MIZUHO
みずほ銀行
One MIZUHO

mizuho global news

みずほグローバルニュース

2020
JUN&JUL
vol.109

サウジアラビア:
キングダムセンター

02 特集
グローバル経済と原油市場

17 グローバル インサイト
スタートアップ企業への投資と財務戦略
みずほ銀行 グローバルトランザクション営業部　調査役 工藤 あずさ

19 アジア インサイト
始動する中国のニューインフラと
日本企業の対応
みずほ銀行 法人推進部 国際営業推進室　主任研究員 湯 進

One MIZUHO
未来へ。お客さまとともに

特集

グローバル経済と原油市場

マイナス価格に急落したWTI原油市場、その構造的背景

住友商事グローバルリサーチ株式会社　経済部 担当部長 チーフエコノミスト 本間 隆行氏

新型コロナウイルス感染症（COVID-19）が世界的に猛威を振るい、我々の日常生活から企業活動、そして国家の運営に至るまで、甚大な悪影響を及ぼしている。経済活動のダメージはとりわけ深刻で世界経済は戦後最悪の景気後退が懸念され、こうした先行きが見通せない状況からマーケットボラティリティはかつてないほど高まることとなった。株価、債券、通貨は投資家のリスク回避の動きに対し、当局の景気下支え策と相まって乱高下を繰り返したが、とりわけコモディティでは世界的な指標価格であるWTI（ウェストテキサスインターミディエート）原油価格がマイナス価格で取引されたことに市場関係者は衝撃を受け、また、多方面からその動向に関心が寄せられることになった。そこで、本稿では直近の原油市況を再整理し、価格動向を中心に原油市場の行方について考えてみる。

マイナス価格の衝撃

WTI原油は4月20日に史上初めてマイナス価格に突入した。1バレルあたりマイナス40.32米ドルの史上最安値を付け、その日はプラス圏に戻ることなく、マイナス37.63ドルで取引は終了した。世界各所で新型コロナウイルス感染者も死者数も加速度的に増加し、感染拡大を抑制するために行動制限や都市封鎖が実施されたことで、日本、米国、欧州などで経済活動がこれまでになく停滞を強いられた時期に、それは起きた。企業が経営破綻に陥ると株式を始めとした有価証券は無価値になる、またはごく一部しか償還されないリスクはあるがコモディティが無価値になることはないという共通認識が根底にあった。今世紀に入り、オルタナティブ投資の対象としてコモディティに注目が集まり、人気が高まったのはこうした特性も追い風となった。特に、用途が幅広く、また地政学的リスクすらも価格に内包すると考えられている原油市場で起きただけに注目度は一層高まった。

WTI原油先物がマイナス価格をつけた最大の要因として原油の保管設備の容量が限界に近づいたことがあげられている。コロナ禍による需要急減から生じる余剰分を受け入れる在庫容量がないため、余った原油は廃棄せざるを得ず、その処分費用が高まるリスクが嫌気され投機筋の投げ売りを招いたとの説明が多くなされた。この点については若干の補足が必要となるだろう。なぜならマイナス価格で取引されたWTI原油先物は2020年5月限だけで、しかも実際に取引された時間は24時間にも満たないからだ。もし本当に保管能力がないリスクによってマイナス価格になったのであれば、同時に6月限以降でもマイナス価格になって不思議ではなかったが実際はそうはならなかった。WTI原油5月限だけがマイナス価格に陥ったのは特殊な要因が重なったからと言える。

理論値との大きな乖離

まず、先物価格の理論値は単純化すると以下のように表される。

・先物価格 ＝ 現物価格 ＋（諸費用）－ コンビニエンスヴァリュー

または

・現物価格 ＝ 先物価格 －（諸費用）＋ コンビニエンスヴァリュー

（なお、諸費用は金利、保管費用、保険代等）

コンビニエンスヴァリュー（以下、CV）はコモディティ独特の考え方で、金融市場におけるリスクプレミアムに近い。コモディティは産地が偏在しており、消費者は供給が安定しないコモディティを確実に確保するために支払う対価にCVは相当する。CVがゼロの場合、先物価格は現物価格に単純に諸費用を加えた価格となり、「フルコンタンゴ（理論値に合致する順鞘状態）」と表現される。CVそのものは供給リスクを内包した値であるが市場参加者の思惑で振幅するため理論値は存在せず、需給に依存するため「ゼロ～無限大」の範囲で推移すると考えられてきた。この前提が崩れてしまったことは先述の式にそれぞれの数字を当てはめるとより明確になる。

－37.63（5月限≒現物）＝ 20.43（6月限）－ 1.5（想定諸費用）＋ CV

CV ＝ －56.56（単位は全てドル/バレル）

下限はゼロと考えられていたCVがゼロ未満どころか、原油現物の本体価格を大きく下回るマイナス幅となってしまった。

それでは７月限以降の価格構造はどのようになっているかと言えば、マイナス価格が清算値となった4月20日の他限月の清算値は以下の通りとなっている（図表1）。

図表1. 4月20日のWTI原油清算値から推察される価格構造

	4月20日清算値	前月との価格差	諸費用	CV
5月限	▲37.63	－	－	－
6月限	20.43	58.06	1.5	▲56.56
7月限	26.28	5.85	1.5	▲4.35
8月限	28.51	2.23	1.5	▲0.73
9月限	29.84	1.33	1.5	0.17
10月限	30.81	0.97	1.5	0.53

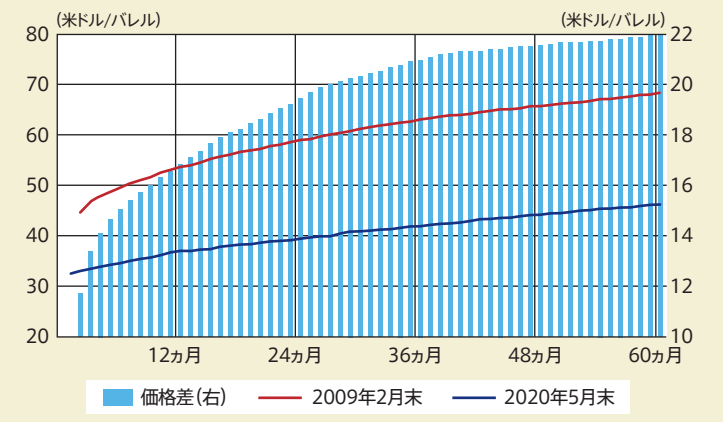
※ 諸費用は筆者の推定値であり、実際の数値は取引条件により異なる
（出所）NYMEXより、筆者作成

8月限まで限月間のスプレッドは諸費用を超える価格差となっており、CVはゼロ未満となっている。こうしたCVゼロ未満という事象は原油やガスなどのエネルギー商品で度々発生するようになっており、この歪みが常態化している背景として以下の2点が考えられる。

一つは原油市場の構造から生じるもので、半年程の先物は確実に原油現物が取引対象であると言えるが、それ以降の先物はまだ生産されていない、地中に埋もれている原油が取引対象となっている点だ。例えば、日本の場合、政府備蓄は最低90日分あり、民間や生産者在庫を含めると概ね6ヵ月から9ヵ月程度の在庫が存在する。万一今供給が途絶えたとしても半年程度難なく耐えられることから恒常的に供給過剰状態にあると言える。

それより先の原油は今現在まだ地中にあり、将来の供給が確約されたものではない。しかし、シェールオイルのような低コストの非在来型の石油生産が活発になったことで、油田の発見から生産までが短期化した。こうした技術革新が2つ目の背景であり、原油の供給不安が後退し、CVの低下に寄与した。図表2はリーマン・ショック後の2009年2月と2020年5月のWTI原油の価格構造を比較したもので、どちらも需要が消失し価格暴落が大きな話題となった時期だ。当時と今では現物に近い限月の価格差は12ドル弱であるのに対し、60ヵ月価格は22ドルも低下しているように中長期的にも原油の供給不安定が後退している状態にあることが伺える。

図表2. WTI原油の価格構造比較（5年先物まで）



（出所）NYMEXより、筆者作成

マイナス価格を拡大させた更なる特殊要因

それでも、2020年5月限の動向はやはり異常事態だ。マイナス幅を拡大させた特殊要因として以下の3点をあげる。

まず一つ目はCMEグループのシステム変更だ。4月3日に「エネルギー先物およびオプションのストライクプライスについて、マイナス価格での取引可能となるようにシステムを変更した」との通知がなされている。マイナス価格での取引が禁じられていたわけではなかったが、システム対応ができていなければ事実上禁止されているに等しく、何よりもコモディティがゼロ以下で取引されることを想定していた参加者は少なかった。コロナ禍で

原油の需要消失が相場のテーマとなっていた折に、システム上も制約が外されることになった。この変更はアウトライトの価格リスク、つまり価格の上下動を求めている投資家にとっては厳しい。なぜなら、最悪の場合でもゼロでの売却が可能で、上昇したら無限大の利益が期待されていた投資商品の取引可能価格帯が、突然拡大してしまったからだ。

2つ目はWTI原油が現物の受け渡しが可能な契約であることだ。WTI原油は本船受け渡し(FOB、Free on Board)とされており、通常は米国オクラホマ州のクッシング地域内のパイプライン内または船上で行われる。売り手はパイプライン上もしくはタンクから原油を供給するだけが義務で、買い手がパイプラインの使用許可や運搬船の手配を行う必要がある。これに加えて、非居住者であっても納税義務が発生する。貴金属や非鉄金属とは異なり、石油現物取引の難易度は非常に高い。万一、受け渡しを実施できないという事態になれば違約金の支払いが発生するだけなく、市場参加者としての信用が失われる。機関投資家は通常、こうした現物受け渡しのリスクが及ばないよう、先物ポジションを前もって期先限月にロールオーバーする。WTI原油の場合は、最終取引日が毎月22日前後に設定されており、安全性を見て、月の最初の営業日から10営業日を目処にロールする投資家が多い。

3つ目はWTI原油価格にリンクした金融商品の影響だ。買い手にとって需要が消失するという厳しい環境であったにもかかわらず、買いポジションが最終取引日の2日前まで残っていた。中国の大手商業銀行が投資家向けに販売していた「原油宝」と言われる金融商品に関するポジションだったことが、後に明らかになった。この商品の運用指図は投資家自身が行い、ポジションが残ってしまった場合は自動的にロールされる商品だという。3月後半から4月前半にかけてWTI原油先物5月限は20ドル台で買い支えられたが、産油国間での協調減産が実施される運びとなり、中国経済にもようやく回復の兆しが見え、原油市場にとっては明るい材料が出揃ったため、中国人投資家の買いが殺到したようだ。

他方、受け渡し場所となる米国では経済活動がほぼ全て止まり、石油が大幅に余っている状況となっていた。売り手はキャッシュフローを確保するべく現物渡しを意識した残玉がある一方で、買い残玉は現物を受けることに全く興味のない投資家によるもので手仕舞いリスクは市場に晒されることになった。

