

通貨安に歯止めが掛からない南アフリカ

2011 年後半以降、南アフリカの通貨ランドの下落に歯止めが掛からない。主因は、①貿易収支を中心に経常収支の悪化が続いていること、②対内投資が十分に増えず、経常赤字のファイナンスが不安定なこと、③中央銀行が景気悪化への配慮を優先して低金利政策を続けていること、④外貨準備が少なく、通貨当局である中銀の資金逃避リスクへの対応力に不安があること、の4点である。こうした中、ランド安が輸入物価の押し上げを通じて、次第に個人消費を減速させる要因となってきた。低金利政策を続ける合理性が低下した中で、中銀は、通貨危機リスクの緩和や物価安定を最優先するスタンスを明確にし、今春までに利上げに踏み切ると予想される。

約5年ぶりに1ドル=11ランド台へ下落

南アフリカの通貨ランドの対ドル相場は、2011 年後半以降2年半超にわたって下落傾向が続いている。2014年1月24日には、終値ベースでリーマンショック直後以来となる1ドル=11ランド台となった。

ランド安に歯止めが掛からない主な要因としては、①貿易収支を中心に経常収支の悪化が続いていること、②その経常収支赤字の拡大ペースに比べて対内投資の増勢が不十分なため、経常収支赤字のファイナンスが不安定であること、③南アフリカ準備銀行（中央銀行）が景気悪化への対応を優先して低金利政策を継続していること、④外貨準備が少なく、通貨当局である中央銀行の資金逃避リスクへの対応力に不安があること、の4点を指摘できる。そして、昨年5月以降は、米FRBによる量的金融緩和の縮小観測が広がり、ドル金利（資金調達コスト）が上昇する中で、投資家がこうした諸問題を抱える南アフリカへの投資に極めて慎重な姿勢をとっている。以下では、これら4つの問題について詳述する。

(1) 拡大する経常収支赤字

まず、南アフリカの経常収支は2012年以降、赤字が拡大する傾向にあり、昨年7～9月期の赤字幅は631億ランドと過去最大幅を更新し、7～9月期のGDPに対する比率で見ても6.8%に達した。

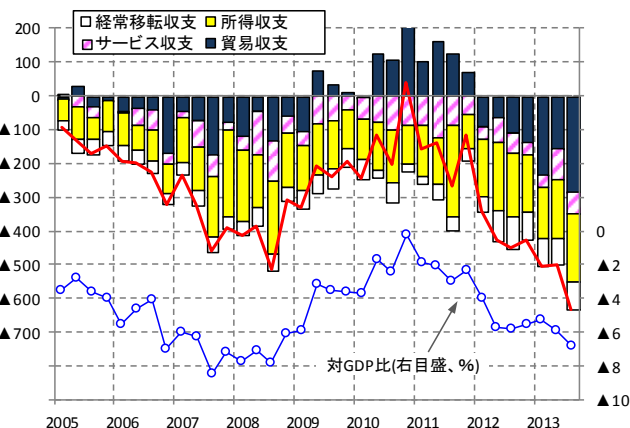
そもそも南アフリカは、原油需要のほぼ全量を輸入で賄っているほか、産業基盤が十分に整備されていないため、中間財や資本財、耐久消費財についても多くを輸入に依存している。さらに、多くの大手企業が本社を英国に構えていることから、投資収益が国外に流出

南アフリカ・ランド相場の推移（ランド/ドル、週末値）



(出所) CEIC Data (注) 直近値は1月27日。

南アフリカの経常収支（億ランド、%）



(出所) CEIC Data

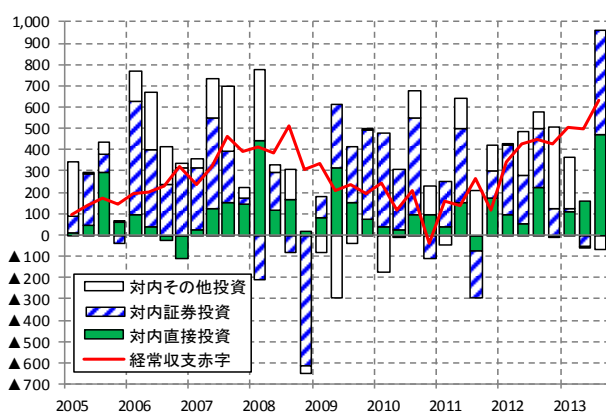
し易い。このため、経常収支は慢性的に赤字である。そうした中で、2012 年から 2013 年 1～3 月期にかけては、世界景気、特に主要輸出先である中国や EU の景気減速や、鉱山ストライキの頻発を受けて資源輸出が落ち込む一方、耐久消費財の普及や電力需要の増加を受けて輸入が原油を中心に堅調な拡大を続けていることから、貿易収支が赤字に転じ、経常赤字の赤字幅も拡大した。その後、2013 年 4～6 月期および 7～9 月期は、輸出が中国向けや EU 向けの復調によって前年同期比でプラスに転じたが、一方で輸入の伸びが輸出を上回り続けたため、貿易赤字は縮小せず、むしろ 7～9 月期の貿易赤字および経常赤字は過去最大幅となった。今後も、世界景気の回復が輸出の追い風となる可能性が高いものの、労働争議が自動車など鉱業以外のセクターに広がって今もなお生産活動の不安定な状況が続いていることや、輸入の底堅さが経常収支の改善を阻み続けると見込まれる。

