

Contents

\*\*\*\*\*

特集：石油価格高騰の謎 1p

<今週のThe Economistから>

"Hard truths for Softbank" 「ソフトバンクの真実」 7p

<From the Editor> 「ネットバブルを考える」 8p

\*\*\*\*\*

特集：石油価格高騰の謎

比較的良く当たる予測が人口の動態分布であるならば、もっとも外れやすいのは為替と石油価格の予測であろう。1998年末には1バレル10ドルを割った原油価格は、現在34ドル程度で推移している。過去に石油価格が30ドルを越えたケースは、第2次オイルショック（イラン革命＝1979年）、イランイラク戦争（1981年）、湾岸危機（1990年）など、すべて戦争がらみであった。今回の価格上昇は、純粋に需給関係だけでもたらされている点に不思議さがある。

この謎に対し、現時点で誰も明解な答えを持たない。筆者にも分からない。3月27日にカラカスでのOPEC総会を控え、今後の価格の予測も見通しがつきにくい。以下、分からないなりに、現時点で分かっていることを検討してみよう。

1バレル30ドル台の理由

石油価格は1年余りで最安値から3倍に急騰した。たとえば1999年1月26日の日本経済新聞は、「石油低価格時代の到来か コスト低下など諸説交錯」という記事の中で以下のように書いている。

原油価格が地すべりのような下落に見舞われている。98年の需給ギャップは、世界の需要の1.5%程度に過ぎない。なのに1バレル10ドル台を割り込み、年間平均価格では「逆オイルショック」と呼ばれた86年をも下回っている。かくも大幅な下落を招いたのは、アジアなどの需要の落ち込みによるだけなのか。石油関係者に疑問をぶつけると、いくつかの説明が返ってきた。

コスト低下説：探鉱・開発から採掘に至る技術革新が進み、コストの低下を反映して

価格も下がった。

先物市場主導説：原油価格形成のリード役はNYMEX（先物市場）になった。

プレミアム剥落説：戦略商品ゆえの政治的プレミアムが、OPECのカルテル結束力が揺らいだために抜け落ちてしまった。

石油はもはや政治商品ではなく、市場メカニズムに取り込まれた一次産品に過ぎない。ゆえに国際的な需給ギャップを反映し、原油価格はとことん低下する というのが当時のコンセンサスだった。ところがわずか1年後に、原油価格は10ドル割れどころか30ドルを超えてしまった。

逆に現在、原油価格が上がった理由として、以下のような理由が挙げられている。

OPECの生産調整：99年3月のOPEC総会から流れが変わった。それまでは減産合意に失敗 原油価格下落 産油国の財政悪化 減産破りの増産が横行 供給過剰という悪循環が繰り返されてきた。しかし、サウジアラビアとイランという2大産油国が5年半ぶりに協調路線に復帰したことに加え、産油国の財政事情が一様に悪化したことで危機感を共有。減産達成率が上昇した。OPECの目標圏は18ドルから20ドル（ルクマン事務局長）といわれたが、いまやその水準をはるかに上回っている。

アジア危機の解消：日本を除くアジアは、エネルギー市場における地位をじょじょに高めてきた。86年から96年までの10年間に、一次エネルギー消費は73.2%増、世界に占める比重は14.8%から21.5%まで急進した。97年に始まったアジア危機は、アジアによる需給逼迫感を後退させ、98年の石油安の原因となった。しかし99年にアジア経済が予想外の速さで立ち直ると、再びアジアの需要拡大が全体の需給を逼迫させ、世界の余剰在庫が解消するとの見通しが浮上した。

フロンティアの消滅：北海油田に続き、欧米石油資本は中東以外の資源開発を目指してきた。その候補となったのが、カスピ海沿岸と中国のタリム盆地。しかしこれらの資源埋蔵量は、思ったほど多くはないことが分かり、同時に輸出用のパイプライン建設に伴うリスクの巨大さが嫌気されるようになった。二つのフロンティアが期待外れに終わったことで、石油埋蔵量の3分の2を占める中東はあらためて存在感を増し始めた。

エネルギー産業の変質：冷戦構造が崩壊したことにより、エネルギーは安定供給よりもコストが重要視されるようになった。各国政府は規制緩和によって競争原理を導入。エネルギー産業には米国流の効率重視経営が浸透し、各社はM & Aで規模のメリットを追求する一方、低在庫戦略を取った。こうした産業構造がエネルギー供給の脆弱性を招き、需給の悪化がただちに価格高騰をもたらす構造を作ってしまった。

