



南アフリカ経済事情：3年半ぶりに金融緩和姿勢に転換

～インフレ圧力の後退が景気刺激に後押しも、財政面の重石が景気刺激への動きを鈍くさせるか～

発表日：2008年12月15日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

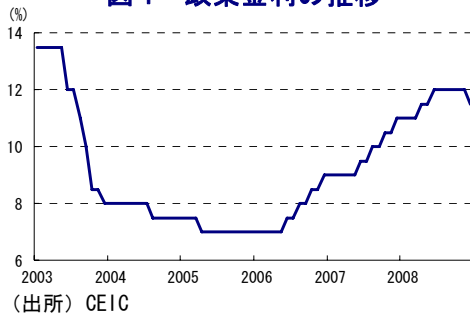
（要旨）

- 11日、南アフリカ準備銀行は金融政策委員会において政策金利を3年半ぶりに50bp引き下げ、11.50%とする決定を行った。同国では一昨年来の食料品価格の上昇、昨年末以降のエネルギー価格の上昇によるインフレ圧力から利上げによる金融引き締め姿勢が強められてきた。年明け以降はインフレと金利高の共存、さらに電力危機による電力不足が追い討ちを掛けるように景気の減速感を強めた。しかし、足元では資源価格の急速な下落でインフレ圧力にも後退の兆しが現れたことで、一転して金融緩和による景気刺激姿勢が志向されるに至ったとみられる。今後も一層の金融緩和が進むと予想される。
- 資源国として知られる同国は、世界経済の後退懸念で資源価格が急速に下落していることで景気に下押し圧力が強まっている。資源国ながら大幅な経常赤字を抱え、海外からの資金流入にファイナンスを依存する体質にあったことで、リーマンショックによる投資家マインドの急激な悪化が通貨や株式などへの売り圧力を招く鍵となった。足元では収束の様相を呈しているものの、先行きも電力供給懸念や内需・外需双方の環境の悪さが投資へのネックとなる可能性があり、下押し圧力が続くと予想される。
- 2010年予定されるサッカーW杯に向けたインフラ投資が財政的な重石となる上、力強かった財政も景気減速で急速な悪化が予想され、向こう数年の同国経済は厳しい状態が続くと予想。来年予定される大統領選では順当ならばズマANC総裁が当選するが、ANC内部は分裂の様相もあり波乱の懸念もあり、ズマ氏の経済運営手腕の不透明さも不安を増幅させる。隣国ジンバブエ情勢もマイナスに影響する恐れもあり、政治・経済双方での環境の難しさが経済浮揚の機会を大きく制限するものと予想される。

《景気減速が進む中でインフレ期待の低下が利下げを後押し、先行きも利下げ基調が加速する可能性強まる》

- 11日、南アフリカ準備銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利であるレポ金利を50bp引き下げて11.50%とする決定を行った（図1）。同国では2006年以降、食料品価格の上昇によるインフレ圧力が強まっていた上、昨年後半以降は原油価格の急騰を背景とするエネルギー価格の上昇の煽りでインフレ率が上昇し、金融当局は利上げによる引き締め姿勢の強化を進めてきた。その結果、インフレと金利高の共存する状況が続いたことで個人消費を中心とする内需の勢いが下押しされることとなり、折からの世界経済の後退懸念と相俟って急速に景気が減速している。
- 足元では資源をはじめとする商品市況が急速に下落していることでインフレ圧力も後退し、依然として金融当局が定めるインフレターゲット（3～6%）を上回っているものの、インフレに鈍化の兆しが出始めている。さらに、同行は先行きのインフレ見通しとして2009年の第3四半期にはインフレ率がターゲットのレンジ内に収まるとし、10月時点での見通しから収束が早まるとの見解を示した。こうした見通しも今回の利下げを促す材料になったと考えられる。今後の金融政策についても、同行自身がインフレ期待の低下を示唆したこと、同委員会では計7名いる委員のうち2名から利下げ幅を100bpとする要請があったことから、利下げ基調が進んでいくことが予想される。

