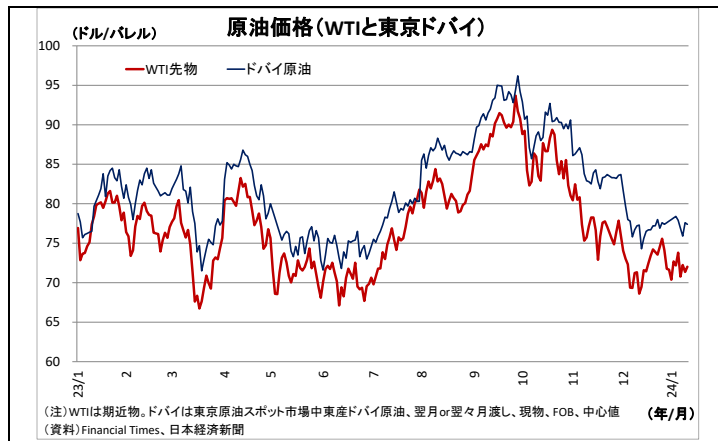


Weekly
エコノミスト・
レター2024年の原油相場を展望する
～注目ポイントの整理と見通し経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 今年の原油相場を見通すうえで、主な注目ポイントとしては、「世界経済の動向と米利下げ」、「米国の生産動向」、「OPEC プラスの減産」、「中東の地政学リスク」、「米大統領選挙の結果」が挙げられる。
2. 原油価格の中心的な見通しとしては、まず、足元から春にかけては価格低迷が予想される。不動産問題などを抱える中国経済の急回復は見込みづらいうえ、米国経済も既往の利上げなどの影響から一旦減速に向かうとみられ、原油需要の鈍化懸念が価格の下押し圧力になるためだ。一方で、自主減産とはいえ、1月からOPECプラスの減産が拡大されること、中東地政学リスクへの警戒が続くことなどが原油価格の下支えとなる。春までの予想レンジは、WTI先物ベースで60ドル前後～80ドル前後と予想している。
3. 一方、春から年末にかけては、原油価格の緩やかな持ち直しを予想している。米国でドライブシーズンを迎えるほか、FRBが段階的な利下げを開始し、米景気が持ち直すことが見込まれるためだ。利下げに伴うドル安も持ち直しをサポートする。結束に不安を抱えるOPECプラスによる大規模な追加協調減産は想定しづらいが、サウジが率先して減産に取り組むことで、減産は継続されると予想している。ただし、中国経済の回復のもたつきや米国などの増産継続が上値を抑制すると見込んでいる。春から年末にかけての予想レンジは70ドル弱～85ドル強と予想している。
4. 以上が中心的な見通しとなるが、不確実性が高い点は否めない。主な下振れリスクは米国経済の失速とOPECプラスの枠組み崩壊だ。逆に主な上振れリスクとしては、中東の地政学リスクが挙げられる。仮に紛争の拡大によって原油供給が多大な悪影響を受ける事態に陥れば、原油価格が100ドルに到達する可能性さえ排除できない。



1. トピック：2024年の原油相場を展望する

(2023年の振り返り…方向感を欠く展開に)

昨年2023年の原油相場は方向感を欠く展開となり、年間を通じて見ると、ほぼ横ばいとなった。

年初にはゼロコロナ政策を撤廃した中国の景気回復期待が押し上げ材料となったものの、米金融システム不安や債務上限問題が重石となり、一進一退に。その後、春以降には中国の景気回復期待が剥落するとともに欧米の利上げ長期化に伴う景気後退懸念もあり、たびたび1バレル70ドル（WTI先物・期近物）の節目を割り込んだ。

夏場以降には、サウジやロシアなどの自主減産延長が需給の引き締め感に繋がったうえ、ハマスによるイスラエル攻撃を発端とする中東の地政学リスクの高まりを受けて急騰し、一時90ドルを突破した。しかしながら、秋以降は中東地政学リスクへの過度の警戒感が後退、世界経済の減速懸念も強まったうえ、11月のOPECプラス会合が難航し、追加自主減産の決定に留まった（すなわち、協調減産の合意が出来なかった）ことが力不足と受け止められ、原油価格の下押し材料になった。

なお、一昨年末からG7等による対ロシア制裁が段階的に強化されたものの、ロシアが輸出先を欧州から中国・インド等へとスムーズにシフトさせた結果、同国の生産が大きく減少しなかったことも、年間を通じて原油価格の上昇を阻んだ。

足元では、イエメンのフーシによる商船攻撃やそれに対する英米の反撃、イランによるタンカー拿捕などを受け、中東地政学リスクへの警戒がやや高まっているが、世界経済の減速懸念が引き続き原油価格の重石となり、WTI先物は昨年末と大差ない水準（73ドル台）に留まっている。今年の原油相場がどうなるのか、主なポイントを整理したうえで、先行きを展望したい。

