

Weekly
エコノミスト・
レター2025年の原油相場見通し
～トランプ政権始動の影響は？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. 今年の原油相場を見通すうえでの注目点としては、「トランプ政権による政策運営」、「中国需要の行方」、「地政学リスクの行方」、「FRBによる利下げの行方」等が挙げられる。
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やや下落する可能性が高い。原油の不需要期にあたるうえ、トランプ政権が早期に原油増産促進策の打ち出しと対中国関税の引き上げを実施することで、原油需給の緩みが意識されやすくなると考えられるためだ。原油価格の低迷を受けて、OPEC プラスは減産縮小開始の延期を余儀なくされるだろう。その後、春以降は原油価格が水準をやや戻すと予想している。米国でドライブシーズンが始まるほか、米国によるイラン制裁の強化や SPR の積み増しが想定されるためだ。中東やウクライナを巡る地政学リスクも燻り続け、原油価格の下支えになると見ている。一方、①トランプ政権による関税引き上げを受けた需要減少懸念が燻り続けること、②米国でインフレが再燃に向かうことで、FRB が年の半ばに利下げを停止するとみられること、③原油価格が持ち直せば、OPEC プラスが減産縮小に踏み切ることはそれぞれ原油価格の重石となる。以上を総合的に勘案し、今年の予想レンジは WTI ベースで1 バレル 58 ドル～80 ドル程度、年末の水準は 70 ドル弱と予想している。
3. 以上がメインシナリオだが、今年の原油価格はトランプ政権の出方次第の面が強く、不透明感が特に強い。仮にトランプ政権が関税を大規模に引き上げ、世界的な貿易戦争に発展すれば、原油価格がレンジを下方に抜けるリスクが高まる。逆に、米国とイランの関係が大きく悪化して中東からの原油供給が急減するとの懸念が高まれば、レンジを上方に抜けるリスクが高まる。それぞれが起きた際に、OPEC プラスが迅速・柔軟に対応して価格変動を抑制するかという点もポイントになる。



1. トピック：2025年の原油相場見通し

(2024年の振り返り…一進一退の展開に)

昨年 2024 年の原油相場は総じて一進一退の展開となり、年間を通じて見ると、ほぼ横ばい (WTI 原油先物の年間騰落率は+0.1%) となった (表紙図表参照)。

変動要因としては、年を通じて地政学リスクが大きなテーマとなった。具体的には、イスラエルと親イラン勢力 (イラン・ハマス・ヒズボラ・フーシ) の武力衝突や、ロシアとウクライナの戦争を巡ってたびたび事態が緊迫化し、中東・ロシアからの供給減少懸念の高まりが原油価格の上昇を引き起こす場面が目立った。ただし、実際に大規模な供給障害が発生することは回避されたため、原油価格の急騰には至らず、上昇トレンドが長期化することもなかった。

一方、中国需要の低迷が原油価格の大きな抑制要因となった。これまで世界の原油需要を牽引してきた中国の需要の伸びが失速し、先行きの低迷継続観測も高まった。非 OPEC プラスの生産増加も相まって、市場では 2025 年の供給過剰が強く意識され、原油価格の抑制に繋がった。

2022 年以降、大規模な減産を続けてきた OPEC プラスは、6 月の会合で 10 月からの一部自主減産 (日量 220 万バレル分) の段階的な縮小 (すなわち増産) 開始を決定したが、原油価格の低迷を受けて 9 月・11 月・12 月と三度にわたって減産縮小を延期することとなり、結果的に減産規模は維持されることになった。

このように、2024 年は強弱材料が交錯し、OPEC プラスの減産も維持されたことで、WTI 原油先物は 1 バレル 65~85 ドル程度のレンジ相場となり、年末は 71 ドル台で着地した。

なお、足元では、政策効果による中国経済の持ち直し期待や、米国経済の堅調な推移を受けて、WTI 原油先物は昨年末からやや上昇 (73 ドル台) している。今年の原油相場がどうなるのか、主な注目ポイントを確認したうえで、先行きを展望したい。

(2025年の注目ポイント)