システム上ゼロ未満での取引が可能となり、買い手不在の市場環境で投げ売りを強いられたのが中国の投資家となった。現地報道によれば、銀行から示された約定価格はバレルあたりマイナス37.63ドルと清算値と同じだった。つまり最後に売り手仕舞いすることになったのは中国人投資家だったということになる。

今後の相場動向

再びマイナス価格になる懸念も指摘されるが、筆者としては、多くの条件が揃わなければマイナス価格は実現しないと考えている。今回の件で投資家の買い持ちポジションは期先限月に分散が進み、強い下方圧力は大幅に緩和した。もし、同じような事態に陥れば、今度は各国政府が備蓄積み増し目的に、買い支える動きに出ることは十分考えられる。そして、最も考慮すべきことは現在の30ドル前後の価格帯での原油生産は、さすがにコスト割れであり、持続的な生産は困難だからだ。特に供給過剰を演出してきたシェールオイル生産者にとっても厳しい価格帯であるようで、現在はリグカウント*の減少が続いている。

こうした状況を鑑みると近々再度マイナス価格に陥ることはやはり想定し難い。コロナ感染拡大の第2波・第3波を警戒しながらの生活にはなるが、これを乗り越えた先に取り戻すべき日常があり、また経済の正常化に向けて進んでいる途上に我々が今いると考えたい。それが正しければ、ポジションが軽くなったことでむしろ原油相場は潜在的には不安定さを抱えており、急上昇する可能性も増しているのではないだろうか。コロナ禍による経済活動停止と景気後退リスクに意識が向き過ぎており、肝心の中東情勢の不安定さに対する評価が原油価格にほとんど織り込まれていない点にも留意が必要だ。

＊稼働中の石油等の掘削装置数

本間 隆行氏 プロフィール

1991年明治大学政治経済学部卒業。国内外の市場でコモディティ先物取引に従事。2009年より2014年まで住友商事に在籍し2014年に住友商事グローバルリサーチ入社。経済部に所属し、マクロ経済情勢、市況動向の調査担当。2015年よりチーフエコノミスト、現在に至る

中東諸国間関係のとらえ方

みずほ銀行 国際戦略情報部　参事役 井上 陽介

本稿は、イスラム教における毎年の重要なイベントであるラマダン（断食）期間に執筆している。ラマダンは、イスラム教徒は日中の飲食などを断ち、身を慎み、クルアン（イスラム教の経典）が定める様々な善行に努めるべき期間と定められており、イスラム圏におけるラマダンからラマダン明けのイード（断食明けの祝祭、イード・アル＝フィトル）においては、宗教色が強めの日々が送られるのである。

ラマダン期間中は、個々のイスラム教徒はそれぞれ環境の許す限り信徒としての義務を果たしていると思う。しかしながら、こと中東地域情勢という観点からみれば、ここ数年間のラマダン期間には、その前後に中東地域に影響を与える地政学的イベントが発生することが多く、本来あるべき自省的で平穏な期間ではなかったという事実がある。

例えば、2018年のこの時期は、イラン核開発合意から米国が単独離脱、イラン制裁の実質的復活や在イスラエル米国大使館移転問題などが争点として盛り上がり、2019年はUAE沖タンカーへのサボタージュやサウジアラムコパイプラインへのドローン攻撃など、6月中旬のペルシャ湾におけるタンカー攻撃・炎上事件につながる騒動が発生していた。

2020年は、年明け早々にバグダッドでイラン・コッズ部隊スレイマーニ司令官殺害事件が発生、これに端を発する米・イラン間の軍事的緊張が増幅し、またサウジアラビアでは3月に反逆罪の名目でムハンマド・ビン・ナイーフ元皇太子などの王族逮捕劇が発生した。さらに同時期に、サウジアラビアはOPECプラスの協調減産の破綻から原油増産へ方針を大転換、これに伴い原油市場は暴落、最終的にOPECプラスは協調減産の拡大合意に至るものの原油価格が低迷しているなど、騒動の種は引きも切らない。

こうしたことがありながらも、今年の断食期間は例年になく大規模な争乱が目立たない静かな日々となっていたように思われる。もっとも、これが人類の成長や英知によってではなく、中東諸国が現代的疫病である新型コロナウイルス対策に忙殺されたことからもたらされたとすれば、平和であることには重要な価値があることに疑う余地もないが、同時に大変皮肉なことだとも感じている。

中東地域情勢は、関係国が多く日本から距離感があることに加え、民族・宗教・軍事力といった従来日本の経済界があまり取り上げてこなかった要素がキーワードとなっている。こうした慣れないキーワードが頻出することもあり、とにかく理解が億劫で、難しいという印象を持たれがちである。

本稿では、現在の中東諸国間関係を構成するダイナミズムについての仮説と、主要国における注目すべきテーマについて説明を試みたい。さらに、このダイナミズムを前提に中長期的に中東諸国間関係がどういう方向に向かいうるのか、筆者なりの考えを示してみたい。

中東諸国間関係を構成するダイナミズム

中東諸国間関係を構成するダイナミズムは様々に存在していると思われるが、本稿では特に注目すべきものとして以下の3点を取りあげたい。

① 米国の中東政策動向

第一のポイントとして、中東諸国間関係の大きなフレームを構成している米国（米軍）の存在と、米国の中東政策が時代とともに変化していることによる影響があげられる。

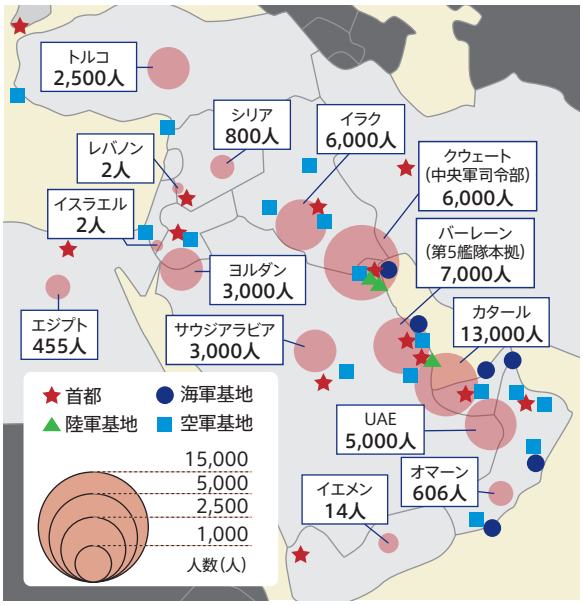
シリア内戦を契機としたロシアなどの影響力拡大により、米国の相対的影響力減少が指摘されることがあるが、

実際には全世界を対象とする戦略構想と安全保障体制構築を実現できている国は世界で唯一米国のみである。

米国の世界戦略構想において中東地域は重要なピースの一つであることが変わらない以上、継続的かつ体系的な中東戦略を保持しているのは米国のみという事実に当面変化はないと考えられる。

例えば、中東地域における新たな競合者としてロシアが注目されているが、ロシアはグローバルな政治・経済プレイヤーとは言えず、またこうしたロシアの中東政策とは、あくまで自国隣接地域への影響力確保以上をめざす以上のものとはなっていない。シリア内戦への介入も、ウクライナ問題への欧米諸国による介入への反発が契機であることを考えれば、米国の政治・軍事的な中東地域へのコミットメントに比べ、より一時的かつ戦術的なリアクションと位置づけられよう。

図表1. 米国の中東派遣兵力規模



(出所)各種報道をもとに、みずほ銀行国際戦略情報部作成

中東地域において米国が抱える課題に「リバランス」問題があげられる。米国が引き続き「世界の警察」たりうるのかは、中東地域を越えたグローバルな視点で考察する必要があろうが、2003年のイラク戦争以降、米国の中東派遣兵力規模は大きく、現在「目に見える敵」がいない以上、大規模な兵力展開は不要であるとの判断に疑問はない。

少なくともオバマ政権およびトランプ政権に共通して中東地域からの軍事力「削減」である「リバランス」の必要性に対する認識は一致しているように思われるが、一方、両政権では「リバランス」実現に向けた方法論に違いがあり、中東地域諸国はこの方法論の変更に振り回されてきたとも言える。

方法論の違いを主要なポイントごとにまとめてみたものが図表2である。

両政権ともに中東地域の安定は、中東(ペルシャ湾周辺)諸国の協調体制により実現されるべきであるという点では一致しているが、汎中東諸国による安定をめざすオバマ政権の構想に比べ、トランプ政権のめざす安定は、親米諸国が主導するものを想定しているように見える。

歴代の両政権が考える理想的な協調体制を実現プロセスの現実性の観点から比較してみると、現トランプ政権がめざす協調体制と、これを前提とするリバランスの実現には課題が多いように思われる。

図表2. オバマ政権とトランプ政権の「リバランス」への取り組みについての比較

	オバマ政権の中東戦略	トランプ政権の中東戦略
「リバランス」	必要と認識	必要と認識
「リバランス」実現に向けた取り組み	・ペルシャ湾周辺諸国による協調 ・イランを国際社会に復帰 ・イラン核合意をテコにEUの中東問題へのコミットメントを強化	・ペルシャ湾周辺諸国による協調 ・親米諸国による主導体制。親米諸国の地域影響拡大を許容 ・イスラム共和制のイランを許容せず。イランの国際社会復帰には、イスラム共和制放棄が前提
「リバランス」実現に障害・課題	・米国内的に、イランに「融和的」との印象 ・親米諸国からの反発	・イランの体制放棄は、内政干渉、実現困難 ・親米諸国の非民主主義的性格 ・親米諸国の外交力に限界 ・シリア内戦、カタール断交の長期化により域外国(ロシア・トルコ)が介入、状況複雑化

(出所)各種報道をもとに、みずほ銀行国際戦略情報部作成

まず、協調体制の前提としてイスラム共和制を採用するイランの排除、すなわちイランの「レジームチェンジ」が必要である点である。曲がりなりにも国民が選択した(とされる)国家体制を外圧により変更しようとする試みは、控えめに言っても内政干渉であり、実現可能性が高い政策とは思えない。事実、トランプ政権は2018年以降「最大の圧力」をイランにかけ続けているが、イランにおいてイスラム共和制を放棄する機運が高まっているようには見えず、現状はむしろトランプ政権側が「落としどころ」を見失っているようにも見える。

