

原油レポート

< 中国の景気対策と原油相場 >

1. 原油市況 ~ 50 ドル台前半に下落

原油相場（WTI、期近物）は、世界景気の低迷により石油需要が鈍化すると観測が強まり、大幅に下落している。11月13日には一時1バレル = 54.67ドルと昨年1月以来1年10ヶ月ぶりの安値をつけた。その後、米国の石油在庫の伸び悩みや、OPECが臨時総会の開催を発表したことなどから買い戻され、14日の終値は1バレル = 57.04ドルであった。

最近の原油相場は、世界景気の先行き懸念から株式相場と連動する傾向が強まっている。目先はOPECの強調減産がさらに強化されるとの観測が下値を支えるとみられるものの、金融市場に明瞭な改善の動きがみられるまでは、原油相場の下落傾向が今後も続く可能性が高い。2009年にかけては、先進国での需要減少が相場に織り込まれる一方で、新興国の需要の底堅さが明らかになるにつれて70ドル台に戻す可能性があるものの、当面は世界景気が一段と悪化する中で50ドル台での推移が続く見通しである。

2. トピック ~ 中国の景気対策と原油相場

中国政府は11月9日、総額4兆元（約56兆円）と大規模な景気刺激策を発表した。対策の内容をみると、住宅・インフラ建設などが柱となっているものの、個別の事業規模や新規投資額など詳細については現時点では不明である。

足元の中国景気については減速傾向が鮮明となっており、今回の政策対応がなければ2009年前半の成長率は8%を下回る可能性もあったとみられる。

そうした中で打ち出された今回の景気対策は、中国景気の下支えとなることが期待されるものの、成長率を大幅に加速させるまでには至らない公算である。原油市場でも欧米先進国の需要の落ち込みを埋め合わせるまでには力不足とみられ、2009年の世界の原油需要は微増にとどまる状況に変わりない。このため、目先の原油相場については、原油需要の一段の減少を織り込みながら、下値を模索する展開が暫く続く見通しである。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問合せ先】 細尾 (hosoo@murc.jp)

次回公表日：2008年11月27日（木）頃

1. 原油市況：50ドル台前半に下落

原油相場（WTI、期近物）は、世界景気の低迷により石油需要が鈍化すると観測が強まり、大幅に下落している。13日には一時1バレル＝54.67ドルと昨年1月以来1年10ヶ月ぶりの安値をつけた。その後、米国の石油在庫の伸び悩みや、OPECが臨時総会の開催を発表したことなどから買い戻され、14日の終値は1バレル＝57.04ドルであった。

新興国を含め世界的に原油需要が低迷すると見方が広がったことが、相場の下押し圧力となっている。OPECの追加減産観測に加えて、株価に持ち直しの動きがみられたこともあり、4日には一時71ドル台まで戻す場面もあったが、米国と欧州がそろってマイナス成長となったことや、米ISM指数、雇用統計など、主要経済指標が大幅に悪化したことが明らかとなるたびに売り圧力に押される展開が続いた。

最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、7月頃に比べると、WTIは持ち直し、ドバイやブレントが割安化している。米国原油の供給障害の影響や欧州・アジアの需要鈍化観測がその背景として考えられる（図表3）。一方、原油相場の先物カーブをみると、数年先にかけて緩やかな先高感がある。足元の需給が緩和しているが、先行きは価格が持ち直すとの見方が多いと推察される。また、先物市場における投機筋のポジションをみると、6月後半以降売り買いが拮抗する中、足元では小幅な売り超で推移している。また、商業筋も含めた先物の建て玉をみると、2007年半ばにピークをつけ、2008年7月以降は減少傾向が強まっている（図表7～8）。

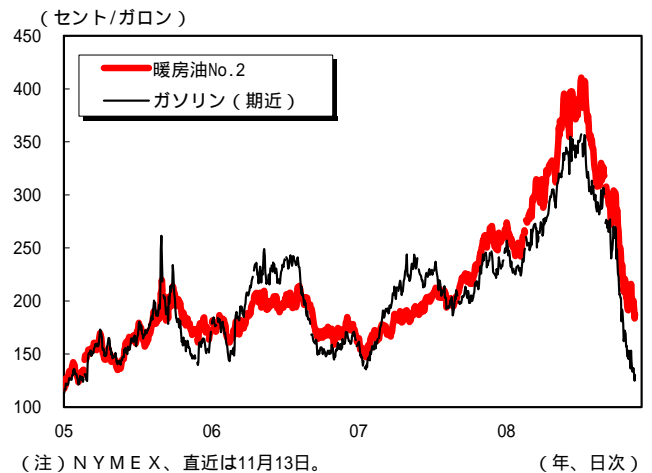
最近の原油相場は、世界景気の先行き懸念を背景に株式相場と連動する傾向が強まっている。目先はOPECの協調減産がさらに強化されるとの観測が下値を支えるとみられるものの、金融市場に明瞭な改善の動きがみられるまでは、原油相場の下落傾向が今後も続く可能性が高い。