(2) 不安定な経常収支赤字のファイナンス構造

次に、経常収支赤字がどのような資金でファイナンスされているかという観点から、対内投資の状況を見ると、総じて投資期間が長く安定的な直接投資が低水準にとどまっております、証券投資への依存度が大きい。さらに、証券投資の大半は政府機関や国営企業に向けた債券投資が占めている。

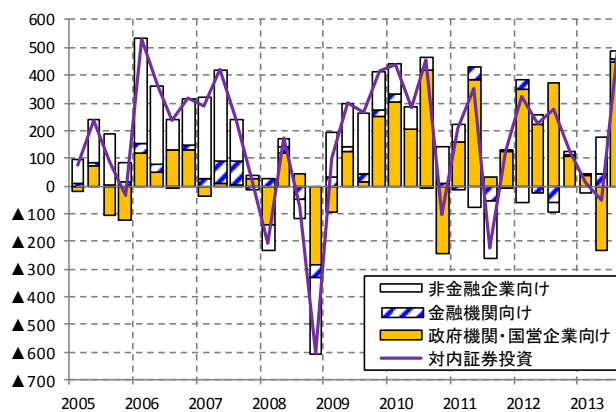
その債券投資は、ソブリン格付けが投資適格ギリギリの水準¹にあることからリスク感応度が高く、世界金融危機が発生した 2008 年後半や、欧州債務問題でギリシャのデフォルト懸念が高まった 2011 年 7～9 月期、さらに大手格付け会社 2 社によるソブリン格付けの引き下げ（2012 年秋）²に伴いリスク警戒感が強まっていた中で、米国の金融緩和縮小観測も高まった 2013 年前半には、債券投資の引き揚げが集中し、その結果、一時的ではあるが経常収支赤字を対内投資によってファイナンスしきれない状況が生じた。

南アフリカにおける経常収支赤字のファイナンス状況（億ランド）



(出所) CEIC Data

対内証券投資の投資先別内訳（億ランド）



(出所) CEIC Data

なお、昨年 7～9 月期の対内投資額は、直接投資（474 億ランド）、証券投資（488 億ランド）ともに急増し、総額で経常収支赤字を大幅に上回った。直接投資の増加は金融や医薬品での大型買収が重なったためであり、証券投資の増加は米国の金融緩和縮小観測が一旦後退した中で、再び国債市場へ資金が流入したためと見られている。ただし、証券投資の急増については、他の統計データ（南ア債券取引所調べの海外

¹ 現在、ムーディーズは「Baa1」、S&P は「BBB」としているが、ムーディーズは 2012 年 9 月に「A3」から、S&P は同年 10 月に「BBB+」からそれぞれ引き下げた。また、両社は引き続き、格付け見通しを「ネガティブ」としている。

² 労働争議が鉱業以外のセクターに広がり始めたことを受けて、ムーディーズ、S&P ともに、経済活動の停滞や輸出減少の長期化、経常収支赤字の拡大などを懸念して格付けを引き下げた。

からの債券投資額)と整合的でない³ため、今後下方修正される可能性がある。また、債券取引所の統計では、対内債券投資は昨年10～11月に119億ランドのマイナス、すなわち引き揚げ超に転じている。そのため、修正の如何にかかわらず、7～9月期の対内証券投資の増加は一時的であった可能性が高く、基調で見れば、やはり**経常収支赤字のファイナンス構造は依然脆弱**であると指摘できよう。