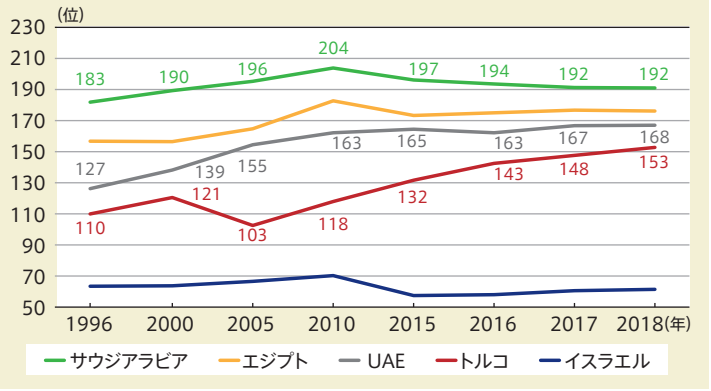
また、親米諸国による主導という前提にも大きな課題がある。これはトランプ政権にとってというよりも、米国という国家を構成している政府、議会、社会、メディアなどを総合した民主主義政体を構成する「民意」とでもいうべ

きものにとって中東地域における親米諸国がどう映っているのかという点がポイントとなる。

図表3は、世界銀行が作成している各国政治体制の民主性ランキング順位から、中東主要国を抜粋したものである。ランキング形式になっているので、スコアが高い国（＝順位が低い国）がより「反（非）民主的」と位置づけられる点に注意いただきたい。

特に目立つ変化を見せているのがトルコである。トルコは、冷戦時代には共産圏との最前線にあり、西側の防波堤と位置づけられた米国の伝統的かつ重要な同盟国であった。しかし、現在の米・トルコ関係を見ると、最新の防空システムや航空機に関する技術の移転中止、ロシアとの親密化、米国籍者の拘束などをめぐりごたごたが発生しており、かつての親密感は失われつつあるように思われる。

図表3. 中東主要国の政治体制における民主性ランキング順位推移



（出所）World Bank資料をもとに、みずほ銀行国際戦略情報部作成

もちろんこの背景には、冷戦終結といった国際関係フレームワークの変化が存在しているであろうが、それに加え米国には常に「当該国は、米国の同盟国としてふさわしい国なのか」という評価軸があり、米国が同盟関係継続を積極的に希望するためには相手国が「米国にとってふさわしい国」とする国内コンセンサスが必要条件となっているのではないかと考えている。

トルコが政教分離を国是とし、民主的な国家運営や経済発展をめざす発展途上国であった時代には、米国にとってトルコは同盟国にふさわしい国と認知されてきた。一方、2003年にエルドアンが首相となり、以降長期政権化し、政権運営にイスラム色を強め、実権大統領として強権化していくに伴い政治体制の民主性は低下し（2005年103位だったが、2018年には153位まで下降）、米・トルコ関係は変化してきたと言える。

2016年に発生したエルドアン大統領の強権化に反対するクーデター未遂事件は、外国から見て強権的独裁者に対する反対運動だったと解釈されたし、またそれ以降に行われた反エルドアン勢力に対する徹底的な弾圧も、エルドアン大統領が独裁化し過剰な人権抑圧を行っているように見えた。こうした民主性の低下を象徴する事件を通し、米国がエルドアン政権やトルコに対し持っていた「同盟国」としての期待感や評価といったものが徐々に悪化していき、現在の良好とはいえない二国間関係になったとは考えられないだろうか。

米国からどう見えているかという観点から考えれば、民主性ランキング60位前後を維持しているイスラエルは比較的安定した関係を継続できる同盟国といえるし（参考までに日本の順位は40位前後で推移）、事実パレスチナ問題を抱えながらも米・イスラエル間の関係は良好な水準にある。

問題は、民主性スコアの最下位グループから脱却できないサウジアラビアとの関係、米・サウジアラビア関係である。サウジアラビアは2018年に女性の自動車運転免許を解禁し、2020年になって未成年に対する死刑や伝統のむち打ち刑を廃止するなど民主化アピールにつながる施策を実施している。

一方、米国ではテロ支援者制裁法（JASTA）の議会通過（これは、米国内の訴訟から外国政府を除外する1976年の外国主権免責法（FSIA）を修正する法案であり、これにより9.11犠牲者遺族は、関与が疑われるサウジアラビア政府関係者を提訴する権利を得た）をはじめとして、民間人犠牲者を出し続けているイエメン戦争の長期化への非難、2018年に発生したジャーナリスト殺害事件や2017年、2020年に発生した王族の拘束事件など、民主主義的国家観とは背反する人権抑圧的事件が発生するたびに「同盟国としての適性」にまつわる議論が発生しうる関係にある。

従来トランプ政権は、他国における（自国も含め？）人権問題や民主主義的な価値観の相違に対し寛容なスタンスを一貫して保ってきた。しかしながら、現在トランプ政権は、米国が新型コロナウイルスにより受けた大きな被害には、その原因として発生源とされる中国の強権的かつ独裁的政権による隠ぺい工作などがあったとして人類の敵と位置づけ、糾弾する構えを示している。同時に、香港民主化運動の弾圧、ウイグルのイスラム教徒抑圧などこれを補強するような問題提起に余念がない状況といえる。

こうしたトランプ政権の姿勢がどのように展開していくかはいまだよく見えない状況であるが、これがさらにエスカレートし、強権的政治体制の国家をイデオロギー闘争の敵手として位置づけ、ことさら国際問題化するような政策を採用する可能性もありうる。

そうなれば、当然「強権的かつ独裁的」な政治体制を持つ諸国は、米国にとり潜在的な敵性国としてひとくくりにされていく(されないにしても好感度は下がる)というシナリオもあながち荒唐無稽とは言えない。

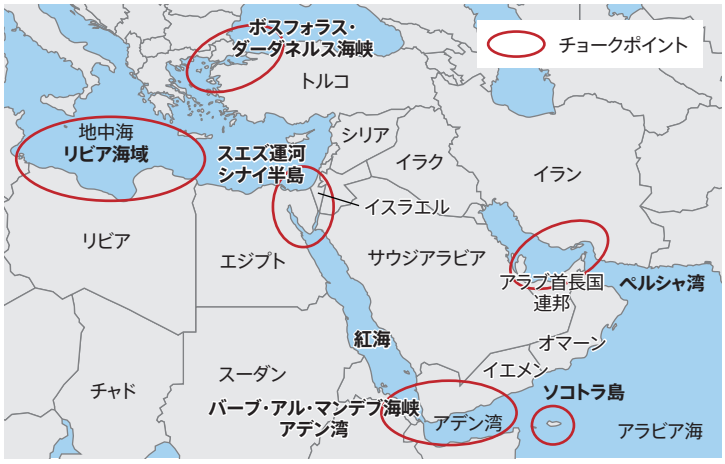
新型コロナウイルスについては、中東諸国は完全な被害者であるが、米国がどう感じるかという点から、米・中間のデカップリングが中東外交にも影響を与えうるファクターたりうるということを、可能性として認識しておくべきであろう。

② 中東地域における主要国動向

第二のポイントとして、中東諸国の中では比較的政治・経済的に安定しており、かつ地域諸国に対する影響力がある国々の動向があげられる。

中東地域は、ユーラシア、欧州およびアフリカ大陸の結節点に存在し、複数の海域、巨大な半島などの複雑な地形から構成されている。さらに、同地域には世界経済に大きな影響を与える複数のチョークポイント(これを確保することで他の地域との物流をコントロールすることが可能な地政学的ポイント。中東地域でいえば、ボスフォラス・ダーダネルス海峡、バーブ・アル・マンデブ海峡、アデン湾、ソコトラ島海域、ペルシャ湾、スエズ運河、シナイ半島、リビア周辺海域など)が存在している。

図表4. 中東地域における地政学的ポイント:チョークポイント



(出所)World Bank資料をもとに、みずほ銀行国際戦略情報部作成

中東地域に点在する諸国は、一見類似した環境と似たような経済構造や国内外問題を共有する兄弟国家のように思われがちである。しかしながら、実際には複雑な地形や人種分布などにより直面する地政学的課題が大きく異なり、国ごとに追及すべき戦略目標が大きく異なっているのである。さらに、人工的に引かれた国境線がこうした事態を複雑化しており、時として近しいはずの利害関係者間であっても、現状理解の共有ができず、さらには戦略目標のすり合わせが困難となる事態が発生するのだと言える。

こうした中、トルコ、サウジアラビア、UAEおよびイランといった比較的政治・経済的に安定した国々は、中東地域における新たな「強国」となるべく野心的な挑戦に取り組んでいる。各国のめざすものは、直接的な領土獲得であったり、影響圏の拡大であったり様々であるが、その背景には各国の所在地に応じた地政学的要請の実現がある。

しかしながら、地形の複雑さと多数のチョークポイントの存在によって一国の地政学的要請の実現が隣国に致命的な悪影響を及ぼしかねないことから、周辺国は常に潜在的競合国となり、またチョークポイントの中立化をめざす域外大国の介入を招きやすい。こうして、一国の地政学的要請の実現に向けた野心の実現は極めて困難であり、いったん発生した紛争は常に拡大し長期化するという構造的問題がある。

例えば、サウジアラビアでは、人口密集地域である紅海沿岸の安全保障の確保、バーブ・アル・マンデブ海峡を含めた紅海地域への影響力を確立したいといった地政学的欲求があり、これを実現するべくイエメン戦争が起きたと考えられるし、UAEは地政学的欲求としてペルシャ湾における支配力強化、天然資源市場への影響力拡大があり、これを実現するべくカタール断交を主導したとも解釈できるのである。

すなわち中東地域では、主要国が直面する地政学的要請と、それを実現するために既存の国家関係の変革に挑戦する野心的なリーダーが現れた時に、特に地域不安定化が発生する傾向が見てとれるのである。

第一のポイントとリンケージする部分であるが、米国が提供し、維持している中東地域の安全保障体制に関するフレームワークは、現状維持を前提にデザインされている点、現状変更的なリーダーシップに対し抵抗力として作

用する場合が多い。

トランプ政権は、こうした地域発のローカルな活動に対し、比較的柔軟なスタンスで臨む傾向が見てとれるものの、トランプ政権の意向は必ずしも米国の世界戦略と同一ではないという単純な事実が混乱を発生させている。中東諸国のリーダーにとって、トランプ政権の同意を得ることがどれくらい意味のあることかを常に推量しながら対米関係を運営していかざるを得ないわずらわしさが頭痛の種となりうるであろう。

今後、中東地域の諸国に共通して直面する国内問題は、天然資源価格低迷に伴う経済、財政運営の難しさにあろう。外貨準備をはじめ余力を持つ諸国においては産業多角化に向けた取り組みが行われているが、グローバル経済の低迷もあり、これら資源国の挑戦が実を結ぶまでには更なる努力と献身が必要と言える。

また、エジプトとイランといった製造業における産業基盤と相応な規模の国内消費市場を持つ国においても、政治・経済的に厳しい環境が続く。当面、眠れる獅子起きずといったところである。

