

# みずほ欧州インサイト

2009年12月1日発行

＜中東オイルマネーの現状と行方＞

～金融危機の中東SWFへの影響とその将来像～

本誌に関するお問い合わせ先  
みずほ総合研究所（株） 経済調査部  
ロンドン事務所 所長 吉田健一郎  
Tel +44 (0) 20 7012 4452  
E-mail : kenichiro.yoshida@mhcb.co.uk

本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、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることがあります。

## 1. はじめに

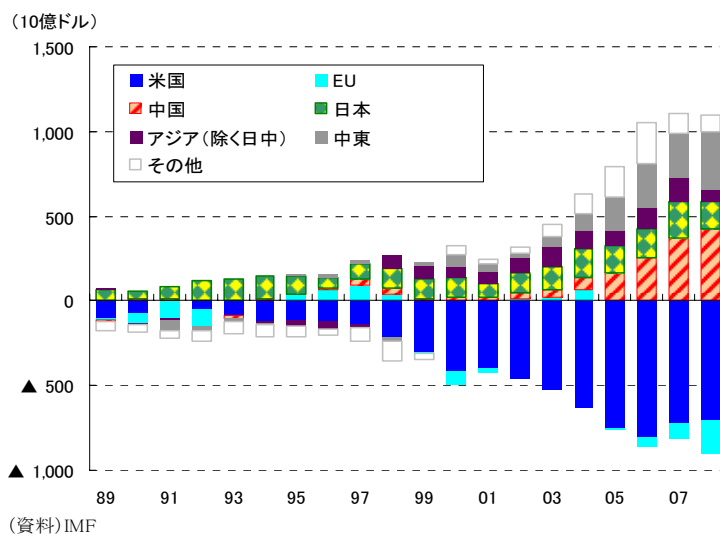
世界経済は底入れ回復へ。その傍らで原油価格も 80 ドル／バレル近傍に上昇

世界経済は底入れし回復に向かいつつある。IMFによれば、09 年の世界の実質 GDP 成長率は▲1.1%と前年より減少が予想されているものの、2010 年には再び 3%を超える成長に復する公算だ。グローバルな在庫調整を中心とした生産の回復がその起点となっている。

こうした中で、一時 1 バレル=30 ドル台にまで低迷していた原油価格が、80 ドル近傍まで上昇している。背景には上述した世界経済回復への期待のみならず、グローバルなリスク選好の回復による投資マネーの先物市場への流入もあるのではないかと考えられている。

マネーフローという面から油価の上昇を捉えると、油価上昇は再び産油国への富の移転をもたらし、そのうちの一部はオイルマネーとして国際金融市場に還流することとなる。2003 年頃から、オイルマネーは、米国を中心として拡大してきた経常赤字をファイナンスする一つの主体として、大きなプレゼンスを国際金融市場の中で示してきた（図表 1）。しかし、今般の金融危機では、油価と資産価格急落のダブルパンチにより、このマネーフローが細るのではないかとの見方も強まっている。

【 図表 1:世界の経常収支 】



ドバイ・ワールドが債務支払い停止を要求

更に 11 月末には、ドバイ首長国のフラッグシップ企業とも呼ぶべきドバイ・ワールドが債務の 6 ヶ月間の支払い停止を要請し、約 600 億ドルという巨額債務にデフォルト懸念が突如持ち上がった。このニュースは世界の金融市場に衝撃と混乱をもたらし、信用収縮の再開を通じて金融危機が再開するのではないかとの懸念が台頭した。

同時に今回の事件は、油価の高騰を背景に、原油輸出を通じて巨額の富を蓄積してきた産油国の経済発展が、油価急落と金融危機により破綻の危機に瀕しているということを象徴的に示す出来事としても捉えられている。確かに、2008 年半ばまでの好調な資金流入に支えられた建設、投資ラッシュと比較すると、英紙で” House of Cards (トランプの家)”、“An

economy that was built on sand (砂上の経済) ”、“Monument to vanity and greed (虚栄と貪欲のモニュメント) “などとも形容されているような現状は隔世の感がある。

しかし、よく考えてみると、ドバイ首長国から産出されるオイルは日量20万バレル程度であり、他の産油国の巨大な原油産出量と比較すると非常に少ない。ドバイ首長国の投資の原資は、アブダビ首長国の出資など、極めてオイルマネーに近い資金が含まれているとしても、本当の意味でのドバイ首長国自身のオイルマネーが含まれていたわけではない。その点をアラブ首長国連邦という「一つの国」として見做していた分だけ、連邦内の温度差を見誤っていたともいえる。

### オイルマネーの厳密な定義はないが・・・

オイルマネー（海外では“Petrodollar”と呼ぶ）という言葉の厳密な意味での定義はなく、判断は難しいが、原油販売による産油国への所得移転全般を“広義”のオイルマネーと呼ぶならば、その後産油国内で国内投資が行われた後に海外に還流する余剰分は“狭義”のオイルマネーと呼ぶことができるだろう。政府系投資ファンド（SWF）もこうした狭義のオイルマネーに含まれる。

本稿では、狭義のオイルマネーを中心に、その現状をストック面、フロー面から確認し分析を行った。また、金融危機がSWFを含めた中東オイルマネーに与えた影響全般を、利用可能な統計等から考察した。最後に先行きについても簡単な試算を行った。その結果見えてきたものは、予想以上に力強いオイルマネーのポテンシャルであった。

## 2. ストック面から見た中東オイルマネー

08 年の中東産油国の累積  
経常黒字は、1.2 兆ドル

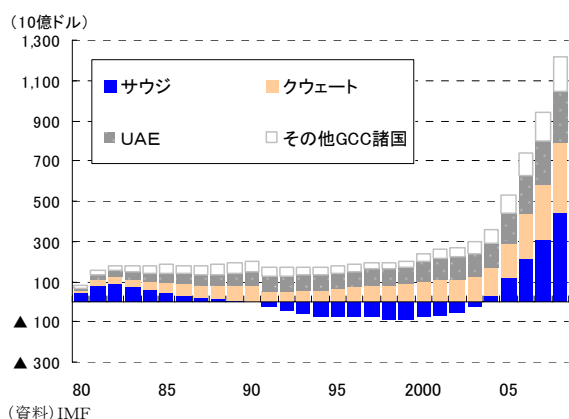
まず初めに中東産油国のオイルマネーの資産規模を測るために、IMF のデータを用いて経常黒字 (= 単年の貯蓄額) の 1980 年以降の累積額を調べたところ、2008 年は GCC (Gulf Cooperation Council : 湾岸協力会議) 加盟 6 カ国の総計でおよそ 1.2 兆ドルという結果を得た (図表 2)。このうち一国でもっとも規模が大きいのはサウジアラビアで約 4,500 億ドルとなっている。厳密には投資収益の上乗せ分なども考慮する必要があるが、累積経常黒字は累積貯蓄額と読み取れるため、この金額は GCC6 カ国のオイルマネーのおおよその目処と考えられる。

