

資源安と世界的なマネーに揺さぶられる南アフリカ

～景気は力強さを欠く一方、資金流出リスクを警戒して中銀は追加利上げ～

発表日：2015年11月25日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 中国経済が「新常态」に向けて歩みを進めるなか、これに伴う資源価格の調整は資源国経済を大きく下押ししており、南アフリカ経済も勢いを失っている。7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.67%とテクニカルリセッション入りは免れたが、右肩下がりが続いている。食料品を中心とする物価高に通貨ランド安の影響も懸念されるなか、7月に中銀が利上げに踏み切ったことも景気の足かせになっている。
- 当面は米国の利上げ観測による影響が懸念されるなか、近年は民間部門を中心に対外債務が拡大するなど脆弱な構造を抱える同国では資金流出も警戒される。こうしたなか、19日に中銀は2会合ぶりに再利上げを決断した。同行は、同国経済が景気後退に陥るリスクはないとしつつ、現時点で利上げを見送ればインフレリスクが高まるとの認識を示した。先行きの政策スタンスは経済指標如何としたが、金融市場のリスクを意識する姿勢をみせた。今後も景気減速とインフレが同居するスタグフレーションの懸念は残ろう。

《辛うじてリセッション入りは免れるも、中銀はインフレを警戒して利上げに踏み切らざるを得ない難しい舵取りに直面》

- 中国経済が「新常态」に向けて歩みを進めるなど世界経済を取り巻く環境が大きく変化しているなか、ここ数年の中国による資源の「爆食」を追い風とする資源価格の高騰と資源需要の拡大により、価格及び数量の両面で中国経済への依存度を強めてきた資源国は厳しい状況に直面している。一時は新興国の雄である「BRICS」の一角にも数えられた南アフリカにおいては、超長期的な視点に立てば安定的な人口増加が期待される上、2000年代にかけては世界からの資金流入も追い風に高い経済成長を実現してきたが、足下ではそうした勢いは一変している。7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.67%と前期(同▲1.30%)から2四半期ぶりにプラス成長に転じており、辛うじてテクニカルリセッション入りは免れたものの、基調としては右肩下がりの状況を脱し切れていない。なお、1-9月累計ベースでみた経済成長率は前年同期比+1.5%と昨年通年の経済成長率(同+1.5%)から横這いで推移しているものの、2000年代半ばには5%を上回る経済成長を実現してきたことを勘案すれば、勢いに乏しい展開が続いていると判断出来る。同国では年明け以降干ばつが一段と深刻化している影響で農林漁業関連の生産が大きく落ち込んで景気の足を引っ張っていることに加え、上述のように資源価格の低迷が長期化するなか、鉱業部門の生産に大きく下押し圧力が掛かる事態となっている。さらに、慢性的な電力不足も様々な経済活動の足かせとなるなか、夏場以降の国際金融市場の動揺に伴い世界的なマネーの動きが大きく変化したことで同国では資金流出圧力が高まり、信用収縮懸念が広がったことも景気の足かせに繋がっている。足下では景気に対する不透明感が増していることに加え、昨年後半以降の原油安も重なりインフレ率は一時に比べて鈍化するなど、インフレ圧力は後退しているように見える一方、上述の通り同国では大干ばつに見舞われている影響で食料品価格が上昇しやすい状況に陥ってい

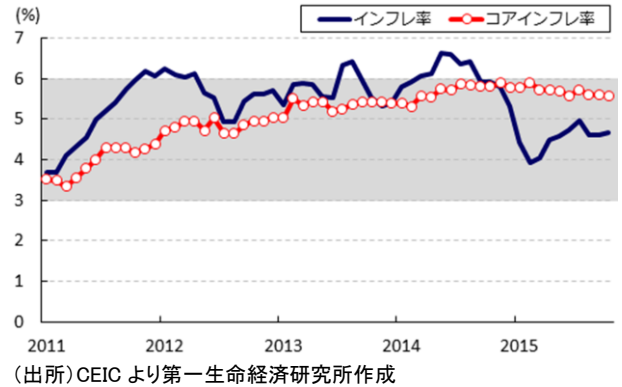
図1 実質 GDP 成長率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

