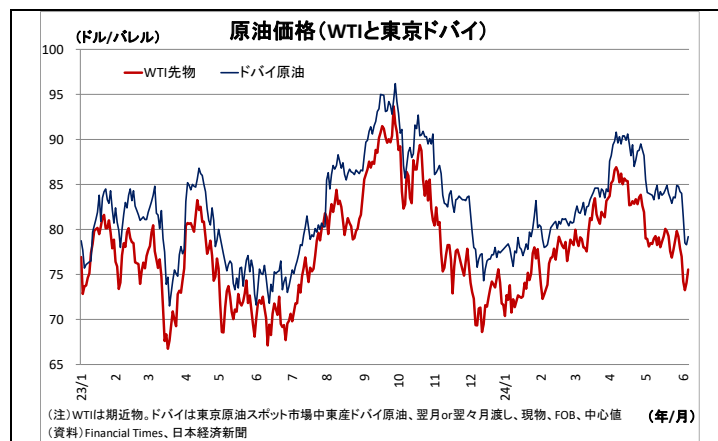


Weekly
エコノミスト・
レターOPECプラスが減産縮小を決定
～今後の原油相場への影響は？

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. OPEC プラスは、今月 2 日に会合を開き、減産の一部縮小を決定した。現在行っている減産のうち、日量 366 万バレル分について来年末まで延長する一方、自主減産の日量 220 万バレル分について、今年 10 月から来年 9 月にかけて減産規模を段階的に縮小する。
2. 事前の予想では、日量 220 万バレルの自主減産は期限延長されとの見立てがコンセンサスとなっており、今年年末まで延長されとの予想も見受けられた。従って、延長が 9 月末までに留まったのみならず、このタイミングで収束まで見据えた減産縮小が決定されたことはサプライズであった。おそらく、減産が長引くにつれて参加国の間で減産縮小を望む声が強まり、サウジが結束の演出等を重視して譲歩したものと推測される。
3. 減産縮小が決定されたことは原油価格にとって抑制材料に位置付けられる。秋以降、段階的な減産縮小が行われることは原油需給を緩和させるうえ、先々の段階的な減産縮小が見えていることで、投資家が原油を積極的に買い進めづらくなる面もある。
4. ただし、今後も原油価格の大幅な下落は期待しづらいだろう。まず、当面、9 月末にかけては減産が維持される一方、米国で原油の需要期にあたるドライブシーズンが続くことで世界的な需給がタイト化しやすい。その後、年終盤には米国の段階的な利下げ開始が視野に入ってくことで、景気回復期待とドル安が価格の支えになると考えられる。また、今後も中東における地政学リスクの早期鎮静化が見込みづらいことや、OPEC プラスによる減産縮小が、声明文に明記されているように、今後延期や一時停止、撤回となる可能性がある点も原油価格の支えになる。今年年末までの展開としては、1 バレル 60 ドル台後半から 80 ドル台前半（WTI 先物・期近物ベース）をレンジとする推移が想定され、年末に 70 ドル台半ばで着地すると予想している。



1. トピック：OPECプラスが減産縮小を決定

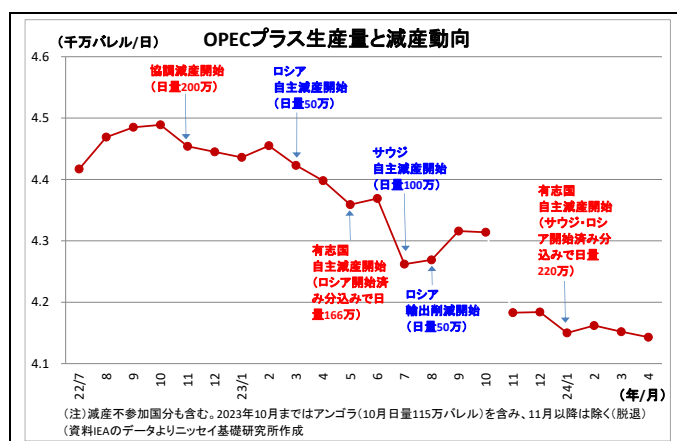
OPEC（石油輸出国機構）とロシアなどの主要産油国で構成する「OPEC プラス」は、今月 2 日に半年に一度の閣僚級会議（以下、OPEC プラス会合）を開き、秋からの減産の一部縮小を決定した。2022 年の終盤以降、OPEC プラスは一貫して減産の拡大へと突き進んできたが、その方向転換を決めたことになる。決定内容を整理したうえで、今後の市場への影響と原油価格の展望を考える。

