

Contents

特集：石油価格の上昇を考える	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Building BRICs of growth” 「新興国の成長を作るもの」	8p
< From the Editor > 街角景気の声	9p

特集：石油価格の上昇を考える

6月6日、ニューヨーク・マーカンタイル取引所の原油先物相場において、WTI 7月物が最高値を更新し、過去最大の上げ幅となる前日比 10.75 ドル高の 138.54 ドルで引けました。イランの核開発などの動向もさることながら、ドル安の進行で商品市場へ資金逃避が加速し、市場関係者の間では「夏には 150 ドル」との予想も上っているとのこと。

こんな価格高騰はなぜ起きるのか。そして今後はどうなるのか。石油価格のメカニズムについて考えてみました。なお本号は、6月10日分の日経ネット「経済羅針盤」に、寄稿した内容に加筆していることを申し添えておきます¹。

破天荒なまでの価格上昇

今となっては隔世の感があるけれども、今から 10 年前の 1998 年、原油 1 バレルは 10 ドル少々であった。それが何と、先週 6 月 6 日には「1 日で 10 ドル」上昇である。長期トレンド（次ページ参照）で見ても、「10 年で 10 倍以上」になった。特にこの 1 年間の上がり方が尋常ではない。

もっともこういう罫線の形は、石油に限らずいろんな商品でよく見かけられるものである。強烈な上げ相場の時には、あらゆる予想が外れるものだ。相場格言は、こういう状況を「もうはまだなり」と表現する。周囲が「もう止まるだろう」と言っているときには、まだまだ値は上がる。逆に「まだまだ上がるだろう」と覚悟を決めた頃になると、「まだはもうなり」となる。ほとんど万古不易の法則であるといってい

¹ <http://markets.nikkei.co.jp/column/rashin/index.aspx>

米国産代表油種である WTI 価格は、2003 年のイラク戦争終了後にいったん落ち着いたものの、2004 年から上昇軌道に乗った。1 バレル 50 ドルになり、70 ドルになり、ついには 100 ドルを超え、とうとう 130 ドル台をつけたが、そのたびに、「もう峠を越えた」「これ以上は上がらない」「むしろ下落したときが心配」などと言われ続けた。総じて石油業界関係者が悲観的であり、「まだまだ上がり続ける」という予測は少数派だった。

最近では、とうとう「200 ドル時代到来か」という見出しも躍り始めた。相場格言が正しいならば、ここで「まだはもうなり」となるはずだが、果たしてどうだろうか。

長期トレンド：http://www.fuji-ft.co.jp/chart/On-genyu/main_m.htm



無軌道極まりない石油価格の歴史

それにしても、サウジアラビアのガワール油田では、1 バレル 300 円くらいのコストで掘っている原油が、末端価格で 1 万 4000 円以上になってしまうのはいかなものか。産油国には途方もない利潤が発生しているはずだが、どうしてそんなことになるのだろう。

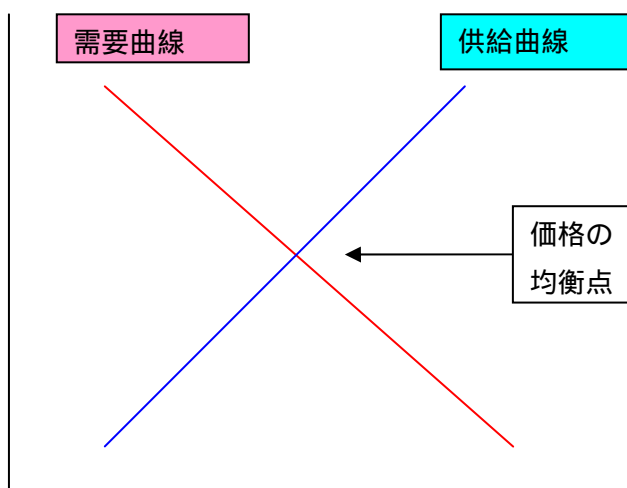
もとより石油にはフェアバリューというものが存在しない。かつて 1970 年代には、1 バレル 3 ドルだった石油がいきなり 4 倍の値段に跳ね上がり、全世界が震撼したものである。なにしろ石油は単なるエネルギー源というだけでなく、さまざまな用途に使われている。当時の日本では、スーパーの店頭からトイレットペーパーが消えた。若い世代には想像もつかないかもしれないが、「石油ショック」とそれに続く「狂乱物価」の記憶は、今もある年齢以上の日本人の脳裏に深く刻み込まれている。

