



Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治
ワシントン駐在員事務所 所長
(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp
ワシントン情報 (2006 / No.005)
2006年1月20日

ミッシング・オイルマネー

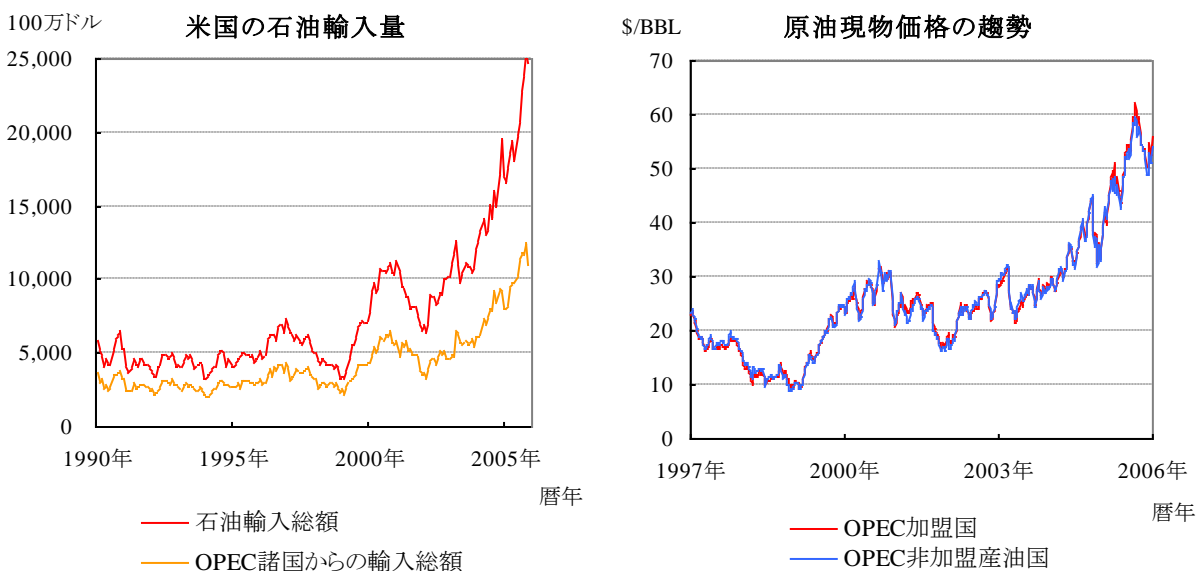
～オイルマネー投資の多様化～

近年の原油価格高騰は 1970 年代の石油危機に匹敵するオイルマネーの著増をもたらしているが、オイルマネーの大半がユーロドルを含むドル建て資産に投資、還流された当時と現在では投資フローが大きく変容している。国際決済銀行 (BIS) が先月発表した報告書によると、近年の OPEC 加盟国は、1970 年代の石油危機直後とは非常に異なる対外投資行動をしており、オイルマネーの流れの全体像は不透明になっている。以下、中東石油収入の投資/還流先に関する諸議論を紹介する。

【増大するオイルマネー】

1999 年以降の原油価格の高騰は、中東産油国に対して第二次石油危機以来となるオイル収入の著しい増加をもたらした。1998 年には年間 509 億ドル (5.8 兆円) だった米国の石油輸入額は、2004 年 12 月～2005 年 11 月の 12 ヶ月間で 2,643 億ドル (30 兆円) に到達。6 年間でおよそ 5 倍強の規模に拡大した。

図表 1 : 米国石油輸入量および原油価格の趨勢



出典：商務省国勢調査局およびエネルギー省エネルギー情報局統計に基づき当行作成

名目通貨価値で計測した米国の石油輸入量は原油価格の高騰に並行しており、単純にグラフを見比べてもその大半が価格変動に起因すると推測される。1998 年末時点から 2005 年までの間、OPEC 加盟国が米国から得た石油収入は通算 1 兆 3000 億ドル、ロシア、ノルウェーなど OPEC 非加盟産油国の石油収入はそれぞれ 4,030 億ドル／2,230 億ドルに達した。

