

# 2010

## 平成22年の提言

1. 原油需要の増大予想への疑問
2. バブルの連鎖を止めよ、投機を規制せよ



日本石油販売株式会社  
エナジーエンジニアリング株式会社

〒104-0033 東京都中央区新川2丁目1番7号  
TEL 03-3552-0341 FAX 03-3552-0346  
<http://www.nihonsekiyuhanbai.co.jp/>

## 原油需要の増大予想への疑問

世界の原油需要は2008年に8,630万B/Dに達したが、2009年は8,460万B/D(前年比2%減)に減退する見込みだ。しかしIEA(国際エネルギー機関)は2010年以降、再び140万B/D強の需要の増大を予想している。果たして本当にその様な需要の増大が見込めるのだろうか？

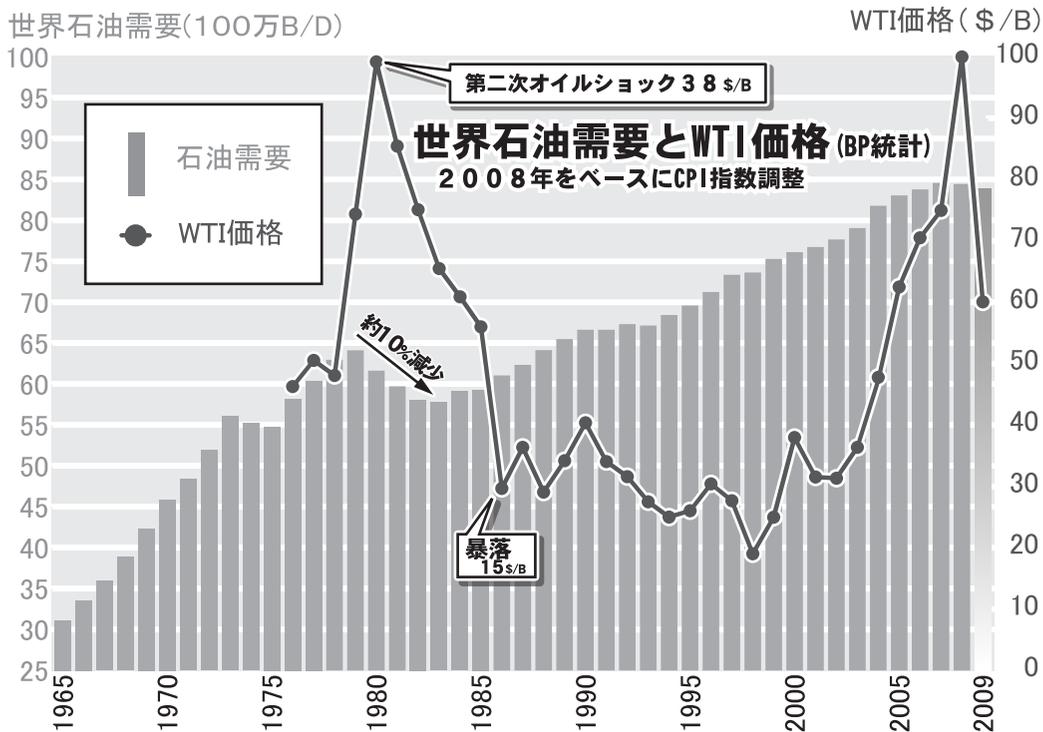
まず**図1**をご覧ください。この図には消費者物価指数で調整した原油価格(線グラフ)と世界の原油需要(棒グラフ)の推移を表示した。原油が147\$/Bに達した2008年の平均原油価格はほぼ100\$/Bだが、1980年の第2次オイルショックの時の原油価格38\$/Bも現在の物価に置き換えてみるとほぼ100\$/Bだったことが分かる。当時、世界のGDPの7%が原油代金として消え、世界の経済は奈落の底に陥れられた。

