



原油、神経質な動き

今週の原油相場は神経質な展開となりそうだ。中東リスクがくすぶる一方、米連邦準備理事会（FRB）による早期利下げ観測の後退や主要消費国である中国の景気悪化懸念で前週の上値は重かった。経済指標や石油統計の発表に相場が左右される展開が続きそうだ。



5日には米サプライマネジメント協会（ISM）による1月の非製造業景況感指数の発表を控える。市場予想では前回の23年12月の値（50.6）を上回るとの見方が優勢だ。市場予想を上回ると早期の利下げ期待の後退につながり、原油相場を押し下げやすくなる。

6日は米エネルギー情報局（EIA）が月例の短期見通しを公表する。楽天証券経済研究所の吉田哲コモディティアナリストは「国際通貨基金（IMF）が経済見通しを上方修正した影響で、EIAが世界の原油需要の見通しを引き上げる可能性がある。需要増への期待が膨らむと原油の買い材料になる」と話す。



円、方向感欠く

今週の外国為替市場は、対ドルの円相場が方向感を欠く展開となりそうだ。前週は米金利の低下や想定より強い米経済指標などで、円が上昇と下落を繰り返した。今週も円買い材料と円売り材料が拮抗し、一方向への値動きは見込みづらいとの声が目立つ。



前週は米国債の需給不安の後退から週半ばに米金利が急低下。日米金利差の縮小を通じて2週間ぶりに1ドル=145円台まで円高が進んだ。週後半には米労働市場の底堅さを示す指標からドル買い・円売りの動きが広がり、1ドル=148円台に再び下落した。

米景気の強さを示す経済指標が相次げば、今週も一定のドル買い・円売り圧力が続く可能性は高い。一方で日銀の政策修正を見通す向きは強まっており、「突然の高官発言によって急に円高が進む展開も考えられる」（りそなホールディングスの石田武為替ストラテジスト）との見方が根強く残る。



石油の巨人サウジアラムコ、次の一手は「アジア×石化」



サウジアラビアの国有石油会社、サウジアラムコは世界最大の石油会社だ。潤沢な生産量で石油市場の調整役を担ってきた。脱炭素の潮流が速度を上げるなかで石油の巨人はどこに向かうのか。現地取材をもとに報告する。

サウジ東部、ペルシャ湾に面したダーランは同国石油産業の中心都市である。この町の小高い丘にあるアラムコ本社で、精製や製品販売を統括する下流部門社長のモハメド・アルカタニ氏は「輸出原油の80%はアジアに向かう。アラムコの成長に極めて重要な市場だ」と強調した。

・アジア向け投資を積み上げ

言葉を裏付けるようにアラムコは、アジア向け投資を積み上げている。なかでも中国では2000年代に中国石油化工（シノペック）や米エクソンモービルと石油精製と石油化学の一貫工場を稼働させて以降に投資を拡大し、23年には栄盛石化（浙江省）の株式10%を246億元（約4700億円）で取得した。

近年の対中投資を追うと、栄盛石化や中国北方工業など石油精製と石化の複合事業に集中していることに気付く。「アジア」と「石化」のキーワードからはエネルギー転換に伴う需要の変化を見据えた戦略が透けて見える。

多くの国が50年の温暖化ガス排出の実質ゼロを掲げる。石油需要はいずれ減少に転じるだろう。アラムコは政府の指示を受けて日量1300万バレルへの生産能力増強を中止した。しかし、先進国の需要は減っても、人口増加と経済成長が続くアジアの新興・途上国では簡単には減らない。

加えて再生可能エネルギーでの置き換えが難しい需要がある。代表が石化原料だ。国際エネルギー機関（IEA）による温暖化ガス排出の実質ゼロを実現するためのシナリオでは、50年に石油需要は現状の4分の1に減るが、ゼロにはならない。2400万バレルの需要の柱が石化分野だ。アラムコはこの需要の囲い込みを急ぐ。