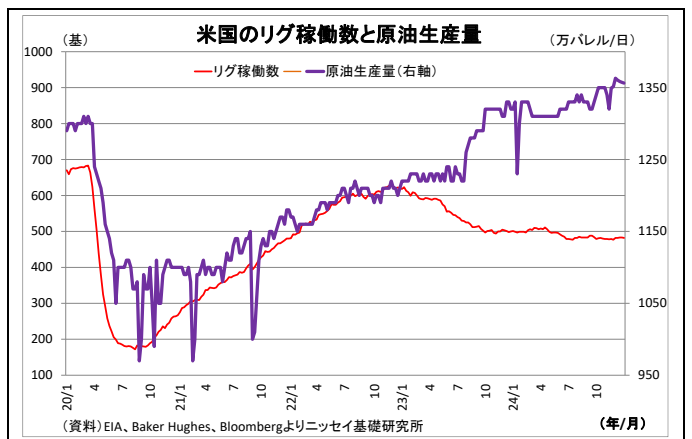
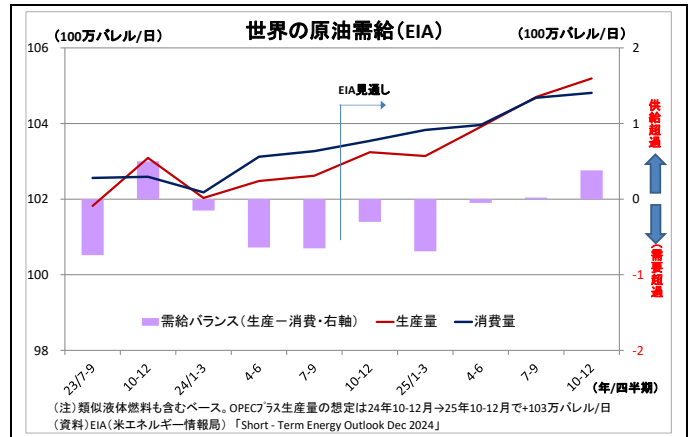
<注目材料①：トランプ政権による政策運営>

今年の市場を展望するうえで最大の注目点に挙げられるのは、今月 20 日に発足する「トランプ政権による政策運営」の影響だ。

トランプ次期大統領が大統領選で掲げてきた各種政策を原油価格への影響という視点で見ると、上昇要因に位置付けられるものと下落要因に位置付けられるものが混在している。

(下落要因になるもの)

1) 原油増産の促進



トランプ氏自身はインフレ鎮静化のためにエネルギー価格の下落を目指しており、主要政策の一つとして、開発規制の緩和や承認の迅速化等を通じた「(米国内での) 原油増産の促進」を掲げている。米国の原油生産量は昨年も緩やかな増加基調を辿ってきたが、大幅な増産が実現するのであれば、原油需給の緩和を通じて価格の下落要因になる。

2) 関税の引き上げ

また、トランプ氏は主要な政策として「関税の引き上げ」を掲げている。具体的には、中国に対する 60%の追加関税や、全輸入品に対する 10~20%の追加関税などを主張してきた。関税引き上げは国内産業の保護や振興等を狙いとしたものであり、原油価格をターゲットとした政策ではないが、仮に大規模な関税引き上げが実現した場合には、米国も含めた世界経済の減速を通じて原油価格の下落要因になるだろう。

(上昇要因になるもの)

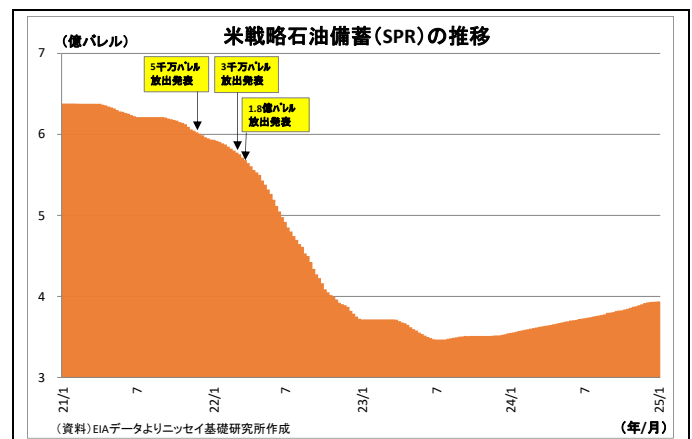
1) EV 優遇策の縮小

一方、トランプ氏はバイデン政権が進めてきた EV 優遇策を縮小する可能性が高い。これにより、米国において EV の普及が滞れば、ガソリン車の増加を通じて原油需要が押し上げられることで、原油価格の上昇要因になる。

2) SPR の積み増し

また、トランプ氏は戦略石油備蓄 (SPR) 積み増しの必要性を主張し、補充を行う方針を示している。米国の SPR は 2021 年終盤以降にバイデン政権が原油高対策として段階的・大規模な取り崩しを行った結果、2023 年半ばにはほぼ半減レベルにまで落ち込んだ。その後、バイデン政権は積み増しに転じたが、ペースは遅く、直近の SPR の水準は取り崩し開始前を大きく下回ったままだ。

