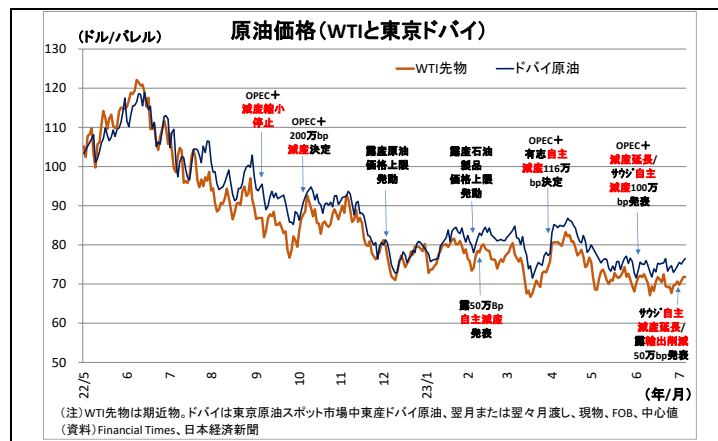


Weekly エコノミスト・ レター

減産連発でも上がらない原油価格 ～今後の方向性は？

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. 年初以降、OPEC プラス加盟国が幾度も追加減産を表明しているにもかかわらず、原油価格は昨年末の水準を下回り、伸び悩みが続いている。その背景には、①中国経済の先行き懸念（需要面）、②利上げに伴う欧米経済の減速懸念（需要面）、③ロシアの生産量高止まり（供給面）、OPEC プラスの足並みの乱れ（供給面）などがあると考えられる。
2. 国際的に有力なエネルギー調査機関は、世界的な原油需給がタイト化に向かい、今年後半には供給不足に陥るとの見方を依然として維持しているが、投機筋は悲観的な見方に大きく傾いている。投機筋の買い越しは直近で2012年7月以来の低水準に留まっている。今後、欧米中などの需要が減少する一方で、主要産油国の生産調整が追い付かず、原油の国際需給が緩和する可能性が織り込まれているものと推測される。
3. 今後の原油価格の見通しを考えると、大きなカギとなるのは世界の需要を左右する中国ならびに欧米の景気動向と考えられる。筆者の中心的な見通しとしては、中国経済は様々な課題を抱えつつも回復に向かうと見込んでいる。今後「5%」とする成長率目標の達成が危ぶまれる状況になれば、経済対策による景気のコトコト入れも期待される。また、欧米については、遠からず利上げが打ち止めとなることで大幅な景気後退は避けられると見ている。OPEC プラスによる大規模な追加減産は想定していないが、価格上昇に向けた抑制的な生産姿勢が続くだろう。この結果、年後半には次第に原油需給のタイト化が確認されるようになる可能性が高い。投機筋は足元で悲観に振れすぎていると見ているため、その修正を余儀なくされることも原油価格の持ち直しに働くと想定している。具体的な水準（WTI ベース）としては、夏の間は1 バレル 70-75 ドルを中心に推移した後、秋から上昇基調となり、年末には 80 ドルをやや上回る水準で着地すると見込んでいる。



1. トピック： 減産連発でも上がらない原油価格

原油価格の伸び悩みが続いている。国際的な中心指標である WTI 原油先物（期近物・終値）は3月以降たびたび1バレル70ドルを下回り、直近も72ドル付近と昨年末の水準（80.26ドル）を大きく下回っている（表紙図表参照）。しかも、この間にはサウジアラビアやロシアをはじめとするOPECプラス加盟国が幾度も追加減産を表明しており、その合計は日量316万バレル（世界需要の約3%）に達しているにもかかわらずだ。

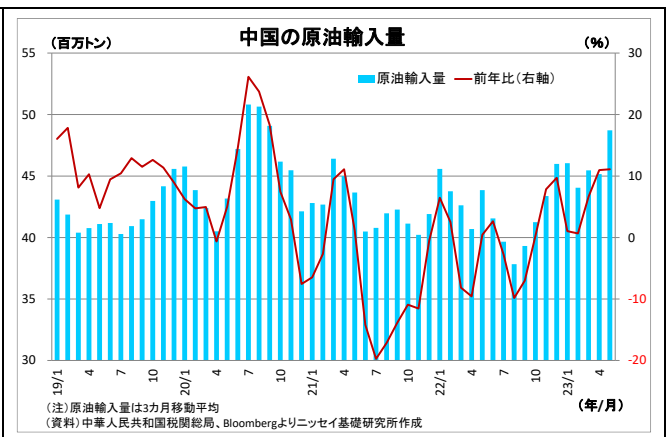
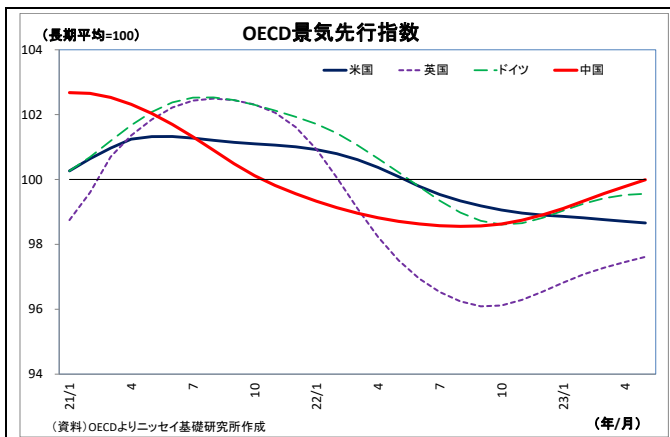
年初の時点では、①ゼロコロナ政策を撤回した中国の需要回復、②制裁強化によるロシアの供給減、③OPECプラスの生産抑制姿勢などから、今年の原油市場はタイト化して供給不足に傾き、原油価格も年末にかけて上昇に向かうとのシナリオが筆者も含めて市場の中心的な見通しであった。まだ年央段階ではあるが、今のところ、原油価格は当該見通しから下振れしている印象を受ける。そこで、原油価格低迷の背景について改めて確認する。