ウォール街主犯説：米国株式市場で膨れ上がった資金が、NYMEXの原油先物市場に流入し、市場が鉄火場となってしまった。投機筋は価格の安定を嫌い、相場を動かしてさや取りを狙うので、原油価格が不安定になった。

これらの構造的な問題に加え、欧米の厳冬、ロシアの輸出余力の減少、2000年問題による在庫積み増しなどの理由が重なり、現在の高価格をもたらしたといわれている。

### 石油価格の根源的な不思議

以上、石油価格が下がる理由と上がる理由を紹介してみた。いずれも、もっともらしくは聞こえるが、正直なところ後づけの理屈のようにも聞こえる。それでは1ドル30ドル台の価格はそのまま高止まりするのか、再び低下するのか、あるいは果てしなく上昇するのか。将来の見通しについて、説得力のある議論を展開することは難しい。

それくらい石油価格は人知を超えて動く。ある業界関係者の表現を借りれば、「石油価格を予測することは意味がない。どう変化してもいいように、リスクをヘッジすることが大切だ」ということになる。

そもそも純経済学的に見ても、石油価格が変化するメカニズムには不明な点が多いかのポール・クルーグマンが、"The energy crisis revisited"<sup>1</sup>（石油ショック再考）という最近のコラムでこのことを紹介している。

実は1970年代の2度の石油ショックで、OPECというカルテルが有効に機能した理由がよく分かっていない。OPECの生産調整はきわめて不徹底なもので、本気で実施したのはサウジアラビアなどごく数カ国に過ぎなかった。そもそも産油国同士が戦火を交えるような間柄だったのだから、OPECが有効なカルテルだったとは思われない。

そこで、実はOPECではなく、石油という財の特殊性が原因だったという説がある。石油には3つの特性がある。「有限な資源である」「生産は政府が統制している」「主要産油国にとって、石油は圧倒的に大きな収入源である」そこで原油価格が高くなると、政府にとっては石油を採掘せず、地下に貯えておくことの方が有用な投資となる。もちろん石油を掘り出してキャッシュに換えてもいいが、それはそれで使い道に困るかもしれない。だから原油価格が上昇すると、生産量が減るという局面ができる。つまり石油という商品の供給曲線は、複雑な形をした線となる。

普通の商品では、需要曲線と供給曲線が交差する個所で価格が決まる。ところが石油では供給曲線が途中で向きを変えるS字型となるので、複数の均衡点ができてしまう。つまり高価格と低価格の個所で均衡するので、石油価格は異常な動きをするのではないか。現に1986年の「逆オイルショック」では、急激な価格低下が生じた。

複数均衡解のモデルは、アジア通貨危機における為替の動きを説明するのにも有力なアイデアである。しかしアジア危機が終わったことで急速に忘れられつつある。石油価格という古いテーマも、経済学の重要な謎であるにもかかわらず、忘れられつつある…

---

<sup>1</sup> クルーグマンのHPに全文がある。<http://web.mit.edu/krugman/www/opec.html>

あいかららず皮肉たっぷりのトーンで、経済学の常識をくつがえす「クルーグマン節」が健在である。彼自身が最終的な判断を留保しているので、複数均衡解というアイデアで石油価格を読み解くことができるかどうかは分からない。しかし、ここからいくつかの重要なメッセージを読み取ることが可能だと思う。

**石油価格は昔から市場メカニズムによって動いてきた** これは石油価格が安定的かつ合理的な範囲で推移することを意味するものではなく、仮に1バレル30ドルと10ドルの2個所の価格均衡点があるとすれば、1986年や1999年のような極端な変化は不思議なことではない。（今後30ドルが続いても、10ドルに戻ってもおかしくはない）

**産油国は決定的な価格支配力を持たない** 「石油は政治商品」といわれた1970年代においてさえ、彼らの思惑を超えたところで価格は変化していたらしい。（現在の価格も、OPECにとっては「上げ過ぎ」になっている可能性が高い）

**石油という商品は、やはり他の商品とは違う性質を持つ**（石油が「有限な資源である」「生産は政府が統制している」「主要産油国にとって、石油は圧倒的に大きな収入源である」などの条件は、昔から一貫して変わっていない）

クルーグマン説を取りいれたところで、将来の石油価格を見通せるようにはならない。それでも、「過去の石油価格の異常な動きは、異常なことではない」「今後も同じようにvolatileな動きを続ける公算が高い」という視点は、それなりのヒントになりそうだ。

