2019.8.26(nl2019.13)

Newsletter

Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

南アフリカ経済の行方

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部　研究員
竹山　淑乃
yoshino_takeyama@iima.or.jp

＜要旨＞

- 2019 年 5 月の総選挙で与党アフリカ民族会議（以下、ANC）が過半数議席を維持し、ラマポーザ氏が大統領として再任された。今後は、経済再生の構造改革等に本格的に取り組まれることが望まれるが、経済の低迷や支持基盤の不安定化により、国民の支持を得られにくい政策を継続することが難しくなる可能性も考えられる。
- 経済成長のペースは鈍化しており、実質 GDP 成長率は年＋1%前後で推移している。この背景には、海外からの直接投資の流入が減少し、産業の多様化や高度化が進まず、供給力の底上げや雇用の創出ができなくなったことにある。海外からの投資を拡大させるために改革を進めているが、その実現は容易ではなく、中長期的にも低成長が続く可能性は十分に見ておく必要がある。
- 南アフリカの銀行セクターは、中小規模の銀行を中心に不良債権比率がやや上昇しているが、自己資本比率は引き続き高く、金融システムの健全性をめぐる懸念は小さい。
- 財政赤字は景気の回復が難しいことに加え、経営不振が続く国営電力会社エスコムへの金融支援を強いられること等から、拡大する見込みである。公的債務残高に加えて、エスコムを中心に国営企業の債務保証等の偶発債務が年々増加している。政

府はエスコムに対する金融支援を表明しているものの、財政負担が大きくなることに加え、具体的な再建計画が示されていないことから、大手格付け機関による南アフリカの評価は悪化している。

- 経常収支は資源価格の小幅な下落に加え、投資低迷により供給が伸びにくいことから、輸出の伸び悩みが続き、経常赤字は GDP 比 3%以上で推移することが見込まれる。金融収支は直接投資が伸び悩むなか、証券投資やその他投資の流入増が続いており、資本逃避に対して脆弱な構造が続いている。
- 対外債務の自国通貨建ての割合は引き続き高く、また外貨準備高も十分あり、対外的な脆弱性は低い。Moody's が南アフリカの国債を投資不適格に格下げした場合、80 億ドルから 90 億ドルの投資資金が流出すると予想しているが、その流出額は外貨準備高を下回っているのに加え、国際投資ポジションはネットの資産超過が続いているため、直ちに対外債務の支払い懸念につながるとは考えにくい。
- 今後の主なリスクは①エスコムの再建計画が進められず、財政負担が増加、②Moody's の外貨建て長期債券の格下げをうけた資金流出の拡大、③ラマポーザ政権の経済構造改革の不透明性、④低成長の長期化である。
- 格付け機関は、エスコムをはじめとする国営企業の経営不振に伴う財政問題、経済成長の低迷、金融ショックへの耐性を指摘しており、特に財政問題については、顕在化しうるリスクであり、Moody's が格下げをする材料となるため、注意を要する。

＜本文＞

2019 年に入り、米国の金融政策スタンスが「ハト派」に転じ、南アフリカ・ランド（以下、ランド）の下落や資金流出にいったん歯止めがかかりつつあるものの、その実態経済は回復の見通しがたたない状況が続いている。

2018 年 2 月に大統領に就任したラマポーザ氏が 2019 年 5 月に再選され、経済の立て直しが期待される。しかし、南アフリカは国営企業の経営不振に伴う財政悪化、汚職撲滅、および経済再生の構造改革等の長年解決できていない課題を多く抱えており、先行きは引き続き不透明である。

本稿では以上を踏まえて、南アフリカの経済の現状および見通しと今後のリスク要因ついて考察する。

1. 政治動向

2019 年 5 月に行なわれた 5 年に 1 度の総選挙で、与党アフリカ民族会議（以下、ANC）が辛うじて過半数議席を確保し、ラマポーザ大統領も再任された[1]。大統領は行政のスリム化のために新内閣の閣僚の数を 36 から 28 人に削減し、女性や若手を登用した。また、経済界とのパイプのあるムボウェニ財務相と選挙前から国営電力公社エスコムの再建等の財政健全化政策を進めていたゴーダン公共企業相が再任されたことから、2018 年に掲げた改革を積極的に実行しようとするラマポーザ大統領の意志が見られる。一方、汚職疑惑のあるデービッド・マブサ副大統領が再任されたほか、2017 年にラマポーザ大統領と ANC 総裁選挙を戦ったドラミニ・ズマ氏も協調統治・伝統業務相に就任する等、ANC 内の党内派閥調整の可能性があると指摘されている[2]。

ラマポーザ大統領は、2018 年の就任時に経済再生のための構造改革（投資促進策、インフラ開発、土地改革[3]、国営企業改革等。図表 1）のほか、財政再建、および汚職撲滅等の政策を掲げた。今年 5 月の選挙を見据えた ANC 党内勢力への配慮などから、進展は芳しくなかったため、今後は本腰を入れて取り組まれることが求められる。

しかし、南アフリカの経済は低迷が続いており、また、足元 ANC の支持率が低下しているのに加え、与党内の支持基盤も盤石ではないことから、国営企業の人員と経費の削減、土地改革および労働改革等、国民の支持を得られにくい政策を推進することが難しくなる可能性も考えられる。

---

[1] 与党の得票率は 2014 年の 62.2%から 57.5%に低下し、白人などの支持が多い民主同盟（DA）と黒人貧困層に支持を広げた経済的解放の闘士（EFF）が躍進した。

[2] 2017 年 12 月の ANC 総裁選挙では汚職撲滅を掲げたラマポーザ氏がズマ前大統領の前妻のドラミニ・ズマ氏に僅差で勝利したため、2018 年 2 月発足のラマポーザ政権はズマ派に対して配慮した内閣となったが、引き続きその方針は続いている。

[3] アパルトヘイト時代に白人支配階級により強制的に土地を奪われた人々に対して、土地を返還する政策を導入。しかし、2018 年時点でも南アフリカの人口の約 2 割の白人が国土の 7 割以上の土地を所有している状態が続いており、経済発展の弊害となっている。