（揺らぐ需給のタイト化シナリオ）

1）中国経済の先行き懸念（需要面）

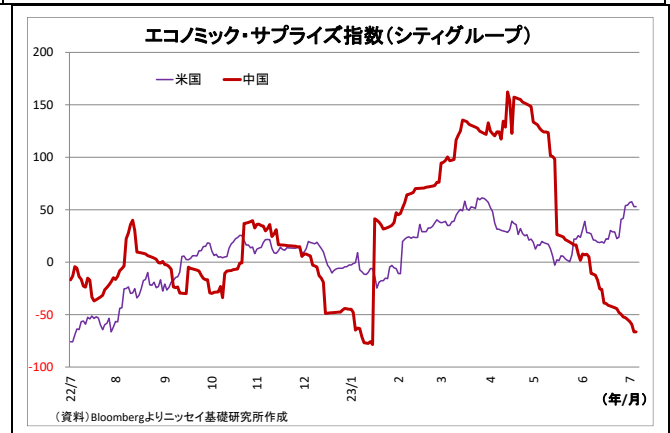
まず、世界の原油需要を大きく左右する中国について、今年に入ってから中国経済の動向は回復基調にある。1～3月期のGDP成長率は、前年比で4.5%増、前期比で2.2%増とそれぞれ前期から加速した。OECDが算出する景気先行指数も5月にかけて上昇を続けており、足元で景気回復基調が途絶えているわけではない。背景にはゼロコロナ政策撤回に伴う経済活動の再開がある。

そして、去年は前年割れとなるが多かった中国の原油輸入量も増加基調を続けており、直近5月の輸入量は前年比12.3%増で過去3番目の高水準となっている。



しかし、中国経済が楽観できない状況にあるのも事実だ。ゼロコロナ政策解除後も、課題となってきた不動産市場の低迷が続いているほか、雇用や消費にも弱い指標が目立つ。海外経済減速の影響を受けて輸出も低迷が続いているうえ、米中の対立も激化方向にあるなど外部環境も厳しい。

