

## 南アフリカ経済事情：利下げで通貨安志向を前面に押し出す

～景気の足腰が弱い中で輸出強化を図るが、インフレや財政悪化など課題は山積～

発表日：2010年3月30日（火）

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)

- 南アフリカ準備銀行は25日に50bpの利下げを決定し、政策金利は6.5%と30年来で最低水準となった。新興国や資源国で金融緩和の見直しに動く国がある中、同国経済は依然力強さを欠く状況にあり、電力料金引き上げなどで懸念されていた物価上昇圧力が予想外に小さかったことから、利下げによる景気刺激を図った。景気対策や世界経済の回復により同国景気は底打ちを果たしているが、電力不足懸念が燻る中で生産は過去のピークを大きく下回っている。さらに、10-12月期の景気回復では在庫投資による押し上げが大きく寄与したが、先行きの在庫復元余力は大きくないと見込まれ、景気回復の足取りは鈍いと予想される。
- 同国は世界金融危機後に大幅利下げや景気対策による景気刺激を図ってきたが、内需の回復が遅れており資金供給量は頭打ちとなっている。海外資金の回帰によるランド高が輸入物価を押し下げたことも物価上昇圧力を緩和してきたが、利下げによるランド安志向が明確になったことで物価への影響が懸念される。先月発表された来年度予算では財政赤字の拡大が見込まれているが、積算根拠を鑑みれば予想以上に財政が悪化する可能性が懸念される。また、対外信用面では同国は慢性的な経常赤字国であり、海外資金が賄う構造的な脆弱性を抱える。足元では海外資金の回帰で外貨準備が積み上がっているが、民間部門の資金調達も海外に大きく依存する状況にあることから、金融制度改革などを通じて過度に海外に依存しない仕組み作りが求められよう。
- 同国の株式市場は欧州を中心とする外国人投資家の売買比率が高く、年明け直後はセンチメント悪化で株式相場は大幅に調整した。しかし、金やプラチナなどの商品市況の高止まりを背景に、足元では見直し買いが進んでいる。通貨ランドも年明け直後の下落から足元では上昇に転じている。しかし、利下げ実施で金融当局のランド安志向が明らかになったことで、ランド高圧力は緩和されるであろう。また、金融緩和により長期金利は低下しており、当面は海外資金の流入が続くと思われるが、財政が予想以上に悪化するリスクを孕む中、イベント一巡後には再び悪材料が意識される可能性もあろう。

### 《景気は底を打ったが回復力に乏しく、さらに金融緩和による景気刺激を図る》

- 南アフリカ準備銀行は、25日に開催した定例の金融政策決定会合で50bpの利下げを決定し、政策金利は6.50%と過去30年で最低水準となった（[図1](#)）。昨年11月に就任したマーカス総裁は政治的圧力に対して距離を置くことで独立性を重視し、これまで国营電力公社（ESKOM）による大幅な電力料金引き上げや、国際商品市況の影響による物価上昇懸念を示唆してきたが、2月の消費者物価が前年同月比+5.7%と金融当局の定める目標（3.0～6.0%）内に戻ったことで（[図2](#)）、インフレに対する警戒感が和らいだ。また、サッカーW杯に向けたインフラ建設もあり、景気は底打ちを果たしているが、個人消費は力強さに乏しく（[図3](#)）、民間建設需要の低迷が続いていることから（[図4](#)）、先行きの景気については懸念が残る。こうした状況を背景に国内ではさらなる金融緩和を求める声があり、今回の利下げはそれに応えた格好である。
- 10-12月期の実質GDP成長率は、前期比（季調済）+0.8%と前期（同+0.2%）から伸びが拡大し、2四半期連続でプラス成長となったことで景気の底離れが確認されている（[図5](#)）。しかし、景気の牽引役は公共投資など政府消費に多くを依存しており、個人消費は前期比+0.4%と6四半期ぶりにプラスに転じたものの、民間建設需要の低迷で資本投資はマイナスが続くなど景気の足腰は弱い。その上、2008年初めから続く電力不