2009年にかけては、先進国での需要減少が相場に織り込まれる一方で、新興国の需要の底堅さが明らかになるにつれて70ドル台に戻す可能性があるものの、当面は世界景気が一段と悪化する中で50ドル台での推移が続く見通しである。

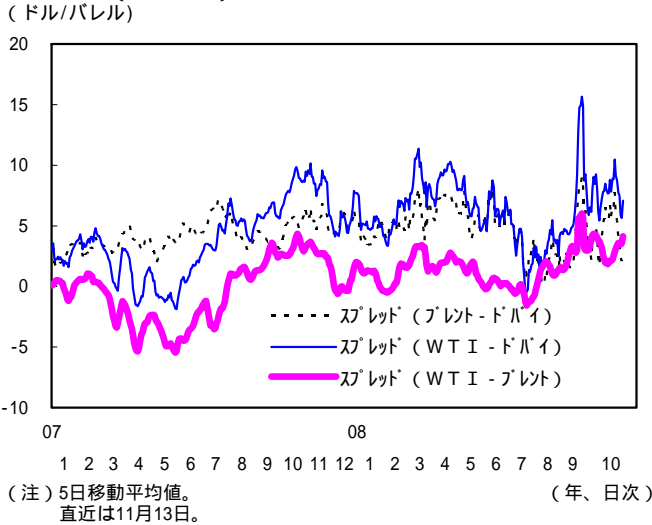
（図表1）原油市況の推移



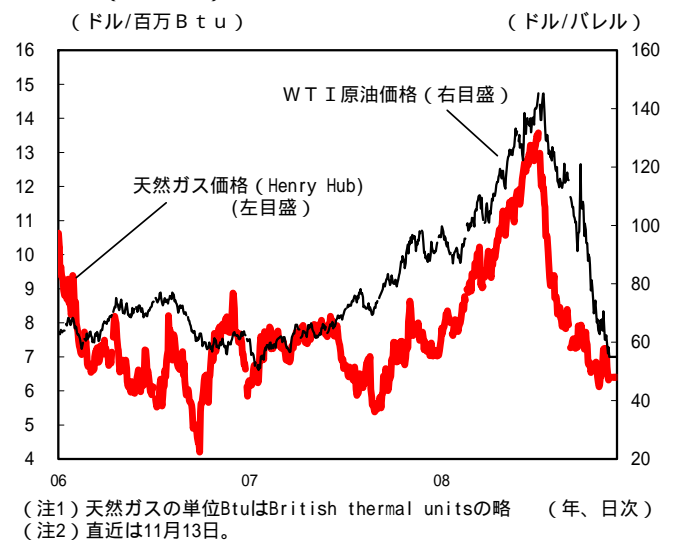
（図表2）石油製品市況の推移



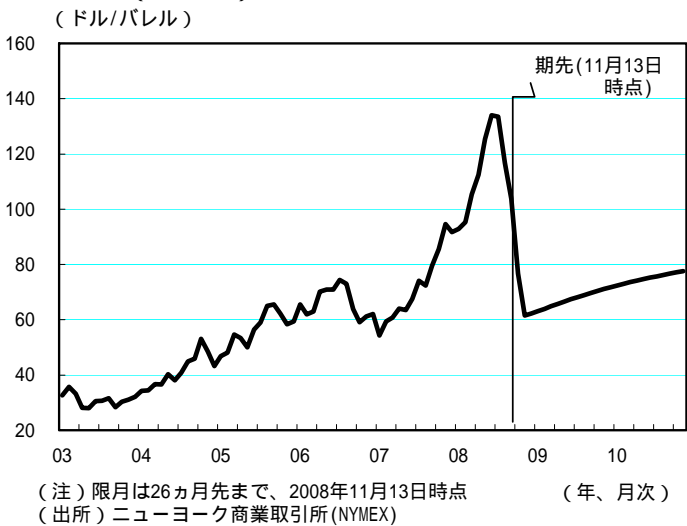