とりわけ5月以降は景気の伸び悩みを示唆する経済指標が増加しており、シティグループが算出



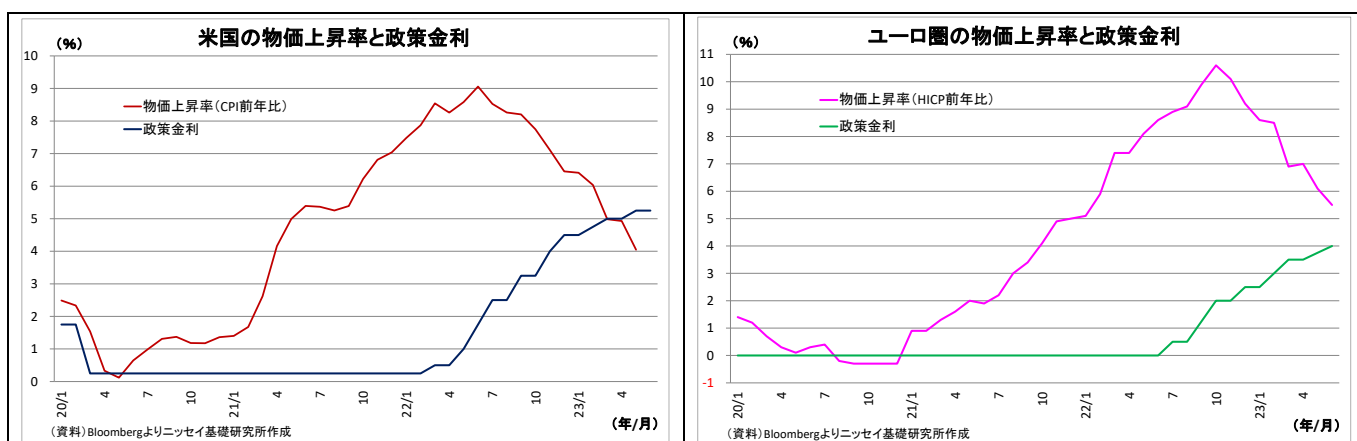
するエコノミック・サプライズ指数¹は足元で大幅なマイナスに転じている。

こうした状況を受けて、市場では中国経済の先行きに対する懸念が台頭しており、需要回復への懸念を通じて原油相場の重荷になっている。

2) 利上げ長期化に伴う欧米経済の減速懸念（需要面）

また、欧米経済の減速懸念も原油相場の逆風になっている。ちなみに、既述の中国と欧米で世界の原油需要のうち約半分を占める²。

欧米ともに既往の原油価格下落の影響もあって物価上昇率は昨年以降ピークアウトしているものの、雇用情勢の逼迫などから未だ物価目標である 2%を大きく上回っており、FRB や ECB はインフレへの警戒感を緩めていない。各中銀が引き続き利上げを続ける方針を示唆していることで、利上げの長期化が景気の減速を招き、原油需要を圧迫しかねないとの見方が原油価格の重荷になっている。

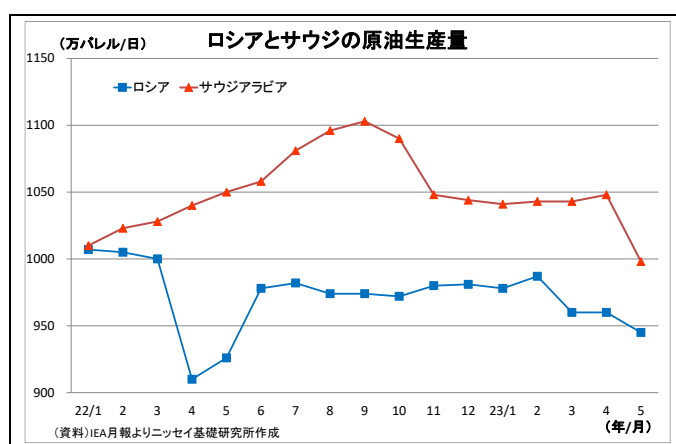


3) ロシアの生産量高止まり（供給面）

次に供給サイドでは、ロシアの原油供給が想定していたほど減少せず、高止まりしていることが価格抑制に働いている。

G7 や EU などが昨年末以降、ロシア産原油（12月～）と石油製品（2月～）の輸出価格に上限を導入するなど制裁を強化したことを受けて、同国の輸出はかなり減少するとの見方が主流であった³。

しかしながら、ロシアは欧州向けに輸出していた分を円滑に中国・インド向けへとシフトさせ、原油生産量の落ち込みを限定的なものに留めている⁴。そして、このことが世界の原油需給のタイト化を阻む一因になっている。



¹ 経済指標の結果と市場の予想値との乖離を指数化した指標であり、結果が予想を下回れば低下する。

² EIA（米エネルギー情報局）の 2022 年に関するデータに基づいて計算。欧州は OECD 加盟国分のみ。

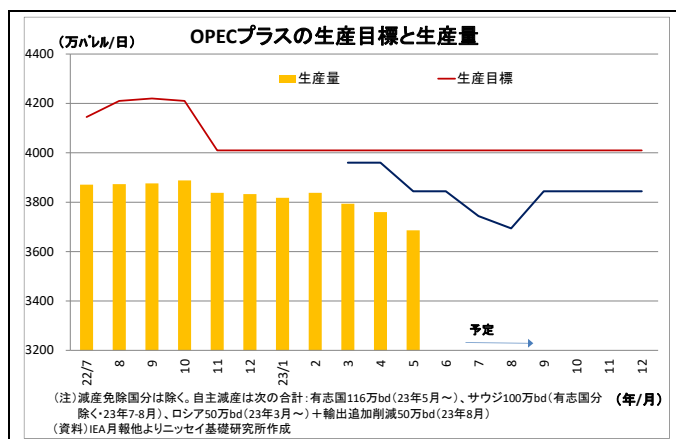
³ 例えば、IEA（国際エネルギー機関）は 1 月に公表した月報に置いて、「3 月末までにロシアの供給がウクライナ侵攻前比で日量約 160 万バレル減少する」と予想していた。

⁴ ロシアの 5 月原油生産量は、ウクライナ侵攻前比で見ても、年初比で見ても、日量数十万バレルの減少に留まっているとみられる。

4) OPEC プラスの足並みの乱れ（供給面）

一方、原油価格の低迷を受けて、既述の通り、サウジアラビアやロシアなど主要生産国の生産調整枠組みである OPEC プラスは減産を強化してきた⁵が、今のところ価格押し上げ効果は極めて限定的だ。