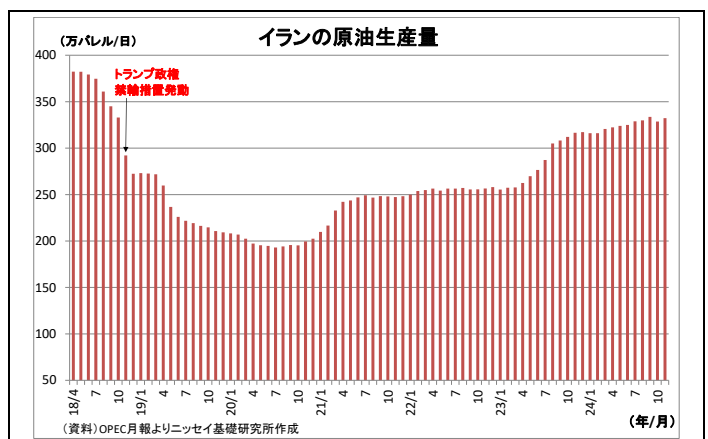
今後、トランプ政権の下で SPR が大きく積み増しされることになれば、原油需要の増加を通じて価格の押し上げ要因になる。



3) 対イラン制裁の強化

米国による対イラン制裁の行方も注目される。イランの原油生産量は、トランプ氏が前回政権を担っていた際に発動した禁輸措置を受けて一旦急減した。しかし、バイデン政権下で制裁の運用 (取り締まり) が緩められた結果、イランの産油量は大きく持ち直している。そして、輸出されたイラン産原油の大半は中国が安値で購入していると目されている。

トランプ氏はイランに対する強硬姿勢を維持しているうえ、割安なイラン産原油の供給を遮断



すれば中国経済にダメージを与える効果も見込まれる。今後、トランプ氏が再び制裁の運用を強化してイランの原油生産・輸出量が縮小すれば、原油価格の上昇要因になる。

4) その他（減税・規制緩和）

トランプ氏は大規模な減税や規制緩和を掲げているため、その効果によって米国の経済活動が活発化すれば、原油需要の増加を通じて価格の上昇要因になる。

以上の通り、トランプ氏の掲げる政策は原油価格に様々な影響を与えるだけに、どの政策がどのレベルで発動されるのかがポイントになる。

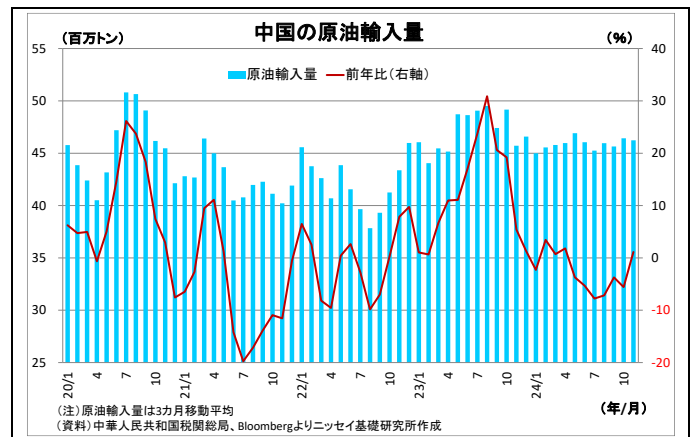
<注目材料②：中国需要の行方>

二つ目の注目材料は、「中国需要の行方」だ。既述の通り、これまで世界の原油需要を牽引してきた中国の原油需要は昨年に低迷した。原油輸入量は昨年 1～11 月累計で前年比 2.0%減と前年を割り込んでいる。ちなみに、2023 年は通年で前年比 11.0%増と高い伸びを示していた。

そして、この背景には中国の景気低迷と脱炭素化がある。不動産不況が長引いていることで、中国の実質 GDP 成長率は昨年 7-9 月期にかけて 2 期連続で前年比 5%を割り込んでおり、経済活動の低迷が原油需要を抑制した。

さらに、中国では自動車領域において EV や LNG トラックへのシフトが急速に進んだことも原油需要を圧迫している。

今後も景気低迷や EV 化などによって中国需要の低迷が続けば、価格の重石になる。



<注目材料③：地政学リスクの行方>

三つ目の注目材料は「地政学リスクの行方」だ。昨年はイスラエルとイランがミサイル攻撃の応酬を繰り返して、史上初めて直接戦火を交えたほか、イスラエルがヒズボラ打倒のためにレバノンに侵攻、ハマスの戦闘も継続するなど、イスラエルと親イラン派の戦争・戦闘がたびたび激化した。また、ロシアとウクライナの戦争が長引くなか、ウクライナがロシアの石油関連施設に対して頻繁にドローン攻撃を行ったこともあり、世界の主要産油地域である中東・ロシアからの原油供給減少懸念が高まる場面が頻発した。