図1 政策金利の推移



《内需の鈍化に加えて世界経済の減速で外需にも翳り、金融危機後の環境の急激悪化で減速度合いは強まる》

- 7-9月の実質GDP成長率は、対前年同期比+2.9%と前期（同+4.4%）から伸びが鈍化した（図2）。対前期比（季調済、年率換算）でも+0.3%と前期（同+4.9%）から大きく減速し、マイナス成長入りの可能性が高まっている。インフレと金利高の共存により個人消費は勢いを失っており、前年比で+1.7%と前期（同+3.4%）から大きく鈍化した。さらに、今年1月に発生した電力危機以降、電力部門の公共投資が進んだものの、世界経済の減速懸念から資源需要が頭打ちを迎えるとの観測から急速に価格が低下したことで企業部門の投資マインドが悪化、資本投資が前年比+10.8%と前期（同+13.0%）から鈍化するなど内需の下押しが景気の悪化を主導している。
- 足元では、リーマンショック以降に世界経済の後退基調が鮮明になる中、2006年後半から勢いが衰え始めた実質小売売上は今年初めに前年比でマイナスに突入し、その幅を拡大させてきた（図3）。足元ではマイナス幅が縮小しているものの依然として減速基調が続いている。とりわけ、国内金利が高止まりしていることで家計部門の借入意欲が大きく減退しており、自動車売上も頭打ち感を強めるなど内需の弱含みが鮮明となっている（図4）。さらに、世界経済の後退により同国経済を下支えした資源に対する世界需要も頭打ちを迎え、鉱工業生産は足元で前年比マイナス入りしている（図5）。このように内需のみならず、外需についても足元での環境の悪化が著しいことを考えると、10-12月期以降の景気は一層厳しさを増すと言える。
- 今回の利下げについては、消費などに一定の押し上げ効果はあると考えられる。ただし、世界経済の減速によって、同国の力強さの象徴である資源の市況が勢いを失っている上、当面は回復基調を見込むことが難しいことを考えると、企業業績の悪化から失業率が25%を超える極めて悪い雇用環境にも拘らず、さらなる下押しが懸念される。既に鉱業部門では人員整理の話が出始めており、今後はそうした動きが他の部門にも広がっていくことが懸念される。そうなれば、収束する可能性が高まっているとはいえども依然インフレ率が高止まりしている中、内需への下押し圧力が強まっていくことが懸念される。10-12月期は前期比でマイナス成長入りする可能性は格段に高まっている。

図2 実質GDP成長率の推移(前年比)

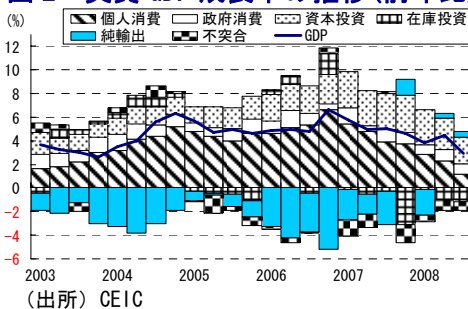


図3 実質小売売上の推移(前年比)

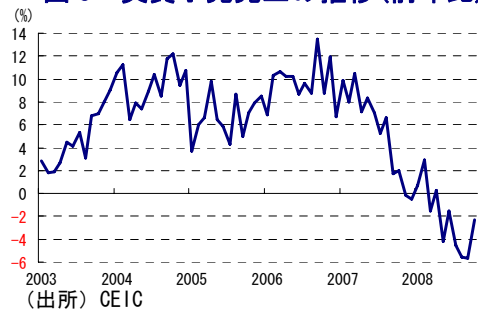


図4 自動車売上高の推移(前年比)

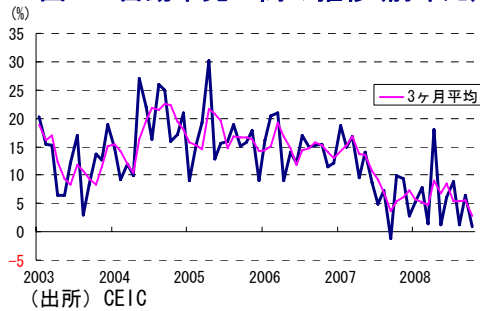
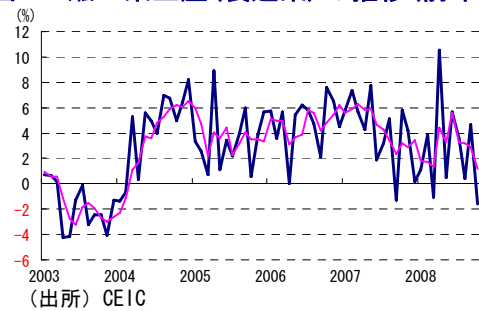