なお、経常収支 (貯蓄) の裏側 (投資) としての、資本収支の内訳については、IMF が中東諸国全体の計数を発表している。図表 3 は 80 年以降の累積値を示しており、同図によれば 08 年の段階では外貨準備 (約 7,800 億ドル) および公的投資 (約 3,800 億ドル) の資本流出に占めるシェアが高い。但し、外貨準備の積み上がりが大きく、世界の株式や不動産などの資産市場に積極的に投資しているというオイルマネー全般から得られるイメージからするとやや違和感があるのも事実である。

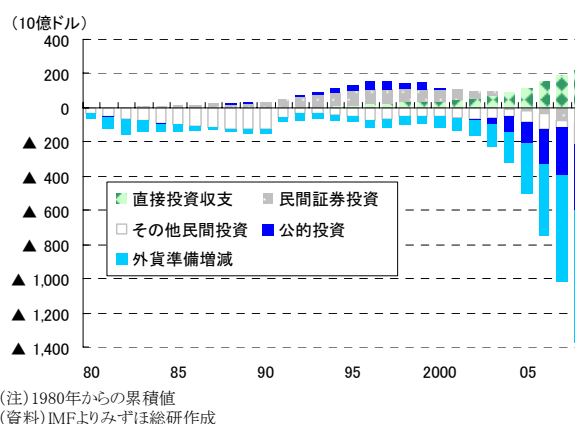
GCC 諸国発表による外貨準備残高は 08 年末の段階で約 1,000 億ドルとなっており、本統計から得られる 7,800 億ドルとは大きな隔りがある。外貨準備増減は、IMF の定義では「金、SDR、外貨資産その他与信」となっており、例えば SAMA の定義する外貨準備が限定的な範囲でしか捉えられていない可能性も考えられるが未詳である。但し、いずれにせよ国全体としての貯蓄額は 1.2 兆ドル程度ということだ。

では、昨年 9 月のリーマンショック以降に世界を襲った金融危機は、このオイルマネーにどのような影響を与えたのであろうか。以下では、金融危機がオイルマネーに与えた影響について考えてみたい。

【 図表 2: GCC 諸国の累積経常収支 】



【 図表 3: 中東諸国の累積資本収支 】



## 金融危機がオイルマネーに与えた影響

金融危機がオイルマネーに与える影響はストック面からとフロー面からの影響に大別されると考えられる。前者はグローバルな株価や不動産価格の下落により、産油国がこれまで投資してきた資産の価値が目減りしてしまうという残高面からの影響で、本稿ではまずこちらから考察する。後者については後述する。

前述のとおり、08年の時点でのストックとしてのオイルマネーのおおよその規模は、1.2兆ドル程度が一つの目安と考えられる。しかし、近年の金融危機による株価下落などに伴って、こうしたストックの市場評価額は減少している可能性が高い。例えば、後述するが、域内の幾つかのSWFでは2007年後半から08年初にかけて欧米金融機関に対する大型出資を発表した。しかし、その後のリーマンショックを経て金融セクターの株価は大きく下落し、時価評価損が拡大していると思われる。国連は、”World Investment Report 2009”のなかで、GCC諸国の主要なSWFや中央銀行の資産変化について分析を紹介している（図表4）。同分析を見る限り、08年のSWF運用の成否には二極化がみられる。GCC主要国の個別動向については、以下のとおりである。

## 湾岸主要国のSWFの動向：株価下落の影響が大きいアブダビ投資庁

まず、アラブ首長国連邦（UAE）では、世界最大のSWFといわれるアブダビ投資庁（ADIA）を始めファンドの資産が減少しているとの見方が強まっている。そもそも、同ファンドは、相対的に株式中心のポートフォリオ運営が行われていると言われてきた。2008年6月6日付米ビジネス・ウィーク誌がADIAのマネージング・ダイレクターであるシェイク・アハマド・ビン・ザイド・ナヒヤン氏に行ったインタビューの中で、ADIAの対外資産運用のシェアとして、先進国株、新興国株、小型株で全体の運用シェアの6割前後を占めるといった内容が紹介されている。株式中心の資産構成の中にあつては、前述のストック面からの悪影響を保有資産は受け易いと言えるだろう。例えば、07年11月にシティグループに対して75億ドルの出資を行っており、その後の同社の株価下落を勘案すれば08年末の段階では相応の資産価値の下落が推察される。

【図表4: GCC諸国の資産評価額】

(単位10億ドル)

	評価額 2007年12月	評価額の変化		評価額 2008年12月	2007年比利益/ 損失率(%)
		キャピタル ゲイン/ロス	新規組み 入れ		
アブダビ投資庁 (ADIA)・アブダ ビ投資評議会 (ADIC)	453	-183	59	328	-40
カタール投資庁 (QIA)	262	-94	57	228	-36
クウェート投資庁 (KIA)	65	-27	28	58	-41
サウジアラビア通 貨庁(SAMA)	385	-46	162	501	-12
その他GCC	116	0	-33	84	0
GCC合計	1282	-350	273	1200	-27

(資料)国連”World Investment Report 2009”

クウェートのSWFであるクウェート投資庁（KIA）でも保有資産の見直しが強まっている。KIAのバデル・アルサード総裁は08年1月に実施したシティグループへの出資が、同年9月には2億7,000万ドルの損失を出したことをコメントしており、議会からの批判が高まっている。この結果KIAは、投資に占める海外株式の比率を同年10月より引き下げ、短期のキャッシュファンドのシェアを高めることを決定した。更に同月には、株価下支えのため、クウェート証券取引所への介入も実施した。前述の国連のレポートをみても、比較的大きめの政府からの新規資金があったことで、減り方は緩和されているものの、KIAの資産は07年末から大きく減少している。