足は鉱物資源の生産に悪影響を与えており、アジア向けを中心にレアメタルなどの輸出は回復基調にあるが、景気を牽引するまでの力強さはない（図6）。このように、内需・外需ともに低調な状況が続いていることから、生産は回復基調にあるものの、ピークを2割程度下回る水準に留まっている（図7）。

- 政府は電力料金の引き上げなど長年課題とされてきた問題に取り組んでいることから、発電量は緩やかに回復しており（図8）、今後も生産拡大に資すると期待される。ただし、同国の発電能力は限界に近く、国際商品市況の高止まりの中、エネルギー資源を輸入に依存する同国にとっては厳しい環境が続くと思われる。また、10-12月期のGDP成長率は在庫調整圧力の緩和で成長率が押し上げられた影響が大きいのが、在庫復元による押し上げは先行きにおいて多くを期待しがたく、先行きの回復は鈍いものに留まると見込まれる。

図1 政策金利の推移



図2 消費者物価の推移(前年比)

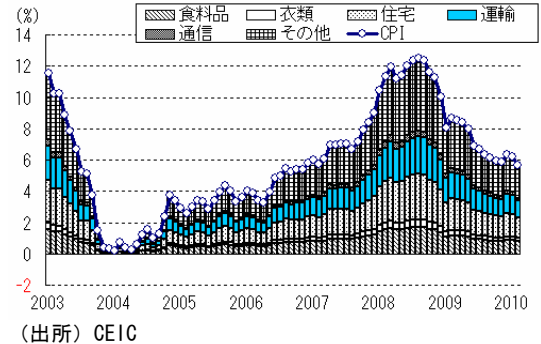


図3 実質小売売上高の推移

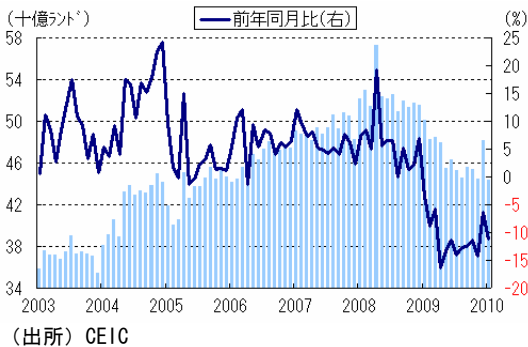


図4 実質建設許可額の推移



図5 実質GDP成長率の推移(前期比/季調済)

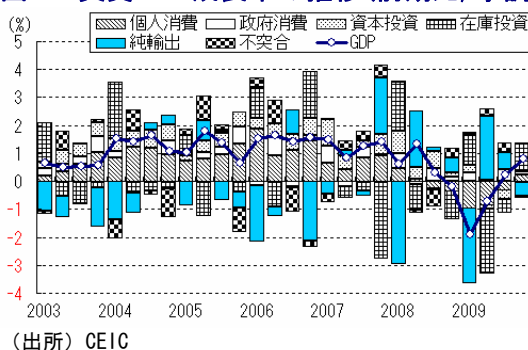


図6 輸出入の推移(前年比)

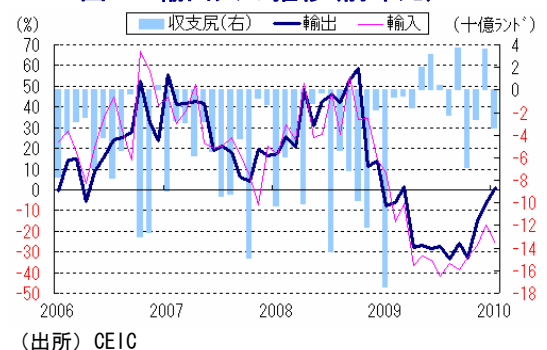


図7 鉱工業生産の推移(前年比)