その理由は二つ考えられる。まずは需要の先行き懸念が根強いことだ。需要が力強さに欠ける状況では、仮に減産によって需給が一旦タイト化して原油価格が上昇したとしても、価格上昇に需要が耐えられなくなって再び需給が緩和するため、価格の上昇が持続しない。



さらに、最近では OPEC プラスの足並みの乱れも目立つようになってきた。今年に入って表明された減産は全て一部加盟国による自主的な減産との位置付けであり、昨年まで実施されてきたような加盟国一律のものではない。特に価格の押し上げを目指していると目されるサウジが率先して減産を引き受ける形になっている。

また、6月の OPEC プラス会合の直前には、サウジのアブドルアジズ・エネルギー相が投機筋を強くけん制し、追加減産の可能性を匂わす一方で、ロシアでエネルギー政策を担当するノバク副首相は会合での減産決定に否定的な発言を行うなど OPEC プラスを主導する両国の方針にズレが生じていた。ロシアは G7 などから輸出価格に上限を設定されているため、自国が大幅な減産を求められる事態を回避したいと考えていた可能性がある。

そうしたロシアも2月、そして今月にサウジほどではないにせよ減産や輸出削減を表明している。今月の輸出削減はサウジが自主減産の延長を表明した直後に公表されており、サウジとの協調姿勢を演出する狙いも垣間見える。ただし、ウクライナ侵攻後のロシアの生産・輸出動向は不透明であり、報道機関等が集計・公表しているタンカー追跡データとの食い違いも目立つことから、減産の実効性は不透明感が強い。

OPEC プラスの足並みが揃わないのであれば、追加的な協調減産は難しくなる。かといって、サウジが自主減産という形で減産を単独で引き受けるにも限界がある。このような思惑から、市場における OPEC プラスによる減産への警戒感が緩和されている可能性がある。

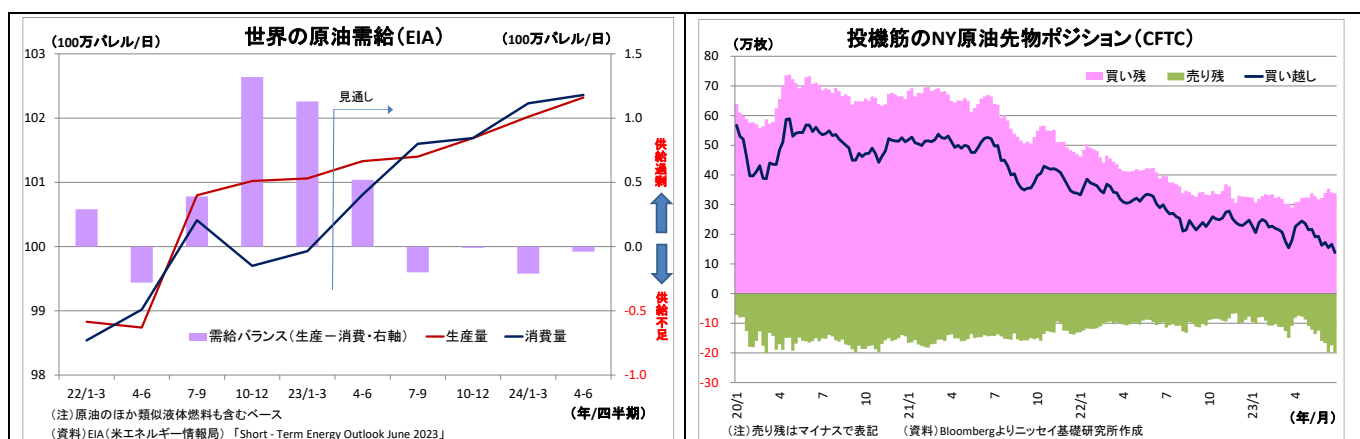
(投機筋は悲観に大きく傾く)

IEA や EIA といった国際的に有力なエネルギー調査機関は、世界的な原油需給がタイト化し、今年後半には供給不足に陥るとの見方を依然として維持しているが、投機筋は悲観的な見方に大きく傾いている。

CFTC (米商品先物取引委員会) が公表している原油先物の建玉報告によれば、投機筋の買い越しは直近で 13.8 万枚と、2012 年 7 月以来の低水準に留まっている。今年に入ってから、買い残はほぼ横ばい圏で推移しているが、売り残が増加してきたためだ。今後、欧米中などの需要が減少する

⁵ 具体的には、①2月にロシアが3月からの自主減産(日量50万バレル)を表明、②4月にサウジやイラク、UAEなど OPEC プラスの有志国が5月からの自主減産(日量116万バレル)を表明、③6月の OPEC プラス会合において、ロシアと有志国による自主減産の期限が延長(23年末→24年末)されたうえ、サウジが7月からの追加的な自主減産(日量100万バレル)を表明、④今月3日にサウジが7月に開始した自主減産を8月も継続する旨を表明、ロシアも8月の輸出を削減(日量50万バレル)する旨を公表。