図表 1　経済再生の構造改革

政策	内容	進捗
投資促進策	5年間で1,000億ドルの新規投資を呼び込む。	2018年の投資家会議で表明した3,000億ランド（200億ドル程度）のうち、2,500億ランド分のプロジェクトは進行中。2019年11月に再度、投資家会議を開く予定。
インフラ開発	電力・水の安定的な供給のため、老朽化した設備の修繕。1,000億ランド（70億ドル程度）のインフラファンドを設定。	エスコムの改革において電力老朽化設備の修繕を対応中。
土地改革	土地を黒人に返還する動きを加速するために、2018年7月に現所有者に対して補償なしで土地の収用を進めることを可能にする憲法改正を提案した。	有識者による助言委員会を設立する等、憲法改正手続きを準備中。
国営企業改革	エスコムをはじめとする国営企業の経営不振により、財政負担が増加している。人員や経費を削減し、中期的には民営化を視野にいれながら、管理を強化。	エスコムの財政支援をする代わりに、国営企業に経営効率化のための計画を策定中。
労働改革	5年間で27万5,000人の雇用を新規に創出。公的部門においては、賃金上昇を抑制するための取り組み。ストライキや賃金引上げ交渉等の労働者保護色の強い労働政策の見直し。	主要な法律は既に可決されているため、その運用方法を準備中。
教育改革	教育システムの改善と新卒者の学力向上。	教員組合の力が強く、改革は保留中。

（出所）各種報道

2. 経済動向

（1）現状

世界金融危機を境に南アフリカの経済成長のペースは鈍化しており、ここ 2、3 年の経済成長率は年＋1%前後で他の新興国と比べても低い成長が続いている（図表 2）2018 年の実質 GDP 成長率は、大干ばつによる農業生産の減少や鉱業憲章改定[4]の遅れによる鉱業生産の鈍化をうけて、前年比＋0.8%となった（図表 3）。需要項目別寄与度をみると、家計消費は引き続き同＋1%ポイント以上を維持した一方、歳出抑制に向けた公共投資の削減や、政局の不透明が続くなか企業の設備投資抑制もあり、固定資本投資はマイナスに転じた。

2019 年第 1 四半期は、国営電力会社エスコムの輪番停電や送電停止の影響を受けて経済活動が停滞し、実質 GDP 成長率が前期比年率－3.2%まで落込んでおり、南アフリカ準備銀行（以下、中銀）は 2019 年通年の経済成長率を 4 月に予想した前年比＋1.3%を大きく下回る 0.6%で着地すると予測している[5]。

失業率は 27%台と高い水準で推移していたが、2019 年第 2 四半期にさらに上昇し、

[4] アパルトヘイト時代に不利益を受けてきた黒人の経済力向上を目指し、白人から黒人へ鉱山権益の分配を進めることを目的とした制度。2017 年にズマ前政権が失業率の改善のために鉱業権や炭鉱権の黒人保有率の拡大、南ア企業からの鉱業資材などの調達率の引き上げ、黒人採用率の引き上げなどを試みたが、鉱業界からの反発を受けていた。ラマポーザ政権は鉱業界と党内の意向を配慮しながら修正案をだし、ようやく 2018 年 12 月に改定が下りた。

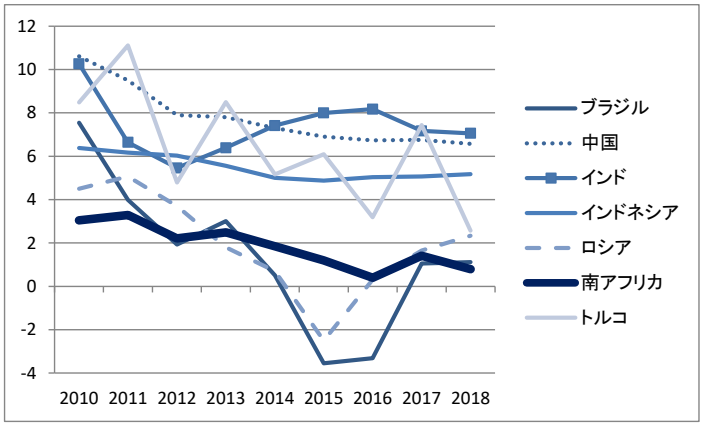
[5] IMF も 2019 年 7 月に 2019 年の実質 GDP 成長率を 4 月に予想した 1.2%から 0.7%に引き下げた。

11 年ぶりに 29%を上回った（図表 4）。2018 年 10 月にラマポーザ大統領が雇用創出政策を掲げたものの、まずは、財政再建のために国営企業の職員や公務員の削減が必要であり、失業率の改善には時間がかかるだろう。また、企業景況感指数[6]は 2018 年初めのラマポーザ大統領就任時に一時 40 ポイントまで回復したものの、2019 年第 2 四半期に 28 ポイントまで低下している（図表 4）

ランドの対ドル相場は、2018 年の米国の利上げやトルコショックなどの影響を受けて一時 2 年ぶりの 15 ランド台まで下落した（図表 5）。2019 年に入り、米国の金融政策スタンスがハト派に転じたため、下落基調は一服した。その後、ラマポーザ大統領の再選や米国の更なる利下げ観測の高まりにより、一時上昇したものの、エスコムの計画停電による景気の低迷や財政悪化に伴い大手格付け機関の評価がネガティブになったこと（詳細 4 章（2））をうけて再び下落している。

インフレ率は、ランドの下落や原油価格の上昇をうけて 2018 年後半に前年比＋5%台まで上昇した（図表 6）。加えて、電気料金の継続的な値上げ等の長期的なインフレリスクが高まったことから、2018 年 11 月に、中銀は約 3 年ぶりに政策金利を 6.75%に引き上げた（図表 6）。その後、原油価格が落ち着いたこともあり、インフレ率は同＋4%台で落ち着いている。インフレ予想がしっかりと繋ぎとめられている（well anchored）状態が続いており、今後のインフレ率も、中銀が設定したインフレ率の目標（3～6%）で推移する見込みである。このため中銀は、2019 年 7 月に景気支援の一環として、中銀は政策金利を 6.5%に引き下げた[7]。

