

南ア準備銀、利上げ実施も弱い景気のなかで追加対応は困難

～国際金融市場の動揺一服で足下のランド相場は底堅いが、自律的な材料は見当たらない展開～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 年明け以降の南アフリカ経済は「景気後退局面」入りする厳しい状況が続くなか、夏場以降は国際金融市場の動揺に伴う資金流出圧力が景気を一段と下押しした。他方、資金流出に伴う通貨ランド安はインフレ昂進を招くリスクがあるなか、準備銀は徐々に「タカ派」姿勢を強めてきた。同行は22日の定例会合で約2年半ぶりの利上げ実施に踏み切った。ただし、足下の景気の弱さを勘案すれば追加的な対応のハードルは高い。
- 景気が力強さを欠くなか、インフレと金利上昇に伴い先行きも厳しい状況が続くことは避けられない。IMF は直近の4条協議において、同国経済に対する楽観的な見方を後退させる姿勢を示す。主要格付機関の S&P 社も「投機的水準」とする格付を据え置くなど、力強さを欠く景気と悪化が続く財政状況と債務の行方に警鐘を鳴らす。足下のランド相場は国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかで比較的底堅い展開をみせているが、自律的な上昇材料は見当たらず、先行きも外部要因によって揺さぶられる不安定な状況が続くであろう。

年明け以降の南アフリカ経済を巡っては、『過去100年で最悪』と評される干ばつ発生などに伴う水不足の慢性化に加え、一部地域では荒天が頻発するなど、農業関連の生産に大きく下押し圧力が掛かった結果、2四半期連続でマイナス成長となる『景気後退局面』入りする厳しい状況が続いている。さらに、夏場以降の国際金融市場におけるいわゆる『トルコ・ショック』に伴う動揺では、トルコ同様に経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さに注目が集まって資金流出圧力が強まり、通貨ランド相場が下落基調を強めた。結果、昨年来の世界経済の自律回復の動きなどを追い風に国際原油市況の底入れが進んだことに加え、通貨ランド安に伴う輸入物価の押し上げがインフレ圧力の昂進に繋がるリスクが意識され、そうした見方が資金流出圧力を加速させる悪循環に見舞われた。なお、足下では上述の『トルコ・ショック』をきっかけにした国際金融市場の動揺は落ち着きを取り戻しており、ランド相場に対する下落圧力にも一服感が出ている。ただし、国際金融市場の動揺の余波を受ける形で国内の企業マインドはその後悪化の一途を辿っているほか、直近10月のインフレ率は前年同月比+5.09%と準備銀（中銀）の定めるインフレ目標（3～6%）の範囲内に収まっているものの、徐々に加速感を強めるなどインフレに対するリスクが顕在化しつつある。こうした事態を受けて準備銀内では徐々に『タカ派』色が強まる動きが出ており、9月に開催した定例会合では

図1 全産業 PMI の推移



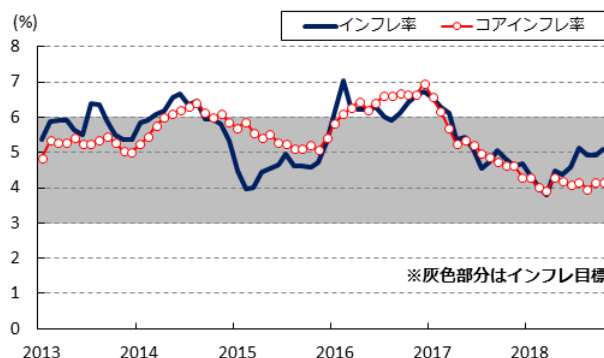
(出所) IHS Markit より第一生命経済研究所作成

7人の政策委員による評決が『4（据え置き）対3（25bpの利上げ）』のギリギリで金利据え置きの決定がなされ（詳細は9月21日付レポート「[南ア準備銀、急速に「タカ派」姿勢を強めている模様](#)」をご参照下さい）、景気は力強さを欠く展開が続くなかで政策運営を巡る難しい舵取りを迫られている様子うかがえる。こうしたなか、22日に開催された直近の定例会合において同行は2016年3月以来約2年半ぶりとなる25bpの利上げ実施を決定し、これに伴い主要政策金利のレポ

金利は6.75%となる。会合後に発表された声明文では、「国内景気は力強さを欠いている上、短期的なインフレ見通しは改善する一方、長期的なインフレ見通しの昂進リスクは依然高い」との認識が示された。また、会合後に記者会見に臨んだ同行のハニャホ（Kganyago）総裁は、今回の決定が「3（据え置き）対3（25bpの利上げ）で割れたこと」を明らかにし、「政策調整を先送りすればインフレ期待が一段と高止まりして二次的影響を招き、そうなればさらなる強力な政策対応を余儀なくされる」との見方を示した。その上で、先行きの景気については持ち直しを見込むが、「足下の同国経済を巡る課題は構造要因に拠るものであり、金融政策では対処出来ない」との認識を示し、政府（ラマポーザ政権）に努力を促す姿勢をみせた。他方、足下の同国経済を巡る状況を勘案すれば、追加的な利上げ実施のハードルは高いと判断せざるを得ない。