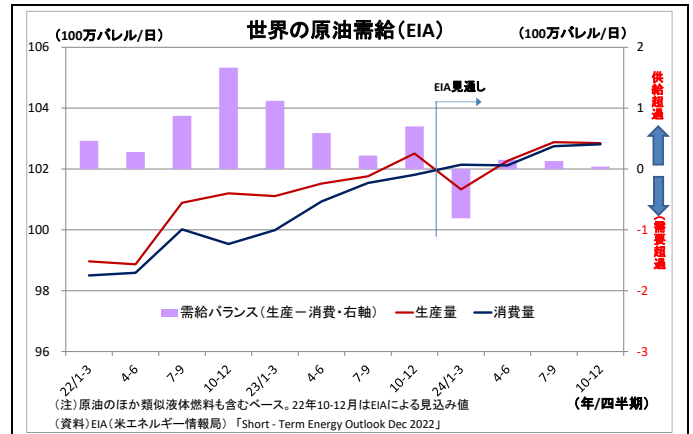
(2024年の注目ポイント…多くの材料がひしめく)

<注目材料①：(需要面) 世界経済の動向と米利下げ>

まず、最初に注目されるのは、世界的な需要動向を左右する世界経済の動向だ。言うまでもないが、世界経済が順調に回復すれば、需要増加を通じて原油価格の押し上げに繋がる一方、減速・低迷すれば、昨年のおお半の期間のように押し下げ圧力になる。とりわけ重要な国としては、世界最大の原油消費国である米国¹と、第2位の消費国で原油需要の牽引役となってきた中国が挙げられる。

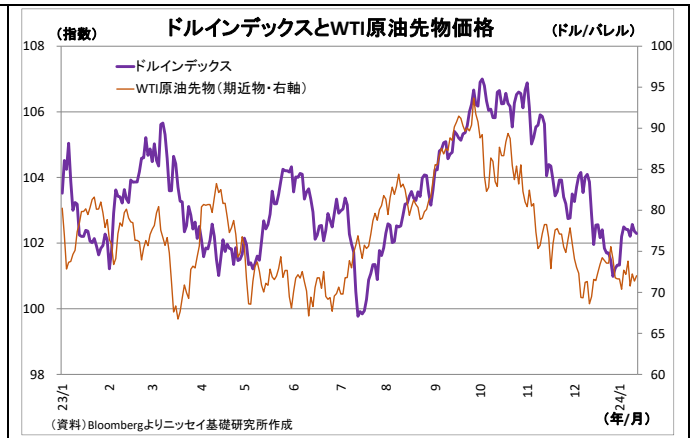
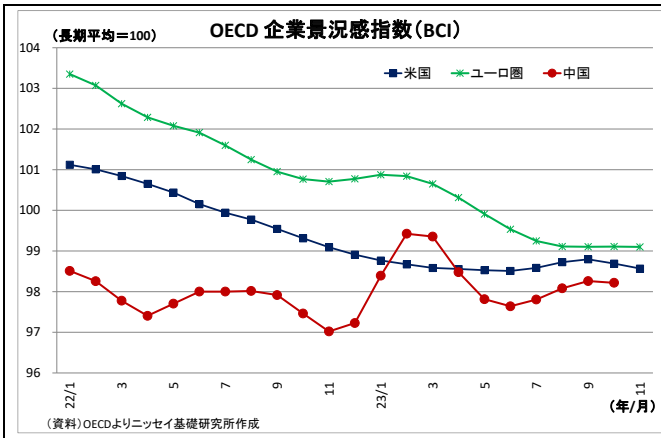
ちなみに、世界経済の先行き不透明感が強いことから、今年の原油需要の伸びについての代表的な機関の見方は大きく割れている。直近12月の月報において、OPECが日量225万バレル（2023年は246万バレル）と堅調な伸びを見込んでいるのに対し、IEAは日量106万バレル（23年は230万バレル）と大きく鈍化すると見通しを示している。