**比較的うまく乗り切ったサウジアラビア通貨庁**

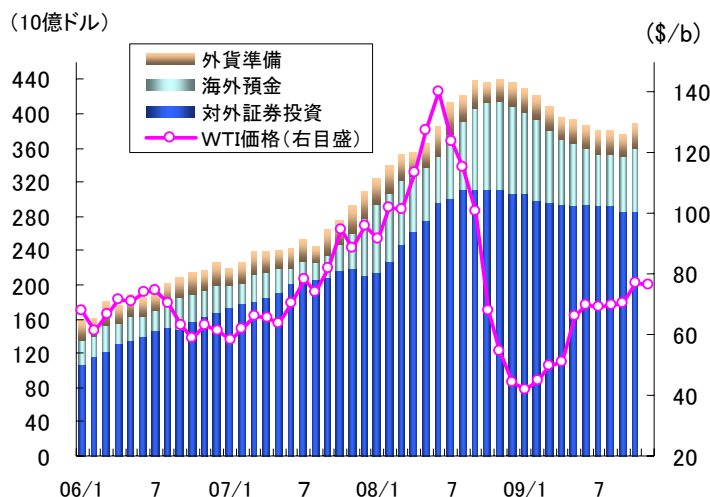
最後に、サウジアラビアの中央銀行であるサウジアラビア通貨庁（SAMA）であるが、SAMAの対外資産は、今般の金融危機の中にあってもこれまでの保守的な資産運用スタンスが奏功し、大幅な痛手は被っていないと見られている。09年10月時点のSAMAの対外資産は、3,900億ドル程度となった模様で（図表5）、昨年半ばのピークからは減少したものの、10月は早くも前月から増加に転じている。米国債中心の保守的運用は今回の危機においてはうまく機能したと言えるだろう。

もっとも、ここで述べているストック面での影響はあくまで資産価格下落による保有資産の価値減少であり、資産価格が上昇に転じれば評価額は回復する点には留意が必要だ。09年入り後の株式市場の回復は、足元で中東オイルマネー運用機関が保有している資産の評価額を押し上げている可能性があるだろう。

**全体として、ストックは未だに豊富**

以上、ストック面からオイルマネーの現状を概観した。全体感としては、危機により評価額減少などに直面したとはいえ、相応の規模を足元でも有している。原油という実物の裏づけがある収入を源泉にした国家による運用であるため、ヘッジファンドのように急速に資金が逃避し、運用残高が減っていってしまうというタイプの資金では無い。

**【図表5: サウジアラビア通貨庁の対外資産】**



(資料) SAMA、Bloomberg

### 3. フロー面からみた中東オイルマネー

#### (1) オイルマネーの源泉

##### オイルマネーの源泉、原油輸出代金の動向

上記のストック面に加え、金融危機がオイルマネーに与える第二の影響は、産油国への新規資金流入の減少、つまりフロー面からの影響だろう。新規資金の流入は、グローバルな需要減退を背景とした油価そのもの下落に伴う産油国の収入減少と大きく関連している。つまり金融危機というよりもその後の経済危機の影響が大きい。

IMF 統計を用いて GCC6 カ国の輸出金額合計の推移をみると、図表 6 のようになる。金融危機の深刻化に伴う油価の下落や、原油需要減退を受けた減産などにより、輸出金額は 08 年後半以降急減していることがわかる。特に 09 年第 1～3 月期は、世界経済の減速が深刻化し、輸出金額はピークから半減している。こうした状況下では、産油国内での資金余剰は減少し、追加的なオイルマネーは発生しづらい。

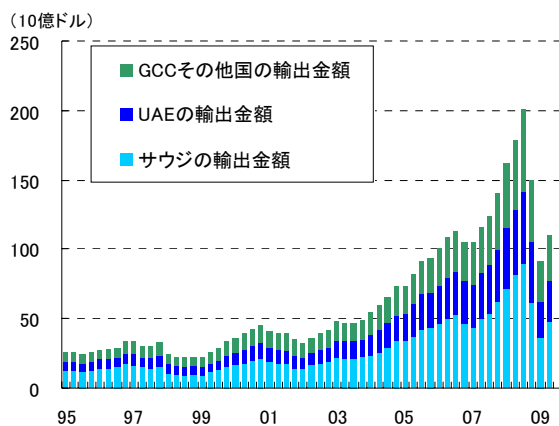
##### 原油販売収入は、現在の油価水準が続けば、07 年と同程度の規模を確保

もともと、足元では油価が回復しており、09 年 1～3 月期をボトムとして輸出金額は回復している。原油価格と産油国の輸出金額は当然ながらきわめて強い相関を有しているため（図表 7）、7～9 月期の平均 WTI 価格（68.24 ドル/バレル）から推計すれば同期の GCC 諸国の原油輸出代金は 1,100 億ドル程度に達する見込みだ。また、10～12 月期が 80 ドル程度で推移するという前提では、09 年全体の原油輸出収益は 4,400 億ドル程度となり、前年（6,910 億ドル）からは減少するが、07 年（4,850 億ドル）とほぼ変わらない金額が産油国に入ってくることになる。無論、国内の財政規模が当時よりも大きくなっているため、狭義のオイルマネーの規模は小さくなると考えられる。

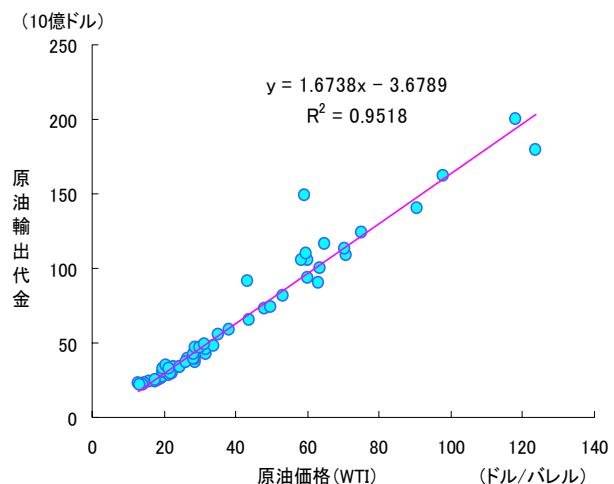
冒頭で触れたとおり、10 年の世界経済はプラス成長に復帰することが予想される。こうした中で、本年中はやや不調であった原油収入は徐々に復調してくるのではないかと考えられる。

【 図表 6: GCC 諸国の国別輸出金額 】

【 図表 7: GCC 諸国の輸出金額と WTI 】



(注1) GCC6カ国の輸出金額は原油を含めた全ての輸出の合計金額  
(資料) IMF、Bloombergよりみずほ総研作成



(資料) IMF、Bloombergよりみずほ総研作成

## (2) オイルマネーの国内投資

### オイルマネーの国内投資 は二つの区分

次に、オイルマネーの国内投資について考える。昨今、金融危機を受けたオイルマネーの国内回帰といったことを耳にする機会も多い。しかし、オイルマネーの国内投資については、大きく分けて二つのタイプに区別が出来るのではないかと考えている。その一つは、原油輸出代金のなかから国家の財政政策の下で国内に振り向けられる資金で、これらの規模は国家予算を見ることである程度その概要をつかむことが出来る。