#### 比較的少ない経済への影響

それでは現在の石油価格は、経済にどんな影響を与えるのだろうか。通産省のレポート、「原油価格の上昇が国内経済に与える影響」<sup>2</sup>は以下のような認識を示している。

今回の原油価格の上昇が国内経済に与える影響については、**過去の同様の価格上昇時に比べ相対的には小さい**。輸入物価、国内卸売物価、消費者物価などのマクロ指標への大きな影響は見られず、石油製品を見ても影響度は小さい。

こうした背景として、1990年代の日本経済の構造変化が作用している。すなわち、

(a) **経済の原油依存度が低下**している。

(b) 規制緩和による価格競争の激化から、価格転嫁が進みにくい状況にある。

さらに今回は「**円高による輸入原油価格の上昇緩和**」「**高水準の備蓄が確保されていることによる安心感**」などの幸運により、影響が緩和されている。

意外なほど楽観的だが、1990年の湾岸危機のときと比べても、日本経済は「高い石油」に強くなっている。石油多消費型の産業がアジアなどへ移転し、情報通信やサービスなどエネルギーをあまり使わない産業が脚光を浴びている。省エネとエネルギー源の多様化も進んだ。さらに原油備蓄は160～170日（湾岸危機時は140日前後）分もあるという。

<sup>2</sup> 「通商調査レポート No. 00-02」平成12年2月15日、通商調査室による

ただし、96年の特石法廃止以後、ガソリンの価格競争は激化しており、石油元売り業者の収益が圧迫されている可能性がある。景気回復が遅れるようだと、石油業界の再編・提携の動きがますます加速するかもしれない。

これがニューエコノミーの本場、米国になるとますます強気の見方が多くなる。「石油価格の上昇は過熱気味の景気を減速させ、FRBの利上げを不要にするかもしれない」という理由で、株価に対してポジティブだとする意見もある。総じて経済への影響は小さい、というのが米国においても多数意見のようだ。

### 米国における「ガソリン選挙」の恐怖

ただし米国の場合、石油価格の上昇は経済的にはともかく、**政治的に放置できなくなる可能性**がある。

昨年1ガロン1ドルを切っていた米国のガソリン価格は、現在は1ドル50セント。エネルギー情報局は、「春のうちにさらに20セント上昇する」との予測を発表した。「夏には1ガロン2ドルを超えるか」が国民の関心事となっている。1ガロンは3.785リッターなので、日本から見ればまだまだ半値以下の安さだが、クルマなしには成り立たない米国社会にとってその影響は甚大である。

もしも夏休み時期に、各家庭が1ガロン2ドルのガソリンで家族旅行に行くことになったら、**秋の大統領選挙への影響は必至**であろう。最近、燃費の悪いRV車(Sports Utility Car)が普及していることもあり、ガソリン値上げは家計を直撃する。石油価格を下げることは、重要な政治課題となる。さもなくばこの秋、ゴア副大統領は、石油会社を経営していたブッシュ候補を相手に、「ガソリン選挙」を戦わなければならなくなる。

クリントン政権は、すでに石油価格を下げるための努力を始めている。リチャードソン・エネルギー長官は、3月上旬に主要産油国を歴訪して石油増産を働きかけた。その結果、メキシコ、クウェート、サウジアラビアなど親米派の産油国からは、「需給不均衡は正に努力する」との同意を得た。**3月27日にベネズエラで行われるOPEC総会では、日量50万バレルの増産で合意するよう**目指している。クリントン大統領は3月17日、サウジのファハド国王に対して、電話で石油増産の依頼までしている。が、仮に彼らが今すぐ増産を行ったところで、需給が緩和するのは何ヶ月か先になる。中東を出発したタンカーが米国に着くまでには40日を要するのだ。

またOPEC総会にはイラン、イラク、リビアなどの反米国も参加する。彼らの協力はとても得られそうにない。イラクは依然として国連の大量破壊兵器査察団の受け入れを拒否しており、なし崩し的に経済制裁を緩和することは米国として面子にかかわる。一方、イランに対しては、米国は3月17日に制裁を一部緩和し、二国間対話を呼びかけている。2月のイラン総選挙でハタミ大統領率いる改革派が大勝利したことを受け、関係改善を求めているもの。当面、石油禁輸措置は続けるとのことだが、米国の中東政策であるイラン

とイラクに対する「二重封じ込め政策」に転機となるかもしれない。

なお、米国政府は5億6900万バレルの石油を戦略備蓄しており、これを放出して価格を下げるという手段が残されている。ただしホワイトハウスは否定的であり、文字どおり最後の手段として残しておく模様。いずれにせよ、クリントン政権の「ガソリン選挙」への恐怖感は、従来の中東政策を軌道修正する可能性を秘めている。

