

原油レポート

＜湾岸諸国のマクロ経済動向とオイルマネー＞

1. 原油市況～下落傾向

原油相場（WTI、期近物）は、1月3日に史上最高値となる1バレル＝100.09ドルをつけた後下落基調に転じ、22～23日には86ドル前後まで下落した。もっとも金融市場が落ち着きを取り戻すと原油相場も下げ止まり、25日終値は90ドル台を回復した。

世界的な株安には歯止めがかかりつつあるが、世界の金融・商品市場の値動きは荒く、ドル安→原油高の思惑による投機が注目を集めにくくなっているとみられる。原油相場は、昨年秋以降の上昇が急ピッチであったことから、他の商品相場と比べた割高感が意識されてくることも考えられる。OPEC総会で増産決定が見送られる見通しであることなどが相場を下支えするとみられるものの、石油在庫は下げ止まってきており、ひところの需給逼迫懸念は薄らぎつつある。世界景気の減速は引き続き懸念材料となり、当面は原油需要の減速度合いに相場の関心が集まろう。

2. トピック～中東のマクロ経済動向とオイルマネー

湾岸諸国では原油高を背景に財政・経常収支が大幅黒字となり、余裕資金がオイルマネーとして世界経済に還流されている。近年のオイルマネーの動向をみると、中長期的な観点からリスク資産投資を積極的に拡大させている。投資先については、米国が過半を占めるものの世界中に分散しており、最近では中東・北アフリカ地域への投資が目立つ。

湾岸諸国の経済成長の内訳をみると、エネルギー関連の成長が頭打ちとなる中、建設投資、個人消費、住宅投資など非エネルギー分野が経済成長をけん引している。原油需給が将来的に軟化する局面を見据え、各国で金融、観光、石油化学などに積極的な投資が続いている。また、従来から所得水準が高かったこれら地域では、原油価格上昇前の2002年と比べ1人当たり所得が2倍程度に急成長しており、個人消費、住宅投資がブームとなっている。非エネルギー分野での高成長にともない、湾岸諸国の原油需要が拡大しており、世界的な原油需要の押し上げ要因にもなっている。

中東地域では、原油価格の上昇が経済全般の成長につながる好循環が見られ、オイルマネーの動向とともに、実物経済の分野でも存在感が高まっているといえよう。



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2月7日（木）頃

※本レポートは情報提供を唯一の目的としており、何らかの金融商品の取引勧誘を目的としたものではありません。

また、掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

※「原油レポート」のメール配信サービスを提供しています。ご希望される方は、「原油レポート配信希望」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。また、配信停止をご希望される方は、「原油レポート配信停止」と記して上記E-mailアドレスに送信して下さい。

1. 原油市況；下落傾向

原油相場（WT I、期近物）は、1月3日に史上最高値となる1バレル＝100.09ドルをつけた後下落基調に転じ、22～23日には86ドル前後の安値を記録した。もっとも22日の米F R Bの緊急利下げなどにより、金融市場が落ち着きを取り戻すと原油相場も下げ止まり、25日の終値は90ドル台を回復した。

相場下落の背景には、サブプライムローン問題への懸念が拡大し、世界景気の減速観測につながったことや、米国で個人消費関連指標が弱めで景気の先行き懸念が強まったこと、原油、石油製品在庫が増加に転じたことがある。ブッシュ大統領の中東歴訪中に、O P E C増産への期待が出たことも一時的な売り要因となった。

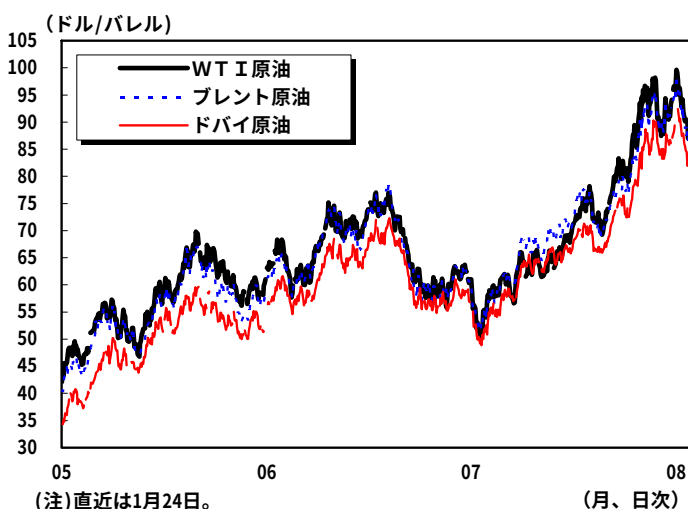
一方で、ナイジェリアで反政府武装勢力が石油施設を狙ったテロ攻撃を活発化していることや、米国の一段の金融緩和を見込んだドル軟化の動きによる相場の押し上げは限定的であった。

原油相場の先物カーブを見ると、期近物をピークに、期先になるほど価格が安くなるバックワーデーションが続いている（図表6）。原油や暖房油の先物市場における投機筋のポジションをみると、12月後半から拡大していた買い超幅は、年明け以降頭打ちとなっている（図表7～8）。