また、需要を巡っては、米国の利下げも一つのカギとなる。段階的な利下げによって米国の景気



¹ OPEC月報ベースでは、世界の総需要のうち米国が20%、中国が16%を占める

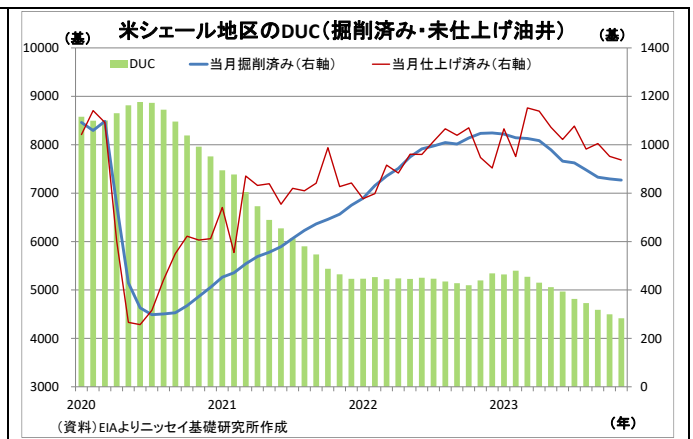
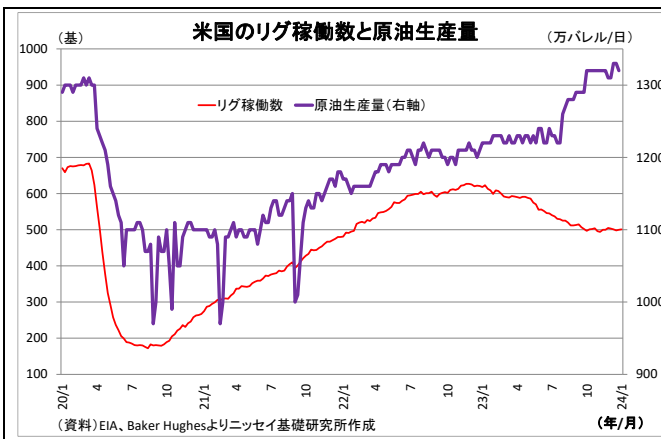
が回復に向かえば、需要増加を通じて原油価格の追い風になると考えられる。さらに、利下げによってドルが下落すれば、ドル建て表記である原油価格の（ドルを自国通貨としない国から見た）割安感が高まることを通じて原油価格の押し上げ材料になる。



<注目材料②：(供給面) 米国の生産動向>

供給（生産）サイドで注目される点としては、まず米国の生産動向が挙げられる。

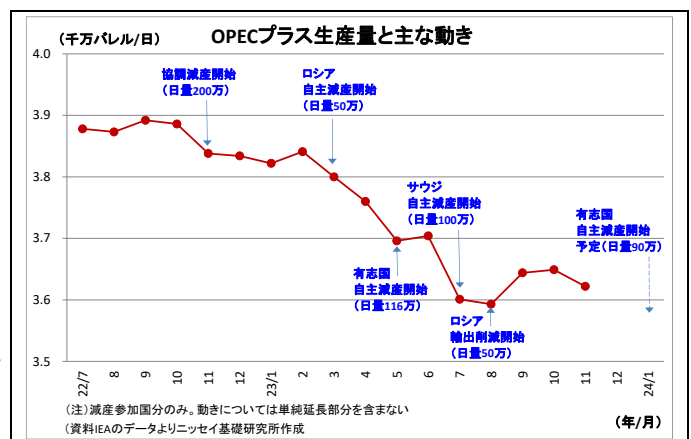
米国では、昨年、原油生産量が日量約 100 万バレルも増加し、生産量は過去最高を更新した。掘削活動の活発さを示すリグ（油井掘削装置）の稼働数は減少したものの、生産性向上や DUC（掘削済みで見仕上げの油井・言わば油井の在庫）の稼働により、生産量を増加させたとみられる。米国の増産は昨年の市場において原油価格の抑制材料となっただけに、今後の増産ペースが注目される。



<注目材料③：(供給面) OPEC プラスの減産>

また、供給サイドでは、OPEC とロシアなどの主要産油国から成る OPEC プラスによる減産の動向も注目される。

原油価格の下落を受けて、OPEC プラスは一昨年（22 年）秋以降、段階的に減産を強化してきたが、昨年以降の追加減産は減産枠組みに参加する全加盟国による協調減産ではなく、サウジやロシア、その他有志国による「自主減産」という形に留ま



ってきた。減産が長期化する中で各国の方針に乖離が生まれ、合意形成が難しくなったことが要因とみられる。

実際、それを如実に示したのは、昨年 11 月の OPEC プラス会合だ。当初同月 26 日に開催予定だったものが突如 30 日に延期されたうえ、30 日に決定された内容も「24 年 1 月からの有志国による追加自主減産（実質日量 90 万バレル）」に留まった。この間の経緯は公表されていないが、各種報道によれば、原油価格の底上げを志向するサウジが協調減産の深掘りを主張したが、増産を望むアンゴラとナイジェリアなどが強硬に反対して議論が難航²、最終的に自主的な追加減産という形にせざるを得なかったようだ。さらに、その翌月 21 日には OPEC プラスへの反発を強めたアンゴラが「自国の利益を守るため」³として OPEC プラスの枠組みからの脱退を表明し、OPEC プラスの結束の緩みがさらに表面化した。

アンゴラの脱退を経て、OPEC プラスの実質的リーダーであるサウジの舵取りは一層難しくなったと考えられる。他国に協調減産を強く求めると、反発を受けて脱退を招き、結果的に OPEC プラスとしての影響力が減退してしまうリスクを目の当たりにするはめになったためだ。また、既に決定している自主減産も各国の「自主的な減産」であるだけに、どこまで順守されるのかについて不透明感が残る。