## 21世紀のエネルギー戦略とは

最後に、現下の「高い石油価格」を前提に、どのような政策を考えるべきだろうか。若干の私見を述べてみたい。

冒頭に述べたように、石油価格は為替と同じように予測が難しい。価格の安定が望ましいことは誰もが同意するところだが、複数均衡解のせいかどうかはともかく、これからも乱高下するものと心得ておいたほうがいいだろう。

高い石油価格はちょうど円高のようなもので、悪いことのように見えてかならずしもそうではない。地球規模の環境問題や、代替エネルギー開発のコストを考えると、石油価格はある程度高いほうが有益である。そもそも石油を燃やしてエネルギーを取り出すというのは、非常にもったいない使い方である。今後、日本が原子力発電を放棄するようになるならともかく、化石燃料はなるべく惜しみつつ使うべきである。再び1バレル10ドルの時代が来るにしても、この原則は変えないほうがいい。

それでは石油価格を安定させるには、どうしたらいいのだろうか。いちばん重要なことは、需給バランスを保つことであろう。それには供給よりも需要サイドの見通しが問われる。特にアジアにおけるエネルギー需要の伸びが、今後の価格形成上のポイントになる。急激な人口の伸びと生活水準の向上により、アジアが巨大な石油消費地になるという可能性が、将来の石油需給における最大の波乱要因だからだ。

そこで「石油消費国機構」を設立し、OPECと不断の対話を行うというアイデアがある<sup>3</sup>。石油消費国同士が情報を交換し、需要予測を発表するとともに、産油国との関係を構築するのである。また、価格が極端に上がるような場合、消費国同士で需要調整を実施することも考えられる。

APECのような場で、日本が中心になって他の石油消費国に政策協調を呼びかける。特に将来、巨大な石油輸入国になると見込まれる中国を取り込むことが重要だ。またアジアの途上国のなかには、石油化学を産業構造のコアに考えている国が少なくない。石油価格の安定という目的のために、消費国が団結することは十分に可能ではないだろうか。エネルギー中東依存度の高い日本こそ、こうした旗振り役をするのには打ってつけであろう。

---

<sup>3</sup> 1997年5月、経済同友会提言『不断の潜在的エネルギー危機に備えて』

## < 今週の “The Economist” から >

“Hard truth for Softbank” March 18th 2000 Business

「ソフトバンクの真実」(p 65-67)

**\*ソフトバンクのインターネット帝国に死角あり。今週のThe Economist"誌が、同社の経営に関する興味深い記事を報じている(長文注意)。**

<要約>

スポットライトが孫正義を照らし出す。何千ものベンチャー起業家を前に、ソフトバンク社長は夢の実現を呼びかける。宗教がかった光景は、孫が単にインターネットで金持ちになったからではない。孫の信奉者たちは、彼が日本のビジネス界を覆し、明るいハイテクの未来の種をまくと信じている。いまやソフトバンク連合は日債銀をも手中に収めた。

孫は会社と株主たちをどこへ連れて行くのか。先月、株価は19万8000円に達し、時価総額は2000億ドルに達した。38%の株を持つ孫は、ビル・ゲイツに手が届くかに見えた。しかし今の孫には問題が山積している。米国ハイテク市場は混乱し、CFOの北尾常務が造反。先週、光通信の重田康光逮捕の噂が流れると、ソフトバンクの株価は半値に落ちた。

若い伸び盛りの会社にはありがちなことだろうか。いや、ソフトバンクのインターネット帝国には深刻な疑問が生じている。孫は巨額な資金を必要とする投資マシーンを構築しつつある。が、ペーパー上の資産とは裏腹に、同社にはキャッシュが少ない。

パークレーで学んだ若きソフト販売業者は、1980年代に米国に舞い戻った。最初のご多分にもれず失敗した。96年に21億ドルで購入したジフ・デービス社はその典型。しかしヤフーには3.74億ドルをつぎ込んで31%のシェアを得て、現在は190億ドルの価値がある。米国のネット銘柄が離陸するに従い、孫は雑誌やソフト販売事業を捨て、シリコンバレーのハイテク企業を買い漁り、インターネット事業に特化しつつある。

