

# Newsletter



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

## 南アフリカ経済および国債格付けの現状と展望

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 研究員  
水野 遼太  
[ryota\\_mizuno@iima.or.jp](mailto:ryota_mizuno@iima.or.jp)

### <要旨>

- 2016年の南アフリカ経済はほぼゼロ成長であったが、資源・商品価格の底入れ等によって今後は景気回復に向かうとみられる。
- 南アフリカの国際収支構造は、経常収支の赤字を証券投資およびその他投資の流入超でカバーしている点で脆弱である。しかし、経常収支の赤字は輸出の回復によって縮小方向にある。外貨準備は輸入の5カ月分相当と、依然として余裕がある。対外債務は自国通貨ランド建て債務の比率が5割と比較的高く、また、全体の残存期間が8年超と長い点で、急激な資金流出に対する耐性がある。
- 自国通貨ランドの対ドル実勢相場は、購買力平価に対して既に大幅に割安である。悪材料は出尽くしており、大幅続落の可能性は乏しいとみられる。
- 政府債務の対GDP比率は5割まで拡大している。国有電力会社 Eskom への政府支援拡大による更なる財政悪化の可能性が一部で指摘されているが、同社は経営改善に努めており、その成果も現れつつある。
- 電力不足、技能人材不足といった成長ボトルネックの解消は依然として大きな課題であるが、政府は発電所建設、雇用流動化策によってこれらに対応している。
- 主要格付会社による南アフリカの信用格付けは当面、投資不適格級への引き下げを

免れよう。ただし、ズマ大統領の求心力は公金流用問題によって低下している。政権に不透明感がある中、財政緊縮派のゴードン財務相の罷免や、それに伴う財政政策の方向性の転換には十分に注意する必要がある。

### <本文>

南アフリカ共和国（以下、「南アフリカ」という）は2000年代以降、「BRICS（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ）」の一員として高い経済成長を遂げてきたが、近年は景気が減速基調にあり、政治面では公金流用事件等を受けて現ズマ大統領の求心力が下がっている。

こうした経済・政治動向の中、主要格付会社は国債の格付けを現在の投資適格級から引き下げる可能性を示唆しており、仮に格下げとなった場合の影響が懸念されている。主要格付会社による国債の格付けは、現時点でスタンダード&プアーズ（S&P）およびフィッチ・レーティングスが BBB -、ムーディーズが Baa2 と、投資不適格級までそれぞれ1ノッチと2ノッチに迫っている（図表1）。背景には、電力不足、技術人材不足という構造問題を抱える中で経済成長が近年減速したこと、さらに政治動向も不透明であることが挙げられている。

本稿では以上を踏まえて、南アフリカの経済動向の現状および見通し、そしてリスク要因を考察する。

図表1 主要格付会社による南アフリカ国債の格付

格付会社	格付け	見通し	基準日
S&P	BBB-	ネガティブ	2016年12月2日
Fitch	BBB-	ネガティブ	2016年11月25日
Moody's	Baa2	ネガティブ	2016年10月25日