(図表3) 油種間スプレッドの推移



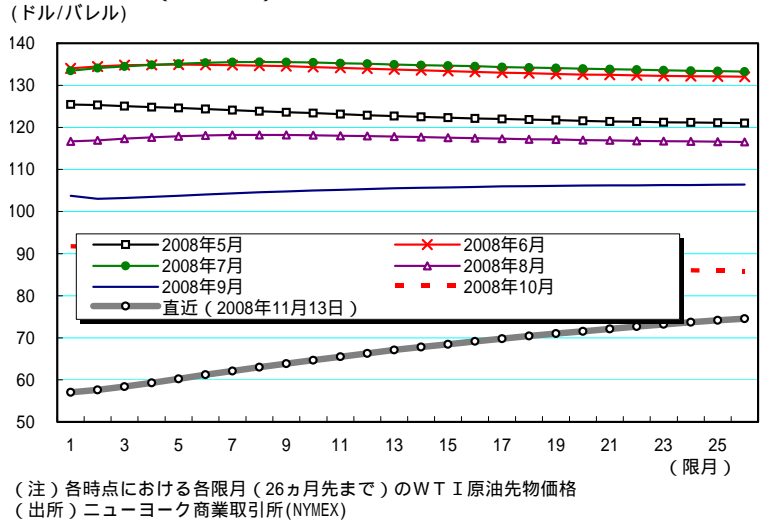
(図表4) 米国天然ガス市況の推移



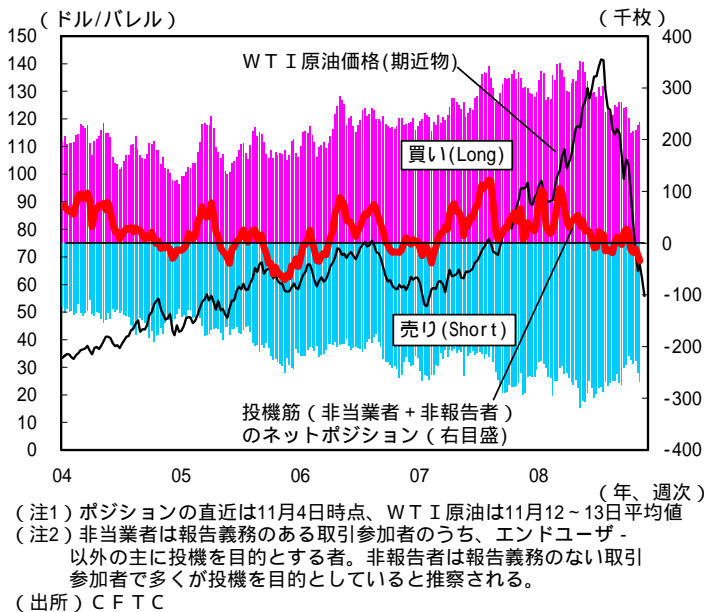
(図表5) 原油先物価格と先物カーブ



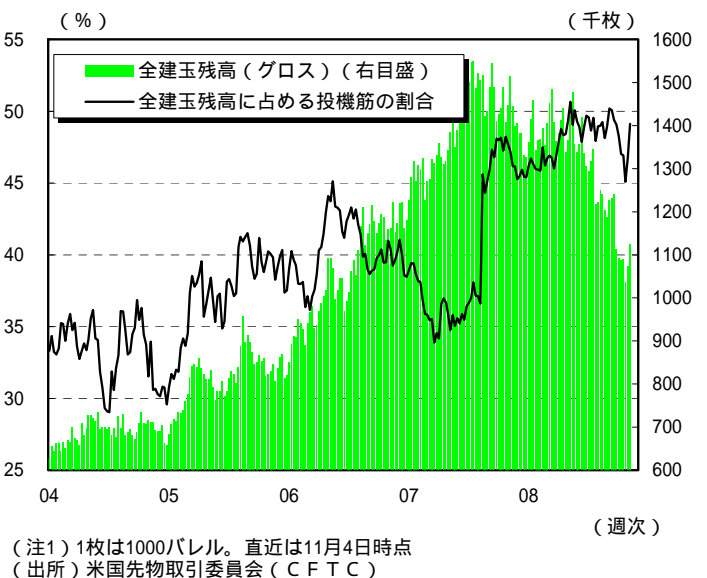
(図表6) WTI原油の先物カーブの変化



(図表7) 投機筋のポジション(原油)