エジプトでは、スィースィ政権は政権発足以来、最優先分野として治安回復とIMF支援を背景とした経済復興に努めてきた。しかしながら、周辺地域の地政学リスクが高止まりし続ける中、物流・観光といった外貨獲得が期待できる産業分野の低迷が続く。Zohrガス田に代表される東地中海ガス田開発は将来性がある希望の星であるが、多国間プロジェクトであり、かつ国境問題も含めた課題を含んでいることから、実現にはまだまだ時間がかかる見通しといえる。

2018年に再選を果たしたスィースィ大統領であるが、２期目の任期は2024年までとなっており、さらに2030年までの任期延長も可能となっている。2019年には、スィースィ政権発足以降初めての反政府デモが、ムハンマド・アリーなる俳優兼実業家によるSNS経由での呼びかけを契機に発生している。治安維持を最重要課題としてきたスィースィ政権にとり、このデモ発生は大きな衝撃を与える出来事であったと考えられる。

スィースィ政権が推進する財政・経済改革は、補助金削減をはじめ国民に負担を強いるものでもあり、エジプト政府がおかれた経済環境下ではやむをえない政策である。しかし、国民の間には、厳しい財政・経済改革が長期化しても、家計の改善が実感できないという不満があり、こうした草の根の不満が今回の反政府デモで表面化したといえる。同政権の求心力はいまだ健在とはいえ、民衆の不満をいかに抑えつつ、外資を誘致し、国内産業の立て直しを実現するのかといった課題は尽きない。

イランはエジプトとは異なる文脈で深刻な課題に直面している。米国による経済・金融制裁の強化である。2016年2月、E3プラス3（英国、フランス、ドイツ＋中国、ロシア、米国）とイランにより合意されたイランの核開発に関する包括的合同行為計画（JCPOA）合意以降、段階的にイランに対する経済制裁は解除されていく見通しであった。しかしながら、トランプ政権発足とともにこのシナリオは暗礁に乗り上げた。

具体的には2018年5月トランプ政権によるJCPOAからの単独離脱宣言をもって、米国はイランに対する経済・金融制裁を復活、以降「最大の圧力をかけ続ける」政策方針のもとイランに対する経済制裁は以前より俄然厳しいものとなっている。

これに対しイラン側も核開発停止を段階的に解除、「可逆的」としながらもウラン濃縮や核実験施設の再設計・建設などの核開発をJCPOA以前の水準まで復帰している。これに対しE3プラス2（英国、フランス、ドイツ＋中国、ロシア）サイドは、JCPOAが定める紛争解決プロセス開始を決断したが、最も影響力の強い米国が紛争開設プロセスに参加しない以上、現状からの脱却は困難だと考えられる。

こうした中、イランは国産軍事衛星「Nur（光の意）」を衛星軌道まで打ち上げることに成功するなど、複合的な技術開発に余念がない。イランの長距離ミサイル開発については、前回の核開発合意時には切り離されたテーマとして扱われたが、トランプ政権はイランの長距離ミサイル開発を問題視しており、JCPOAの失敗の一つと指摘しているポイントである。現実的にイランのミサイル技術開発は結実しつつある中、イランの核開発交渉が再開したとしても、この長距離ミサイル開発の取り扱いについても関係国は従来より難しい交渉を迫られることになろう。

米・イラン間関係については、既に低強度ながら戦争中ともいえる状況であり、ペルシャ湾におけるタンカー拿捕や領空侵犯、周辺国における破壊行為や要人殺害など直接の武力行使には至っていないものの、いつ軍事的なエスカレーションが発生してもおかしくない環境にある。5月に発生したイラン産原油のベネズエラへの輸出劇

は、トランプ政権の対応次第では一触即発の事態に直結しうる事件であった。今後もこうした米・イラン間のつばぜり合いが続くとなれば、世界の米・イラン間関係への注目は続くであろう。

こうした中、イランでは2020年2月に議会選挙が実施され、当初の見通しどおり保守強硬派が急伸する結果となった。保守強硬派は、保守穏健派が推進したJCPOAを外交政策上の失敗と位置づけているが、一方国際協調を全面的に否定・排除するというスタンスはとっていない。

保守強硬派が主導権を握ることで、イランが改めて「鎖国」に突入するというシナリオは、現状その可能性が低く、保守穏健・強硬派ともにイラン経済の復興には天然資源の輸出による外貨獲得と高付加価値産業実現に向けた技術革新が必須であるというコンセンサスは共有されているように見える。とはいえ、2021年の大統領選挙では、保守穏健派である現ロウハニ系の政権が存続する可能性は低く、保守強硬派の中から大統領が選ばれることになろう。

③ 経済基盤と経済環境動向

中東地域は、欧米諸国と同様に新型コロナウイルスによる経済面での悪影響を大きく受けた地域だと言える。新型コロナウイルスの性質が今なお十分に把握されていない中、現状認識を述べるのは難しいが、概観すれば、同地域にはやや収束が見え始めた（とする）複数国と、これからさらに感染者数の増加が見込まれる諸国が混在し、モザイク状の分布となっている。コロナ禍の解消には長い時間が必要であろう。

また、コロナ禍が本格化し始めた3月6日OPECプラスが決裂、ほぼ同時期にサウジアラビアが従来の減産スタンスを一転し増産を発表したことから、原油価格の暴落が発生した。4月には従来のOPECプラスに複数国が追加で参加した産油国の枠組みが「史上最大規模」の協調減産に合意するも、今なお原油価格が回復するに至っていないことは周知の通りである。

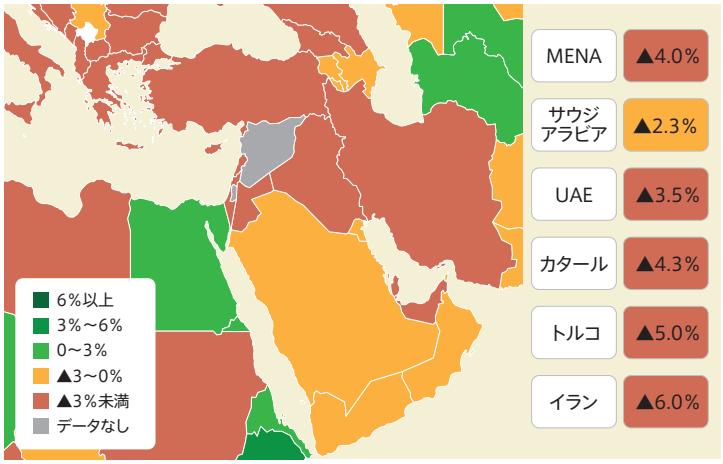
こうした経済環境を受け、産油国をはじめとするMENA地域の2020年の経済見通しは厳しいものとなっている。例えば、IMF・World Economic Outlook Aprilによれば、年初予想ではMENA全体で＋2.6％の成長見通しであったものが下方修正され▲4.0％のマイナス成長見込みとなった。

各国別にいえば、産油国ではサウジアラビアが▲2.3％、UAEは▲3.5％、カタールは地域平均を超える▲4.3％のマイナス成長となっている。また、新型コロナウィルス被害が大きいトルコ、イランについてはいずれも▲5.0％、▲6.0％と経済の低迷が予想されている。

新型コロナウィルスに起因する国際的な経済活動の低迷と原油需要の減少が、中東地域経済に与える影響は極めて大きいものであるといえる。

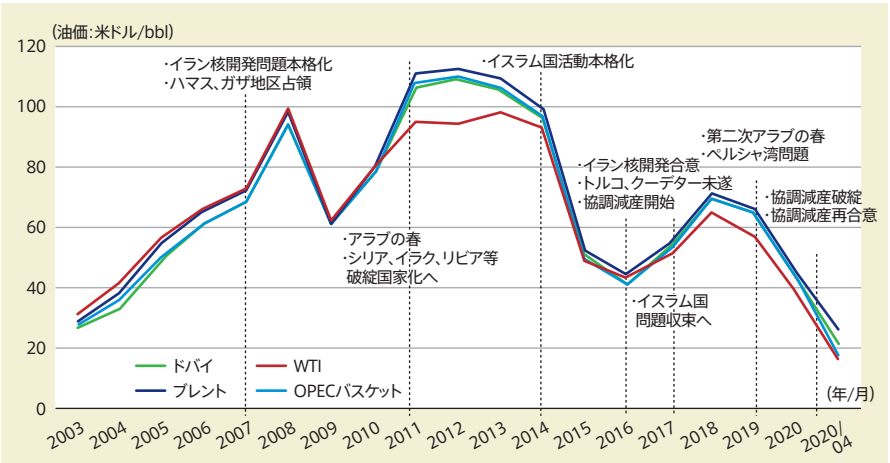
原油価格の歴史的推移

図表5. IMF・World Economic Outlook Aprilにおける2020年見通し



（出所）IMF World Economic Outlook Aprilをもとに、みずほ銀行国際戦略情報部作成

図表6. 原油価格推移と中東地域における地政学的イベント



（出所）OPEC統計、各種報道をもとに、みずほ銀行国際戦略情報部作成

に、中東地域で過去発生した地政学的イベントを重ねてみたのが図表6である。原油市場動向と中東諸国が過去直面した政治・経済的課題には直接的には関係性がないが、中東地域の経済動向が原油市場の好不況に大きく依存している構造であることを考えれば、好況期および不況期のどちらに地政学的イベントが発生しやすいのかといった傾向を見てとることができる。過去十数年を概観してみると、深刻な地政学的問題はいずれも原油価格が高い好況期に発生する傾向があるように見受けられる。

強権的な政治体制が基本である中東諸国においては、民主的な政治プロセスが機能しない、ないしは存在しないことから、為政者にとって富のバラマキによる国民の支持確保は死活的な問題となる。経済が厳しい不況期には、当然国民の不満が発生するが、為政者も何とか国民の不満を緩和するべく、国民の生活動向を注視し、可能な限りのバラマキをすることが重要な政治活動となる。

一方、好況期においては、貧困から国民が生活基盤を失うといった可能性が低くなることから、国民の生活維持への優先順位が高まらない。しかしこうした経済環境では、国民からすれば好況による果実は権力者層へ集中するように見え、もとより存在する富の偏在や分配の不平等がことさら国民に意識される傾向が高まり、こうした不満を原因に反政府運動や地政学的イベントが発生しやすい環境に陥ってしまうのではないかという仮説も考えられる。

原油価格低迷という現在の経済環境動向を受け、例えばサウジアラビアでは政府が国内における最大雇用者であるとの認識から、政府部門の収入改善をめざしVAT（付加価値税）を従来の5％から15％へ引き上げることを決めたほか、ムハンマド皇太子（MbS）が進めてきた国家改造計画である「Saudi Vision 2030」の広範囲な見直しや各種メガプロジェクトの修正、延期などが発表されている。サウジアラビアのVAT（単独）引き上げについては関税同盟であり経済共同体を形成してきた湾岸協力会議（GCC）との平仄をいかにとっていくのかなど疑問が残る。

