

# 原油レポート

< 景気減速と原油需要 >

## 1. 原油市況 ~ 60 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。10月27日の終値は1バレル = 63.22ドルであった。24日にはOPECの臨時総会が開催され、日量150万バレルの減産が決定されたものの、市場ではすでに織り込み済みとの見方が強まり、価格下落には歯止めがかからなかった。

原油相場は、10月に入って景気減速懸念や投機資金流出観測によって下落基調が強まっている。当面、景気減速による石油需要減退観測が相場下落圧力になる一方で、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要因になろう。また、先行き不透明感による買い控えもあって価格下落圧力が続きそうだが、その後は、値ごろ感から原油購入が増えるとの見方も出てくるとみられ、年末にかけて相場は下げ止まり70ドル台に戻す可能性がある。

## 2. トピック ~ 景気減速と原油需要

米欧を中心に世界景気の先行きに対して厳しい見方が広がってきている。石油需要についても鈍化観測が強まっている。石油需要が低迷するといっても、今のところ、大幅な減少が見込まれているわけではない。先進国の需要が減少しても、新興国の需要が増加するため、世界需要は減り難くなっている。

もっとも、1990年代前半や2000年代前半に米国が景気後退を経験した局面では、石油製品の最終需要は一時的に大幅に落ち込んでいる。過去の例から類推すると、目先は、米景気の減速を受けて石油需要が減少しやすいタイミングになるとみられ、これまでに大幅な原油高が進んでいたこともあって、石油需要の減少幅が大きくなる可能性もある。

当面、米国を中心とした需要鈍化を材料に原油相場に下押し圧力がかかるとみられる一方で、新興国の需要が増えるため年間を通じた世界の原油消費量は、2008年も2009年も底堅い推移になることが見込まれる。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問合せ先】 芥田 (tomomichi.akuta@murc.jp)

次回公表日：2008年11月13日（木）頃

## 1. 原油市況：60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。10月27日の終値は1バレル＝63.22ドルであった。

24日にはOPECの臨時総会が開催され、日量150万バレルの減産が決定されたものの、市場ではすでに織り込み済みとの見方が強まり、価格下落には歯止めがかけられなかった。

また、金融市場では、金融の混乱が実体経済に悪影響を及ぼすとの懸念が強まっており、株価の下落が、さらに金融システムや経済の先行き不透明感を増幅する悪循環がみられる。原油相場は、株価と連動して下落する動きになっている。

石油市場についてみると、米国週次石油統計では、ハリケーン「アイク」に被災した米国の石油施設の復旧が進む中で、原油や石油製品の在庫が増加を続けていることが示された。ナイジェリアでは、武装勢力の攻撃により油田での生産障害が拡大しているが、これを材料に原油相場が上昇する動きはない。

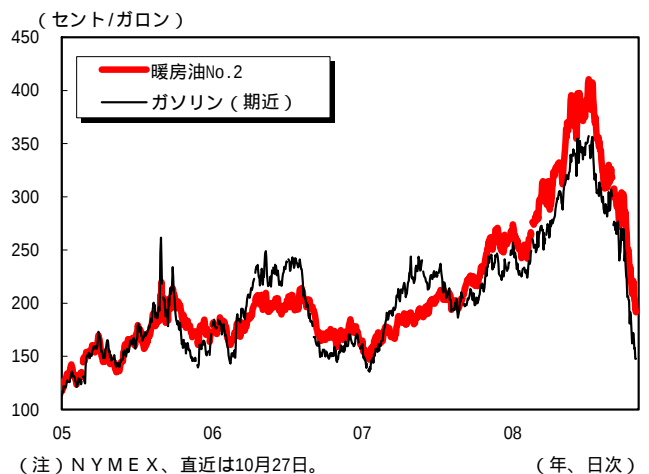
最近の原油の油種間スプレッド（価格差）をみると、7月頃に比べると、WTIは持ち直し、ドバイやブレントが割安化している。米国原油の供給障害の影響や欧州・アジアの需要鈍化観測がその背景として考えられる（図表3）。一方、原油相場の先物カーブをみると、数年先にかけて緩やかな先高感がある。足元の需給が緩和しているが、先行きは価格が持ち直すと見方が多いことが推察される。また、先物市場における投機筋のポジションをみると、6月後半以降売り買いが拮抗する中、足元では小幅な売り超で推移している。一方、商業筋も含めた先物の建て玉をみると、2007年半ばにピークをつけ、2008年7月以降は減少傾向が強まっている（図表7～8）。