(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

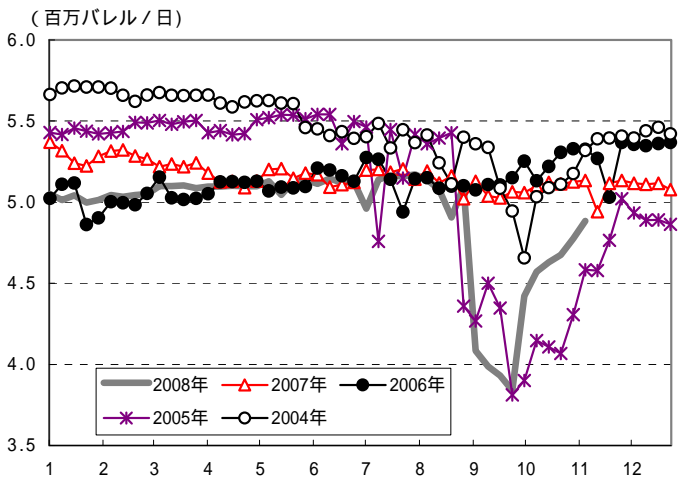


2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；生産量が増加、在庫は横ばい

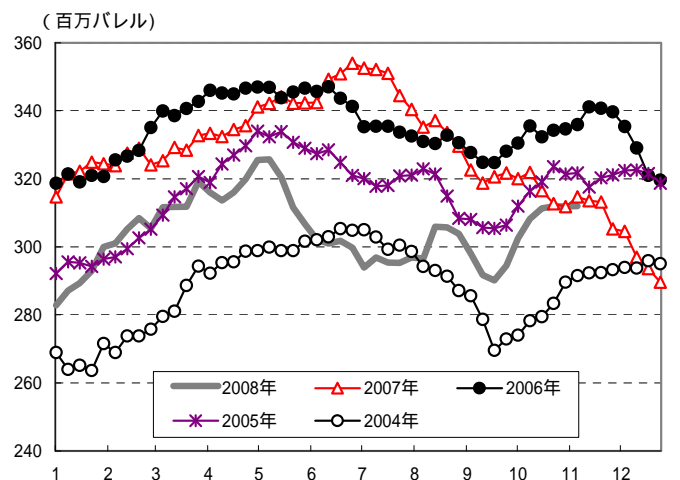
米国の油田からの生産は、ハリケーンの影響による障害から復旧が続いている（図表9）。11月7日に終わる週の原油在庫は前週比横ばいであった（図表10）。原油在庫が10月にかけて増加するのは本格的な冬の需要期を迎えるまでにみられる季節的な動きであるが、前年は年末にかけて原油在庫が減少傾向で推移したため、今後、原油在庫の水準は前年水準を上回ってくる可能性がある。

（図表9）米国の原油生産量



(注)直近値は11月7日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

（図表10）米国の各年の原油在庫

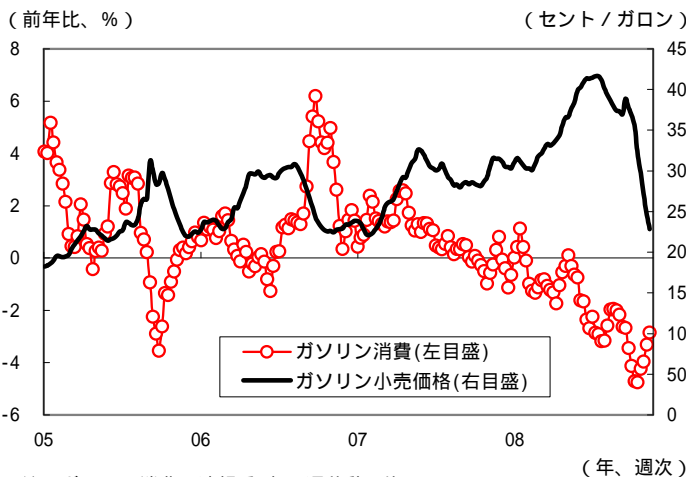


(注)SPRを除く原油在庫、直近値は11月7日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(2) 米国石油製品；需要の低迷が続く

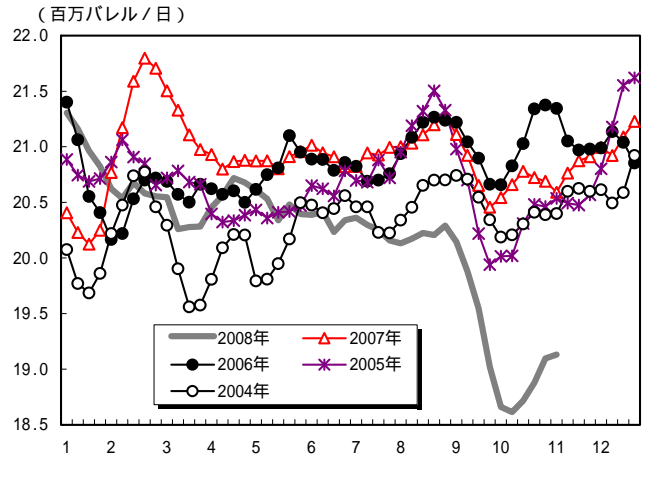
米国の石油製品需要は減少傾向で推移している。ガソリン小売価格（全米平均）は、11月第2週には1ガロン＝2.2ドルと2007年初めの水準まで下がってきた（図表11）。一方で、ガソ

（図表11）ガソリン消費と価格の推移



(注)ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所)EIA

（図表12）石油製品消費量の推移



(注)速報系列の4週後方移動平均、直近値は11月7日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

リン需要は、前年割れ水準での推移が続いている。重油や中間留分を含めた石油製品全体でも、消費量は近年の水準を大幅に下回って推移している（図表 12）。景気低迷への懸念や石油製品価格がさらに下落するとの観測が石油需要を抑制している。

