

「産油国マネー」の行方（上）

ソブリン・ウェルス・ファンドと産油国の課題

奥 雄太郎



伊藤 剛



CONTENTS

- I 産油国マネーのインパクト
- II 産油国マネーの様相
- III 産油国マネーの投資先

要約

- 1 2002年以降の油価高騰は、湾岸産油国に多額の外貨収入をもたらしている。外貨の一部は国内投資に使われているが、国内への資金流入は、為替レートの上昇による産業競争力減退や為替介入による過剰流動性を伴い、国内経済を疲弊させることが多い（「資源の呪い」）。
- 2 そのため、各国は資金の一部を外貨建てのまま蓄積・運用しており、「産油国マネー」となって世界の資本市場に還流している。最近はその資金還流の担い手として、ソブリン・ウェルス・ファンド（以下、SWF）が注目されている。
- 3 1970年代の2度の「石油ショック」時代にも、産油国発の「オイルダラー」が世界を駆けめぐったことが注目を集めた。この時代と比較すると、今回の産油国マネーには、投資先の多様化、「国家」管理の強化、という2つの特徴が見られる。全体像をつかむためには、多様な投資を実行する国家（国営）セクターのプレーヤーとして、①SWF、②石油関連投資、③国内産業投資——の動向を総合的に検討することが必要である。
- 4 SWFは、富の世代間継承、国内の資産配分の多様化などが主要な運用目的と考えられる。政治的意思が強調されることもあるが、過剰反応の側面もある。
- 5 石油関連投資の分野では、国営石油会社の支配力向上が顕著で、湾岸諸国ではサウジアラムコなどが代表的である。
- 6 国内産業投資ではサウジアラビアの石油化学、ドバイ首長国の物流ハブなどの成功例がある。現在、各国で同様の投資が活発で、重複投資の懸念も出ている。

I 産油国マネーのインパクト

2002年以降の原油価格の高騰に伴い、産油国に蓄積される資金に注目が集まっている。産油国資金（産油国マネー）は、一方で海外の名門企業の買収、他方、国内ではきらびやかな都市開発という形で、世界的に存在感を示すようになってきている。

特に、全世界の原油生産量の2割以上を占める湾岸諸国^{注1}は、その派手な投資形態から最も注目されている地域である。経済成長率も、油価高騰に連動して高水準で推移してきた（図1）。2007年のGCC（湾岸協力会議）諸国の経済成長率は5.6%、このうちサウジアラビアは4.1%、アラブ首長国連邦が7.4%、カタールは14.2%に達したと見られる（国際通貨基金〈IMF〉推計）。

本稿では、油価高騰・高経済成長のなかで蓄積されている各国の産油国マネーが、どのような論理で振り分けられ、またそれが日本や日本企業にどのように影響を与えるか、という点について検討したい。まず今月号（上編）において、産油国経済の現状についてまとめるとともに、産油国マネーの流れを見ていく。そして、次号（下編）において、産油国が取り組む産業多様化戦略について論じるとともに、産油国マネーに対して日本企業がどのように対応するべきかの示唆を行う。

II 産油国マネーの様相

1 「資源の呪い」

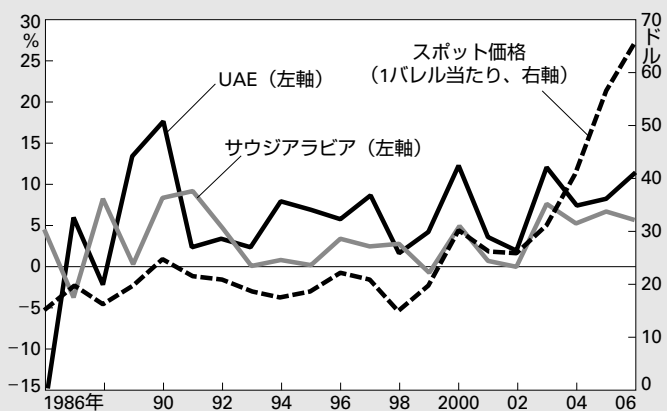
産油国経済は2002年以降好調だが、図1に見るように、経済成長率は石油価格との連動性が強く、かなり不安定な推移をしてきた

（湾岸戦争など、政治的なイベントによるぶれも大きい）。そのため各国は、非石油部門の投資を進め、石油に依存しない経済構造を確立すべく試行を重ねている。

産油国の抱える課題や、経済多様化の必要性を示す根拠として、「石油はいつか枯れる」という点が指摘されることがあるが、それ自体が決定的な問題というわけではない。湾岸諸国に関していえば、表1にあるように、そもそも可採年数はきわめて長期である^{注2}。

加えて、石油収入のうち、現在、消費や国内投資に使われないものは国外で運用されており、これらは将来にわたって利子を生んでいく。石油を毎年生産して販売していくことは、地下資源を金融資産に交換していくことと同じであることから、石油が枯れてもそれ

図1 油価の推移と湾岸諸国のGDP（国内総生産）成長率



注) UAE：アラブ首長国連邦
出所) 国連「National Accounts」、米国エネルギー省「Energy Information Administration」の統計より作成

表1 GCC諸国（バーレーンを除く5カ国）の石油・天然ガス可採年数

国名	(単位：年)	
	石油	天然ガス
クウェート	n/a	n/a
オマーン	21.3	28.6
カタール	62.8	n/a
サウジアラビア	69.5	94.4
UAE	91.9	n/a

注) GCC：湾岸協力会議
出所) BP「Statistical Review 2008」

までに蓄積した資金を元にした資産運用という収益の柱は残ることになる。さらに、油価に応じて生産量を増減させるいわゆる「スイングプロデューサー」の地位を築けば、「原油と金融資産との交換」の条件を有利に誘導できる（サウジアラビアは生産量も埋蔵量も圧倒的に多いため、スイングプロデューサーと目されることもある）。

試みに計算すると、これらの諸国の確認総埋蔵量は5000億バレルであり（BPの統計による）、現在の生産量を前提とすると、可採年数は76年である。5000億バレルは、仮に今後76年間の油価が平均1バレル当たり100ドルで推移した場合、総額で50兆ドルに相当し、その半分の同50ドルで推移すると仮定しても25兆ドルとなる。

将来の油価は不確定要素が多いとはいえ、25～50兆ドルという規模は、全世界の株式市場の時価総額（61兆ドル、2007年末）^{注3}、全世界の債券発行残高（78兆ドル、2007年末）^{注4}などと比較できる水準である。つまり石油というこの膨大な埋蔵資産が、毎年少しずつキャッシュ（米ドル）に転換されていることになる。