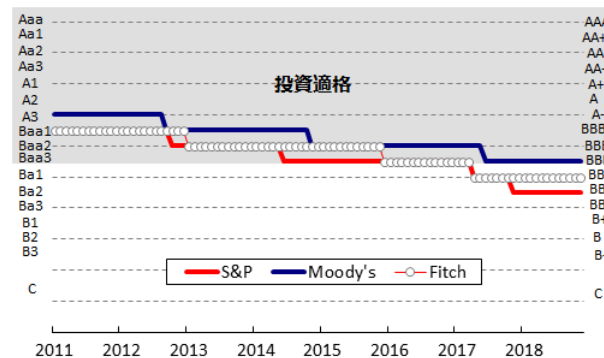
ただし、上述の通りこのところの同国経済は極めて厳しい状況に置かれている上、足下ではインフレ圧力が高まる兆候が出ているほか、準備銀が利上げに踏み切ったことに伴い、先行きについても厳しい景気模様が続くことは避けられないと見込まれる。なお、準備銀による経済成長率見通しでは、来年は前年比+1.9%と今年（同+0.6%）から加速するとしたが、他の主要新興国などと比較して極めて力強さを欠く展開となることは変わらない。今月19日付でIMF（国際通貨基金）が発表した定例の『4条協議』に基づく包括協議に関する報告においても、同国の経済計画が「国営企業を巡る債務拡大の動きや、世界的な貿易摩擦などに伴う資本流出といった深刻な制約要因に直面している」との認識が示されたほか、「景気低迷が続いている上、改革の実行面で様々な制約に直面するなか、当初描いていた楽観的な見方は一部後退している」との見方を示し、そのリスク要因として国営電力公社（Eskom）の存在を挙げている。また、今年8月に米国のトランプ大統領が突如『照準』を定めた、ラマポーザ大統領が少数派の白人が所有する農地を黒人に対して再分配すべく、無補償での土地収用を可能にする憲法改正をはじめとする土地改革についても（詳細は8月24日付レポート「[米](#)

図2 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図3 主要格付機関による外貨建信用格付の推移



(出所)各社ホームページより第一生命経済研究所作成

トランプ大統領、次の「標的」は南ア！？」をご参照下さい、「慎重な検討と国際的な経験などに基づく教訓を参考にすることが望ましい」との見方を示した。さらに、23日には米系主要格付機関であるS & Pグローバル・レーティング（以下『S & P社』）が同国向けの信用格付に関する定例見直しを行い、外貨建信用格付及び内貨建信用格付をそれぞれ『BB』、『BBプラス』といずれも『投機的水準（ジャンク級）』に据え置く決定を行い、主要格付機関3社のうち2社が『投機的水準』とする状況が続いている。なお、S & P社は格付を据え置いた理由について「冴えない景気模様がが続いている上、大規模な偶発的な負債の存在が引き続き南アフリカの財政見通しや債務負担の重石になっている」との認識を示している。その上で、通貨ランド相場や国際商品市況を巡るボラタイルな状況がインフレリスクに繋がるほか、世界的な貿易摩擦や中国における設備投資の鈍化が同国の輸出にマイナスの影響を与える可能性にも警戒感を示した。他方、ラマポーザ政権による構造改革を評価する姿勢をみせており、「構造的な問題のほか、慢性的な熟練労働者不足や高失業状態にも拘らず、来年以降は経済の押し上げに繋がる」

との見方を示した。ただし、IMF同様にラマポーザ政権が進める土地改革について「法の支配と契約履行は概ね維持される見通しであり、同国における投資活動を妨げるものにはならない」との見方を示す一方、「財政悪化が続き、法の支配及び財産権が著しく弱められる事態となれば格下げを行う可能性がある」と指摘するなど、一連の改革の行方が同国に対する見方を大きく左右する考えを示している。なお、足下のランド相場は国際金融市場が落ち着きを取り戻していること

も追い風に、底値を浚う動きが出るなど比較的堅調な推移が続いているものの、先月末に発表された『中期財政計画』では財政運営が綱渡り状態であることが示されるなど不確定要素が極めて大きい（詳細は10月25日付レポート「[南アの財政運営は「綱渡り」状態が続く模様](#)」をご参照下さい）。よって、今後についても自律的な動きを促す材料に乏しいことを勘案すれば、米ドル相場など外部環境によって揺さぶられる展開が続くことは避けられず、不安定な状況に見舞われると予想される。

以上

図4 ランド相場(対ドル、円)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

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。見通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、第一生命保険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。