もう一つは余剰資金が海外に投資されるのではなく、国内株式市場などに投資されるケースである。これらのマネーフロー分析は通常は資金循環統計などを用いたアプローチが一般的と思われるが、中東諸国の場合はデータの制約上、この把握は難しい。しかし、国内投資が増えるということは裏を返せば海外投資（海外資産の取得）がその分抑制されることを意味している。本稿では、入手可能な国の国際収支統計を用いて分析を試みた。

### サウジアラビア：国防、教育などに重点

まず、財政支出についてサウジアラビアのケースを見てみる。09年度の予算は、4,750億サウジリヤル（1,267億ドル）と、前年比15.9%増加している（図表8）。予算の内訳をみると、シェアが最も大きいのは国防費であるが、経済基盤開発費や公共費用、地方補助金などの伸びが大きく、また人材開発に多くの予算を費やす方針は続いている。

なお、前項図表6の国別輸出金額のうち、サウジアラビアの09年の輸出金額を油価80ドルが今後続くという前提の下で試算すると、約1,900億ドルという結果になる。つまり、1,900億ドルのイニシャルな収入の中で、仮に約1割程度予算を上回る支出を行ったとして（今年度の歳出は当初予算を1割程度上回るとの見方もあり）、大まかに言って、収入の7~8割程度（約1,400億ドル）が国内の予算の枠の中で消費されるという試算になる。

【 図表 8: サウジアラビアの予算 】

(単位)	2008年度 100万リヤル	2009年度 100万リヤル	同前年比 %	シェア %
人材開発	104,600	121,942	16.6	25.7
輸送・通信	12,143	14,642	20.6	3.1
経済基盤開発	16,317	21,692	32.9	4.6
健康社会開発	34,426	40,426	17.4	8.5
インフラ開発	6,384	7,762	21.6	1.6
内政サービス	14,954	16,509	10.4	3.5
国防	143,336	154,752	8.0	32.6
公共費	63,031	79,148	25.6	16.7
政府貸付機関向け(注)	479	524	9.4	0.1
地方補助金	14,329	17,602	22.8	3.7
合計	410,000	475,000	15.9	100.0

(注) サウジ開発ファンドへの資金移転を含む

(資料) サウジ財務省

クウェート：09年度予算  
は前年度より3割減少も  
07年度は上回る

同様に、クウェートの財政支出を見てみると以下図表9のようになる。  
クウェートの場合、会計年度が7月～翌6月までとなっているために、  
09年度の財政支出見通しは121.2億ディナール（約420億ドル）、前年比  
▲33.7%と大幅な落ち込みが予想されている。

内訳を見ると、経常支出が大幅に下落しているものの、公共事業などの  
開発費は引き続き増加の見込みである。また、シェアで見ると、電気・水  
といった公共インフラへの支出や、国防などのシェアが高い。

なお、クウェートの財政支出見込みでは、原油価格上昇による余剰資金  
分が既に公共機関への支出という形で含まれていると見られる。従って、  
例えば08年度は油価上昇により、投資庁など公共機関への移転が大きく  
拡大したのに対して、09年度は逆に油価が下落したため公共機関への移  
転支出が大きく減少しているとみられる。

財政支出が急収縮してい  
る印象はない

全体としてみると、経常支出は前年から8%程度減らしてはいるもの  
の、07年度実績は大きく上回っている。また、政府機関への移転も規模  
は減ったものの続けていることなども勘案すると、油価の下落によって、  
急速に財政が逼迫したというような印象は受けない。

【 図表9:クウェートの財政支出 】

(単位)	2007年度	2008年度	2009年度	前年比	2009年度	シェア	2009年度
	百万ディナール	百万ディナール	百万ディナール	2008年度	%	2008年度	%
経常支出	6,797	9,321	8,582	37.1	-7.9	51.0	70.8
国防	1,772	1,986	2,065	12.1	4.0	10.9	17.0
教育	728	887	1,213	21.7	36.9	4.9	10.0
保健	553	961	784	73.7	-18.4	5.3	6.5
情報	103	135	122	30.5	-9.4	0.7	1.0
社会・労働	209	275	281	31.3	2.2	1.5	2.3
電気・水	1,459	2,606	1,793	78.7	-31.2	14.3	14.8
公共	99	120	126	20.4	5.1	0.7	1.0
通信	86	101	150	18.2	48.5	0.6	1.2
税関・港湾	36	43	46	20.6	6.2	0.2	0.4
財政	64	62	82	-2.3	31.4	0.3	0.7
石油	47	261	140	459.5	-46.5	1.4	1.2
計画	8	9	11	12.7	20.2	0.0	0.1
首長府	694	1,084	760	56.3	-29.9	5.9	6.3
その他	940	792	1,009	-15.7	27.5	4.3	8.3
土地獲得	268	179	10	-33.1	-94.4	1.0	0.1
資本支出	90	122	344	36.0	181.7	0.7	2.8
開発費	938	1,179	1,255	25.6	6.5	6.5	10.4
公共事業	248	248	371	0.1	49.4	1.4	3.1
電力水力	467	685	560	46.8	-18.3	3.8	4.6
情報	29	28	19	-3.1	-32.4	0.2	0.2
その他	195	217	305	11.4	40.7	1.2	2.5
公共機関への移転	1,605	7,461	1,925	364.9	-74.2	40.9	15.9
合計	9,698	18,262	12,116	88.3	-33.7	100.0	100.0

(注)クウェートの財政年度は7月1日～翌6月30日

(資料)クウェート財務省

### (3) オイルマネーの国内投資 2

余剰資金は国内株式市場に投資されているのか？

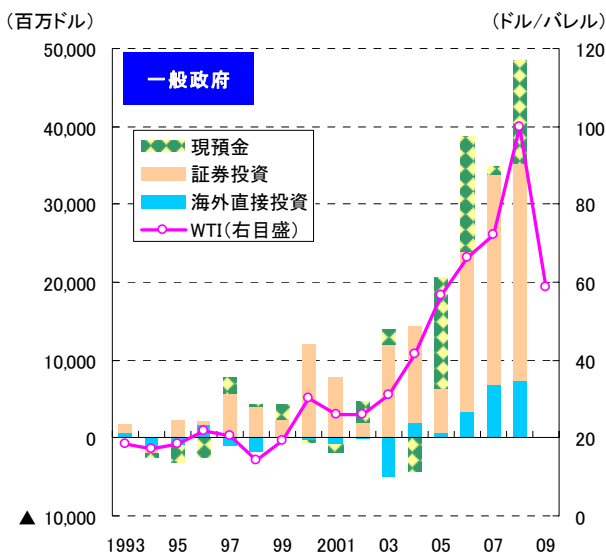
国内の予算という枠組みで使用された後に、残りが国際金融市場に所謂狭義の意味でのオイルマネーとして還流していく。以下では、まず狭義のオイルマネーの国内回帰が起こっているのかという点を、クウェートの国際収支統計等を用いて考察する。