したがって、問題は資源の枯渇というよりも、自由に使いたい収益である輸出代金を、外貨建ての金融資産という形でいったん蓄積しないと国内経済が壊滅してしまう（またはその発展の芽を摘んでしまう）、という点にある。これは、「資源の呪い」と呼ばれるメカニズムに起因している。

資源の呪いとは、鉱物や石油などの天然資源が豊富な国が、その資源ゆえに経済発展が遅れ、場合によっては経済が破綻してしまうという現象を指している。類似の用語には

「オランダ病」があり、これは第一次石油ショック後のオランダのように、天然資源の輸出によって為替レートが上昇し、工業品の輸出競争力がなくなり、国内産業が廃れてしまうという現象を表す。

国内経済が毀損される原因としては、経済面では、上述のように為替レートの上昇に伴う輸出競争力減退、または為替防衛に伴う過剰流動性と高インフレ、政治面では利権をめぐる行政機構の腐敗、同じく利権をめぐる政情不安——などが挙げられる。輸出収入を自国通貨に交換し、それを国内で活用しようとする、こうした問題が多かれ少なかれ生じてしまう。そのため、「今の最大の問題は、余剰収入をどう使ってよいかわからないことであり、いっそ石油を地下に寝かしておいたままのほうがよい」と発言した産油国関係者もいるほどである^{注5}。

人口の多い国は、相対的に資源の呪いの影響を受けやすい。人口が多いほど石油産業の恩恵に預かることのできない層も多くなり（石油の生産や精製は設備集約型の産業であり、大きな雇用を生まない）、為替レートやインフレの影響がこれらの非石油セクター層に打撃を与えやすくなるためである。

サウジアラビアは1980年代以降、急速な人口増加を経験した。図2からも想像できるように、現在のサウジアラビア人の多く（38%）は15歳未満であり、生産年齢人口は全人口の59%を占めるにすぎない。2007年の日本の生産年齢人口比率は65%、高齢化の進む2030年でも59%と予測されており、現在のサウジアラビアは超高齢化した20年後の日本と同じ比率の非生産年齢人口を養う必要がある。

また、生産年齢に達する若い世代が急増す

ることもあって、失業率の高止まり（上昇）も大きな問題になっている。2007年下期のサウジアラビア人の失業率は11.2%であった^{注6}。報道などによると、若年層の失業率は2割程度ともいわれている。若年層の失業問題は、治安や政情にも大きく影響するため、政府は産業育成計画を通じて何とか雇用の拡大を図りたい考えである。

しかし、後述するように、サウジアラビアは設備集約型の石油化学産業では成功したものの、それ以外の産業誘致は思うように進んでおらず、失業率の改善にはほど遠い状況である。

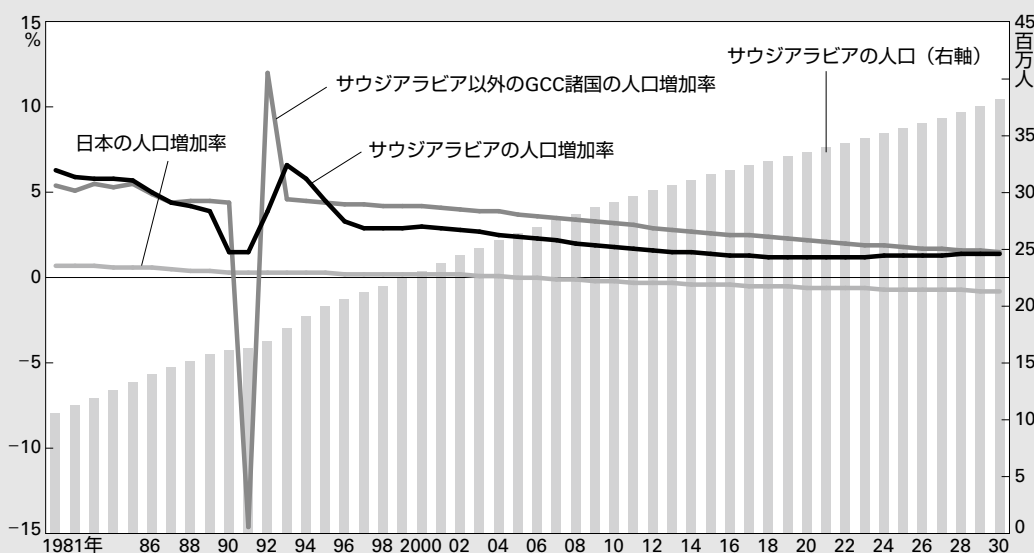
また、インフレ率が急速に高まり、経済にプレッシャーを与えている。2008年に入ると、インフレ率は10%を超えるようになった。これは、国内での開発投資に伴うマネーサプライ（通貨供給量）の急増に加え、ドルペッグ政策（米ドルと自国の通貨レートを固定する政策）による通貨安によって輸入物価が上昇し（特に世界的な原材料、資機材、食糧の価格上昇）、インフレ率を押し上げる効

果にもなっている。これは建設コストの上昇ももたらしており、国内の大規模プロジェクトの遅延が懸念されている。

一方、サウジアラビア以外のGCC諸国は人口が少なく、抱える問題の質も異なる。これらの国の課題は、経済規模が小さいため、経済の振幅がより急激になるという点であろう。UAE（アラブ首長国連邦）は2007年、カタールは06年から2桁のインフレに悩まされてきたが、08年は、石油生産の少ないバーレーンを除く他の湾岸産油国でも、インフレ率が2桁に上昇してきている^{注7}。IMFによると、UAEとカタールの物価上昇については、住宅関連の上昇が一貫して激しいため^{注8}、これは不動産ブームと資機材の高騰が響いているものと見られる。

これらの国も、産業多様化の施策を通じて経済の安定化を図っているといえるが、サウジアラビアと異なり人口小国であるゆえに、周辺の人口大国を見すえた経済センター（ハブ）としての施策がその成否を握ることになる。このためには、ハブとなる分野だけでな

図2 サウジアラビアの人口推移と人口増加率



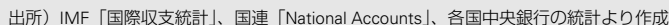
出所) 米国統計庁「International Data Base」

このように、人口の多寡により課題の質は異なるが、産業多様化のために、投資はいずれにしても喫緊の課題となっている。とはいえ、一度に多くの投資をしすぎると、国内経済が毀損してしまう。このようなジレンマのなかで、宙吊りになったマネーが海外市場に還流しているのである。