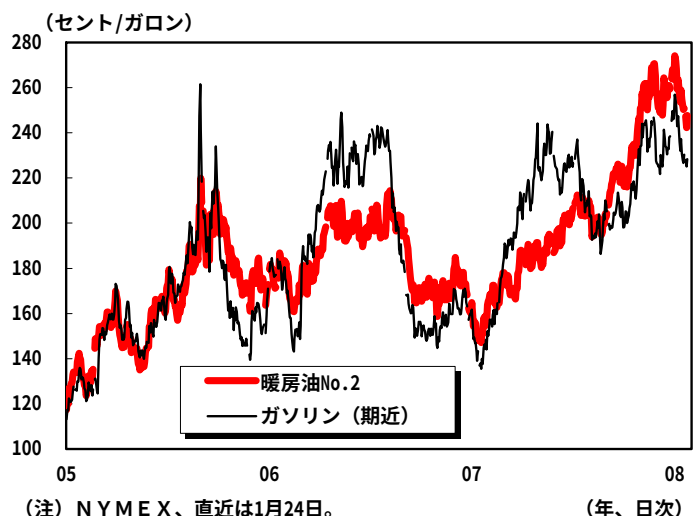
世界的な株安には歯止めがかかりつつあるが、世界の金融・商品市場の値動きは荒い。他の市場が安定している時は、ドル安→原油高の思惑による投機が起こりやすかったが、現在はそうした取引が注目を集めにくくなっているとみられる。また、欧州の金融緩和観測からドルが買い戻される可能性もあろう。原油相場は、昨年秋以降の上昇が急ピッチであったことから、他の商品相場と比べた割高感が意識されてくることも考えられる。

O P E C総会で増産決定が見送られる見通しであることや、ナイジェリアの油田地帯で治安の悪化が続いていることは相場の下支えになるとみられるものの、石油在庫は下げ止まってきており、ひところの需給逼迫懸念は薄らぎつつある。世界景気の減速は引き続き懸念材料となり、当面は原油需要の減速度合いに相場の関心が集まるであろう。

（図表 1）原油市況の推移

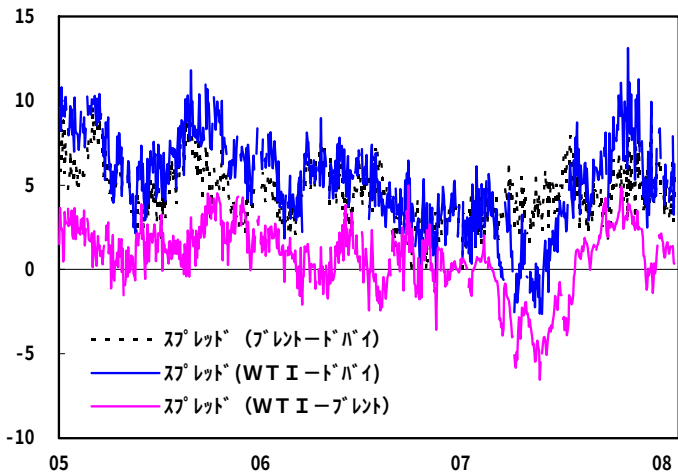


（図表 2）石油製品市況の推移



(図表 3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)

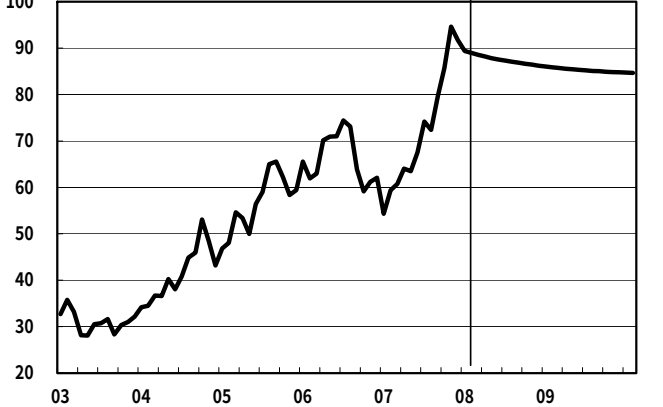


(注) 直近は1月24日。

(年、日次)

(図表 5) WTI原油先物価格の限月推移

(ドル/バレル)



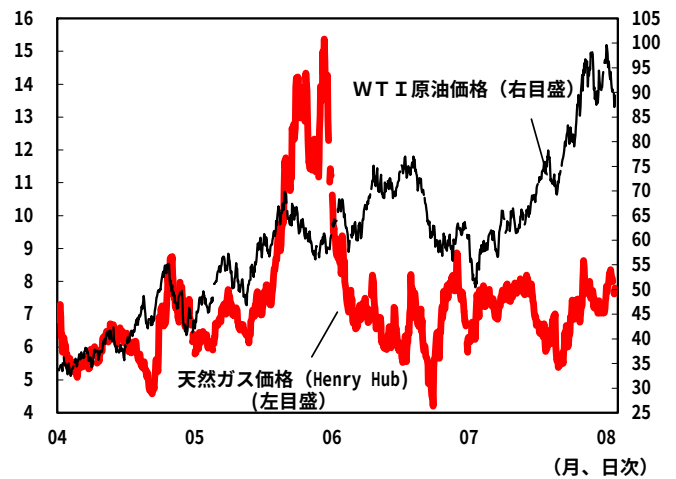
(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年1月24日時点
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(年、月次)