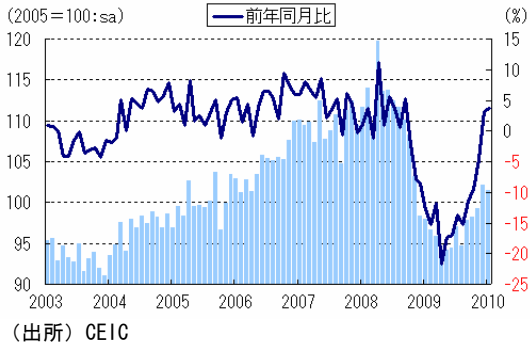
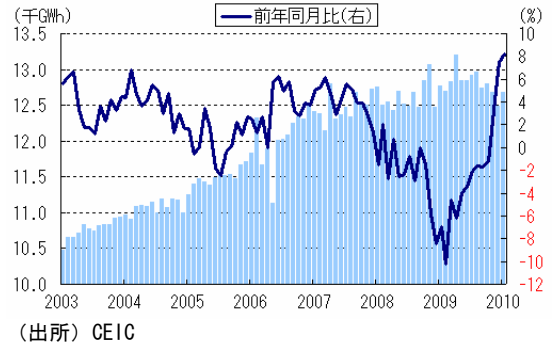


図8 発電量の推移



### 《物価や財政悪化、対外信用力などにおいて、少なからず課題を抱えている》

- 金融当局は世界金融危機以降、累計 500bp もの大幅な利下げにより景気刺激を図り、さらに金融機関に対しては直接資金の供給を行ったものの、需要低迷を映して市中の資金供給量は頭打ち状態が続いている（[図9](#)）。一方、リスクマネーの活発化に伴い、高金利の資源国であることから海外資金が流入し、ランド高圧力が掛かっている（[図10](#)）。同国は食料品やエネルギー資源の多くを輸入に依存しており、自国通貨高は輸入物価の緩和要因となっているが、国内では急速なランド高による輸出競争力の低下を懸念してランドの切り下げを求める声も出ている。政府もそうした要望に理解を示唆していることから、為替介入を行う可能性もあり、物価動向への影響が懸念される。
- 2月に政府が発表した4月からの新年度予算では、景気の下支えを図る観点から歳出規模を前年度予算比+10.8%と計画している。一方、歳入は前年度予算並みと見込んでおり、財政赤字はGDP比▲6.5%に抑える方針である（[図11](#)）。今年度は歳出増加と税収の激減で財政赤字はGDP比▲7.2%に及ぶ見通しであり、国債発行額は昨年度の7倍超となり、来年度もほぼ同額の発行を予定している。さらに、ESKOMは今後数年間に亘って大規模なインフラ投資を実施する計画であるが、債務には暗黙の政府保証が付与される見通しであり、財務リスクの拡大も懸念されよう。来年度予算では、2010年の成長率が前年比+2.3%となることを前提に、税収増のほか、鉱業関連でのロイヤリティ収入を見込んでいるが、歳入確保に向けてより踏み込んだ取り組みが求められる。ズマ政権は労働組合などとの関係が深いことから、歳出増に傾きがちであり、強気の予算前提からは財政赤字がさらに拡大することも懸念される。財政悪化が進む結果、公的債務残高は昨年末時点でGDP比31%の7440億ドルに及び（[図12](#)）、今後もさらに拡大する可能性が高い。
- 同国は資源国であるにも拘らず、多くの消費財やエネルギー財を輸入に依存しており、貿易収支は赤字基調が続いている。また、鉱業関連は外資企業が多く、その利益・配当送金による所得収支赤字も重なり、慢性的な経常赤字を抱えている（[図13](#)）。海外資金に回帰の動きが強まったことで、経常赤字を賄う構造となっているが（[図14](#)）、海外投資家に依存する脆弱な状況にある。海外資金の流入で外貨準備は順調に積み上がっており、1月末時点では約395億ドルとなっているが（[図15](#)）、昨年9月末時点の対外債務残高は759億ドルに達しており、うち短期債務は228億ドルと外貨準備の半分以上の水準にある（[図16](#)）。財政悪化で国債発行の大幅増加が必至であることに加えて、民間部門も海外から資金調達を余儀なくされている状況を鑑みれば、対外信用面でのリスクがさらに高まることが懸念される。また、4行による寡占状態で硬直的な銀行部門の構造改革など、資金調達環境を改善させることも求められる。