産油国マネーは、もともとは米国とアジアをはじめとする非産油工業地域に対するドル建ての石油輸出代金が原資となっている。この資金が、多くはドル建てのまま世界に再還流することから、産油国マネーの流れを「ドルのリサイクル」と呼ぶことがある。以下で

各国のデータが揃う2006年時点で見ると、GCC 6カ国のGDP（国内総生産）は、図3に示すように合計で約7520億ドルで、このうち約2440億ドルが海外部門による支出（純輸出）であった^{注9}。この純輸出は、国際収支統計では貿易収支とサービス収支に相当する。これらの外貨建て所得は、資本・金融収支勘定における「直接投資」「ポートフォリオ投資」「その他の投資（預金・融資等）」「外貨準備増減」などの形で対外債権になる。6カ国の対外債権増（外貨準備を除く）は、2006年には約1490億ドルであった。

国別に見ると、サウジアラビアの場合は、同収支の約半分が「ポートフォリオ投資」に



向けられている（480億ドル）。一方UAEでは、「公的部門の企業」（1760億AED〈UAEディルハム〉、1 AEDを0.272ドルと換算して479億ドル、以下同）や「外貨準備増減」（1830億AED、498億ドル）において対外債権を増加させる一方、「民間部門の企業」「銀行」「民間部門のノンバンク」などで資金流入が増えている（各中央銀行の統計による）。

上記に加えて、湾岸諸国は最近、中東を中心とするイスラム圏に対する「開発援助（ODA）」の供与を熱心に始めている（資本・金融収支に含まれる）。データが公開されている2003年には、イスラム系産油国の援助機関8機関による融資額は814億ドル（コミットメント〈融資約束〉ベース）にのぼっている。この資金は、アラブ諸国のインフラ投資に積極的に使われており（エネルギー、運輸・通信の2分野で融資額の4割強を占める）、域内の経済開発、経済統合を考えるうえで無視できない存在感を示すようになっていく。

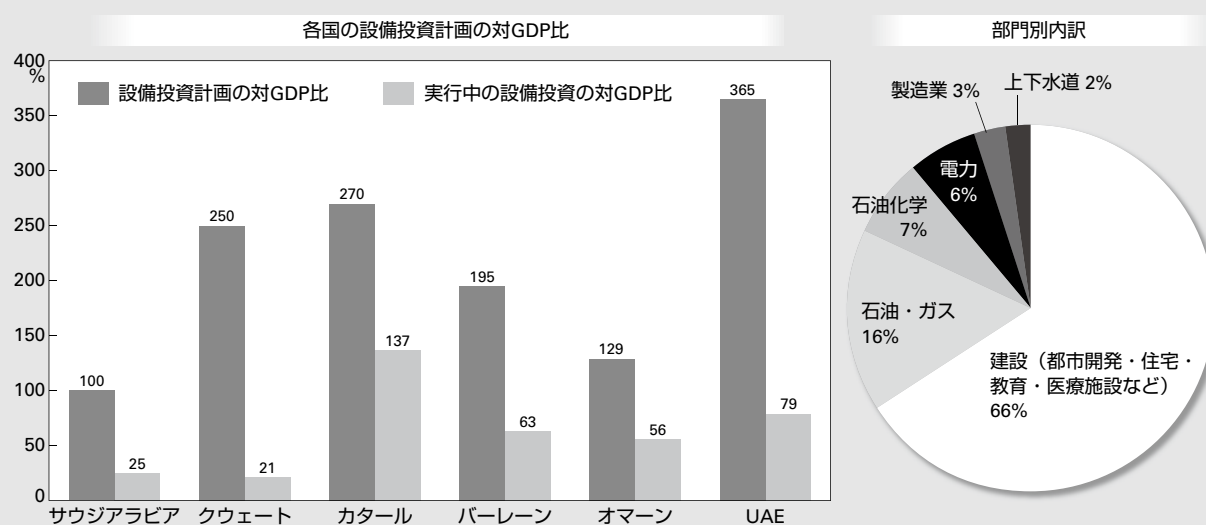
最近では、アブダビ首長国の開発援助機関

であるアブダビ開発基金が、スーダンでの大規模農業開発に乗り出した。湾岸諸国の援助には政治的なねらいがあると従来から指摘されてきたが、今後は開発援助と食糧安全保障を一体化させた動きも活発化するかもしれない。

次に、GDP支出項目の「総固定資本形成」の部分、国内での資本投資、とりわけ石油開発・生産という産油国にとっての「本業」の部分や、インフラ投資、産業開発投資に結びついている。図3で示すように、国内の総固定資本形成は、純輸出（海外の支出）の6割程度で、資本・金融収支とはほぼ同じ規模となっている。

各国別に国内設備投資計画を見ると、どの国も対GDP比100%を超す大規模な計画を立てている。現在実行中の案件規模を見ると、カタールを除くとGDPの2～8割ほどの規模である（ただし、GDPと異なり単年の数値ではない）。投資の内訳は建設（インフラ投資）が圧倒的に多く、高成長が続くなかで、供給サイドの制約を取り除くために必要な投

図4 GCC諸国の国内設備投資計画



注）2007年9月現在

出所）長和彦（日本エネルギー経済研究所）『活況続く湾岸諸国経済』（2008年4月15日）、原典はMiddle East Business Intelligence（MEED）

資と見ることができる（前ページの図4）。

さらに、以上のGDPの計算には含まれない項目として、海外送金もかなり巨額なマネーの流れになっている（国際収支上は移転収支の項目に含まれる）。GCCからの海外送金は、2007年現在で計343億ドルにのぼった（うち、サウジアラビアが161億ドル、UAEが67億ドル）。これらの送金は、湾岸諸国の労働力供給源である南アジア（インドなど）および非産油アラブ諸国（ヨルダン、シリア、レバノン、モロッコ、チュニジア、イエメンなど）に還流しているものと推測される^{注10}。

以上のような湾岸諸国の資金フロー（流れ）は、他国・他地域と比べていくつかの特徴がある。第1に、総固定資本形成の占める比率が相対的に低い。湾岸地域における総固定資本形成の対GDP比は19%であるのに対して、世界平均は22%、東アジアでは30%に及ぶ。一般に新興国経済ほど国内投資主導で成長する場合が多く、湾岸諸国が手本とするシンガポールも、1990年代後半から徐々に資本形成の比率が下がるという経過をたどっている（図5）。それに対し、湾岸諸国は目覚ましい投資が行われているイメージが強い