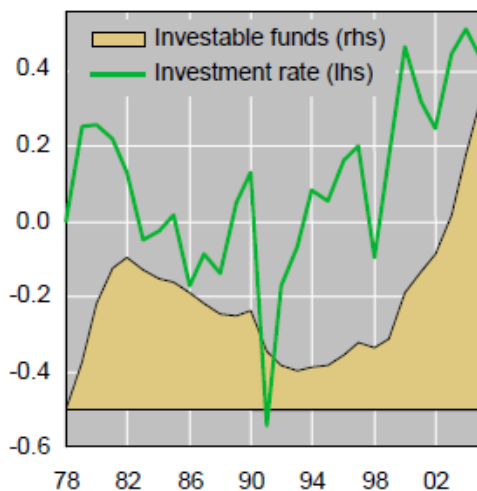
国際決済銀行（BIS）が先月発表した四半期報告¹によると、近年の石油ブームは、第二次石油危機（1979 年）を上回る“オイルマネー”の増加を引き起こしている。投資資金としてのオイルマネーの規模を見る一つの尺度として OPEC 加盟国の「投資可能資金」（概ね経常収支黒字とグロス資本流入の合計に等しい²）が純石油収入に占める割合を見ると、近年の投資比率（investment rate）は第二次石油ショックの水準を二倍近く上回っている³。

図表 2：OPEC 加盟国の対外投資性向とオイルマネーの源泉

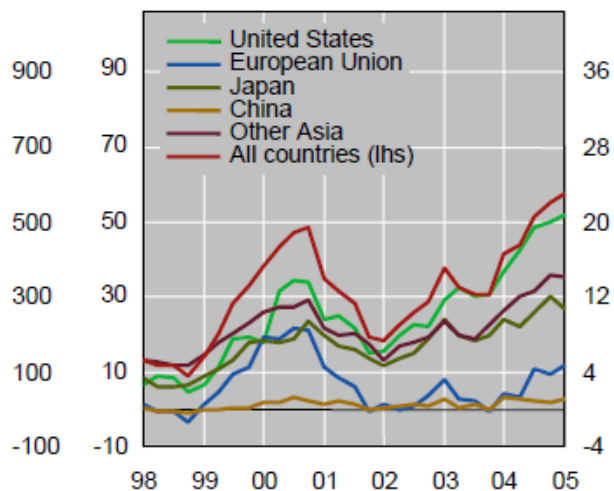
(a) 対外投資性向

右軸：10 億ドル（2005 年第 2 四半期基準）

左軸：純石油収入全体に占める割合



(b) 純輸出の輸出先内訳（10 億ドル）



出典：国際決済銀行、「BIS Quarterly Review」2005 年 12 月号（図表 2.3）

【産油国の対外投資は分散化の傾向】

BIS 報告書によると、第二次石油危機の際と比較した場合、近年の OPEC 加盟国の対外投資動向には明確な変化が見られる。国際収支データに基づく推計によると、OPEC 加盟国の対外投資はより多様な資産クラスに分散され、民間保有による外貨預金などの形態での銀行部門への配分比重は低下した。外銀預金を中心とする「その他の投資」が対外投資可能資金全体に占める割合は、78～82 年通算では 58%だったが、1999～2005 年の期間では 47%に減少。民間対外証券投資の比重も同様に 38%から 28%に低下した。対照的に比重を増したのは政府による外

¹ BIS Quarterly Review, December 2005 原典はhttp://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512.pdfにて入手可。

² 経常収支黒字＝資本収支赤字という関係から、資本流出＝経常収支黒字＋資本流入という数式が得られる。

³ 勿論オイルマネーの源泉は、米国、および日本、中国などのアジア諸国など石油輸入諸国である。1999 年第 1 四半期から 2005 年第 1 四半期の間の OPEC 加盟国のネット輸出額は、対米で 2,770 億ドル、対日 1,860 億ドル、および中国とその他アジア諸国向け 2,450 億ドルに達した。