この時起きたことは、経済の低迷による需要の減退と省エネルギーによる需要の削減である。需要は4年間に亘り減り続け、1983年に10%近く減少して底を打つ。需要の本格的回復は、1986年に原油価格が15\$/B(現在の物価に置き換えて30\$/B)に暴落してからであった。

今回の金融危機の影響の大きさは、いまだその後遺症から抜け出していない今の段階では議論の余地を残しており、特に本論執筆時点(2009年10月)では米国の株価も高く、危機は去ったという見方さえ散見される。しかしながら、借金に依存した米国個人消費が世界の経済を牽引する構造が根底から覆され、過去に積み上げた巨額の借金を返済するために5~10年かけて消費を大幅に削減せざるを得ない米国にとり、その内需が寧ろ今後長期に亘って低迷することは間違いない。

先進国はダメでもBRICSが内需中心の成長を遂げるというデカップリング論も復活している。しかし中国経済の回復は財政金融の超緩和によってもたらされたものであり、これまでGDPの10%弱を外需に頼ってきた経済が、外需が長期に大きく低迷する中で持続的に発展できるとは考えにくい。GDPの40%を占める固定資本形成が既に国内生産設備の過剰を生み、製鉄やセメント、板ガラスや太陽電池の過剰生産能力に苦しみ始めていることも周知の事実だ。

中国の粗鋼生産量は昨年8月、遂に世界のシェア50%を占めるまで急拡大したが、過去1年間にも更に日本の製鉄能力の約半分に相当する製鉄所が新設されている。しかしその中国でもいよいよ新規の製鉄所の着工が行政指導により延期に追い込まれた。製鉄所を新設するために使われていた鉄の需要は確実に減退する。今年度の鉄鉱石の購入価格を未だに決めない中国政府は、鉄鉱石の需給が今後緩和し、市況が下落することを見込んでいるのかもしれない。



【図1】



【図2】

■2の通り、シンガポール市場における、製品価格と原油価格の格差は、北京オリンピック時点を頂点として40\$/Bから6~7\$/Bに暴落したままの状態である。2008年には原油より遥かに高いガスオイル(軽油、A重油)をいくらでも購入した中国は、今となってはガソリンを含めて石油製品を輸出している。

第2次オイルショックの時と同様に100\$/Bの原油に世界経済は苦しめられ、その一方で1,000兆円とも言われるバブル崩壊の不良債権を背負い、これまでの過剰消費のツケを払わされようとしている。エネルギー需要が長期に亘って低迷する可能性が高い。