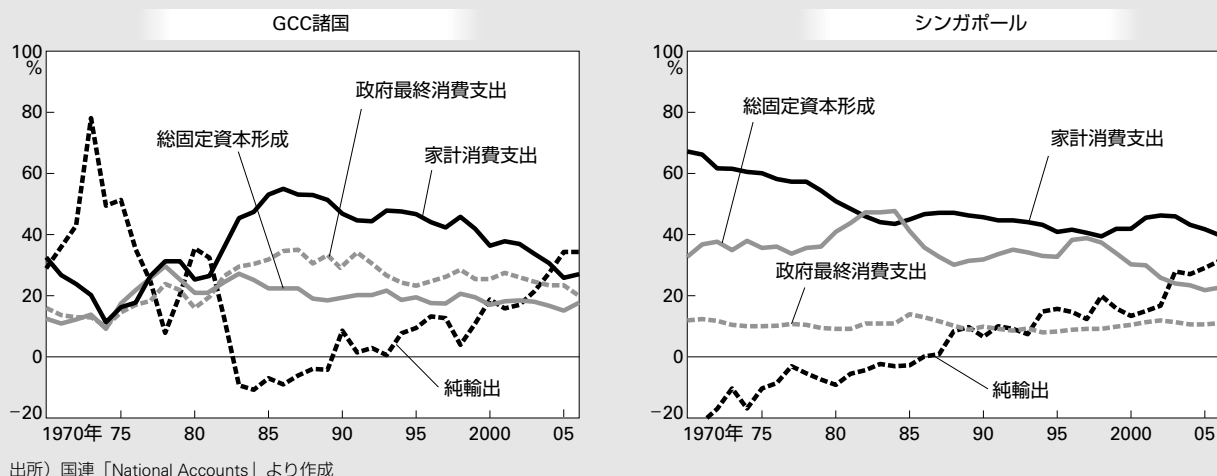
が、実際にはまだ始まったばかりというところだろう。

第2に、家計消費支出の比率も低い（31%）。この比率は、1980年代後半には5割を超える年もあったことを踏まえると、急激な成長に消費が追いついてきていないという見方でもできる。UAEだけで見ると、家計消費支出は40%とシンガポールと同水準であり、他の国でも、ショッピングセンターをはじめとする消費の場（消費のインフラ）が整えば、消費はキャッチアップ（追いつく）するかもしれない。また、失業率の高いサウジアラビアなどでは、雇用がどれだけ増加するかという点も重要な要素である。

第3に、アジア諸国と異なり、湾岸諸国の外貨準備の存在感はそれほど高くない。全世界の外貨準備増減に占める湾岸諸国の比率は3%にも満たない。国別に見ると、サウジアラビアで337億ドル、UAEで772億ドル（2007年）であり、両国ともアジアではタイ、マレーシアなどよりも小さい額である。

また経常収支との比較で見ても、2007年には日本や中国では同収支（純黒字額）の5倍前後の外貨準備が積み上がったのに対し、サ

図5 GCC諸国とシンガポールの支出項目別対GDP構成比の推移



ウジアラビアでは3分の1、UAEでも2倍程度である。ここには各国の外貨の運用体制の違いがあるものと思われる（たとえばサウジアラビア通貨庁〈SAMA〉は、一種のSWF^{注11}のような形で外貨資産を運用している）。多くの国で、外貨を受け取る主体が国営企業（主に国営石油会社）である一方、運用主体がSWFなど国営ファンド・国営企業であるため、外貨のまま資金が国営セクター内で還流されているとの見方もできる。

以上のような背景から、湾岸諸国の資金の流れは、「中央銀行以外の公的主体による海外への資金フロー」に偏ったものとなっている。これが、近年「ドルのリサイクル」の過程、特にSWFの動向に注目が集まる背景である。

なお、湾岸諸国の対外投資（対内投資）の投資パフォーマンス（運用実績）は、国によって大きく異なっている。クウェートを除く各国では、GDPに占める対外投資が（単年度では）黒字であるのに対し、所得収支（受け取り利子・配当が主項目）の比率はかなり低いかマイナスである^{注12}（表2）。他方、クウェートは対外債権の対GDP比も所得収支の比率も、他国よりはるかに大きい。

資本・金融収支は単年度のフローであるため比較はできないが、ストック（資産）で見れば各国は純債権国である可能性が高く、所得収支がマイナスであるという状態（逆ザヤ）は各国にとって望ましくない事態だろ

う。SWFを設立して戦略的な投資を進める背景として、利回りの向上という要請があった可能性も推測される。

以上をもとに今後を展望すると、中長期的には、国内開発計画の規模が大きく、また現状でGDPに占める割合も高いことから、国内設備投資は増加し、消費もキャッチアップするというシナリオが考えられる。しかし、国内インフレ率の上昇などを踏まえると、短期的には、「湾岸マネー」の多くが外貨建て資産のまま蓄積されていくかもしれない。

3 1970年代から何が変わったか ——「国営」セクターの強化

このような湾岸諸国のマネーの世界的な還流には前史がある。それは、1970年代の2回の石油ショックである。この石油ショック時にも、資金を蓄えた湾岸諸国は、海外投資、国内投資を積極的に推進した。サウジアラビアは1976年に、後述するサウジ基礎産業公社（SABIC）を設立、ドバイ首長国も1983年にジュベル・アリ港を開港し、現在、両者はともに成功例と見られている。また、「オイルマネー（petrodollar）」が世界を駆けめぐったのも当時のことである。

1970年代の投資のうち、国内産業の多様化のために行われた各国の投資は、結果として国内の経済構造を変えるのにそれほど寄与しなかった。付加価値に占める鉱工業の構成比は、油価に連動して上下しているが、圧倒的

表2 GCC諸国の対GDP比所得収支（2006年）

	サウジアラビア	クウェート	カタール	バーレーン	オマーン	UAE	(単位：%) GCC諸国
所得収支の対GDP比	0.2	13.2	-6.2	-2.4	-4.7	2.6	1.8
資本・金融収支の対GDP比	-24.1	-46.6	-10.6	-6.9	-3.1	-8.8	-21.1

注) 資本・金融収支は、－（マイナス）が資本流出であり、2006年時点ではどの国も赤字
出所) IMF, Balance of payments statistics

に高い比率のままである。他方、製造業の構成比は、1970年代からやや上昇しているとはいえ低迷している（図6）。サウジアラビアの品目別の輸出構成比を見ても、非石油部門の輸出は、すべて合わせても5%程度である（2006年）^{注13}。

これは、1970年代以降になされた大規模な国内投資の多くが、政府出資のSABICを中心とした石油関連セクターに偏っていたことにもよる（後述するようにアラムコへの国の出資もこの時期に始まった）。