(図表 4) 米国天然ガス市況の推移

(ドル/百万Btu)

(ドル/バレル)



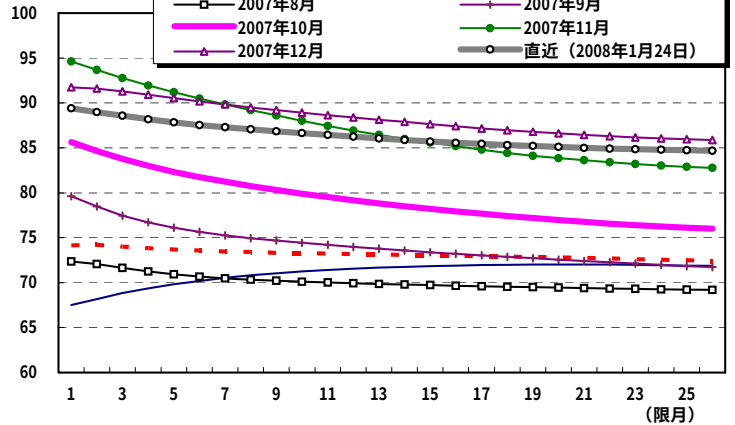
(注1) 天然ガスの単位BtuはBritish thermal unitsの略

(注2) 直近は1月24日。

(月、日次)

(図表 6) WTI原油の先物カーブ

(ドル/バレル)



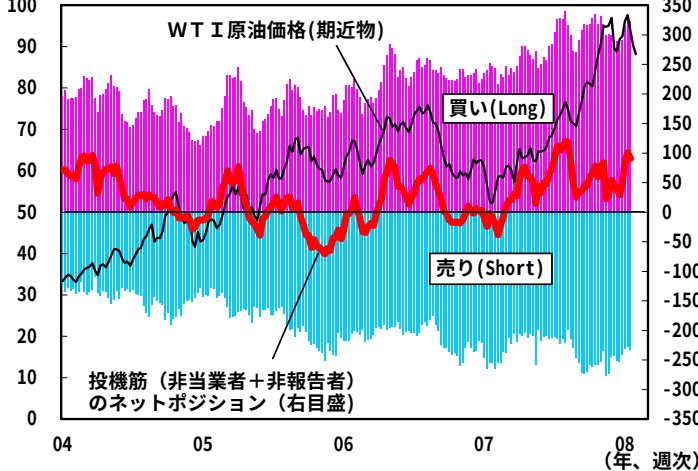
(注) 各時点における各限月 (26ヵ月先まで) のWTI原油先物価格
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(限月)

(図表 7) 投機筋のポジション (原油)

(ドル/バレル)

(千枚)



(注1) 直近は1月24日時点

(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

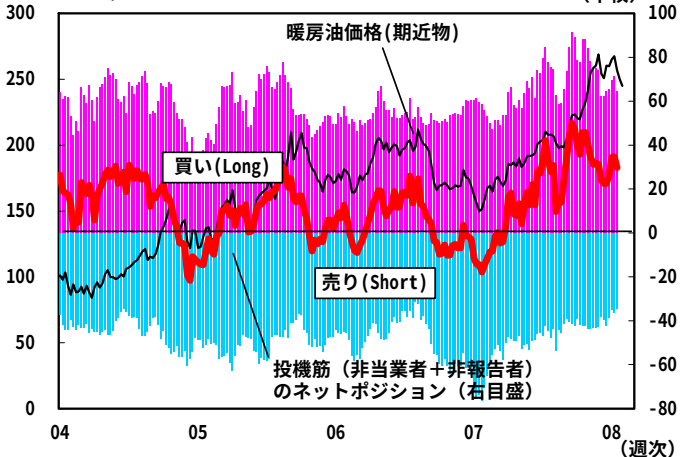
(出所) CFTC

(年、週次)

(図表 8) 投機筋のポジション (暖房油)

(セント/ガロン)

(千枚)



(注1) 直近は1月24日時点

(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザー以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で、ほとんどが投機を目的としていると推察される。