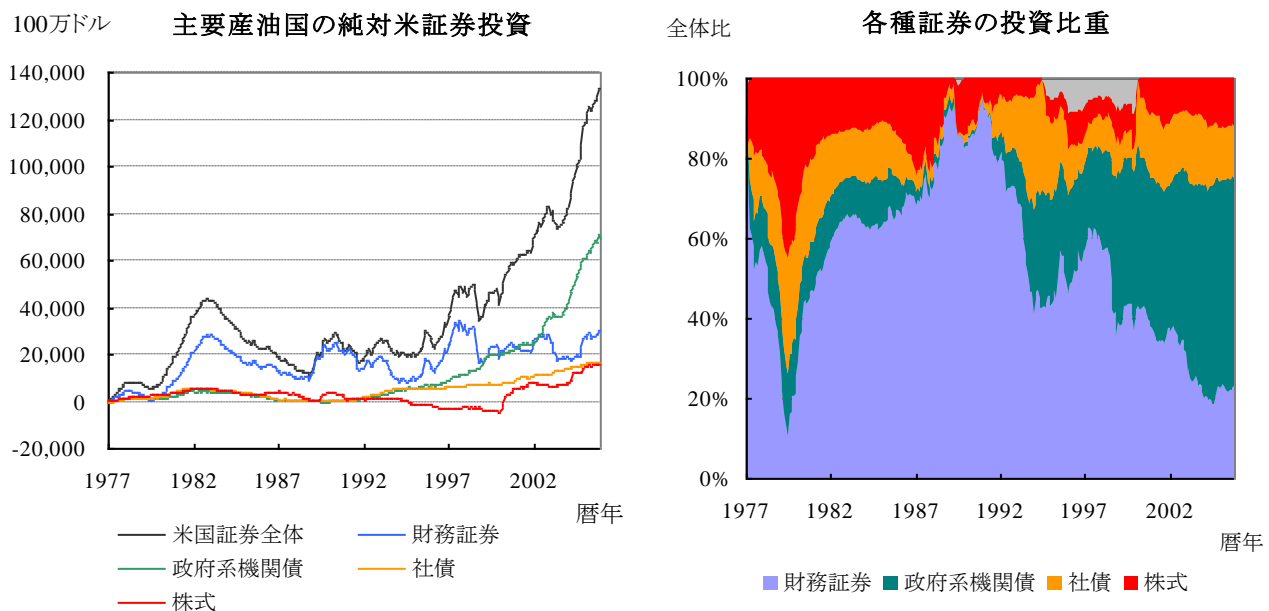


貨準備金で、OPEC 加盟国の外貨準備金はほとんどゼロに等しい水準から投資可能資金全体の 19% (1,360 億ドル) に増加した (後掲図表 3 参照)。

また、対米証券投資に限っても投資資産の配分傾向に変化が見られる。図表 2 は主要産油国 (OPEC 加盟国、ロシア、およびノルウェー) の純対米証券投資を 1977 年以降の累算残高で示したものである。1980 年代後半および 1990 年代前半に大半を占めていた米国財務証券への投資比重は、近年著しく減少。対照的に、米国政府系機関債 (GSE 等) に対する主要産油国の投資は 1990 年代以降趨勢的に増加し、現時点では財務証券投資を凌ぐ累積投資規模に拡大した。もっとも、財務証券投資の比率は第二次石油危機直後の期間にも低下を示しており、こうした資産配分の変化は、ある程度は対外投資可能資金の量的な拡大それ自体が生み出した投資先の分散化/多様化と考えられる。

OPEC 加盟国の対外投資は地域別にも分散化する傾向にある。国際収支統計に基づく BIS の推算によると、1978~1982 年の期間には OPEC 加盟国の対外投資可能資金全体の 19% が米国証券に投資されたが、1999~2004 年の同比率は 8% に低下した。