クウェート中銀の発表している国際収支統計のうち、一般政府による対外投資および海外預金の残高の推移をみると、以下のようなになる(図表10)。危機後を含む08年の実績をみてもその規模が急落しているようには見えない。同年には複数の米銀への出資を行っただけでなく、国内株式市場への資金注入などもK I Aにより行われている。しかし、それらによって、対外証券投資が急減した様子は見られない。もっとも、09年は油価が大きく下落しているため、対内証券投資も減少が予想される。

なお、過去1年間のクウェート証券取引所における投資家部門・地域別証券売買金額をみると、基本的な構図として、直近1年間は国内個人の売り圧力と、それを吸収する国内法人、国内ファンドの買いが混在している(図表11)。また、リーマンショック直後の08年10月には大量の個人や海外勢の売却圧力を国内法人・ファンドが吸収していた。こうした買い圧力の中には、K I Aなど政府ファンドによる株価下支えが含まれていた可能性は十分に考えうる。しかし、09年入り以降は株価が低位安定的に推移していることもあり、国内株式市場への資金流入が拡大している様子は見えない。

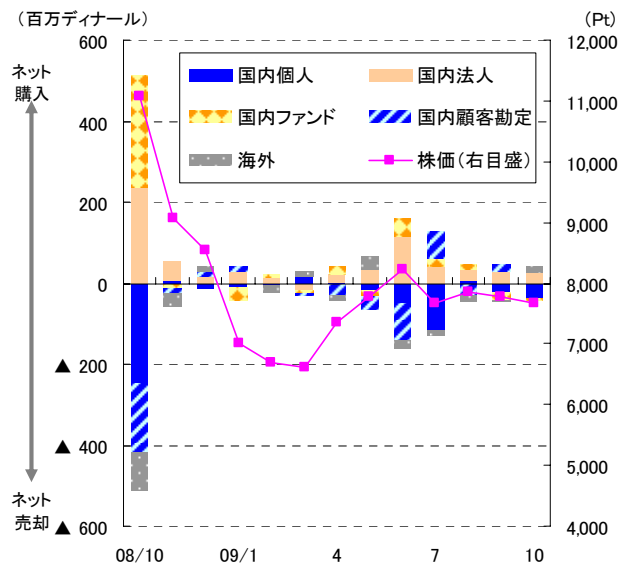
以上を勘案すると、09年以降も、積極的に国内に資金が還流しているとみるにはやや証拠不足の感は否めない。

【図表10:クウェート一般政府のネット対外証券投資とWTI】



(注)年間平均レートにてドル価換算、09年のWTIは10月までの平均値  
(資料)クウェート財務省、Bloombergよりみずほ総研作成。

【図表11:クウェート証券取引所の投資家別売買動向と株価】



(注)各主体の購入-売却のネット金額  
(資料)クウェート証券取引所

#### (4) オイルマネーの海外投資

クウェートの対外投資は、株式中心に近年増加

続いて、海外に向かうオイルマネーの状況を確認する。中東オイルマネーの海外還流については、もっともデータの補足が難しいところだ。但し、IMFのCPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) によれば、クウェートの地域別・証券種類別の07年末までの対外証券投資のデータを入手出来る。無論、データが古いうえGCC諸国内でも国によって投資スタンスには違いがあるが、データ入手が可能なクウェートの例をみても全体感を捉えるためには有用であろう。

まず、全体感としては、03年以降同国の対外証券投資残高は油価に連動して着実に上昇している(図表12)。証券種類別に見ると、株式のシェアが年々高まっており07年は約74%にまで到っている。一方で債券については淡々と毎年同程度の金額を購入しているような印象だ。

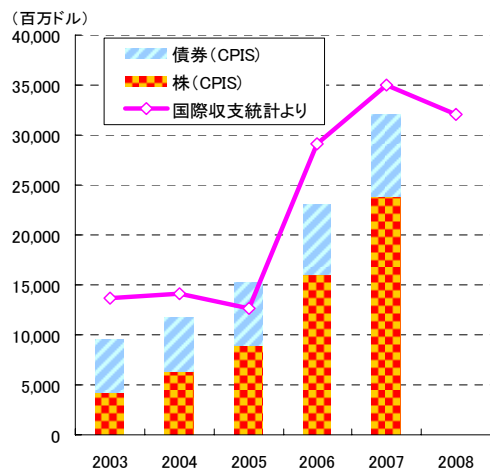
なお、上記CPISデータは、国際収支統計の対外証券投資(図表12の折れ線)と比較してみても、規模は概ね同じで、国際収支統計から得られる投資額をほぼカバーしているとみても良さそうだ。

「ホーム・リージョン・バイアス」が強いオイルマネー

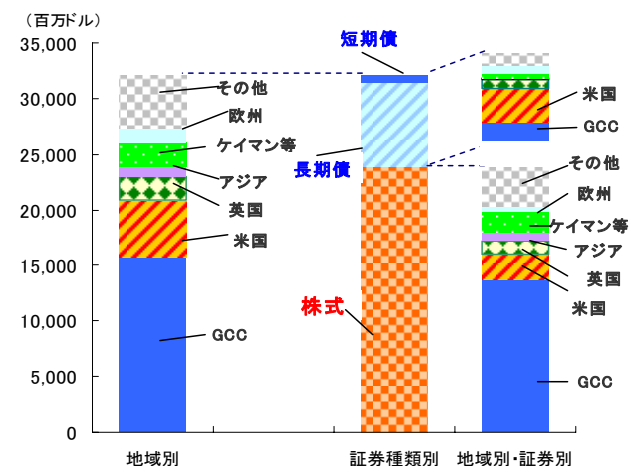
続いて、07年の対外証券投資を更に細かく分類したものが、図表13になる。同図をみると特徴的なことは、クウェートでは他のGCC諸国向けの投資シェアが高く、全体の半分程度を占めるということだ。特に株式についてはGCC向け株式投資の占めるシェアは、約57%に達している。つまり、クウェートに関しては「ホーム・カンントリー・バイアス」ならぬ「ホーム・リージョン・バイアス」が強い投資と捉えることが出来る。そして、上述した近年の株式投資額の増加とあわせて考えると、金融危機のずいぶん前から、余剰資金がGCC域内の株式投資に振り向けられることが多かったということは指摘できそうだ。

