

南ア、金融市場は活況を呈するがリスクは高い

～構造的な脆弱さに加え、政治不安は経済に深刻な打撃のリスク～

発表日：2016年7月12日(火)

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)

- 国際金融市場では、英国によるEU離脱決定が悪影響を与える懸念があったが、主要国の流動性供給や米国の利上げ見直し後退を受けて「流動性相場」の様相を呈している。高い利回りを求める資金が新興国や資源国に回帰しており、南アフリカではランド相場や株式相場は堅調に推移している。ただし、慢性的な経常赤字を抱える脆弱な構造に加え、EUの景気減速が直接実体経済を下押しする可能性に要注意である。
 - 足下の南ア経済は外需の不透明感に加え、インフレと高金利の共存により内需にも下押し圧力が掛かる。景気減速により財政悪化が進むなか、政治的混乱が財政健全化の足かせになる懸念も残る。2019年の次期大統領選を控えるなか、ズマ政権は国有企業への関与により景気下支えを図る姿勢を強めるが、これは反って財政悪化を進めるリスクもあり、格下げの可能性を高める可能性への警戒も必要になっている。
 - IMFは直近の経済見通しで今年の成長率を引き下げた上、さらなる下振れリスクを指摘した。他方、中銀による昨年来の利上げ実施を評価し、追加利上げの必要性は低いとの見方を示している。しかし、今年も労働組合は大幅賃上げを要求しており、インフレ昂進、ないしストによる景気低迷といったリスクが表面化する可能性がある。堅調な推移をみせるランド相場だが、先行きは上値が重い展開が予想される。
- 先月の英国によるEU（欧州連合）離脱を巡る国民投票で「離脱派」が勝利を治めたことを受け、国際金融市場は動揺に見舞われることで、世界的なポートフォリオ上リスク性資産と見做される新興国向けの資金流入は大きく先細りすることが懸念された。しかしながら、今回の決定を受けて主要先進国は流動性供給を通じて市場安定を図る姿勢で足並みを揃えているほか、国際金融市場の混乱回避の観点から、懸念要因となってきた米国の利上げ実施のタイミングが後ろ倒しされるとの見方が広がっている。国際金融市場においては世界金融危機以来、主要国による量的金融緩和政策に伴い市場に供給されたマネーの量はかつてない水準となるなか、主要国による流動性供給も相俟って足下の市場は「流動性相場」の様相を呈している。こうしたなか、日本や欧州におけるマイナス金利政策導入などの影響も重なり、主要先進国では軒並み長期金利が低下、ないし沈没するなど利回りを得にくい環境が定着するなか、より高い利回りを求めるリスクマネーを中心に新興国への資金流入を再び活発化させる動きがみられる。さらに、主要国を中心に財政出動による景気下支え策が打ち出されるとの思惑を反映し、原油をはじめとする国際商品市況の上昇を期待する動きが出ており、特に恩恵を最も受けやすい「資源国」への資金流入も活発化している。年明け以降における原油相場の上昇も相俟って、南米やロシアといった主要産油国では通貨並びに株式相場が上昇基調を強める動きをみせており、産油国ではないものの様々な鉱物資源が埋蔵する南アフリカについても通貨ランド相場の堅調や株式相場の上昇に繋がってきた。こうした動きは、英国によるEU離脱の決定そのものによって世界経済が直接的な打撃を受ける事態にはなっておらず、あくまでも今後の英国とEUの間の交渉によって双方の経済に与える影響が如何様にも変化し得るため、金融市場としては多少の「様子見」を図ることが出来ると判断している可能性が考えられる。なお、EUにとっては英国が離脱後もEU内に居た場合と同じ恩恵を受けることになれば、他のEU加盟国からの「ドミノ離脱」を誘発する可能性があるため、離脱後における両者の関係について容易に譲歩することは難しい。