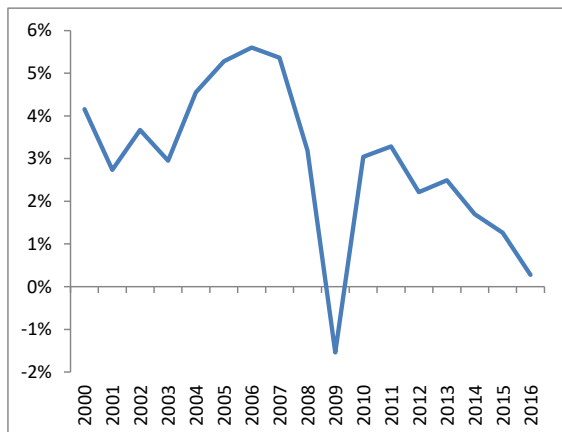
(出所) 各社資料

## 1. 経済動向

### (1) 現状

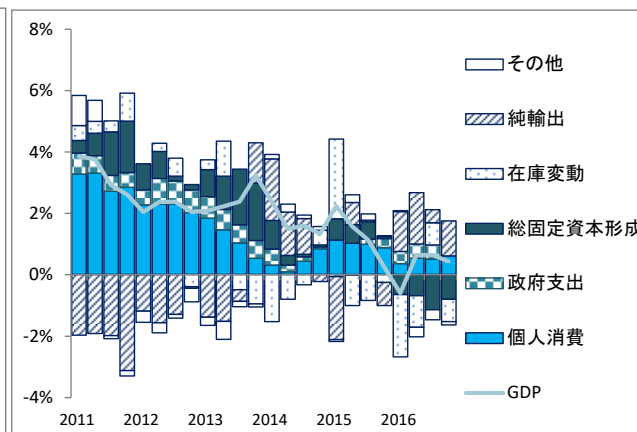
南アフリカは2000年-2013年の平均成長率が3.4%に上り、有望な投資先として他のBRICS諸国と共に大きな注目を集めた。しかし、2014年-2015年の平均成長率は1.5%に低下し、2016年はほぼゼロ成長に止まったとみられる（図表2）。GDPを需要項目別にみると、2013年半ば以降、個人消費が低迷し総固定資本形成の伸びも鈍化する中、純輸出が一時的に成長を支えていたが、2015年に入りその寄与も総じて縮小している（図表3）。

図表2 実質 GDP 成長率



(出所) 南アフリカ準備銀行

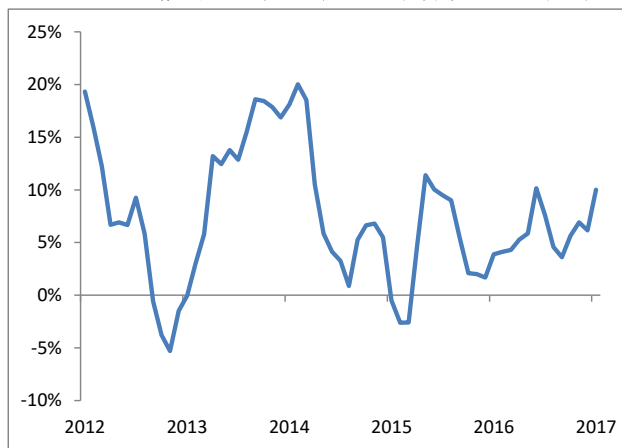
図表3 実質 GDP の需要項目別内訳



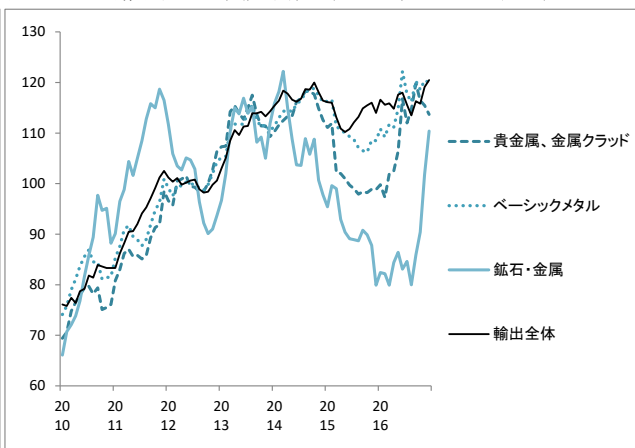
(出所) 南アフリカ準備銀行

貿易統計により輸出の前年比伸び率の推移を確認すると（図表4）、2014年後半-2016年の平均は5%に止まった（2011年-2014年前半：12%）。これは輸出先の景気悪化に加えて、2015年を中心に輸出全体の5割を占める鉱物・金属・貴金属の価格が下落したことによる（図表5）。特に鉱産物の輸出を見ると、主要輸出先であるアジア（2016年時点で全体に占める割合：57%）において、インド向けは増加しているが、他国向けは中国（2016年時点で全体に占める割合：27%）を中心に総じて減少している（図表6）。