これまで、OPEC プラスによる減産は原油価格の支えとなってきただけに、今後も結束して十分な減産を続けていけるのかが注目される。

<注目材料④：(供給面) 中東の地政学リスク>

さらに、供給サイドでは、既述の通り、昨年秋以降、ハマスによるイスラエル攻撃を発端とする中東地政学リスクの存在感が高まっている。その際にカギとなるのが紛争の結果、「実際に中東の原油供給に支障が出るのか」という点だ。ハマスとイスラエル軍による武力衝突については、当初は紛争拡大への懸念から原油価格の上昇に繋がったものの、その後、原油供給へ波及するリスクは限定的との見方が強まり、上昇圧力が減退した。

しかしながら、12 月以降は周辺国への緊迫した事態の広がりが目立ってきている。イエメンの武装勢力フーシが、共にイランを後ろ盾とするハマスを支援する目的で、原油輸送の大動脈の一つであるスエズ運河への経路にあたる紅海で商船への攻撃を連発するようになった。これを受けて、12 月半ばには一部の海運会社がより輸送時間やコストがかかる喜望峰経由へと輸送ルートを変更したことで、原油供給への悪影響が懸念されるようになった。さらに本日には、フーシによる攻撃への対応として、米英軍がフーシの拠点を攻撃し、事態が緊迫化している。

フーシは過去に幾度もサウジへのミサイル・ドローン攻撃を実施し、19 年に同国の大規模石油施設を攻撃した際には、供給が一時停止したことで原油価格が急騰した。また、2022 年には UAE にも攻撃を実施しているだけに、今回、もし事態がエスカレートしてフーシが（米国の同盟国である）サウジなど周辺産油国への攻撃を開始すれば、原油価格が急騰するリスクがある。

また、イラン情勢にも注意が必要だ。同国はハマスの後ろ盾として支援を行ってきたとされるが、

² なお、前回 6 月の OPEC プラス会合において、2024 年から生産枠を各国の実情に見合った生産能力に合わせることを目的に 24 年からの生産枠変更で合意していた。アンゴラやナイジェリアなどは生産枠が引き下げられたものの、独立機関による評価の結果次第では引き上げ可という条件付きで合意していたが、評価の結果、満足のいく枠の拡大が認められなかったうえ、さらなる協調減産を求められた模様。

³ 2023.12.22 付けロイター報道

これまでのところ、ハマスとイスラエル間の紛争に積極的・直接的に関与する姿勢は見受けられない。イスラエル紛争に介入し、米国などと対峙することのリスク・コストを考慮したものと推測される。ただし、今後ハマスがますます劣勢に向かう可能性が高くなかで、このままイランが座視を続けると決め打ちすることはできない。実際、昨日にはイランがホルムズ海峡の近くで米国の原油タンカーを拿捕したと報じられており、両国間の緊張が高まる恐れがある。

仮にイランと米国が衝突し、世界の原油輸送の大動脈であるホルムズ海峡の通行に支障が出ることになれば、原油価格へのインパクトは大きいだろう。そこまでいかなくても、近年、米国の禁輸制裁下にもかかわらず、原油輸出量を増加させているイランに対して、米国が制裁の実効性を強力に高める措置を取れば、イランの原油輸出減少を通じて原油価格の押し上げ圧力になり得る。

<注目材料⑤：(需給両面) 米大統領選挙の結果>

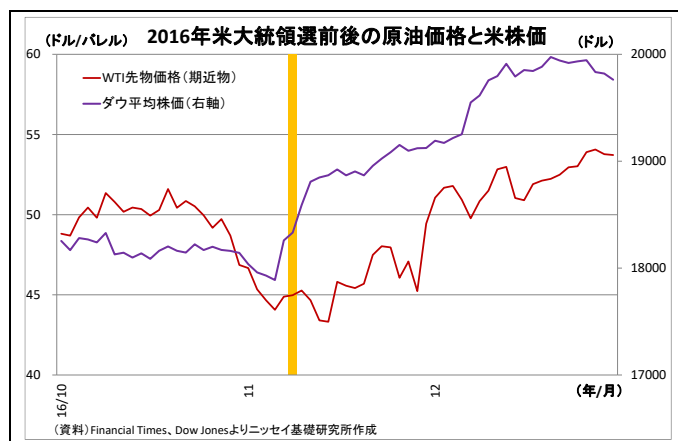
そして、最後の注目ポイントは今年11月に行われる米大統領選挙となる。今回の選挙では現職のバイデン大統領とトランプ前大統領が対決する可能性が高まっている。

ここでバイデン大統領が再選を決める場合には、政策の継続性が保持されるため、原油価格への影響は限定的に留まるはずだ。

しかしながら、トランプ前大統領が勝利した場合の市場への影響は複雑になる。同氏の主張には原油価格にとっての強弱材料が入り混じっているためだ。

同氏が米国内での原油増産に前向きであること、OPECの減産に極めて否定的で、大統領時代には強く増産を促してきたことは原油価格の押し下げ材料になり得る。一方で、再生可能エネルギーの普及に後ろ向きである点は原油需要の存続に繋がる点で押し上げ材料と言える。また、同氏の減税などの財政政策が景気回復期待に繋がれば、原油価格にとっても追い風になる。