しかしながら、直近まで原油価格が「適温相場」で安定推移するに伴い、各産油国における産業多角化や国家改造への取り組み姿勢が弛緩してきたとの印象もあったことから、原油価格低迷という新たな経済環境動向は、サウジアラビアをはじめとする中東諸国が新たな危機感のもと、厳しい市場環境に対応しうる国家戦略へと見直しを行う契機となりうると考えられる。こうした動きはことサウジアラビアのみならず、産業多角化や国家改造を必要とする中東主要国に共通したムーブメントとなっていくであろう。

中東地域諸国では、日本の産業界が持つ技術やノウハウを高く評価しており、日本企業とのパートナーシップ推進は、彼らの国家戦略上重要な課題となっている。

中東諸国におけるビジネスでは、各種交渉含めたやり取りが長期化したり、相手とのコミュニケーションが突如途絶したりとなかなか案件が進まないことも多い。こうしたことの原因は、大半は日本企業サイドの問題ではなく、むしろ相手方である中東諸国側の危機感や責任感が欠如したことで発生する場合が多いというのが経験則である。現在の原油価格低迷を契機として中東諸国が危機感を新たにし、真に必要な産業構造の多角化や新規事業への挑戦に取り組むことで、パートナー候補である日本企業にとり、より実現性の高いビジネスチャンスが発生するものと考える。

中東諸国間関係の中長期的見通し

本稿では、現在の中東諸国間関係を理解するうえで鍵となるポイントについて説明を試みた。最後に、中東情勢に対し将来的に影響を持つと思われるいくつかのポイントを示したうえで、中長期的見通しを考えてみたい。

変わらない地政学的重要性

中東地域は、世界の総人口の8割超が居住する3大陸（ユーラシア、欧州、アフリカ）をつなぐ戦略的結節点である。さらには、この8割超の人口が経済活動を行っていくにあたり不可欠な人・物の物流に関するチョークポイントが多数集中しており、チョークポイントの状況次第で世界経済は大きな影響を受けてしまうという地政学的要地である。

近時、北極海ルートの開拓が新たな物流ルートとして語られることがあり、実際に北極海ルートの開拓が日本国および日本企業にもたらす戦略的メリットは少なくないように思われる。

しかしながら、現状は海氷の動態予想をはじめとする技術的問題や、運搬手段（砕氷船など）に関する追加的コスト、周辺国による環境整備などまだまだ課題が多いようである。

こうしたことを考えれば、すぐにも北極海航路が新たなメインストリームとなるとは考えにくく、物流に関する戦略的重要地域としての中東地域の重要性について、当面変化はないと考えられる。

現在、全世界ベースの原油生産能力は概算1億バレルと言われており、中東地域はその3割程度を担っている。原油生産量の上位は米国、ロシア、サウジアラビア、UAE、イラクなどが占める。こうした中で中東諸国がエネルギー資源の供給者として担う重要性に当面変化はないと考える。

まず、中東地域においては、油田規模が他地域比大きく、また油田は基本陸上にあり、また海洋油田であっても浅深度での採掘可能であることから、採掘コストが高い国際競争力を持つことが理由としてあげられる。

一例として2019年4月Saudi Aramcoが起債した際の目論見書数値を引用すると、石油生産におけるバレル等量コストは4.8ドルと世界最安の競争力を保有している（数値は2018年の実績値）。2020年3月のOPECプラス協調減産合意が不調に終わった後、サウジアラビアが速やかに値下げ・増産を交渉カードとして切り出せた背景には、圧倒的な採掘コスト競争力が存在する。

もう一点は、原油の購入国にとってのエネルギー安全保障の問題がある。原油に代表されるエネルギー資源は、日本にとっての中東石油がそうであるように、購入国にとり国家運営に不可欠な戦略的資源と位置づけられる。

既述の通り原油生産量の上位に米国とロシアが名を連ねているが、グローバルな影響力を争っている両国に、原油や天然ガスといった戦略的資源調達を依存することは購入国からみて安全保障上の問題を発生させる可能性が高い。戦略資源の調達関係だったものが、いつの間にかグローバルな陣営分けを決定してしまうリスクがある。直近発生した事例として、EUによるロシア産LNGの輸送パイプライン設置問題をめぐり、米・EU間で発生したコンフリクトが一例といえよう。

一方、グローバルな影響力発揮に限界がある中東産油国からの原油調達はこうした問題を発生しにくい。今後とも、米国・ロシアなどが当面グローバルな大国である以上、政治的なフリーハンド性は中東産油国の特色であり強みとして存続しうるのである。

中東諸国における求められる国家の変容

米国が持つ軍事力に代表される総合的な国力は、グローバルな国際関係において圧倒的な存在としてあり続けるだろうが、「America First」の宣言を待つまでもなくグローバルな覇権を志向し続ける方向には向かっていないように思われる。

現在は世界の各地域にサブグループ的国際関係が生まれ、サブグループにおける主導権を争って地域国家同士の競合が高まる局面が発生していると言える。中東諸国も、こうしたトレンドに対し例外ではない。

地域国家同士の競合が高まることで、様々な階層にある問題に端を発する国際紛争が発生していくが、こうした競合環境を生き抜いていくためには、当然「強いリーダーシップ」が求められる。問題は、中東地域のように国家を構成する国民間に、民主主義や国民国家を成立させる思想的基盤が存在しない諸国では、「強いリーダーシップ」とは不可避的に強権的なリーダーシップとならざるを得ない点にある。

中東地域の安全保障面での枠組みを担う米国は、こうした人権侵害を辞さない「強いリーダーシップ」に対し本質的な忌避感を持つ性格を有する点、中東地域諸国および米国の両者にとって現実と理想のギャップに直面しなくてはいけないという政策運営上の難しさが存在する。例えば、米国の同盟国が、国力を高め地域強国であろうと当該国の環境に応じた努力をすればするほど、米国の同盟国として評価されるどころか人権抑圧国家として非難されてしまうといったジレンマが発生しうるのである。

地域強国として中東地域諸国が成長していくには、こうした政治体制の限界とも向き合う必要がある。中東諸国における王政や首長制といった国家では、民主政体国家と比べ有権者による選択が発生しない点、一見権力基盤は盤石で権力者の自由度が高い強い政体であるように見える。しかしながら、これは国家側が国家を構成する国民に対し、国民であり続けるためのインセンティブ、すなわち生きていくにあたっての様々なベネフィットを与え続けことが前提のある種の契約関係とも言える。

国民の生活水準が段階的に高まるにつれ、構成員全体にベネフィットをいきわたらせるには高いコストが必要となり原資には必ず限界があることから、こうした統治モデルが実現可能となる国家とは、小規模な国家とならざるを得ない。さらに、こうした統治モデルにおいて、国家の構成員が享受できるベネフィットが減少し負担するべきコストが発生・増加するとすれば、コストの負担者たる国民は、コスト相応の発言権を求めるか、他国に流出するかといった選択をすることになる。この場合、能力の高い国家として政治・経済・文化などの様々は局面に必要とする、多様で必要十分な量の有能な人材確保といったものは極めて困難となる。

昔のオアシス国家であれば、オアシスの王は「気に食わなければ出ていけ」と国民に言えたし、国民は砂漠では生きていけないことからこうした王権を認めてきたであろう。しかしながら、現在はオアシスの外であれ上下水道が完備されているし、外国に移民してしまえばそもそも水に悩むことすらないのである。現代においては、真に強権的な王政や首長制は存在が極めて難しい政体と言わざるを得ない。

中東諸国の統治者層は当然こうした問題を認識している。彼らが直面している問題とは、まさにこうした国家統治セオリーに対する彼らなりの「解」を示すことであると考えられるが、果たして「解」が存在するのかすら不明であり、今しばらく注視が必要な興味深いテーマといえる。

近年、中東産油国を中心に国家改造や産業多角化政策が取り組まれてきた。過去の製造業誘致を中心とした（そして人件費が高い産油国にはフィットしにくい）産業多角化に対し、近時の取り組みは、エネルギー資源産業の高付加価値化、民営化による民間セクターの強化、投資立国化、観光産業振興、都市開発による不動産価値の改善といった産油国としての資金力をいかした将来性が期待できる施策が中心となっている。

しかしながら、新たな産業セクターの育成は一朝一夕では実現しない。2020年3月以降の原油価格暴落で明らかになったことは、産油国のみならず周辺国も含めた中東地域諸国の経済は、いまだに原油をはじめとするエネルギー資源の市場動向に大きく影響を受ける構造から脱却しえていないという現実であろう。

現在の原油価格は、2000年代初頭の水準まで低下している。この厳しい、低価格時代において中東地域諸国が政策的継続性やその活力を維持しつつ、いかに国家改造や産業多角化を実現していくかは極めて重要な試金石となる。数ある中東地域諸国のうち、どの国が将来的に有望な投資対象国や国際社会を構成するパートナー国家として生き残れるのかどうかが決まっていく重要な局面にあると言えよう。

様々な要素から成り立つ中東諸国間関係

中東諸国間関係とは、地政学的要請、各国の政治状況、リーダーの属人的個性や野望、経済基盤となっている天然資源市場動向など、多数かつ様々な性質の要素が複雑かつ精緻に、歴史的経緯を経ることで様々な色合いの縦糸と横糸となって交差し構成している構造物である。それはまるで、この地域の名産品でもある複雑な色合いの毛織物のようとも言える。

我々は、外側からこうした複雑な構造物たる中東諸国間関係を見ていかざる得ないが、外側にいるがゆえに、縦糸や横糸に例えられる構成要素が、様々な階層で徐々に入れ替わっていったとしても、その変化に気づくまで時間がかかるし、最後まで気づかないことも多い。従って我々にとっての中東情勢とは、最終局面において、変化が表面化することで初めて認知される、問題が発生してから初めて危機意識を持つといったものになりがちである。

こうした特性と高い流動性を持つ中東諸国間関係を説明するには、現状分析を精緻に行い、その結果をもって関係国のイメージを固定していくようなアプローチは適正とは思えない。こうした理解から、本稿ではここ数ヵ月で発生した事象を切り口とし、中東諸国間関係を構成する様々なダイナミズムについて私案を提示し、現在の中東地域情勢が中期的にどう変わりうるのかについて考察してみた。

中東地域に限らず、現在の世界市場において、投資や事業展開を検討するにあたり地政学リスクを考えないでよい地域は存在しないといってもいい。こうした中、有利なビジネスチャンスを捉え、新たな事業分野を獲得するための世界戦略を創出するのにふさわしい必要な考え方とは、リスクが存在しないビジネスを模索するといった方向性ではないだろう。むしろ、リスクが存在するという事実を受け入れ、それを前提にいかに正しくリスクを理解し、推量し、対策を準備していくかという、リスクと向き合う強い決意と柔軟な思考が重要になるだろうと考える。本稿が、皆さまの中東事業検討の一助となれば幸いである。