（サプライズだった減産の縮小決定）

まず、2 日の決定内容を整理すると、OPEC プラスが現在行っている日量 586 万バレル（世界総需要の 5.7%に相当）の減産のうち、2022 年 11 月から開始している協調減産並びに 2023 年 5 月から開始している有志国による自主減産を合わせた日量 366 万バレル分の減産については来年末まで 1 年間の延長が決まった。

一方、残りの部分である今年 1 月開始の有志国による自主減産日量 220 万バレルについては、その期限を今月末から今年 9 月末まで延長したもの

の、その後 10 月から来年 9 月にかけて減産規模を毎月段階的に縮小することが決定された。加えて、生産能力の拡大を進める UAE の生産枠を日量 30 万バレル分加算し、来年 1 月から 9 月にかけて徐々に増加させることも決まった。



OPEC プラス会合前の段階で原油価格が伸び悩んでいたことから、事前予想としては、日量 220 万バレルの自主減産は今月末から期限延長されとの見立てがコンセンサスとなっており、今年年末まで延長されとの予想も見受けられた。従って、減産の延長が 9 月末までに留まったのみならず、このタイミングで決める必要性が無いにもかかわらず、収束まで見据えた減産縮小が決定されて各国ごとの月次計画まで提示されたことはサプライズであった。

おそらく、減産が長引き、拡大されていくにつれて減産参加国の間で減産縮小（＝増産）を望む声が強まり、実質的なリーダーであるサウジアラビア（以下、サウジ）が譲歩したものと推測される。昨年 11 月末の OPEC プラス会合時には減産を巡って議論が紛糾し、翌 12 月には減産に反発したアンゴラが OPEC から脱退する事態へと発展した。従って、今回は増産を求める国々に配慮して将来の減産縮小方針を示すことで、さらなる脱退が相次ぐ事態を避けるとともに、OPEC プラスとしての結束を演出するというサウジの狙いがあった可能性が高い。

（原油価格への影響は？）

OPEC プラスによる減産縮小が決定したことは、原油価格にとって抑制材料に位置付けられる。秋以降、段階的な減産縮小が行われることは国際的な原油需給を緩和させる方向に働くためだ。先々の段階的な減産縮小が見えていることで、投資家が原油を積極的に買い進めづらくなる面もある。

実際、直近 5 月の OPEC 月報で示されている見通しをベースに今回決定した減産縮小（今年 10 月～来年 9 月にかけて毎月約 20 万バレル増のペース）を考慮した世界の原油需給見通しを試算すると、減産縮小が開始される今年の 10-12 月期以降、供給不足が徐々に緩和していく形となった。

しかも、前提となっている OPEC の需要見通しでは、今後の大幅な需要増加が想定されている¹だけに、もし需要が下振れることになれば供給過剰に陥りかねない。

市場でも将来の供給過剰が懸念されたとみられ、OPEC プラス会合前に 1 バレル 77 ドル台 (WTI 先物・期近物ベース) であった原油価格は会合後に一時 72 ドル台まで下落。足元ではやや持ち直したものの、75 ドル台と依然として会合前の水準を下回っている。

先行きの原油価格上昇が抑制されることは、根強いインフレ圧力に悩む米国などの主要国経済にとっては好材料になりそうだ。

(ただし、大幅な原油安は期待薄)