・燃料から化学品へシフト

中国は世界最大の原油輸入国である一方、政府主導で電気自動車（EV）の導入を加速する。「いずれ中国の石油需要も減少するのでは」との問いに、アルカタール社長は「燃料から化学品への需要シフトを意識している。（投資先である）高度化した製油所では原油の5割以上を化学品に転換し、燃料生産は減っていく」と語った。

石化シフトの象徴が、韓国で着手したプロジェクトだ。韓国の精製子会社Sオイルの蔚山工場に、原油から直接、石化製品を生産する「リキッド・トゥ・ケミカル」技術の導入を決めた。

アラムコの最近の下流部門投資

投資先国名	年月	内容
サウジアラビア	2022年12月	仏トタルと東岸に石化コンビナート建設で合意
米国	2023年3月	潤滑油会社バルボリンのグローバル事業買収
韓国	同	精製子会社Sオイルで石化新設備着工
中国	同	榮盛石化の株式10%を取得
中国	同	遼寧省に中国北方工業などと石化コンビナート着工
中国	10月	山東省の精製・石化会社の株式10%取得で交渉
パキスタン	12月	ガス&オイル・パキスタンの株式40%を取得

(出所) アラムコのニュースリリースをもとに作成

原油の70%を化学品に変えることができるとされる。アラムコは原油からナフサをつくり石化製品に加工する従来手法と異なり、原油を一気に化学品に転換することで製造段階の温暖化ガス排出も減らせると主張する。

海外だけでない。アラムコと仏トタルエナジーズは総額110億ドル（約1兆6000億円）を投じてサウジ東岸に新たな石化コンビナートを建設することを決めた。アラムコの安価な原油生産コストは他を圧倒する。

「石油の終わり」が来るその日まで石油産業に君臨し、石油がもたらす利益を最大化するための供給先の確保に動いている。



FRB、利下げ年3回は「控えめ」？ 市場過熱を警戒か

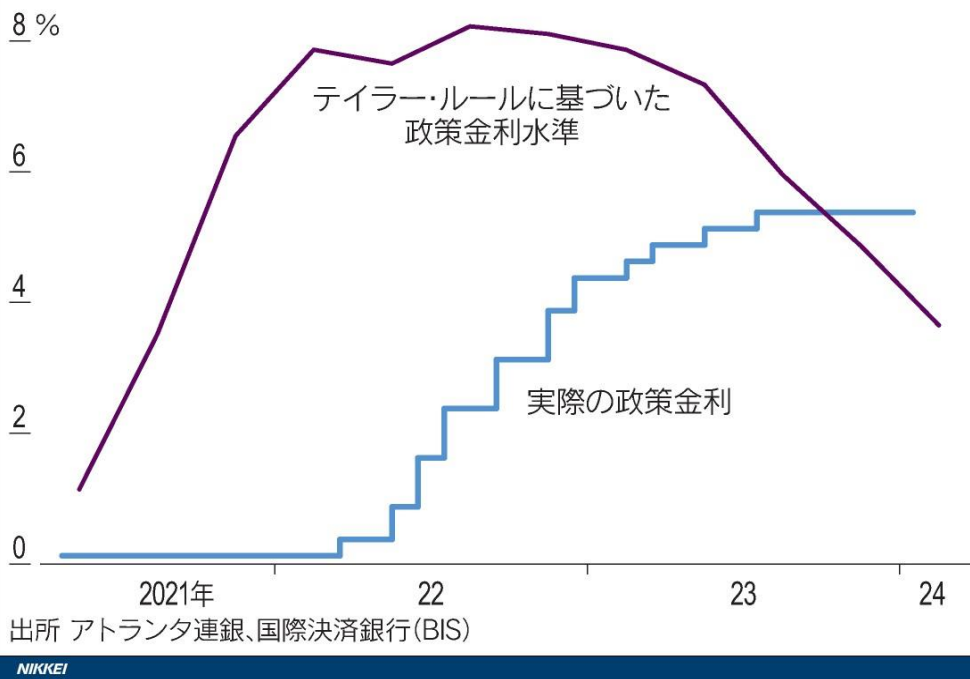
市場で強まる米経済の軟着陸期待。このシナリオの前提の1つは、米連邦準備理事会（FRB）の利下げ転換だ。ただ金融市場は年内に5～6回の利下げを織り込むのに対し、FRBは年3回を示唆している。両者の温度差の大きさは、何を意味するのか。