る。結果、家計部門の「体感物価」はインフレ率の動き以上に高止まりしている可能性があるなか、折からの金融市場の動揺によって信用収縮圧力がくすぶることも重なり、ここ数年経済成長のけん引役となってきた個人消費を中心とする内需に下押し圧力が掛かっている。金融市場における信用収縮懸念に加えて、今年7月には中銀が先行きのインフレを懸念して1年ぶりに利上げに踏み切るなど金融引き締めに動いたこともあり、折からの景気の先行き不透明感も重なり民間部門の建設需要にも下押し圧力が掛かるな

図2 インフレ率の推移

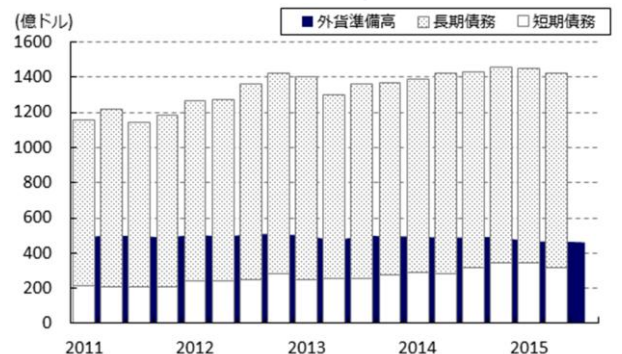


ど、全般的に消費や投資の低迷が続いている。そして、上述のように主要輸出財である資源価格の低迷に加え、中国による資源需要の鈍化は輸出の足かせとなる状況が続いていることも、景気の足を引っ張っている。また、資源価格の低迷による交易条件の悪化は国民所得を下押ししており、このことも内需回復の足かせとなるなど、内・外需ともに勢いを取り戻しにくい一因になっている。先行きについても景気を取り巻く状況が大きく好転する見込みが立ちにくいなか、年内は引き続き勢いに乏しい景気動向が続くことが想定され、当研究所は今年通年の経済成長率は前年比+1.4%と前年（同+1.5%）を一段と下回る伸びに留まるものと予想している。

- このように足下の景気はすっかり勢いを失うなか、国際金融市場においては年内の米国F R B（連邦準備制度理事会）による利上げ実施が見込まれており、これに伴って世界的なマネーに動揺が広がるとの見方がくすぶっている。特に、同国は慢性的な経常赤字を抱えていることに加え、歳入の多くを資源関連収入に依存するなか、ここ数年の資源安に伴う歳入減を背景に財政状況は急速に悪化しており、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」に見舞われるなど構造的な脆弱性を有する。さらに、ここ数年国際金融市場においてはI T技術の発達が進んでいることに加え、先進国を中心とする量的金融緩和政策の実施などに伴い世界的にイールドが低下しており、同国をはじめとする新興国においては海外での資金調達が可能になる動きが広がってきた。結果、同国においても対外債務は拡大基調が強まってきたが、世界

的なマネーが新興国や資源国などに向かうことで通貨高圧力が掛かりやすいなかでは債務負担の軽減に繋がる一方、足下では米国による利上げ観測などを背景に逆向きの動きが強まっている。したがって、同国においても債務負担の増大が懸念される事態となり、そうした警戒感が通貨売り圧力を増幅する動きが広がったほか、通貨防衛に向けて当局が為替介入を行ったことで外貨準備が減少し、一段と対外的なバランスの悪化を懸念する向きが広がっている。な