また、政府は昨年10月、「黒人の経済参加促進法」⁴を強化する方向で改定し、今年10月に発効すると発表した。これは、今年4月に国民議会選挙を控えている中で、与党のアフリカ民族会議(ANC)の圧倒的勝利と、同党首であるズマ大統領の続投をより確実にすることを狙ったアクションと見られる。しかし、この強化措置は、短期的に雇用情勢の改善をもたらす可能性があるものの、一方で**民間企業の活動に対する足枷として、対内直接投資を一段と細らせる要因となり兼ねない**。

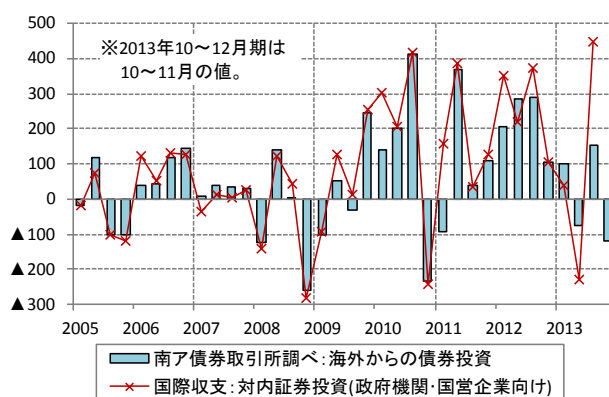
(3) 景気減速下、低金利政策を続ける中央銀行

以上の状況に対し、南アフリカ準備銀行(中央銀行)が採るべき選択肢は、①国内需要を抑制して輸入の拡大を止めるとともに、海外からの投資資金を呼び込むことを狙って金利を引き上げること、或いは、②ランド買い介入によって直接通貨安に歯止めを掛けに行くことであろう。しかし、**現状では、むしろ低金利政策が採られており、また介入効果も不十分**である。

まず、金利政策について、中央銀行は世界金融危機以降、政策金利(翌日物レポ金利)を断続的に引き下げ、インフレ率(消費者物価の前年同月比)がインフレターゲット(3～6%)の下限である3%に接近した2010年11月には5.50%とした。その後、インフレ率が上昇に転じ、2011年後半にはターゲットの上限である6%に達したものの、利上げは行わず、**逆に2012年7月に0.50%Ptの利下げを実施して、現在もそれを1年半超にわたって据え置いている**。

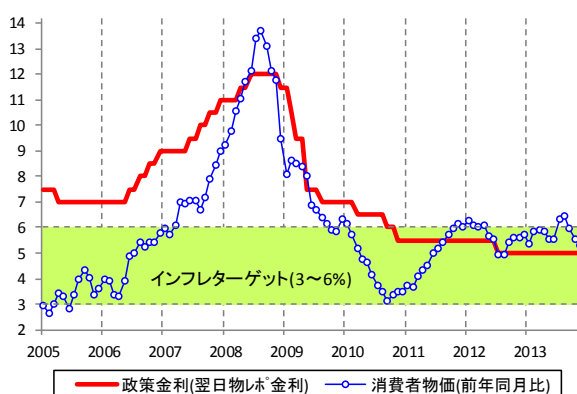
2011年後半に中銀が利上げに動かず、そして翌年に利下げに踏み切ったのは、**景気の減速が背景**にある。最近⁵の経済動向を概観すると、2010年および2011年は、世界金融危機に伴う景気下押し圧力が一巡する中で、概ね3%台の成長ペースが続いた。具体的には、①プラチナ、鉄鉱石、石炭などの鉱物資源を中心とした輸出の持ち直し、②「ブラック・ダイヤモンド」(後述)による旺盛な耐久財需要と、エネルギー

南アフリカの対内債券投資に関する2種類の統計データ



(出所) CEIC Data, 南アフリカ準備銀行

南アフリカのインフレ率と政策金利(%)



(出所) CEIC Data, 南アフリカ準備銀行

³ 国際収支(南ア準備銀行公表)では、昨年7～9月期の対内証券投資488億ランドのうち、政府機関・公営企業向けの投資は448億ランドに上っている。一方、同項目との連動性が高い統計である海外からの債券投資額(南ア債券取引所公表)は、同時期において154億ランドにとどまっている。

⁴ 南アフリカでビジネスを行う全企業を対象に、経営幹部や管理職での黒人の登用や、黒人が経営する企業からの調達などを積極的に増やすよう求めたもので、その達成度は政府調達や許認可の際に考慮される。2004年から施行されている。