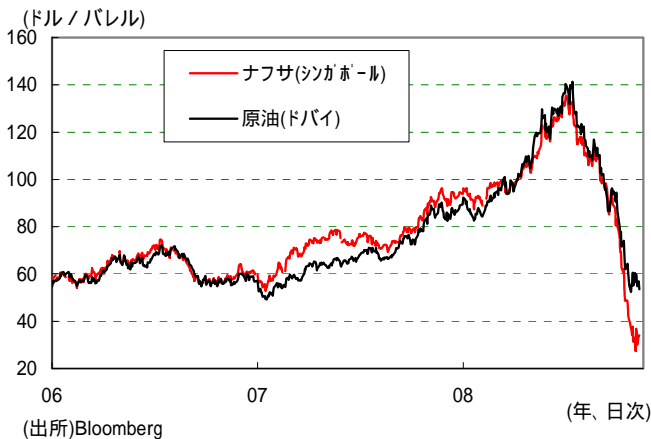
（3）ナフサ；アジアのナフサ需給は大幅に緩和

日本の9月の輸入ナフサ価格（通関）は、1リットルあたり82.7円に下落した。一方、9月の原油輸入価格も同82.2円まで下落したが、ナフサが原油価格に対して割安な状況ではなかった。

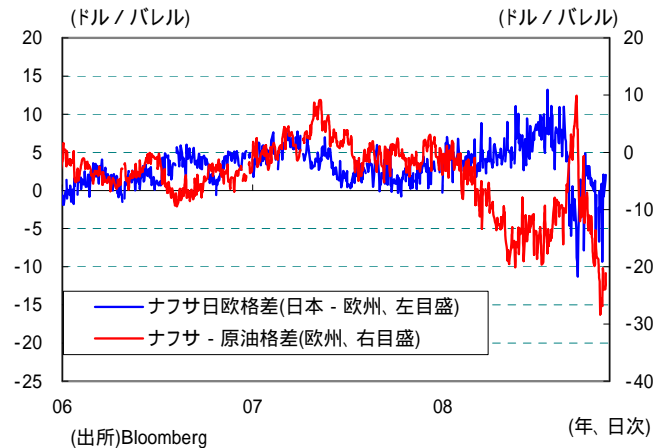
その後の市況をみると、原油に連動してナフサも大幅に下落している（図表 13）。そうした中で、ナフサと原油の価格差は不安定になっており、9月半ばにいったんナフサの割安度合いが縮小したものの、足元にかけて再び強まっている（図表 14）。

ナフサ価格の地域格差（アジア - 欧州）をみると、9月半ば以降は割高・割安が大きく変化しているが、夏場にかけてアジアの割高度合いが拡大していた頃に比べて、アジアのナフサは割安化する動きが強まっている（図表 14）。日本や韓国などアジアの石油化学メーカーが生産調整を始めており、ナフサ需要の鈍化が意識されている。アジアのナフサ需給は大幅に緩んでおり、インド産ナフサが米国向けに輸出されるといった動きも出ている。

（図表 13）中東原油とシンガポール・ナフサの価格



（図表 14）ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



3. OPECの生産動向等

OPECは10月24日に開催した臨時総会で、日量150万バレルの減産を決定した。

また、11月に入り相場の過度の下落が進んだことを背景に、11月29日にカイロで臨時総会を開催することが発表され、相場下支えのための追加減産が話し合われる見通しである。

産油量の決定については、従来から量的調整を図る立場と価格支持を求める立場で、加盟国間の思惑にずれがみられたが、OPEC全体としては、これまでは需給バランスの調整に主眼がおかれてきた。

しかし、原油相場が7月の高値から6割以上も下落し、一部加盟国では国家予算の前提となる相場水準を下回るようになっている。また、穏健派の加盟国に加えて消費国からも、相場急落によって原油開発の設備投資が滞ることで、将来的な原油の供給不安を招くことへの懸念が強まってきている。こうしたことを背景に、現在の相場水準が望ましくないとの姿勢が加盟国間で強まり始めており、価格支持のための大幅減産を求める声が高まっている。

現状では、生産枠を大幅に上回るサウジアラビアが、10月の減産合意に基づきどの程度の減産を行なうかに注目が集まっている。そうした中、OPEC内部で足元の相場水準への不満が強まれば、消費国側の理解を得やすいこともあり、サウジアラビアが本格減産に転じ、OPEC全体についても大幅な追加減産に踏み切る可能性がある。