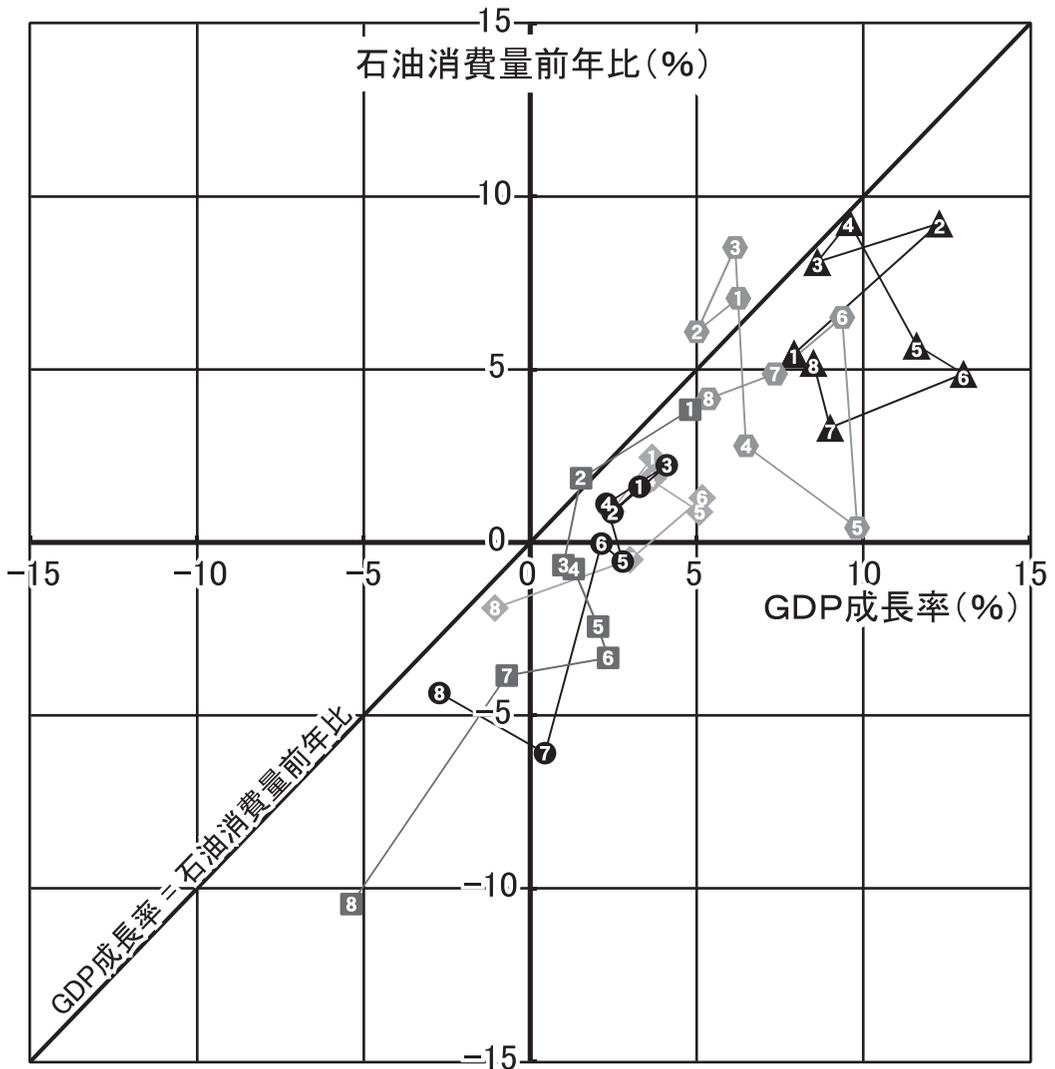
そもそも世界の原油の4分の1=2,100万B/Dが米国だけで消費されていたこと自体がサステナブルではなかったと言えるのではないだろうか。そこにはピックアップトラック(乃至はGM)に象徴される大型自動車社会の存在があった。GMは昨年そのレガシーコストや人件費の高さが問題となり、経営破綻に追い込まれたが、ではなぜGMはそこまで高い人件費をそれまで負担することができたのか、その秘密こそリッター当たり4Kmしか走らない大型自動車であった。

往時GMはピックアップトラックを売ることによって巨額の利益を得ていた。小型車と大型車の製造コストは実はそれほど変わらないが、販売価格は何倍にもなるのである。昨年世界各国で自動車購入者に対して補助金の支給や、減税が施された。米国自動車業界にとっては残念なことに、それらは全て燃費の良いハイブリッドカーか小型車向けであった。これらの車種の品揃えが少ないGMの再生は極めて厳しい。

オバマ大統領のグリーンニューディール政策では、州ごとの排ガス規制の導入や、2020年までに自動車の平均燃費基準をリッター当たり15Kmにする指針が示されている。米国のガソリン消費量は過去、世界の原油の11%に当たる936万B/Dまで増大したが、今後10年かけてこれが半減してもおかしくは無い。現況の米国ガソリン消費量は904万B/Dでありピークから僅か3%強の減少に過ぎない。米国ガソリン消費の減退は今始まったばかりである。

CO<sub>2</sub>対策は自動車だけではない。新興国までもCO<sub>2</sub>削減を期待される時代となり、太陽光、風力等の自然エネルギーの利用や、原子力の復活など石油代替の動きは嘗て無いほどの盛り上がりである。原油価格が高止まりを続けるとすれば、脱石油の動きは第2次オイルショック後の省エネルギーの動きを遥かに凌ぐものになる可能性が高い。

