波及していくと考えており、この枠組みによる金融緩和の持続性を高めることで、物価安定の目標の実現を目指していく考えである」との認識を示している。

その他、景気認識や経済・物価の見通し、リスク要因、フォワードガイダンスには前回から大きな変更はみられなかった。

会合後の会見において、黒田総裁は今回の変更についての理由や狙いを説明した上で、「企業金

融への波及がよりスムーズに安定的に起こるということで、景気にはむしろプラスではないか」との認識を示した。このタイミングになった理由については、「(市場のボラティリティが再び強くなってきて) イールドカーブの形状がやや歪んだ形になり、それが将来、企業金融等にもマイナスの影響を与える恐れがあるということが認識されてきた」ためと説明した。

今回の措置の位置付けについては、「利上げではない」、「出口政策とか出口戦略の一步とか、そういうものでは全くない」と強調したほか、金利変動幅の更なる拡大の可能性については、世界的な金融資本市場のボラティリティが低下に向かうとの期待を示したうえで、「更なる拡大といったようなことは必要ないし、今のところ考えていない」と否定的な見解を示した。市場で広がる「事実上の利上げ」との受け止めや今後のさらなる変動幅拡大観測をけん制する意図がうかがわれた。ちなみに、「金利変動幅の拡大は利上げに相当する」とした自身の過去の発言⁸と「利上げではない」とする今回の発言の矛盾について幾度も質問があったが、今回の決定に至った理由を繰り返すに留まった。

政府内で見直しの方針が浮上しているとの報道があった共同声明については、「現時点で共同声明を見直す必要があるとは考えていない」と述べた。

物価目標の実現については、賃上げに関する労使の発言や価格転嫁の動きに言及したうえで、「賃金・物価に動意がみられるようになってきたというのは事実」と述べる一方、「(足元の物価上昇は)ほとんど輸入物価の上昇を起点とする消費者物価への転嫁であり、その影響は来年に入るとだんだん減衰してきて、来年度全体としては2%に達しない可能性がきわめて高い」、「賃金の上昇を伴って持続的・安定的に2%が実現できるという状況にまだなりそうにない」、「YCCにしても、大幅な金融緩和の政策にしても、それを直ちに直視するような状況にはなるようには思われない」と、慎重な認識を示した。

(受け止めと評価)

今回の政策変更に関して、日銀の情報発信を額面通り受け止めるのは難しい。まず、黒田総裁は否定したが、今回の変更の位置付けは「事実上の利上げ」に相当すると見るのが妥当だ。過去に総裁自身が認めていたということを除外しても、長期金利に強い上昇圧力がかかっている状況で許容上限を引き上げれば、金利が上昇するのは自明であったためだ。実際、決定会合後に、長期金利は新たな上限とされた0.5%近くまで上昇し、他の年限も含めてイールドカーブ全体が上方にシフトしている。

既に大規模緩和による副作用が大きくなっていったため、政策変更の方向性は好ましいと考えるが、日銀による直前までの情報発信との間に多くの重大な齟齬があり、市場が事前に全く織り込めていない状況で突然実施された点は禍根を残すだろう。

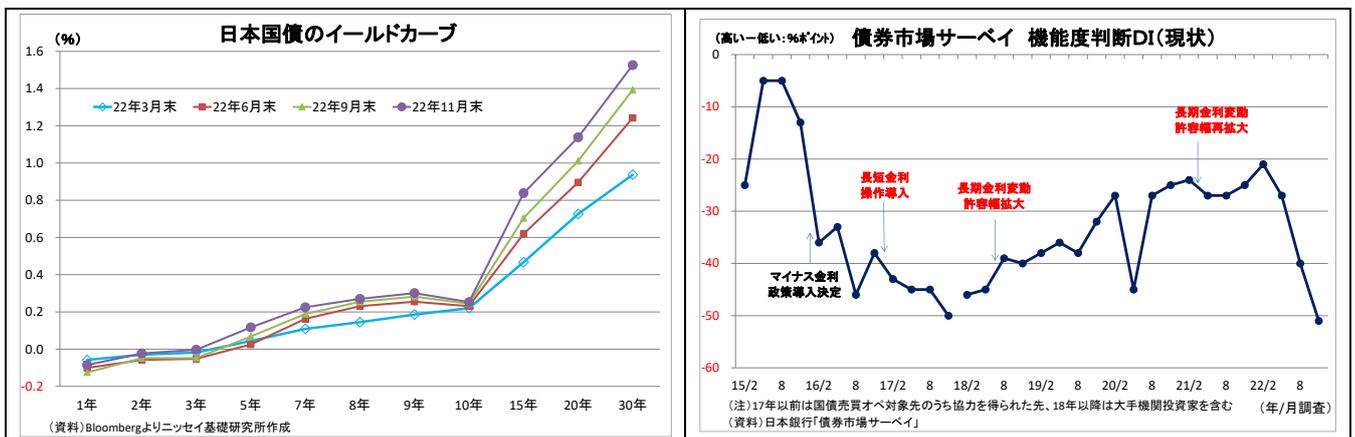
既述の通り、総裁自身が3カ月前に「金利上昇許容幅の拡大は利上げにあたる」とし、否定的な見解を示していたほか、日銀は昨年の方針点検において、「長期金利の変動域が50bpsを超える場合を除けば、設備投資に影響を及ぼす度合いは、概ね不変である」（つまり、今回のように変動域が50bpを超える場合には悪影響が出ると解釈できる）と整理していた。また、日銀が今回の修正理由として挙げたイールドカーブの歪みやそれに伴う市場機能の低下は今に始まった話ではない