図表 3：主要産油国のネット対米証券投資内訳*



* 主に中東産油国から成る「その他のアジア諸国」、ベネズエラ、ロシアの純対米証券投資フローを 1977 年以降の累積残高で示した。

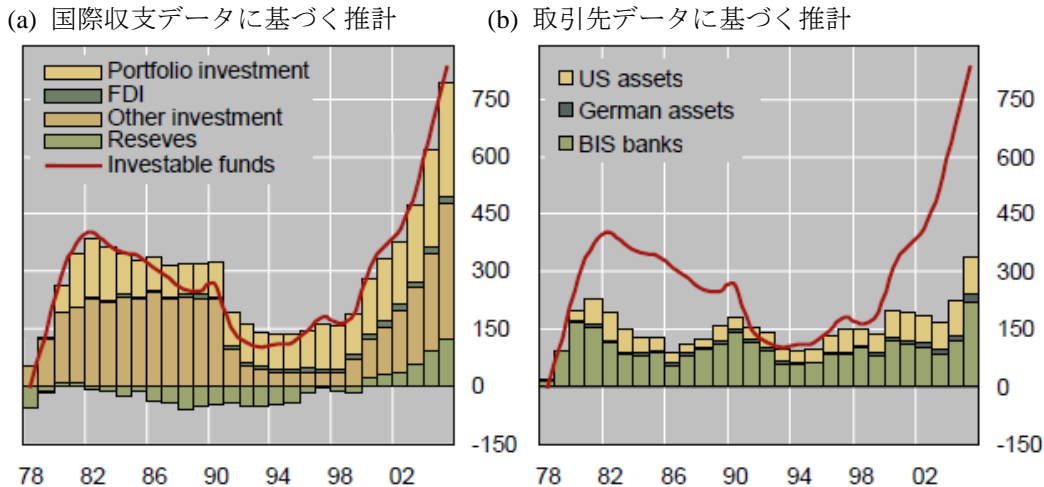
出典：財務省国際資本システム (TCIS) 統計に基づき当行作成

【ミッシング・オイル・マネー】

前掲の BIS 報告書によると、国際収支データから推計する「OPEC 加盟諸国の対外投資」と「投資受入諸国側データで確認できる投資流入金額」との間には、とりわけオイルマネーが増加した 1978~1982 年と 1999~2005 年の両期間を通じて、大きなギャップが観測される。投資

受入国側データが確認できない対外投資可能資金⁴が全体に占める割合は、1978～1982年の期間を通じて51%（1,030億ドル）であったのに対し、1999～2005年の期間では全体の約70%（4,860億ドル）に増加。実に、OPEC加盟国が対外投資に充てることのできる資金全体の7割近くが行方不明になっている。

図表4：OPEC対外投資統計データの不整合（単位：10億ドル、2005年第2四半期基準の実質値）



出典：国際決済銀行、「BIS Quarterly Review」2005年12月号（図表2.3）

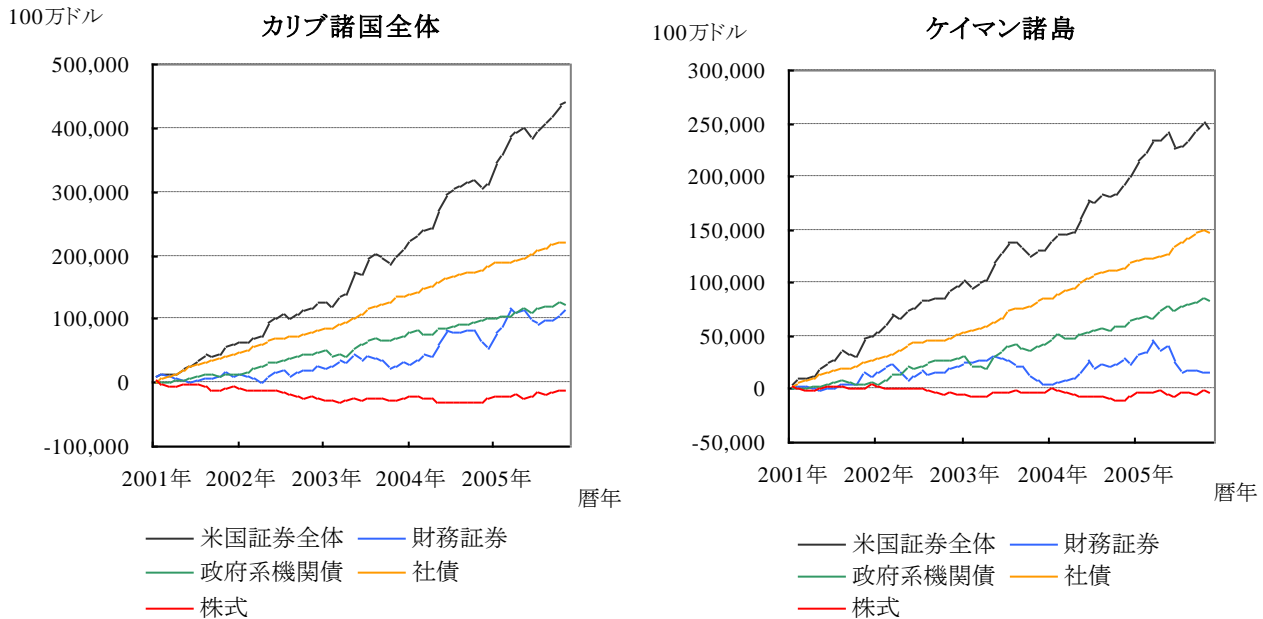
BIS報告書は、こうした統計不整合を説明する理由として、以下の3点を挙げている。