サウジアラビアの原油政策とVision 2030の進捗状況

日本貿易振興機構（ジェトロ） リヤド事務所所員 ／
日・サウジ・ビジョンオフィス・リヤド　バイスプレジデント 佐々木 宏行氏

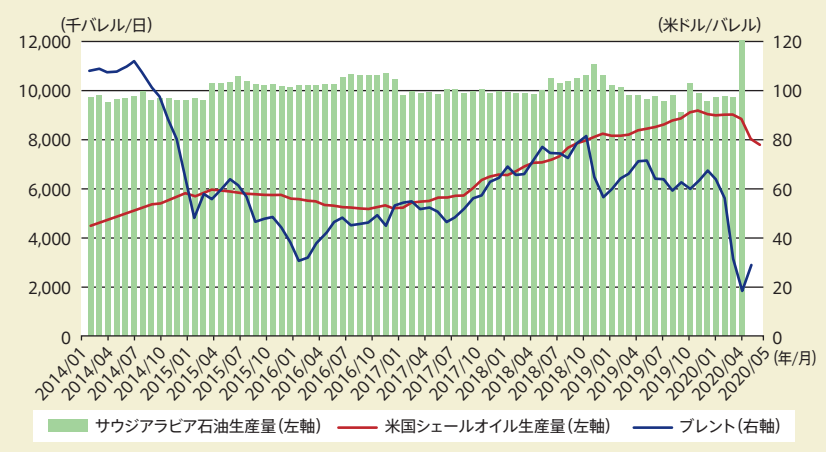
原油市場における政策と動向

サウジアラビアの基本的な原油政策は、原油価格を適正な価格水準で維持し、資源として最大限活用することである。そのために、OPEC（石油輸出国機構）および、OPECプラス（OPECにロシアなど非加盟国を加えた会合）を主導し自らが原油生産の調整役を担ってきた。

サウジアラビアは、2017年1月からOPECによる協調減産の実施により原油価格を下支えしてきたが、2020年3月6日に開催されたOPECプラスにおいて、協調減産の合意が決裂したことを受け、増産によるシェア拡大に踏み切った。4月の原油生産量を過去最高となる日量1,230万バレルに引き上げること、並びに石油の販売価格を大幅に引き下げることを発表し、翌営業日の3月9日の原油価格（ブレント）は、1バレル34.36ドル（前営業日対比 ▲10.91ドル）と大幅に下落した。

原油価格の下落を招いても、増産に踏み切った背景には、近年のシェールオイルの台頭がある。協調減産を開始した2017年1月以降、米国のシェールオイルの生産量は大幅に拡大した。協調減産により原油価格を下支えすることが、米国のシェールオイルの生産量増加を助長し、結果的にシェールオイルのシェアが拡大するというジレンマに陥った。一方、今回同様、シェア拡大を図り増産を実施した2015年、2016年は、増産による石油価格の下落を受け、米国のシェールオイルの生産量は、減少に転じている。OPECプラスを主導するサウジアラビアとロシアが、減産によるシェールオイルのシェア拡大を、これ以上許容できなくなったことが、増産に踏み切った要因であると言える。

図表1. サウジアラビアの石油生産量推移



（出所）OPEC、JODI-Oil、IEA、EIAの公表データより日・サウジ・ビジョンオフィス・リヤド作成

一方、2015年、2016年の増産時とは違い、今回は比較的短期間で、協調減産路線に回帰している。米国の石油産業への影響を懸念するトランプ大統領による、サウジアラビアおよびロシアに対する働きかけもあり、4月12日には、一転OPECプラスにおいて過去最大規模となる日量970万バレルの協調減産が合意された。2015年、2016年の増産時は、増産期間が2年弱となり原油価格上昇の重石となっただけに、早期に協調減産に合意したことは、原油価格を適正水準で維持したいサウジアラビアにとってもプラスであったと言える。

世界的な新型コロナウイルスの感染拡大による原油需要の減少もあり、原油市場の先行きが見通しにくい状況ではあるが、引き続きサウジアラビアは協調減産における調整役を担い、原油価格の下支えに努めていくことが、同国の原油政策の基本と考えられる。

Vision 2030の進捗状況

Vision 2030は、2016年4月にムハンマド・ビン・サルマン皇太子（当時副皇太子）が発表した長期国家戦略であり、「アラブとイスラム世界の中心」、「グローバルな投資大国」、「3大陸を結ぶ交通の拠点」を柱とする。”活気ある社会”、”盛況な経済”、”野心的な国家“という3つのテーマに基づき、経済面のみならず国民生活や文化面等、他分野にわたる計画・目標が掲げられているのが特徴となっている。

近年、特に社会改革の進捗が顕著であり、2018年4月に映画館が解禁された他、同6月には女性の自動車運転、2019年9月には観光ビザが解禁となっている。サウジアラビアを形容してきた、“娯楽がない国”、“世界で唯一女性が運転できない国”、“観光では訪問できない国”、という表現も既に過去のものとなっている。

社会改革の変化も著しいが、Vision 2030以降のサウジアラビア国民の労働意識の変化も目を見張るものがある。以前は、サービス産業で働くサウジ国民を目にすることはほとんどなかったが、最近では、ホテルやレストラン、スーパーマーケット等で働くサウジ国民を見ることができる。また、政府機関で働くサウジ国民を中心に、Vision 2030の実現に向けた想い、熱意を強く持っていることが感じられる。労働意識の向上により、サウジ国民が従事する業務の幅が拡大してきているとともに、国民一人ひとりが自ら国を良くしていこうという意識が強くなっていることを実感できる。目標や数値には表れないが、サウジ国民の労働意識の変化は、Vision 2030の一番の進捗と言えるかもしれない。

国民の痛みを伴う改革にも着手

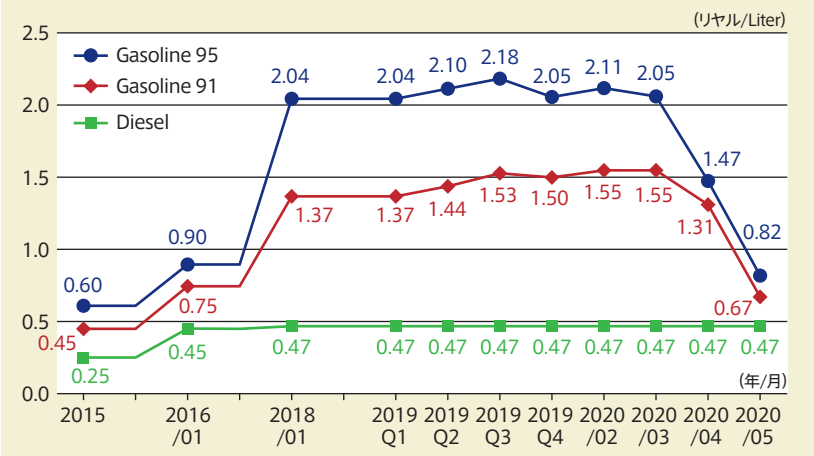
Vision 2030の実現に向け、今までは踏み込んでこなかった“国民の痛みを伴う改革”にも着手している。財政改革はVision 2030における最重点分野の一つであるが、歳入の多角化に向けた、税金の導入が進められている。2017年6月には、タバコや炭酸飲料等に課税する物品税、2018年1月には、消費税に当たるVAT（5％）が導入されている。

また、歳出の抑制としては、ガソリンや水、電気等の政府補助金の削減に取り組んでいる。国内のガソリン価格の推移を見ると、2016年と2018年1月に値上げが実施されている。特に、2018年については、レギュラー（Gasoline 91）、ハイオク（同95）ともに2倍前後となる大幅な値上げとなっており、国民生活にも大きなインパクトを与えた（※ディーゼルについては、輸送部門への影響を配慮し、2018年1月以降据え置きとなっている）。

なお、ガソリン価格については、2019年4月より、石油の輸出価格の変動に伴い四半期ごとに小売価格を見直すことが、サウジアラムコから発表されている。また、2020年2月からは、価格の見直しを月ごとに実施することが発表された。

2020年5月のガソリン価格については、前述の通り、同年3月のOPECプラスの減産合意の決裂により、原油の増産、販売価格の値下げに動いたことから、大幅に下落している。レギュラー、ハイオクともに石油の輸出価格による変動制となってからの最安値となっており、2016年1月の値上げ後の価格を下回る水準となっている。

図表2. サウジアラビア国内のガソリン小売価格推移



(出所) サウジアラムコの公表データより日・サウジ・ビジョンオフィス・リヤド作成

新型コロナウイルスの影響を受ける2020年

世界的な新型コロナウイルスの感染拡大は、サウジアラビア経済にも大きな影響をもたらしている。2020年第1四半期の財政収支は、歳入1,921億リヤル（前年同期比▲22％）、歳出2,262億リヤル（同＋4％）となり、歳入のうち石油収入は1,288億リヤル（前年同期比▲24％）、非石油収入633億リヤル（同▲17％）と、既に財政への影響が表れている。

また、医療分野や経済対策への予算の再分配のため支出の見直しが実施されており、Vision 2030関連事業についても、延期可能な事業への支出が見送られることが発表されている。

5月10日には、政府の収入増加、支出抑制の一環として、7月よりVATの税率を現在の5％から15％に引き上げること、また、国民1家庭あたりに毎月約1,000リヤルを支給していた生活補助手当を6月以降廃止することが発表された。今まで財政改革として取り組んできた以上に国民の負担を強いることとなり、今後の動向が注目される。

サウジアラビアにとって2020年は、G20のホスト国を務める重要な1年となっている。新型コロナウイルスの感染防止のため、各G20の大臣会合は、8月末までバーチャル会議にて開催されることが発表されているが、11月21日、22日にはリヤドにて首脳サミットの開催が予定されている。首脳サミットをリヤドで開催することは、世界に対して開かれたサウジアラビアをアピールする絶好の機会となるため、新型コロナウイルスが早期に終息することを願いつつ、リヤドにおいて首脳サミットが開催されることを期待したい。

スタートアップ企業への投資と財務戦略

みずほ銀行 グローバルトランザクション営業部　調査役 工藤 あずさ

オープンイノベーション税制の創設

日本の人材・技術・資本のオープンイノベーション促進および国際競争力強化を目的とし、一定の要件を満たすスタートアップ企業向け投資額の25％が損金算入可能となる税制優遇措置が創設された。本税制は1件あたりの投資額が5億円以上であれば外国企業への投資も適用可能であり、海外スタートアップ企業の技術活用による自社の事業革新や、新たな事業開発を図る企業にとっては朗報と考えられる。ただし、海外子会社等を経由しての出資や、既に50％超出資する会社への追加出資は対象外となるなど、適用要件の充足につき検討が必要である。なお、適用可否については、経済産業省に事前相談も可能である。