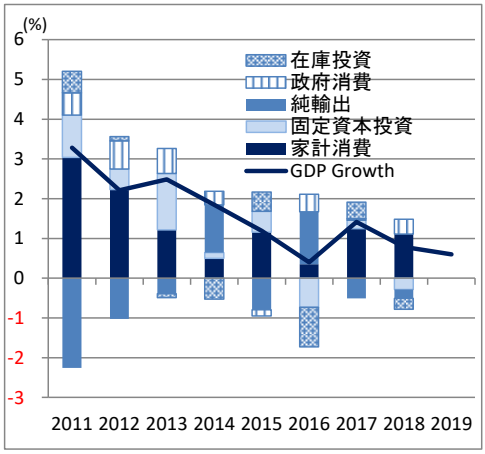
図表 2　実質 GDP 成長率の推移　各国別



（出所）IMF

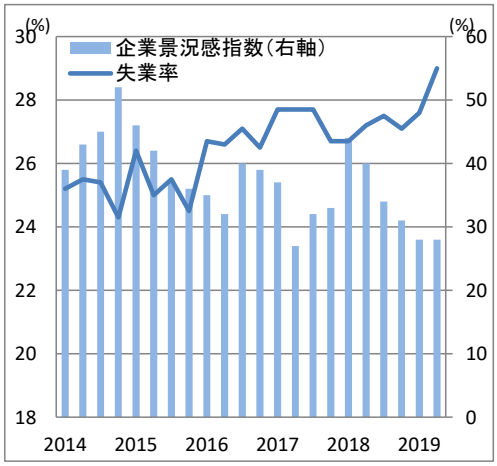
[6] 南アフリカ経済研究所（BER）が四半期ごとに発表。50 以上が好況、50 以下は不況。
[7] 今回の利下げは緩和サイクルのはじまりではなく、中銀は追加利下げには慎重姿勢を示している。

図表 3　実質 GDP 成長率の推移　需要項目別



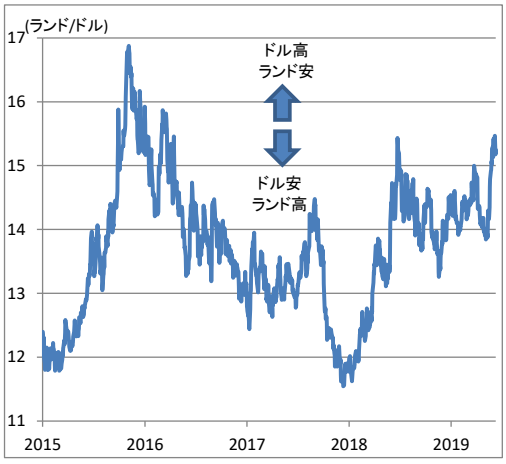
（出所）統計局　注：2019 年は中銀予想

図表 4　失業率、企業景況感指数　四半期ベース



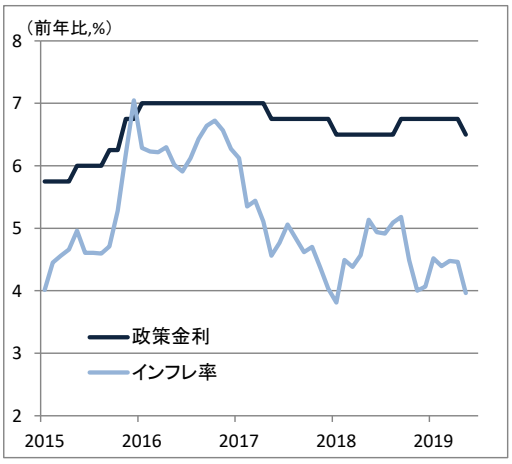
（出所）統計局、南アフリカ経済研究所
注：企業景況感指数は 50 以上が好況、50 以下は不況

図表 5 ランドの対ドルレート



（出所）ロイター

図表 6 インフレ率、政策金利の推移



（出所）統計局、中銀

（2）低成長の背景

南アフリカの経済が停滞している背景には、海外からの直接投資の流入が減少したことが影響していると考えられる。2014 年以降、対内直接投資が減少し、固定資本投資の GDP 比率が低下しており（図表 7）、また他の新興国と比較しても、低率に止まる（図表 8）。今後も当面、投資が急に回復することは期待しがたく、内需全般に横ばいで推移することが見込まれる。

海外からの資本流入が伸び悩む中で、鉱業に依存した経済構造を変革すべく、海外から製造業を誘致すること等による産業の多様化や高度化が進まず、供給力が低下し、新たな雇用も生み出すことができなくなった。内需拡大に見合う国内の供給能力が限られ

ているため、輸入で賄うことにより、経常収支は拡大するという構造となっている。

南アフリカでは、白人が政権を握っていた 1990 年以前にインフラ基盤が整備されたため、近年アジアの発展途上国に比べると大規模な新規の投資案件が少ない。しかし、その当時の設備は老朽化しており、電力や水道等のインフラが不足している。加えて、政府や公営企業の汚職やストライキ等の労使問題も多発しており、また、教育水準が低いため、世界銀行の Doing Business 2018 における同国の Ease of doing business の順位は 10 年前の 32 位から 82 位まで低下している。

今後、このような投資環境を改善し、海外からの投資を拡大させるために、ラマポーザ大統領による経済再生のための改革（前述）が必要である。しかし、その実現は容易ではなく、南アフリカの経済は中長期的にも低い成長が続く可能性を見ておく必要がある[8]。