一方で、主要産油国の生産調整が追い付かず、原油の国際需給が緩和する可能性が織り込まれているものと推測される。



（今後の焦点と原油価格の見通し）

最後に、上記論点を踏まえたうえで今後の原油価格の見通しを考えると、大きなカギとなるのは需要サイドであり、とりわけ世界の需要を左右する中国ならびに欧米の景気動向と考えられる。

筆者の中心的な見通しとしては、中国経済は様々な課題を抱えつつも回復に向かうと見込んでいる。同国では経済活動再開の流れが途絶えているわけではなく、また、今後「5%」とする成長率目標の達成が危ぶまれる状況になれば、経済対策による景気へのテコ入れも期待される。また、欧米については、既往の利上げ効果などを受けて物価上昇率が引き続き緩やかながら低下を辿り、遠からず利上げが打ち止めとなる⁶ことで大幅な景気後退は避けられると見ている。OPEC プラスによる大規模な追加減産は想定していないが、価格上昇に向けた抑制的な生産姿勢が続くだろう。

この結果、年後半には次第に原油需給のタイト化が確認されるようになる可能性が高い。投機筋は足元で悲観に振れすぎていると見ているため、その修正を余儀なくされることも原油価格の持ち直しに働くと想定している。具体的な水準（WTI ベース）としては、夏の間は1バレル70-75ドルを中心に推移した後、秋から上昇基調となり、年末には80ドルをやや上回る水準で着地すると見込んでいる。

2. 日銀金融政策(6月)

（日銀）現状維持

日銀は6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（イールドカーブコントロール、以下 YCC）、資産買入れ方針ともに変更なしであった（全員一致での決定）。また、景気判断は概ね前回同様であり、フォワードガイダンスにも変更はなかった。

会合後の総裁会見において、植田総裁は足元で物価上昇率が2%を超えていても緩和を続ける理

⁶ 政策金利の見通しについては最終ページの表に記載。

由について、「足元のはっきりみえている 2%がそのまま政策を決めるのではなくて、政策の効果に時間的なラグがあるということから、少し先行きの、かなり先行きのインフレ率がどうなるかとか、基調的なインフレ率がどうなるかということが重要になる」との認識を示したうえで、「基調的なインフレ率が、現状では、足元みえている、例えば 3.5%というインフレ率とかなりずれているために説明が難しくなっている」という問題意識にも言及した。

また、総裁は賃金の先行きについて、「労働需給の引き締めや物価上昇を反映するかたちで、基調的に高まっていく」としつつ、「ただし、来年以降の賃上げの持続性など、先行きについての不確実性はやはりきわめて高い」との認識を示した。物価の先行きに関しても、「コストプッシュの影響は徐々に減衰していき、今年度半ばにかけて物価上昇率のプラス幅は縮小していく」としながらも、「企業の価格設定や賃金引き上げの影響を含め、不確実性がやはりきわめて高い」と先行きにかけての不確実性の高さを強調した。

加えて、企業による「賃金・物価の設定行動にある程度の変化がみられつつある」と前向きに評価する一方で、「ただ、これはどの程度持続するのかというようなことについては、非常に不確実性が高い」とし、「データや情報の更なる収集に加えて、私どもの中でも少し分析を深めて、長期的なもう少し続く動きなのかどうかということに関する認識を深めていきたい」と注視していく姿勢を示した。

金融政策の正常化に着手する条件となっている「2%の持続的・安定的な達成が見通せる状況」については、「中心値の見通し確率が一番高いような見通しの確率が非常に高ければ、その見通しが、2%に到達して、その後もまだ 2%で行きそうだというのが分かれば持続的・安定的に達成されたということ」と説明する一方、「仮にそれが 2.2%であっても、その 2.2%の見通しに付随する確率のようなものがかなり低くて、もっと他の見通し、特に下側の見通しもかなりの確度で出てくる可能性があるというようなときには、2.2%の中心見通しだけで政策が決まるというわけではない」、「見通しの中心値だけでなく、その不確実性とか、どれくらいその中心見通しに確信を持っているか、そういうことを含めてという話」と不確実性・確率の重要性を強調した。

ちなみに、2%の物価目標が安定的・持続的に達成される際の賃金上昇率については、「インフレ率 2%ですから、それプラス生産性上昇率分くらいは上がらないといけない」との認識を示したが、生産性上昇率に関しては「毎年すごい変動する可能性もありますので、前もって何%ということはない」と、具体的な言及を避けた。

大きな注目点となっている YCC の修正に関しては、直近のサーベイ結果などを例に挙げつつ「足元 YCC にまつわる副作用は、やや落ち着いている」と前向きに評価。一方で、「国内でのインフレ期待上昇あるいは海外金利の上昇等が大きくありますと、また副作用が目立ってくるという可能性は当然否定できない」と付け加えた。修正については、「その時点での YCC を続けるということの効果はどれくらいで、まさにそのときの副作用がどれくらいか、これを比較しつつどうするかを決める」と説明した。

