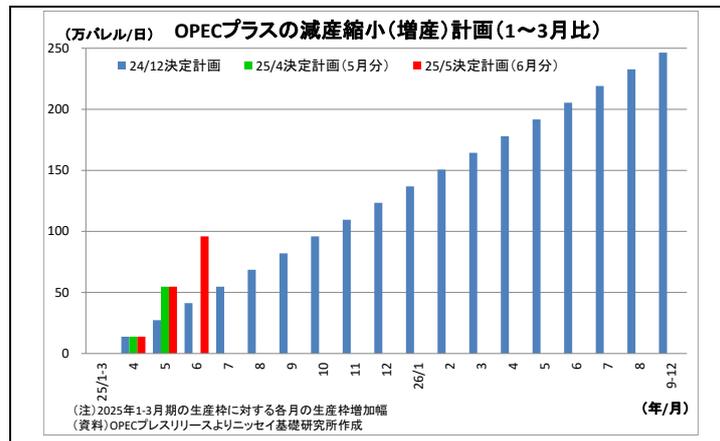


Weekly  
エコノミスト・  
レター原油安に拍車をかける OPEC プラス  
～トランプ関税の行方に影響も

経済研究部 主席エコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 春先以降、トランプ関税を受けて原油価格が下落・低迷する中、OPEC プラスが積極的な減産縮小を押し進め、原油価格の低迷に拍車をかけた。従来、原油価格が低迷・下落している局面では、サウジが主導する形で減産の維持・拡大を決めることが通例であったが、今回は大きく異なる。OPEC プラスが原油価格低迷下で増産を進める狙いを考察すると、可能性が高い説として「減産順守に向けたサウジによるけん制」、「トランプ政権との水面下の取引」、「原油生産シェアの回復」の三つが浮かび上がる。
2. 「減産順守に向けたけん制」がサウジの狙いなのであれば、原油価格の押し下げ効果は限定的かつ短期に留まるはずだ。この場合、減産縮小は減産順守という最終目標のための手段に過ぎないためだ。逆に、サウジが「シェアの回復を目指している」場合には、原油価格の押し下げ効果が大きく、長引くことになりそうだ。生産量の大幅な引き上げが必要になるため、原油需給が大きく緩和し、価格の低迷が長引くことになる。
3. 筆者としては、「減産順守に向けたサウジによるけん制」説が最も有力と見ている。サウジは従来、原油価格下支えを重視し、率先して最も多くの減産を引き受けてきただけに、合意破りに対して憤りを感じている可能性が高いためだ。また、サウジは脱炭素社会の到来を見据えて産業の多角化を急いでいるが、そのためには膨大な資金を要する。従って、原油価格低迷の長期化は許容できないだろう。
4. OPEC プラスによる減産縮小の行方が、現在世界を揺るがしているトランプ関税の行方に影響を及ぼす可能性がある点には留意が必要だ。OPEC プラスの減産縮小を背景に原油価格が大きく下がれば、米国内のガソリン価格押し下げに波及し、インフレ懸念の後退を通じて、トランプ政権に関税策において強硬姿勢を続ける余地を与えかねない。



# 1. トピック：原油安に拍車をかける OPEC プラス

## (原油価格は大幅に下落)

昨年秋以降、1 バレル 70 ドル (WTI 先物・期近物、以下同じ) を挟んだ一進一退の推移が続いていた原油価格は今年 4 月に入って急落し、9 日には一時 55 ドル台前半を付けた。その後は一旦持ち直したものの、今月 5 日には再び 55 ドル台前半まで下落し、足元も 58 ドル台で低迷している。

## (原油価格急落の 2 つの要因)

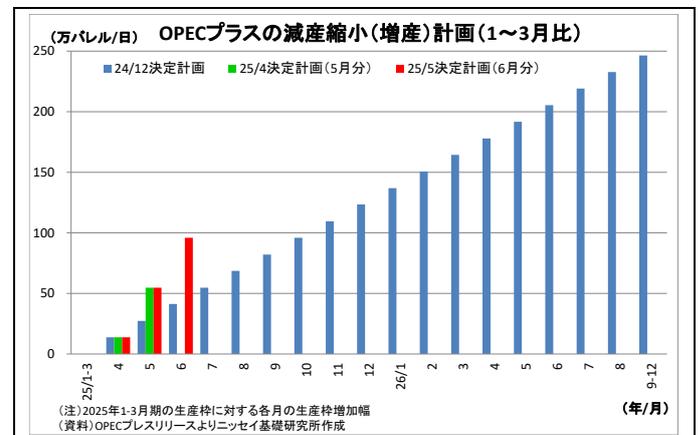
4 月以降の原油価格急落をもたらした要因としては、主に二点が挙げられる。

一つは「トランプ政権による大規模な関税引き上げ策 (以下、トランプ関税) の打ち出し」だ。トランプ政権が 4 月上旬に輸入自動車への追加関税 (25%) を発動したうえ、大規模な相互関税 (一律 10%+国別追加税率) を打ち出したことで、世界経済の減速懸念が高まり、原油需要の減少観測を通じて価格の押し下げに繋がった。