なお、16年11月に同氏が勝利した後の原油相場を振り返ると上昇基調が確認できるが、この時期はOPECによる減産観測と合意(11月末)が押し上げの主因になっていただけに、大統領選の影響は読み取りづらい。

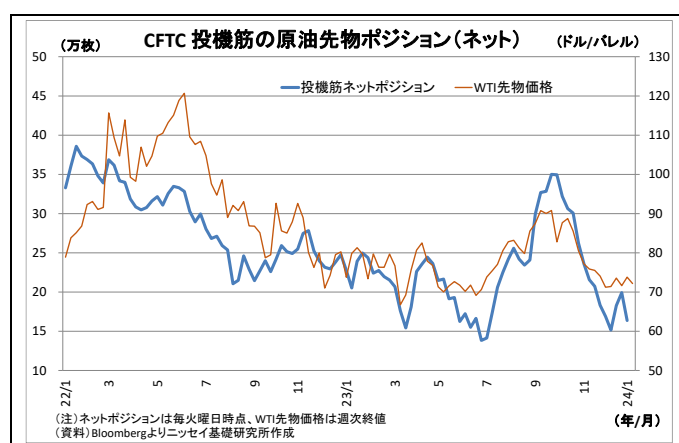


(中心的なシナリオとリスク評価)

以上、今年の注目ポイントを取り上げてきたが、最後に主な材料と原油価格の行方について、中心的な見通しを考える。

まず、足元から春(4月頃)にかけては原油価格の低迷が予想される。不動産問題や地方政府の債務問題を抱える中国経済の急回復は見込みづらいうえ、米国経済も既往の利上げなどの影響から一旦減速に向かうとみられ、原油需要の鈍化懸念が価格の下押し圧力になるためだ。

一方で、自主減産とはいえ、1月からOPEC



プラスの減産が拡大されること、中東地政学リスクへの警戒が続くことが原油価格の下支えとなる。また、昨年秋以降の原油価格下落は投機筋による買いポジションの解消が主導したとみられるが、既に買いポジション（ネット）は大きく縮小済みで、追加的な売り圧力が出にくいとみられることも原油価格の支えとなる。

このため、春までの予想レンジとしては、WTI 先物（期近物）ベースで 60 ドル前後～80 ドル前後と予想している。

春から年末にかけては、原油価格の緩やかな持ち直しを予想している。米国で需要期であるドライブシーズンを迎えるという季節的な要因のほか、年の半ばに FRB が段階的な利下げを開始し、米国の景気が持ち直すことが見込まれるためだ。利下げに伴うドル安も持ち直しをサポートする。結束に不安を抱える OPEC プラスによる大規模な追加協調減産は想定しづらいが、原油価格の底上げを志向するサウジが率先して減産に取り組むことで、減産は継続されると予想している。ただし、中国経済の回復のもたつきや米国などの増産継続が上値を抑制すると見込んでいる

従って、春から年末にかけての予想レンジはやや切り上がり、WTI 先物（期近物）ベースで 70 ドル弱～85 ドル強と予想している。

以上が中心的な見通しとなるが、不確実性が高い点は否めない。主な下振れリスクは米国経済と OPEC プラスの減産だ。上記シナリオでは米国経済のソフトランディングを想定しているが、もしハードランディングに向かうのであれば、原油価格は大きく下落し、持ち直しも見込みづらくなる。また、OPEC プラス内の不協和音が制御不能となり、減産の枠組みが瓦解、各国がシェアの拡大に走った場合も原油価格は急落するだろう。

逆に主な上振れリスクとしては、中東の地政学リスクが挙げられる。上記シナリオでは、紛争の拡大によって原油供給が多大な悪影響を受ける事態までは想定していないが、仮にそうした事態に陥れば、原油価格が 100 ドルに到達する可能性さえ否定できない。

なお、米大統領選でトランプ大統領が勝利した場合の市場の反応は読みにくいものの、原油価格が上方向・下方向ともに大きく動くリスクがあると考えている。

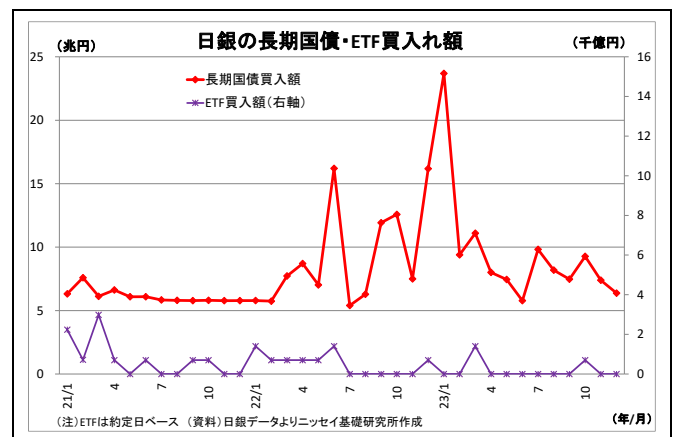
2. 日銀金融政策(12月)