図9 マネーサプライ(M3)の推移

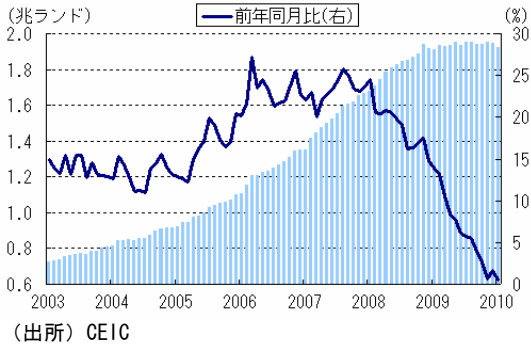


図11 2010-11年度予算の概要

(単位:10億ランド)

歳入		歳出	
課税収入	647.9	経常歳出	479.2
非課税収入	10.4	うち利払費	60.0
SACU(南部アフリカ関税同盟)支払(▲)	-15.0	歳出移転及び補助金	302.7
市場調達	174.9	資本資産支払	30.2
		予備費	6.0
総計	818.1	総計	818.1

(出所) 財務省ホームページ

図13 経常収支の推移

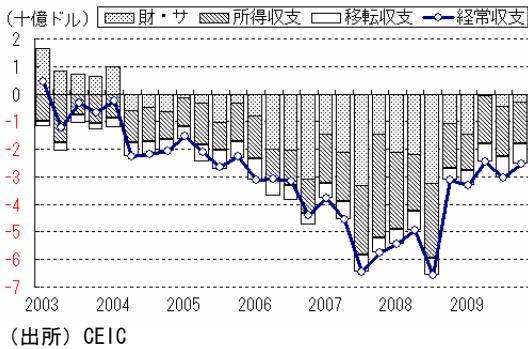


図15 外貨準備高の推移

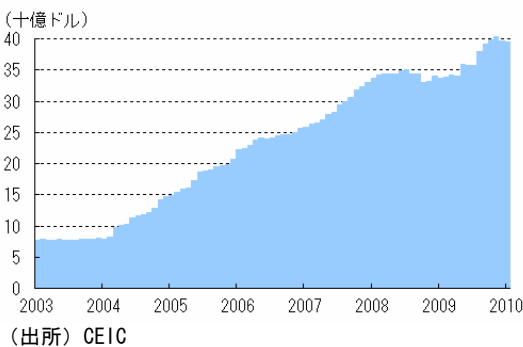


図10 為替相場の推移(USD/ZAR)