図5 鉱工業生産(製造業)の推移(前年比)



《資源価格の下落で物価上昇圧力は先行き低下基調を強めるも、食料品を中心に価格は高止まりする見通し》

- ここ数年、世界的な穀物需要の増大により食料品価格が上昇したことを受け、上振れ基調が続いてきたインフレ率は、昨年末からの原油価格の急騰によって後押しされ、上昇度合いが加速した。同国のインフレ指標(CPIX：消費者物価－モーゲージ金利)は8月に対前年同月比+13.6%と最高値を記録したのち、原油をはじめとする商品市況の急激な下落によって伸びが減速し、10月は同+12.2%となっている(図6)。同国は資源国として有名だが原油は全量を輸入に依存するため、先行きについては、原油価格の大幅下落による影響で物価上昇圧力は徐々に鈍化していくと予想される。ただし、食料品をはじめとする価格は依然として高止まりしており、インフレの伸びの鈍化が直ぐに消費などの押し上げに繋がると考えるのは厳しいとみられる。さらに、個人消費を中心とする内需が勢いをなくしていることで需要インフレが起こる素地がないことからインフレの再加速は見込まれず、鈍化基調がさらに進んでいくものとみられる。
- ここ数年は国内金利の高止まりから内外金利差に着目する海外からの投資資金の流入が起こっていた。しかし、年明け直後の電力危機による景気減速懸念、リーマンショックに端を発する金融危機により外国人投資家のリスク許容度が大きく低下、足元では資金流出圧力が強まっている。その結果、FX取引などで人気の高かった通貨ランドは年明け以降に急激に減価する事態となっている(図7)。同国は貿易収支が輸入超過となっていることから、自国通貨安は輸入物価の押し上げを通じた新たなインフレ圧力となっており、こうしたことも物価そのものが低下しにくい要因となっていると考えられる。

図6 消費者物価(CPIX)の推移(前年比)

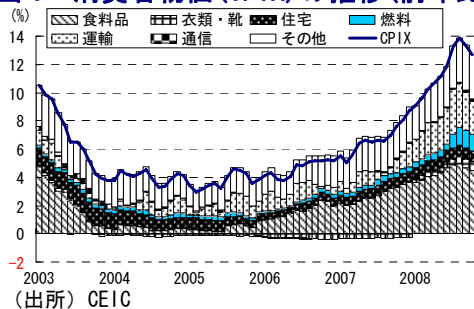


図7 為替相場の推移



《リーマンショックに経常収支の悪化が油を注ぎ急激な売り圧力に、足元は終息模様も減価圧力は続く見込》

- 同国はプラチナや金など様々な資源の埋蔵があることで「資源国」として知られているものの、原油については埋蔵がない。また、日用品や工業製品など幅広い財を輸入に依存しており、貿易収支は輸入超過の状況が続いている(図8)。特に、昨年後半以降は原油価格が急上昇したことに加えて、年明け以降は電力危機により発電所の稼働率を上げるために石炭などの輸入量の増加も輸入の押し上げに繋がった。その上、2010年の予定されているサッカーW杯に向けたインフラ開発が進められていることもあり、輸入額は今後も一定程度の規模を保つものと予想される。資源関連では主に外国資本による開発のため、利子・配当支払額が大きいことから、経常収支も基本的に赤字基調が続いている(図9)。資源価格が大幅に低下している影響か

ら、利子・配当支払は先行き細る可能性があるものの、経常収支を大きく改善させる規模となるとは考えにくく、ファンダメンタルズの脆弱さを抱えた状況が続くとみられる。

- 過去数年については、同国の金利が高止まりしたことによる内外金利差に加え、世界有数の鉱物資源を有することで底堅い成長が続くと期待する海外の投資家が資金を流入させたことで、経常赤字のファイナンスが可能な状況が続いてきた（図 10）。しかし、昨年まで勢いのあった証券投資については、年明け以降は政治的な不安定化の懸念が強まっていることや電力危機による生産能力の低下懸念を背景に流出超過傾向に転じている。7-9 月期までは外貨準備の増減を示す総合収支も黒字となっていることで外貨準備は順調に積み上がってきたが、リーマンショックにより外国人投資家のリスク許容度が低下したことで、証券投資を中心に流出圧力が一層強まったと考えられ、外貨準備高は足元で減少に転じている（図 11）。
- ここ数年は国内金利が高止まりする中、先進国を中心に米国サブプライム問題が発覚して以降は金融緩和姿勢が強められたこともあって内外金利差が拡大し、民間銀行を中心に短期での対外債務を拡大させてきた（図 12）。そこにリーマンショックで投資家のマインドが急速に悪化した上、高インフレに加えて経常赤字が拡大するファンダメンタルズの弱さという悪材料が重なったことも、急速な通貨ランド売りに繋がった。さらに、ランドの急落は対外債務による債務負担増に繋がる懸念が高まったことで、売りが売りを呼ぶ状況に陥ったとみられる。足元では為替相場は落ち着いているものの、基本的には先行きも売り圧力が掛かり易い状態にあると言える。また、急激な売り圧力に見舞われた株式市場についても、上場企業の多くは資源関連であることを考えると、当面は弱含み基調が続くと予想される（図 13）。

