



原油安の背景とその影響

調査研究部 専門研究員

古金 義洋

○原油価格下落はロシアの増産が主因

ロシアによるウクライナ侵攻により高騰していた原油価格が下落した。原油価格の指標であるWTI先物価格は6月上旬の1バレル当たり120ドル台から一時90ドルを割り込み、ウクライナ侵攻以前の水準に戻った。

原油安は世界景気後退懸念による需要の落ち込みによるものとも言われるが、IEA(国際エネルギー機関)は8月の”Oil Market Report”で世界の原油需要見通しを上方修正しており、原油安の主因はロシアの原油生産が回復していることと考えられる。

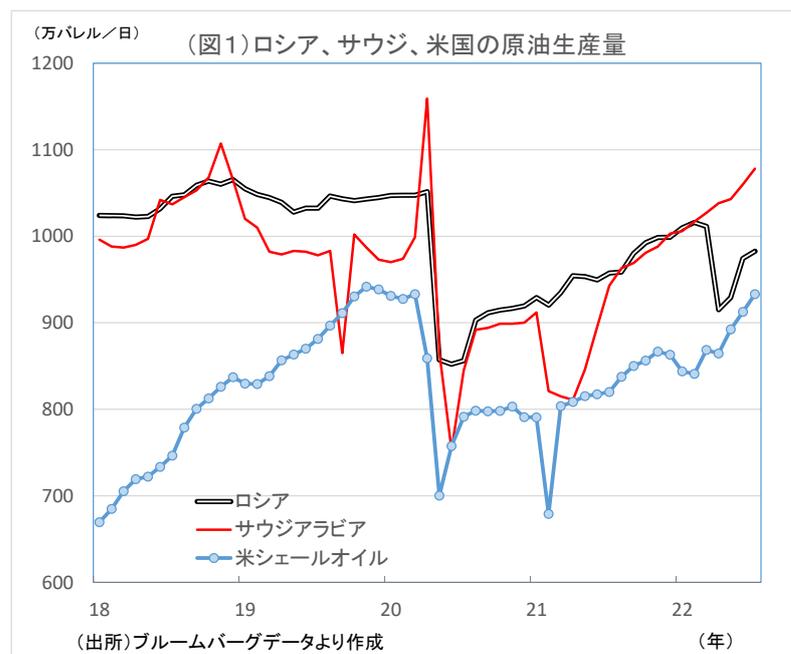
ウクライナ侵攻前のロシアの原油生産量は日量1,000万バレル超の水準だった。しかしロシアに対する経済制裁により4月に900万バレル程度まで減少した。4月にIEAは、ロシアの原油生産は3月の約1,000万バレルから4月に150万バレル減少し、5月以降の減産幅は300万バレルに拡大すると予想していた。しかし、実際の生産量は5月以降持ち直し、7月には約980万バレルとウクライナ侵攻以前の水準近くまで回復した(図1参照)。ロシア産原油は中国などに割安な価格で販売されていると言われ、ロシアに対する経済制裁が十分に効いていないことを物語る。

「経済制裁によってロシアの原油生産が大幅に減少し世界の原油需給が逼迫する」との予想を前提に、OPECや米国など他の主要生産国は原油を増産した。サウジアラビアの生産は昨年12月の約1,000万バレル

から7月には約1,080万バレルと80万バレル程度増加した。米国のシェールオイル業界も、当初は新規投資が後々座礁資産になることを恐れて増産に消極的だったが、その後生産を増やしていった。シェールオイルの原油生産は昨年12月の約860万バレル程度から7月には約930万バレルと約70万バレル増加した。

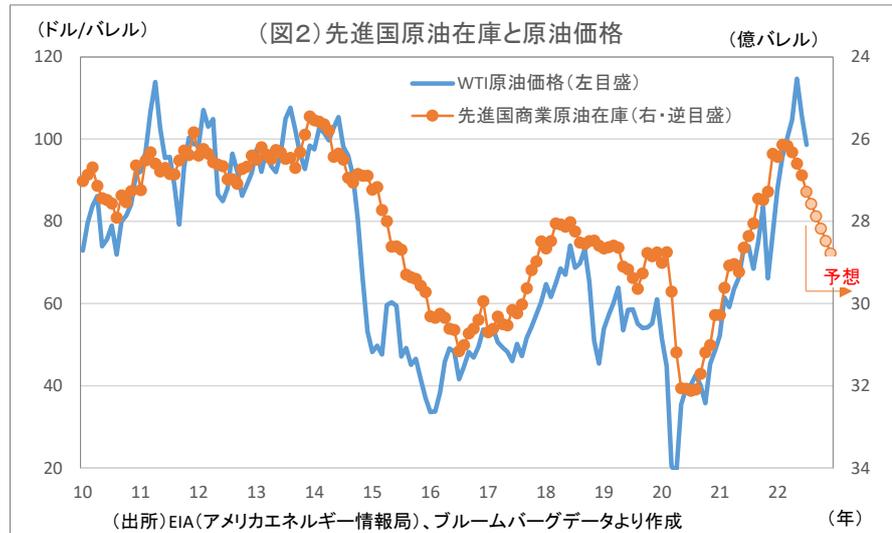
仮にIEAの当初見通し通りロシアの生産が約300万バレル減少していたのであれば、サウジアラビアやシェールオイルの増産では補いきれなかった計算だ。しかし、実際にはロシアの生産はほとんど減らず、結局、他の主要国の生産増加分が世界の原油需給を余剰気味にした。