原油相場は、10月に入って景気減速懸念や投機資金流出観測によって下落基調が強まっている。当面、景気減速による石油需要減退観測が相場下落圧力になる一方で、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要因になろう。また、先行き不透明感による買い控えもあって価格下落圧力が続きそうだが、その後は、値ごろ感から原油購入が増えるとの見方も出てくるとみられ、年末にかけて相場は下げ止まり70ドル台に戻す可能性がある。

（図表1）原油市況の推移

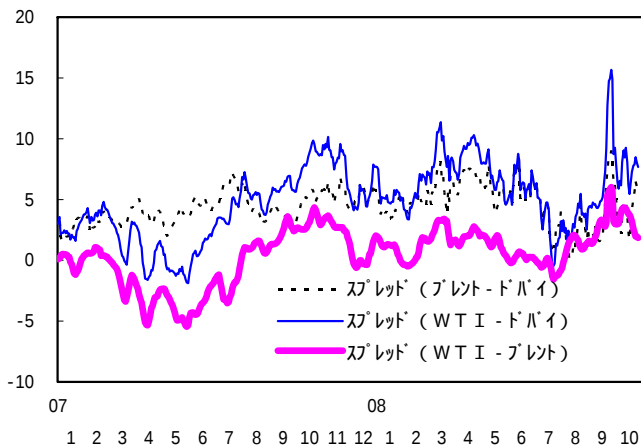


（図表2）石油製品市況の推移



(図表3) 油種間スプレッドの推移

(ドル/バレル)



(注) 5日移動平均値。  
直近は10月27日。

(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10月27日。

(図表5) 原油先物価格と先物カーブ

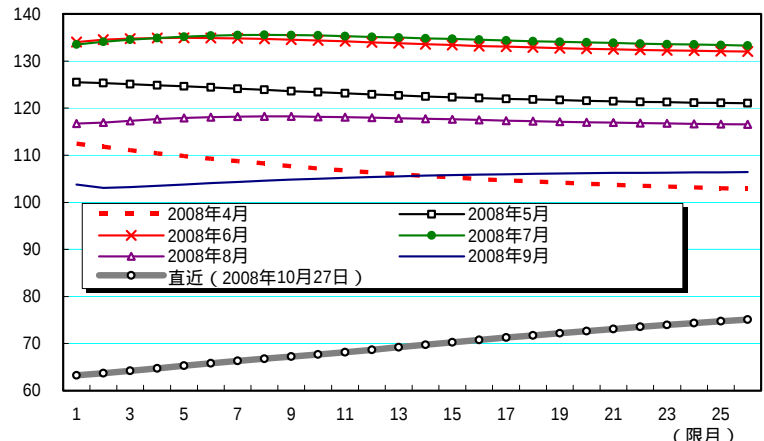
(ドル/バレル)



(注) 限月は26ヵ月先まで、2008年10月27日時点  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表6) WTI原油の先物カーブの変化

(ドル/バレル)

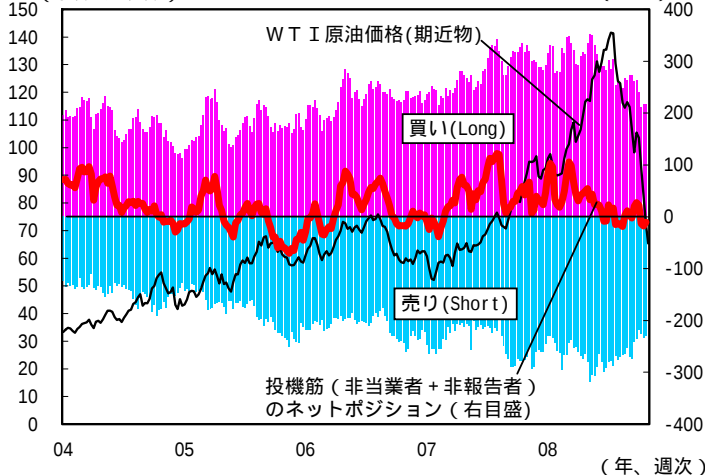


(注) 各時点における各限月(26ヵ月先まで)のWTI原油先物価格  
(出所) ニューヨーク商業取引所(NYMEX)