(出所) CFTC

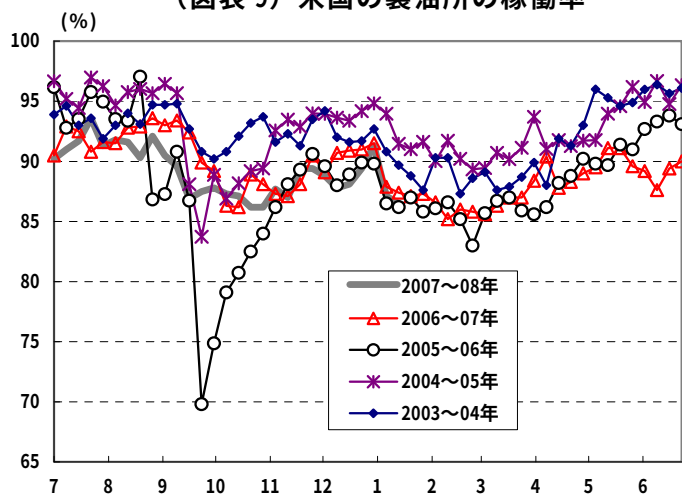
(週次)

2. 品目別需給動向

(1) 米国原油需給；原油在庫が増加に転じる

米国の製油所の稼働率は12月の落ち込みからは回復したが、年明け以降は再び低下している。例年この時期の稼働率は低下する傾向があるとはいえ、例年と比べ低かった前年なみの水準にとどまっている（図表9）。原油需要の伸び悩みや、輸入が一時的に減少した影響がはく落したことから、原油在庫の減少に歯止めがかかり、足元では緩やかながら増加に転じている（図表10）。

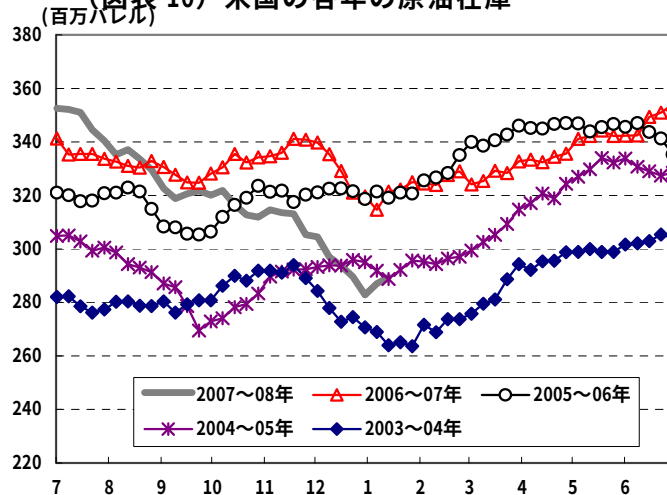
（図表9）米国の製油所の稼働率



(注)直近値は1月18日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

（図表10）米国の各年の原油在庫



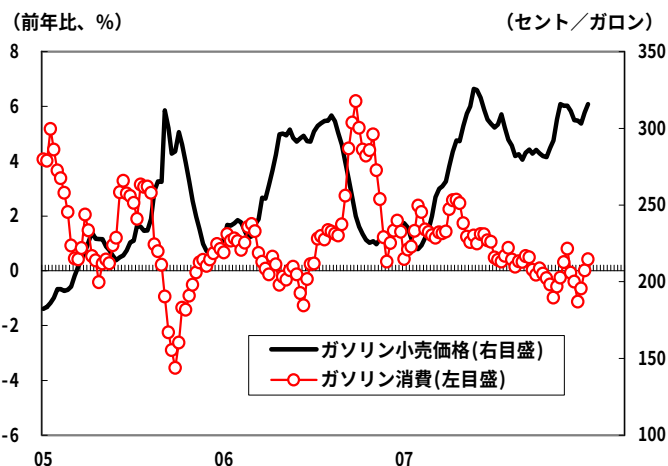
(注)SPRを除く原油在庫、直近値は1月18日
(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

(月、週次)

(2) 米国石油製品；暖房油在庫に下げ止まりの動き

原油が大幅高になっているものの、ガソリン価格は需要の弱さから高水準ながらも頭打ちで推移している。小売価格(全米平均)は1月第1週に3.16ドルと7ヵ月ぶりの高値をつけた後、3週連続で下落した(1月第4週は3.03ドル)。実際、ガソリン需要は伸び悩んでおり、前年な

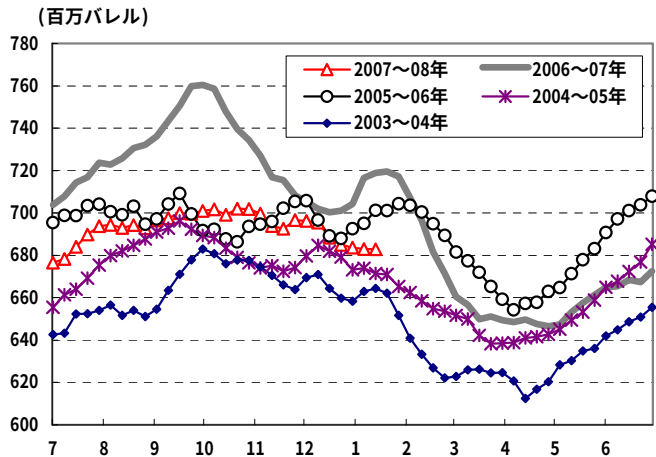
（図表11）ガソリン消費と価格の推移



(注)ガソリン消費は速報系列の4週移動平均
(出所)EIA

(年、週次)