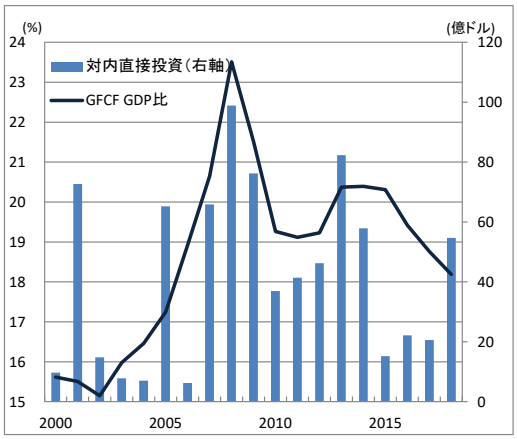
尚、経済回復のための明るい材料として、5 月にアフリカ大陸自由貿易圏（AfCFTA）協定[9]が発効された。ラマポーザ大統領はこの協定によって南アフリカ国内の不均衡や失業問題の改善を通して、同国の経済の成長と多様化につながるとコメントをしている。しかし、この協定が運用されるまでには相当な時間を要する[10]と考えられており、低成長を脱却する起爆剤となる可能性は低い。アフリカ域内は既に複数の地域共同体が関税同盟を形成しており、その上で各国が運用ルールを合意するまでには相当な時間がかかると考えられている。加えて、アフリカ域内のインフラが未整備な部分が多く、物流コストがかかるため、域内の貿易を活性化するには時間がかかると考えられている。

[8] 中銀の見通しによると、2020 年まで 2%を下回る低い成長が続き、2021 年に漸く 2%に到達する。

[9] アフリカ連合の加盟国 55 カ国のうち、53 カ国が合意しており、経済規模は GDP で 3.4 兆ドル、人口 12 億人にのぼる。アフリカ域内の輸出入品の関税や非関税障壁の撤廃を通して、アフリカ域内の貿易額を現在の 15%から 2022 年までに 52%まで増やす計画である。

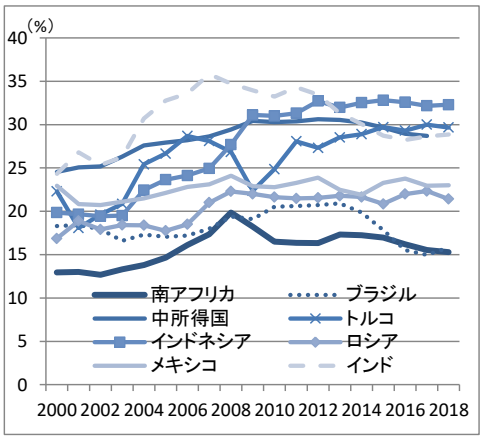
[10] 協定の立役者である国連アフリカ経済委員会（ECA）の前委員長カルロス・ロペス氏は、運用までに少なくともあと 3 年はかかるとコメントをしている。

図表 7　固定資本投資の GDP 比、対内直接投資



（出所）中銀

図表 8　新興国の固定資本投資の GDP 比



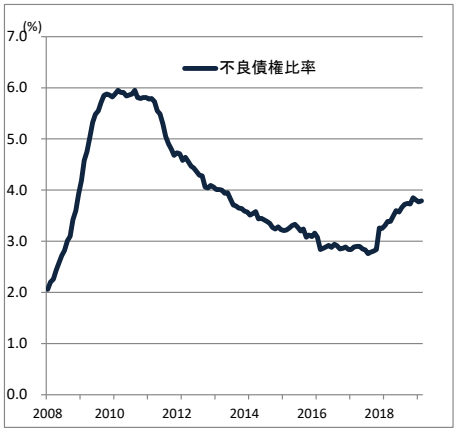
（出所）WB

3. 金融システムの評価

南アフリカの銀行セクターは、資産規模でみると、大手 5 行が 9 割以上のシェアを保有している。経済成長の低迷により、銀行セクター全体の不良債権比率は 3%台まで上昇しているが、2009 年から 2011 年頃の 5%台に比べて低水準にとどまっている（図表 9)。規模別にみると、中小規模の銀行の不良債権比率が 9%台まで上昇している一方、中銀によるマクロプルーデンス政策の効果もあり、大手 5 行は 2%台を維持している。また、銀行セクターの自己資本比率は引き続き 16%を上回っており、金融システムの健全性をめぐる懸念は小さい（図表 10)。

Moody's は、南アフリカの十分な資本を持つ銀行セクターと金融市場は信用力の支えであるとコメントし、2019 年 6 月の IMF 四条協議の視察でも金融システムの安定化は保たれていると評価している。

図表 9　銀行セクター全体の不良債権比率



（出所）中銀

図表 10　銀行セクター全体の自己資本比率

（出所）中銀

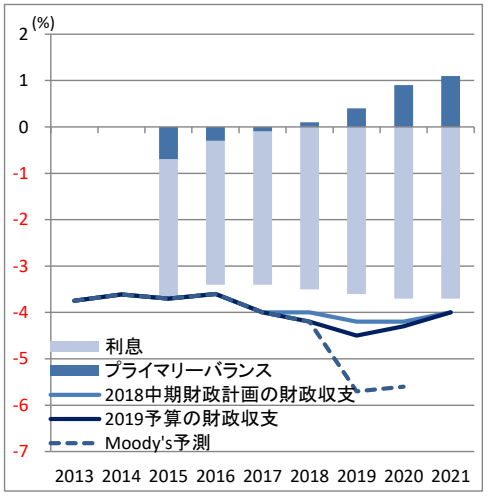
4. エスコム再建の見通しと財政への影響

（1）財政の推移

財政赤字は、景気の減速や徴税手続きの遅滞により、税収が減少したことから、2018年度もGDP比4%台で推移した（図表11）。景気回復に時間がかかることに加え、経営不振が続く国営電力会社エスコムへの金融支援を強いられることから、2019年度の財政運営はさらに厳しくなると予想される。2月に発表された2019年度の予算案では、エスコムから要請されていた1,000億ランドの債務救済の代わりに、発電、送電、配電の分割化に向けた3年間で690億ランド（GDP比1.2%程度）の財政支援を決定した。公務員の早期退職制度の推進による人件費の削減、燃料税、タバコ税及び酒税等の増税等の措置を講じているものの、2019年度から3年間の財政収支は昨年の中期財政計画から引き下げられた（図表11）。