含み益は4.7兆円もあるのに、ソフトバンクにはキャッシュがない。一方、米国で投資した未公開企業は金を必要としている。98年にはジフ・デービスを売却したが、なおもソフトバンクには20億ドルの負債がある。孫が持ち株を売却すればいい話だが、300年計画を標榜する彼の辞書に清算はない。彼の含み益の多くは米国にあり、ソフトバンクがあるのは日本。もし利益を実現しようと思えば、米国と日本で二重課税され、実効税率は50%にもなる。この問題をどう収めるか、株主は知りたがっている。

また時価評価されたときの問題もある。米国の会計基準では含み益も表示することが求められるが、ソフトバンクはそれをしていない。ビジョンの人、孫とは違い、地に足のついた北尾に尋ねると、これからは古い企業を買って株価を上げるという。それならば米国の資産を売却しなければならない。では税金をどうするのか? 何度も聞いた挙げ句、北尾の答えは「なぜ含み益を日本で出さねばならないのか」だった。それでは日本でのインターネット投資はどうするのか。さらに日本の株主はなんと言うだろう。

さらに銀行の問題がある。孫いわく「日債銀によってキャッシュフローの問題は解決する」。インターネット財閥を作るための資金源にするというのだ。しかしベンチャーキャピタルの世界は銀行にはなじまない。銀行の株主が貸し出しに関与するのも問題である。この点で北尾は孫に反対する。「日債銀の所有と経営は分離しなければならない」。なるほどその方が賢明だろうが、社長の意見とは食い違うようだ。

投資家は、ソフトバンクの未公開投資に680億ドルの価値を託している。だがこれらの多くは部分出資であり、非常に複雑になっている。小額出資の投資先は公開されていない。ソフトバンクの資産は非常に見えにくくなっている。投資家が本当の価値を知りたいと思ったら、会計士兼株式アナリスト兼探偵にならなければならない。あるいは単に孫の信者になればいいのかもしれないが。

ある投資銀行家いわく。ソフトバンクの株主はオズの魔法使いの登場人物に似ている。ある者は案山子のように脳がなく、ある者はライオンのように勇気がなく、またある者はブリキマンのように心が無い。ソフトバンクがどんな会社かは関係なく、売ったり買ったりしているだけ。儲かっているうちはいいが、魔女にはくれぐれも御用心を。

## <From the Editor > ネット・バブルを考える

The Economist誌がソフトバンクについて報じる一方、今週の日経ビジネス(3月20日号)は、「光通信、超拡大主義の歪み」という力の入った記事を掲載しています。携帯電話販売の問題点に加え、綱渡りの財務でベンチャー投資を行っていることなど、光通信の経営実態には筆者も驚きました。

孫正義、重田康光といえ、カリスマ的経営者、ネットビジネスの両巨頭として知られています。信奉者も多い。ただし会社の実態は、結構危なっかしいらしい。

昨年末に始まったナスダックなどの「IT関連株フィーバー」は、先月以来、不安定な動きを見せ始めており、「ネット・バブル崩壊説」も出てきています。たしかにヤフーなどの値動きは異常なものがあったから、相場に調整があってもおかしくないでしょう。

では、本当に今のネット株はバブルなんでしょうか。そう決めつけてしまうのも芸がないような気がします。次々に誕生するIT関連のベンチャーは、そのすべてが成功するわけではないでしょうが、いくつかは大化けするはず。短期間で決着がつき、うまく行けば全世界のデファクト・スタンダードを握れるIT投資が、他の産業への投資に比べて魅力的なのは否定できません。

16世紀の大航海時代、18世紀の産業革命、19世紀の鉄道ブームなど、大きな変革が可能になったのは、それぞれの時代に投資家がいたからです。投資家が新しい可能性に気づき、投資を活発化させたとき、かならず行き過ぎ=バブルが発生します。コロンブスの航海に賭けたイザベラ女王は、向こう見ずなギャンブルをしたかもしれませんが、それがなければ

ばアメリカ大陸の発見はできなかった。投資を誘ったのは「インドへの道」という夢であり、一攫千金の欲望であったはずです。

新しい時代とは、コロンブスのように破天荒な起業家と、イザベラ女王のように意欲的な投資家が出会い、大きな夢を描くところから始まるのではないのでしょうか。おそらくはIT革命も、熱狂的な投資家がいなければ前進は難しい。そんなわけで、個々の企業はともかく、ネット・バブル全体を否定してはいけないような気がしています。

編集者敬白

- 本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、日商岩井株式会社の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記にてお願いします。

日商岩井株式会社 国際業務部 調査チーム 吉崎達彦 TEL:(03)3588-3105 FAX:(03)3588-4832  
E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@nisshoiwai.co.jp