一方、トランプ政権は看板政策の一つとして原油の増産を掲げ、増産によって原油価格を押し下げ、インフレを抑制することを目指していたが、トランプ政権発足後も原油の掘削活動・生産量はともに横ばいで推移しており、増産の兆しは見られない。つまり、関税による需要減少観測という全く異なる経路で原油価格が押し下げられたわけだ。



そして、原油価格急落をもたらしたもう一つの要因は「OPEC プラスによる積極的な減産縮小 (すなわち増産)」だ。OPEC と主要産油国から成る生産協調枠組みである OPEC プラスは、今年 3 月初旬の会合において予定通り、日量 220 万バレルの自主減産<sup>1</sup>について、4 月から予定通り段階的な縮小を開始することを決定した。もともと、この減産縮小は昨年 6 月に決まっていたことだが、市場環境を鑑みて、三度にわたって開始が延期されてきた経緯がある。しかし、3 月会合では、原油価

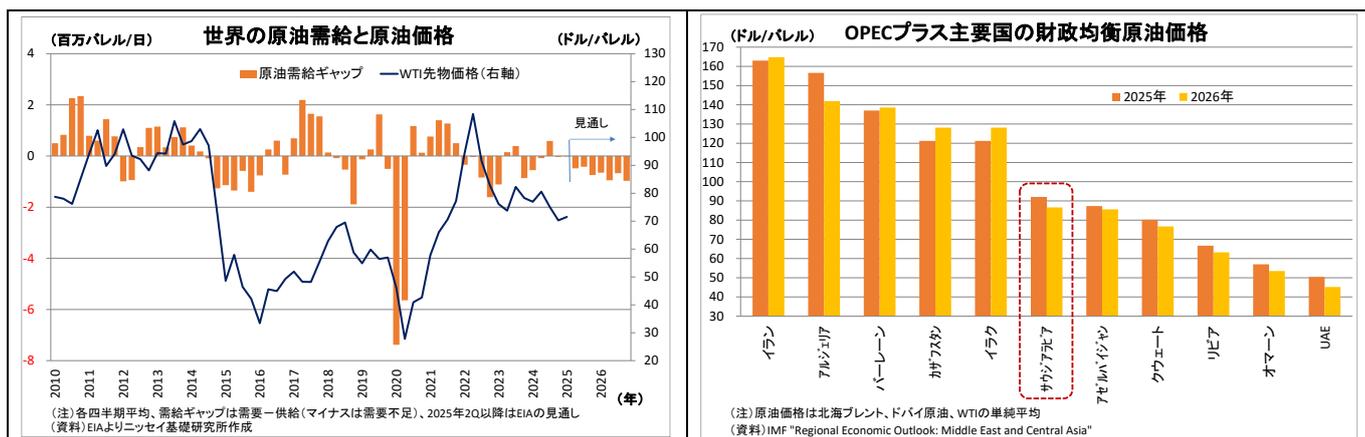


<sup>1</sup> 有志国 8 カ国が実施。別枠で実施している日量 200 万バレルの協調減産、日量 166 万バレルの自主減産については、昨年 12 月に 2026 年末までの継続を決めている。

格が 70 ドルを割り込んで低迷していた<sup>2</sup>にもかかわらず、減産縮小が決定された。

さらに、OPEC プラスは 4 月初旬の会合において 5 月分の減産縮小幅を元の計画の 3 倍に引き上げたのに続き、5 月初旬の会合においても 6 月分の減産縮小幅を 3 倍に引き上げた。既述の通り、4 月以降に原油価格が一層低迷していたにもかかわらず、減産縮小ペースの加速が決定されたことになる。それぞれの会合の声明文では、決定の理由について「健全な市場のファンダメンタルズを考慮した」旨が記載されているが、違和感を禁じ得ない。

こうした OPEC プラスの減産縮小決定を受けて、市場では先行きの供給過剰に対する懸念が強まり、価格のさらなる押し下げに働いた。



従来、最大の原油生産力を持ち、OPEC プラスの実質的なリーダーであるサウジアラビア（以下、サウジ）は自国の経済・財政への影響を鑑みて原油価格の下支えを重視する傾向が強かった。実際、サウジの財政均衡原油価格は近年 70～90 ドル台で高止まりしており、財政赤字の穴埋めのためにも高い原油価格が必要になっている。このため、原油価格が低迷・下落している局面では、同国が主導する形で減産の維持・拡大が決まることが通例であり、2022 年から今年年初にかけて減産が拡大され維持されてきたのだが、3 月の会合以降はトランプ関税の影響などで原油価格が下落しているにもかかわらず、それに追い打ちをかける形で積極的な減産縮小が押し進められていることが従来のパターンと大きく異なる。