その一方、英国にとっては安易に妥協することも出来ず、両者の交渉が長期化することは避けられない。したがって、最終的な両者の姿がみえない「不透明」な展開が続くことで国際金融市場の不安要素となり続けると見込まれ、結果的に国際金融市場自体がボラティリティの高い「流動性相場」となるなかでは、外部環境の変化に拠って資金の動きが右往左往することも懸念される。仮にそういう事態となれば、足下では景気減速や国際商品市況の低迷長期化などを受けて赤字幅は縮小しているものの、

慢性的な経常赤字を海外からの資金流入によって賄う脆弱な構造を抱える南アフリカにおいては、資金流出が国内金融市場の信用収縮圧力を高めるリスクがある。南アフリカ経済は必ずしも輸出依存度が高くはないが、輸出に占めるEU向け比率は2割超の水準であり、EUの景気減速が直接的に同国経済に与える影響は無視し得ない状況にある。したがって、足下では金融環境の改善などを追い風に相場は堅調な動きをみせているものの、こうした動きが長続きするか否かについては慎重な見方が必要と言えよう。

- なお、足下の同国経済については中国経済の減速が外需の足かせとなっていることに加え、このところのインフレ圧力の高まりや、それを警戒する形で昨年半ば以降に中銀が断続的に利上げを実施していることで内需にも下押し圧力が掛かりやすい展開となっている。今年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.2%と3四半期ぶりにマイナス成長に転じるなど力強さを欠いている一方、その後は国際商品市況が上昇基調を強めるなど交易条件の改善が期待出来ることに加え、足下のインフレ率は依然として中銀が定めるインフレ目標（3～6%）の上限を上回るもののピークアウトする動きがみられる。さらに、足下においては海外資金の活発な流入が国内における資金需給環境の改善を促すことで景気を下支えすると期待される一方、EU経済を巡る不透明感是中国の景気減速以上に同国経済にとっては不確定要素となることは避けられない。また、上述のように同国経済は構造的な脆弱さを抱えるなど国際金融市場の動揺の余波を最も受けやすいことに加え、同国を巡っては昨年12月に突如ズマ大統領が財務相人事を巡るドタバタを繰り広げるなど政治的な混乱が表面化していることも同国経済の外的ショックに対する耐性の乏しさに繋がっている。景気の減速感が強まっていることに加え、政局が混乱状態

に陥ったことで財政健全化の道のりが厳しくなるとの見方が強まっており、主要格付機関は揃って格下げを検討する動きをみせているが、現時点において主要3社の格付は『投資適格級』を維持させている。なお、ゴードン財務相は財政規律を重視する姿勢を堅持しているものの、ズマ大統領及びその周辺は国营電力公社（E s