バイデン政権は、経済制裁やウクライナへの兵器供与等を通じてロシアへの締め付けを続けたほか、イスラエルとハマスの平和交渉に主体的に携わったが、両地域ともに未だ戦争・戦闘の終結には至っていない。

トランプ次期大統領は両地域での戦争・戦闘終結に意欲と自信を見せている。具体的な方策は定かではないが、仮に戦争・戦闘が終結するのであれば、供給減少リスクの低下を受けて原油価格の下落要因になる。逆に、トランプ氏の対応によって、事態が悪化するリスクもある。特に注意を要するのはイランとの関係だ。米国がイランに対して強硬な態度で臨んだ結果、追い詰められたイランが原油輸送の大動脈であるホルムズ海峡の通行を阻害したり、核武装を志向してイスラエルとの

対立が深まったりすれば、中東の原油供給減少リスクが高まり、価格が急騰しかねない。

<注目材料④：FRBによる利下げの行方>

そして、4つ目の注目材料は「FRBによる利下げの行方」となる。

FRBは物価上昇圧力の鈍化や雇用の減速を受けて、昨年9月に利下げを開始し、12月にかけて3会合連続で利下げを実施してきた。

本来、FRBの利下げは米景気回復期待の喚起を通じて原油価格の追い風になる。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価格の押し上げ材料になる。

逆に、市場では既に観測が高まっているが、利下げが停止されたり、再び利上げに転じたりする事態になれば、原油価格の抑制要因になる。

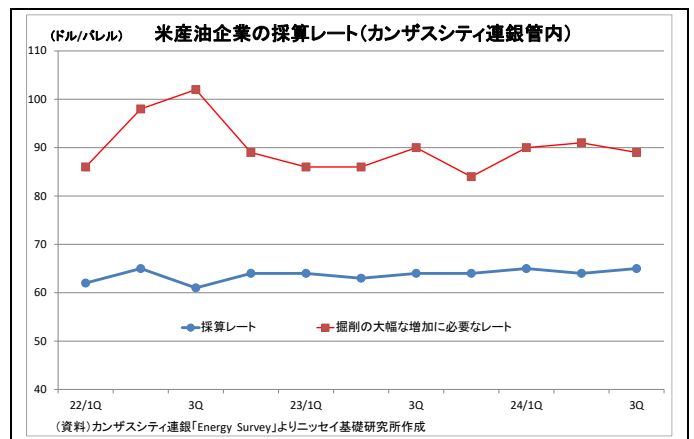
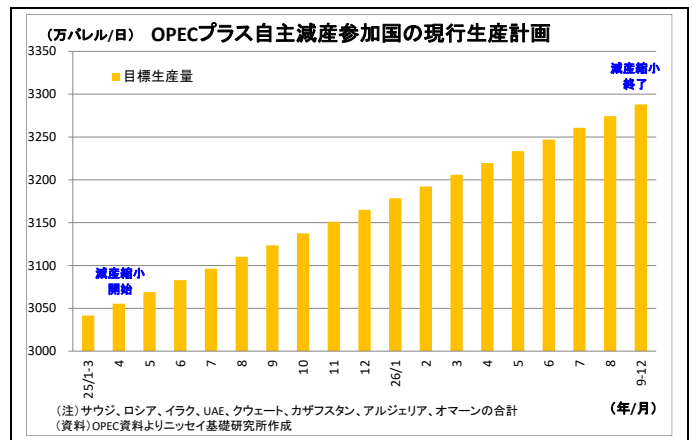
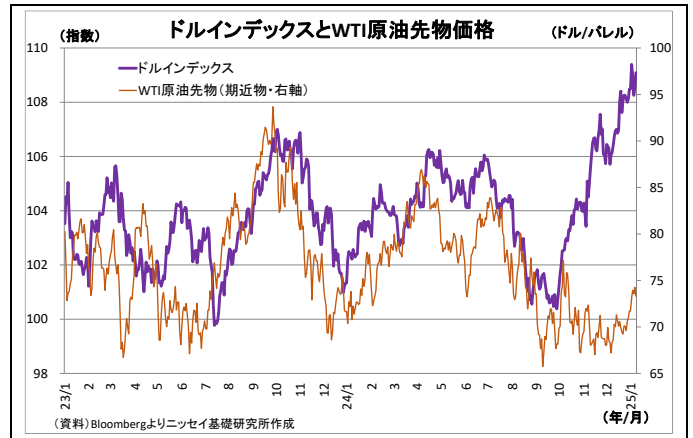
（中心的なシナリオとリスク）

