

第15回RIETIハイライトセミナー

「エネルギー価格、為替、そして国際経済秩序」
プレゼンテーション資料

2016年6月2日

原油暴落で変わる世界

藤 和彦

RIETI上席研究員

原油暴落で変わる世界

2016年6月
経済産業研究所
藤 和彦

はじめに

・分析の視点

エネルギー事情だけでなく、金融・地政学的観点を加味

→内閣情報調査室で7年半勤務。経済インテリジェンスの要諦は金融（一晩にして国を崩壊させる力）にあり。経済の変調が政治・安全保障分野にどのように影響するか。

・「原油暴落で変わる世界」を昨年3月末に出版

・当時日本では原油価格下落は先進国経済にプラスとの論調

→「リスク・オン経済」に変質した世界経済を読み誤った？

・金融危機の懸念（シェール企業のジャンク債）

・供給途絶の懸念（サウジアラビアに「アラブの春」？）

→原油価格1バレル＝50ドルでは「焼け石に水」？

原油価格が乱高下する時代に

- ・現時点の供給過剰量は約200万b/d(2014年半ば:約100万b/d)
- ・1日当たりの原油生産量は約9400万バレル
- 約1%の供給過剰で価格は3分の1に下落。
- ・主要な国際金融商品となった原油先物(現物価格を決定)
- 2000年代半ばにゴールドマン・サックス等が商品インデックスファンドを組成(年金資金がWTI市場に流入している)
- ・リーマンショック後のOPEC減産、投機マネーが米FRBのQEを活用して原油価格を吊り上げた(不景気の原油高)
- 2014年半ばに「QE終了」観測が出ると原油価格は下落を開始
- ・原油価格は今後1バレル=20~50ドルで推移
- 10~20万バレルの増減で原油価格が乱高下する時代に
- いわゆる地政学的リスクに要注意(同80ドルになる可能性)

OPEC・非OPEC諸国の協調減産

- ・1月時点の原油生産レベルでの凍結
 - ・サウジアラビアの生産量は1021万b/d(余剰能力は205万b/d)
 - ・ロシアの生産量は1088万b/d(余剰能力はゼロ)
 - ・イランの生産量は299万b/d(余剰能力は61万b/d)
- 4月の生産量は356万b/d
 - ・イラクの生産量は435万b/d(余剰能力はゼロ)
- ・米シェールオイルの生産量はピーク時から約80万b/d減少する(IEA)
- 原油価格の上昇のうまみの大半を米シェール企業が享受する？
- ・米国政府がシェール企業間の生産調整に乗り出す可能性はあるのか？
- ・中国に続き米国の原油需要が減少する可能性大(石油デマンドピーク論)
- 中国の需要の1割以上は石油製品の輸出に回っている。
- ・4月のドーハ会合が決裂してもなぜ原油価格は高止まりしているのか。

突然の供給途絶要因

- ・4月中旬のクウェートの石油産業労働者の大規模スト(約170万b/d)
→クウェートの財政が均衡する原油価格は1バレル=約60ドル
- ・5月初めからのカナダの山火事(約100万b/d)
- ・5月上旬からのナイジェリアにおける武装集団による石油施設襲撃(約80万b/d)
- ・5月下旬のベネズエラの非常事態宣言
 - ・同国の原油生産量は約260万b/d。国営石油会社PDVSAの資金難により、年末までに原油生産量は50万b/d以上減少か。
- ・5月下旬のカザフスタンの反政府デモ
 - ・1991年の独立以来続くナザルバエフ大統領への不満。原油生産量は約160万b/d
- ・しかし本当に心配なのはサウジアラビアではないか

サウジアラビアの何が心配か(その1)

- ・昨年1月からのサルマン国王新体制は20年間続いたアブドラ前国王の路線を全面転換(前国王の息子の大半が政府の要職を解任される)
- ・ムハンマド副皇太子(王位継承順位第2位)の改革は吉と出るか
 - ・サルマン国王の第3夫人の長男(30歳)、国王の皇太子時代に顧問就任
 - ・英米の大学への留学経験なし(ナーイフ皇太子は親米派とされる)
 - 欧米メディアは偏向報道をしている?
 - ・国防大臣・経済開発評議会議長を兼任(外交政策の実権も握る?)
- ・ドーハ会合決裂の主役はムハンマド副皇太子
 - ・イランとの政治的対立が高まる中で、「敵に塩を送る」ことになる増産凍結合意の破棄を会議当日ヌアイミ石油相に伝達したと言われている。
 - ・原油生産量を約25万b/d増産(中期的には1200万b/dに引き上げ)?
- ・20年以上にわたりサウジアラビアの石油政策を担ってきたヌアイミ氏の辞任(5月7日)

サウジアラビアの何が心配か(その2)

- ・ 目標価格帯の放棄(ロイター報道)
 - ・ 目標価格帯とは「原油価格を安定させるために2000年3月OPEC総会が非公式に取り決めた合意事項」。サウジアラビアはこれまで一貫して目標価格帯を擁護し、現状の価格水準が望ましくないと判断すれば、OPEC内で減産又は増産を主導してきた(リーマンショック後の減産が好例)。
 - ・ 5月2日のOPEC理事会でサウジアラビア代表は「過去数年で事態が大きく変わったので目標価格帯の設定は無益になった」と発言。
- 原油が稀少とみなされていた時代には「サウジアラビアは減産して競争相手にシェアを奪われても長期的な収入を最大化する」という戦略は正しかったが、原油の希少性が薄まった現在「低価格で増産した方が減産して市場シェアを奪われるよりましだ」という理屈である。
- ・ サウジアラビアが、すべての生産者の利益のために価格下支えを目的とする減産を行うという昔に戻ることはない(サウジアラビア抜きのOPEC?)