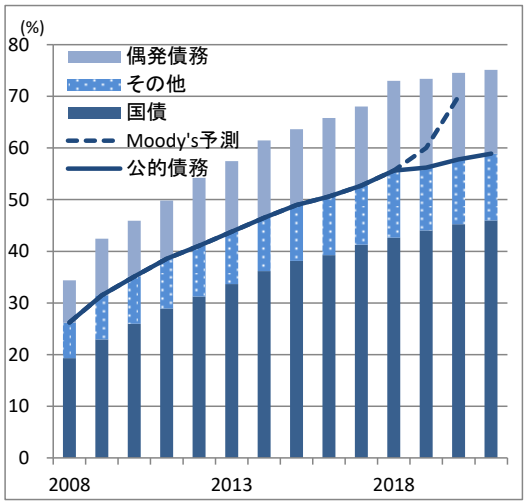
公的債務残高は、自国通貨建ての国債の増加により、2018年度はGDP比55%まで拡大した（図表12）。政府によると2023年度には公的債務残高が同60%を上回ると予想している。公的債務残高の9割近くが中長期の自国通貨建ての国債であり、政府が能動的に債務残高と借り換えリスクを管理しているため、短期的な返済リスクは低い。しかし、エスコムをはじめとする国営企業の債務保証等の偶発債務残高が年々増加し、同17%まで拡大している。

図表11　財政収支　GDP比



（出所）財務省　注:2019年以降は予測。

図表12　公的債務、偶発債務残高　GDP比



（出所）中銀　注:2019年以降は予測。点線はMoody's

（2）エスコムの再建の見通しと財政への影響

2017 年度[11]エスコムの決算は、売上げが伸び悩む一方、運営費用とファイナンス費用が拡大したため、赤字を計上した。2018 年度も、運営費用が更に増加し、赤字幅が拡大した（図表 13）。また、債務残高は 2019 年 3 月時点に 4,410 億ランドまで拡大し、そのうち 2,730 億ランド（GDP 比で約 5%）を政府が保証している[12]。地方自治体とソウェト[13]が長年、エスコムへの支払いを滞納しており[14]、エスコムの流動性が低い状況が続いているといわれている。設備の老朽化により、エネルギー供給が不安定であるのに加え、民間の再生可能エネルギーセクターとの競争激化により、業績の回復や債務の前倒し返済を見込むことが難しい状況である。

政府は 2 月にエスコムの分割化に向けた再建計画として、3 年間で 690 億ドルの支援を表明したが、その後も全面的に支援する姿勢を示している（図表 14）。

中国国家開発銀行からの融資（70 億ランド）の遅延[15]と公的金融機関[16]からのつなぎ融資を断られたことにより、4 月にエスコムの流動性がひっ迫したため、政府は、2 月に決定した 3 年で 690 億ランドの財政支援のうち、176.5 億ランドを前倒しで実行した。

こうしたなか、3 大格付け会社で唯一、南アフリカのランド建て債券を投資適格としている Moody’s は 5 月のレポートで、エスコムの政府保証付き債務を公的債務残高に加えることを発表した。加えて、南アフリカの成長の伸び悩みが続くことも鑑みると、公的債務残高は数年後には GDP 比 70%を上回る可能性があると指摘した。

6 月の施政方針演説で、大統領はエスコムに対して 2 月の 3 年間の財政支援を延長して 10 年間で 2,300 億ランドの財政支援を表明しており[17]、長期にわたって支援する姿勢を示した。加えて、健康上の理由で 5 月に辞任を表明した Chief Exective Officer（CEO）

---

[11] 2017 年 4 月～2018 年 3 月が 2017 年度の決算。

[12] 政府の保証枠は、3,500 億ランドであり、引き続き政府保証付き債務残高は拡大する可能性が高い。

[13] ヨハネスブルク近郊にある最大の黒人居住区。都市圏のため、地方自治体に含まれない。

[14] 中央政府が 2001 年から貧困層向けに生活する上で必要な電力を無料で提供する電力基本支援サービスを導入した。その運用方法は地方自治体に任されており、地方自治体がエスコムから電力を購入し、それを各世帯へ売却するため、各世帯からの料金回収も地方公共団体が行っているが、その支払いが滞っている。2019 年 2 月のエスコム CFO の会見によると、地方自治体とソウェトの支払い滞納額は毎月合わせて 5 億ドル増加しており、2019 年 2 月時点の地方自治体の滞納額は 180 億ランド（2017 年度末時点 136 億ランド）、ソウェトの滞納額は 170 億ランドに達している。一部でプリペイド式の電気メーターを導入する等の対策をしているが、根本的な解決にはつながっていない。

[15] ムボウェニ財務相は、中国の外貨交換規制問題が遅延理由であると述べた。一部報道によると、中国国家開発銀行が建設中の kusile 電力発電所の進捗を懸念し、遅延したともいわれている。
https://www.fin24.com/Economy/Eskom/eskoms-china-loan-facility-not-in-jeopardy-public-enterprises-20190503

[16] Corporation for Public Deposits
https://nationalgovernment.co.za/units/view/408/corporation-for-public-deposits

[17] 3 年間で 690 億ドルの支援を 10 年間で 2,300 億ドルに変更したものと考えられる。
https://www.gov.za/speeches/2SONA2019

の後任と政府が新設した Chief reorganisation officer（CRO）[18]を任命する予定があることを発表した。

しかし、その後も、エスコムの資金不足は続いたため、7 月 23 日に政府は、2019 年歳出法改正案と特別歳出法案を用いて、2019 年度に 260 億ランド（GDP 比約 0.8%）、2020 年度に 330 億ランド（GDP 比約 1%）の追加の財政支援をすることを表明した。ムボウェニ財務相は、2019 年度の税収が年初の予想を大幅に下回る恐れがあることに加え、エスコムの追加支援により、政府債務が増加する可能性があると述べた。