(図表15) OPECの生産動向

国名	生産量 (10月)	生産量 (9月)	超過量 (10月)	生産枠 (08年11月~)	減産幅	生産枠 (07年11月~)	産油能力	稼働率	生産余力 (9月)
アルジェリア	140.0	140.0	4.3	128.6	7.1	135.7	145.0	96.6%	5.0
アンゴラ	187.5	180.0	-10.0	180.1	9.9	190.0	193.0	93.3%	13.0
エクアドル	50.0	50.0	-2.0	49.3	2.7	52.0	50.0	100.0%	0.0
インドネシア	85.0	86.5	0.0	-	4.5	86.5	90.0	96.1%	3.5
イラン	390.0	395.0	13.3	361.8	19.9	381.7	410.0	96.3%	15.0
イラク	223.5	216.5	-	-	-	-	250.0	86.6%	33.5
クウェート	260.0	258.0	4.9	239.9	13.2	253.1	265.0	97.4%	7.0
リビア	175.0	172.0	0.8	162.3	8.9	171.2	175.0	98.3%	3.0
ナイジェリア	192.0	194.0	-22.3	205.0	11.3	216.3	220.0	88.2%	26.0
カタール	87.0	87.0	1.2	78.5	4.3	82.8	90.0	96.7%	3.0
サウジアラビア	935.0	945.0	50.7	847.7	46.6	894.3	1,080.0	87.5%	135.0
UAE	258.0	265.0	8.3	243.3	13.4	256.7	280.0	94.6%	15.0
ベネズエラ	235.0	236.0	-11.0	234.1	12.9	247.0	250.0	94.4%	14.0
OPEC13カ国	3,218.0	3,225.0	-	-	-	-	3,498.0	92.2%	273.0
OPEC12カ国	2,994.5	3,008.5	41.2	-	-	2,967.3	3,248.0	92.6%	239.5
OPEC11カ国	2,909.5	2,922.0	41.2	2,730.8	-	2,880.8	3,158.0	92.5%	236.0

(注1) 超過量(10月) = 生産量(10月) - 生産枠(07年11月~)。

(注2) 国別生産枠は一時的にOPEC事務局が公表していたもの(その後、撤回された)等による。

(注3) 産油能力は、30日以内に生産可能で、かつ90日以上持続可能であることが条件。

(注4) サウジアラビアとクウェートの生産量には中立地帯の生産量が1/2ずつ含まれる。

(注5) 稼働率(%) = 生産量(9月) / 産油能力 * 100。生産余力 = 産油能力 - 生産量(9月)

(注6) OPEC12カ国はイラクを除く。OPEC11カ国はさらにインドネシアを除く

(資料) Bloomberg

4. トピック；中国の景気対策と原油相場

中国が空前の規模の景気対策を発表し世界景気を下支えすることが期待される。一方、原油相場は、目先の需要減少懸念から下値を模索する動きが続いている。以下では中国の景気対策の評価と原油相場の動向を整理する。

(1) 中国の景気対策

中国政府は11月9日、国営新華社通信を通じ、総額4兆元(56兆円)と大規模な景気刺激策を発表した。対策の内容をみると、低所得者を対象とする安価な住宅建設を冒頭に掲げたほか、鉄道や道路、空港、港湾などのインフラ建設や、今年5月に発生した四川大地震の復興事業を加速させることなどが盛り込まれている。もっとも、これらの施策のうち事業規模などの金額が具体的に明示されているのは、企業を対象に間接税の一種である増値税について来年1月から1,200億元(約1.7兆円)減免することと、来年以降に計画されていた事業のうち1,000億元(約1.6兆円)を今年10~12月期に前倒し実施する点についてのみである。対策の内容についても、医療、環境、技術革新の促進や、国民収入の引き上げなど、抽象的で効果が見えにくい項目も並んでいる。また、社会資本整備を中心に、既定方針の投資プロジェクトも多いとみられ、景気対策として今回新たに追加された項目だけでどの程度の経済押し上げ効果が期待されるのか、詳細については現時点で不明である(図表16)。

もっとも、4兆元という規模については、中国の経済規模(名目GDP)の15%程度にのぼる。日本におきかえれば80兆円近い大型の景気対策といえ、国際金融危機のさなか、各国で恐慌回避のため積極的な財政政策が求められていることもあり、時宜に合った政策といえる。

その後、英フィナンシャルタイムズによれば、13日に開催された国務院(内閣)常務会議において、広東省などで計画されていた事業規模930億元(約1.3兆円)の天然ガスパイプライン着工が承認されたもようである。今後も対策実施にともなう新規案件の承認促進や早期着工の動きが徐々にあらわれてくるとみられる。今月末に開催される経済工作会議では、事業実施のための財源確保に向け、国債発行規模が具体的な議題として示されるのかも注目されるところである。

(図表16) 中国の景気刺激策の内容

- ・低所得者向け住宅建設
- ・農村基盤整備
- ・鉄道・道路・空港などの社会資本整備
- ・医療・環境・技術革新への対応
- ・四川大地震の復興事業の加速
- ・所得政策
- ・法人向け間接税減税(1200億元)
- ・銀行融資の拡大促進
- ・既計画事業1,000億元を年内に前倒し実施