図12 公的債務残高の推移

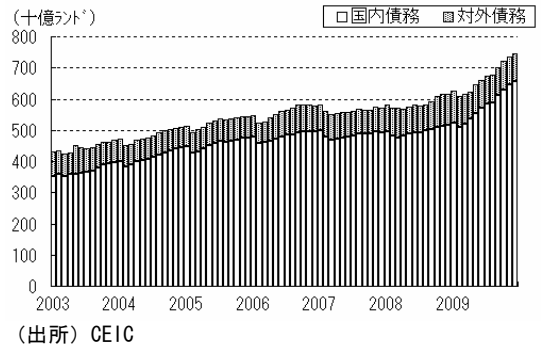


図14 海外投資資金の流出入額の推移

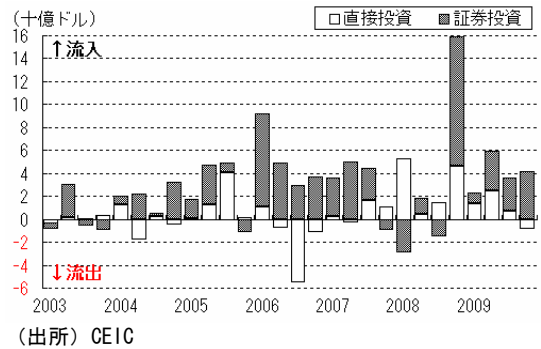
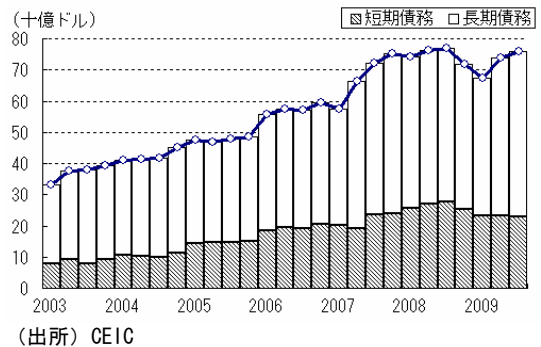


図16 対外債務残高の推移



《資源価格の高止まりが株式相場を支える材料に。利下げで通貨安志向が確認され、ランド安が進む見通し》

- 同国は欧州勢を中心とする外国人投資家の売買比率が高く、年明け直後はギリシャ問題などにより、海外投資家のセンチメントが急速に悪化したことで株式相場は大幅に下落した。しかし、世界経済の底離れによる資源価格の底堅さを背景に見直し買いが進んでいる(図17)。同国は依然として電力不足が生産のボトルネックとなる課題を抱えているものの、金やプラチナ価格の先高期待が株式相場を支えている(図18)。同国は外国人投資家の動向の影響を受け易く、財政問題などもあり、資金流出リスクの高い国のひとつであるが、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

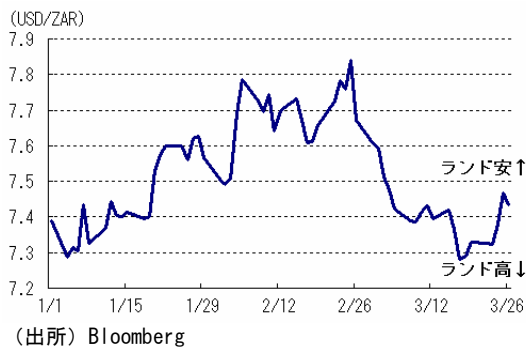
利下げにより金融引き締めには時間を要することが確認されたことから、底堅い展開が期待される。

- 株式相場同様に、年明け直後はランド安が進んだが、資源価格が高止まりしている上、世界的に見れば高金利で推移していることから再びランド高となっている（[図 19](#)）。しかし、今回の利下げからも金融当局は輸出への悪影響懸念からランド安を志向していることが明らかになっており、先行きは財政悪化懸念も残ることから、ランドは弱含みの展開が見込まれる（[図 20](#)）。また、海外資金の流入により長期金利は下落基調にあったが、今回の利下げを受け、先行きも利下げが行われる可能性が高まったことで下落圧力が強まっている（[図 21](#)）。ただし、今年度、来年度ともに政府の想定以上に財政状態が悪化する懸念が高まっており、サッカーW杯などのイベント終了後には、再びそうした悪材料に目が向く可能性もあろう。

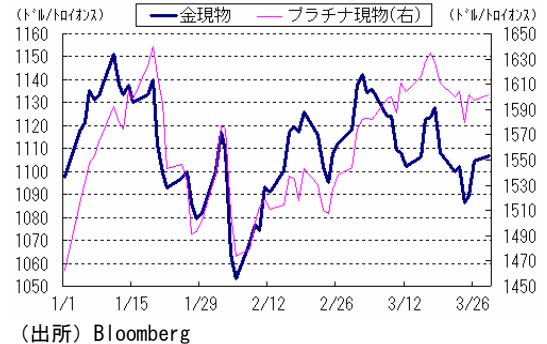
**図 17 株式相場の推移(トップ 40 指数)**



**図 19 為替相場の推移(USD/ZAR)**



**図 18 金・プラチナ現物価格の推移**



**図 20 長期金利の推移(10年債利回り)**



以 上