こうした状況を受けて、格付け機関の Fitch は南アフリカの格付け見通しを安定 stable からネガティブに変更した。Moody's は、追加の金融支援は、財政支出の拡大につながり、国の信用力にネガティブに働くと警告した。加えて、Moody's はエスコムに対して政府支援の必要性を軽減するような、より安定した状態に回復させる戦略がないことが、政府の財政上の問題を悪化させていると指摘し、明確な再建計画がなければ、さらなる支援が必要になる恐れがあるとの見方を示した。そして、最悪の場合は、南アフリカの財政赤字が 2019 年に GDP 比 5.7%、2020 年に同 5.6%に拡大し、公的債務の拡大にも拍車がかかる見通しを述べた。

ただし、Moody's は、南アフリカ政府のエスコム対する政策発動余地は極めて限られているものの、政府が 10 月に予定される中期財政計画の予算で政府は追加の歳入・歳出措置を講じるだろうとコメントしており、10 月の政府の対応を待つ可能性が高いとみられる。

BNP パリバのアナリストは、今回の支援は短期的なエスコムの流動性を賄うものであるが、エスコムの長期的な資金調達の問題や具体的な再建計画が示されていないことを問題点として指摘している。エスコムは財務面に加え、過剰な雇用[19]や力のある労働組合[20]等の構造的な問題も抱えているため、今後、新たに任命された CRO のフリーマン氏（South African institute of Chartered Accountants の CEO）が中心となり、タイムラインを明確にした再建計画を提示し、着実に実行することが求められる[21]。

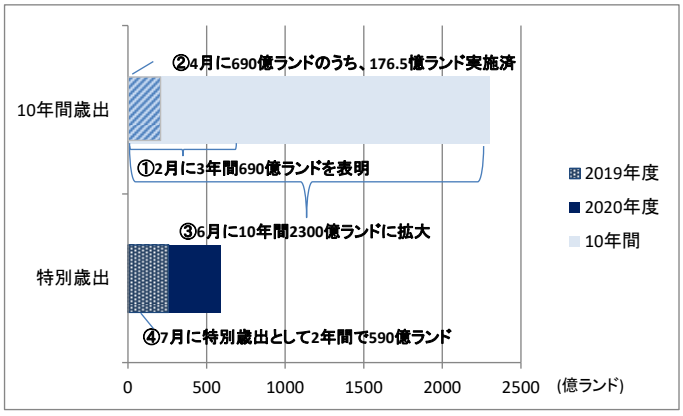
[18] エスコムの再建のために、歳入、債務及び費用の管理をする担当。ムボウェニ財務相が任命予定。
[19] エスコムの雇用者数 4.8 万人のうち、エスコム自身は 1.6 万人が過剰であると指摘しており、世界銀行も同社の雇用者のうち 3 分の 2 が過剰であると指摘している。
[20] 労働組合は度々賃上げを要求し、応じない場合や解雇に対しては、ストライキやサボタージュで対抗するため、エスコム再建を目指した従業員の賃金削減交渉は容易ではない。

図表 13　エスコム業績推移　単位：億ランド

(年度)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
売上高	1,383	1,477	1,642	1,771	1,774	1,799
当期純利益	71	2	52	9	-23	-207
借入金	2,610	3,034	3,278	3,670	3,985	4,410
政府保証	1,251	1,499	1,746	2,028	2,447	2,730
地方公共団体の未納金		50	60	94	136	199

（出所）会社資料

図表 14　政府のエスコムに対する財政支援



（出所）各種報道

5. 対外ショックに対する耐性

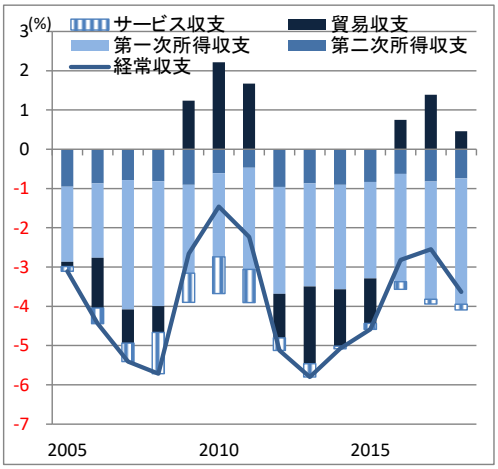
（1）国際収支の推移

経常収支は、所得収支の大幅な赤字（証券投資収益の支払い、直接投資収益の本社送金）を背景に、赤字が恒常化しており、貿易収支が経常赤字幅の主な変動要因となっている（図表 15）。2017 年以降の資源価格の回復に伴い（図表 17）、鉱物貴金属の輸出が増加する一方、それを上回るペースで原油の輸入が増加し、2018 年の経常赤字は GDP 比 3.6%と悪化した。2019 年の石炭の価格が中国の需要低下を受け、下落傾向にあることに加えて、投資低迷により供給が伸びにくいことから輸出の伸び悩みが続き、2019 年も経常赤字が GDP 比 3%以上で推移することが見込まれる。ただし、世界銀行の国際商品価格の見通しをみると、2020 年以降のエネルギー以外の資源価格は緩やかに回復することが見込まれ、2014 年前後の資源価格の大幅な下落時のような経常赤字の大幅な拡大となる可能性は低い。中銀は、4 月の金融政策レビューで経常赤字の GDP 比

率を 2019 年に 3.3%、2020 年に 3.4%、2021 年に 3.5%と予測している。

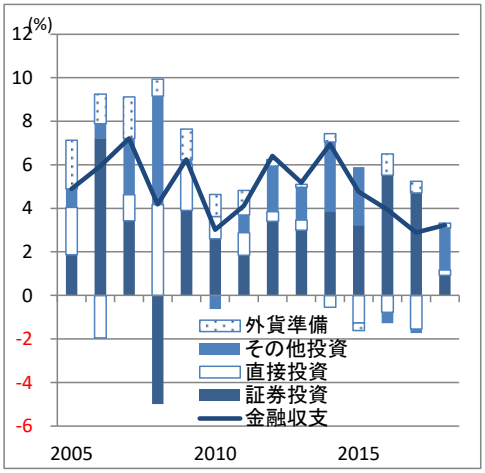
金融収支は、外国資本による南アフリカ資産の取得（資金は流入）が南アフリカ資本による対外資産の取得（資金は流出）を上回る状況が続いている。ただし、直接投資が伸び悩むなか、証券投資やその他投資の流入増が続いており、資本逃避に対して脆弱な点には留意が必要である（図表 16）。