（図表12）石油製品在庫の推移



(注)直近値は1月18日

(出所)米国エネルギー情報局 (EIA)

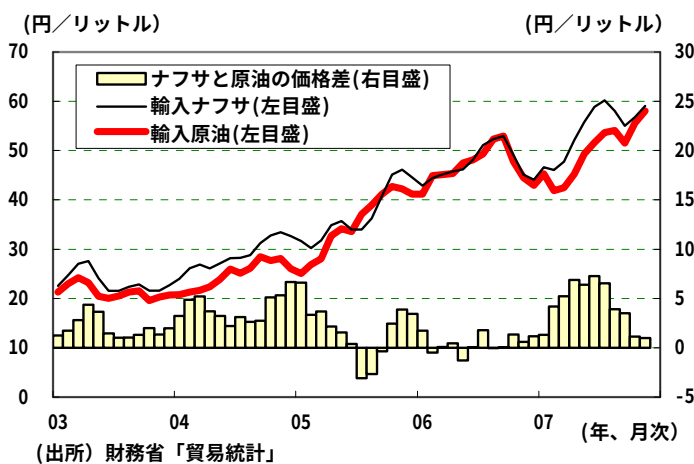
(月、週次)

みにとどまっている。需要の弱さを反映してガソリン在庫は増加傾向が続いている。一方、需要期を迎え減少が続いていた暖房油在庫は、寒波の襲来がなかったことなどもあり下げ止まりの動きがみられる。石油製品全体の在庫水準はほぼ横ばいで推移している（前頁図表 12）。

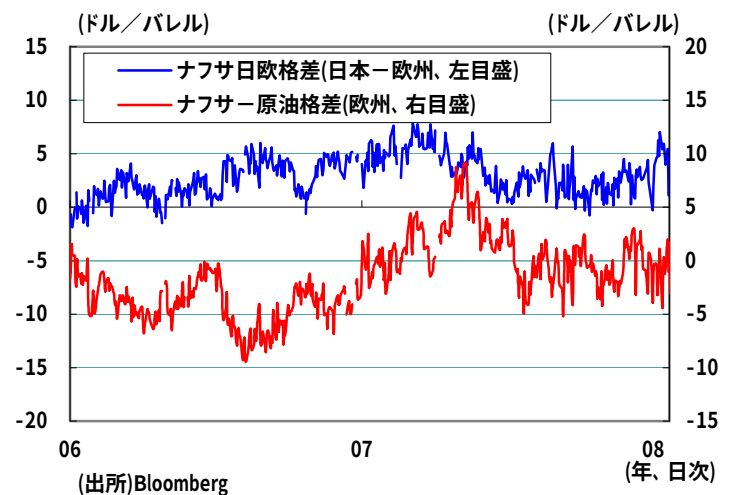
（3）ナフサ；原油に比べやや底固い値動き

日本の 11 月の輸入ナフサ価格（通関）は、1 リットルあたり 59.0 円に小幅上昇した（図表 13）。11 月の原油輸入価格も上昇しており、ナフサと原油との価格差はほぼ前月並みであった。12 月以降の相場動向をみると、ナフサと原油の価格差（欧州）は安定しており、原油相場の上昇に見合ってナフサ相場も上昇している（図表 14）。米国では需要鈍化などにより精製マージンが小さくなっているが、アジアではガソリンやナフサの需要が堅調なことも、ナフサ相場を底固くする要因になっていると考えられる（図表 15）。

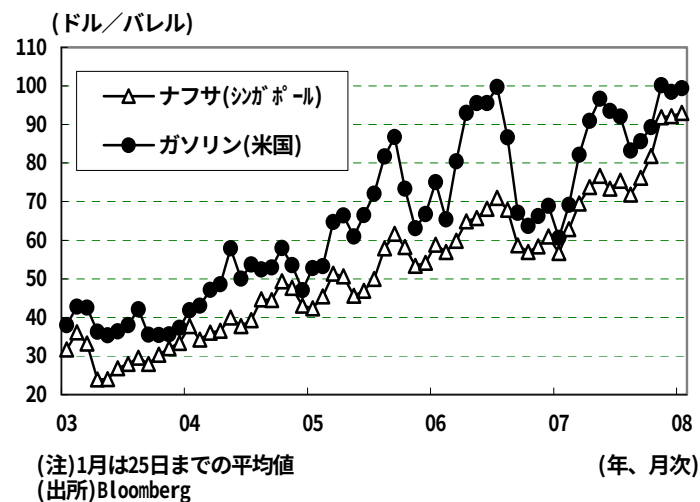
（図表 13）日本の原油輸入価格とナフサ輸入価格



（図表 14）ナフサの日欧格差とナフサ・原油価格差



（図表 15）米国のガソリンとシンガポールのナフサ価格



3. OPECの生産動向

12月のOPEC13ヶ国の原油生産（日量）は、前月比+37万バレル増加した。生産枠が適用される12カ国（イラクを除く）では同+43.5万バレルの増加であった（図表16、Bloombergによる推計値）。