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がやや下落する可能性が高い。もともと原油の不需要期にあたるうえ、1月20日に米国で発足するトランプ政権が早期に原油増産促進策の打ち出しと対中国関税の引き上げを実施することで、原油需給の緩みが意識されやすくなると考えられるためだ。OPECプラスは現状、今年4月からの段階的な減産縮小開始を計画しているが、原油価格の低迷を受けて、減産縮小開始の延期を余儀なくされるだろう。

その後、春（5月頃）以降は、原油価格が水準をやや戻すと予想している。米国で需要期であるドライブシーズンが始まるという季節的な要因のほか、米国によるイラン制裁の強化（イランの生産・輸血量減少）やSPRの積み増しが想定されるためだ。年序盤に一旦原油価格が弱含むことで、価格の上昇要因となるこれらの政策の発動余地が生まれる。

ロシアとウクライナ、イスラエルとハマスの事例が示すように、戦争・戦闘は始めるよりも終わ



らせる方が難しい。このため、中東やウクライナを巡る地政学リスクも燻り続け、原油価格の下支えになると見ている。

一方、①トランプ政権による関税引き上げを受けた需要減少懸念が燻り続けること、②関税引き上げと不法移民の強制送還によって米国でインフレが再燃に向かうことで、FRB が年の半ばに利下げを停止するとみられること、③原油価格が持ち直せば、OPEC プラスが減産縮小に踏み切ることはそれぞれ原油価格の重石となる。

ちなみに、トランプ政権が打ち出した原油増産促進策の効果は限られそうだ。もともと、コロナ禍後の米シェール企業は増産よりも採算を重視し、利益を株主に還元する姿勢を強めている。さらに、カンザスシティ連銀の調査では、管内石油企業の採算原油レートは 65 ドル前後と足元の原油価格と大して乖離していない。石油企業としては、トランプ政権に呼応して大規模な増産に踏み切ることで原油価格の下落を招き、採算割れに陥るリスクは取りたくないだろう。

また、中国では、一定の追加経済対策の実施が想定されるものの、不動産問題の影響が尾を引くうえ、米国による関税引き上げもあり、景気の加速は見込みづらい。EV シフトの継続もあり、中国需要は引き続き盛り上がり欠きそうだ。

以上を総合的に勘案し、今年の予想レンジは WTI 先物（期近物）ベースで 1 バレル 58 ドル～80 ドル程度、年末の水準は 70 ドル弱と予想している。

ただし、今年の原油価格はトランプ政権の出方次第の面が強く、不透明感が特に強い。仮にトランプ政権が関税を大規模に引き上げ、世界的な貿易戦争に発展すれば、原油価格がレンジを下方に抜けるリスクが高まる。逆に、米国とイランの関係が大きく悪化して中東からの原油供給が急減するとの懸念が高まれば、レンジを上方に抜けるリスクが高まる。それぞれが起きた際に、OPEC プラスが迅速・柔軟に対応して価格変動を抑制するかという点もポイントになる。

2. 日銀金融政策(12月)

(日銀) 変更なし

日銀は12月18日～19日に開催したMPMにおいて、金融政策の現状維持を決定した。これまで同様、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%程度で推移するように促すこととした（賛成8・反対1）。田村委員は、経済・物価が見通しに沿って推移する中、物価上振れリスクが膨らんでいるとして、無担保コールレートを0.5%程度で推移するよう促すとする議案を提出したが、反対多数で否決された。

また、同会合では、2023年4月以降実施してきた「金融政策の多角的レビュー」を取りまとめ、結果を公表した。

会合後の植田総裁会見では、今後の金融政策運営について、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、以上のような（日銀が想定している）経済・物価見通しを実現していくとすれば、それに応じて引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになる」との基本方針を示した。最近の経済・物価に関する各種の指標については、「概ね見通しに沿って推移している」と前向きに評価しつつも、政策を調整するタイミングについては、「様々なデ

ータや情報を丹念に点検したうえで判断していく必要がある」と述べ、「来年の春季労使交渉に向けたモメンタムなど今後の賃金の動向について、もう少し情報が必要」、「米国をはじめとする海外経済の先行きは引き続き不透明であり、米国の次期政権の経済政策を巡る不確実性も大きい」と、内外の2点を強調した。これらの点は今回、現状維持を決定した理由としても位置付けられた。

総裁は、これらの点について、それぞれ「相当長い期間みないと全体像は判明しない」こと認める一方で、「1月会合であれば、(中略)そこまでにそれぞれある程度の情報は出ていると思うが、それを参考にしつつ、1月の決定はするということで、そこは総合判断にならざるを得ない」と1月の追加利上げの可能性についても否定はしなかった。