### （原油価格低迷でも増産を進める理由は？）

それでは、OPEC プラスはなぜ原油価格低迷下において積極的な増産を進めるのだろうか？その狙いを考察すると、可能性が高い説として主に 3 つが浮かび上がる。

#### ①減産順守に向けたサウジによるけん制

一つは「減産順守に向けたサウジによるけん制」という説だ。

これまで、OPEC プラスの減産は合意破りが横行してきた。各減産参加国に割り振られた合意生産枠と実際の生産量との乖離を確認すると、イラク、UAE、カザフスタン、ロシアなどで継続的に合意枠以上の生産が目立つ。他の参加国は過剰生産国に対してその補償のための追加減産も含めて是正を求め続けているのだが、合意破りは収まっていない。

特にイラクは長年にわたって殆ど合意を守ったことがないほか、近年ではカザフスタンも大幅な

<sup>2</sup> WTI 先物の昨年の平均価格は 1 バレル 75.8 ドル

過剰生産が目立つようになっている。

こうした状況に対して、これまで率先して減産を引き受けてきたサウジがいよいよ業を煮やし、OPEC プラスとして増産に転じることで意図的に原油価格の押し下げを図っている可能性がある。原油価格の下落は各参加国にとって望ましくない。サウジとしては「抜け駆けをするようなら最も増産余力のある自国も増産する」、「その結果、皆が損失を被ることになるぞ」という牽制を発し、減産順守に向けた規律の回復と、OPEC プラス内での自国の指導力回復を狙っている可能性がある。

現に、コロナ禍初期にあたる 2020 年 3 月の OPEC プラス会合では、サウジとロシアの意見対立によって減産拡大で合意できなかったばかりか、サウジが即座に増産方針を打ち出したことで原油価格が急落する事態となった。その後、原油安に対する各国の危機感が後押しする形で、同年 4 月に一転して大規模な減産合意がまとまった経緯がある。

また、今年 5 月の会合直前には、サウジ当局者が「サウジは今後さらなる減産で原油市場を下支えする意向はなく、原油安が長期間続いても対応できる」との意向を OPEC プラス参加国等に伝えたとの報道があり<sup>3</sup>、サウジが減産順守に向けたけん制姿勢を強めたと解釈することも出来る。

## ② トランプ政権との水面下の取引

原油価格低迷下における増産の狙いとして考えられる二つ目の可能性は「サウジとトランプ政権との水面下の取引」説だ。

トランプ大統領は、従来、インフレ抑制のための原油価格下落を強く期待しており、1 月の大統領就任直後にも OPEC に対して原油価格の引き下げを声高に要求していた<sup>4</sup>。

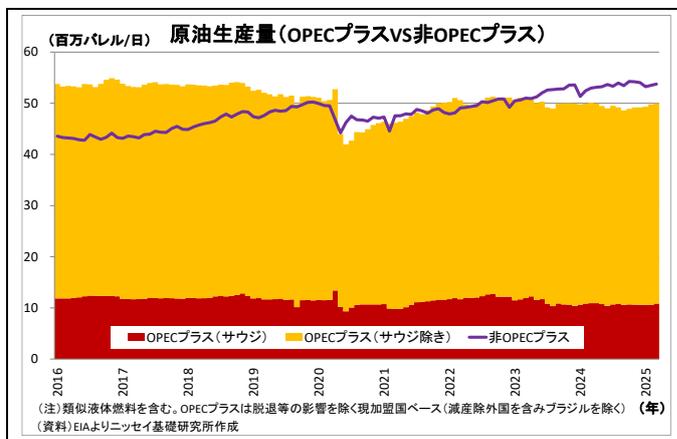
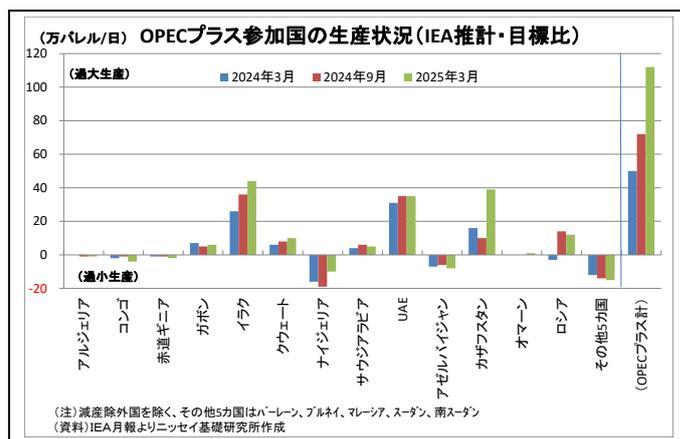
サウジがトランプ大統領の要求を無条件で快諾したとは考えづらいが、水面下の交渉において、イラン等を巡る安全保障問題や経済領域に関する米国からの何らかの支援策と引き換えに、同国が OPEC プラスとしての減産縮小を推し進めた可能性は否定できない。