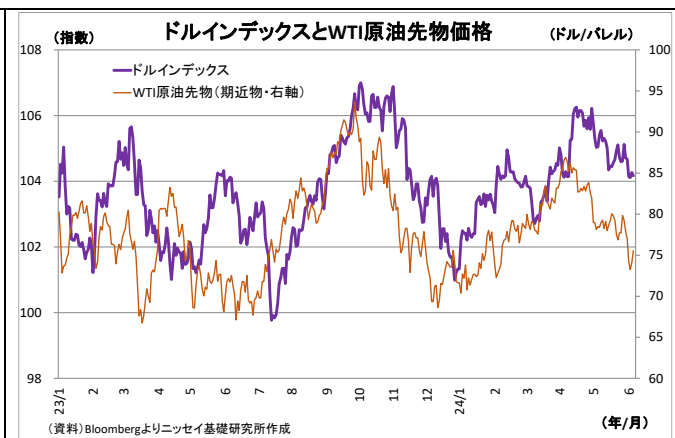
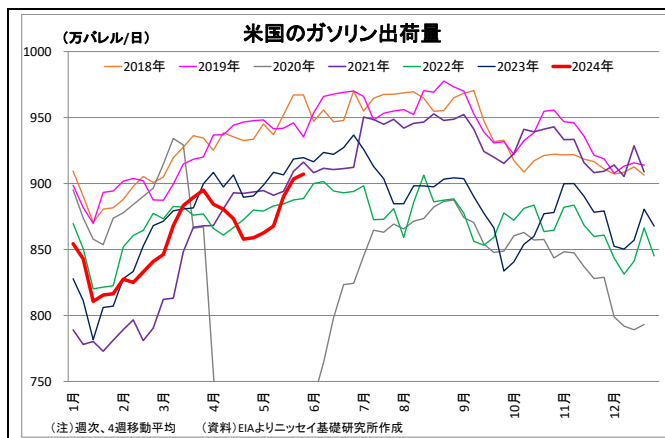
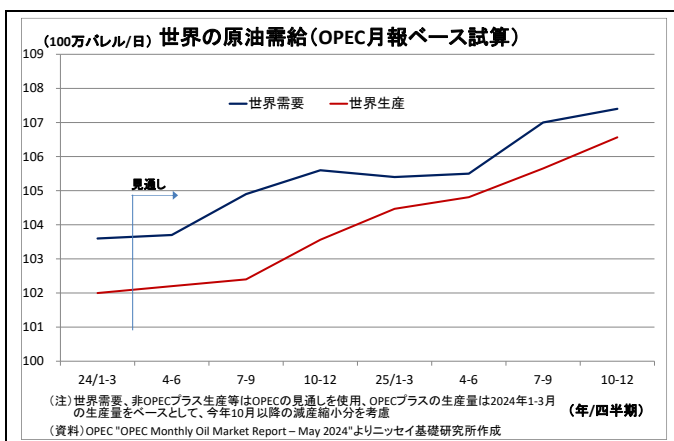
ただし、以下の理由により、今後も原油価格の大幅な下落は期待しづらいだろう。

1) 米ドライブシーズンと利下げ開始

まず、当面、9 月末にかけては自主減産分の 220 万バレルも含めて減産が完全に維持される一方、世界最大の原油消費国である米国で原油需要期にあたるドライブシーズン²が続くことで国際的な需給がタイト化しやすい。

ここ数カ月の米ガソリン需要 (≒出荷量) は例年比で見ると低迷ぎみだが、それでも季節的なパターンとして需要が増加してきている。

また、その後、年終盤に差し掛かると、今度は米国の段階的な利下げ開始³が具体的に視野に入ってくることで景気回復期待が高まり、原油価格の支えになると考えられる。その際、利下げを材料としてドルが下落することによって、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) 割安感が強まることも原油価格のサポート材料になる。



¹ 需要増加ペースは 2024 年が前年比日量 225 万バレル増、25 年が同 185 万バレル増となっており、IEA (国際エネルギー機関) の見通し (2024 年が日量 110 万バレル増、25 年が同 120 万バレル増) の倍近い伸びが見込まれている。