また、総裁は「次の利上げの判断に至るには、(中略)もうワンノッチ欲しい」、「そのもうワンノッチの中に賃金上昇の持続性ということも入ってくる」という表現も用いた。

利上げをどこまでも見送り続けられるかという質問に対しては、「強い緩和的な状態が長く続くと先行きどこかで(基調的物価上昇率が)急上昇するというリスクは常にあるし、場合によっては、そのリスクを拡大させてしまうという可能性もある」とそのリスクを指摘した。

足元で実質金利が非常に深いマイナス圏であるにもかかわらず、景気・物価があまり浮揚感がない理由について総裁は、「自然利子率がだいぶ低いところにあるため」という説も一つの解釈として認めつつも、より可能性がある説として、「物価・賃金が上がりにくいことを前提にした賃金・価格設定行動、あるいはもうちょっと単純に言ってしまえば、基調的なインフレ期待のようなものだが、(中略)ゆっくりとしかまだ変わっていない」ことを挙げた。

足元で円安傾向にある為替については、「為替の物価への影響が以前よりも大きくなっているという可能性もあるということに注意しつつみていきたい」とする一方で、「現状、輸入物価の対前年比でみると、割と落ち着いているという状況であることも(今回の決定の)考慮に入れた」と発言。強い円安けん制姿勢は見受けられなかった。

その後、12月25日には植田総裁が経団連審議委員会で講演を行った。

金融政策運営に関する内容は基本的に12月MPM後の会見を踏襲するものであり、緩和度合いの調整のタイミングやペースは、「今後の経済・物価・金融情勢次第」で、「国内外の様々なリスク要因を十分注視したうえで、わが国の経済・物価の見通しやリスク、見通しが実現する確度に及ぼす影響を見極めていく」との方針を示した。

また、「経済・物価情勢が改善するもとで、現在のような低金利を維持し続ければ、金融緩和の度合いが過大なものとなる可能性がある」、「そうした政策運営のもとでは、物価上昇率が2%目標を上回って加速し、後になって、急速な金利の引き上げを迫られるリスクが高まらざるをえない」と、遅すぎる利上げがもたらすリスクにも言及した。

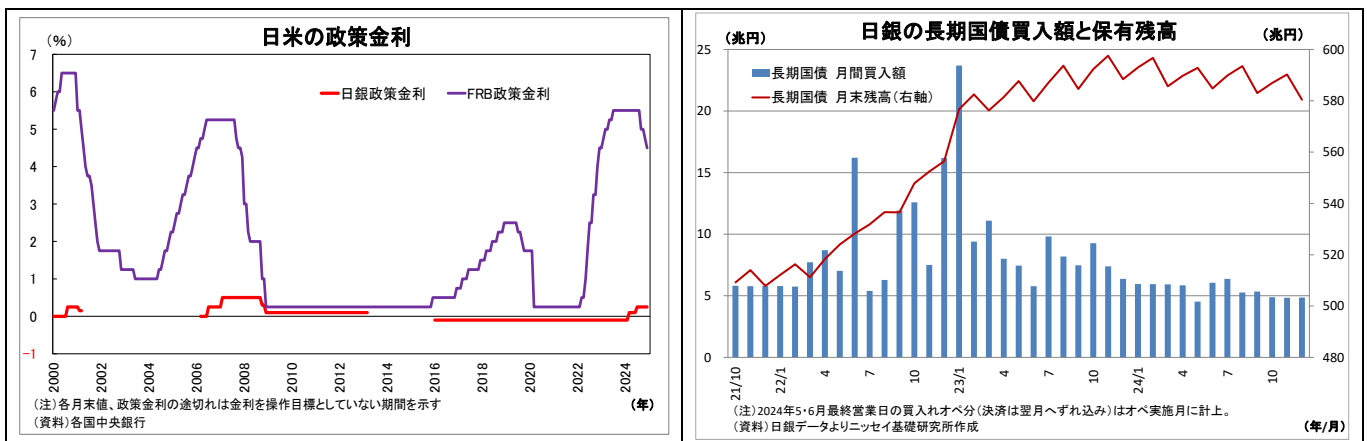
(今後の予想)

日銀は国内経済・物価について「オントラックにある」との評価を維持しており、前回利上げから数カ月経過するなかで追加利上げのベストなタイミングを探っている状況と推測される。そして、その判断にあたってのカギとなるのは、「来る春闘での賃上げの勢い」と「トランプ政権の経済政策を巡る不確実性」ということになる。

筆者としては、今のところ、今月23-24日のMPMでの利上げ(政策金利を0.50%程度へ引き上げ)