その件に関するコミュニケーション（市場との対話）については、物価・経済の見通しや市場機能についての認識を丁寧に説明していくとしたうえで、「様々な新しいデータや情報が入ってきますので、(中略) ある程度のサプライズが発生するというのも、(中略) やむを得ない」と述べた。

なお、俄かに進む円安については、「プラスの影響を受けるセクター、それからマイナスの影響を受けるセクター、様々でございますし、どういう時期の円安かによっても違ってくるとは思いますが、いずれにせよファンダメンタルズに沿って、為替レートが安定的に動いていくということが重要」と原則論を述べるに留め、けん制する姿勢は見せなかった。

そして、6月26日に公表された同会合における「主な意見」では、YCCの修正に関して、日銀内での意見の隔たりが鮮明になっていることが明らかになった。

具体的には、「イールドカーブの歪みの解消が進んだほか、市場機能に改善もみられており、YCCの運用を見直す必要はない」、「市場の機能度をみると、国内の社債市場については、改善傾向にある」と修正に否定的な意見がみられる一方で、「債券市場の機能度は、一頃に比べれば改善したが、水準としては依然低い状態にある」、「将来の出口局面における急激な金利変動の回避、市場機能の改善、市場との対話の円滑化といった点を勘案すると、コストが大きい。早い段階で、その扱いの見直しを検討すべき」と修正に前向きな意見も見られた。

（今後の予想）

今後の金融政策の見通しについては、植田日銀は引き続き緩和的なスタンスを維持しながら、時間をかけて慎重に見極めつつ正常化を模索する可能性が高いと見ている。一方、副作用については、特に懸念が指摘されているYCCの修正は遠からず実施されると予想している。3月中旬以降、金利上昇圧力が一服してイールドカーブ（YC）の歪みは解消しているものの、①今後もYCの歪みが再発するリスクが残り、その際には同時に日銀の国債買入れが急増しかねないこと、②流動性の低下といった債券市場の機能度低迷はYCCという形で日銀が強力に介入する限り続くこと、③長期金利の動きを強力に抑えるYCCの仕組みが日米金利差の動きを増幅し、為替の変動を大きくしている面も否めないことから、より無理のない形へと修正するだろう。

ただし、修正の時期は目先ではなく、10月末の決定会合と見込んでいる。従来は展望レポートでの物価見通し引き上げが予想される7月末の決定会合と予想していたが、総裁発言や決定会合の議事要旨、「主な意見」などからは修正に対する切迫感の広がりを感じられない。YCの歪みが解消されていることで、現状維持のまま動向を見定める時間的猶予が生まれたと考えられる。ただし、来年前半にも予想されるFRBによる利下げ局面が始まると、その逆の動きとなるYCCの修正は想定以上の円高圧力や市場の混乱を招きかねず、実施することのリスクが高まるため、猶予がいつまでもあるわけでもないだろう。

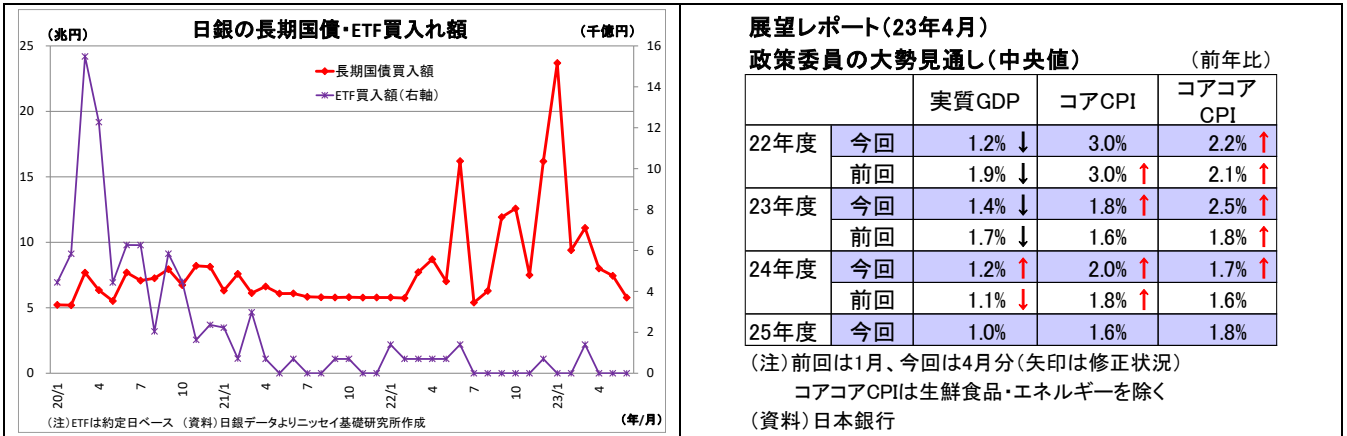
従って、今春闘での賃上げ動向や物価上昇率の予想比上振れを確認したうえで、次々回展望レポート公表のタイミングとなる10月末の決定会合でYCC修正に踏み切るとの見通しに変更した。