⁸ 黒田総裁は、「(長期金利の)許容上限を引き上げることは、金利引き上げ、あるいは金融引締めになるのか?」との質問に対し、「それはなる」、「±0.25%の幅をより広くしたら、仮にその上の方に行けば、明らかに金融緩和の効果を阻害するので、そういうことは考えていない」と回答していた(9月26日記者会見)。

うえ、前回10月下旬の決定会合後の総裁会見時点で、「全体として適切なイールドカーブになるようにするということをしており、目標・目的は十分達成されている」との認識が示されており、その後の短期間に認識が急転するほど急激な変化があったようにも見えない。

今回の突然の政策変更の理由としては、もともと日銀が市場機能の低下に対して課題意識を持っていたことに加えて、あくまで推測だが、支持率に悪影響を与えている物価上昇を危惧する政府からの「円安是正」や「将来の正常化」に向けた政策柔軟化要求が影響したのではなかろうか。また、黒田総裁が次期総裁体制が発足直後から上記課題への対応に追われなくても済むように、任期中の対処を急いだ可能性もある。

日銀の公的見解で触れられない以上、理由は推測の域を出ないが、突然の政策変更によって結果的に日銀の情報発信に対する市場の信頼性が損なわれ、今後の政策の予見性も低下することになった。また、事前に市場で織り込まれると運営が難しくなるというYCCがもともと抱えている問題が突然の政策修正という形で露呈したのであれば、今後も同じことが繰り返される可能性を警戒せざるを得ない。現に、決定会合後も市場ではさらなる金利上限拡大観測が台頭し、金利上昇圧力の強い状況が続いている。

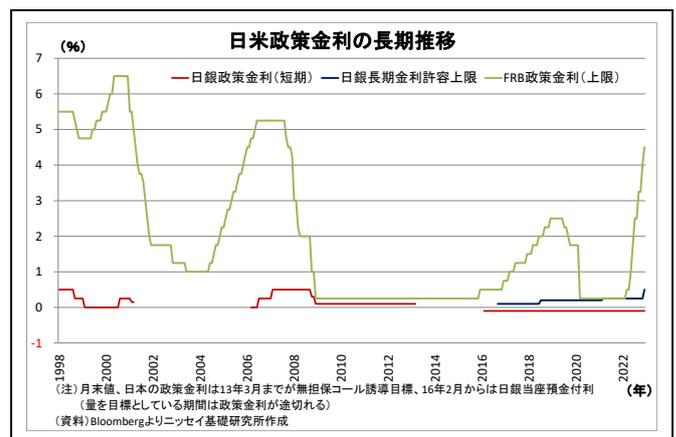


(今後の予想)

岸田政権に任命される次期日銀正・副総裁は政権の意向を汲んで金融緩和のさらなる縮小を模索する可能性が高いと予想している。ただし、今後のスケジュールを考えるとさらなる緩和縮小には時間を要しそうだ。

まず、来年前半には欧米が景気後退に陥るほか中国経済もコロナ感染拡大の影響が続き、日本経済を取り巻く外部環境が厳しさを増すとみられ、景気抑制に拍車をかけかねない緩和の縮小はしばらくなる。

また、再来年年初にはFRBの利下げ開始が見込まれ、23年後半には秒読み段階に入ると考えられることもハードルになる。日銀は過去、米国の利下げ局面では市場の混乱を避けるため、利上げや長期金利の許容上限引き上げを回避してきた。さらに、来年以降は円高基調となり物価上昇圧力も弱まっていくと予想されるため、これに伴って政府や世論からの日銀に対する風当たりが弱まれば、早急な縮小の必要性も低下する。