(日銀) 維持

日銀は 12 月 18 日～19 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）。

景気判断も前回と大差なく、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「基調的な物価上昇率が、（中略）物価安定の目標に向け



て徐々に高まっていくという見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まってきているとは思いう」と述べ、サービス価格の上昇を強調しながら物価情勢について前向きな見方を示した。ただし、基本的なスタンスとしては、「先行き、賃金と物価の好循環が強まっていくか、なお見極めていく必要がある」、「物価安定目標を十分な確度を持って見通せる状態にはまだ至っていない」と従来の見方を踏襲し、未だ見極め段階にあるとの認識を示した。

そして、「十分な確度」に高まったかを判断する材料やイベント、とりわけ春闘での回答を待つ必要性については、「どの時点のどのデータ、あるいはどういうイベントをもって十分だ十分でないということを、それだけで決定してしまうということではなくて、(中略)総合判断にならざるを得ない」と明言を避けた。

今後の焦点の一つとなっているマイナス金利政策を巡り、その副作用については、「金融機関収益とか金融仲介にいくばくかのマイナスの影響を持っているということは否めない。ただ、(中略)決定的にまずい事態を起こしているということでもない」との認識を示し、その副作用を甚大・喫緊の課題とは見なしていないことを示唆した。

また、緩和の縮小・正常化段階における市場への影響については、「様々なボラティリティの上昇等がマーケットで起こるということが必ずしも排除できない。そういうことに対する対応余地を残しておくべきかどうか、おくべきと考えたらどのように残しておくかということは中長期的な考慮すべきポイントの一つ」との見解を示した。

これまでの買入れで積み上がっているETFの処分法については「まだ決めかねている」としつつも、「適正な対価で処分するということが、それから日銀の損失、それから市場のかく乱、これを極力避けるという方法を選びたい」との方針を示した。

なお、12月上旬の国会答弁に植田総裁が「年末から来年にかけて一段とチャレンジングになる」と発言し、市場で早期の金融政策正常化観測が高まったことを巡り、発言の趣旨を問われた場面では、総裁は「今後の仕事の取り組み姿勢一般について問われたので、二年目にかかるころなので、一段と気を引き締めてというつもりで発言した」と回答し、マイナス金利解除に向けた意気込みを表明したとの見方を否定した。

その後、12月27日には、12月MPMにおける「主な意見」が公表された。

金融政策に関する政策委員の意見としては、「2%の物価目標の持続的・安定的な実現の確度は更に高まってきており、金融正常化のタイミングは近づいている。拙速はよくないが、「巧遅は拙速に如かず」という言葉もある。物価高が消費の基調を壊し、物価安定目標の実現を損なうリスクを避けるためにも、タイミングを逃さず金融正常化を図るべきである」、「物価が過度に上振れて、急激な金融引き締めが必要となるリスクは小さいが、そのリスクが顕在化した場合のコストは甚大である」、「将来の出口を見据え、イールドカーブ・コントロールやマイナス金利政策について、効果と副作用を見極めたいうえでその在り方を議論する必要がある」などと、早期の正常化に前向きとみられる意見が目立った。

しかし、一方で、「2%目標を実現するためには、名目賃金の上昇モメンタムが一段と強まっていくことが必要である。このため、金融緩和の継続を通じて賃上げのモメンタムを支えることが重要である」、「現在、慌てて利上げしないと、ビハインド・ザ・カーブになってしまう状況にはなく、少なくとも来春の賃金交渉の動向を見てから判断しても遅くはない」、「YCC柔軟化により、イールドカーブが歪む状況が生じにくくなっている。インフレの基調が過度に強まる状況にならない限り、

賃金と物価の好循環を通じた2%目標の実現の見極めは十分な余裕を持って行うことができる」など、慎重に見極めていく必要性を主張する意見も複数見受けられ、政策委員の間でまだかなり温度差が残っている印象を受けた。

(今後の予想)

今後の金融政策について、植田日銀は、全体として、物価目標の持続的・安定的達成への自信を強めつつあり、近い将来における大規模緩和の正常化を指向していることも明白だ。

しかし、将来振り返ってみて「拙速であった」と評価されることを避けるため、また、政策委員会内部の意見集約を図るために、しばらくはデータを見極める時間帯になると見ている。年初の能登半島地震発生を受けて、その影響の見極めにも時間を要する。その後、今年4月に、完全ではないにせよ、春闘での高めの賃上げ実現を確認したうえで正常化へと舵を切ると見ている。