IEAの原油需給見通しを参考に世界の原油需給を試算すると、22年7～9月、10～12月は日量100万バレル超の供給超過となる見





通しだ。先進国の原油在庫と原油価格には逆相関の関係（1億バレルの在庫増加が約12ドル/バレルの原油価格下落につながる）があるが、仮に、年末にかけて世界の原油需給が日量100万バレルの供給超過となり、その分、原油在庫が増加したとすれば、原油価格は年末までの4か月間で14ドル/バレル程度値下がりする計算（0.01億バレル×120日×12ドル=14.4）になる。原油価格はなお軟調な推移を辿るとみられる（図2参照）。



○米国の消費者物価上昇テンポが鈍化

ロシアに対する経済制裁が効きにくくなっていることは国際政治面からみて大きな問題だが、経済面でも原油安の波紋は広がっている。

米国ではエネルギー価格急騰により加速していたインフレが高水準ながら幾分鈍化した。7月の米消費者物価は前年比8.5%と前月の9.1%から上昇テンポは鈍化した。消費者物価全体の約9%の比率を占めるエネルギーの前年比上昇率が6月42%（消費者物価前年比に対する上昇寄与度は3.8%）から7月33%（同3.0%）と鈍化したことが主因だ。この先エネルギーの前年比がゼロになったとすれば消費者物価の前年比は5%台に鈍化する計算だ。

もちろん、インフレをもたらしている要因は原油だけではないため、インフレがこのまま沈静化していくわけではない。基調的なインフレの指標である単位当たり賃金コスト

（時間当たり賃金÷労働生産性）は、4～6月に前年比9.5%上昇し、1～3月の同8.2%から加速した。これは、エネルギー価格とは無関係に米国のインフレが高水準にとどまる可能性が高いことを示す。エネルギー価格高騰がインフレに及ぼす影響は小さくなっていくとみられるが、今後は賃金上昇の影響に注目が集まることになるだろう。

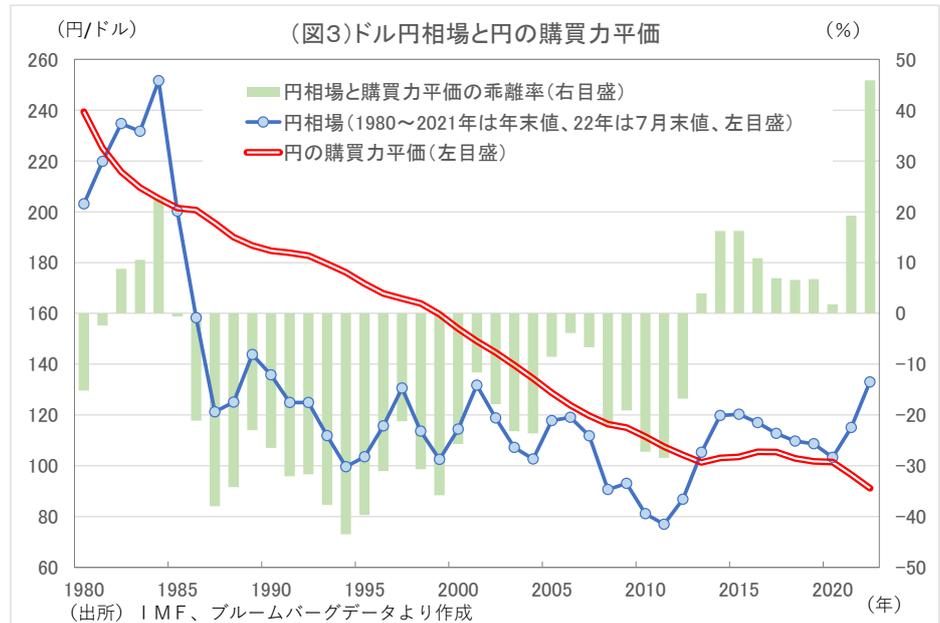
一方、米国景気は原油安で再び盛り上がる可能性もある。米国の経済成長率は1～3月、4～6月と2四半期連続のマイナス成長となったが、原油価格高騰が年前半中の米国経済減速の一因だったとみられる。だが、原油安で景気後退懸念は和らぎ、逆に、ガソリン価格下落による消費マインド回復が景気を押し上げる要因となる。実際、7月の雇用者数は前月比53万人増と大幅増加し、失業率は3.5%に低下した。ガソリン価格下落により、消費マインドも上向いている。