従って、現時点では、少なくとも来年については、政府との協議を通じた共同声明改定による物価目標の実質的な緩和や、緩和バイアスの強いフォワードガイダンスの中立化によって将来の金融政策正常化に向けた地ならしをする程度に留まり、明確な金利上昇を伴うさらなる緩和縮小やそれに近い意味合いを持つ枠組みの修正は見送られる可能性が高いと予想している。

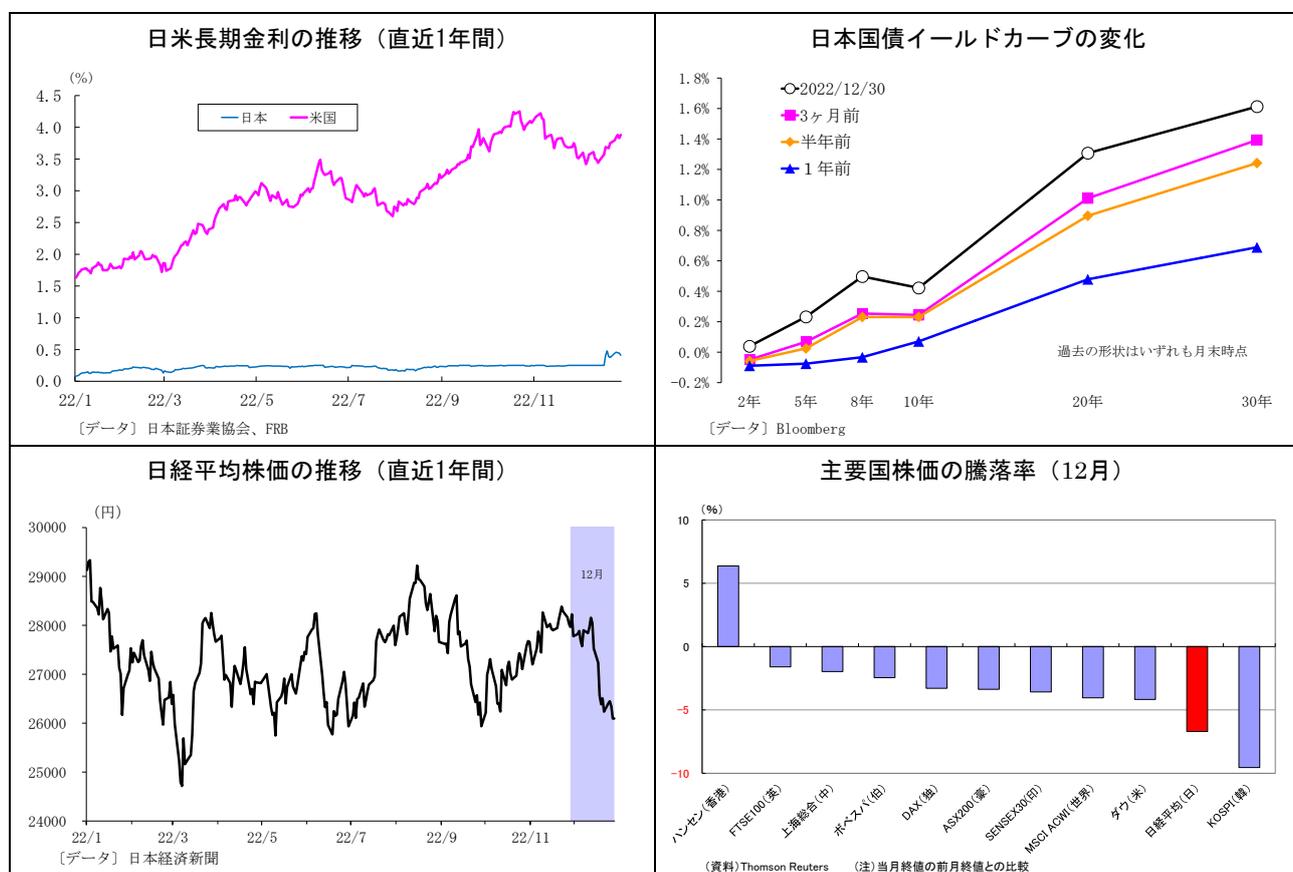
ただし、今回の変更によって政策の予見可能性が低下しているだけに、不確実性は高めとなる。政権や新正・副総裁の「正常化に向けた意欲」が筆者の想定より強ければ、金利上昇を伴う形での早期の緩和縮小もあり得る。実際、景気や物価の情勢が整わなくても、今回のように「市場機能の改善が目的」という建前であれば、強引に緩和縮小を行うことも可能だ。