日銀は金融政策正常化の手順を明らかにしていないが、このタイミングで、YCCの解除（現在「ゼロ%程度」としている長期金利操作目標を取り下げ）とともに、マイナス金利政策を撤廃、無担保コールレート誘導目標を0~0.1%で復活すると予想している。

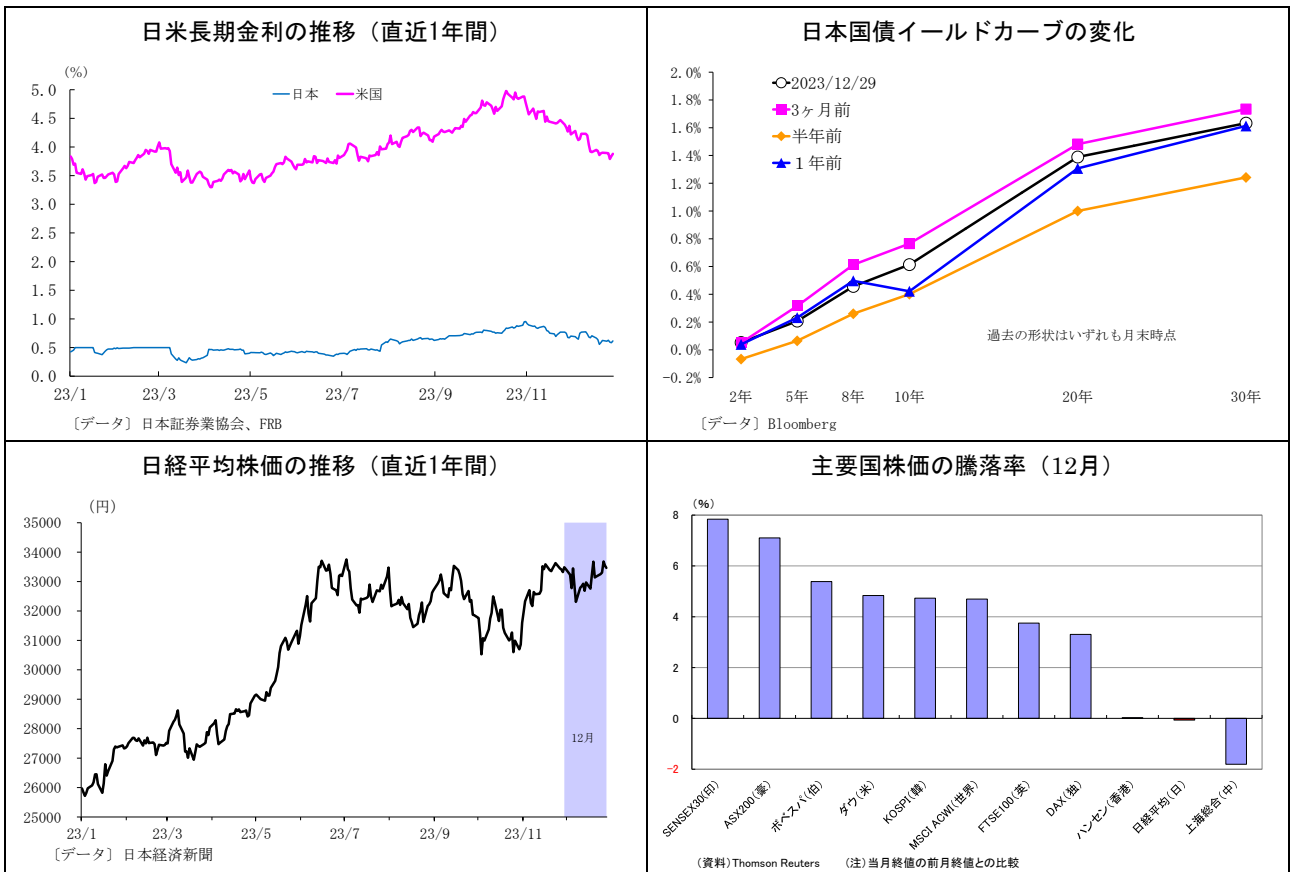
ただし、米経済は今後減速に向かい、4月の段階では十分な持ち直しがまだ確認できていない可能性が高い。また、春闘での賃上げがどれだけ物価に波及していくかについても不透明感が残っているだろう。物価上昇率が先行き2%から下振れするリスクも相応に残る。従って、正常化へと舵を切るものの、あくまで非常時の対応としての極端な緩和策を取りやめる措置に留めると見ている。長期金利の上限目途（1.0%）や指値オペの枠組み、国債買入れは継続するとともにゼロ金利政策の継続を強調することで、市場金利の過度の上昇を抑えて緩和的な金融環境を継続させる役割を担わせると想定している。

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 (↓) 月初0.7%台近辺でスタートし、月末は0.6%台前半に。