² 5 月最終月曜日のメモリアルデーから 9 月第 1 月曜日のレイバーデーまでがドライブシーズンとされる。

³ 弊社では、現時点で 12 月 FOMC での利下げ開始を予想。

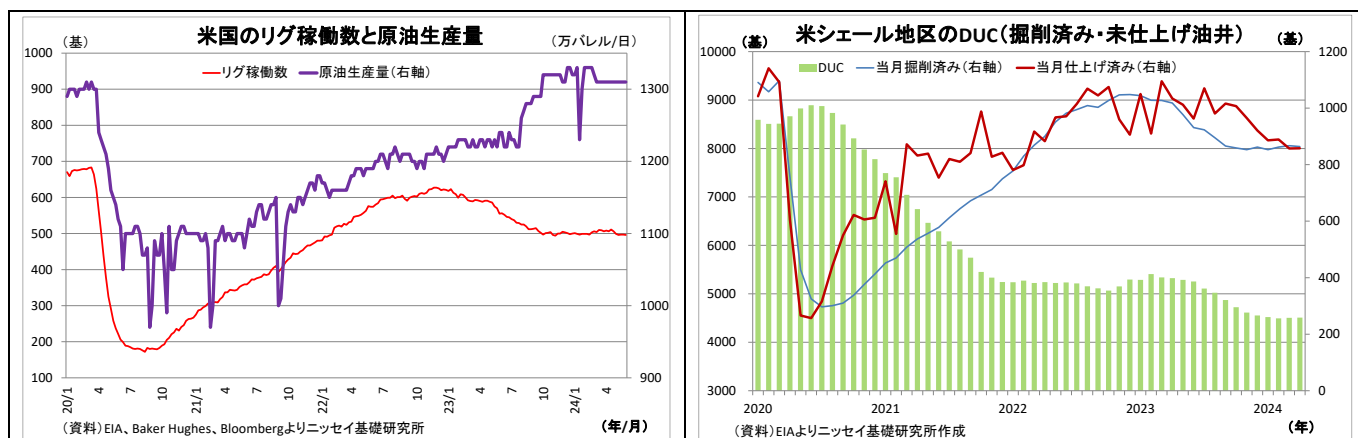
2) 燃り続ける中東の地政学リスク

また、中東における地政学リスクの早期鎮静化が見込みづらいことも供給途絶リスクに対する市場参加者の警戒を促し、原油価格の支えになり続けると見ている。足元ではイスラエルが停戦案を提示するなど、ガザでの停戦を巡って前向きな動きも見られるが、停戦のカギを握るイスラエルのネタニヤフ政権は中途半端な対応を採ると右派の反発などで政権が内部崩壊しかねない。従って、同政権がハマスの壊滅を早々に諦める可能性は低いとみられ、恒久的な停戦の実現は見通せない。

3) 米原油増産の停滞

さらに、昨年原油需給の緩和、すなわち価格の抑制要因となった米国の増産に変調が見られる点も見逃せない。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、油井の生産性向上や、少ない追加費用で生産を開始できる DUC（掘削済みで未仕上げの油井・言えば油井の在庫）の稼働開始を積極的に続けたことで生産量を増加させたとみられる。

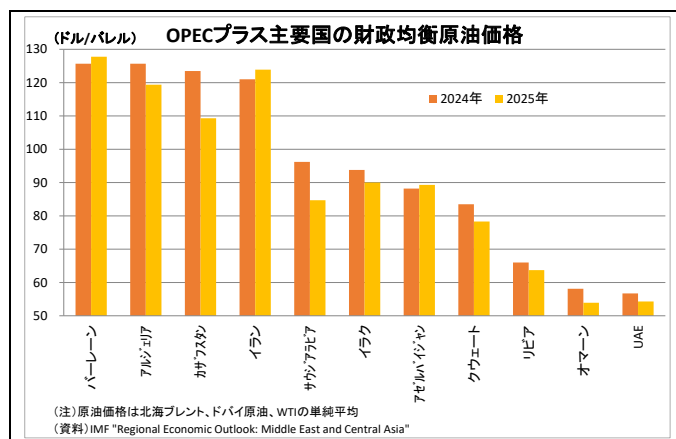
しかし、今年に入ってから米国の生産量は日量 1300 万バレル強で横ばいが続いている。リグ稼働数が依然低迷するなか、DUC の稼働開始（仕上げ）が減少し、新規の生産開始分が既存の油井からの生産減少分を賄う程度に留まっているとみられる。DUC の稼働開始が減少した理由は判然としないが、DUC の中には既に生産不能になっているものが相当量含まれている可能性が高い。