図表4 財輸出 前年比（ランド換算、3カ月平均） 図表5 主要輸出品の単価指数（2012年=100とする）

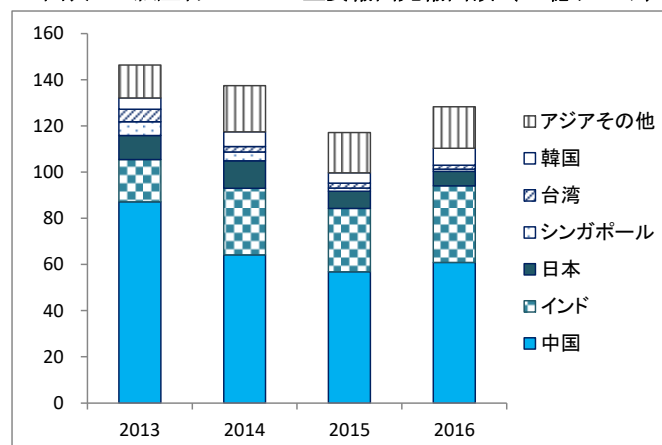


(出所) 南アフリカ歳入庁



(出所) 南アフリカ統計局

図表 6 鉱産物のアジア主要輸出先輸出額（10 億ランド）



(出所) 南アフリカ歳入庁

## (2) 見通し

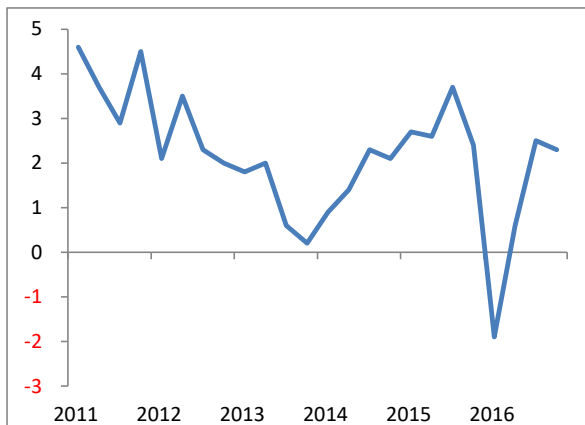
米国の利上げに伴い南アフリカに流入していた外国資本が流出することにより、金融市場から実体経済に影響が及ぶことを懸念する向きもあるが、利上げを実施し得るまでに回復した米国経済は、世界経済の成長にとってプラス要因でもある。南アフリカの輸出先首位の中国における成長鈍化を勘案しても、世界経済の成長加速（IMF 見通しでは 2016 年 3.1%、2017 年 3.4%、2018 年 3.6%）と資源・商品価格の底入れによって、南アフリカの輸出は緩やかに回復しよう。

内需も持ち直すとみられる。家計の可処分所得は 2016 年 1Q を底に小幅ながら足元でも前年比プラスを維持しており（図表 7）、消費者信頼感指数は 2015 年 2Q の -15 をボトムに総じて改善傾向にある（図表 8）。そうした中、2016 年は干ばつやランド安による食料物価上昇によってインフレ率が押し上げられていた。2017 年中には天候改善<sup>1</sup>を背景として食料物価が正常化し、中銀のインフレターゲットの上限である 6%まで低下するとみられている（図表 9）。

これら動向に鑑みると南アフリカ経済は今後、回復に向かうとみられる。国際通貨基金（IMF）は 2017 年の同国の経済成長率を 0.8%と予想している。

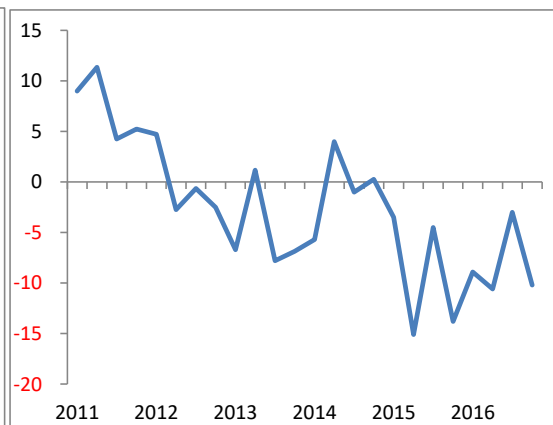
<sup>1</sup> South African Weather Service の 2017 年 1 月 23 日報道 ” Seasonal Climate Watch February to June 2017” では、「南アフリカの 2017 年上半期の天候の見通しは、同国全体として降雨の改善が期待できる」としている。