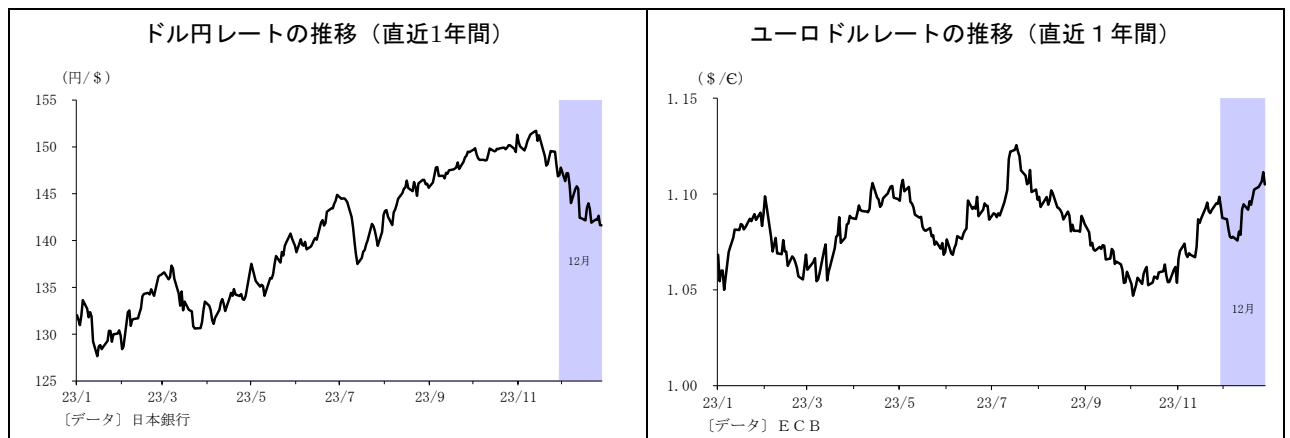
月初、弱めの経済指標などを受けた米利上げ打ち止め観測が波及し、6日に0.6%台半ばまで低下。しかし、その後は入札の不調や植田日銀総裁による「年末から来年にかけて一段とチャレンジになる」との発言を受けた早期の政策正常化観測によって急上昇し、11日には0.7%台後半に達するなど荒い動きに。月の半ばには、FOMCにおけるドットチャート引き下げや、パウエル議長会見で利下げの議論が行われたことが明らかにされたことなどを受けて米国の早期利下げ観測が高まり、金利低下圧力に。さらに日銀MPMで早期の正常化が示唆されなかったことも加わり、20日には0.5%台半ばまで低下した。下旬には持ち高調整的な国債売りが金利上昇圧力となったものの、日銀の早期正常化観測後退による金利低下圧力もあって低迷、月末は0.6%台前半で終了した。



(ドル円レート)

12月の動き (ㇿ) 月初 147 円台後半でスタートし、月末は 141 円台半ばに。

月初、米利上げ打ち止め観測が高まるなか、植田日銀総裁の上記「チャレンジング」発言を受けて円高が進み、8日に144円付近に。その後、11日には一旦145円台まで戻したものの、FOMCの結果を受けて早期の米利下げ観測が強まったことで、14日には142円台に下落した。19日には日銀MPMを受けて早期の正常化観測が後退し、一旦143円台を回復したものの、経済指標鈍化を受けて米利下げ観測が強まったことで、22日には142円を割り込んだ。月終盤も米国の早期利下げ観測が燦るなかドルの上値が重い展開が続き、月末は141円台半ばで終了した。



(ユーロドルレート)

12月の動き (ㇿ) 月初 1.08 ドル台後半でスタートし、月末は 1.10 ドル台半ばに。

月初、1.08 ドル台で推移した後、ECB 高官のハト派的な発言や独経済指標の悪化を受けて、6日

に 1.07 ドル台後半に下落。しばらく小動きの時間帯を挟んだ後、FOMC を受けた早期の米利下げ観測の高まりや、ECB 理事会後の会見でラガルド総裁が利下げの議論実施を否定したことでユーロが急上昇し、14 日には 1.09 ドル台に乗せた。下旬には経済指標の鈍化などを受けて米利下げ観測がさらに強まったことでユーロがさらに上昇し、28 日には 1.11 ドルを突破。月末も 1.10 ドル台半ばで終了した。

金利・為替予測表 (2024年1月12日現在)

		2023年	2024年				2025年
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	--	--	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
米国	FFレート (期末)	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
	10年金利 (平均)	4.4	4.2	4.2	4.1	3.9	3.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.50	4.50	4.50	4.00	3.50	3.00
	10年金利 (独、平均)	2.5	2.4	2.4	2.2	2.0	2.0
ドル円	(平均)	148	145	141	139	137	135
ユーロドル	(平均)	1.08	1.09	1.10	1.10	1.11	1.11
ユーロ円	(平均)	159	158	155	153	152	150

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標レンジ上限値

(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。