## ③ 原油生産シェアの回復

そして、三つ目は「サウジが原油生産シェアの回復を目指している」という説だ。

OPEC プラスの原油生産量が世界全体に占めるシェアは OPEC プラス発足前の 2016 年時点では 55%を超えていたが、直近では 48%程度にまで低下している。また、サウジ単独のシェアもこの間に 12%程度から 10%程度へと低下している。

一方で、米国やカナダといった非 OPEC プラスのシェアはじりじりと上昇してきた。OPEC プラス



<sup>3</sup> 「「サウジ、産油政策転換示唆「原油安の長期化に対応可能」＝関係筋」ロイター,2025年5月1日

<sup>4</sup> 「トランプ氏、サウジに原油値下げ要求へ 1兆ドルの投資も要請」ロイター,2025年1月24日

が生産を抑制して原油価格を下支えたことで、非 OPEC プラスにおいて油田の開発が促され、増産が進んだ構図だ。結果的に、OPEC プラスは「敵に塩を送った」形になっている。

従って、失われたシェアを回復するために、サウジが主導する形で OPEC プラスとして生産量・シェア重視の戦略に転換した可能性も否定できない。

### (各説の影響と可能性)

以上のように、OPEC プラスが原油価格低迷下において積極的な増産を進める狙いとしては様々な説が考えられるが、原油価格への影響はそれぞれ異なる。

まず、「減産順守に向けたけん制」がサウジの狙いなのであれば、減産縮小による原油価格の押し下げ効果は限定的かつ短期間に留まるはずだ。なぜなら、この場合においては、減産縮小は各国による減産順守という最終目標のための手段に過ぎないためだ。原油価格が一定程度下落することで減産順守に向けた規律の回復が確認できれば、サウジは再び価格重視の姿勢に転じ、減産縮小を修正する可能性が高いだろう。

逆に、サウジが「原油生産シェアの回復を目指している」場合には、減産縮小による原油価格の押し下げ効果が大きなものとなり、かつ長引くことになりそうだ。シェアの回復のためには、生産量の大幅な増加が必要になるが、原油需要の価格弾力性は高くないため、世界の原油需給が大きく緩和し、価格が低迷した状態が長引くことになる。価格が低い状態が継続しなければ、非 OPEC の減産を促せないという面もある。

なお、「トランプ政権との水面下の取引」がサウジの狙いである場合は、原油価格の押し下げ効果はケースバイケースになる。サウジの減産姿勢はトランプ政権との間の水面下取引の内容次第ということになりそうだ。

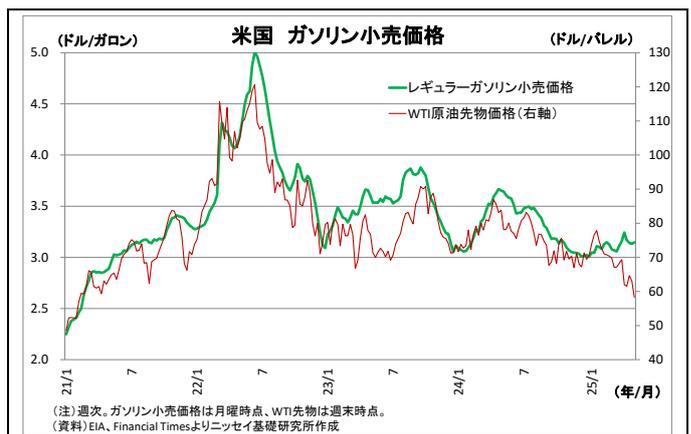
一方、各説の可能性については、筆者は「減産順守に向けたサウジによるけん制」説が最も有力と見ている。サウジは従来、原油価格下支えを重視し、率先して最も多くの減産を引き受けてきただけに、合意破りに対して憤りを感じている可能性が高いためだ。また、サウジは脱炭素社会の到来を見据えて産業の多角化を急いでいるが、そのためには膨大な資金を要する。従って、原油価格低迷の長期化は許容できないだろう。既述の通り、原油需要の価格弾力性は高くないため、原油生産シェアの回復を目指して増産しても、価格低下の影響が上回って原油販売収入が減少し、産業多角化のための資金の捻出に困難を来しかねない。

なお、「トランプ政権との水面下の取引」の可能性はそれなりにあると思われるが、サウジに戦略の大転換を促すほど強力なカードを米国が持っているのか、定かではない。

### (トランプ関税の行方に影響も)

最後に、OPEC プラスによる減産縮小の行方は、現在世界を揺るがしているトランプ関税の行方に影響を及ぼす可能性がある点には留意が必要だ。

トランプ政権は、近頃、関税による国内経済及び金融市場への悪影響（インフレなど）を危惧して関税策の緩和について以前よりも前向きになりつつあると見られる。



しかし、仮に OPEC プラスの減産縮小を背景に原油価格が大きく下がれば、米国内のガソリン価格の押し下げに波及し、インフレ懸念の後退を通じて、トランプ政権に関税策で強硬姿勢を続ける余地を与えかねない。