図表7 家計の可処分所得（前年比、%）



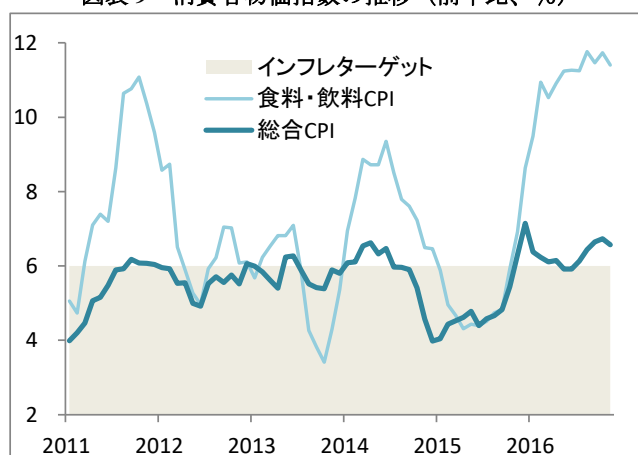
（出所） Thomson Reuters Datastream

図表8 消費信頼感指数



（出所） Thomson Reuters Datastream

図表9 消費者物価指数の推移（前年比、%）



（出所） Thomson Reuters Datastream

## 2. リスク評価

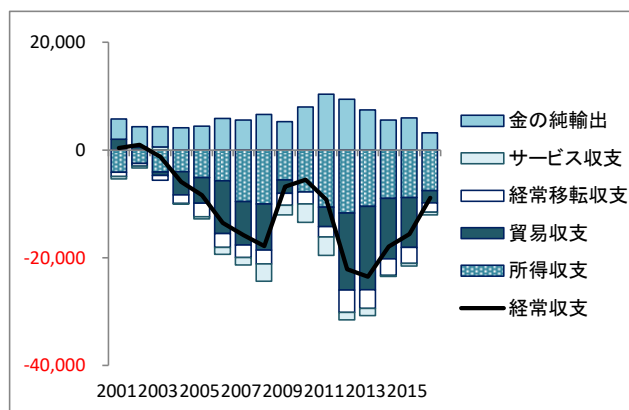
### (1) 外的ショックへの耐性

経常収支の赤字と財政赤字を抱える「双子の赤字」国である南アフリカは、国際金融市場の混乱の影響を受け易い。しかし、両収支とも、赤字は縮小方向である。

財政赤字は人件費の削減や税収強化によって2016年度のGDP比3.4%（IMF予測）から2019年度までに同2.5%まで削減される計画である。

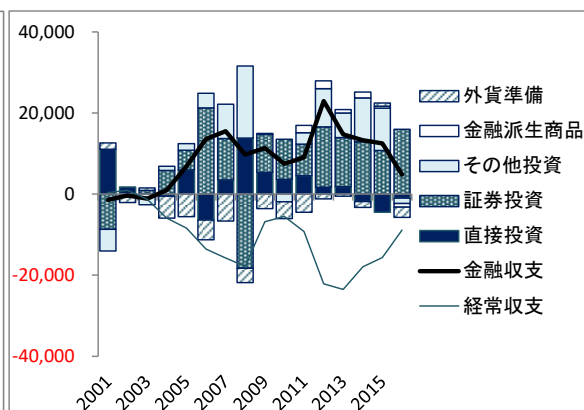
国際収支は、経常収支の赤字を主に証券投資およびその他投資の流入増でカバーするという脆弱な構造である（図表10・11）。2016年はその他投資の流入の減少によって金融収支の黒字が縮小した。しかし、貿易赤字の縮小によって経常収支の赤字も縮小したため、両者の均衡は概ね保たれた。

図表 10 経常収支 (単位: 百万ドル)



(出所) 南アフリカ準備銀行

図表 11 金融収支 (単位: 百万ドル)



(出所) 南アフリカ準備銀行

対外債務のうち、自国通貨建て債務の比率は新興国としては高く、2016年9月末時点のランド建て債務の比率は5割である<sup>2</sup>。また、2016年9月末時点の短期性対外債務残高は315億ドルだが、外貨準備はそれを5割上回る473億ドルである。なお、政府債務の対外債務の平均残存期間は2016年3月末時点で、8.37年に上る(図表12)。したがって、短期性資金の流出リスク、自国通貨相場下落に伴う元本返済リスク、外貨建て債務の利払い返済増加リスクは比較的低いといえる<sup>3</sup>。