OPECは2月1日に特別総会を開催する。22日に発表した月報では、米国の景気後退懸念の高まりにより、需要見通しが不透明になっていると指摘された。ブッシュ大統領は8日から16日までの中東歴訪期間中、サウジアラビアなどに対して原油の増産を求めたが、原油相場が年初に最高値をつけて以降軟化していることや、世界経済減速により原油需要の減退が見込まれることから、増産決定は見送られる見通しである。次々回の総会は3月5日である。

イランの核開発問題に関しては、22日、国連安保理常任理事国とドイツの主要6ヶ国が追加制裁決議案の提出で合意した。イランが2003年に核兵器開発を断念していたとの報告書を昨年末に米情報機関が提出した直後でもあり、話し合い解決を主張するロシア、中国の意向を踏まえ、これまでの制裁内容を若干拡充するにとどまったもようである。一方、イランは13日、I A E Aとの間で、核開発をめぐる未解決問題の解決に向けた行動計画に同意した。核の平和利用に理解を示す中国、ロシアの支援により、米国の制裁強化を回避する狙いとみられる。

ナイジェリアでは、ヤラドゥア大統領に反発する反政府武装勢力が、油田地帯であるデルタ地区を中心に、タンカーを含む石油関連施設への攻撃を再び活発化させており、原油供給に障害が出ている。

（図表16）OPECの生産動向

							(万バレル/日)
国名	生産量 (12月)	生産量 (11月)	超過量 (12月)	生産枠 (07年11月～)	産油能力	稼働率	生産余力 (12月)
アルジェリア	141.0	140.0	5.3	135.7	145.0	97.2%	4.0
アンゴラ	189.0	179.0	-1.0	190.0	190.0	99.5%	1.0
エクアドル	49.0	48.0	-3.0	52.0	50.0	98.0%	1.0
インドネシア	84.0	82.5	-2.5	86.5	85.0	98.8%	1.0
イラン	392.0	395.0	10.3	381.7	400.0	98.0%	8.0
イラク	234.0	240.5	—	—	250.0	93.6%	16.0
クウェート	250.0	249.0	-3.1	253.1	255.0	98.0%	5.0
リビア	175.0	174.0	3.8	171.2	175.0	100.0%	0.0
ナイジェリア	215.0	218.0	-1.3	216.3	250.0	86.0%	35.0
カタール	82.0	83.0	-0.8	82.8	85.0	96.5%	3.0
サウジアラビア	900.0	898.0	5.7	894.3	1,080.0	83.3%	180.0
U A E	253.0	219.0	-3.7	256.7	265.0	95.5%	12.0
ベネズエラ	243.0	244.0	-4.0	247.0	250.0	97.2%	7.0
OPEC13カ国	3,207.0	3,170.0	—	—	3,480.0	92.2%	273.0
OPEC12カ国	2,973.0	2,929.5	5.7	2,967.3	3,230.0	92.0%	257.0

（注1）超過量（12月）＝生産量（12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（12月）／産油能力×100

（注6）生産余力＝産油能力－生産量（12月）

（資料）Bloomberg

4. トピック；湾岸諸国のマクロ経済動向とオイルマネー

中東地域の中でも、湾岸協力会議（G C I）加盟 6 カ国は、原油価格の上昇と原油需要の拡大を背景に、近年高成長が続いている。これらの G C I 諸国は、原油市場では供給側に位置づけられ、原油収入から生じる余裕資金は、オイルマネーとして世界に還流し、リスクマネーの供給元として重要な存在になっている。また、G C I 諸国は、高成長が続く世界経済の中で、工業製品等の需要国としても注目されてきている。

①湾岸諸国のマクロ経済動向

G C I 加盟 6 カ国（サウジアラビア、U A E、クウェート、オマーン、カタール、バーレーン）の実質 G D P 成長率は、近年 5 ～ 6 % 台の高水準で推移している。また、原油高による収入増が反映される名目 G D P 成長率はさらに高い。