国内で消費する原油のほぼ 100%を輸入に頼る日本にとっては、OPEC プラスの減産縮小によって原油価格が下がること自体は望ましいことだが、それがトランプ政権の関税を巡るスタンスの強硬化に繋がるのであれば、逆効果にもなり得る。従って、OPEC プラス、なかでも実質的なリーダーであるサウジの今後の動向が注目される。

## 2. 日銀金融政策(4月)

### (日銀) 現状維持

日銀は4月30日～5月1日に開催した金融政策決定会合(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0.5%程度で推移するように促すこととした(全員一致での決定)。

声明文と同時に公表された展望レポートでは、トランプ政権による関税発動等を受けて、2025・26年度の実質成長率を大きく下方修正するとともに、物価上昇率も総じて下方修正した(下図参照)。一方で、今回から新たに開示された2027年度分については、成長率が1%まで持ち直し、物価上昇率も目標である2%付近に収束する姿が示されている。

基調的な物価上昇率については「成長ペース鈍化などの影響を受けて伸び悩む」(その後徐々に高まる)との見通しが示され、物価目標に概ね達する時期は「見通し期間の後半」とされた。前回1月の展望レポートでも、物価目標に概ね達する時期は「見通し期間の後半」であったが、今回から見通し期間が1年延長されているため、実質的に後ろ倒しされた形だ。

さらに、リスクバランスについては、経済・物価見通しともに2025・26年度は下振れリスクの方が大きいと指摘されている。

会合後の総裁会見では、植田総裁が展望レポートに沿って経済・物価の見通しを説明したうえで、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、以上のような経済・物価の見通しが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き、政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と発言。利上げの継続方針が維持された。ただし、「こうした見通しが実現していくかどうかという点については、各国の通商政策等の今後の展開や、その影響を巡る不確実性がきわめて高い状況にあることを踏まえ、内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していくことが重要」と慎重に確認・判断していく姿勢を強調した。

総裁は、基調的な物価上昇率が2%に収束していく時期について後ずれを認めた一方で、利上げのタイミングやペースについては「(基調的な物価上昇率が)いったんちょっと足踏みするようなところを経てまた上昇するという姿にやや修正しているので、その中のどこでその見通しの確度が高まったということを判断できるかというのは、なかなか難しい」、「中心的な見通し自身の確度が、これまでほどは高くないというふうに残念ながらみている。従って、例えば関税政策等について大きな動きがあるという場合には中心的な見通し自体も変わり得るし、それが将来の金融政策の動向

にも影響を与える」と述べ、必ずしも後ずれするわけではないとの見解を示した。

さらに「基調的物価上昇率が伸び悩んでいるときに、無理に利上げをすることは考えていない」と述べる一方、「ただ足元は伸び悩んでいるけれども、その先いろいろな条件が重なって、また上がり出して 2%に到達する可能性がすごい高くなったなど判断した場合にはやる」と付け加えた。

米国の関税政策の受け止めについては、「特に 4 月 2 日の時点では、かなり悪い方に振れた。その後、若干の巻き戻しがあつて、現在もうひとつ分からない状態になっている。その後、ある程度交渉の進展があるということは、見通しの中に織り込んでいるけれども、それでも無視できないレベルの関税が残るということを前提にした」と説明。具体的な関税の想定については、「これまでに議論されてきたものの中の一番極端なところにはいかない、それから全くゼロとか、10%だけで済むというよりはもう少し高いレベルに交渉の結果落ち着く程度の前提で、それぞれ具体的な姿は各委員に任されている」と補足した。

関税政策の見極めに要する時間に関して、不確実性が大きく低下する時期については、相互関税上乘せ分の猶予期間である 90 日間という時間軸が「一つのポイントになる」としつつ、「そこは何とも言えないと思うし、いったん大体これでいくというふうにセットされても多少の不確実性はまだ残る」、「関税の体系が決まっても、その経済への影響というところは、これまでにない規模の関税の発動なので、なかなか不確実性は大きい」と不確実性がある程度高い状態が長引くとの認識を示した。

賃金と物価の好循環の基本的なメカニズムに関して、総裁は「ある程度回っている」とする一方、「(賃金上昇の) サービス価格のところへの波及がもう一つ思ったほどのところではない」との認識を示した。今後については、「深刻な労働者不足は続いているというようなこともあつて、賃金と価格がお互いに相手を上昇させるという意味での好循環は継続していく」との見通しを示した。