図表 12 債務主体別 対外債務残高 (単位: 百万ドル)

	2007/12	2009/12	2011/12	2013/12	2015/12	2016/9
General Government	16,895	21,788	40,971	52,129	40,291	53,813
Short-term	0	0	0	0	0	0
Long-term	16,895	21,788	40,971	52,129	40,291	53,813
Public Corporations	4,849	5,303	12,133	16,711	17,564	18,573
Short-term	350	225	498	440	438	421
Long-term	4,499	5,078	11,635	16,271	17,126	18,152
Central Bank	2,613	814	570	680	642	783
Short-term	1,863	814	570	680	642	783
Long-term	750	0	0	0	0	0
Deposit-Taking Corporations, except the Central Bank	21,403	22,047	21,412	23,337	28,096	27,952
Short-term	17,585	16,628	14,080	18,293	20,568	22,950
Long-term	3,818	5,419	7,332	5,044	7,528	5,002
Other Sectors	17,242	13,841	14,626	15,200	14,133	15,416
Short-term	4,246	3,619	5,386	7,836	7,427	7,396
Long-term	12,996	10,222	9,240	7,364	6,706	8,020
Direct Investment	14,138	19,100	28,468	28,459	23,406	24,993
Gross External Debt	77,140	82,893	118,180	136,516	124,132	141,530

(出所) 南アフリカ準備銀行

注1: 全体の50%がランド建債務

注2: 政府の対外債務の平均満期期間は8.37年 (2016年3月末時点)

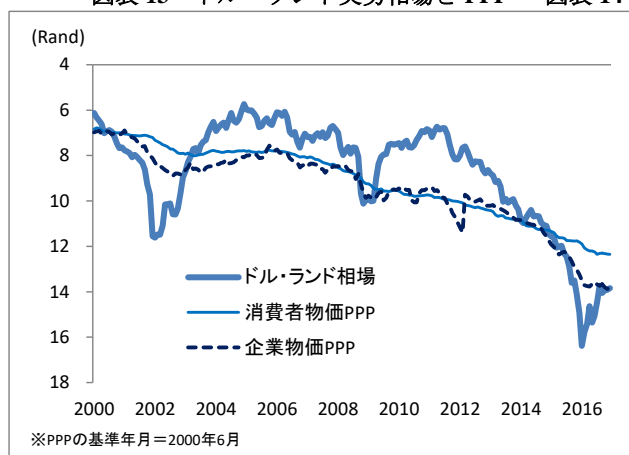
<sup>2</sup> 比較例として、2016年の1人当たりGDPが、IMFによる推計で約11,900USドルのハンガリー(S&P社による国債格付けは「BBB-」)においても、2016年4Qで自国通貨建ての対外債務比率は25.7%(出所: Thomson Reuters Datastream)

<sup>3</sup> 国債発行残高に対する、短期国債の発行残高の比率は15%に制限されている。2016年のIMF4条協議報告によると、南アフリカの国債発行額の3割以上を占める非居住者保有分のうち、資本流出の懸念があるのは20%程度に止まる。

外貨準備は2016年12月末時点で473億ドル、輸入の5カ月分と余裕ある水準である。

ドル・ランド実勢相場と消費者物価指数を用いた購買力平価 (PPP) を比較した場合、ドル・ランド実勢相場は PPP から下方に 2 割も乖離と、既に大幅に割安である (図表 13)。IMF の GDP データを用いた各通貨相場<sup>4</sup>と、PPP の乖離を見ても、乖離率 6 割強と他の通貨と比べて割安である (図表 14)。南アフリカ経済の成長鈍化や国際収支構造の脆弱性はドル・ランド相場に織込み済とみられ、目先、大幅な調整が控えているとは考えにくい。一般に、短期性の資金流入への依存が高く、かつ自国通貨相場が割高である国・地域では通貨危機のような大幅な調整が起こり得る。しかし、南アフリカの場合その可能性は乏しいといえる。