○日本の経常収支赤字転落は回避

日本では原油安によって高騰していた輸入価格の上昇テンポが鈍化し、交易条件や貿易収支の改善が見込まれる。



このため、急速に進んでいた円安の勢いも幾分衰えている感もある。IMFが計算する円の購買力平価は2022年時点で1ドル=91.1円だが、これに対して7月末のドル円相場は133.3円となり、購買力平価との乖離率は46%と広がっている(図3参照)。ドル高是正のための協調介入が実施された1985年9月プラザ合意時の乖離率は2割強で、今よりかなり小さかった。



この大幅な円安をもたらした要因は、第1に日米の金融政策スタンスの違い、第2に輸入価格急騰で日本の経常収支が赤字に転落する懸念だったが、原油安で少なくとも後者の経常赤字転落は回避できそうだ。

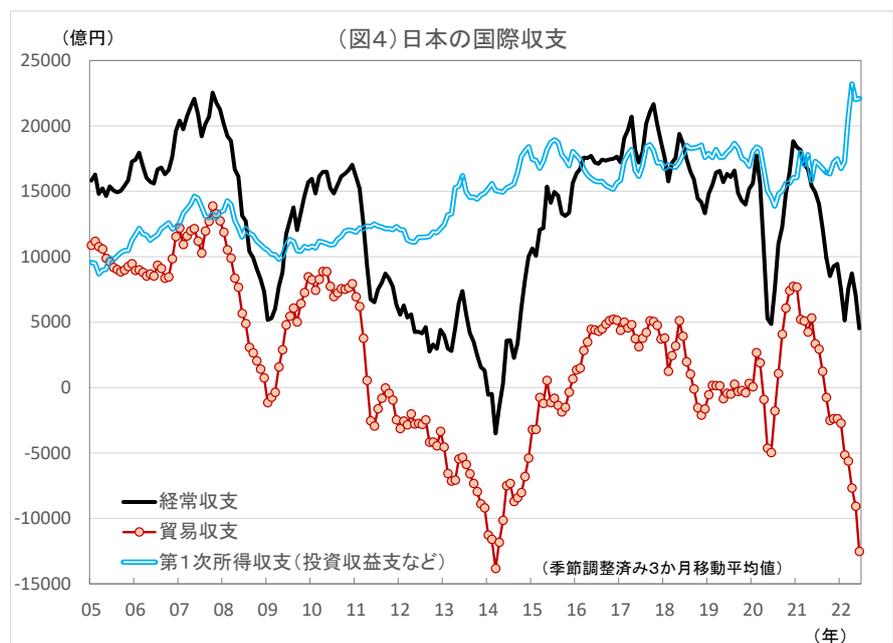
4~6月の日本の経常収支(季節調整値、月平均値)の内訳をみると、貿易収支が月1.2~1.3兆円の赤字、サービス収支が月約0.3兆円の赤字、移転収支が月約0.2兆円の赤字であるのに対して、投資収益収支など第一次所得収支が月約2.2兆円の黒字で、これらを合計した経常収支は月0.4~0.5兆円の黒字となっている(図4参照)。

原油安で貿易赤字幅は今後縮小していこう。4~6月の原油WTI平均価格は109ドル/バレル、日本の原油入着価格は111ドル/だった。現在のWTI価格90ドル程度の下では、原油入着価格も90ドル程度になるとみられ、貿

易収支の赤字幅は月0.7~1.0兆円程度に縮小すると見込まれる。円安によって幾分水膨れしている所得収支黒字が多少減るとしても、経常収支の黒字傾向は変わるまい。

○円安是正につながる可能性も

経常収支が赤字に転落するかどうか、円相場を見るうえで極めて重要だ。当期末の対





外純資産＝前期末の対外純資産＋当期の経常収支、であるため、経常収支が赤字にならない限り、日本の膨大な対外純資産は（21年末時点で411兆円）が減少しないからだ。

世界経済に何らかの危機的事態が発生する場合、海外に巨額な資産を保有する日本の投資家は流動性確保のために海外資産を売却し、その際、大幅な円高になると見込まれる。東日本大震災時に円高になったのもそのためだ。そして、対外純資産の大きさに応じ、そうした円高リスクは大きくなる。リスクに応じた高めの期待リターンが必要になるため、その分、円高になりやすい。

巨額な対外資産は円高の支えであり、日本の経常収支が赤字に転落していけば、円の支えがなくなってしまいが、経常収支が黒字のままであれば、積極的な円売りは起きにくくなる。大幅な円安をもたらしていた2つの要因のうちの1つがなくなることは、円安是正につながる可能性がある。