・市場の利下げ期待は「妥当な範囲内」

「2%の物価目標達成に向け、より確かな自信を得るまで利下げは適切ではない」。1月31日の米連邦公開市場委員会（FOMC）後の声明文で、FRBは市場の早期利下げ転換への期待をけん制した。

金融市場が織り込む利下げは年5～6回。今後のFOMCでほぼ毎回、利下げする想定だ。一見過剰にも思えるが、物価や経済成長率から政策金利の適正水準をはじきだす「テイラー・ルール」に従えば「妥当な範囲内」（大和証券の谷栄一郎チーフ・スト

米政策金利は「適切」な水準より高いとみられる



一方、FRBが昨年12月に示した金利予測は、年3回の利下げを示唆している。市場の織り込みが妥当だとすれば、なぜFRBは「控えめ」な利下げ見通しを打ち出しているのか。

背景にあるのが、株式市場の過熱への警戒感だ。FRBが最後に利上げをした2023年7月以降、ダウ工業株30種平均は1割近く上昇。高金利下にもかかわらず、史上最高値を何度も更新してきた。



・ITバブルに似た構図

野村証券の松沢中チーフ・ストラテジストは「株式市場の過熱感が高まれば、過去のITバブル期のような状態に陥りかねず、結局は米経済がハードランディングしてしまうリスクが高まる」と指摘する。

そのITバブルの一因はFRBにある。1998年の巨大ヘッジファンドLTCMの破綻と、プログラムの問題で多くのコンピューターが正常に動かなくなるとされた「2000年問題」への対応から、FRBは巨額の流動性を供給。余剰マネーが株式市場に流れ込み、IT企業などの株価を大きく押し上げた。FRBは株式市場の過熱を抑えるため計6回の利上げを実施したが、2000年にバブルは崩壊。米景気は後退した。

こうした構図と現在の市場環境は似た面がある。23年3月に米銀シリコンバレーバンク（SVB）が破綻し、金融市場安定化のためにFRBは大量の流動性を供給。その後、生成人工知能（AI）ブームもあって米エヌビディアなどIT株が急騰した。アセットマネジメントOneの小出晃三チーフエコノミストは「FRBの資金投入によりIT関連株などのリスク資産への投資が促された」とみる。

こうした見方に立てば、FRBの利下げ転換への期待が株式相場を一段と押し上げている状況は、「山高ければ谷深し」に陥るリスクを高めていると言える。FRBは過度の利下げ期待を膨らませない目的で、控えめな利下げ回数を見積もっている可能性があるわけだ。

アトランタ連銀のサイトからテイラー・ルールに基づいた「適切」な政策金利をはじくと、現実の金利水準より低い。FRBのパウエル議長は「景気が悪くなるのを待っているわけではない」と説明するが、利下げが後手に回れば実質金利が高止まりし「経済への悪影響が大きくなるリスクは高まる」（大和証券の谷氏）。

一方で利下げペースが速すぎた場合も、懸念通りに市場の過熱感はあっというまに高まり、先々の「反動」のリスクを強めてしまう。FRBの金融政策のかじ取りは容易ではない。



産業資材「値上げの春」 24年問題・賃上げ、対応急ぐ

鉄鋼など産業資材のメーカーが相次ぎ値上げを打ち出している。主因は原料高だが、4月に始まる運送事業者の残業規制を受けた物流コストの高まりや、賃上げに伴う人件費の増加にも対応する。流通事業者にも転嫁を促すが、国内需要は振るわない。「値上げの春」の行方は不透明だ。