当時、盛んに言われたのは「石油は政治商品だから」であった。OPEC が禁輸措置を採れば、石油輸入国は悲鳴を上げるしかない。そこで 1970 年代当時の先進国は団結する必要があった。今日も続く G8 サミットは、1975 年に先進国が石油ショックとインフレ対策を語り合うために始まった（第 1 回ランブイ工会議は米英仏独伊と日本の 6 カ国が参加）。

それでは、産油国は好きなように石油価格をコントロールできたかといえば、実はそうでもなかった。1980 年代には、石油が長期にわたって低迷するという「逆オイルショック」が発生した。産油国にとっては苦難の季節となり、ソ連経済などは文字通りそれでひっくり返ってしまった。安過ぎる石油価格は、文字通り冷戦終了のタイミングを早めたのである。その後も OPEC は、1 バレル 22~28 ドルの「プライスバンド」を設けるなどして石油価格の安定を目指したものの、思惑通りにはいかなかった。

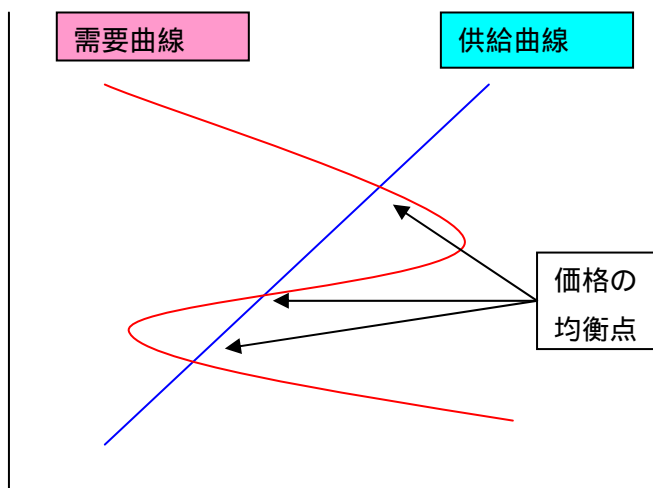
ユニークな需要・供給曲線

それでは、石油価格は本当に市場メカニズムで価格が決まっているのだろうか。こういうとき、誰もが思い浮かべるのは、経済学が教える需要・供給曲線であろう。まず縦軸に価格、横軸に数量というグラフを書いてみる。価格が上がれば数量が減るという需要曲線と、価格が上がれば数量が増えるという供給曲線が、X 字型に交差する場所が価格の均衡点となる。そんな風に簡単な仕組みであれば、30 ドルの石油が 5 年後に 120 ドルになる、なんてことは考えにくいではないか。



ところが石油のようにユニークな財になると、需要・供給曲線が普通ではない。石油は有限な資源であり、その生産は政府が統制している。そして産油国にとっては、石油は圧倒的に大きな収入源である。ゆえに石油価格が上昇すると、むしろ供給を絞りたくなる国も存在する。そこで供給曲線が S 字型となれば、需要曲線と交わる点が複数になる。つまり価格の均衡点がいくつもできることになる。

需要曲線の方も一筋縄ではない。昨今、石油消費量が急増しているのは中国やインドなどの新興国だ。これらの国は高度成長下で、貿易黒字も潤沢にある。そうなると、価格が上がれば需要量が減る、という当たり前のメカニズムが機能しにくい。むしろ将来の手当てをするために、値段が上がるなら数量を増やしてしまえというインセンティブが働く。こちらもS字型であるかもしれないのである。



結論として、石油価格の均衡点は複数あると考えられる。だとすれば、石油価格が大きく変動することはさほど不思議ではない。こじつけっぽく聞こえるかもしれないが、無軌道極まりない石油価格の歴史を説明するためには、こんな「石油価格=複数均衡点仮説」が有効ではないかと思うのだ。

「ブラッド・バレル」という不条理

かかる石油価格の乱高下は、多くの不条理な歴史を残してきた。この点について、最新号の“Foreign Affairs”誌が“Blood Barrels”（マイケル・ロス・カリフォルニア大学准教授）という興味深い論文を掲載しているのでその要旨をご紹介します²。

- ・ 1992年当時、世界の紛争の5分の1が産油地域で起きていたが、今やその比率は3分の1へと上昇している。産油地域の国内には内戦を誘発するような構造が存在する。
- ・ OPEC加盟国のほぼ半分において、30年前と比べて2005年の方が暮らし向きは悪くなっている。つまり、石油に国が呪縛されている。

² 『ブラッド・バレル』とは、シエラレオネでの内戦を描いたハリウッド映画『ブラッド・ダイヤモンド』にかけた表題であろう。同国では、ダイヤモンドが産出されることが原因で内紛が生じる。なお、「フォーリン・アフェアーズ日本語版」では『石油の富と呪縛』と訳されている。