図表1. イノベーション促進税制の概要

株式取得期間	・2020年4月1日～2022年3月31日 ※取得の日を含む事業年度終了の日まで引き続き所有しなければならない	
投資方式	・現金払込による出資	
投資金額	・外国法人への払い込み ⇒ 1件あたり5億円以上 ・国内法人への払い込み ⇒ 1件あたり1億円以上（中小企業者からの投資は1,000万円以上）	
適用要件	対象法人 （投資者）	・スタートアップ企業に直接出資または対象法人が一定の国内CVCを経由して出資すること ・スタートアップ企業の革新的経営資源を活用して、自らの事業革新をめざすこと ・スタートアップ企業の成長に資する協力であり、特定事業活動に係るものを伴うこと ・赤字部分につき経済産業大臣の証明を受けていること ・青色申告書を提出する企業であること ・取得株式につき5年以上の保有を予定している
	スタートアップ企業 （投資先）	・既に事業を開始している設立後10年未満の非上場会社 ・同一の法人グループの有する株式数割合が合計1/2以下 ・法人以外の者（個人、LPS、民法上の組合等）が3分の1超の株式を有している ・特定事業活動（高い生産性が見込まれる事業や新たな事業の開拓に向けて取り組む事業活動）に資する事業を行い、または行おうとする会社
所得控除上限額	・1件あたり25億円以下、対象法人1社1年度あたり125億円以下 ※投資額：1件あたり100億円以下、対象法人1社1年度あたり500億円以下 ・その事業年度の一定の所得の金額を限度とする	

（出所）財務省「令和2年度税制改正大綱」を基に、みずほ銀行グローバルトランザクション営業部作成

なお、5年以内に一定の事由が発生した場合は、その事由に応じ、所得控除を受けた金額につき一定の金額を取り戻さなければならない点にも留意したい。

図表2. 所得控除分の取戻しについて

❶	所得控除分の取戻が行われる主な事由（株式取得から5年以内に発生）	1. 経済産業大臣の証明が取り消された場合 2. 株式の全部または一部を有しなくなった場合（株式譲渡等） 3. 配当を受けた場合 4. 税務上の株式の帳簿価額を減額した場合 5. 株式を有するCVCの出資額割合の変更があった場合 6. スタートアップ企業が解散した場合 7. 対象法人が解散した場合
❷	所得控除分の取戻なし	・5年を超えて左表①の事由が発生した場合 ・スタートアップ企業が上場した場合で、オープンイノベーションの実施が確認される場合 ・対象法人がそのスタートアップ企業を合併した場合 ・経済産業省の調査の結果、特段の事由が認められる場合はその事由に応じて取戻なし（または一部取戻）

（出所）財務省「令和2年度税制改正大綱」を基に、みずほ銀行グローバルトランザクション営業部作成

オープンイノベーション実現に向けた財務戦略

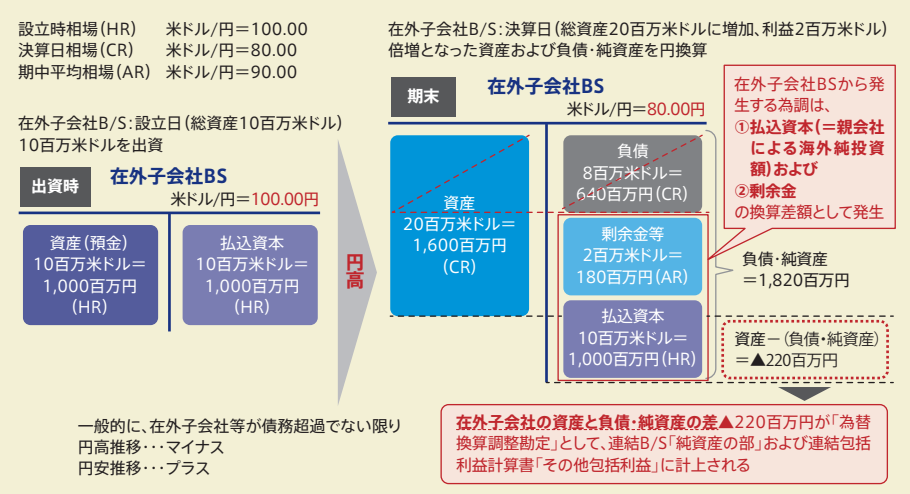
投資戦略というと、一般的には自社の事業戦略との整合性やシナジー等にスポットが当たるが、財務戦略も投資戦略の中で重要な役割を担っている。

第一に、出資前には投資資金の捻出を目的とした本社への資金還流およびグループ全体の資金効率化を図る。本社単体に十分な投資資金があればよいが、そうとは限らず、また、本投資が本社単体の資金繰りを圧迫する可能性もある。そのため、グループ全体のキャッシュポジションを俯瞰し、各グループ会社に散在する余剰資金をいかに還流・集約するかを検討する。還流手法としては、配当、子親ローン、クロスボーダーキャッシュプーリング等があるが、海外子会社から還流する場合は、各国の規制・税制等を勘案し、費用対効果や実現可能性につき検証することが重要である。

次に出資時の論点として、出資金に係る為替リスクがある。一般的に子会社への出資金は出資時の為替レートで固定され、期末時に換算しないことから、損益計算書上で為替評価損益を認識しないため、リスクと捉えない会社が多い。一方、上場会社にとっては株主資本の毀損やROEといった財務指標に影響することから、金融・総合商社を中心に為替調整勘定を対象とした純投資ヘッジの導入が進んでいる。

為替換算調整勘定とは、連結時に在外子会社の貸借対照表の資産負債を期末時レートで換算する一方、資本金は出資時レート、利益剰余金は期中平均レートで換算する。つまり、連結時に在外子会社は3種類の為替レートで換算されるため、その貸借は必ずしもバランスせず、通常は差異が生じる。その差異が為替換算調整勘定として、連結貸借対照表の純資産の部に計上されることから株主の投資判断基準となる財務指標にも影響することになる。

図表3. 為替調整勘定の仕組み～全体像



(出所)みずほ銀行グローバルトランザクション営業部作成

一方で、為替換算調整勘定は未実現損益であることから、会社によってはリスクと捉えないこともある。ただし、本税制適用には株式保有期間５年超という制限はあるものの、スタートアップ企業への出資はIPOやEXIT戦略としての株式譲渡の可能性が伴う。海外子会社の株式譲渡については、その際に実現損益となる為替調整勘定により、企業価値自体は増加していたとしても、投資損益がマイナスとなる可能性がある。そのため、将来的な株式売却が見込まれる海外スタートアップ企業への投資は、投資戦略として、出資時の純投資ヘッジ実施が望ましいと考えられる。

出資が完了すると、その資金をもって新規事業開拓や技術開発が開始され、攻めのフェーズに入る。一方で、その資金が正しく有効に使われているかをチェックする、守りとしての財務戦略に資金管理がある。出資比率によっては決算書が渡されるのみということもあるが、貴社の出資比率割合が高ければ高いほど、かつ投資金額が大きければ大きいほど、資金管理の重要性は高くなる。特にスタートアップ企業は事業の革新性があっても財務管理体制は脆弱なことが少なくない。その場合、投資資金が事業と関係ないものに使われたり、横領されるリスクも残る。また、キャッシュフローが把握できていれば、不正会計を見抜けられることもある中、資金管理体制が構築できていなければそれもかなわない。よって、出資比率や投資金額に応じて、投資先の資金管理体制についても考え、ときには投資者として体制構築を支援する必要があるものと考える。

一般的に、M&Aや投資は事業部主体で行われており、財務部は大枠が決定した後に資金調達等の役割を担うのみとなることが少なくない。そのような中で、「攻め」としての事業戦略を基軸とした投資戦略に、投資前からの財務戦略による「守り」のエッセンスを付加することで、貴社にとって、より効果的な投資が達成可能になるものと思料する。

始動する中国のニューインフラと日本企業の対応

みずほ銀行 法人推進部 国際営業推進室　主任研究員 湯 進

新型コロナウイルスの感染拡大は、世界の経済成長に大きな打撃を与えた。国際通貨基金（IMF）が今年4月に発表した世界経済見通しでは、2020年の成長率予測をマイナス3.0％に引き下げ、主要国の成長率が軒並みマイナスに転落する。「アフターコロナ」の中国は、14億人規模の巨大市場が早期回復できれば、世界経済の復興に大きく貢献する。中でも、第5世代（5G）移動通信システムを代表する「新基建」（ニューインフラ）が次世代産業のインフラとして、中国の経済成長の一翼を担う存在である。

ニューインフラ投資がもたらす経済成長と新産業・イノベーション創出の効果が大いに期待されており、中国政府にとっては一石二鳥の有効策である。こうした中長期の産業インフラ整備に伴う新市場の形成や、技術・設備・部材の需要も日本企業にとっては追い風になるものと考えられる。

中国経済を牽引するニューインフラ投資

新型コロナウイルスの感染拡大により、2020年1～3月期の中国国内総生産（GDP）は、前年同期比6.8％減、1992年以降で初めてマイナス成長に転落した。企業活動の再開が進む一方、多くの中小企業が需要減少やコストの上昇などの課題を抱えている。中小企業の債務負担が増加すれば、結果的に設備投資や雇用を冷やし、消費マインドの低下につながる。

2020年は、中国政府にとって大きな節目を迎える年だ。それはGDP倍増目標（対2010年）の達成および共産党結党100周年（2021年）までに「小康社会」（ややゆとりのある社会）を全面的に実現する公約の最終年である。今年5月22日に北京で開幕した第13期全国人民代表大会で、李克強総理は政府活動報告（施政方針演説）を行い、「ニューインフラ建設を強化し、次世代ネットワークの整備や5Gの応用拡大などを通じて、消費喚起および産業グレードアップを実現する」と強調した。中国経済がいつまでに回復するのかが依然不透明である中、中国政府は、ニューインフラ投資を推進し経済成長やイノベーションの促進を図ろうとしている。

中国ではニューインフラが2018年末に提起され、デジタルエコノミーを中心とする設備投資を計画していた。新型コロナウイルス対策で活躍したテック企業が新たな需要創出に貢献し、新技術の早期応用も注目されている。景気回復への期待に加えて、ハイテクを軸とするニューインフラ投資は中国で一気に加速している。

図表1. 中国のニューインフラ投資範囲

3大投資分野	主な投資方向	主要産業分野
情報通信施設	ネットワーク、クラウドコンピューティング、ブロックチェーン等新技術関連	5G、工業インターネット、人工知能、データセンター
新技術融合型施設	スマート交通・エネルギーシステム	高速鉄道、NEV充電スタンド、特高圧送電網（UHV）
イノベーション施設	産業技術関連の研究・教育センター	国家重大科学技術施設55ヵ所の建設