(図表7) 投機筋のポジション(原油)

(ドル/バレル)

(千枚)

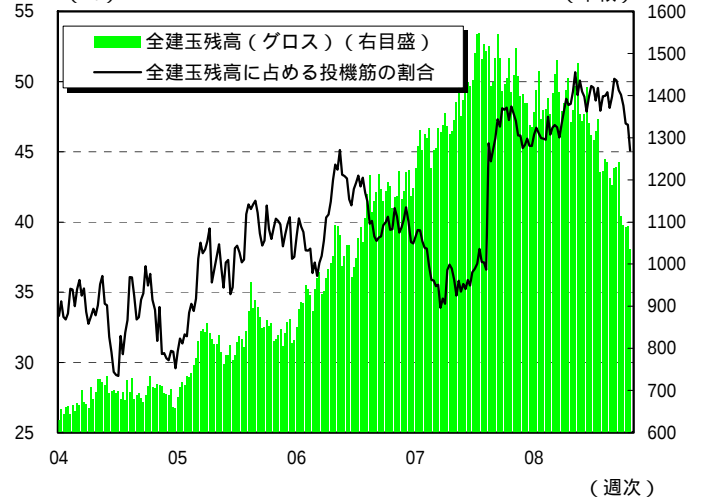


(注1) ポジションの直近は10月21日時点、WTI原油は10月22~27日平均値  
(注2) 非当業者は報告義務のある取引参加者のうち、エンドユーザ以外の主に投機を目的とする者。非報告者は報告義務のない取引参加者で多くが投機を目的としていると推察される。  
(出所) CFTC

(図表8) 原油先物の建て玉(NYMEX)

(%)

(千枚)



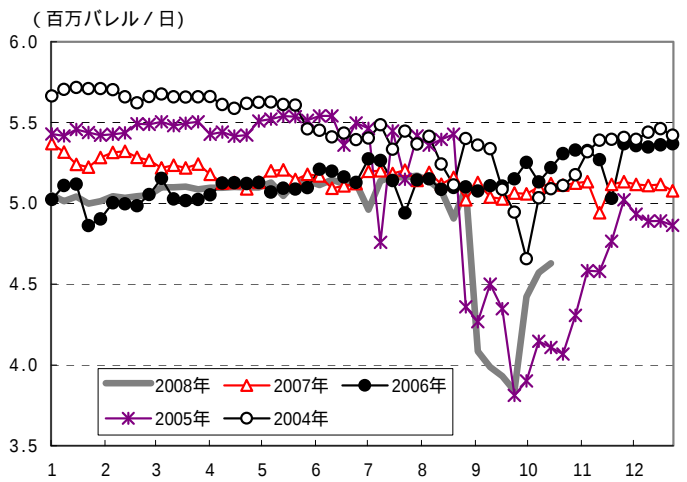
(注1) 1枚は1000バレル。直近は10月21日時点  
(出所) 米国先物取引委員会(CFTC)

## 2. 品目別需給動向

### (1) 米国原油需給；生産量が増加し、在庫も増加

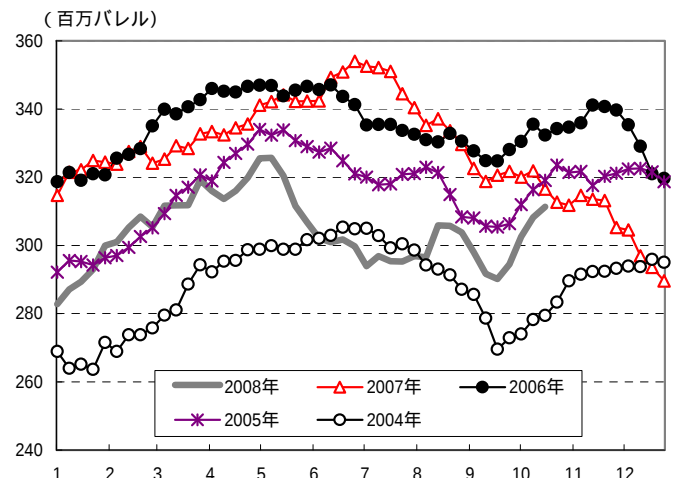
米国の油田からの生産は、ハリケーンの影響による障害から復旧が続いている（図表9）。10月17日に終わる週の原油在庫は前週比+318万バレルと増加が続いた（図表10）。原油在庫が10月にかけて増加するのは本格的な冬場の需要期を迎えるまでにみられる季節的な動きであるが、前年は年末にかけて原油在庫が減少傾向で推移したため、今後、原油在庫の水準は前年水準を上回ってくる可能性がある。