⁵ 2000年代の経済概況は、2012年8月13日付けEconomic Monitor「減速傾向が強まる南アフリカ経済」をご参照。

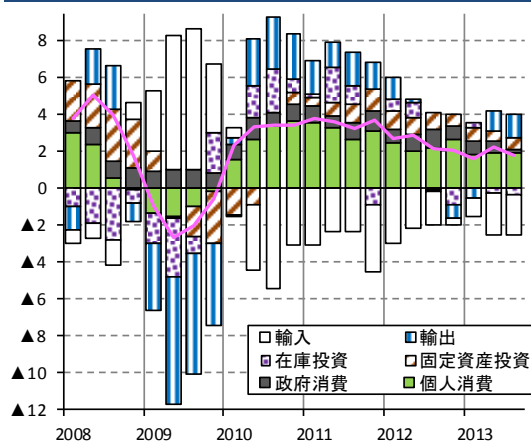
一価格下落やランド高⁶に伴うインフレ率低下を背景とした個人消費の増加、③企業による在庫復元を主因に、2010 年の成長率は 3.1%とプラスに転じた。そして、2011 年前半には固定資産投資も増加に転じたことから、成長率(前年同期比)が 3.7%まで高まった。

しかしながら、成長率はその後低下し、2011 年後半には 3.5%、そして 2012 年には 2.5%にとどまった。さらに、2013 年は、1～3 月期(前年同期比 1.6%) および 7～9 月期(1.8%) に 2%を下回るまで減速した。

成長率低下の主因は、個人消費と輸出の減速である。特に、個人消費は、「ブラック・ダイヤモンド」、すなわち「黒人の経済参加促進法」を追い風に、先行きの安定的な所得形成に自信を深めた一部の黒人層⁷が、ローンを活用しながら耐久財などを積極的に購入し続けていた中で、インフレ率の低下も進んだことから、2010 年後半から 2011 年前半にかけて 5%超の伸びを続けたが、その後は減速傾向をたどり、2013 年 1～3 月期から 7～9 月期にかけては 3%弱にとどまった。個人消費が伸び悩んでいる主な背景としては、失業率が昨年 9 月にかけて概ね 25%で高止まるなど、雇用情勢が世界金融危機後の厳しい状況から改善していないことや、金融機関の家計向け融資姿勢が慎重化していることが挙げられる。このうち、後者の借入環境については、住宅や自動車、クレジットカードなどの各種ローン利用者のうち、問題債務者⁸の割合の上昇に歯止めが掛からず、それに伴い 2012 年以降、ローン審査通過率の低下傾向が強まっている。そして、この点は特に、「ブラック・ダイヤモンド」の購買行動を抑制している可能性が高い。さらに、直近では、2011 年後半以降のランド安がインフレ率を高止まらせ、次第に個人消費の減速に追い打ちをかける形となっている。

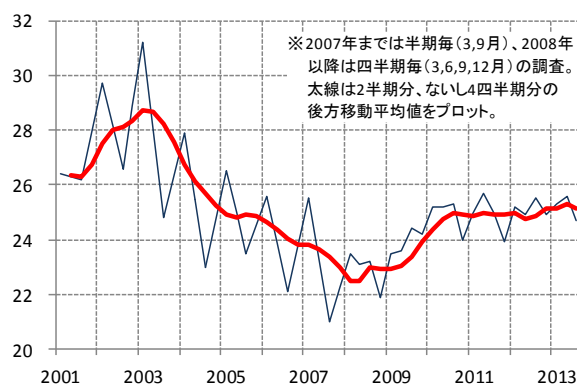
一方、輸出の伸び(実質 GDP ベースの前年同期比)は、2010 年 7～9 月期の 12.4%をピークに減速し、特に 2012 年 7～9 月期から 2013 年 1～3 月期にかけてはマイナスに転じた。通関統計によれば、全体の 10% (2012 年) を占める中国向け⁹が 2011 年の 53.6%から 2012 年には▲6.6%

南アフリカの実質経済成長率(前年同期比、%)



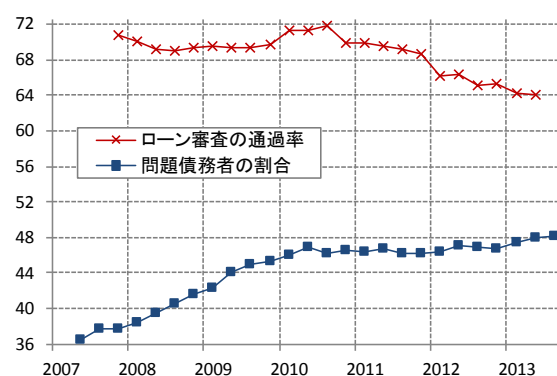
(出所) CEIC Data (注) 輸入の増加は成長率に対しマイナスに寄与。

南アフリカの失業率(%)