- ・ 「石油の呪縛」には、資源輸出が通貨価値を押し上げてしまう（オランダ病）、唐突に歳入が潤ってしまう、という面がある。効率よく統治されていない産油国では、デタラメな財政支出により結果的に問題を抱え込むことが多い。また、歳入増は政治腐敗を蔓延させ、独裁者の権力基盤を強化し、民主基盤を押しつぶしてしまう。
- ・ **最近の石油高騰により、新たな紛争が助長される。**産油国で国内紛争が起きる危険は、非産油国に比べて2倍も高い。石油の富が紛争の引き金となるのは、(a)原油価格の変動に伴う経済の不安定化が、政治の不安定化を呼び込む、(b)石油の富が反政府武装勢力を煽り立てる、(c)石油の富が分離主義を助長する、などのパターンがある。
- ・ 新たな産油国の多くは、アフリカ、カスピ海周辺、東南アジアにある。ほぼすべてが非民主的な国だし、ほとんどが貧困国で、**突然大規模な資金が流れ込んできても、それを上手く管理できる体制を持っていない。**内戦が起きれば、貧困から脱するチャンスは潰されてしまう。

しみじみ不気味な予言というべきであろう。現在のような石油価格の高騰は、ますます産油国で内紛の種を撒いてしまうので、「地政学的リスク」を高めてしまうことになる。早い話が、第2、第3のイラクができてしまうかもしれない。その結果、さらに石油価格は上昇することになるかもしれないのだ。

石油という商品は、やはり決定的に他の商品とは違う性質を持つと考えた方がよいだろう。

新たな需要国側にも不条理

「新たな産油国」以上に問題含みであるのが、「新たな石油需要国」であろう。**石油価格上昇の最大の原因は、BRICsなど新興国の需要拡大**にある。これらの国々の成長速度があまりにも早く、石油の大口需要家となりつつあることが、従来の価格見通しを大きく狂わせている。

かつては石油輸出国であった中国は、今では「数年先にどれくらいの石油が必要か、自分たちでも見当がつかない」といった状態になっている。ダルフール紛争が起きているスーダンから大量の石油を輸入するなど、派手な資源外交を展開して顰蹙を買っているのも、好き好んでやっているわけではあるまい。単にそうしなければ、国内経済が回らないから仕方なくやっているだけである。

しかも中国にとって悩ましい点は、いまや完全に地方分権化が進んでおり、**31の省と市が自前の経済建設のプランを持ち、中央政府の意向に従わなくなっていることだ。**国内で激しい競争が行われる結果、二重投資などの無駄が生じるばかりか、「価格が上がれば需要の数量が減る」という当たり前の価格メカニズムが働かない。中国における需要家たちは、資本主義の原理を逸脱しているのである。

ちなみに中国の省市は、みずからが豊かになることを目指しつつも、中国からの分離独立を目指しているわけではない。あくまでも「13億人の市場」であり続けることによって、海外に対する交渉力を維持することに主眼がある。実際に資源供給国の側としても、需要がどんどん伸びる中国は「いいお客さん」であるから、それだけ大切にしなければならない。つまり中国は、対内的には地方政府が競争して大量の資源を必要とする上に、対外的には価格交渉力があるという強力な需要家なのである。

そういうプレイヤーが登場することを、これまでの石油市場は想定していなかった。「カネに糸目をつけずに資源を買い続ける需要家」が現れたことも、今日の石油市場における価格形成に歪みをもたらしているといえるだろう。

資源バブルはいつ終わるのか？

「そうはいつでも、1バレル100ドルを超える石油価格はバブルではないのですか？」という声が聞こえてきそうである。ごもつともであり、現在の石油高騰は「金融現象」としての側面を無視できない。昨年のサブプライム問題以降、国際金融の世界は大荒れである。行き場を失ったマネーが国際商品市場に流入してくるので、資金量は2003年時点の20倍になっているという。

以下は、本誌がかねてから指摘している「アンラッキーセブンの法則」である³。1の位に7がつく年には、なぜかきまって国際金融危機が発生する。そしてその後は、利下げが行われてバブルが発生する。ただし、バブルがどんな分野に飛び火するかは分かりにくい。そして1の位がゼロになる年に、バブルは崩壊している。