他方、石油関連以外のセクターは中小の民間資本が主体となり、それほど大きく成功せず、結果的に、産業部門に対する国の影響力が高まったといえる。これは、同じ時期に大規模な港湾開発をしたドバイ首長国をはじめ、他の湾岸諸国についてもいえることである。

今回の資源ブームでは、国営企業のイニシアティブという流れを引き継ぎながら、資金の投資先はより多様化が図られている。国内では港湾、フリーゾーン（自由貿易特区）、観光など、新たな分野が開拓された。

一方で对外投资に目を転じると、1970年代

当時世界を駆けめぐったドルは、国際金融をかく乱する結果となった。このときの湾岸諸国からの資金は、主に海外（特に英国）銀行への預金に回っていたことが知られている^{注14}。このオイルマネーは、ウォルター・リステン氏が率いるシティバンクに象徴される中南米投融資ブームを生み、そのバブルは1982年に弾けた^{注15}。

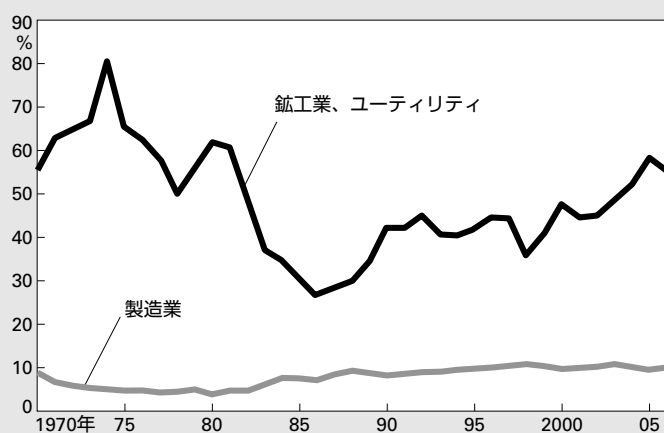
現在に比べて、当時は資金が過度に集中するリスクが高かったと見ることができるだろう。国際決済銀行（BIS）のデータによると、1970年代後半から80年代半ばのインドネシアを除くOPEC（石油輸出国機構）加盟国の投資可能資産（ポートフォリオ投資、直接投資、外貨準備増減などの合計）のうち、BIS報告対象銀行への預金が占める比率は最低でも3割、多いときにはほぼすべてを占めていた（短期間での比率の変動は大きかった）。それに対して、現在の原油高サイクルでは、この比率は3割を切る水準で推移している^{注16}。

つまり、海外投資においても投資先が多様化し、預金や米国債にとどまらない投資が積極的に模索されるようになった。加えて、1970年代にはアブダビ首長国、オマーンでSWFが設立されており（なおクウェートでは50年代に設立済み）、「国営」セクターの管理も強まっている。

このように「国内インフラ投資」「国内産業投資」「海外直接投資」「海外ポートフォリオ投資」といった多様な投資が、SWFを含む「国営」セクターによって主宰されるようになったという点が、1970年代の石油ショック後の湾岸諸国の際立った特徴だといえる。

SWFについては、その「政治的意思」が

図6 サウジアラビアの付加価値に占める鉱工業等および製造業の比率



注) ユーティリティ：水道やエネルギーなどの基盤事業
出所) 国連「National Accounts」

懸念されることも多い。だが、このように政治的意思がからむ複雑さや混乱は、SWFにかぎったことではなく、さまざまな国に存在する国営企業が海外進出をする際には常に当てはまることである。問題を「ファンド」に引きつけて考えるよりも、何らかの国家的な意図を担った企業体による総合的な活動の一環として捉えたほうが適切である。SWFや国営石油会社といった組織面から湾岸マネーの流れを捉えるのではなく、産油国の戦略と行動を機能面から検討していくほうが現実的に即している。

なお、これが「国営」であり「国家」ではないという点は重要である。1970年代の石油ショック以後、各国は放漫財政に陥り、特にサウジアラビアは2002年まで財政赤字に悩まされてきた（2000年に一時的に黒字）。この体験は各国にとって大きなトラウマとなったといわれる。今回のブームでも財政規模の急拡大を避ける必要性は意識されており、そのことが、「国営」企業やSWFによる「利潤追求」の姿勢に結びついている可能性も考えられる^{注17}。

上記の視点から、以下では湾岸諸国の対外投資、産業開発投資、石油開発・生産投資の論理について検討し、新たに生じつつある混乱や波紋、今後考えられるインパクト（影響力）について検討していきたい。

Ⅲ 産油国マネーの投資先

1 対外投資——SWFの台頭

SWFとは、国家や政府系機関が運営する投資ビークル（ファンドや企業）全般を指す用語である。ただしその定義について明確な

合意はなく、さまざまな捉え方がある。一般的には、石油など資源関連の歳入または外貨準備を背景にしたファンドを指すことが多い。

より正確に見ていくと、産油国の場合、石油セクターで最大の企業は国営石油会社であることが多く、その輸出代金（＝外貨）は当該国営企業（公的セクター）に蓄積され、さらに配当や税金の形で政府（国庫）に回っていく。また、アジアの多くの国のように管理フロート制度（為替レートの決定を市場に任せつつ、その変動幅を一定範囲に固定し当局が介入・管理する制度）を採用している場合は、政府が為替介入という形で外貨を蓄積している。このように、政府が外貨の取引に直接または間接的にかかわっている国において、通常の外貨準備とは別の形で外貨建て資産の運用のために組成された投資ビークルが、SWFである。

SWFの特徴を、そのファンドとしての側面から説明したものとして、モルガン・スタンレーの為替ストラテジストのスティーブ・ジェン氏による論がある。

それによると、SWFは、①政府（系）であること、②外国通貨への資金配分が高いこと、③明示的な負債を持たないこと、④リスク許容度が高いこと、⑤投資期間が長いこと——の5つの特徴を持つ。現実には、SWFと呼ばれるファンドであっても上記の5つの特徴すべてを満たしているわけではないが、4つ以上を満たしていれば、SWFと認識されることが多い^{注18}。

GCC諸国も、SWFを設立してきており、1つの国で複数のSWFが設立されている場合も多い。米国のソブリン・ウェルス・ファ

ンド研究所（Sovereign Wealth Fund Institute）によると、GCC諸国のこれらのSWFの資産総額は1兆6000億ドルにのぼり、全世界のSWFの資産の4割強を占めている。