図表 13 ドル・ランド実勢相場と PPP 図表 14 IMF の GDP データに基づく各通貨相場と、PPP の乖離率 (%)



Ukraine	-75	Philippines	-61	Korea	-27
India	-74	Romania	-58	Hong Kong	-26
Kazakhstan	-72	Hungary	-56	Spain	-26
Indonesia	-69	Turkey	-56	Italy	-17
Lao P.D.R.	-66	Poland	-56	Germany	-12
Thailand	-66	Mexico	-54	France	-9
Vietnam	-66	Taiwan	-54	United Kingdom	-5
Russia	-66	China	-46	Japan	-4
Malaysia	-65	Chile	-46	United States	0
Saudi Arabia	-63	Czech	-45	Norway	3
Morocco	-63	Brazil	-44	Australia	6
South Africa	-62	Singapore	-39	Switzerland	34
Nigeria	-62	Argentina	-38		

(出所) Thomson Reuters Datastream より筆者作成

(出所) Thomson Reuters Datastream より筆者作成

## (2) 財政動向

政府債務の対 GDP 比率は IMF の推計で 2009 年時点の 30.0%から 2016 年時点では 51.6%まで上昇した。50%強という債務規模は必ずしも高くはないが、十分に追加的景気刺激策を行う余裕のある水準でもない。政府は中期予算計画書 (Medium Term Budget Policy Statement) において債務規模の拡大に歯止めをかけ、政府債務の対 GDP 比率は 2018 年度の 53.0%をピークとして、2019 年度で 52.3%に止める計画である。

こうした中、格付会社は電力公社 Eskom に対する政府支援の動向に注目している。2015 年度の財政支出 1.4 兆ランドのうち、Eskom 社に対する政府保証枠は 0.35 兆ランドに上るうえ、2016 年 3 月末時点の債務額が 0.32 兆ランドと保証枠の上限に近いから

<sup>4</sup> 「IMF world Economic Outlook Database, October 2016」の各国データを基に、以下の通り算出。  
通貨相場=名目 GDP (自国通貨建) / 名目 GDP (US ドル建)。

である。しかし、同社の経営はガバナンス改革や収益性改善に向けた電力源の多様化策をとっており、悪化の一途を辿る状態は脱したとみられる。

なお、南アフリカのクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）スプレッド（5年）の推移を見ると、ネネ財務相およびルーエン財務相の解任（2015年12月）を巡る混乱を受けて、一時372bpsまで上昇したが、ゴードン財務相の再登板に伴い改善傾向に転じており、市場が同国の総合的なクレジットリスクが低下していると評価していることがうかがえる（図表15）。

図表15 CDS スプレッド（5年）



(出所) Thomson Reuters Datastream より筆者作成

### (3) 構造改革

南アフリカでは2012年 - 2030年にかけての長期開発計画である「国家発展プログラム」を基に政策が作成されている。主な改革項目は次の通りである。

- ・ 代替エネルギーの開発促進および独立系発電事業者（IPP）の参入推進
- ・ 観光業および農業・農業関連の製造業の育成
- ・ 周辺国との貿易投資促進、情報インフラ投資の促進
- ・ 鉱業部門における雇用・投資の規制緩和
- ・ 労働市場の機能強化（雇用創出、スキルと仕事のミスマッチによる失業・就業不能の改善）、労働者教育の改善
- ・ 若年者教育の改善
- ・ 社会福祉の改善
- ・ 干ばつ対策

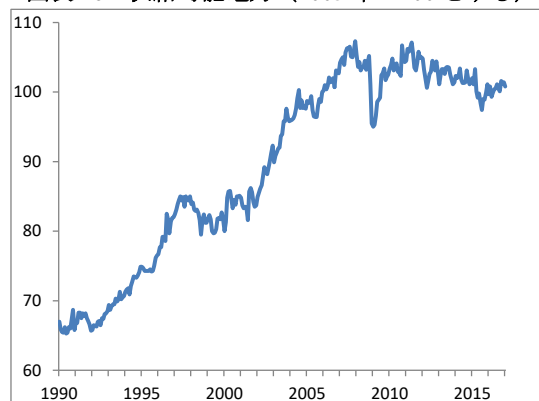


雇用者数は2011年の1,407万人から2016年時点では1,580万人まで増加した<sup>5</sup>。2016年は停滞したが、このペースで増加が続けば2030年の雇用者数は政府目標の2,400万人に達する。技術人材の開発や雇用促進のために、政府は大学や職業訓練学校向けの予算配分を増やしており、2011年度から2019年度にかけて1.4倍に拡張する計画である。