- 報告に使用した投資受入国側データにはオフショア取引が含まれていない。一例として、米国財務省の国際証券取引統計には米国外（オフショア）で売買される米国証券の取引データが含まれない。したがって、受入国側データの示唆するOPEC対外投資は過小評価されがちである。
- 石油輸出諸国域内での相互対外投資がオイルマネー投資先として重要性を増した可能性がある。中東諸国の株式市場に見られる活況は、オイルマネーの一部がこれらの経済圏に流れ込んだ可能性のあることを示している。
- オイルマネーの一部は、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどに流れ込んでいる可能性がある。これらの投資機関には投資顧客ベースの情報開示義務がないため、OPEC諸国からの流出資金は受入国側データの統計で捕捉できない。

オイルマネーがカリブ海諸国に籍を置くヘッジファンドなどに流れているという仮説が正しいとすれば、財務省の国際資本統計はある程度そのような資金循環を反映しているとも考えられる。米国証券に対するカリブ諸国全体の純対外投資は、2001年以降の通算で4,414億ドルに到達。1999～2005年の期間における国際収支統計と投資受入諸国側データのギャップは通算4,860億ドルであるから、行く先不明のオイルマネーの多くがヘッジファンド経由で米国に還流している可能性は十分にある。

⁴ 国際収支統計が示唆する対外投資可能資金と、米国およびドイツとの証券取引データとBIS加盟国の銀行データから得られる対外投資の差額。

図表 5：カリブ海諸国のネット対米証券投資



出典：財務省国際資本システム（TCIS）統計に基づき当行作成

【オイルマネーのドル建て資産離れ？】

Morgan Stanley エコノミスト Stephen Roach 氏は昨年 11 月、「石油ドル失踪の問題」と題するコラムを掲載⁵。近年の石油ブームは 1970 年代の石油危機の場合と非常に異なる資金循環に帰結しており、オイルマネーの大規模なドル資産への還流は起こっていないとの見解を示した。同氏は、その理由として以下の 5 項目を挙げている。

- 中東諸国の石油収入の多くは国内株式市場に投入されている。過去 1 年間の中東株式市場の上昇率は、ドバイ 166%、サウジアラビア 99%、クウェート 82%、アブ・ドバイ 80%、カタール 69%と目覚しく、株式バブルを指摘する意見もある。
- 石油収入の一部は域内経済の不動産プロジェクトにも回されている。国内投資機会に乏しかった 1970 年代とは異なり、域内経済の開発プロジェクトは目覚ましい勢いで拡大している。
- 同時テロ事件以降の米国の安全保障政策が、中東諸国のドル資産購入の妨げとなっている。中東投資家の米国資産購入におびただしい量の書類手続きを要求するなど、米国愛国者法のマネーロンダリング規制強化は中東投資家の不満を募らせている。
- サウジアラビアの石油収入は一部財政再建に回される可能性がある。同国の政府債務の GDP 比率は既に 92%にまで達しており、1970 年代の石油危機の場合にそうだったように、石油収入の一部は政府歳入補填に使用される公算が高い。
- 米国ドルの通貨価値の将来見通しは思わしくない。2005 年はドル相場の反発を見たが、筆者の会談した中東投資家の多くはドル価値に下落する余地が残されると睨んでいる。

⁵ Stephen Roach, “The Case of the Missing Petro-Dollars” 原文は以下のウェブサイト入手可：
<http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20051128-mon.html>
 Washington D.C. Representative Office



オイルマネーに限らず、経常黒字諸国の投資資金が自動的にドル建て資産に還流する時代は、果たして終わりつつあるのだろうか。この点に関する米国内の論調は、「高度かつ巨大に発達した米国の資本市場を差し置いて投資できる市場がどこにあるのか」という自信と、「海外投資家の非ドル通貨建て資産への分散が本格化するとドル相場下落と資本市場下落、金利の上昇が生じる」という懸念の間で揺れ動いている。1月17日メリルリンチが発表した世界のファンドマネジャーに対するアンケートによると、今後1年間に下落する可能性が高い通貨として米ドルを選んだ回答が63%に達した。

(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufg.jp)

以下の当行ホームページで過去20件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.bd427fa51df4c80526345b1035ca16a0>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。