アンラッキーセブンの法則

出来事	その後	金融政策	影響	結末
1987年にブラックマンデー	世界同時株安	協調利下げ	日本で株・不動産バブル	1990年に崩壊
1997年にアジア通貨危機	ロシア金融危機	Fed 利下げ	米国でITバブル	2000年に崩壊
2007年にサブプライム危機	流動性危機	Fed 流動性供給	世界的な資源バブル	2010年に崩壊？

2度あることが3度ある、としたら、この資源バブルはあと2年くらい続くことになる。現在の価格がすぐにでも修正される可能性は低そうだ。少なくとも「投機資金が悪い」「先物市場を規制せよ」などといった間は、高値は止まらないだろう。この手の局面において、市場介入が成功して値段が下がったという話は聞いたことがない。

³ 2007年8月31日「サブプライム問題の行方」、12月7日号「2008年の内外経済を読む」など。

バブルが崩壊するときは、総じて利上げによってである。そして欧米の主要金融機関のバランスシートが大きく毀損している現状では、利上げに向かう条件が整っているとは考えにくい。米国政府と連銀が一体になって、「強いドル」への口先介入を行っている様子を見ても、やはり「ない袖は振れない」状態なのであろう。とすれば、今のような資源バブルは当分続くと見ておかなければならない。

この間、産油国には巨額な利益が転がり込み、笑いが止まらない状態となるだろう。ただし「ブラッド・バレル」の予言が正しいとすれば、むしろ不幸せを呼び込むかもしれない。他方、資源の乏しい途上国(特に人口の多い国)には苦しい日々が訪れることになる。特に経常収支が急激に悪化する国には警戒が必要であらう。

総じてバブルが生じる際には、80年代の日本にせよ、90年代の米国にせよ、**資源配分に大きなゆがみをもたらしただけでなく、崩壊した後は大きな爪あとを残した。**資源バブルも似たような運命が待ち受けていると、覚悟しておく必要があるだろう。

人類は布団から抜け出せるか？

それはそれとして、われわれは足元の石油高をどうやって乗り切れればいいのか。**「石油価格 = 複数均衡点仮説」が正しいとすれば、石油価格が下落する際には、ある日突然、大きく下がることになる。**

察するに異常な石油高は、市場メカニズムが“このままではいけないよ”と教えてくれているのであろう。しかし、人間は相変わらず行動を改めていない。本当ならば、人類は新たな油田を掘削し、代替エネルギー開発を進めるとともに、本気で省エネに取り組まなければならない。

さもなくば、世界経済全体の経済成長を思い切り鈍化させる必要がある。特に「新たな需要国」における石油消費は、より効率的なものに変えなければならない。とはいえ、今日の不安定な世界経済は新興国の頑張りに懸かっており、それが大幅な調整に向かうことを望む者は少ないだろう。(次ページの”The Economist”記事では、大量の資源を必要とする新興国のインフラ投資が、世界経済の牽引役になることが指摘されている。つまり世界経済は、「高資源、高成長」か「低資源、低成長」の二択問題ということになる)

いずれにせよ、**人間の行動に抜本的な変化が始まらない限り、石油価格の高止まりは変わらない**のであろう。

いわば目覚まし時計が鳴っていて、意識も覚めているのだが、人間は居心地のいい布団から抜け出すことができないでいる。だから目覚まし時計は鳴り続けている。では、どうやって布団を抜け出すか。さし当たって、来たる G8 サミットは、人類が本気の議論を始める格好のチャンスであると思うのだが。

<今週の”The Economist”誌から>

”Building BRICs of growth”

「新興国の成長を作るもの」

Economic focus

June 7th 2008

* 世界経済に不透明感が漂う昨今ながら、The Economist 誌の経済分析記事は「活発なインフラ投資が、新興国経済の急成長を維持する」と予測しています。

<要約>

史上最大の投資ブームが進行中だ。世界のインフラ投資の半分以上が新興国で行われており、2000 年以来その規模は 5 倍になっている。今年、新興国での道路、鉄道、電気、通信などでの支出は、経済全体の 6% に当たる 1.2 兆ドルになりそうだ。米国経済が停滞する中でも、かかる投資が経済成長を向こう数年間は下支えするだろう。

推計によれば、向こう 10 年間の投資総額は現在価値で 22 兆ドル。その 43% を中国が占めており、対 GDP 比では 12% にのぼる。ブラジル政府は昨年、3000 億ドルの近代化 4 カ年計画に着手し、インド政府の 5 カ年計画には 5000 億ドル近いインフラ投資が含まれている。ロシアや湾岸産油国も、旺盛な石油歳入を投資に注ぎ込んでいる。