（図表9）米国の原油生産量



(注) 直近値は10月17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

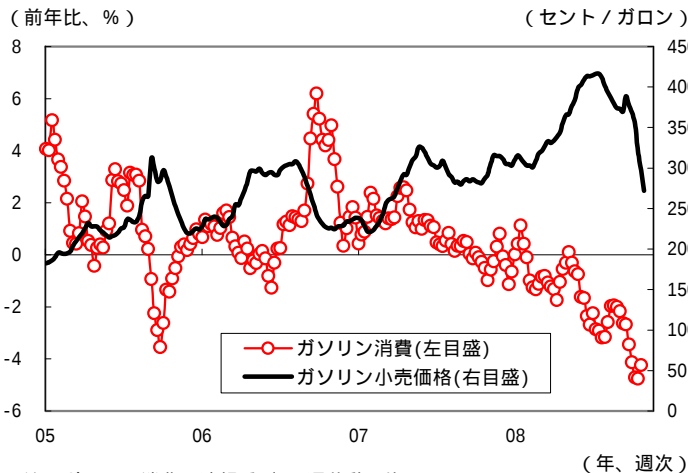


(注) SPRを除く原油在庫、直近値は10月17日  
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

### (2) 米国石油製品；需要の低迷が続く

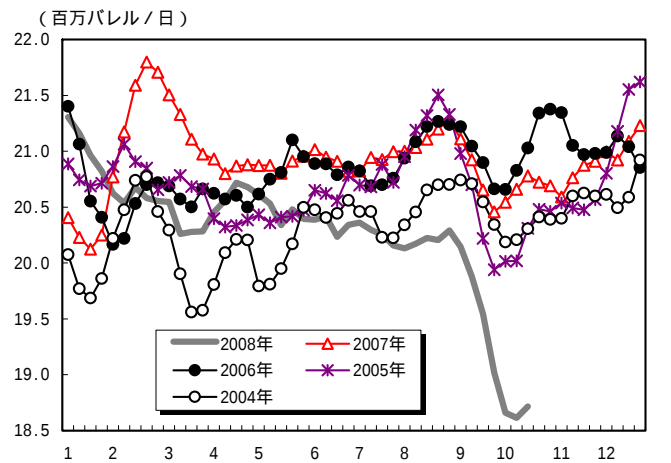
米国の石油製品需要は減少傾向で推移している。ガソリン小売価格（全米平均）は、10月第3週には1ガロン=2.7ドルまで下がってきた（図表11）。一方で、ガソリン需要は、前年割れ

（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10月17日  
(出所) 米国エネルギー情報局 (EIA)

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みても、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。

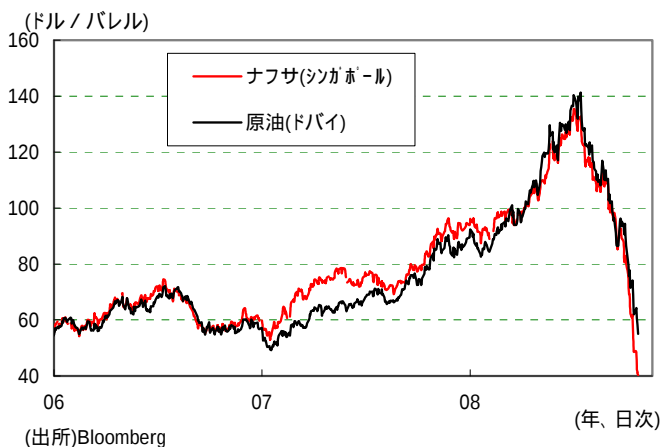
### （３）ナフサ；アジアのナフサ需給は大幅に緩和

日本の８月の輸入ナフサ価格（通関）は、１リットルあたり 86.8 円に上昇した。一方、８月の原油輸入価格も同 91.9 円まで上昇したが、ナフサ価格の原油価格に対する割安度合いはやや縮小した。