(出所) CEIC Data

南アフリカ家計の借入環境(%)



(出所) South African National Credit Regulator

⁶ 2009 年春から 2010 年末頃にかけては、海外投資家のリスク許容度が回復する中で、通貨ランドの買い戻しが優勢となった。

⁷ 例えば、アパルトヘイト廃止後に高等教育を受けることが出来た若年層や、黒人解放を掲げる現在の与党 ANC (アフリカ民族会議) を支援してきた人々などが想定される。

⁸ 3 ヶ月以上の延滞、ブラックリスト入り、管理命令対象のいずれかとなった債務者。

⁹ 中国向け輸出は、鉱物性製品が 77%、卑金属 (ベースメタル) が 11%を占める (2012 年)。ただし、貴金属は 2%である。

へ、また、17%を占める EU 向け¹⁰が 2011 年の 10.8%から 2012 年には▲5.4%へと、いずれも減少に転じており、中国経済の減速や欧州経済の低迷が下押ししていたと判断される。

(4)不十分な外貨準備

中央銀行にとってのもう一つの選択肢であるランド売り介入については、十分な余力がない。中銀は世界金融危機以降、外貨不足への対応策として外貨準備高を積み上げ、2012 年 2 月までに 519 億ドルまで増やした。しかし、その後は頭打ちとなっており、昨年 12 月時点では 496 億ドルとなった。断続的なランド安の中で一応、ドル売りランド買い介入を行っていることが窺える。とは言え、そもそも南アフリカの外貨準備高は輸入や短期対外債務の規模から見て不十分であるため、通貨当局である中央銀行が現下のランド安に直接歯止めを掛ける効果は極めて限定的であり、また、今後一段とランド売り圧力が強まった場合の対応余力は乏しい。南アフリカの外貨準備高の対輸入比は 5.6 カ月分と、通貨危機リスクが相対的に大きいとされる「Fragile 5（脆弱な 5 カ国）¹¹」の中でも最低であり、短期対外債務に対する倍率で見ても 1.94 倍とトルコ（1.06 倍）に次ぐ低さとなっている。

中銀は今春までに利上げへ

先行きを展望すると、まず、景気の面では、輸出が持ち直す見通しである。既に 2013 年 4～6 月期および 7～9 月期の輸出は、中国向けや EU 向けの復調から前年同期比でプラスとなった。また、通関統計によれば、10～11 月の輸出も堅調な増加となった。依然として欧州経済の回復力や南ア国内の労働争議問題に懸念はあるが、世界経済の減速にひとまず歯止めが掛かったことによって、輸出はこのまま最悪期を脱し、成長率を持続的に下押しする要因ではなくなっていくと見込まれる。

しかし、もう一つの成長抑制要因である個人消費については、今のところ復調のきっかけが見出し難い。金融機関による融資姿勢の慎重化が続く中で、中央銀行による低金利政策は消費喚起効果を発揮できておらず、それどころか、ランド安を通じてインフレ圧力を強め¹²、個人消費を下押しするという弊害のほうに次第に強まっているからである。すなわち、低金利政策は既に「景気減速への対応」という理由の合理性を失っており、今後も継続したところで、個人消費の復調につながる見込みは薄い。

さらに、ランド売り介入の余力が乏しいことに加え、米国の金融緩和縮小が進んでいくと見込まれる中で、中央銀行が今後も利上げを躊躇し続ければ、資金逃避によってランドにさらなる売り圧力が加わり、通貨危機のリスクを一段と高めることになる。

以上を勘案すれば、中央銀行は遠からず、通貨危機リスクの緩和や物価の安定を最優先するスタンスへ転換する可能性が高いと考えられる。そして、個人消費の低迷を長引かせる側面はあるものの、輸入減を通じた経常収支の改善や国外からの資金流入の回復を通じたランド売り圧力の緩和、それに伴うインフレ高進リスクの軽減を狙って、遅くとも今春までに政策金利を引き上げ始めると予想される。

¹⁰ EU 向け輸出は、鉱物性製品が 20%、貴金属が 18%、卑金属が 12%を占めるが、一般・電気機械、輸送用機械もそれぞれ 13% ずつのシェアとなっている（2012 年）。

¹¹ 「Fragile 5」は、南アフリカのほか、トルコ、インド、インドネシア、ブラジルの 4 カ国とされている。

¹² 2013 年中のインフレ率は概ね、中央銀行のインフレターゲットの上限に近い 5%台で推移し、7～8 月には 6%を突破した。