# GDP成長率と石油消費量前年比



- ◆ 世界
- 日本
- ▲ 中国
- アメリカ合衆国
- インド

— GDP成長率 = 石油消費量前年比

各国の下記の時点の平均成長率を表示

- 1 85～90年
- 2 91～95年
- 3 96～00年
- 4 01～05年
- 5 06年
- 6 07年
- 7 08年
- 8 09年(予想)

【図3】

■3には日本、中国、米国、インド並びに世界全体についての、GDP成長率と石油消費量の前年比をプロットした。直近4年間は年単位だが、2005年まではそれぞれ5年平均値である。2000年以前のインドのような例外もあるが、各国ともエネルギー消費効率を改善させることにより、GDPの成長率に比べて、石油消費量の前年比(成長率)を低く抑えていることが分かる。

米国の不動産バブルと借金漬けの個人消費に主導され、世界平均GDPが5%を超えた2006、2007年でさえ、石油の消費量の前年比は高々1~2%である。当面世界のGDPの大きな成長が見込めない中で、石油消費量はむしろ抑制される可能性があることが分かる。

人類は石油の世紀が終わり、石油が衰退の歩みを始めていることに気づかされるはずだ。

## バブルの連鎖を止めよ、投機を規制せよ

FRBの元議長グリーンSPANは名言を残した。「バブルは予測できない。バブルは弾けて初めて分かる」。1987年のブラックマンデー以降の米国金融界を見事にコントロールしたとして名声を博したグリーンSPANは、1997年のアジア危機、翌年のロシア危機、そして2001年のITバブル崩壊を乗り切った。

然しながら今日の同議長の評価は必ずしも高くない。新自由主義に基づいて市場に任せようとする考えから、市場を規制して、バブルの発生を防ぐべきだとする考え方に時代は大きく舵を切っている。自己資本比率の規制を受けずにレバレッジを利かせて投資を拡大したリーマンを初めとする米国投資銀行は既に全てが商業銀行に転換され、自己資本比率の基準を更に高める規制が推し進められようとしている。

考えてみれば、グリーンSPANの経済運営は、貪欲なまでの経済成長への挑戦であった。ブラックマンデー後の不況を克服するため「エマージングマーケット」というバブルを作り出し、そのバブル崩壊後には、「ITバブル」を作り出す。ITバブル崩壊を受けて同議長がブッシュとともに作り上げたのがサブプライムローンに象徴される不動産バブルである。バブル崩壊による不況を立て直すために新たなバブルを作る。そのバブルが崩壊すると更に大きなバブルを作る。成熟した経済にとって高い経済成長を継続することは至難であるにも拘わらず、無理やりにでも高い経済成長を追い求めた結果が、バブルの連鎖であった。

2008年9月のリーマン破綻後にFRBから撒かれた巨額の流動性資金は、昨年も需要の低迷した原油の市場に流れ込み最安値から2倍にまで

原油価格を高騰させた。ただ同然の金利でドルを調達し、この資金で株やBRICSの通貨、資源やエネルギーを買い上げ(ドルキャリートレード)、今もバブルの連鎖は続いている。行き場のない過剰な流動性資金が、現実の需要減退を嘲笑うかのように、原油需要増大の幻影を追って原油先物市場にゾンビの如く舞い戻って来ているのだ。

需要の低迷により製品デフレが進行している一方で、商品先物市場だけがバブルを招来させ、コストの高騰が製造業、流通業のマージンを縮小させている。収益減に苦しむ企業は人件費を更に切り詰め、失業率は益々増えるばかりだ。デフレとバブルの同居がいつまでも続かないことだけは間違いない。