古代ローマから 19 世紀英国まで、よきインフラ投資は経済開発の主役であった。だが、現在の支出は前代未聞である。それだけ工業化が進んでいるし、現在の新興国投資のペースはかつての先進国の比ではない。英国の鉄道ブームも投資額は GDP 比で 5% だった。

道路や鉄道を建設すれば、生産や雇用が増えるだけでなく、将来の成長も加速する。輸送コストが安ければ、それだけ貿易自由化が進み、成長速度も高まる。衛生への投資は生活資本を向上させ、労働生産性を上げる。世銀の推計では、1% のインフラ投資増は GDP の 1% 増を伴うという。ゆえに東アジアはラ米よりも成長が早いと見られている。

ゴールドマンサックスの研究によれば、インフラ支出は経済成長の結果でもある。生活水準が上がれば人々は都市に集まり、電機や輸送、衛生や住宅の需要が増大する。かくして投資と成長の循環が促される。同社は「収入増」「都市化」「人口」の 3 要素を使ったインフラ需要予測のモデルを開発した。都市人口が 1% 増えるごとに、電力供給量は 1.8% の伸びが必要になる。一人当たり収入が 1% 上がるごとに、0.5% の需要が伸びる。となると、今後 10 年間で中国では 140%、インドでは 80% の電力供給の伸びが必要である。航空輸送はさらに旺盛で、旅行客は次の 10 年で中国では 350%、インドでは 200% 増えるだろう。

収入増と都市化の早さから、中国のインフラ投資は活発となる。インドに比べて、固定電話回線で 13 倍、航空客で 7 倍、電力供給量で 6 倍となろう。ブラジルとロシアは既に都市化し、豊かになっているので、インフラの増加は緩やかなものとなる。

ほとんどの新興国は、インドが赤字を抱える以外は均衡財政に近い。そしてより巨額の民間資金が必要である。そのためには投資家への十分なリターンの提供と、規制システムの改革が求められる。インドでは発電量の半分しか支払われていない。また資金調達には国内債券市場が必要であり、そのことによる長期的な便宜もある。

インフラ投資は資本財の輸入をもたらすので、中国などの経常黒字が減るだろう。資材への需要が高まるので、一次産品価格は高止まりする。また、環境面でのマイナス効果もある。新興国経済の電力需要が次の10年で75%増加することで、大気汚染と地球温暖化がもたらされる。中国の三峡ダムによる環境破壊も懸念される。建設ラッシュがもう少し緩やかなものになるようにと、祈っている向きも少なくはないだろう。

< From the Editor > 街角景気の声

6月9日に発表された景気ウォッチャー調査は、現状判断指数が2ヶ月連続の下落で32.1pとなり、1月につけた31.8pのボトムに再び迫っています。4月からの物価上昇がはっきりと景況感に表れており、コメント欄を見ても、以下のように最近、あちこちでよく聞くような話が並んでいます。

店に来る子供が、親の財布を心配しているような状況である。(東北、一般小売店 = スポーツ用品店)

近所に千円カットの店が軒並み増えており、カットをそこで済ませ、残りを一般の美容院でするという状態である。女性客にも床屋に行くような傾向が見られる。(北関東、美容院)

賞味期限はよく見る、中身の添加物を気にする客も増えている。中国産は絶対駄目だという客も多い。客との会話で老人医療の話題ものぼる。各種値上がりを懸念する声もよく聞かれる。客は商品にかなり敏感になっており、景気はますます悪くなる。(北関東、百貨店)

家に入れたお茶をペットボトルに入れて、子供に持たせるといった節儉家庭が増加している。(東海、コンビニ)

洞爺湖サミット期間中は警察が忙しくなるため、取引先のパチンコ業界では遊技機入れ替えの許可が取りにくくなる。(近畿、電気機械器具製造業)

ゴールデンウィークと母の日が近かったこともあり、あまり需要がなかった。(四国、一般小売店 = 生花)

今月はゴールデンウィークがあったため営業日数が短い上に、来客数も過去最低であった。当店の料亭は会社接待がメインであるため、会社の経費節減、原油高も影響している。また、有名料亭の問題等も何らかの関わりがある。(九州、高級レストラン)

景気のよい話で目立つことといえば、タスポカード導入のお陰でコンビニへの来客数が増えていることくらい。それも以前のように、「タバコのついでにもう一品」とはならず、お札よりも小銭での買い物が増えているとのこと。

果たして、景気の潮目は変わってしまったのでしょうか。海外の資源高を震源地とする物価上昇の動向は、さらに注意深く見ていく必要があると思います。

* 次号は 2008 年 6 月 27 日（金）を予定しています。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

〒107-8655 東京都港区赤坂6-1-20 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com