4) 減産縮小撤回の可能性

そして、OPEC プラスによる減産縮小が、今後延期や一時停止、撤回となる可能性がある点も原油価格の支えになる。

2 日の会合後に公表された自主減産参加国による声明文には、日量 220 万バレルの自主減産縮小は「市場の状況次第で一時停止や反転が有り得る」との但し書きが明記されている。実際、会合後に原油価格が下落反応を示すなか、サウジやロシアの首脳から「減産縮小計画の停止や撤回」の可能性を強調するけん制発言⁴が相次いでいる。



⁴ 2024 年 6 月 7 日ロイター報道など

IMF（国際通貨基金）によれば、主要な中東産油国の今年の財政均衡原油価格⁵は、サウジ（1 バレル 96.2 ドル）、イラク（同 93.8 ドル）、クウェート（同 83.5 ドル）など、多くの国で現状の原油価格をかなり上回っていることから、もし原油需要が想定通り回復せず、原油価格が 1 ドル 60 ドル台以下で定着するリスクが高まる場合には、価格引き上げのためにサウジ主導で減産縮小の停止・撤回や減産の再拡大が決定される可能性が高い。減産縮小（日量 220 万バレル）のうち、サウジ分が日量 100 万バレル、ロシア分が同 47 万バレルを占めるだけに、仮に他国の賛同を得られない場合でも、両国が縮小停止に踏み切るだけで、全体へのインパクトはかなり大きい。

（原油相場の年内見通し）

以上を踏まえて、今年年末にかけての原油相場の見通しを考えると、秋以降の減産縮小が上値を抑える一方で、米ドライブシーズンと利下げ開始、中東の地政学リスクや減産縮小撤回の可能性などが下値を支える形が想定される。具体的な価格展開としては、1 バレル 60 ドル台後半から 80 ドル台前半（WTI 先物・期近物ベース）をレンジとする推移が想定され、年末に 70 ドル台半ばで着地すると予想している。

2. 日銀金融政策（5 月）

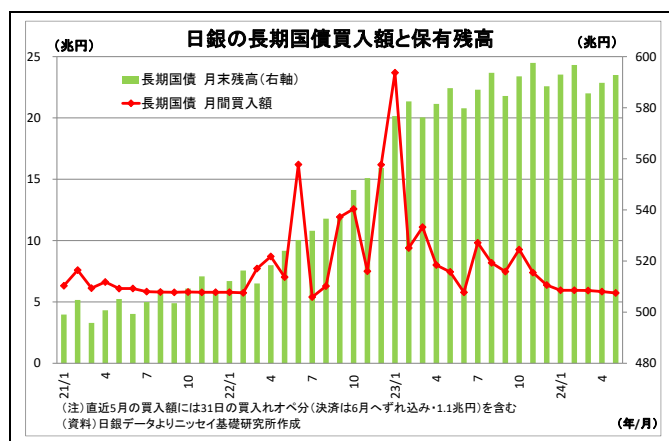
（日銀）現状維持（開催なし）

5 月はずっ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、金融政策は現状維持となった。次回会合は、今月 13～14 日にかけて開催される予定となっている。

なお、5 月 9 日に「金融政策決定会合における主な意見（4 月 MPM 分）」が公表され、物価に関して、多くの参加者が上振れリスクへの警戒感を強めている様子がうかがわれた。金融政策運営に関しては、先行きの利上げを志向する意見が大勢となっていたうえ、「（展望レポートの見通しが実現するのであれば、）金利のパスは、市場で織り込まれているよりも高いものになる可能性がある」、「円安を背景に基調的な物価上昇率の上振れが続く場合には、正常化のペースが速まる可能性は十分にある」などと利上げ・金利上昇が加速する事態への言及も目立った。

長期国債買入れについても、「どこかで削減の方向性を示すのが良い」、「市場動向や国債需給をみながら、機を捉えて進めていくことが大切である」などと、減額に前向きな意見が目立った。

また、5 月 27 日には、内田副総裁が日銀主催の国際コンファランスにおいて基調講演を行った。同副総裁は 1990 年代末以降のデフレと金融政策運営を振り返ったうえで、デフレからの脱却について、デフレ原因の解消とデフレ的なノルム（社会的な規範・慣行）の克服を必要条件として挙げ、