なお、関税が利上げの到達点・ターミナルレートに与える影響について、総裁は、「自然利子率がどうなるかということ次第」としたうえで、「関税がずっと入るということは資源配分の効率性上はマイナスなわけだけれども、それが直ちに大きな自然利子率の、例えば、低下に結びつくという結論はすぐにはなかなか出せない」と述べるに留めた。

## (今後の予想)

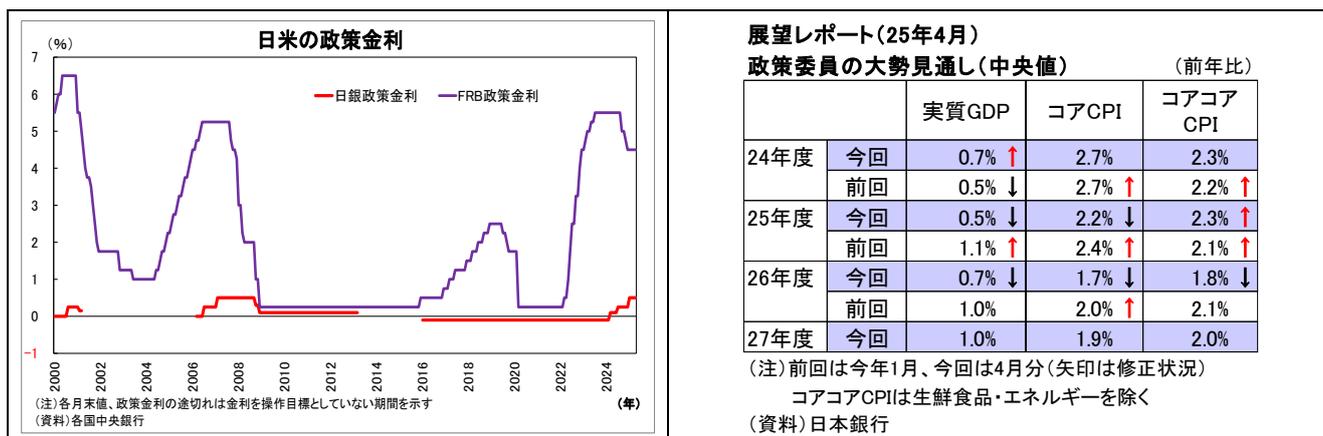
今回の展望レポートは筆者を含め大方の予想よりも大幅に下方修正された(その証拠に、同レポート公表後に市場は円安・金利低下・株高で反応)。さらに、基調的な物価上昇率が 2%に達する時期も後ろ倒しされており、予想以上に日銀が先々に対して警戒感を持っている印象を受けた。ランプ関税が日銀の予想を超える規模で打ち出され、さらに不確実な状況が続くことの影響を軽視できないとの判断があつたものと推測される。

一方で、植田総裁は見通しの不確実性の高さを幾度も強調し、今後の利上げのタイミングやペースについても必ずしも後ずれするわけではないとの見解を示している。物価目標達成が遅れるのであれば、利上げのペースも遅れると考えるのが自然だが、日銀としては、見通しの前提となるランプ関税を巡る不確実性が極めて高いとの認識のもと、とりあえず、政策の自由度を出来るだけ確保しておきたいと考えているふしうかがえる。

次回の利上げ時期については、トランプ関税の動向と影響に大きく左右されるため、もちろん不確実性は高いが、中心的な（筆者の）予想としては来年1月を想定している。交渉の結果で決まるトランプ関税の動向がより明確になるには時間がかかるうえ、白紙撤回が考えにくい以上、残る関税の影響を見極めるのにも数カ月の時間を要するためだ。一方、来年の1月頃になれば、関税の影響も含めてある程度見えてくる部分も増えていると期待されるうえ、構造的な人手不足を背景に、来春闘での賃上げ機運継続が見通せるようになり、利上げに踏み切りやすくなると考えられる。「円安是正を強く望むトランプ政権を刺激しないためにも、可能なら利上げしておきたい」という暗黙的な動機が日銀内で働く可能性もある。

なお、リスクシナリオにはなるが、利上げが中心的な見通しよりも前倒しされる代表的なケースとしては、「トランプ関税の早期撤回または大幅な緩和」が挙げられる。この場合は、経済への悪影響が限定的に留まるうえ、円安ドル高が進むことで利上げの前倒しが促されるだろう。ただし、7月の参院選が波乱含みであることを踏まえると、最短でも9月と見ている。

一方、利上げが後ろ倒しされる代表的なケースとしては、「トランプ関税の高水準維持またはさらなる引き上げ」が挙げられる。こうなると、米国売りによる米国債価格の下落によって世界的な金融システム不安や金融危機に発展する恐れも出てくる。この場合は、経済への悪影響が極めて大きくなるため、利上げが実質的に打ち止めとなったり、最悪のケースとしては利下げが必要になってくるだろう。