図7は、SWFを含むGCC諸国の国営の投資主体を、投資の対象および目的の観点から整理したものである（ただし、これら投資主

体の投資内容については報道ベースでしかうかがい知ることができない。このマッピングは、報道をもとに想定される特徴を描出したものである）。

GCC諸国のSWFは、資金量が大きだけでなく、その派手な投資スタイルによって世界の注目を集めており、ここ数年は米国

図7 目的別に見たGCC諸国のSWFおよび投資主体の整理



注) 一般にSWFといわれるファンドに加え、国外に投資する主な国営企業をリストアップした。破線は設立予定のファンド。UAEのエミレーツ投資庁 (EIA)、アブダビのアブダビ投資評議会 (ADIC)、オマーンの国家一般準備基金については実態が不明であり、記載を割愛した。また、ここに示したものの以外にも、各組織・ファンドと資本関係を持つ無数の投資体が存在する。また、国営企業・ファンドの出資関係はきわめて複雑であり、情報も少ない。ドバイ首長国では、政府出資の「ドバイ投資公社 (ICD)」、王族保有の「ドバイ・ホールディング」、および「ドバイ・ワールド」といった持ち株会社が、ドバイ首長国の主だった企業やファンドを傘下に収めている

をはじめとする欧米諸国で懸念や軋轢を生むケースも出てきている。

SWFが懸念される最大の理由は、そもそもSWFの投資目的が見えづらい点にあるものだと考えられる。金融的な投資を超えて、単純に事業投資に踏み込んでいるSWFも多く、「国家のファンドによる他国産業への投資」をどのように捉えればよいかという問題を喚起してしまうのである。たとえば、SWFによる投資には政治的な意図（政治的影響力や経営機密の入手）があるのではないかと、資本市場の効率性を歪めるのではないかと、という懸念である。

そもそも、多くのSWFには「明示的な負債を持たない」という特徴があるため、投資行動の制約が少ない。生命保険、年金基金などの一般の機関投資家の場合、負債の性質によって投資期間やリスク許容度が規定されるのに対し、SWFは「何をしてもよい」存在であり、潜在的にはリスクの高い投資も許容できる^{注19}。このことが先述の懸念を増幅させている面もある。

しかし、潜在的にはどのSWFにも共通する合理的な目的を想定することはでき、それを踏まえると政治的な側面を強調しすぎることはミスリーディングである。まず、石油に依存した経済構造を持つ国は、石油収入自体の（油価や生産量の変動に連動して）増減が著しく、国家経済や財政が不安定になりがちになるという共通の特徴を持っている。したがって、各国にとっては、収入やキャッシュフローの「備え」を用意し、「安定化」を実現することが第1の課題である。

ノルウェー財務省は、SWFのモデルケースともいわれるノルウェーの「政府年金基金

(GPF)」について、「石油の富を賢く管理し、『資源の呪い』を避けるためのツールである」と簡潔にまとめている。また、2008年1月に改組されて誕生したロシアの2つのSWFは、それぞれ「原油価格下落への備え」と「年金確保やハイテク振興」という目的に沿って運用するとされている。敷衍すると、富の世代間継承を目指していると考えることができる。

また、別の観点から見ると、原油というコモディティ（商品）に偏っている国内資産ポートフォリオに対し、株式や債券といったコンベンショナル（伝統的）な金融資産を組み入れることで、ポートフォリオの分散を図っているという理解もできる。投資の世界でコモディティは「オルタナティブ（代替）投資」に含まれるが、産油国から見ると、株式や債券のほうがむしろ「オルタナティブ」である。産油国のSWFによる投資は、埋蔵資源を含む潜在的・顕在的なポートフォリオを金融資産へと組み替えていくプロセスと解釈することができる。その意味でも、SWFの活動は合理的であり、特別視する理由はない。

さらに、SWFの資産規模の大きさから、為替市場、資本市場に対するインパクトが議論されることも多い。SWFの資産規模は、SWFの定義の違いや情報開示の制約もあり把握が難しいが、ここではよく使われるソブリン・ウェルス・ファンド研究所のデータを採用すると、2008年6月時点で3兆8500億ドルに達したと推定されている。

この資産規模を多いと見るか少ないと見るかは微妙な問題である。たとえば、この資産規模は全世界のヘッジファンドやプライバー

トエクイティの資産より大きく、ヘッジファンドがグローバルな資本市場のかく乱要因と見られてきたことを考えると、SWFも同様に無視できない存在といえる。

一方で、世界の株式市場の時価総額である61兆ドルと比べると、その規模は6%であり、SWFの資産に占める株式のポートフォリオが3割だとすると、上場株の2%分の持ち分になるにすぎない^{注20}。しかも、次号で詳しく見ていくように、一口にSWFといっても、その投資対象や運用スタイルがとても一枚岩であるとは言い難いことを考えると、全体の資産規模を見てことさらに脅威論を唱えるのは避けたいところである。

また、湾岸マネー^{注21}の相対的な資産規模を金融商品別に見ると、BIS加盟銀行への債権（預金など）は4340億ドル、米国株式の保有額は1390億ドル、米国債券（国債含む）の保有額は1690億ドルであった（2007年末現在）。これが外国人保有分全体^{注22}に占める割合は、それぞれ1.4%、4.5%、2.5%である（た

だし、ロンドンやオフショアセンター〈金融優遇措置のある地域〉などを經由して保有している分は含まれていない^{注23}）。

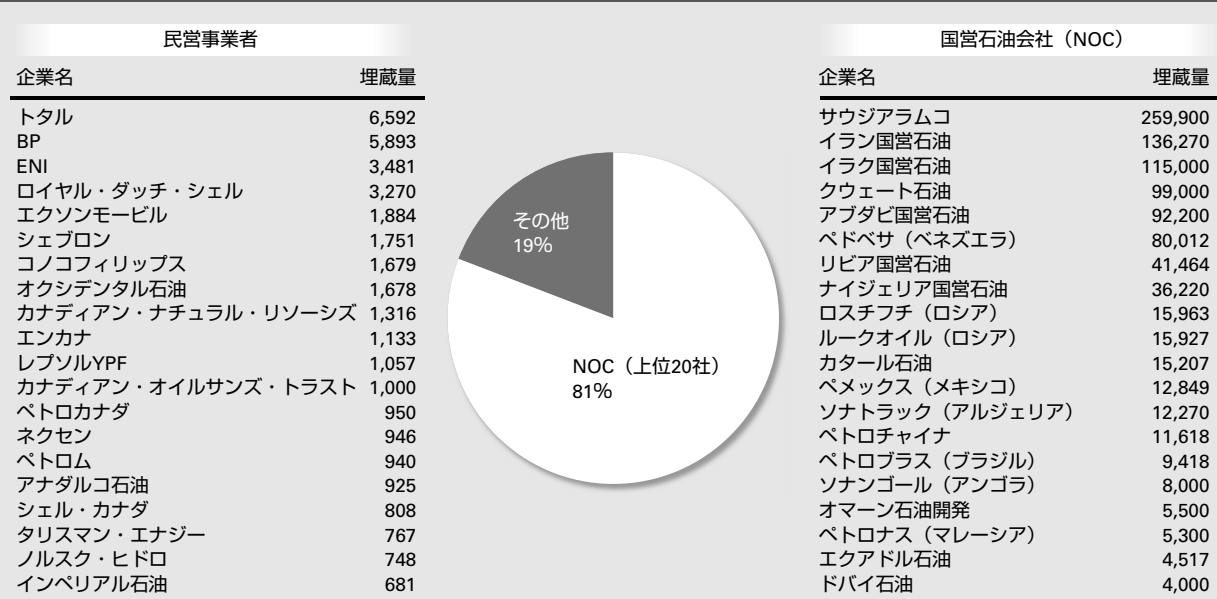
この数字だけを見ると、グローバルなマネーに占める中東の比率は、いわれているほど大きくはない。湾岸マネーの規模については、先進国側の過剰反応という側面も否定できない。