⁵ WTI、ブレント、ドバイの単純平均価格

前者（デフレ原因の解消）については労働市場の不可逆な変化（賃金上昇要因となる労働投入余力の縮小）を理由として、「自信を持ってイエスと答えられる」と発言。後者（ノルムの克服）については、「答えはそこまで明白ではない」としながらも、鍵としてやはり労働市場の構造変化を挙げ、「社会的なノルムは解消に向かっている」と述べた。そして、最後には、「インフレ予想を2%にアンカーしていくという大きな課題は残っている」としつつも、「デフレとゼロ金利制約との闘いの終焉は視野に入った」、「今回こそはこれまでと違う（This time is different）」と強い言葉を用いて、先行きへの期待・自信を表明した。

続いて、5月29日には、安達審議委員が熊本県金融経済懇談会において挨拶を行った。

安達氏は円安に関して、「短期的な為替変動への対応を金融政策で行うと物価の安定に影響が出てしまう」と述べた上で、「過度な円安の状況が長期化して物価の動きに影響が生じることで、物価安定の目標の実現に影響を与えると予想される場合には、金融政策による対応も選択肢の一つになる」との見解を示した。

金融政策運営については、「足もとにおいて持続的・安定的な物価上昇が実現する見通しの確度がかかなり高まっているが、まだ確信を持って実現できるという状況ではないため、達成できると確信する時が来るまでは、緩和的な金融環境を維持することが重要」であり、「拙速な利上げは絶対に避けなければならない」との認識を示した。

一方で、「（物価の）下振れリスクと同時に上振れリスクにも配慮する必要がある」とし、「基調的な物価上昇率が2%に向けて高まるという状況が持続している限りにおいて、（中略）金融緩和度合いを段階的に調整することが大切」と述べたほか、国債買入れについても「段階的に減額していくことが望ましい」と発言するなど、金融政策の正常化を支持する姿勢を示した。

（今後の予想）

日銀は「為替レートの変動（現状では円安）そのものに金融政策で対応すること」に対しては否定的な見解を示す一方で、「賃上げや予想物価上昇率などを通じて基調的な物価上昇率に無視できない影響が生じるということであれば、政策変更も有り得る」との基本姿勢を示している。

円安による物価の基調への影響やリスクを見定めるには一定の時間がかかると考えられる。一方で、4月MPM後の植田総裁会見が円安容認と受け取られ、円相場が一時1ドル160円を突破する起爆剤になってしまったことから、円安と距離を置き続けるのも難しくなった。

従って、円安対応の意味合いも暗に込めて、まずは今年7月に長期国債買入れの減額を決定すると予想。長期国債買入れ減額は異次元緩和の構成要素の中で積み残しになっている課題であるうえ、景気への悪影響を利上げよりも抑えられることから手掛けやすい。当該対応によって賃金と物価の好循環に関わるデータを見極める時間を確保し、10月に「基調的な物価上昇率が見通しに沿って上昇した」として0.25%の利上げに踏み切ると見ている。

先月の拙稿⁶では、「次回の利上げは既存の住宅ローンや中小企業借入の返済負担増大に繋がるため慎重を期し、来年1月に来春闘での高めの賃上げが見通せるようになることを決め手として利上げに踏み切る」と予想していたが、①円安の長期化が予想され、今後も日銀に利上げを求める声が強まると想定されること、②日銀は物価目標の持続的・安定的な達成に向けて自信を強めつつあり、