を引き続きメインシナリオと考えている。企業の情報発信や本日開催の支店長会議などを通じて、1月MPMまでに賃上げに向けた前向きな情報が多く集まるとみられるうえ、前回会合以降、既に4円ほど円安が進み、1月に利上げを見送った場合にはさらに円安が加速することで物価の上振れリスクが高まりかねないというのがその理由だ。トランプ政権の政策を巡る不確実性は強いままだが、仮に春まで待ったとしても、クリアになるものではないだろう。

ただし、今後、1月MPMに向けて円高が進む場合や、日銀が賃上げとトランプ政権の動向の見極めに強くこだわる場合、官邸が早期の利上げに強い難色を示す場合には、3月以降に利上げが先送りされることになりそうだ。かなり微妙な情勢であるため、イメージとしては、1月利上げが6割、3月以降への利上げ先送りが4割程度と考えている。

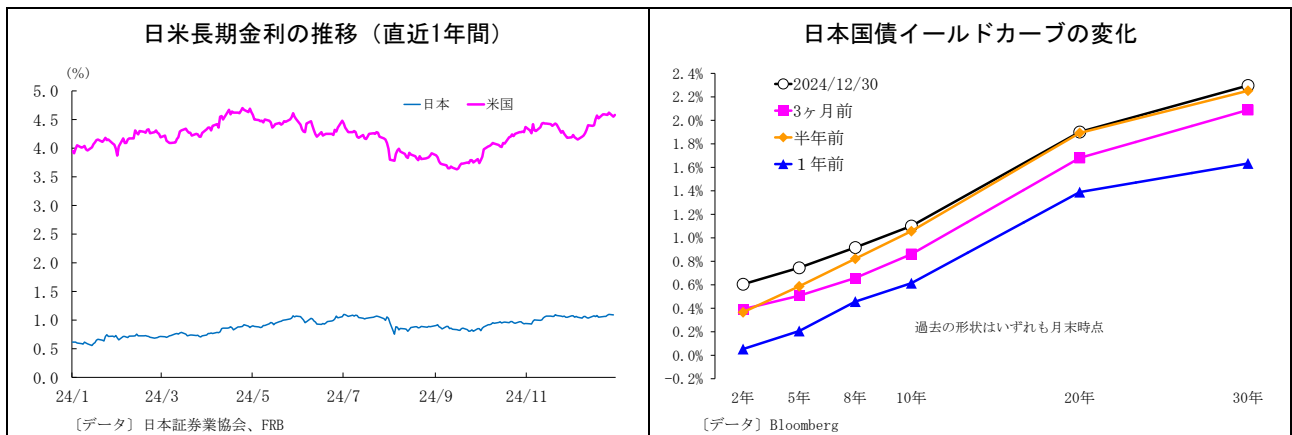


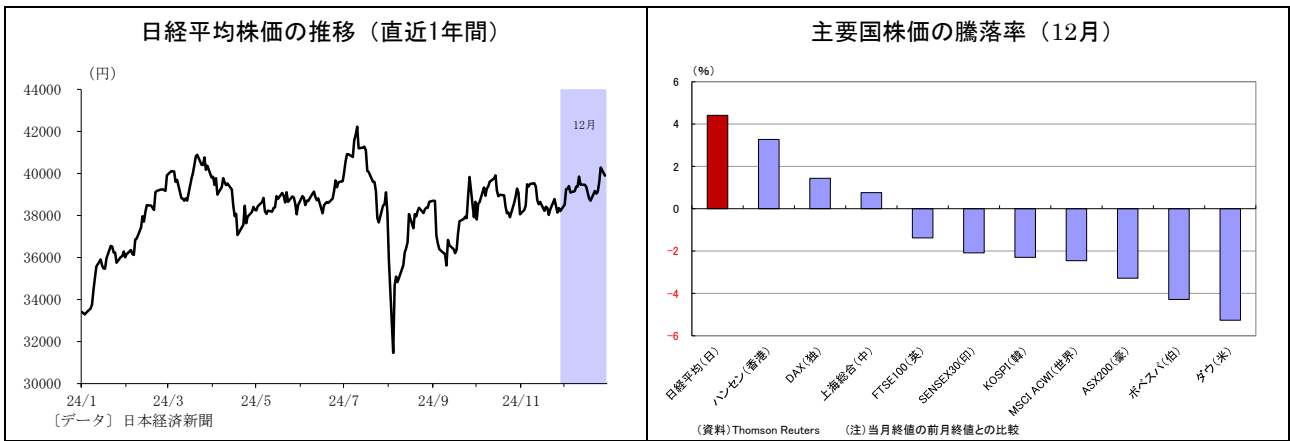
3. 金融市場(12月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