2 国営石油会社——増大する影響力

経済の多くを石油セクターに依存する産油国である以上、国内投資として最も重要なものは、石油の開発・生産等に関する投資（探査、開発、生産、精製、輸送等）である。この分野での産油国の役割は、かつてないほど高まっており（図8）、サウジアラビアの石油会社サウジアラムコは、かつて国際石油市場で絶大な影響力を誇った「セブン・シスターズ」になぞらえて、「新セブン・シスターズ」の1つに数えられている^{注24}。

旧セブン・シスターズに代表される国際メ

図8 世界の石油埋蔵量の保有比率



出所）各種資料より作成

ジャーの存在感が薄れてきた理由として、第1に、油価の高騰や資源ナショナリズムを背景に、上流権益の取得が困難になってきた点が挙げられる。現在、アフリカ（ナイジェリアなど）を除く多くの資源国で資源ナショナリズムの傾向が強化されており、湾岸諸国では、サウジアラビアのサウジアラムコが国内の上流部門に対する管理を強めてきた^{注25}。

第2に、掘削サービス会社（シュルンベルジェなど）の台頭により、国営石油会社（NOC）単独でも在来型資源開発ができるようになってきた点が挙げられる。これは、油価が下落した1980年代半ばから90年代にかけて、国際メジャー各社が、サービス会社に技術のアウトソーシング（外部委託）を進めたことの帰結である。

攻勢をかける産油国の石油会社に対して、国際メジャーは苦境に立たされている。これらの国際メジャーは、一方では資本市場からの厳しい要求（15～20%のROE〈株主資本利益率〉を求めるが、中長期的なリスクテイクは嫌う）を受け、他方ではNOCによる石油セクター管理強化による優良投資案件の減少に直面している。結果として、国際メジャ

ーは、資本投資よりも配当と自社株買いを進めるようになってきている（図9）。

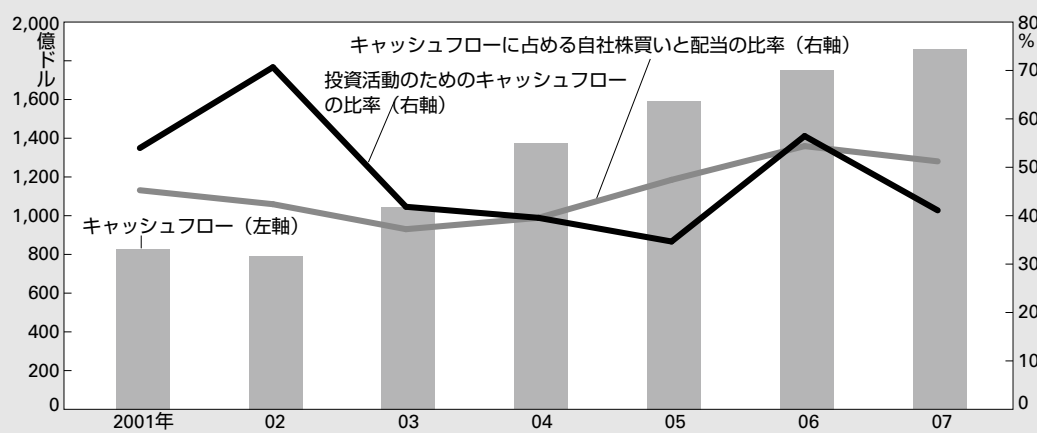
今後国際メジャーは、非在来、深海開発、ガスなどの新技術、政治的リスクの大きなクロスボーダー案件など、他のプレーヤーが容易に参入できないようなフロンティアを開拓していくことが求められている。これも、産油国マネーがもたらした「余波」の一つである。

3 各国の産業多様化戦略

——「Me Too」症候群

「産業多様化」と銘打ち、多くの産油国が国内での非石油部門への投資を始めたのは、1970年代の石油ショックのころからである。産油国は、石油ショックの最中に、民間のシンクタンクであるローマクラブの第1報告書『成長の限界』（1972年）に典型的に見られるような「石油の枯渇」シナリオを意識し始め、その後の油価の長期低迷の際には、経済成長の急激な落ち込み（国によってはマイナス成長）に直面した。これらの経験から、国家経済を石油セクターに依存しすぎることにリスクが広く認識された。

図9 スーパーメジャー 6社のキャッシュフローに占める自社株買いおよび配当の比率



注) スーパーメジャー 6社とは、エクソンモービル、シェブロン、BP、ロイヤル・ダッチ・シェル、トタル、コノコフィリップス出所) 各社の財務諸表より作成

産業多様化の試みで先駆的に成功した例として、ドバイ首長国の物流ハブ、サウジアラビアの石油化学、そしてバーレーンの金融センターが挙げられる。これらは、2002年以降の油価高騰のなかでその成功があらためて注目されるようになり、投資資金に事欠かない周辺諸国も、同様の投資を一斉に始めるようになった。投資する分野は多くの国で似通っており、結果として、湾岸諸国域内の「ハブ」や「産業都市」同士の競争激化が予想される状況となっている。HSBCのエコノミスト、サイモン・ウィリアムズ氏は、この状況を「Too much “Me too” (ミー・トゥーばかり)」と表現しており、いってみれば「Me Too症候群」が蔓延し始めている。