しかし、一方で債券投資となると見え方が異なる。同投資で存在感が増すのは米国や英国であり、また債券投資のほとんどが長期債である。これらには国債も含まれていると考えられ、安定運用の外貨準備に近い

【 図表12：クウェートの対外証券投資 】 【 図表13：クウェートの07年対外証券投資の地域別・証券別内訳 】



(資料)IMF



(資料)IMFよりみずほ総研作成

資産である可能性もある。こうした投資以外にも、ヘッジファンドなどと呼ばれるケイマン諸島などタックスヘイブン向けの投資も特に株式において相応の存在感を示している。一方で、アジアや欧州諸国向け投資の存在感は薄い。近年は日本を含めたアジア投資を政府系ファンドが行う（或いは行う予定）といった報道を耳にすることが多く、実際にアジア向け投資は起きているかもしれないが、少なくとも本統計からは確認できない。直接投資の形をとっていたり、短期回転売買で残高として表れにくいなどの可能性はあるが、詳細は不明だ。

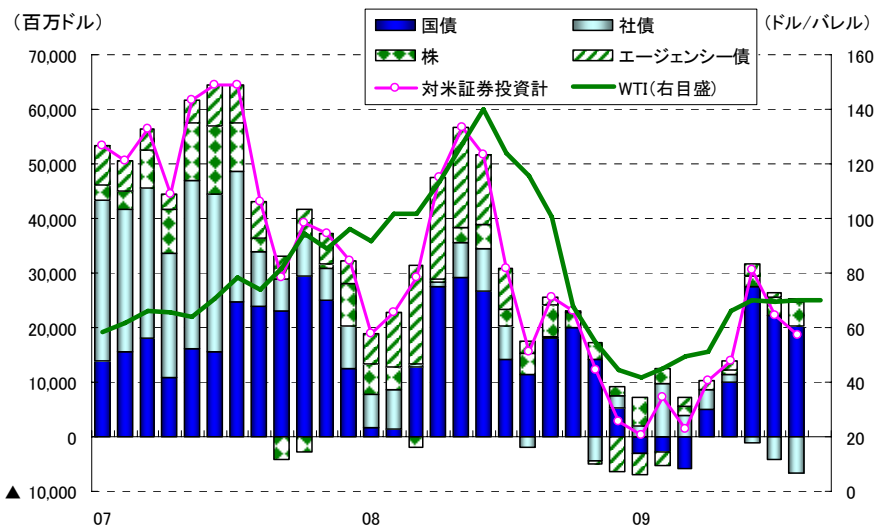
### 英国経由のオイルマネーも徐々に復調の兆し

クウェートなどのケースとは別に、英国経由のオイルマネーも多いといわれる。例えば、サウジアラビアなどでは安定的な米国債投資が中心で、同国の証券投資は英国を経由して行われているという見方もある。データ上の確証は得られないが、英国の対米証券投資は油価上昇とともに大きく拡大している。また、傍証としては中東勢の債券管理運用を行うグローバルカストディアンがロンドンに多いといった事情もあるようだ。

しかし、英国から米国へ向かう証券投資の最近の流れをみると、原油価格が大きく下落した08年後半以降に大きく縮小に転じている（図表14）。足元では油価の反転上昇とともに再び対米投資額は増加し始めているようだ。英国の対米証券投資にオイルマネーが含まれるならば、水準としては小額だが、徐々にオイルマネーには復調の兆しが見られるようだ。

証券種類別の内訳を見ると、英国から米国へ向かう証券投資のうち、08年半ば以降は国債のシェアが高まっている。以前は国債に限らず社債などへの投資も大きかったことを勘案すると、現時点ではリスク回避的な行動が取られている可能性があるだろう。今後油価が高止まりするようであれば社債への投資が復活する可能性もある。

【 図表 14 : 英国の対米証券投資とWTI 】



(注) 対米証券投資金額は、3カ月移動平均  
 (資料) 米財務省よりみずほ総研作成

## (5) 透明性を巡る取り組み

SWF投資の最良慣行が 海外投資に向けたルール作りも整備が進みつつある。SWF投資の最良慣行策定に関しては07年10月のG7以降進展がみられ、主要国の間で議論が重ねられた。UAEなど26カ国からなるSWF国際ワーキンググループ(IWG)が設置され、08年10月にはSWFに関する自主的な行動規範である「行動規範・慣行に関する原則合意(GAPP)」の原案、別名サンティアゴ規範について暫定合意した。このサンティアゴ規範はSWFの法的な枠組みや政策目的、ガバナンス、投資の目的などを定めた24項目からなっており、今後のSWF投資の基本原則といえるものである(図表15)。サンティアゴ規範は08年10月に国際金融財政委員会(IMFC)において正式に承認されている。本規範は遵守が義務付けられているわけではないが、参加国は同原則を支持していることから、今後は規範を多かれ少なかれ意識した投資になると考えられる。

また、09年4月にはSWF国際フォーラムの設立が、クウェートシティにおいて合意され(クウェート宣言)、今後もSWF間での活発な意見交換と、サンティアゴ規範とSWFの理解を深める対話が継続することとなった。SWFは徐々に国際的な認知度も高まり、行動規範も定まりつつある。金融危機のなかで「White Knight」としての地位が高まったことはSWFにとっては好ましいことで、2000年代前半のようにただ警戒される存在ではもはや無い。