原油高は歳入増につながり、財政収支は大幅な黒字である。また、原油高によって輸出金額が押し上げられるため経常収支も大幅黒字である。

（図表 17）G C I 加盟国合計のマクロ関連指標

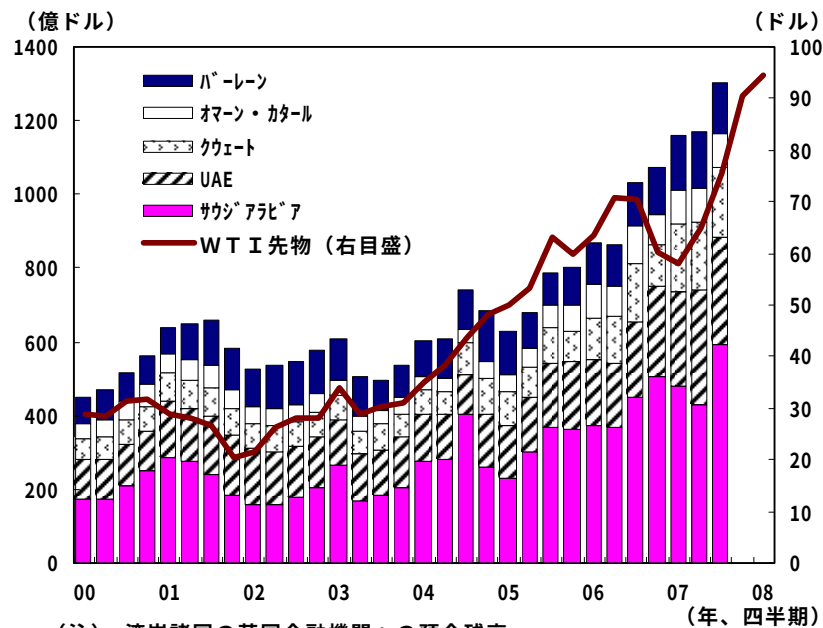
	2005	2006	2007 (見込み)	2008 (予測)
名目GDP成長率(%)	26.8	17.2	11.4	14.0
実質GDP成長率(%)	6.8	6.1	5.2	7.8
CPI上昇率(%)	4.1	5.3	6.7	7.0
経常収支(億ドル)	1,667	1,967	2,149	2,529
(GDP比率,%)	27.2	27.4	26.9	27.7
財政収支(GDP比率,%)	20.3	22.8	18.8	21.5

（注） 2008年予測はI I F（国際金融公社）による
（出所）IM F、I I F

②リスクマネーを供給

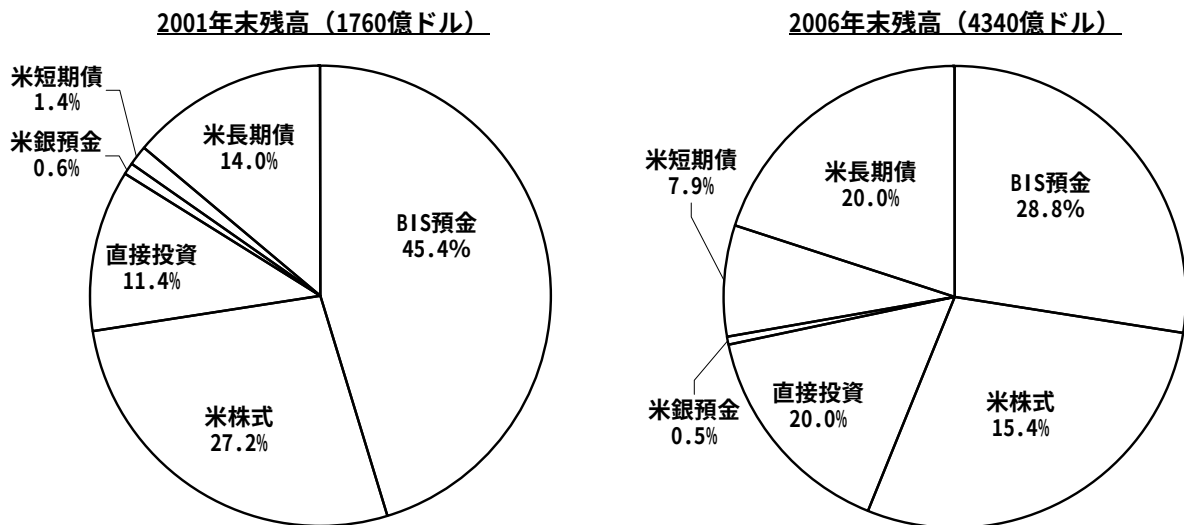
産油国の手元にある余裕資金はオイルマネーとして世界経済に還流される。オイルマネーは地理的な近さや歴史的経緯などから、英国の金融市場を一旦経由して、世界各国に投資されると言われている。英国中央銀行であるイングランド銀行の統計によれば、原油価格の上昇とともに、英国金融機関に預けられる湾岸諸国からの預金残高が増加傾向で推移しており、オイルマネーの規模が拡大している様子がうかがえる（次頁図表 18）。

(図表 18) 英国金融機関の預金残高からみたオイルマネーの動向



また、近年のオイルマネーに特徴的なことは、リスク資産への投資を積極化させていることである。世界銀行の関連組織である国際金融公社（IIF）の推計によると、GCI諸国の対外純資産残高について、2001年には半分近くを占めていたBIS預金（BISへの報告義務がある主要30カ国に本店がある金融機関向け預金）が4分の1程度に減少し、代わって直接投資などが増えている（図表19）。これは、オイルマネーが高いリスクを許容しつつ、高い利回りへの選好を強めていることを示している。

(図表 19) オイルマネーのポートフォリオの推移



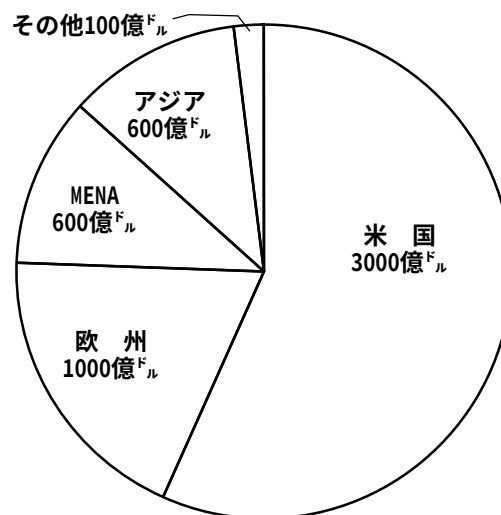
（注） BIS預金は、BISへの報告義務がある主要30カ国に本店がある金融機関向け預金
（出所） IIF