話をブラックマンデーに戻そう。株バブル崩壊に苦しんだ米国は、当時日本とドイツに世界経済の機関車となって個人消費を喚起させることを要求した。当時日本の中小企業の財務担当者が目の当たりにしたのは、なりふり構わない銀行の融資競争であり、いわばARMローンの押し売りだった。曰く「来週貴社に10億円をお貸しします。3年間返済なしの長期資金ですので、株を買っても良いし、ゴルフ会員権を買ってもいいし、どうぞお好きなようにお使い下さい」。申し込んでもいない、使途もない、返済計画も無い資金が突然空から降ってきたのである。

Adjustable Rate Mortgageローンは、米国の住宅ローンの形態で、変動金利型住宅ローンだが、その最大の特徴は返済が無いことだ。2～5年後にリセットがかかりこの時点から、元本返済が始まる。リセットまでの期間は、支払い利息も減免され、金利の不足分をリセット時点で元本に組み入れるのである。2006年まで米国の住宅ローンは、サブプライム層向けだけでなくAlt-Aローンの借り手や、プライムローンの借り手に対しても、この方式が多用され、結果的に住宅バブルが作られて来た。右肩上がりに不動産価格が上昇することを前提に作られたARMローンのリセットは2011年末まで続き、これらの住宅ローンのリセットとともに、大量の競売物件が発生し続けるのである。

このように返済を棚上げされてでたらめに貸し出された資金は、日本でも米国でもバブルを生み、株や不動産や商品など、右肩上がりに一本調子で上がり始めた資産価格が、スパイラルとなってバブルを頂点まで押し上げていくのである。

昨年上期6ヶ月間に中国で融資された貸金は、北京オリンピックで盛り上がった2008年一年間の融資額の倍額である。過剰な貸金が不動産に流れ込み下落し始めていた中国の不動産は再び反転している。外需の落ち込みを不動産バブルによって補っているのである。

バブルはいつも同じ原理で作られる。そこにあるのは、貪欲な経済成長第一主義であり、意図的に操作された金融行政による過剰な資金である。前述の日本の融資競争も、米国の依頼を受けた竹下総理大臣による大蔵省主導の国威発揚であった。

さてそのバブルが弾けた後、その資産価格はどこまで下がるのだろうか？日本の不動産バブルの経験は、それが元の水準まで戻ることを教えてくれる。消費者物価の上昇に比して割高に上昇した資産価格は、また元の水準に戻ると考えることは、1890年以降1997年までの米国の住宅価格の推移にも当てはまる。エール大学のシラー教授に因れば、物価調整後の米国住宅価格指数は1890年を100として、世界恐慌の1929年頃は70。第二次大戦後に100に戻り、1970年代後半と1980年代後半の2度の住宅ブームを経た後の1997年も高々110でしかなかった。2006年にこの指数は200まで上昇した。シラー教授は2011年にまた110に近い水準まで落ちるだろうと予測している。

住宅だけでなく、本来収益還元法で評価され比較的バブルの小さかった米国商業不動産も、景気の後退と空室率の上昇を受けて賃料が下がったために、これに比例して大幅に価格が下落し始めており、米国不動産の評価損失は未だ増大中である。欧米の銀行は10年前の日本の銀行と同様に、増え続ける不良債権に慄き、融資基準の厳格化や、融資回収に走らざるを得ない。この当たり前の行動が負のスパイラルとなって欧米の経済を低迷させることになる。

EIA(米国エネルギー情報局)によれば、近年の原油の開発コストの平均値は18\$/Bである。生産コスト10\$/Bを加算した28\$/Bが原油の平均コストである。1999年2月のWTI価格である10\$/Bまで原油価格が下がることは考えにくいだが、1によれば、40\$/B程度に戻ることもあり得よう。

幸い米国商品先物市場に関してもオバマ政権下においてCFTC(Commodity Futures Trading Commission)が規制強化策を打ち出し、持高制限の強化や、ロンドンICEでの取引監視を始めており、既に穀物市場には大きな影響がでている。

原油価格は今日もエネルギー価格のメルクマールであり、LNG、石炭等のエネルギー価格に影響を持つ。原油価格の安定無くして、世界経済の復活はありえない。原油先物市場における更なる投機規制を望まずにはいられない。