【図表15: サンティアゴ規範】

項目1	SWFの法的フレームワークは、その効率的な設立目的の達成を支援するものであるべき。
項目2	SWFの政策目的は、明確に定義され、広く開示されるべき
項目3	SWFの活動が国内マクロ経済に重要な影響を与える地域では、マクロ経済政策全体の調和のために地域の当局と三つ節に連携するべき
項目4	SWFの一般的なファンディング、資金退避、消費オペレーションに関して、明確で公に開示された政策、ルール、手続き、アレンジメントがあるべき
項目5	SWF関連統計データが、所有者、或いは要求されたときはタイムリーに公開されるべき。それらはマクロ経済データセットを含む
項目6	SWFのガバナンスフレームワークは、明確で効果的な役割と責任を果たすべき。それらはSWFのマネジメントにおける説明責任と独立性を促進する
項目7	所有者は、SWFの目的を設置し、ガバナンス組織を作る
項目8	ガバナンス組織は、SWFの注意点において最善を尽くし、その機能を果たすための明確な目標と、十分な権限と、適正性を有しているべき
項目9	SWFの運営は、独立し、明確に定義された責任の範囲内でその戦略を履行すべき
項目10	SWF運用の説明責任のフレームワークは、関連法案や設立文書、その他文書、経営契約の中で明確に定義されるべき
項目11	SWFの運用やパフォーマンスに関する年報や決算報告が、国際的あるいは地域の会計基準に見合う形で適宜報告されるべき
項目12	SWFの運用や財政方向は、国際的あるいは地域の会計基準に見合う形で監査されるべき
項目13	専門的、同義的な基準が明確に定義され、SWFのガバナンス組織のメンバー、経営、スタッフに周知されること
項目14	SWFの運用マネージの目的のために外部団体を用いることは、経済・金融的背景や、明確なルールや手続きにのっとり行うべき
項目15	投資国におけるSWFの運用と活動は、当該国の全ての規制と開示要求を遵守したうえでなされるべき
項目16	SWF経営が所有者から独立を確保するだけでなく、ガバナンスのフレームワークと投資目的は公に開示されるべき
項目17	SWF関連情報は国際金融市場の安定と、投資受入国の信用を高めるために、経済的、金融的指針を公に開示すべき
項目18	SWFの投資戦略は明確に定義された投資目的、リスク耐性、投資戦略と調和しているべき。
項目19	SWFの投資決定は、リスク調整後の金融リターンを最大化することを狙うべきで、その投資政策と一致し、経済金融的な背景に根ざしたものであるべき
項目20	SWFは、民間主体との競争の中で、政府により特権的な情報や不適切な影響による優位性を取るべきではない
項目21	SWFが議決権を行使する場合は投資政策に見合った形で、投資資産の財政価値を守るよう方法で行うべき
項目22	SWFは、その運用リスクを特定し、評価し、管理する仕組みを持つべき
項目23	SWFの資産と運用のパフォーマンスは明確に定義された原則により所有者へ報告されるべき
項目24	一般原則と行為基準の定期的なレビューが今後もなされるべき

(注)みずほ総研による抄訳

(資料)International Working Group of Sovereign Wealth Fund

## 4. 中長期的な中東オイルマネーの行方

### (1) 原油価格の中期見通し

WTI 価格は 1 バレル＝  
80 ドル台まで上昇

最後に、中東オイルマネーの中長期的な見通しについて考察を加える。まず、原油価格自体がどう動くか、というとは重要であろう。前述のとおり、足元のNYMEXのWTI期近物価格は1バレル＝80ドル近傍でもみ合いが続いている。しかし、同時に2017年までの中長期先物価格をみると、90ドル台まで上昇する、いわゆるコンタンゴの形状となっている(図表16)。WTI期近物価格が始めて80ドル/バレルを上抜けてきた07年9月と比較すると、市場参加者の先行きに対する期待の変化は明白で、当時は今後価格はピークアウトし、8年後には70ドルにまで低下するというのが市場参加者の先物価格から見るコンセンサスであった。

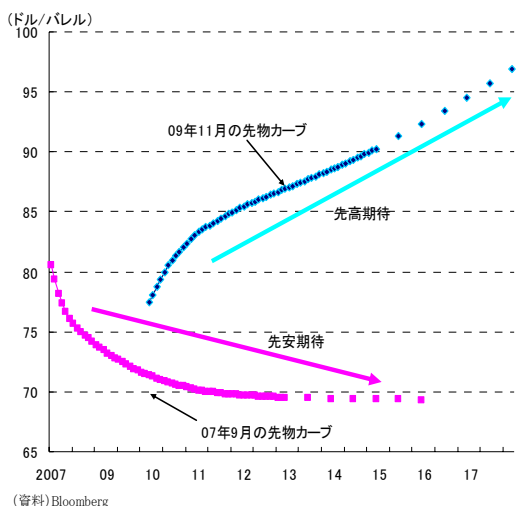
しかし、インフレヘッジ商品としての商品需要の高まりや、需給の先行きに対する不安感、そして08年に147ドルまで上昇したという事実が、市場参加者の期待を変えているようだ。

こうした中長期先物価格が示唆するとおり価格が将来的に動く保証があるわけではない。しかし、中国の確実な経済成長が続けば、ガソリンなど白油需要が着実に増えてくる可能性が高い一方で、原油供給設備は投資が開始してから実際に原油が供給されるようになるには有る程度の時間がかかる。その需給のラグが発生し、そこに注目した投資マネーが流入したのがまさに2000年代半ばの原油価格の急騰であったと筆者は考えている。新たな代替エネルギーの急速な普及が進まない限り、同じことが繰り返される可能性はある。

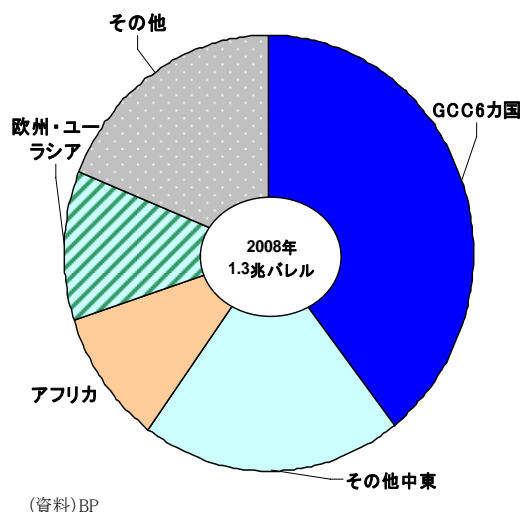
埋蔵量も豊富なGCC諸国

なお、中長期的な原油の輸出量という面でも中東諸国は圧倒的な優位を保っている。BP統計によれば、世界の確認埋蔵量のうち、約4割をGCC6カ国が占めている(図表17)。エネルギー代替により、原油不要の事態に陥らない限り、輸出量という面でも相応のプレゼンスを産油国は中期的に得るとみられる。

【図表16: WTI長期先物カーブの比較】



【図表17:原油の確認埋蔵量】



## (2) 産油国の想定原油価格について

産油国の予算上の想定油  
価は保守的

また、狭義のオイルマネーの先行きを考える上では、産油国の国内予算の中で、どの程度の資金が使われるのか、ということを考える必要があるだろう。原油収入の10%を次世代基金として自動的に積み立てることが法律で決まっているクウェートのような国は別としても、予算の元となっている原油価格がいくらとして想定されているかが、余剰資金が出るか、という観点において一つは重要になる。

産油国の予算価格は公式に公表されているわけではないが、一般的に保守的な見積もりがなされていることが多いと言われる。例えば、原油価格の損益分岐点として一般によく言われるのはサウジアラビアが1バレル=50ドル程度、UAEは同30ドル程度、クウェートは同40ドル程度などである。サウジアラビアの原油価格の想定される予算上の油価に関して、財政予算と、実際の原油収入の金額を利用し、原油輸出量は一定という想定のもとに試算を行ったものが以下の図表である(図表18)。