6 「為替介入再開、既に連発か？～状況の整理と今後の注目ポイント」（Weeklyエコノミスト・レター 2024-05-02）

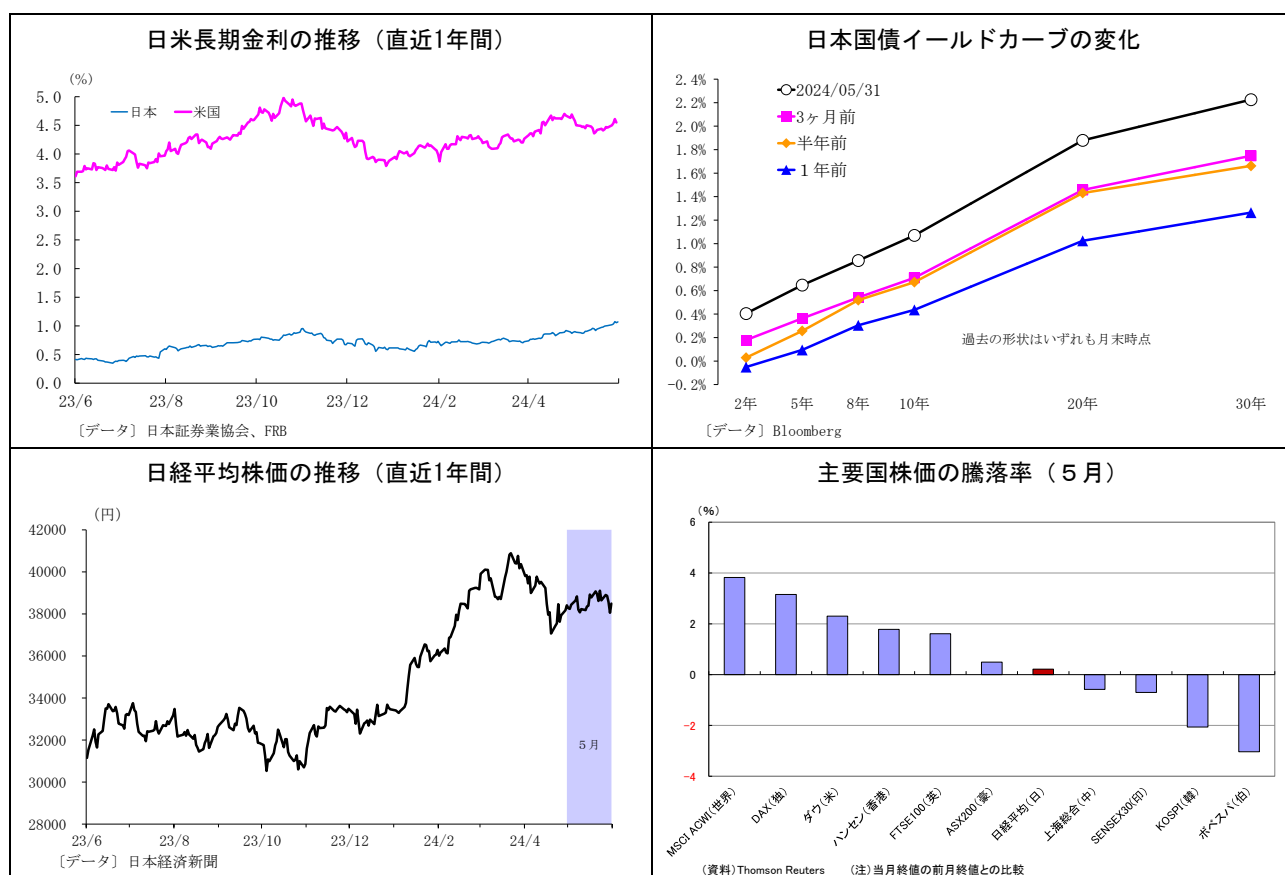
金利正常化への意向も想定していたよりも強いと感じられること、から利上げ時期を前倒しする。

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0.8%台後半でスタートし、月末は1.0%台後半に。

月初、米利下げ観測の再燃と日銀金融政策の正常化観測が拮抗する形で0.8%台後半での推移に。その後、日銀の「主な意見(4月MPM分)」や国債買入れオペでの(予告レンジ内での)小幅な減額を受けて早期正常化が意識され、13日には0.9%台半ばへ。さらに、正常化観測を背景に国債入札が低調な結果となり、22日には11年ぶりに1%に到達した。その後も日銀幹部によるタカ派的な発言等を受けて金利上昇が止まらず、30日には一時1.1%に達した。月末は入札結果等を受けて金利上昇への警戒がやや後退し、1.0%台後半で着地した。



(ドル円レート)