12月の動き (→) 月初1.0%台後半でスタートし、月末も1.0%台後半に。

月初、日銀の12月利上げ見送りの可能性に言及した報道を受けて、1.0%台前半に低下。その後は日銀の利上げ見送り観測（金利低下要因）とFRBの利下げペース鈍化観測（金利上昇要因）が綱引きする形となり、1.0%台半ばでの推移が継続。18日のFOMCでは、ドットチャートやパウエル議長会見で利下げペースの鈍化が示唆されて一旦金利が上昇したが、翌19日のMPMで利上げが見送られ、植田総裁会見でも1月の利上げが示唆されなかったため、20日には再び1.0%台半ばへ低下した。月終盤には、米国のインフレ再燃懸念、来年度の国債市中発行増加報道、株価の上昇を受けて上昇し、27日には約13年ぶりに1.1%を突破した。月末は1.0%台後半で終了した。





（ドル円レート）

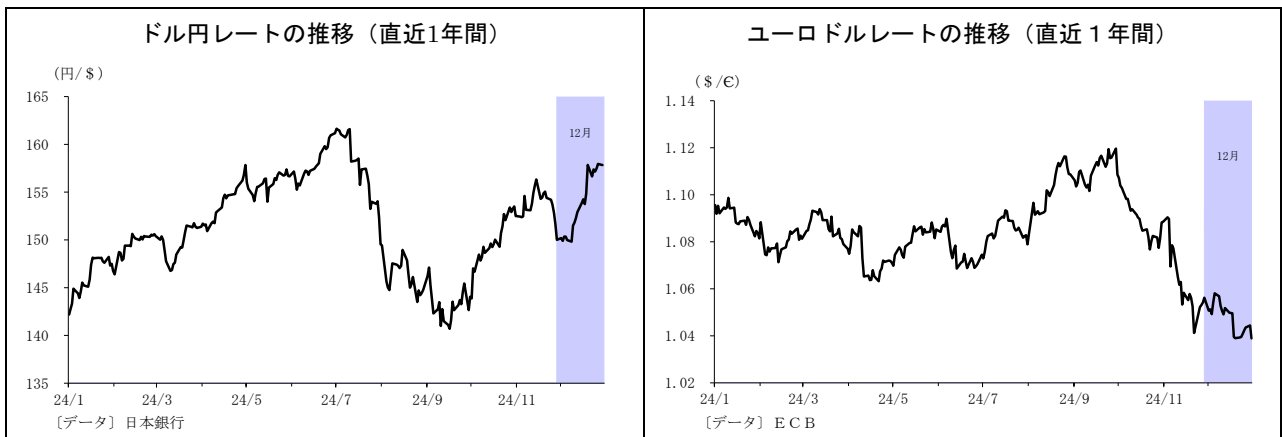
12月の動き（↗） 月初150円台前半でスタートし、月末は157円台後半に。

月初、150円を挟んだ推移が続いた後、中国政府による景気刺激策への期待からリスクオン（選好）の円売りが入り、10日に151円台半ばに。その後も強めの米経済指標や観測報道等による日銀の利上げ見送り観測などから円安が進み、17日には154円台に乗せた。しばらく様子見地合いを経た後、日銀が利上げを見送り、植田総裁会見が早期利上げに前向きではないと受け止められたことで、20日は157円台後半に。下旬も円安ドル高圧力が続いたが、日本の当局による口先介入が円の下値を一定程度支える形となり、月末も157円台後半で着地した。

（ユーロドルレート）

12月の動き（↘） 月初1.05ドル台前半でスタートし、月末は1.03ドル台後半に。

月初、冴えない米経済指標をきっかけにしてユーロに買戻しが入り、6日に1.05ドル台後半を付けた。その後はECBの利下げ継続観測がユーロを圧迫し、ECB理事会を受けた12日には1.05ドルを割り込んだ。しばらく1.05ドル付近での推移が続いたが、FOMCで利下げ鈍化姿勢が示されたことで20日には1.03ドル台後半まで下落した。月終盤はクリスマス休暇で動意を欠き、1.04ドル付近での推移が継続。月末は1.03ドル台後半で終了した。



金利・為替予測表 (2025年1月9日現在)

		2024年	2025年				2026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)	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
米国	FFレート (期末)	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00
	10年金利 (平均)	4.3	4.4	4.3	4.2	4.2	4.2
ユーロ圏	中銀預金金利(期末)	3.00	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
ドル円	(平均)	152	155	154	153	151	149
ユーロドル	(平均)	1.07	1.04	1.05	1.05	1.06	1.06
ユーロ円	(平均)	163	161	162	161	160	158

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標、レンジの場合は上限値を記載

(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。