日本製鉄は1月下旬以降、主力製品の値上げに相次いで乗り出した。薄鋼板やH形鋼が対象で、一般流通向けをそれぞれ約5%引き上げる。

鋼材の一般流通取引では、商社や問屋、加工業者などを介して需要家に行き渡る。立て続けに値上げを打ち出し、流通業界に鋼材価格の上昇局面入りを広く認識させる狙いがある。

日鉄の担当者は「コスト増にサプライチェーン（供給網）全体で対応していく」と語る。流通事業者が川下の需要家に転嫁しやすい環境づくりにも配慮した格好だ。

値上げは鋼材にとどまらない。三井化学系のプライムポリマーは4月納入分から食品包装材などに使うポリエチレンやポリプロピレンを約2%値上げする。ティッシュ紙やトイレ紙などの家庭紙も、最大手の大王製紙が4月納入分から1割以上の値上げを打ち出した。

産業資材の値上げが相次ぐ	
日本製鉄	1トン5千円 (約5%)
薄鋼板、H形鋼（一般流通）	
東京製鉄	1トン2千円 (1.4~1.9%)
コイル（薄鋼板）	
関東デーバースチール	1トン5千円 (約4%)
鉄筋用鋼材	
プライムポリマー	1キログラム8円以上（約2%）
ポリエチレンなど	
大王製紙	10%以上
家庭紙	

値上げの最大の理由は原料高だ。中国、インドなど新興国の需要増を受け、資源の国際相場は高止まりする。ウクライナ危機や中東情勢の緊迫で、大幅な価格下落は見込みにくい。

原料高だけではない。一つは4月からの時間外労働の上限規制でトラック運転手不足が懸念される「2024年問題」だ。値上げは予想される輸送費の上昇を転嫁する狙いもある。



2024年 2月 5日 担当 ジョン

産業資材はメーカーが流通事業者や需要家の拠点まで製品を運ぶケースが多い。取引先への遠慮から運賃を明示しないこともあった。24年問題を機に、物流コスト負担のあり方を改めて明確にしたい考えた。

もう一つは人件費増加への対応だ。24年の春季労使交渉（春闘）では23年の3.6%を上回る賃上げが見込まれる。ある中堅鉄鋼メーカー幹部は「人材確保や技能伝承の観点からも、さらなる給与の引き上げが不可避だ」と話す。

交渉は難航が予想される。製造業では自動車以外の産業機械は新型コロナウイルス禍による需要停滞から脱し切れていない。建設資材も人手不足などによる工事の遅れで荷動きは低調だ。

東京地区生コンクリート協同組合（東京・中央）は、4月以降に生コンの販売価格を5%程度引き上げるため、23年秋からいち早くゼネコンと交渉を進めてきた。「現状では9割以上の建設案件で同意を得ることができていない」（販売代理店）という。

需要が振るわない中、先行きのコスト増を克服し、持続可能な事業体制を築けるか。交渉の動向がカギを握る。

中国「デフレ輸出」も足かせに

中国などからの安価な製品の流入が値上げの足かせになるとの見方もある。汎用の産業資材は品質の違いを出しにくい。国内メーカーは「デフレ輸出」の動向をにらみながらの交渉を迫られる。

「中国品でも安ければいいという需要家は少なくない」。薄鋼板を扱う鋼材問屋の担当者は話す。中国からの輸入品は国産品より1割程度安いという。国産品を値上げすれば中国品に需要が移る可能性もある。

日本鉄鋼連盟（東京・中央）がまとめた23年の普通鋼鋼材の輸入量は前年比11%増の469万トンだった。特に中国からは22%増えた。

丸紅経済研究所の李雪連シニア・アナリストは「不動産不況などもあり中国国内の鋼材需要は低迷している。余剰感は依然強く、日本など周辺国・地域への高水準の輸出が続く可能性がある」という。

化学品も中国では内需の拡大以上に設備増強が進む。基礎化学品エチレンの生産能力は22年末時点で前年末比6%増えた。中国の過剰生産はアジアの市況悪化を通じて日本の化学メーカーの収益を圧迫している。