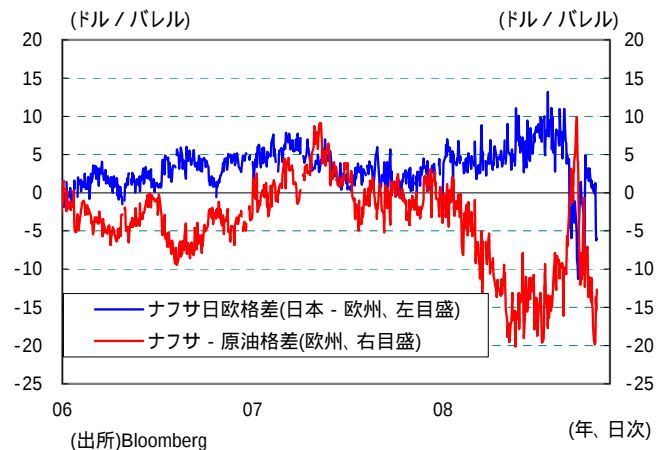
その後の市況をみると、原油に連動してナフサも大幅に下落している（図表 13）。そうした中で、ナフサと原油の価格差は不安定になっており、９月半ばにいったんナフサの割安度合いが縮小したものの、足元にかけて再びナフサの割安度合いが強まっている（図表 14）。

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みられる（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

10月16日にOPECは、当初11月18日に予定していた臨時総会を前倒しして10月24日に開催することを発表した。各産油国は、原油価格が下落し、需要の減退観測が強まる中で、減産を行う必要性が高まっているとの認識を示していた。

24日の臨時総会では、日量150万バレルの減産が決定された。減産幅は、大方の予想の範囲内であったが、米英など先進国からは、減産に対して批判的な見方が示された。

産油国サイドでは、需要の弱まりによって原油在庫が積み上がらないようにするという量的な調整に主眼を置くか、価格の支持を狙って大幅な減産を行うかで、各国の思惑にはずれがあったものと思われる。もっとも、OPECの公式見解としては、これまでの原油価格の高騰は投機によるものであり、産油国は在庫水準の安定など安定供給に努める方法しかないとしてきた。この立場からすると、価格が下落したことを理由に原油を大幅に減産するのも不合理であり、今回の減産も、あくまでも量的な需給バランスの調整を目的としたものとの立場である。

今後、石油の需要がどの程度鈍化するかは不透明であり、実際には追加減産が行われる可能性が高いとみられる。次回の臨時総会は、12月17日にアルジェリアで開催される予定である。

(図表15) OPECの生産動向

(万バレル/日)