（出所）国家発展会改革委員会の発表より筆者作成

中国の工場建設現場（筆者撮影）

中国政府は2020年3月にニューインフラ建設を加速する意向を示し、4月20日にはニューインフラの投資範囲を初めて公表した。これを受け、各地方政府が積極的に投資計画を打ち出し、ニューインフラ投資総額は2020年に1兆元（約15兆円）を超え、2025年までには17兆元（約260兆円）に達すると予測される。

中国政府は、5G基地局やデータセンターなど情報通信施設、スマート交通やビッグデータなど新技術を用いた従来型インフラ施設、科学・産業イノベーション施設の3分野を指定し、5G、モノのインターネット（IoT）、工業インターネット、人工知能（AI）、高速鉄道、新エネルギー車（NEV）充電スタンド、特高圧送電網（UHV）の7大産業を中心とするニューインフラ投資の方向を示した。

2020年の中国のインフラ投資総額は前年比10％増の15兆元（約230兆円）となり、その増加分の大半はニューインフラに投入すると推測される（中国経済誌「21世紀経済報道」より）。また中国財政部が配分した総額2.3兆元（約35兆円）規模の専項債券（地方政府向けのレベニュー債）はニューインフラの主要財源になっている。なかでも情報通信関連がニューインフラ投資の主役となり、5G、ビッグデータを活用する新産業の育成が注目されている。

オンライン・ニューエコノミービジネスの育成

内需振興に期待する中国政府は、自動車など耐久消費財の需要喚起を推進すると同時に、オンライン・ニューエコノミーを育成しようとしている。

上海市は4月に「オンライン・ニューエコノミー発展計画（2020～2022年）」を発表し、AIや5Gなど新技術で既存産業のオンライン化を図っている。テレワークの普及、無人スーパーの開設、ライブコマース（動画配信での商品販売）、ドローンや無人配送車を使用する非接触型配達の導入などがあげられる。今後の3年間で2,700億元（約４兆500億円）を投資し、「無人工場」100ヵ所、宅配便専用「スマートロッカー」1.5万台などの建設を計画している。広州市では、100ヵ所以上の専門卸売市場でライブコマースが開催されている。沙河市場（アパレル卸売）が有数のライブコマース中継地としてあげられる。当市は「ライブコマースの発展計画」を打ち出し、2022年までに中国一大ライブコマース産業集積地の形成をめざしている。

中国で1,500店舗を展開している無人コンビニ「便利蜂」
（出所）筆者友人提供

新型コロナウイルスにより人の移動が制限されている中、新たな需要が生まれたオンラインサービスが成長を遂げている。5Gの普及に伴い、オンラインスーパー、オンライン医療、オンライン教育など非接触型ビジネスで活躍したテック企業も注目されている。現在中国で220店舗を展開しているアリババの生鮮スーパー、「盒馬鮮生」は、顧客がオンラインや店頭で購入した食材をその場で調理するサービスや、アプリで注文すれば30分以内に自宅まで配達するサービスを提供している。新型コロナウイルスの拡大で外出を控える中、当社のオンライン注文数や販売量はともに急増した。

広州アパレル市場のライブ現場
（出所）筆者友人提供

インターネット検索最大手のバイドゥは、5月に「2020年度Baiduエコシステム大会」を開催し、有力なライブ配信者を育成する「聚能計画」、クリエーターの成長を促す「百川計画」を打ち出し、モバイル向け事業向けのライブ配信の拡大を図ろうとしている。当社のブログ・コンテンツプラットフォームである「百家号」の制作者は300万人を超え、スマートミニプログラムのアクティブユーザー（MAU）数は1日あたり5億人に達した。

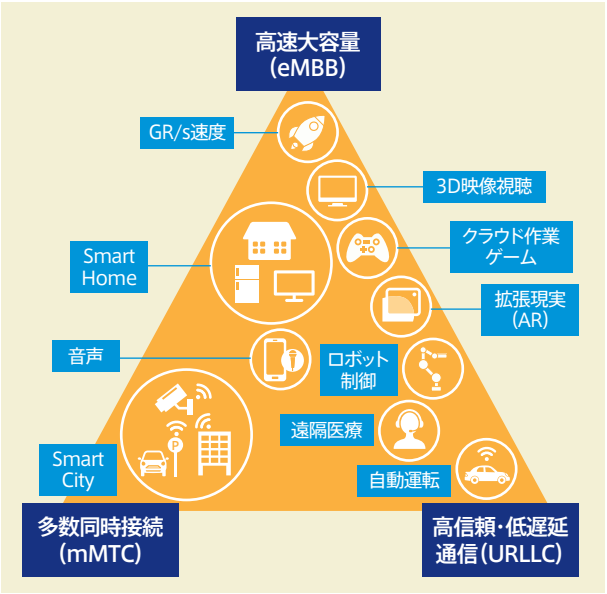
5Gビジネスの拡大

4Gと比べて通信速度が20倍となる5Gは、IoT時代のニューインフラとして期待されている。5Gの登場により、自動運転車では車とインフラ・クラウドの直接通信でリアルタイムに交通情報の交換ができ、コントロールセンターから車両を遠隔制御することも可能となる。また、工場では、ネットワークを無線化する5GとTSN（time-sensitive networking）技術は、生産現場のデータをリアルタイムに収集することで、生産性や品質の向上を実現できる。

中国では、チャイナモバイルなど国営通信キャリア企業4社が2019年6月に5Gの免許を獲得し、2020年には投資総額計3,348億元（約5.1兆円）で通信網の整備を急いでいる。2020年3月末時点で、中国の5G基地局数は19.8万ヵ所となり、年末には60万ヵ所を超える見通しである（中国工業情報省）。急ピッチでインフラ整備を進めている中、中国における5G対応のスマートフォン出荷量は2020年1～4月に計3,044万台、2020年通年では1.7億台に達すると見込まれる。

中国の5G特許出願数は2019年に世界全体の34％を占めており、中でもファーウェイとZTEはそれぞれ世界1位、3位となっている（IPLytics発表）。ファーウェイは過去10年間で5Gの研究開発（R&D）に累計40億米ドル（約4,300億円）を投入し、2019年の売上高R&D費比率は15.3％に達し、グローバル企業の中でもトップレベルである。

図表2. 5Gの利用シナリオ



（出所）ITU（国際電気通信連合）の発表より筆者作成

また、中国の大手IT企業のテンセントは2019年末に5Gエコシステム計画を打ち出し、2020年4月には上海移遠通信（IoTモジュール生産）や哈爾濱博実自動化（ロボット開発）など45社と提携し、5Gビジネスに注力する姿勢を示した。当社は傘下の6つの5G実験室を活用してマルチメディアコンテンツ、仮想現実（VR）と拡張現実（AR）、インダストリアルインターネットなど12分野で5Gの応用に取り組んでいる。EMS（電子機器の受託製造サービス）世界最大手の鴻海精密工業も製造業向けの5G応用分野を強化している。同社グループは12インチウエハー工場（珠海市）、半導体設備工場（南京市）、ハイエンドの半導体封止・測定工場（青島市）、データセンター（広州市）を相次いで建設し、IoT向けの事業拡大を狙っている。

5Gは2025年までに4.7兆元（約71兆円）のネットワーク設備関連投資と8兆元（約121兆円）の経済効果、300万人の雇用創出効果があると中国信息通信研究院が試算した。今後は、5Gの活用により、自動運転や製造業のスマート化が加速する一方、遠隔医療やテレワーク、オンライン授業などニューエコノミー分野で新たな需要創出が期待されている。

日本企業の対応

2008年のリーマン・ショック後、中国政府が打ち出した57兆円の大型景気刺激策は、短期的に需要拡大、経済回復を実現したものの、生産能力の過剰や地方政府の債務増加など多くの問題をもたらした。ニューインフラ投資の後遺症が再び起きると懸念される一方、次世代産業形成に欠かせないインフラであり、中長期的効果を見るべきだとの指摘もある。

ニューインフラでは、センサーやパワーデバイス、通信装置、メモリなど多くの半導体部品が使用されている。中国企業は情報通信分野で躍進しているものの、精度の高い電子部品や半導体デバイスについては依然海外企業に依存している。現在、日本企業はパワーデバイス分野で強い競争力を維持しており、半導体製造装置分野での存在感も高い。次世代の通信システムでは既存システムの周波数と異なるため、新たな部

品の開発が求められる。また、IoTや遠隔制御を行うロボットの需要が増加すれば、電子部品や半導体の需要もさらに増加する。こうした産業イノベーションにより、サプライチェーンも変化し日本企業には新たなビジネスチャンスが訪れると思われる。

新型コロナウイルスの感染拡大により、中国に依存する部材などの供給が滞り、日本企業のサプライチェーンの脆弱性が露呈した。カントリーリスクを勘案すれば、中国で輸出業務を中心とする日系企業は生産拠点の分散や日本国内への回帰などを検討する必要があるだろう。

また、貿易問題を巡る米中摩擦はハイテク技術を巡る国際的な覇権争いでもある。コロナ問題を契機とし、米中関係が一段と悪化する可能性が高い。実際、米国は2020年5月15日、ファーウェイに対して海外で米国製の製造装置や技術を使用した半導体の禁輸措置を発表した。ソニーやTSMCなど海外から多くの半導体部品を調達しているファーウェイには大きな影響を与えそうである。

しかし、アフターコロナでも中国が「世界の消費市場」であることに変わりはなく、日本企業もその市場をなおざりにするわけにはいかない。中国国民の生活に一層ゆとりが出る中、高品質・サービスを求める「コト」の消費に加え、ニューエコノミーによる新たな需要が増加しており、日本の製品やサービスに対する需要が拡大する環境が整ってきた。生産拠点が特定国に集中するリスクと、現地市場に浸透する「地産地消」戦略をいかにバランスよく両立させ、ニューインフラを主導する中国地場企業との補完関係や新たなビジネスモデルをどのように構築していくのかが、日本企業の中国戦略に問われている。

ご注意

1. 法律上、会計上、税務上の助言：みずほグローバルニュース（以下、「本誌」）記載の情報は、法律上、会計上、税務上の助言を含むものではありません。法律上、会計上、税務上の助言を必要とされる場合は、それぞれの専門家にご相談ください。
2. 著作権：本誌記載の情報の著作権は原則としてみずほ銀行に帰属します。いかなる目的であれ本誌の一部または全部について無断で、いかなる方法においても複写、複製、引用、転載、翻訳、貸与等を行うことを禁止します。
3. 免責：本誌記載の情報は、みずほ銀行が信頼できると考える各方面から取得しておりますが、その内容の正確性、信頼性、完全性を保証するものではありません。みずほ銀行は当該情報に起因して発生した損害については、その内容いかんにかかわらず一切責任を負いませんのでご了承ください。

作成：みずほ銀行　国際戦略情報部

お問い合わせ先

詳しくはお取引店または下記まで

e-mail: **globalnews.mizuho@mizuho-bk.co.jp**

（2020年6月18日現在）