具体的な修正方法は、従来同様、「長期金利操作目標の対象年限短期化（10年国債利回り→5年国債利回り）」と予想。YCの歪み防止とそれに伴う市場機能低下の是正を図るとともに、景気への影響が大きい短・中期金利の抑制を続けることで緩和効果の持続を狙うと見ている。

一方、植田総裁はこれまでの会見でYCCの枠組み自体について前向きな評価をしているうえ、市場や景気への配慮もあり、いきなり長期金利操作目標の撤廃に踏み切るとは避けると見ている。

なお、マイナス金利政策の解除や長期金利操作目標の撤廃には年単位の時間がかかると見ている。

どちらも金融政策正常化の色彩が強く、景気への影響が大きい短・中期金利を押し上げかねない措置であるため、日銀が賃金上昇を伴った物価上昇の持続性に確信が持てるまでは存置するだろう。また、既述の通り、来年前半からは米利下げが開始され、しばらく日銀が金融引き締め方向での政策変更を行うハードルが高まると想定されることもその理由となる。

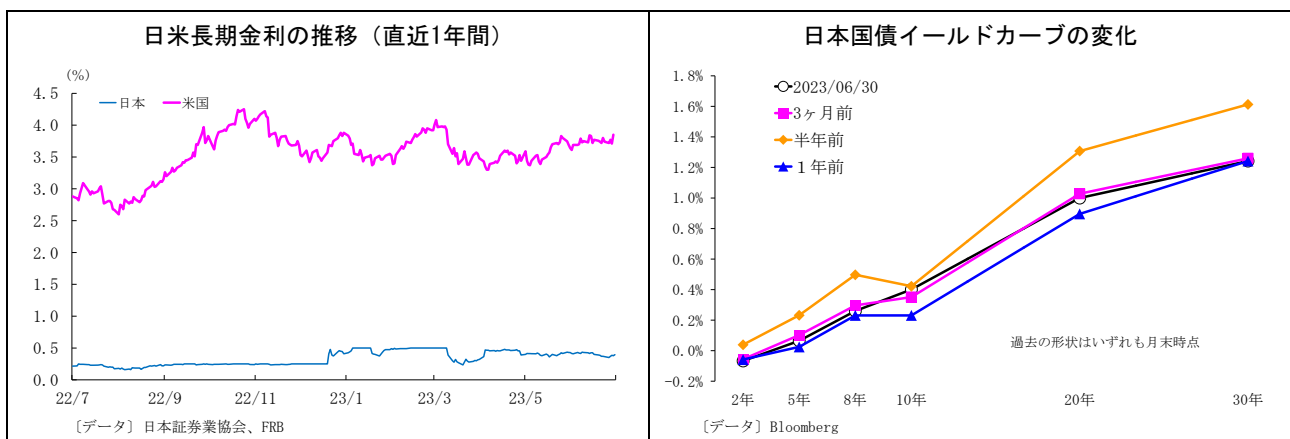


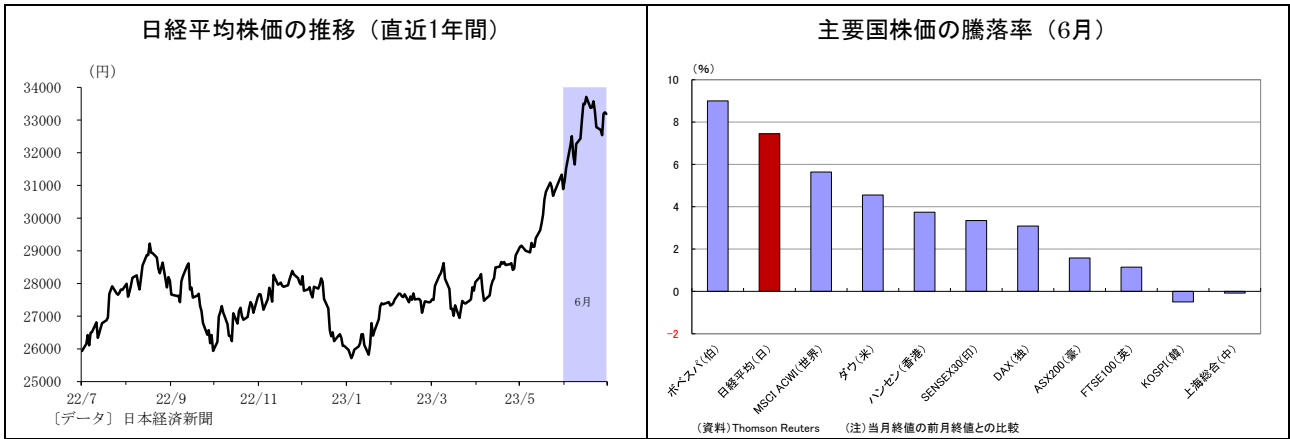
3. 金融市場(6月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