図1 経常収支の推移

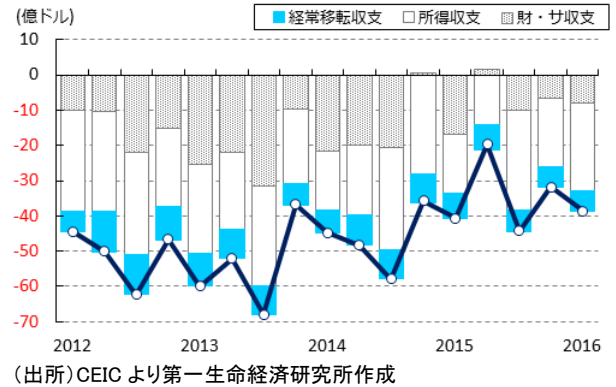


図2 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移

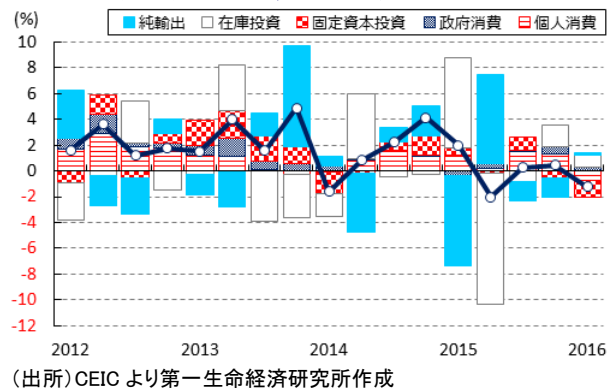
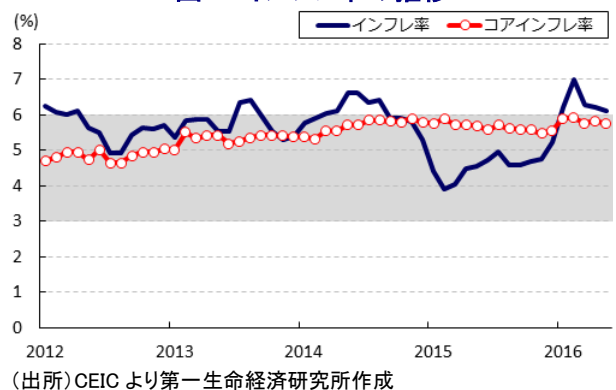


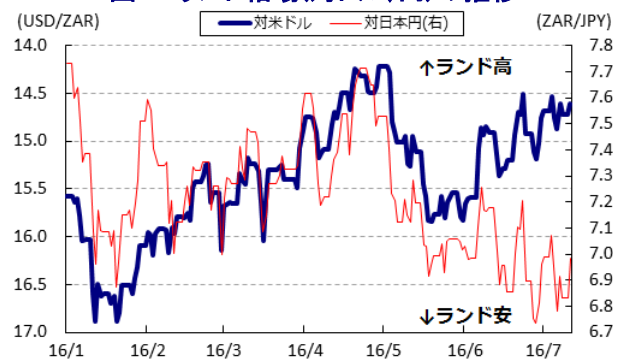
図3 インフレ率の推移



kom) や南アフリカ航空をはじめとする国有企業に対する関与を強める姿勢をみせており、結果的にこの動きが財政的な負荷を高めることで財政健全化は一段と困難になることは避けられないであろう。さらに、政治を巡ってはズマ大統領自身が公金横領の容疑で違憲判断がなされ、その後には否決されたものの議会でズマ大統領に対する弾劾決議が提出される事態となるなど政権に対する信認は低下の一途を辿るなか、来月初めには地方選挙が予定されている。2019年の次期大統領選の前哨戦となる今回の地方選は与党アフリカ民族会議(ANC)にとっては重要な選挙となるが、大都市部を中心に苦戦が予想されており、ズマ政権にとっては景気下支えの観点から国有企業に対する関与を強めているとみられるものの、現時点においては間違っただ対応に終始している印象は否めない。

- 今月7日、IMF(国際通貨基金)は同国政府とのIV条協議終了を踏まえて最新の経済見通しを公表し、今年の経済成長率を引き下げる(+0.6%→+0.1%)とともに、先行きについても、中国経済との結び付きの強さに加え、国際金融市場の不安定化、政治状況の不安定さと政策の方向性が家計及び企業部門の信頼感を損なっていることを理由に下振れリスクがあるとの見方を示している。なお、中銀がインフレリスクの高まりを理由に昨年来累計200bpの利上げを実施してきたことについては、景気の弱さが物価を抑えるとの見方を示すとともに、これ以上の利上げは控えるべきとの考えを示した。他方、足下の同国では賃金交渉の季節を迎えるなか、主要労働組合が提示した賃上げ率の当初案は軒並み直近のインフレ率を大きく上回る水準となっている。与党ANCにとって労働組合は強力な支援団体であることで強力な発言権を有するなか、過去には労働組合がストを頻発させることで景気を腰折れさせる場面が散見されたことから、今後の賃金交渉の行方如何によっては足下で落ち着きを取り戻しつつあるインフレが再燃し、結果的に中銀がインフレ抑制に向けて利上げに踏み切り、景気を一段と下押しさせるリスクもある。したがって、足下においては国際金融市場が「流動性相場」の様相を呈するなかで資金流入の動きが活発化しており、結果的に通貨ランドはドルに対して底堅い展開をみせているものの、先行きについては必ずしも上値を追っていきける環境にはないと予想される。

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