また、電力供給については、その9割超を担う石炭発電施設の老朽化が進み、発電効率も悪いため、供給可能電力の増加が2000年代後半から頭打ちである（図表16）。政府は2011年に「電力統合資源20カ年計画（IRP 2010-30）」を掲げて改善に取り組んでいる。柱の一つは電力の安定供給のための電源構成の多様化で、原子力のシェアを5%から20%に、代替エネルギー（風力・太陽光発電等）のシェアを0%から9%に拡大させる計画である。2015年時点で電力シェアは上述のEskom社が92%を占め、IPP<sup>6</sup>は4%に止まる（残りは輸入）。安定した電力供給を実現するため、政府は2009年に「IPPプログラム」を開始し、石炭および天然ガス発電事業におけるIPPの参入を促進している。IPP事業による発電量を20年間で5,000 MW（2016年の総発電容量の11%に相当）まで拡大させる計画である。

以上のような雇用問題の改善に向けた人材育成の取り組みや、電力供給の安定化に向けた電源構成多様化の取り組みは、南アフリカ経済のボトルネックを改善するものとして評価できる。2030年まで計画された取り組みを、適切な予算配分の下に継続的に実施することが、同国の政策や経済に対する投資家の信頼にもつながると考えられる。

図表16 供給可能電力（2005年=100とする）



（出所）南アフリカ統計局

<sup>5</sup> Statistics South Africa より算出

<sup>6</sup> 独立系発電事業者（Independent Power Producer）の略称で、民間企業が発電事業を運営する。IPPは、電力会社を実施する卸電力の入札に参加し、落札価格で電力会社に電力を供給する契約を結び、電力を電力会社に販売する。民間企業の参入によりエネルギーの生産・供給者の多様性、技術・資本の導入、価格の低コスト化等のメリットがあるとされている（出所：Eskom「Guide to Independent Power Producer (IPP processes)」）。

#### (4) 政治要因

ズマ政権は現在、2期目に入って3年目であるが、求心力は大統領の公金流用事件で低下している<sup>7</sup>。ズマ大統領の支持率は、2015年3月時点で33%であったが、2016年2月時点では21%まで低下した。特に、都市部の黒人層の支持率が43%から27%へと落ちている<sup>8</sup>。このため2016年8月の地方選挙で大敗したが、さらに11月には資源ビジネスを中心に多事業を展開する Sahara Group のオーナーのグプタ家との癒着が報道された<sup>9</sup>。

こうした中で、政権内の対立も報道されており、特にズマ大統領との不和が取り沙汰されているゴードン財務相が罷免された場合に財政が拡大する可能性が懸念されている。ただし、財務大臣罷免は海外投資家の更なる不信を招き、与党・アフリカ民族会議（ANC）の支持率低下にもつながることから、党内の混乱の回避を優先する与党 ANC の意向を踏まえると、実際に罷免される可能性は当面低いと見る。

南アフリカの信用格付に影響を与える今後の政治イベントとしては、2017年12月に実施される与党 ANC の党首選挙が挙げられる。ズマ大統領の任期は2019年で終了するため、新党首は次期大統領候補となる。新党首の有力候補として、ズマ大統領の元夫人ドラミニ・ズマ氏<sup>10</sup>やラマポーザ副大統領が挙げられている。このうち、与党 ANC の女性リーグ（ANC women's league）はドラミニ・ズマ氏の支持を表明している。2016年8月の地方選挙の投票結果を見ると、都市部では与党 ANC の得票率が落ちているものの、農村や地方都市では議席の過半数を確保した自治体が少なくなかったとの分析もある<sup>11</sup>。すなわち、ズマ大統領は人口の80%を占める農村や地方都市の住民を中心に一定の支持を引き続き得ていることから、2017年12月の党首選でドラミニ・ズマ氏が新党首となり、ズマ大統領の実質的な党支配が続く可能性が高いとみられる。なお、最大