図3 外貨準備高と対外債務残高の推移

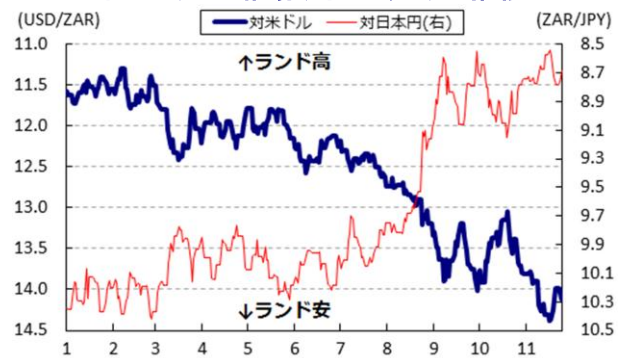


お、直近10月末時点における外貨準備高（グロス）は461億ドルである一方、6月末時点における対外債務残高（1417億ドル）のうち短期債務残高は317億ドルであることを勘案すれば、同国の外貨準備は潤沢であるとは判断しにくい。ただし、同国には数多くの資源が埋蔵していることに加え、近年は対外債務に占める公的債務の増加は比較的落ち着いたペースで推移するなか、民間債務の拡大が全体の押し上げに繋がっており、短期債務の多くが民間債務であることを勘案すれば、ソブリン債務でのデフォルト（債務不履行）などを契機に同国が危機的状況に陥るリスクは高くないとみこまれる。とはいえ、民間部門を中心に対外債務の支払いが

困難になる可能性はあり、金融市場において信用収縮を引き起こすことは懸念されよう。こうした動きを警戒する形で通貨ランドの対ドル為替レートはここ数年下落基調を強めるなか、足下では過去最安値圏での推移が続いており、食料品をはじめとする日用品全般を輸入に依存する同国では輸入物価を通じてインフレ圧力が増幅される懸念もくすぶる。そうした事態を懸念して中銀は上述の通り7月に利上げに踏み切ったが、足下では事態が一段と悪化していることを受け、今月19日の定例会合（金融政策委員会）において2会合ぶりに利上げを決定する金融引き締めに踏み切った。会合後に発表された声明文によると、評決に際しては6人の政策委員のうち、利上げ（4人）と据え置き（2人）に割れたことが明らかになったほか、足下の景気については「依然として弱含んでいるものの、景気後退に陥ることはない」としており、先行きについても向こう2年程度は低成長に留まるものの緩やかな拡大は続くとの見方を示している。その一方、インフレ動向についてはこのところの通貨ランド安の影響が懸念されるなかで、それ以外の上昇リスクについて「電気料金の引き上げと食料インフレ」を挙げるとともに「この段階において利上げを実施しなければ、将来的にインフレ圧力が高まる」との認識を示している。その上で、足下の原油安による影響を踏まえて今年通年のインフレ率の見通しを前年比+4.6%と前回見通し（同+4.7%）から▲0.1p引き下げたものの、来年については同行が定めるインフレ目標の上限（6%）を上回る可能性が残るとした。今回の決定に対して同行は「国内需要が弱含んでいるなかで、利上げ実施のタイミングに関する選択を迫られた」との考えを強調しており、今後の政策スタンスについては「経済指標如何」との見方を示す一方、「同国金融市場は米国の利上げを完全には織り込んでいない」との考えを示すなど、不透明感が残ることへの警戒感をにじませている。米国の景気が利上げ可能なほど拡大基調を歩んでいることは、同国が世界最大の需要国であることを勘案すれば多くの新興国などにとってプラスの効果が期待される一方、資源国にとっては中国による構造調整とそれに伴う

景気減速が資源価格を通じて景気の重石となるなか、構造的な脆弱さを抱える南アフリカにとっては世界的な資金動向を通じて様々な悪影響が及ぶ可能性は残る。今年は幸いにして、昨年のように労働組合が主導する形で大規模ストが頻発する事態は避けられているものの、労働組合の発言力の高さを背景に名目賃金は引き続き高い伸びが続くと見込まれるなか、今後もインフレ圧力がくすぶる展開は続くことで景気低迷とインフレが同居するスタグフレーション入りする可能性は残ると考えられる。

図4 ランド相場(対ドル、円)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

以上