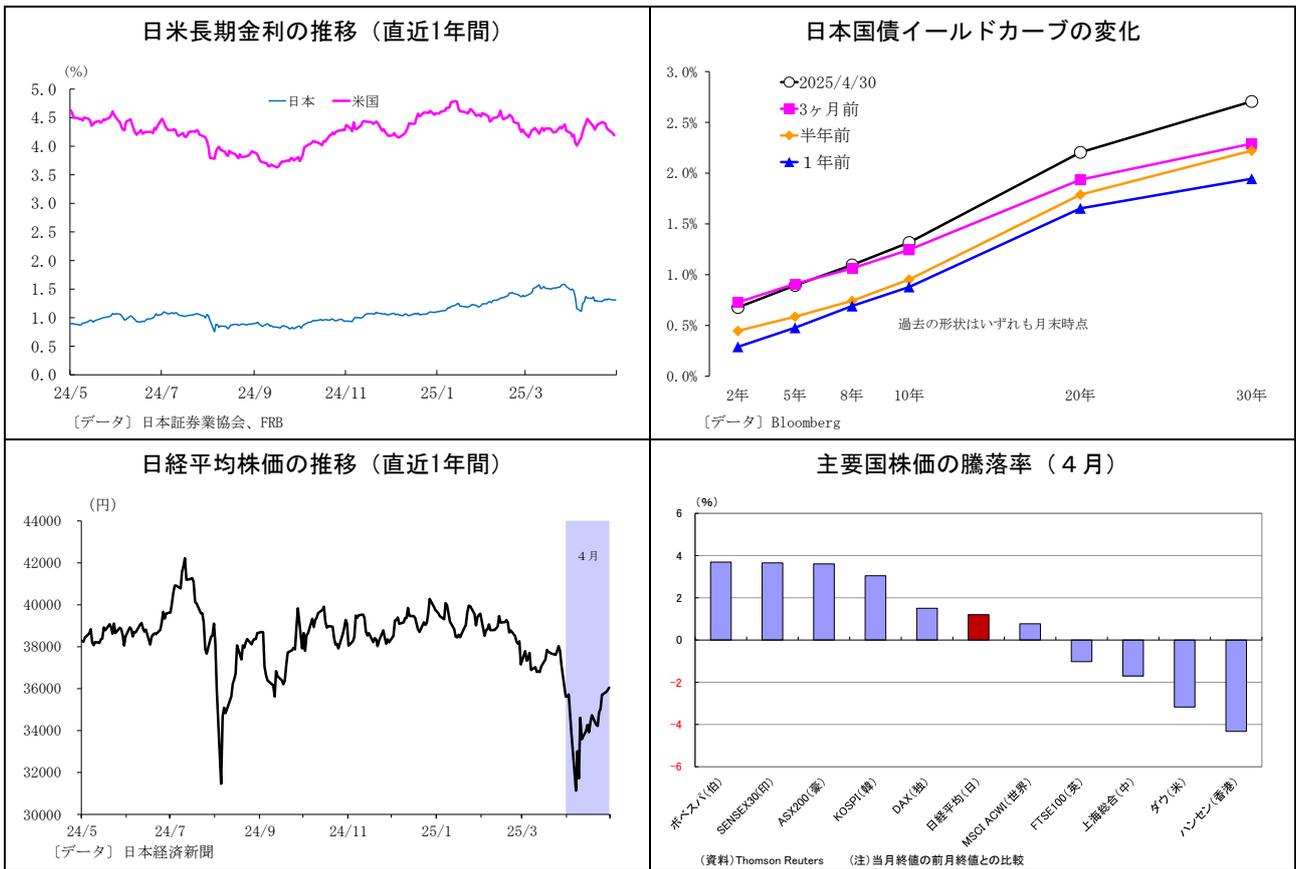


### 3. 金融市場(4月)の振り返りと予測表

#### (10年国債利回り)

4月の動き (㊄) 月初1.5%近辺でスタートし、月末は1.3%台前半に。

月初、トランプ政権による大規模な相互関税発表を受けて世界経済の減速懸念が急激に高まり、安全資産の債券買いが優勢になった結果、7日には1.1%台前半まで低下した。この間には日銀による利上げ観測の後退も金利低下をサポートした。その後、相互関税の上乗せ分が90日間停止されたことでリスクオフが一服し、10日には1.3%台後半まで持ち直したが、16日には補正予算編成の見送り報道を受けた国債増発懸念の後退によって1.3%を割り込んだ。月の後半には、米中貿易摩擦の緩和観測(金利上昇要因)と米経済指標の悪化(金利低下要因)などの材料が交錯して方向感が出ず、月末にかけて1.3%を挟んだ展開が継続した。