図表 15　経常収支の対 GDP 比



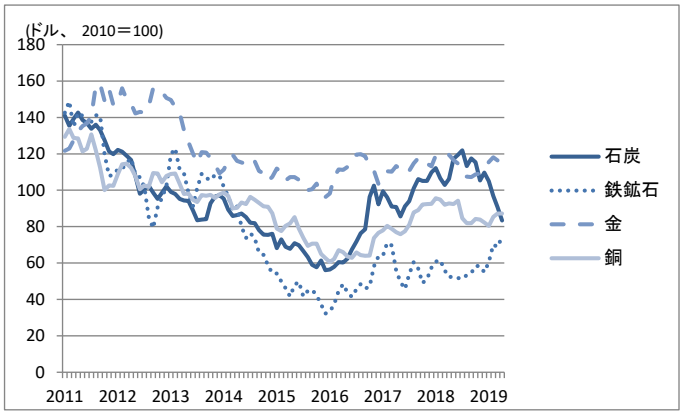
（出所）IMF

図表 16　金融収支の対 GDP 比



（出所）IMF

図表 17　主要輸出品目の国際商品価格指数



（出所）WB

（2）対外債務リスク

南アフリカの対外債務は、2017 年の GDP 比 49.6%から 2018 年の同 46.8%に縮小した[22]（図表 18）。また、対外債務の自国通貨建ての割合は、引き続き新興国としては高く、5 割程度を維持しており、Moody's もその点を対外的な脆弱性のリスクを下げる点として評価している（図表 19）。外貨準備高[23]は、2019 年 5 月時点で 483 億ドルと前年比 28 億ドル減少するも、輸入額の 6 か月分を上回っている。また、短期対外債務残高の外貨準備に対する比率は 2018 年末で時点 71.4%と 100%を大幅に下回っている（図表 20）。

外貨建て債務の償還スケジュールをみると、返済時期は分散されている。最も償還額が大きい 2020 年の外貨支払額は 92 億ドルであり、2019 年 5 月時点の外貨準備高 483 億ドルを下回っている（図表 21）。

一方、国際通貨基金（IMF）によると、南アフリカの「外貨準備高の適正額の目安[24]（ARA）」に対する比率は 2017 年時点で 62％と安全とされる 100～150％に達していない。その背景には、海外向けの南アフリカの政府債券（主に国債）は年々増加しており、2018 年末時点で対外債務全体の 4 割近くなっていることが影響として考えられる（図表 20）。その政府債券の保有者の大半は民間の債権者であり、資本逃避が生じた際の金融市場の混乱には注意を要する。

Moody's が南アフリカの国債を投資不適格に格下げし、WGBI（Citigroup World Government Bond Index）から除外された場合、IMF は 15 億ドル（2018 年の GDP 比 0.5％程度）の資金が流出する可能性を指摘している[25]。また、2019 年 3 月の報道[26]では、野村證券が 10 億ドル、国内銀行の Investec が 80 億ドルから 100 億ドル（2018 年の GDP 比 2.2%程度）の投資資金が流出すると予想している。ただし、それらの流出額は外貨準備高を下回っているのに加え 2015 年以降、国際投資ポジションはネットの資産超過が続き、2018 年末時点では GDP 比 20%を上回っており、直ちに対外債務の支払い懸念につながるとは考えにくい。

---

[22] ランド建て債券の評価替えをしたことに加え、対ドルでランド安が進んだことから、ランド建ての債務が減少したため。

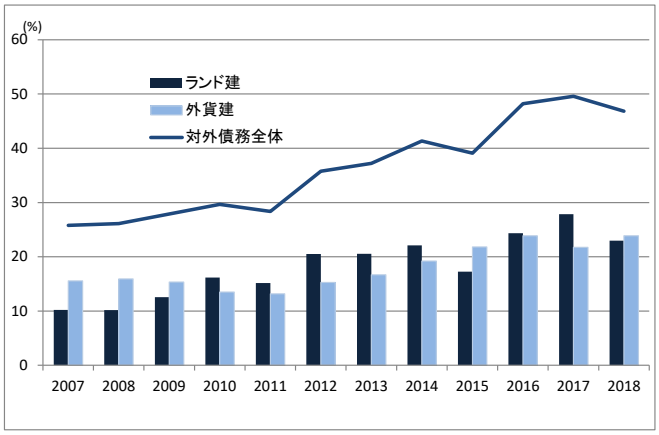
[23] 南アフリカは、外貨準備高に比して自国通貨の市場が大きいため、自国通貨安定のための為替介入は行わない方針である。外貨準備高の変動は外貨建て国債の発行・召喚に伴う外貨の預け入れ、払い出し、外貨運用益の受取、ドル建て資産価値の変動に限定。

[24] IMF が新興国を対象に設定した、各国の外貨準備高の適正水準を示す指標。5％×輸出額＋5 ％×広義マネーサプライ＋30％×短期負債＋15％×その他負債の合算値を算出し、それに対する実際の外貨準備高の比率が 100～150％であることを安全性の目安としている。

[25] IMF selected Issue 2018.7

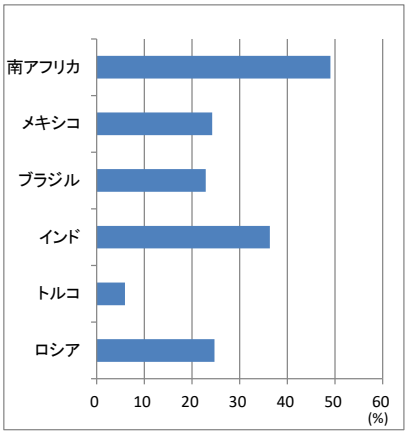
[26] 2019 年 3 月 Bloomberg 記事
https://www.businesslive.co.za/bd/economy/2019-03-25-economists-try-to-guess-moodys-mood-ahead-of-decision-on-sa/