図 8 輸出入の推移(前年比)

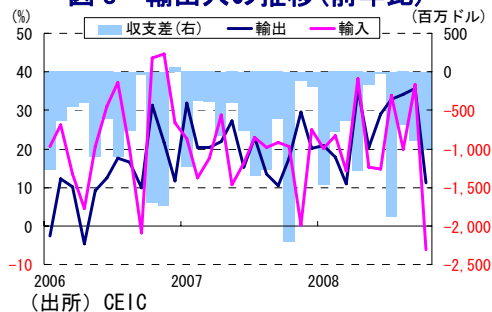


図 9 経常収支の推移

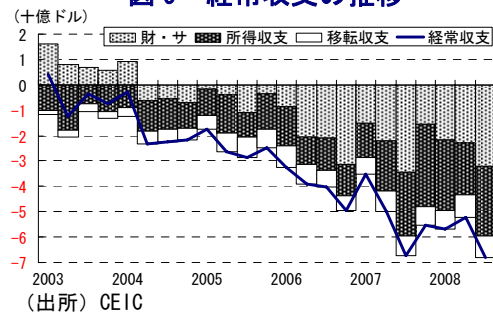


図 10 国際収支の推移

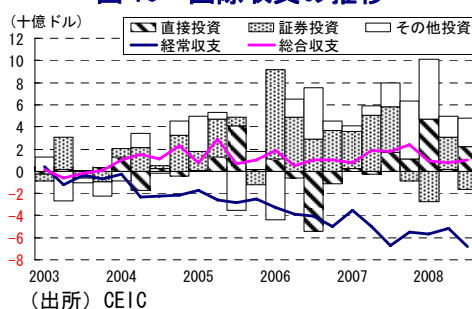


図 11 外貨準備高の推移

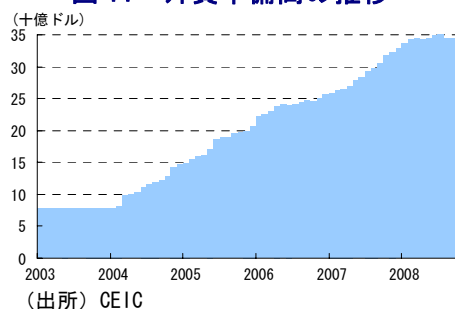


図 12 対外債務残高の推移

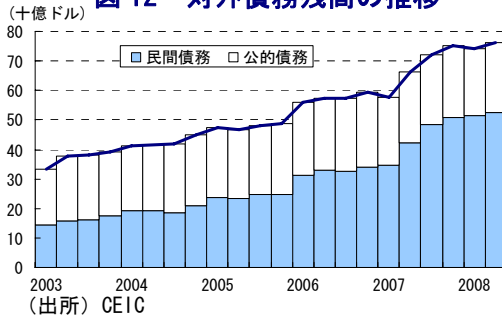


図 13 株式相場の推移



《利下げだけでは景気刺激に不十分、財政悪化が懸念される中で過度の財政出動も難しい、電力不足も懸念》

- 先行きの南ア経済については、今回の利下げによる景気押し上げ効果は極めて限定的になるとみられ、結果として減速基調が続いていくと予想される。財政面では、これまで同国は資源価格の上昇を背景とする歳入増大により財政黒字を達成してきたが、ここにきて歳入の力強さは影を潜め始めている（図 14）。その一方で、1 月の電力危機以降に電力部門への公共投資を増大させる必要が生じたことで、補助金によるインフレ対策などは手厚くは講じてこれなかった。しかし、歳入不足に陥る可能性が高まっていることで、今年の財政黒字は大きく圧縮されるとみられ、来年には財政赤字に転落すると予想される。
景気対策として歳出拡大を行う必要性に迫られているものの、電力やサッカーW 杯に関連するインフラ投資など経常歳出の押し上げ要素が高まっている中で急激な財政出動を行えば、先月には経常収支の悪化を材料に S&P 社が同国のソブリン格付の見通しを「ネガティブ」に引き下げたばかりだが、財政収支の悪化を材料に格下げに至る可能性もある。足元では国債利回りは今年初めの水準まで低下するなど落ち着きを取り戻しているが、歳出拡大を行うにせよ成長性の強化に資する部門に注目した色分けが必要と考える。
- 今後も経常赤字を抱える状況が続くと予想される中、同国経済にとっては海外からの資金流入を促すことが成長にとって不可欠となる。しかし、リーマンショック以降は投資家のリスク許容度が大きく低下していることで流入そのものが見込みにくくなっている。中長期資金として不可欠な直接投資にしても、世界経済の後退が鮮明となる中、特に直接投資の出元である米国や欧州経済が深刻な状況に陥っていることを考えれば、流入が続くとは考えにくい。さらに、ここ数年高成長を享受してきたアフリカ諸国であるが、その多くは資源価格の上振れがもたらしてきたことを考えると、足元の急激な価格調整はアフリカ経済を一気に冷え込ませる要因になるとみられる。結果として資金流入が見込みにくく、過剰流動性による内需の押し上げも期待出来ない上、外需も厳しいことで景気の減速感は今後も続いていくことが避けられない。