## (ドル円レート)

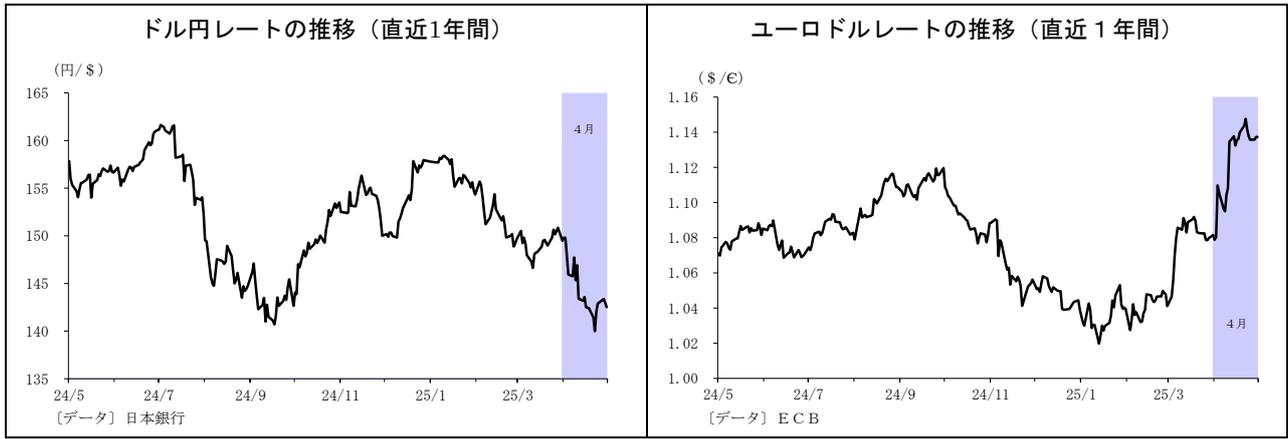
**4月の動き (㊄)** 月初149円台後半でスタートし、月末は142円台半ばに。

月初、149円台で推移した後、トランプ政権による相互関税発表を受けて米景気減速懸念によるドル売りとりスクオフの円買いが同時に発生し、4日には145円台後半に急落。一方、相互関税の上乗せ分が90日間停止されたことで巻き戻しが発生し、10日には146円台後半を回復した。しかし、翌11日には米中貿易摩擦への警戒が高まり、143円台に急落。その後も日米交渉における米側からの円安是正要求への警戒や、トランプ大統領によるパウエルFRB議長批判を受けたドルの信認への不安から円高が進み、22日には一時140円を割り込んだ。月の終盤には円安是正要求の思惑後退や、米中摩擦の緩和期待を受けてやや巻き戻しが入り、月末は142円台半ばで終了した。

## (ユーロドルレート)

**4月の動き (㊄)** 月初1.07ドル台後半でスタートし、月末は1.13ドル台後半に。

月初、相互関税の発表を受けて米景気減速懸念が高まり、3日に1.11ドル付近へ急上昇。さらに米中貿易摩擦への警戒でドルが売られ、11日には1.13ドル台半ばに到達。その後はしばらく一進一退となったが、トランプ大統領によるパウエルFRB議長批判を受けてドルの信認への不安が高まったことで、22日には1.14ドル台後半を付けた。一方、24日には報道等を受けて米中貿易摩擦の緩和期待が高まったことでドルが買い戻され、1.13ドル台後半に下落。月末も1.13ドル台後半で終了した。



金利・為替予測表 (2025年5月8日現在)

|       |                  | 2025年     |           |      |       | 2026年 |      |
|-------|------------------|-----------|-----------|------|-------|-------|------|
|       |                  | 1-3       | 4-6       | 7-9  | 10-12 | 1-3   | 4-6  |
|       |                  | <b>実績</b> | <b>予想</b> |      |       |       |      |
| 日本    | コールレート (誘導目標・期末) | 0.50      | 0.50      | 0.50 | 0.50  | 0.75  | 0.75 |
|       | 10年金利 (平均)       | 1.3       | 1.3       | 1.4  | 1.4   | 1.5   | 1.5  |
| 米国    | FFレート (期末)       | 4.50      | 4.50      | 4.25 | 3.75  | 3.50  | 3.25 |
|       | 10年金利 (平均)       | 4.5       | 4.3       | 4.5  | 4.6   | 4.5   | 4.4  |
| ユーロ圏  | 中銀預金金利 (期末)      | 2.50      | 2.00      | 2.00 | 2.00  | 2.00  | 2.00 |
|       | 10年金利 (独、平均)     | 2.6       | 2.5       | 2.4  | 2.4   | 2.4   | 2.4  |
| ドル円   | (平均)             | 153       | 144       | 146  | 142   | 139   | 137  |
| ユーロドル | (平均)             | 1.05      | 1.13      | 1.12 | 1.13  | 1.14  | 1.15 |
| ユーロ円  | (平均)             | 161       | 163       | 164  | 160   | 158   | 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

本資料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、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料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。