---

<sup>7</sup> 2016年3月、ズマ大統領が私邸の改築に公金を使用しことに対して、憲法裁判所が警備面と無関係の改築部分について返還するよう判決を下した。これを受け、同大統領は9月に公金の返還をしており、一応の決着をみている。

<sup>8</sup> 同国 Sunday Times の2016年4月3日付報道” Urban blacks lose confidence in Zuma”。当該調査は同国の都市部の住民2,000人に対して実施されている。

<sup>9</sup> 英国 BBC の2016年11月2日付報道” The Guptas and their links to South Africa's Jacob Zuma”。もともと、ズマ大統領が今後弾劾を受ける可能性は低いとみられる。実際、2016年4月に南アフリカ下院議会において第一野党の民主連合が提起した弾劾決議案は、全議席の3分の2弱を締める与党 ANC により否決されている。

<sup>10</sup> ドラミニ・ズマ氏は2017年1月にアフリカ連合委員会委員長の任期を終え、同国に帰国した。今後の党首選選挙への足掛かりとして、近く見込まれる現政権の内閣改造に際して、ズマ大統領が要職（大臣職）に就任させる可能性があるとの報道もなされている（出所：南アフリカ fin24 の2017年1月16日付報道” Cabinet reshuffle: Zuma thinks of comeback for Dlamini-Zuma”）。

<sup>11</sup> 峯 陽一（同志社大学）新学術領域研究（研究領域提案型）「新興国の政治と経済」の2016年8月22日付コラム『機能する民主主義 - 南アフリカの「2016地方選挙」をめぐって』。

の組合勢力である労働者組合連合（COSATU）は、財政緊縮派とされるラマポーザ副大統領の支持を表明している。以上により、党首選の結果とその後のゴードン財務相の去就、そして財政政策の方向性には大いに注意する必要がある。

### 3. 投資不適格級となった場合の影響

景気が回復に向かうとみられることに加えて、外部ショックに対する耐性の高さ、前記「2.（3）」で述べた構造改革の着実な実施状況から、南アフリカの信用格付けは投資不適格級への引き下げを免れるとみられる。しかし、現政権の不透明感の強さに鑑みると楽観はできない。投資不適格級となった場合、以下の項目に対して悪影響が及ぶことが想定される。

#### （1）国有企業

国有企業の負債は外貨建ての比率が高い。為替動向により債務負担が増加、また、資金調達が困難になると懸念される。

#### （2）銀行部門

南アフリカの金融機関の健全性は高いが、資産価値下落等によって収益が大幅に悪化した場合、流動性縮小や貸出減少によって景気に下押し圧力がかかろう。

#### （3）株式市場

IMFによると南アフリカの株式市場における外国人投資家の保有株式総額は GDP 比 45%程度と高いことから<sup>12</sup>、株式売却を通じた潜在的な資本流出リスクが懸念される<sup>13</sup>。

#### （4）国債

外国人投資家の保有シェアは3割で、IMF予想では同国の格下げで5分の1（国債全体の1/15）が売却されることが予想されている。政府債務はGDP比50%程度と比較的高くはないものの、国債の利回りの上昇に伴い、財政負担が高まる懸念がある。

以上

---

<sup>12</sup> 比較例として、インド国立証券取引所の現物市場取引高における外国からのポートフォリオ投資の占有率は2015年12月時点で、18.9%（出所：インド証券取引委員会「HANDBOOK OF STATISTICS 2015」）。

<sup>13</sup> 比較例として、2010年以降国債のデフォルト危機に接したギリシャにおいて、アテネ証券取引所の現物市場の取引高における外国投資家の占有率は2010年から2012年にかけて8.4ポイント低下（2010年50.7%→2012年42.3%）している（出所：アテネ取引所「2016 fact book」）。

<主要参考文献>

IMF “2016 Article IV Consultation”

IMF “South Africa: Concluding Statement of an IMF Staff Visit”

National Treasury Republic of South Africa “2015/2016 Debt Management Report”

National Treasury Republic of South Africa “Medium Term Budget Policy Statement 2016”

Eskom “Integrated results for 2016”

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、すべてお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。

Copyright 2017 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](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>