次号では、これらの産業多様化政策について整理を行い、その主体である産油国国営企業の将来動向について検討していきたい。

注

- 1 湾岸協力会議（GCC）に加盟する6カ国（アラブ首長国連邦、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア）を指す
- 2 ただし、世界各国の国内需要が増えるなかで、短期的には、エネルギー効率が悪い国では、国内用に用いられているガスの供給不足、石油の利用急増などの問題も生じるだろう
- 3 World Federation of Exchanges、Bank for International Settlementsによる。なお前者は世界取引所連合に加盟している53の主要取引所の国内企業時価総額の合計値であるが、GCC諸国の取引所は含まれていない
- 4 国際決済銀行による
- 5 ある産油国の石油省代表者が、英国のエネルギー専門家に対して述べた発言。野村総合研究所（NRI）のヒアリングによる
- 6 中東調査会「かわら版」（2008年3月24日）による
- 7 高安健一（日本総合研究所）「インフレ圧力の高まりに苦慮する 湾岸協力会議（GCC）諸国」『環太平洋ビジネス情報』2008年8月号。インフレの進行に伴い、ドルベッグを見直すべきとの議論も行われており（2007年に通貨バスケット制に移行したクウェートを除くGCC諸国は、ドルベッグ政策を取っている）、特に2008年7月にアラブ首長国の計画経済庁が「GCCはドルベッグから通貨バスケット制に移行すべき」というレポートを発表して話題となった。なお、GCC諸国は、2010年に通貨統合することで合意している
- 8 IMF, "Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia," May 2008
- 9 油価の高騰により、2007年、08年の貿易黒字はこれを大きく上回るものと見られる。湾岸諸国のうち、サウジアラビア、UAE、オマーン、カタール、クウェートの5カ国は、07年には日量1790万バレルの石油を生産しており、油価を1バレル当たり100ドルとして計算すると、同年の原油収入は6530億ドルにのぼったものと見られる（1バレル1ドルの上昇で65億ドル収入増）。これは、同じ年の日本の税収（54兆円）を優にしのぐ金額である
- 10 畑中美樹「2008年も高成長が期待される中東諸国の経済」『中東協力センターニュース』中東協力センター、2008年2月3日
- 11 政府系ファンド、国富ファンドとも呼ばれる。詳細は本稿第Ⅲ章1節を参照
- 12 UAEおよびカタールは、2007年には資本受け入れ国に転じた
- 13 International Trade Centerによると、サウジアラビアの輸出のうち、石油等、プラスチック等およびその他化学製品の上位3分野で94%を占める
- 14 このことがユーロドル市場（米国外で取引されるドルの市場）の発展の大きな契機となった
- 15 ウォルター・リステン氏は、シティバンクの名経営者としての側面のほかに、「国は倒産しない（Countries don't go broke）」という発言でも知られる。実際には、1982年のメキシコ危機以

降、ラテンアメリカのほとんどの国が累積債務危機に陥った

- 16 BIS "Quarterly Review," December 2005
- 17 国際金融情報センターの重藤哲郎氏は、SWFと国営企業との共通性や定義の範囲に着目して、「ソブリン・インベスター」という概念を提唱している（国際金融情報センター「ソブリン・インベスター」上、中、下、2007年11月を参照）。他方、ソブリン・ウェルス・ファンド研究所では、①SWF、②SWF傘下の「ソブリン・ウェルス企業（Sovereign Wealth Enterprises）」、③SWFとは独立した「国営企業（SOE）」——の3者を区別して捉えている。だが、形態はともかく、機能面では相互の重複は大きい。本稿で「国営」セクター、「国営」投資家という場合、その内容は「ソブリン・インベスター」とほぼ同じであるが、「国家」ではなく「国営」であるという点に留意し、「ソブリン（政府〈系〉の）」の語は用いていない
- 18 ④と⑤は、③の特徴からの論理的帰結という側面があり、実際にそれぞれのSWFがどの程度のリスク許容度や投資期間を想定しているかは、外部からはほとんどわからない。しかも、SWFのなかには③を満たさないものも多く（シンガポールのテマセクやGIC、ドバイ首長国のドバイ・インターナショナル・キャピタル（DIC）やイスティスマール、および外貨準備や年金基金系のSWFには、負債または将来の給付予定がある）、したがって、④と⑤を帰結するかどうかは偶発的である
- 19 ただし、SWFによってリスク許容スタンスには大きな違いがある。たとえばサウジアラビア通貨庁（SAMA）20の運用スタイルは保守的といわれる一方、カタールのカタール投資庁（QIA）、ドバイ首長国のDICは、その積極的な投資姿勢で注目を集めている（ドバイ首長国の場合はレバレッジ〈借入れの活用〉も利かせている）
- 20 中東産油国（GCC以外も含む）の米国株式保有は外国投資家全体の4.5%であり、SWFの資産規模の6%と比べてもかなり高い比率である。世

界取引所連合加盟の米国株式市場の時価総額は全体の3割強であるから、中東産油国の米国株投資はやや「オーバーウェイト」である

- 21 ここではSWF以外の投資主体も含む中東8カ国（バーレーン、イラン、イラク、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、UAE）からの投資について見る
- 22 母数はそれぞれ、BIS加盟銀行の対外債権残高、米国株式の外国人保有額、米国債券の外国人保有額
- 23 なお、湾岸マネーの経由地といわれる英国からのBIS加盟銀行への債権は、全体の17%
- 24 旧セブン・シスターズは、エクソン、モービル、ガルフ、テキサコ、ソーカル、BP、ロイヤル・ダッチ・シェルの7社。新セブン・シスターズは、国際石油会社に対し新興国の国営企業の影響力が強まってきたことを背景につくられた概念で、サウジアラムコ（サウジアラビア）、ペトロナス（マレーシア）、ペトロブラス（ブラジル）、ガスプロム（ロシア）、中国石油天然気集团公司（CNPC）、イラン国営石油（NIOC）、ベネズエラ国営石油（PDVSA）の7社が該当する
- 25 1972年の「リヤド協定」により、サウジアラビア政府はメジャー保有の「アラビアン・アメリカン石油（アラムコ）」の権益を徐々に買い取ることとなり、1980年に取得が完了した。その後1988年に、政府100%保有の「サウジアラムコ」が正式に設立された

著者

奥 雄太郎（おくゆうたろう）
金融戦略コンサルティング部副主任コンサルタント
専門は新興国金融

伊藤 剛（いとうたけし）
主任コンサルタント（U.C.パークレー校留学中）
専門はエネルギー、ユーティリティ、不動産、建設分野の事業戦略、M&A戦略、マーケティング