最近では、サブプライムローン問題関連の巨額損失によって、自己資本を毀損した欧米金融機関へのオイルマネーの大型出資が続いている。証券投資、直接投資、M&A、金融機関への出資など投資形態は別にして、中長期的な観点からリスク資産投資を拡大させる投資姿勢を強めていることが分かる。

また、2000年代におけるG C I諸国の投資先を地域別にみると、まず米国のウエイトが圧倒的に高い。オイルマネーの仕向け先として、一般に英国のシェアが高いとされているものの、英国をいったん経由し世界各国に投資されている姿がみてとれる（図表20）。

地域別の動向で注目されるのは、MENA（Middle East and North Africa）と呼ばれる中東地域や北アフリカへの投資の拡大である。これらの地域では、通信やインフラ関連などでの民営化や規制緩和を背景に高成長が続いており、オイルマネーは近隣諸国の経済成長に対する成長マネーの供給役としての役割もはたしていることが分かる（図表20）。

（図表20）G C I諸国の投資先別対外純資産（フロー）



（注） MENAは中東および北アフリカ
2001～06年までの対外純資産の増分の投資先別内訳
（出所） I I F

③非石油経済の好調と原油需要の拡大

湾岸諸国の実質G D P成長率について、エネルギー関連と非エネルギー関連の内訳をみると、近年では、エネルギー関連のG D P成長率が頭打ちとなる一方、非エネルギー分野の高成長が続いている（次頁図表21）。非エネルギー分野での成長のけん引役となっているのは、インフラや工場などの建設投資、住宅投資、個人消費である。

まず、建設投資については、各国で原油の需要や価格が将来的に軟化する局面を見据え、金融、観光、石油化学など、非エネルギー関連の産業分野への投資を積極的に行なっている。また、財政の好転を背景に、通信、港湾、教育施設といったインフラ投資も拡大させている。

(図表 21) G C I 各国別のマクロ経済指標 (2007 年の見込み値)

	(%)					
	サウジアラビア	U A E	クウェート	オマーン	カタール	バーレーン
名目GDP成長率	7.9	15.7	11.8	9.4	20.7	10.3
実質GDP成長率	3.5	7.5	5.1	6.5	8.3	6.3
エネルギー	-4.3	-1.0	1.9	-1.8	9.4	0.5
非エネルギー	7.2	10.5	6.5	9.0	7.0	7.0
CPI上昇率	3.8	9.8	4.5	4.8	13.9	3.3

(出所) I I F

さらに、家計部門では、個人消費と住宅投資のブームが続いている。湾岸地域はもともと世界的にみて所得水準が高いが、原油価格の上昇傾向が顕著となった 2003 年以降で、1 人当たりの所得水準は 2 倍前後に急成長しており、消費と住宅投資の押し上げに寄与している(図表 22)。

(図表 22) G C I 諸国の所得水準

	2002(実績)		2007(見込み)		2008(予測)	
	所得(ドル)	順位	所得(ドル)	順位	所得(ドル)	順位
カタール	28,358	9	70,754	3	80,211	3
U A E	22,480	20	42,275	16	45,228	15
クウェート	15,761	28	32,259	24	34,537	24
バーレーン	12,066	35	22,109	30	23,813	31
サウジアラビア	8,785	41	15,412	41	17,070	42
オマーン	8,163	43	15,416	40	16,349	40
(参) 日本	30,809	8	34,023	22	35,651	22

(注) 順位は世界180の国・地域に占める各国の順位
2007年の見込みと2008年の予測はI M Fによる

(出所) I M F

こうした非エネルギー分野での高成長にともない、G C I 諸国では国内における原油需要が拡大している。原油の供給で得た資金による経済成長によって、原油需要国としての存在感も同時に高まる構図にあるといえる。

実際、世界の原油需要の増加分に対する地域別の寄与率（シェア）をみると、世界最大の原油市場である北米はここ数年ほぼ横ばいの推移が続き、北米以外の先進国の原油需要は 2006、07 年と 2 年連続で減少した。そうした中でも、世界の原油需要が拡大しているのは中国の需要拡大のためだけではない。「その他の非O E C D」に分類されるブラジルなど南米、旧ソ連、中東欧諸国、アフリカなどの寄与率が高く、中東の寄与率も大きい（次頁図表 23）。

中東地域では、原油価格の上昇が経済全般の成長につながる好循環がみられ、オイルマネーの動向とともに、資源や工業製品の需要先として、実物経済の分野でも存在感が高まっているといえよう。

(図表 23) 世界の原油需要の増分に対する地域別寄与率