- 本年年明け直後の電力危機を発端とする電力不足は未だに解消されていないため、この問題は生産の下押しを通じて向こう数年に亘り影響し続けるであろう。政府の原子力エネルギー戦略に基づき、国営電力公社（ESKOM）は原子力発電所の建設による電力不足の解消を目論んでいるほか、石炭火力発電所の建設については政府による財政支援とアフリカ開発銀行（AfDB）の融資により実施されることが明らかになったものの、運営が始まるのは 2012 年の予定であることを考えると、下押しの影響は残存するであろう。また、同国は与党アフリカ民族会議（ANC）と労働組合との関係が深く、とりわけ現総裁のズマ氏は総裁選に際して労働組合からの支援を取り付けて当選したことを考えると、公共料金の値上げに強硬に反対する労働組合の影響が益々強まる可能性もあり、ESKOM の財務状況にとっても悪化の懸念を高めよう。
- 来年には大統領選挙が予定されており、順当に考えれば ANC のズマ総裁が当選する可能性が高い。しかし、彼の経済運営手腕が未知数であることに加え、国内最大の労働組合である COTASU の支援を受けるなど左派寄りの政策を志向するとみられ、先行きの同国経済に対する不透明感が高まっている。その上、昨年末の総裁選ではムベキ前大統領との間で ANC を二分する闘争に発展したことで、ANC に分裂の可能性が高まってい

ることも、アフリカでは珍しく政治的安定が定着したことで成長を下支えしてきたが、その前提が崩れる恐れもある。さらに、隣国ジンバブエ情勢の悪化といった要素も投資環境への悪影響が懸念される。

- 同国政府は、今年の経済成長率の見通しを昨年の前年比+5.1%からは減速するものの、依然として潜在成長率と同じレベルである同+3.7%、来年は同+3.0%程度に落ち着くとの予想を示している。しかし、利下げによる内需の一定程度の押し上げが期待される一方、世界経済の後退で雇用環境の悪化は避けられず、インフレが依然として高止まりする中では一層の減速は避けられない。さらに、電力供給という供給面でのボトルネックを抱えた状態が続くことで、潜在成長率を大きく下回るレベルに落ち込む可能性が高まっている。

図 14 財政状況の推移(前年比)

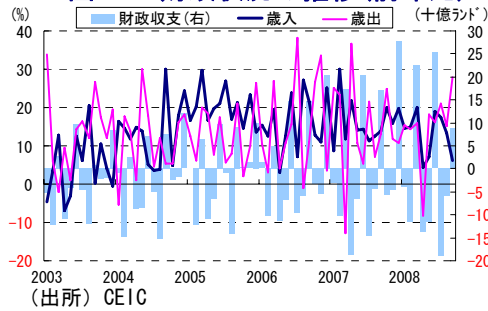


図 15 国債利回りの推移



以 上