(出所) 中国国務院ホームページ

(2) 減速する中国経済

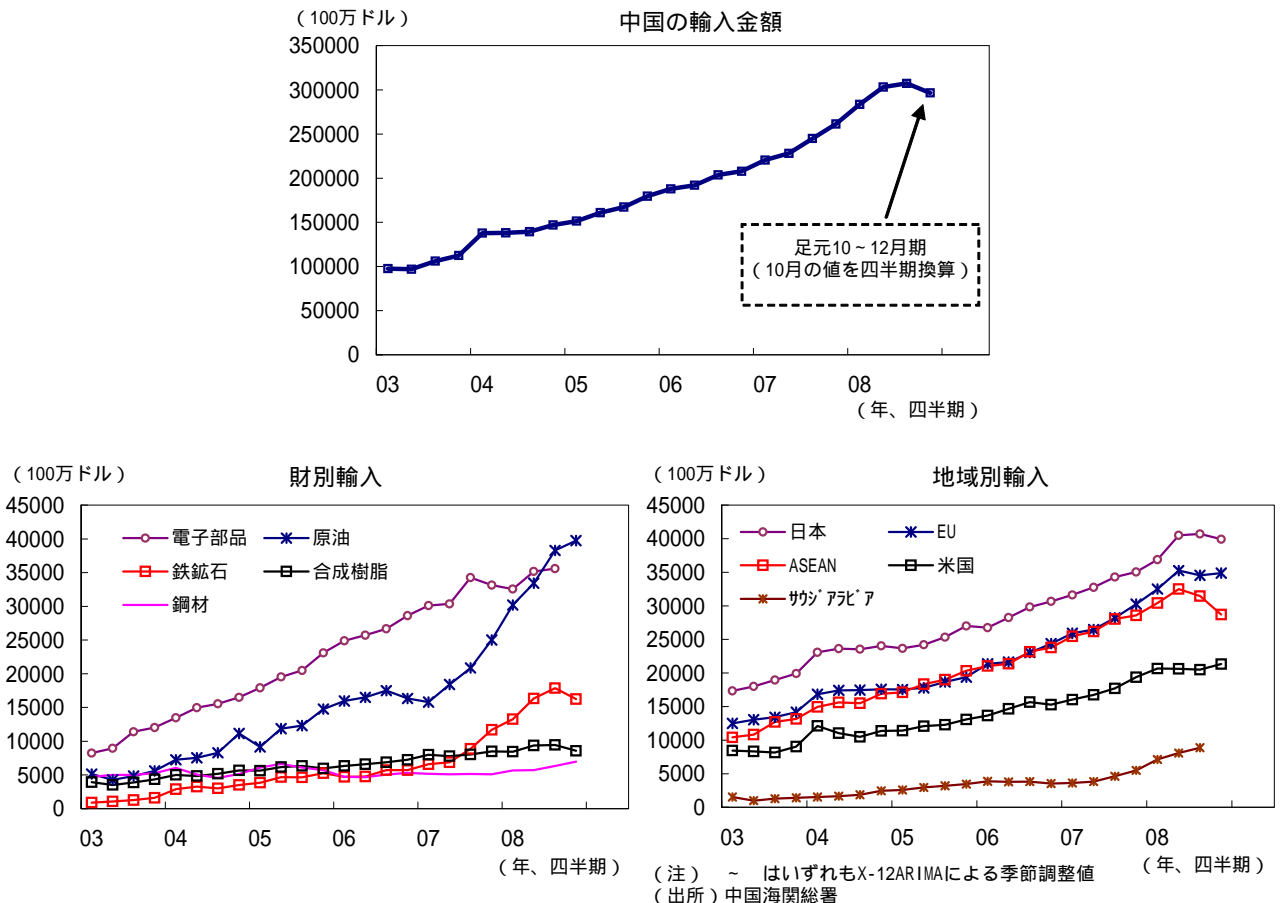
足元の中国経済は減速傾向が鮮明となっている。今年7~9月期までの第3四半期の実質成長率は前年比9%と、およそ3年ぶりに一桁の伸びにとどまった。

中国では北京五輪開催の前後で、環境対策や電力確保を目的に、政府の強力な指導により工場の稼働率が抑制されたほか交通制限などが実施されたため、経済活動が鈍化していた。このため、五輪閉幕後は経済活動が正常化することで、高成長に再び回帰するとの期待が強かった。

しかし、9月中旬に米リーマンブラザーズが経営破たんして、金融市場の混乱が強まり経済状況が一変した。特に、輸出企業が集積する広東省では輸出の低迷が顕著となり、企業破綻が相次いだことが伝えられている。

こうした中国の景気動向を、国内需要の強さを反映する輸入の推移から読み解くと、輸入金額は7~9月期に頭打ち傾向が表れた後、足元10~12月期に減少に転じたことが分かる(図表12)。代表的な輸入品目の推移をみると、鉄鉱石の輸入減少が目立っている。一方、原油については輸入数量が堅調に拡大していることに加え価格が上昇した効果もあり輸入金額が急増した。もっとも、主要な品目の中で、輸入全体を押し下げるほど明瞭に減少している財はみられないことから、10月分が判明していない電子部品が、中国の輸入全体を大きく押し下げた可能性が高いとみられる(図表17)。