図表 18　対外債務の通貨別　対 GDP 比

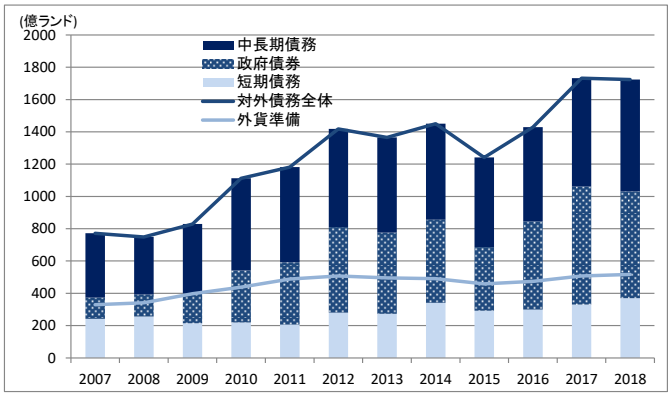


（出所）中銀

図表 19　新興国の対外債務の自国通貨建て割合



図表 20　対外債務　期間別内訳、外貨準備高推移



（出所）中銀

図表 21　償還年限別の外貨建て債務残高（億ドル）

	短期	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025以降	合計
債券	0	20	32	21	43	19	30	143	307
債券以外	271	53	60	35	27	26	11	89	571
合計	271	73	92	55	70	45	41	232	879

（出所）中銀　注：2018 年末時点

6. 今後のリスク要因

以上から、今後発生しうる主なリスクとして以下が挙げられる。

・エスコムの再建計画が進められず、財政負担が増加

・Moody's の外貨建て長期債券の格下げをうけた資金流出の拡大

・ラマポーザ政権の経済構造改革の不透明性

・低成長の長期化

ラマポーザ政権が就任した 2018 年以来、大手格付け機関 3 社の格付けに変動はなかったが、7月のエスコム向けの追加財政支援を受けて Fitch が見通しを stable から negative とした。Moody's は格下げや見通しの変更を行なわなかったものの、南アフリカの信用力がネガティブであるとコメントした（図表 22）。

大手格付け機関 3 社の中でも、Moody's は唯一投資適格級を維持しているため、投資不適格に格下げとなると、WGBI から除外され、国際収支を支えている非居住者の証券投資やその他の投資が逆流し、経常赤字の拡大やランドの対ドル相場の大幅な下落につながるおそれがある。各種報道によると、Moody's の定例の格付け見直しは、11 月 1 日を予定しており、その際に格下げまたは見通しを変更されるかが注目される。

Moody's は格下げの要素として、政府債務や偶発債務の拡大や中期的な経済成長の低迷等を指摘し、財政や経済の悪化を食い止める政策がすすめられない場合や金融ショックへの耐性が弱まる場合を挙げている。

まず、財政の悪化を食い止める政策が進められるか否かについては、短期的に顕在化しうるリスクとして注視する必要がある。Moody's は 7 月のエスコムへの追加支援をネガティブに評価しているため、今後、政府がエスコムの経営改善につながる具体的な計画を提示し、これ以上の財政負担の拡大を抑制することができるかが鍵となる。この点については、専門家の見方が分かれている。一部では、11 月の Moody's の定期見直しまでに政府が財政赤字や公的債務拡大をくい止める有意義な政策を導入する可能性は低く、格下げのリスクは高まるだろうとの見方を示している。一方、民間金融機関バークレイズのアナリストは、政府が直ちに格付けの引き下げにつながるような政策を推進する可能性は低く[27]、10 月の中期財政計画で成長を刺激する改革を示せれば、格付け機

[27] ムボウェニ財務相は、7 月の追加支援の際に、今後発表されるエスコムの CRO が同社の債務問題の解決と経営再建に向けた施策について格付け会社から意見を聞き取り、次に現実的な措置を提案することを期

関をある程度安心させることができるとコメントしており、政府の対応次第では格下げを回避する余地があると考えられる[28]。

他方、既にラマポーザ内閣は経済成長の低迷を底上げするための改革を着手しているが、その効果を短期的に見極めることは難しいため、すぐに格下げにつながる可能性は低い。しかし、経済が不安定な状況が続いており、加えて、ラマポーザ政権は、党内、党外共に盤石な基盤を有していないことから[29]、国民の支持を得られない経済改革を中長期的に続けることができるかは不透明である。経済改革が進められなければ、ビジネス環境の改善が見込めないため、海外からの直接投資を取り込むことが難しい。この場合、産業の多様化や高度化を進め、失業率低下のための雇用を生み出すこともできなく、南アフリカの経済は低成長が長期化する恐れがあり、留意が必要である。

尚、南アフリカの金融政策運営は健全であることに加え、対外債務の外貨比率の低さや為替相場の柔軟性、および過大な対外資産等の対外的な脆弱性は小さく、今後、急速に金融ショックに陥る可能性は低い。

図表 22　格付け機関 3 社の評価

	S&P	Moody's	Fitch
格付け	BB	Baa3	BB+
見通し	Stable	Stable	Negative
最終格付更新年月	2017年4月	2017年6月	2017年11月

（出所）格付け機関 3 社　注：2019 年 7 月時点

以上

＜主要参考文献＞

2018 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for South Africa　2018 年 6 月 IMF

South Africa : Selected Issues　2018 年 6 月 IMF

South Africa Reserve Bank Quarterly Bulletin March 2019

Monetary Policy Review April 2019

待されると示唆した。

[28] BNP パリバのアナリストは 11 月に Moody's が見通しをネガティブに引き下げる可能性が高いが、2019 年に投資不適格に格下げにならないだろうとコメントしている。

[29] ラマポーザ大統領は経済改革に対して有能な大臣を選出することに加え、党内派閥のバランスも考えて内閣を決定したため、ANC の党内分裂等の内政不安定化のリスクは短期的には低い。

Copyright 2019 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422
〒103-0021　東京都中央区日本橋本石町 1-3-2
電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。