サウジアラビアの何が心配か(その3)

- ・ムハンマド副皇太子が描く「ビジョン2030」(6月に具体策?)
 - ・「原油立国(歳入の9割が石油収入)」から「投資立国」へ
 - ・30歳以下の人口が7割を占める人口構成(若者の失業率は30%?)
 - ミレニアル世代の意向を反映(女性の権利拡大、宗教警察への牽制)
 - ・ビジョン達成のために不可欠なサウジアラムコの株式公開
 - ・サウジアラムコの時価総額は約2兆ドル(当初は1000億ドル)
 - ・中国アリババ(250億ドル)の4倍の規模となる株式公開を成功させるためには原油価格の持続的な上昇が不可欠
 - 株式公開による透明性の向上で国内から反発が強まる?
 - ・世界最大の政府系ファンド(資金規模は約2兆ドル、海外投資比率が5割超)の円滑な運用のためには、世界の金融市場の安定が不可欠
 - 米国のシェール企業つぶしは「ブーメラン効果」をもたらす?

サウジアラビアの何が心配か(その4)

- ・サウジアラビアの財政均衡価格は1バレル＝約100ドル(原油生産コストは低いが「アラブの春」以降のバラマキ予算が足枷)
- ・昨年の軍事費は819億ドルで世界3位(対GDP比は12.5%で世界一)
 - 今年初めのイランとの国交断絶は「サウジアラビアのオウンゴール」
 - 昨年3月に開始したイエメン空爆はいつまで続ける気なのか
- ・原油安によるサウジアラビア経済への深刻なダメージ
 - ・経済成長率は3.4%(2015年)から1.2%(2016年)(IMF)
 - ・豊富な外貨準備高(約6000億ドル)は張り子のトラ
 - 今年からガソリン価格は1.6倍、2年以内に消費税導入?
 - ・ドルペッグ制(1ドル＝3.75リヤル)はいつまで維持できるのか
 - ドルペッグ制廃止は世界金融市場にとって「ブラックスワン」か。購買力低下を補うために原油増産か(原油価格は同25ドルまで下落)。産業構造転換のためにリヤル安容認の声も。

サウジアラビアの何が心配か(その5)

- ・5月に入り政府は政府借用証書(IOU)の発行を検討。
 - ・IOU検討の前例(2009年7月のカリフォルニア州、2015年4月のギリシャ)、流動性の危機が起きている？
 - ・中東地域最大の建設会社サウジ・ビンラデインは4月末に「5万人のリストラを行う」と発表。
 - ・1990年代半ばにIOUを発行した経緯がある。原油安による資金難から農業従事者への支払いが5年間滞っていた。
- ・米議会上院で「9・11の被害者や遺族がサウジ政府に賠償を請求できる法案」が5月中旬に可決。
 - サウジ政府は「7500億ドル相当の米国資産を売却」
 - 米財務省が初めてサウジ政府の米国債保有額を公表

原油価格が今年後半に暴落する？

- ・シェール企業の大量倒産
 - ・米国内のシェール企業数は4000～5000社？
 - ・年内に3分の1（又は半数）のシェール企業が経営破綻？
 - ・昨年後半以降倒産した企業の負債総額は約3兆円、2002年のITバブル崩壊時に匹敵する倒産規模。
 - 「生命維持装置（先物売りによる資金確保）」が消滅。原油価格1バレル＝80ドルでないと「倒産の波」は止まらず？
- ・ジャンク債市場が崩壊？
 - ・シェール企業が発行しているジャンク債は約5000億ドル
 - 上場投資信託（ETF）が大量に保有している可能性大
 - 大手商品取引会社に対する懸念（第2のエンロン？）

サウジアラビアに「アラブの春」?

- ・ジャンク債バブル崩壊による金融市場の混乱
 - ・6月のFOMCの利上げによるシェール企業への悪影響
 - 各国政府や中央銀行は救済する手段を有していない?
 - ・国際金融商品である原油先物価格は暴落?
- ・原油価格が暴落すればサウジアラビアで政変が起こる?
 - ・ムハンマド副皇太子に対する既得権益層からの猛反発、前国王の息子達が巻き返しを図る?
 - ・政治的な混乱に乗じてますます勢力を拡大するIS
 - イエメンの「アラビア半島のアルカイダ」の逆襲も
- ・サウジアラビア東部の大油田地帯はシーア派が多数を占める
 - 100万b/dの減産観測でも原油価格は高騰

エネルギー分野の戦後レジームの転換

- ・原油価格「一物一価」の時代の終焉？
 - ・原油の中東依存度が低い欧米諸国
 - 原油価格上昇で米シェール企業は短期間に増産可能
- ・中東地域からのシーレーンを誰が守るのか
 - ・戦前シーレーン防衛に自信がなかった海軍の反対によりサウジアラビアでの油田開発参入を断念した経緯あり
 - ・国内での原油生産減少で原油の輸入依存度がますます高まる中国（南シナ海は波高し）
 - ・第2の中国となるインド？今年の原油需要は日本を抜き世界第3位に（約400万b/d）、2040年に1000万b/d？
 - イラン増産分をインドと中国が分け合う形に

日本が採るべき対応は

- ・短期的な対応
 - ・国家石油備蓄の放出準備(約3億バレルの国内油田、100%の供給途絶でも90日は対応可能)
 - ・1980年代以降一度も放出していない(1バレル何ドルで放出するか、放出する相手先をどうするか)
- ・中長期的な対応
 - ・原油の中東依存度(約80%)の低下
 - ・可能性のある選択肢はロシア原油のみ(輸入シェアは1割)
 - ・原油から天然ガスへのシフト
 - ・サハリン・東シベリア天然ガスパイプラインの早期実現
 - 燃料電池自動車の普及に資する水素コストの低減に寄与