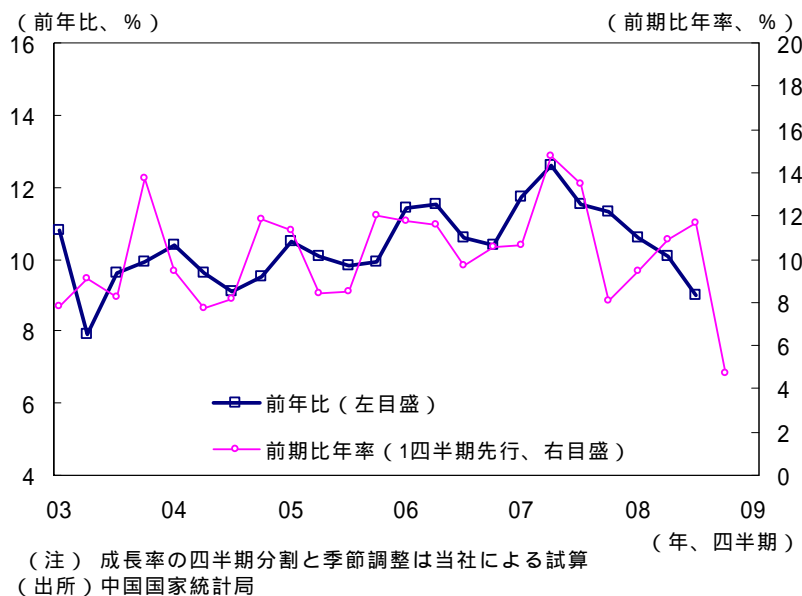
(図表17) 減少に転じた中国の輸入



国別にみると、日本や欧州からの輸入が頭打ちとなる中、ハイテク関連で分業体制が確立している他のアジア地域からの輸入が減少に転じていることも、電子部品が急減した可能性を示している（前頁図表 17 の ）。電子部品の輸入が急減していることは、欧米景気の低迷の影響が色濃く現れているためとみられ、広東省などの輸出基地に深刻な影響を及ぼしているとみられる。このため、中国政府は、今回の景気対策とは別に、13日の国务院常务会议で、輸出向け補助金の一種である増値税の還付率を引き上げ、対象品目を3700種類に拡大する輸出支援策を打出している。

一方、内需については、相対的に底堅い動きが続いているものの、ひところの勢いにはかけりがみられる。このため、成長率全体を日米と同様に、前の四半期と比べた値でみると年率4%（季節調整済み）程度まで鈍化しているとみられる（図表 18）。かりに今回の政策対応がなければ2009年前半は8%を下回る可能性もあったとみられ、こうした景気の失速が政策対応を促したとみられる。

（図表 18）中国の実質成長率



（3）原油相場に影響を与える中国要因

中国経済が低迷すれば、景気循環的な原油需要を抑制することになる。すでに、欧米を中心に先進国の原油需要が一段と減少していることに加えて、中国を中心に新興国の原油需要についても、当初の予想と比べて伸び率が抑制されることになる。

そうした状況下で打ち出された中国の大型の景気対策は、現時点では効果の大きさが不透明とはいえ、中国の内需を押し上げ成長率を下支える効果が期待される。もっとも、中国の需要増加が欧米先進国の原油需要の落ち込みを埋め合わせるまでには至らないとみられており、2009年の世界の原油需要は微増にとどまる状況に変わりない（次頁図表 19）。

(図表 19) 世界の原油需要見通し

	2008	2009	変化幅
先進国	4,810	4,750	-60
新興国	3,840	3,970	+130
中国	800	840	+40
世界	8,650	8,720	+70

(注) 中国の見通しは景気対策の効果を考慮していない値
(出所) I E A

このため、目先の原油相場についても、金融面での思惑に加えて、景気の悪化により先進国での原油需要の一段の減少を織り込みながら、下値を模索する展開がしばらく続くとみられる。

もっとも、相場が急騰する数年前と比べると、原油価格の水準は上昇している。各年の平均相場をみると、2002年に30ドルで推移したWTI先物相場は、2008年には102ドルまで上昇した(11月14日までの平均値)。こうした高値が持続可能な相場水準である可能性は小さいものの、世界的な景気後退によって、相場急騰前の水準まで一方向的に下落するような状況にはない。

中期的な原油相場は、50~90ドルのレンジで推移する見通しであり、足元はレンジの下限に近づきつつある。もっとも、年明け以降は、先進国の需要減が相場に十分織り込まれる一方、中国の景気対策の効果が表われ始める中で新興国の底堅さが意識されるようになり、70ドル前後の適正水準へと徐々に回帰する公算である。

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。