| 国名       | 生産量<br>(9月) | 生産量<br>(8月) | 超過量<br>(9月) | 生産枠<br>(08年11月~) | 減産幅<br>← | 生産枠<br>(07年11月~) | 産油能力    | 稼働率    | 生産余力<br>(9月) |
|----------|-------------|-------------|-------------|------------------|----------|------------------|---------|--------|--------------|
| アルジェリア   | 140.0       | 141.0       | 4.3         | 128.6            | 7.1      | 135.7            | 145.0   | 96.6%  | 5.0          |
| アンゴラ     | 180.0       | 188.0       | -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   | 86.5        | 86.5        | 0.0         | -                | 4.5      | 86.5             | 90.0    | 96.1%  | 3.5          |
| イラン      | 395.0       | 408.0       | 13.3        | 361.8            | 19.9     | 381.7            | 410.0   | 96.3%  | 15.0         |
| イラク      | 213.5       | 231.0       | -           | -                | -        | -                | 250.0   | 85.4%  | 36.5         |
| クウェート    | 260.0       | 260.0       | 6.9         | 239.9            | 13.2     | 253.1            | 265.0   | 98.1%  | 5.0          |
| リビア      | 172.0       | 163.0       | 0.8         | 162.3            | 8.9      | 171.2            | 175.0   | 98.3%  | 3.0          |
| ナイジェリア   | 188.0       | 194.0       | -28.3       | 205.0            | 11.3     | 216.3            | 220.0   | 85.5%  | 32.0         |
| カタール     | 88.0        | 88.0        | 1.2         | 78.5             | 4.3      | 82.8             | 90.0    | 97.8%  | 2.0          |
| サウジアラビア  | 945.0       | 950.0       | 50.7        | 847.7            | 46.6     | 894.3            | 1,080.0 | 87.5%  | 135.0        |
| UAE      | 265.0       | 266.0       | 8.3         | 243.3            | 13.4     | 256.7            | 280.0   | 94.6%  | 15.0         |
| ベネズエラ    | 236.0       | 236.0       | -11.0       | 234.1            | 12.9     | 247.0            | 250.0   | 94.4%  | 14.0         |
| OPEC13カ国 | 3,219.0     | 3,261.5     | -           | -                | -        | -                | 3,498.0 | 92.0%  | 279.0        |
| OPEC12カ国 | 3,005.5     | 3,030.5     | 38.2        | -                | -        | 2,967.3          | 3,248.0 | 92.5%  | 242.5        |
| OPEC11カ国 | 2,919.0     | 2,944.0     | 38.2        | 2,730.8          | -        | 2,880.8          | 3,158.0 | 92.4%  | 239.0        |

(注1) 超過量(9月) = 生産量(9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；景気減速と原油需要

米欧を中心に世界景気の先行きに対して厳しい見方が広がってきている。石油需要についても鈍化観測が強まっている。石油需要が低迷するといっても、今のところ、大幅な減少が見込まれているわけではないが、当面は、需要の先行き懸念が市場に残ると考えられる。

##### (1) 主要機関の原油需要見通し

世界各国の株価が大幅に下落し、景気の先行き懸念も強まっている。昨年後半から今年の前半にかけて、原油が株安のヘッジ手段とみなされ、株価が下落する中で、原油価格が上昇を続ける局面もみられたが、今年後半になると、株価安と原油安が連動するようになった。

景気減速観測が株安と原油安に共通する要因となっている。株価が大幅に下落するにつれ、原油の需要も大幅に減退するとの観測が強まっているようにも思われる。しかし、原油需要はどの程度鈍るのだろうか。

例えば、先進国を中心とした石油消費国が構成メンバー国であるIEA（国際エネルギー機関）が10月10日に発表した“Oil Market Report”によると、2007年の原油需要は前年比+1.1%（日量96万バレル増）であり、2008年は+0.5%（日量44万バレル増）、2009年は+0.8%（69万バレル）と微増が続くと見込まれている。また、産油国で構成されるOPEC（石油輸出国機構）が10月15日発表した“Monthly Oil Market Report”では、2008年の原油需要は+0.6%（日量55万バレル増）、2009年は+0.9%（同76万バレル）である。両者とも、微増が見込まれており、見通しに大きな差はない。

##### (2) 先進国の需要減少と新興国の需要増加

しかし、先進国景気が大幅な減速が見込まれる中で、石油の需要が減少しないことに違和感を覚える方も多いのではないだろうか。実際、世界最大の石油消費国である米国では石油需要は減少しており、日本についてもガソリン消費量の減少などが身の回りで実感できる。

現在、見込まれている景気の減速と、石油需要の関係を概観してみよう。例えば、IMF（国際通貨基金）では、世界経済の実質GDP成長率が2007年の+5.0%から、2008年には+3.9%、2009年には+3.0%に鈍化すると見込んでおり、特に先進国（ここではOECD加盟国、以下同）は、2007年が+2.6%、2008年が+1.5%に続いて、2009年には+0.5%とほぼゼロ成長を見込んでいる。図表16で先進国の実質GDP成長率と石油需要の関係をみると、+0.5%～1.5%の低成長であれば、石油需要は-7%～-4%程度減少する可能性があることが読み取れる。もっとも、景気が大幅に減速しても、必需的な需要はそれほど減らないため、実際には減少幅は小さくなるとみられる。