5月の動き(↓) 月初157円台後半でスタートし、月末は156円台後半に。

月初、政府による2度目の円買い介入らしき動き⁷があったほか、米雇用統計を受けてFRBの利下げ観測が再燃し、7日に154円台前半にまで下落したが、「日米の金利差は大きく開いた状況が続く」との見方が根強く、14日には156円台半ばまで戻した。その後、16日には米CPIの予想比下振れを受けて154円付近まで再びドルが下落したが、日銀による国債買入れ額据え置きやFRB高官による早期利下げに慎重な発言が相次いだことなどによって再び円安基調となり、24日には157円台に

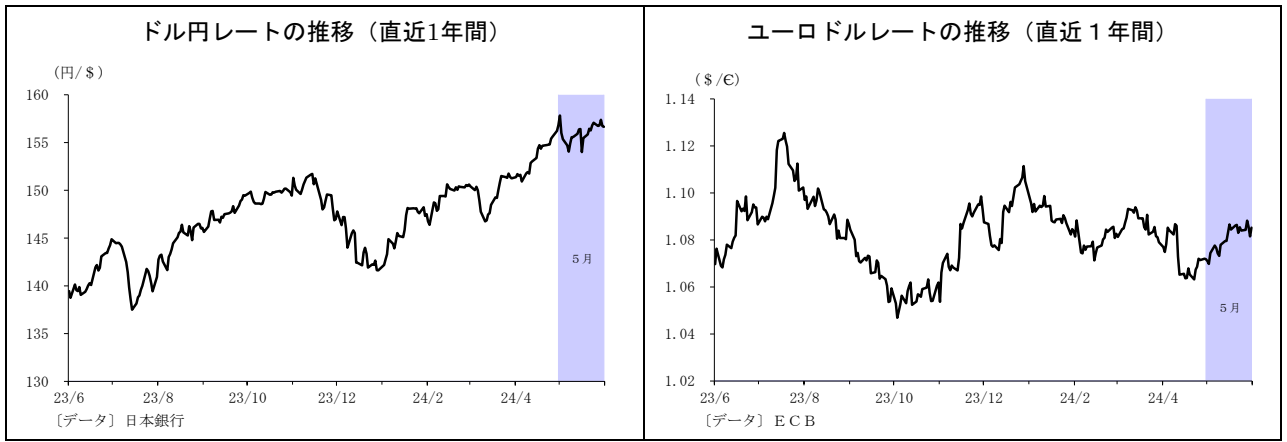
⁷ 5月末に「4月26日～5月29日で9.8兆円」の介入を実施した旨が公表されたが、日次ベースでの状況は未公表。

再び乗せた。月終盤は米経済指標の低調な結果や介入への警戒感からドルの上値がやや重くなり、月末は156円台後半で終了した。

(ユーロドルレート)

5月の動き (㊦) 月初1.07ドル近辺でスタートし、月末は1.08ドル台半ばに。

月初、雇用統計ほか予想を下回る米経済指標を受けてドルが弱含み、6日に1.07ドル台後半に上昇。その後は米長期金利の上昇一服や独経済指標の改善を受けてユーロ高基調となり、予想を下回る米CPIを受けた16日には1.08ドル台後半に到達した。中旬以降は、FRB高官による早期利下げに慎重な発言などを受けてドル高圧力が強まったものの、ユーロ圏経済指標の改善や複数のECB高官による緩やかな利下げの示唆などを受けてユーロが底堅さを維持し、月末は1.08ドル台半ばで終了した。



金利・為替予測表 (2024年6月7日現在)

		2024年				2025年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	0.10	0.10	0.10	0.25	0.25	0.50
	10年金利 (平均)	0.7	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2
米国	FFレート (期末)	5.50	5.50	5.50	5.25	5.25	5.00
	10年金利 (平均)	4.2	4.5	4.4	4.2	4.0	3.9
ユーロ圏	預金ファシリティ金利 (期末)	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1
ドル円 (平均)		148	155	155	150	147	144
ユーロドル (平均)		1.09	1.08	1.08	1.09	1.09	1.10
ユーロ円 (平均)		161	168	167	164	160	158

(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。