サウジアラビアの予算上油  
価は1バレル=45.2ドルと  
の試算に

この試算では、08年の想定原油価格は1バレル=45.2ドルとなっており、おおむね上述した一般論と整合的だ。また、これから原油価格が80ドル近辺で推移するとすれば、09年の平均原油価格(アラビアンエクストラライトにて試算)は63ドル程度となる見込みだ。09年の予算上油価が、過去3年間の平均値(45.6ドル)と仮定して原油収入を逆算すると、09年度の収支も何とかプラスになるという結果を得た。

支出が増えれば無論収支は圧迫されるものの、そうでなければ、今年も何とか乗り切れることは出来るかもしれない。他国も同じような試算結果になることは十分予想され、未だ海外に振り向けられる余力を中東オイルマネーは有していると考えられる。

【図表18:サウジアラビアの予算上油価の試算】

(単位:100万リヤル)

	収入			支出	収支	想定収入	油価実績	予算上油価
	原油収入	その他	合計	合計				
2003	231,000	62,000	293,000	257,000	36,000	170,000	20.2	14.9
2004	330,000	62,291	392,291	285,200	107,091	200,000	35.82	21.7
2005	504,540	59,759	564,335	346,474	217,861	280,000	53.98	30.0
2006	604,470	69,212	673,682	393,322	280,360	390,000	63.96	41.3
2007	562,186	80,614	642,800	466,248	176,552	400,000	70.73	50.3
2008	983,369	117,624	1,100,993	520,069	580,924	450,000	98.74	45.2
2009(試算値)	567,896			475,000	92,896	410,000	63.15	45.6

(注) 予算上油価=想定収入÷(収入実績)÷油価実績により算出、原油はアラビアンエクストラライト価格を使用  
2009年の予算上油価は過去3年間の平均値、油価実績は10月まで実績値と11月と12月は80ドル/バレルと仮定し算出  
2009年の原油収入は、予算上油価と油価実績を用いて算出  
(資料) サウジ財務省、SAMA資料よりみずほ総研作成

### (3) 中東オイルマネーの中期見通し

中東オイルマネーの足腰は強い

最後に、これまでの分析を踏まえて、オイルマネーの先行きについて考察を加える。まず、昨年後半以降の株価下落などにより、オイルマネーは相応の含み損を抱えていた可能性が高い。しかし、昨今の原油価格の再上昇や株価の復活もあり、オイルマネーは回復の兆しを見せ始めている。

また国家のファンドであるという安定感を背景に資金が流出するわけではなく、中東オイルマネーの足腰はヘッジファンドなど民間投資主体と比較すると相対的に強い。更に、オイルマネー投資は、比較的長期的な視座に立って行われている投資であるということもあわせて考えると、目先の動きによって一喜一憂する性質の資金ではないだろう。

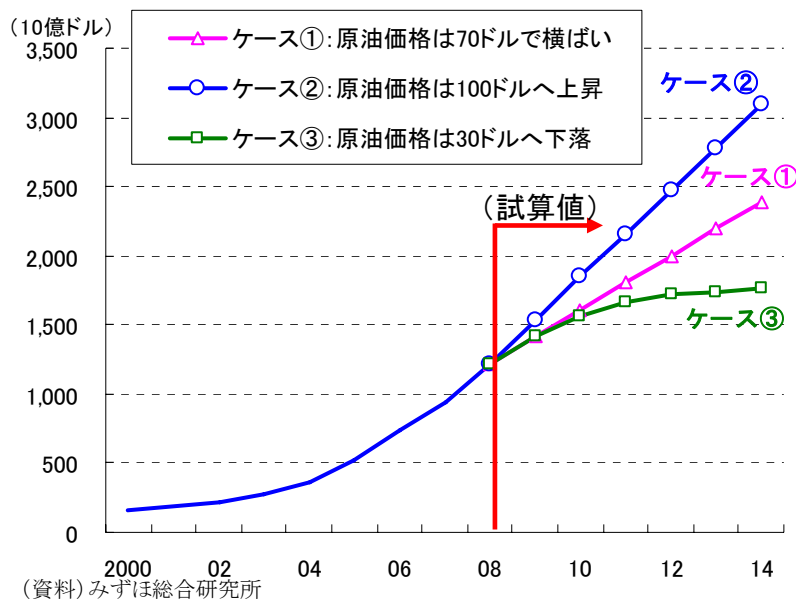
長期的な見通しを考えた場合は、一番重要なのは株価の値動きや金融危機ではなく、やはり原油価格の長期的な行方となるだろう。前述のとおり、先行きの不透明性は高いが、それらは現時点では急落よりは再上昇のリスクのほうが大きい。

油価が再び 100 ドルに上昇ならば、オイルマネーは規模が 2 倍に、国際金融市場でのプレゼンスは維持

オイルマネーの規模に関して、前述の GCC6 カ国の累積経常黒字額をベースにして、①原油価格が 70 ドルで横ばい、②100 ドルに向けて上昇、③30 ドルまで低下という 3 つのシナリオの元で、先行きの簡単な試算を行うと以下の図表 19 のようになる。いずれのケースにおいてもオイルマネーは積みあがり、国際金融市場において相応のプレゼンスを維持する可能性は高い。今後再び油価が底堅く推移するのであれば、オイルマネー投資も息を吹き返してくる可能性があるだろう。彼らの目は、危機を経てアジアにも向いているとも考えられ、わが国でも投資受け入れに向けたインフラ整備を進めていくことは、株式市場の活性化に繋がるとともに、国際金融センターとしての地位を向上させることにも繋がるだろう。

(以上)

【 図表 19: GCC 諸国の累積経常黒字額の試算 】



(参考文献)

- 吉田健一郎(2006)「みずほマーケットインサイト『オイルマネーの構造と行方について』」
- みずほ総合研究所(2008)「迷走するグローバルマネーとSWF」東洋経済新報社
- BP(2009) “Statistical Review of World Energy June 2009”
- Business week (2008) “*Inside the Abu Dhabi Investment Authority*”
- Council on Foreign Relations (2009) “*Working Paper GCC Sovereign Wealth Funds*”
- International Monetary Fund(2009) “*World Economic Outlook Oct09*”
- International Financial Services London (2009) “*Sovereign Wealth Funds2009*”
- Saudi Arabian Monetary Agency (2009) “*Forty Fifth Annual Report*”
- “*Monthly Statistical Bulletin Sep 2009*”
- United Nations (2009) “*World Investment Report 2009*”