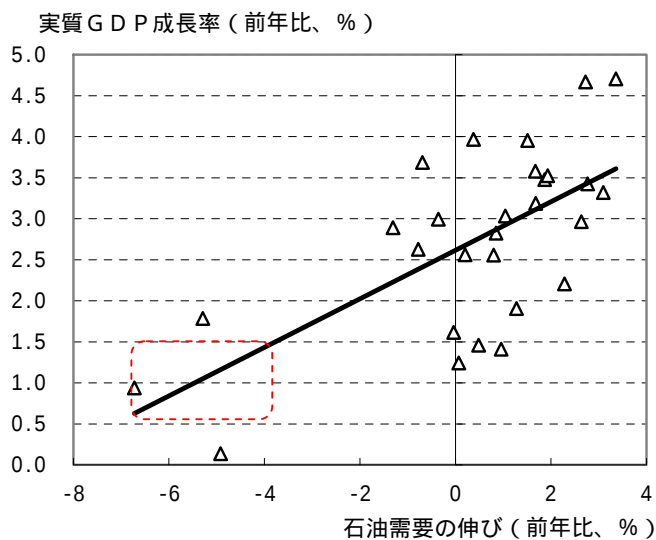
一方、IMFの見通しでは、新興国（ここでは非OECD加盟国、以下同）の実質GDP成長率については、2007年に+8.0%、2008年に+6.9%、2009年に+6.1%が見込まれている。図表17では、6%台の成長が維持されれば、石油需要は+4%～+6%増加する可能性が読み取

れる。実際には、新興国でも景気減速が懸念や値上げや省エネ技術の向上が需要の抑制要因となり、石油需要の伸びはもう少し低くなるだろうが、それでも新興国の需要は増加が見込める。

つまり、先進国の需要が減少しても、新興国の需要が増加するため、世界需要は減り難くなっていることがわかる。

ちなみに、新興国の経済ウェイトは、実勢為替レートで換算すると、世界経済の3割未満に過ぎないが、各国の水準の違いを調整した購買力平価(=物量でみた経済規模)で換算すれば、すでに4割以上に達し5割に迫ってきている(図表18)。石油の消費量に占める新興国のウェイトは、購買力平価でみた経済規模のウェイトに近い(図表18)。

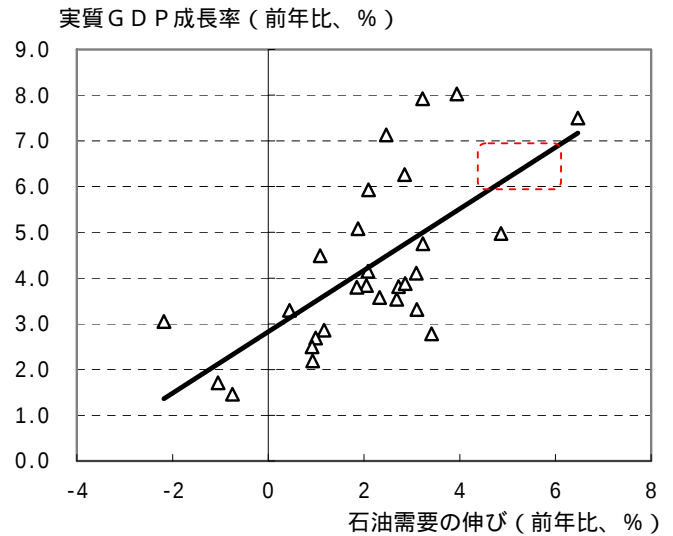
(図表16) 先進国(OECD加盟国)の  
実質GDP成長率と石油需要の伸び



(注)1980年～2007年のデータをプロット。点線で囲んだ箇所は、08～09年の成長率見通しに対応する石油需要の伸びを傾向線により読み取って示したもの

(出所)IMF "World Economic Outlook", BP "Statistical Review"