6月の動き (↓) 月初0.4%台前半でスタートし、月末は0.4%付近に。

月の前半は米国の利上げを巡る観測が交錯するなかで0.4%台前半での一進一退の展開が継続。その後、日銀が決定会合において現行の大規模緩和の継続を決定したうで、植田総裁が緩和の継続姿勢を示したことで早期の緩和修正観測が後退し、19日には0.4%の節目を割り込んだ。さらに欧米の経済指標悪化に伴う米金利低下を受けて、26日には0.3%台半ばまで低下した。月の終盤には低調な国債入札結果や米指標改善に伴う利上げ長期化観測の高まりを受けて持ち直し、月末は0.4%付近で終了した。

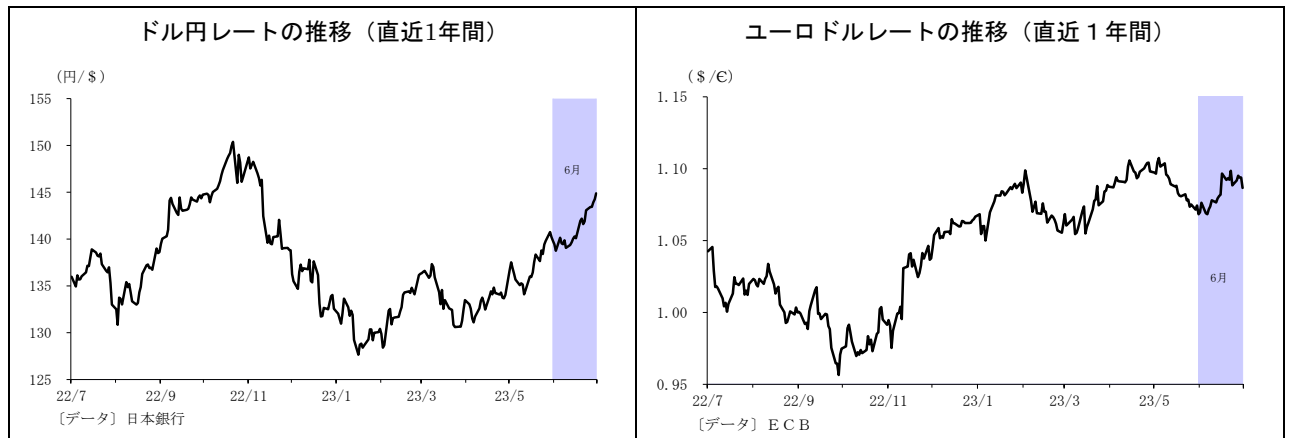




(ドル円レート)

6月の動き (ア) 月初 139 円台半ばでスタートし、月末は 144 円台後半に。

月初、米雇用統計での大幅な雇用増加を受けて、5 日に 140 円台に乗せたが、翌 6 日には米経済指標の悪化を受けて再び 140 円を割り込み、しばらく 139 円台での推移が継続した。月の半ばには FOMC において追加で年内 2 回の利上げ方針が示唆されたうえ、日銀が大規模緩和を維持したことで日米金融政策の差が鮮明化し、円安が進行。19 日には 142 円に迫った。月の終盤も、FRB 高官による利上げ継続に前向きな発言や米国の相次ぐ経済指標改善を受けて円安が進み、月末には一時 145 円台に乗せた。一方、この間、日本の通貨当局者から円安けん制発言（口先介入）が相次ぎ、為替介入への警戒感が円の下値を支えた。



(ユーロドルレート)

6月の動き (ア) 月初 1.07 ドル付近でスタートし、月末は 1.08 ドル台後半に。

月の上旬は、FRB ならびに ECB による利上げへの思惑が交錯し、1.06~1.07 ドル台での一進一退の展開に。月の半ばには ECB 理事会での利上げ決定とタカ派的な情報発信、リスク選好的なユーロ買いを受けて上昇し、16 日には 1.09 ドル台後半に到達した。下旬には再び欧米の利上げを巡る思惑が交錯する形で 1.08 ドル台後半~1.09 ドル台での方向感のない展開となったが、月末は米国の経済指標改善を受けてユーロが弱含み、1.08 ドル台後半で終了した。

金利・為替予測表(2023年7月7日現在)

		2023年			2024年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6
アメリカ	FFレート (期末)	5.25	5.50	5.50	5.25	4.75	4.50
	10年金利 (平均)	3.6	3.8	3.7	3.5	3.2	3.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.00	4.25	4.25	4.25	3.75	3.25
	10年金利 (独、平均)	2.4	2.5	2.5	2.5	2.2	2.0

ドル円	(平均)	137	142	138	134	132	130
ユーロドル	(平均)	1.09	1.10	1.11	1.12	1.12	1.12
ユーロ円	(平均)	150	156	153	150	148	146

(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。