3. 金融市場(12月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

12月の動き(ア) 月初0.2%台半ばでスタートし、月末は0.4%台前半に。

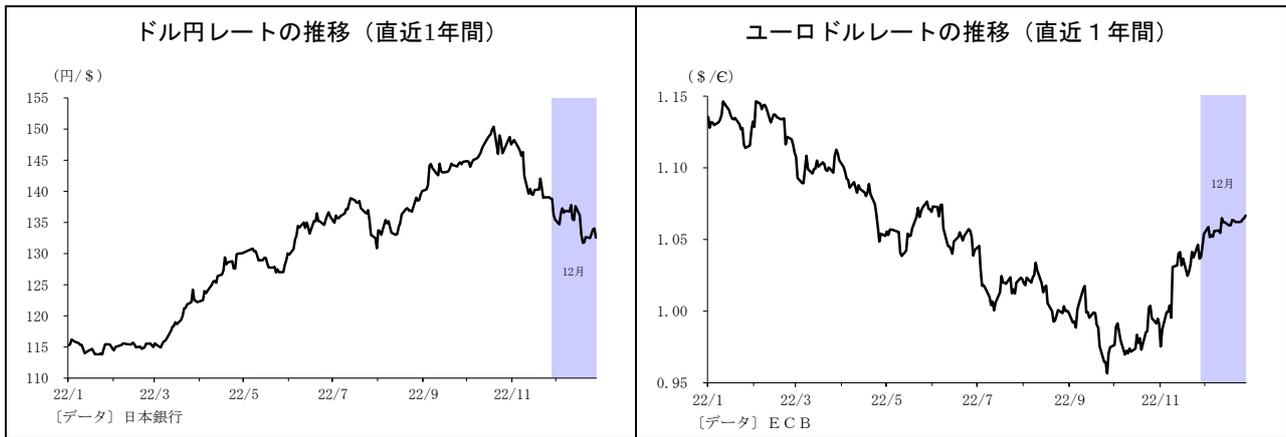
月初以降、米長期金利がやや水準を切り下げて推移したことで海外発の金利上昇圧力は和らいだものの、日銀による金融緩和縮小観測が燻り続けたことで、中旬にかけて日銀許容レンジ上限である0.25%付近での推移が続いた。その後、日銀金融政策決定会合で長期金利の許容上限が0.5%に引き上げられたことを受けて、20日に0.4%を突破し、翌21日には0.5%近くまで上昇した。一方、日銀が幅広い年限での指し値オペや臨時オペを実施して金利上昇の抑え込みを図ったことを受けてその後はやや低下。月末にかけて0.4%弱から0.4%台半ばでの展開となった。



(ドル円レート)

12月の動き (㊄) 月初 136 円台前半でスタートし、月末は 132 円台半ばに。

月初、米物価指標の伸び率低下を受けて FRB による利上げ鈍化観測が高まり、5 日に 134 円台後半に下落したが、米景況感の改善を受けて利上げが長期化するとの見方が強まり、7 日には 137 円台へと持ち直した。その後一進一退の時間帯を挟んだ後、米 CPI の予想比下振れを受けて 14 日に 135 円台へ下落したが、FOMC を受けて再び利上げ長期化観測が強まり、16 日には 137 円台に戻った。下旬には、日銀が突如長期金利許容上限の引き上げを決定したことが事実上の利上げと受け止められて円が急進、21 日には 131 円台を付けた。月終盤には米物価指標の伸びが予想を上回ったことでドルがやや持ち直し、月末は 132 円台半ばで終了した。



(ユーロドルレート)

12月の動き (㊅) 月初 1.04 ドル台半ばでスタートし、月末は 1.06 ドル台後半に。

月初、米物価指標の伸び率低下を受けて FRB による利上げ鈍化観測が高まり、5 日に 1.05 ドル台後半へと上昇、しばらく 1.05 ドル台での推移が継続した。米 CPI の予想比下振れを受けた 14 日には 1.06 ドル台半ばへとさらに水準を切り上げた。中旬以降は米利上げ長期化観測が高まったものの、ECB の利上げ長期化観測がユーロの支えになった。一方、ECB 利上げによる域内景気後退への懸念や、欧米利上げ観測を受けた株価下落に伴うリスクオフのユーロ売りがユーロの上値を抑える形となり、1.06 ドル台での推移が継続。月末も 1.06 ドル台後半で終了した。

金利・為替予測表 (2023年1月6日現在)

		2022年		2023年			2024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)	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
アメリカ	FFレート (期末)	4.50	5.00	5.25	5.25	5.25	4.75
	10年金利 (平均)	3.8	3.9	3.8	3.7	3.6	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	2.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
	10年金利 (独、平均)	2.1	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4

ドル円	(平均)	141	134	131	129	127	125
ユーロドル	(平均)	1.02	1.05	1.07	1.09	1.09	1.10
ユーロ円	(平均)	144	141	140	141	138	138

(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。