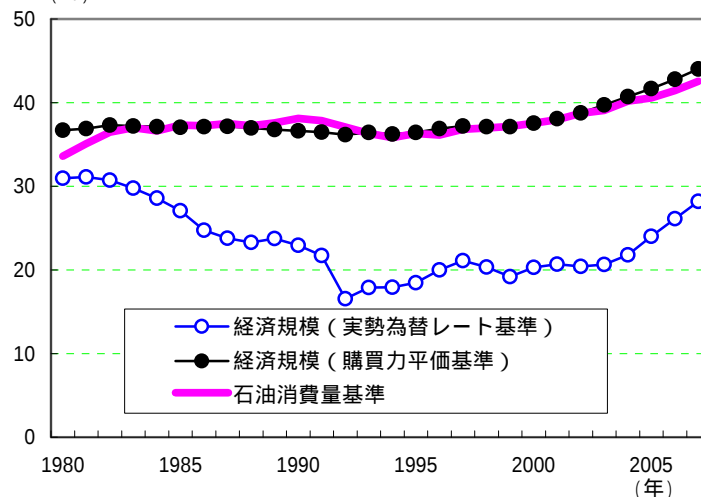
(図表17) 新興国(OECD加盟国以外)の  
実質GDP成長率と石油需要の伸び



(注)1980年～2007年のデータをプロット。点線で囲んだ箇所は、08～09年の成長率見通しに対応する石油需要の伸びを傾向線により読み取って示したもの

(出所)IMF "World Economic Outlook", BP "Statistical Review"

(図表18) 新興国(OECD加盟国以外)のウェイト  
(%)



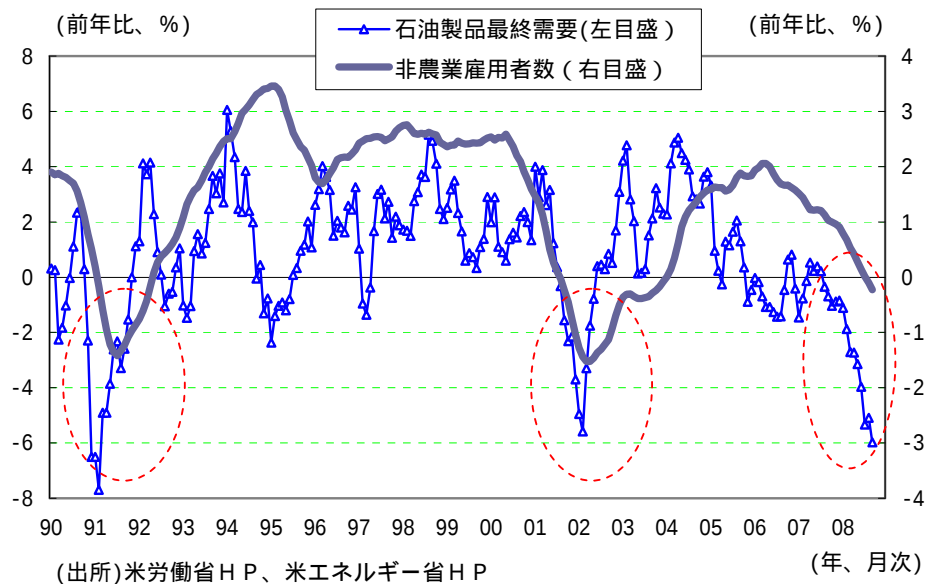
(出所)IMF "World Economic Outlook", BP "Statistical Review"

### （３）目先は、短期的に大幅な需要減少の可能性

もっとも、目先は最大消費国である米国を中心に石油需要の減退観測が強まる可能性がある。1990年代前半や2000年代前半に米国が景気後退を経験した局面では、石油製品の最終需要は一時的に大幅に落ち込んでいる。先行き不透明感が強まって消費者は買い控えし、企業も石油製品の購入を見合わせるようになるため、一時的に石油需要が経済実勢より大幅に落ち込んでいるものと推察される。過去の例から類推すると、目先は、米景気の減速を受けて石油需要が減少しやすいタイミングになるとみられ、これまでに大幅な原油高が進んでいたこともあって、石油需要の減少幅が大きくなる可能性もある。

当面、米国を中心とした需要鈍化を材料に原油相場に下押し圧力がかかるとみられる一方で、先述のとおり、新興国の需要が増えるため年間を通じた世界の消費量は、2008年も2009年も底堅い推移になることが見込まれる。

（図表 19）米国の石油需要と雇用者数の推移



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、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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、弊社の統一した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。