



南アフリカ：国家的災害事態

2023年3月1日

ポリーナ・クルドヤフコ

パートナー、エマージング債チームヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



初めての出張について覚えていますか？私は 20 年前に南アフリカを訪問しました。1990 年代初めにアパルトヘイトが終了するまで非白人居住区であった都市部や、地方都市における貧困や犯罪率にショックを受けたことを覚えています。第一世界の機関を持つ国が犯罪や失業など第三世界の国で見られる深刻な問題を抱えているのは一体なぜでしょうか。先週、私はヨハネスブルグのスラム街を歩きましたが、交通機関や街頭は機能しておらず、ダークシティそのものでした。南アフリカは、国営電力会社が潜在的な発電能力の半分近くを消費者に供給できておらず、厳しい計画停電により、再び国家的災害事態にあります。第一世界の機関を持つ国が、なぜ電力や交通などの第三世界の問題を抱えているのかと再び自分に問いました。またなぜこのような状態に陥ったのか、誰が責任を負うのか、どうすれば解決できるのか、国家にどれだけのコストがかかるのでしょうか。残念ながら、すべての問題がすぐに解決できるわけではありません。南アフリカがその例です。

外貨建てソブリン債のспредや現地通貨建て債の利回りはおよそ 20 年以來の高水準をつけており、市場でも南アフリカの不安定な状況を注視しています。政府は 300 億米ドルの外貨準備高を積み上げているものの、対 GDP の総債務額及び対外債務額は同期間に二倍に膨らんでいます。従って、спредの動きは正当化されるとみています。バリュエーションは魅力的に見えるものの、ブルーベイでは南アフリカの債務に対して総じて慎重な見方を維持しています。社債セクターに目を向けると、一部の輸出が中心となる企業は相対的に良い状況である一方で、現地通貨建てソブリン債に対しては機動的なアプローチをとっています。現地金利及び通貨市場における足元の調整はやや行き過ぎと見ているものの、足元の課題は今後、現地企業にさらなるストレスをかける可能性があり、現地通貨建てソブリン債にもネガティブな影響を及ぶと予想しています。

国営電力会社はどのようにしてこの状態に陥ったのでしょうか。シрил・ラマポザ大統領のリーダーシップの下で、政府は過去 5 年間、理論上は投資における前向きな判断材料となる、賢明で伝統的な財政及び金融政策を実施してきました。しかし、同国は 4 年前に投資適格級の格付けを失いました。ジェイコブ・ズマ前大統領の下で 10 年近くも根付いていた汚職により生じた構造的な問題や 34% という世界で最も高い失業率が同国のシステムの混乱を招いたのです。国営電力及び運輸セクターは、計画停電が 14 年以上に亘り続く中で危機的な状況にあります。

南アフリカに数時間ほど滞在した人でも計画停電の程度を簡単に理解できます。国が計画停電のレベルを 4 に引き上げると、消費者は一日 2 から 4 時間の電力無しの状態に置かれます。レベル 6 まで引き上げられると、企業は一日 8 時間の停電の状態に置かれます。2022 年 9 月から南アフリカでは、レベル 6 の停電が続いています。企業にとって、この差による影響は大きいはずで、レベル 4 は対処できるものの、レベル 6 では生産能力の削減を余儀なくさせられます。例えば、レストラン経営者はディーゼル発電機のコストにより既に少ないマージンがさらに縮小し（消費者にそのコストを転嫁できなければ）、店舗閉店に追い込まれるかもしれません。同様に、今年初めには、卵の生産コストのうち、電力が 75% を占める中、計画停電が 6 週間続いたことで 1000 万羽の雛を処分しなければならなくなったことで、KFC は 70 店舗を閉鎖する事態となり



ました。その他のセクターにも圧力がかかっています。ある鉱山会社は、今後 6-8 カ月間、現在のレベルでの計画停電が続くのであれば、足元の生産量の最大 25%を縮小しなければならない可能性があると言っていました。また、断水を起こしかねない下水道の問題や水質汚染のリスクに直面する中、公共の安全に対する懸念も高まっています。

問題の原因は多岐に亘ります。構造的に高い失業率は犯罪や汚職につながっており、不完全な設備は電力不足を招いています。非公式の失業率が 42%とされる中、システムを妨害しようとする策を取るインセンティブが存在します。発電を妨害するために、石炭を盗みそれを石に置き換えるといった妨害行為が見られました。また、メンテナンス業者がメンテナンス作業中に発電機の部品を故意に壊して、繰り返し修理を行うなどの不正行為も散見されます。最近建設された発電所の中には、設計が悪く、南アフリカの気候にうまく適応していないものがあります。その結果、現在稼働しているのは 12 基のうち 5 基のみで、国全体で 4GWH の電力不足が発生しています。

多くの企業は再生可能電力の供給設備を建設することで足元の危機に対処できると考えられている一方で、このプロセスは時間がかかるとみえています。平均で、国営電力企業に対する依存度の低減に 3-5 年、完全な自給とするには 10-15 年が必要と推定されています。その間、今後 8-10 ヶ月間に供給を増やすには、国家予算を使いディーゼル燃料の購入量を増やすことに焦点があてられています。6 月から 8 月は冬の期間に入ることから、当面の間は現状どおり、現地企業に圧力が強まる傾向にあるとみえています。状況が厳しくなるにつれ、テールリスクは高まるでしょう。計画停電による 2023 年 GDP 成長率への影響は、推定次第で大きく異なります。南アフリカ準備銀行（SARB）は、計画停電により今年の経済損失は GDP の 2%になると推定し、今年の GDP 成長率のターゲットを 0.3%と慎重に設定している一方で、南アフリカ財務省の推定はより楽観的で GDP 成長率のターゲットを 1%近くに設定しています。とはいえ、PWC などの第三者機関のコンサルタントは、電力危機により同国の GDP 損失が最大 3%に達する可能性があると言っています。

テールリスクのシナリオとなれば、影響は成長率以外にも及ぶとみえています。2024 年には南アフリカ総選挙が控えています。政府のエネルギー危機の対応に失望が広がる中、アフリカ民族会議（ANC）は 27 年間で初めて過半数を失う可能性があるほか、ラマポーザ現大統領が再選されないリスクもあります。これにより、異なるリーダーのもとで、連立政府となるリスクもあることから、不透明感はさらに強まっています。

ラマポーザ大統領は、とりわけ 2009 年-2018 年のズマ政権の下で汚職が深く根付いていたことを考慮すると、問題を起こしたのではなく、受け継いだとも言えます。実際は、高い失業率などの構造上の課題はアパルトヘイト時代に遡ることができま。ティト・ムボウェニ氏が 1990 年代後半に包括的な雇用改革を実施したものの、経済の構造的変化により第三次産業が経済の 3 分の 2 を超えるまでに成長し、労働市場で得られるより高いスキルが必要とされるようになりました。問題の根本的な原因が何であれ、国民も投資家も自分の意見を、行動をもって示しているようにみえます。既にこの基調は、投資業界で見られており、オフショア投資比率が従来の上限である 30%から、今年は 45%に引き上げられたことを受けて、現地の資産運用会社は昨年、オフショア資産へのアロケーションを 5%増やしました。さらに、現地の年金基金からは資金流出が見られ、2019-2020 年に債券ポートフォリオのアロケーションを大きく増やしたことは、今後の需給面の下支えとはならないかもしれません。

一方で、どのような前向きなニュースがあるのでしょうか。深刻な状況には、危機を脱するために思い切った措置が必要です。政府は、ルディ・ディックス氏のもとで、電力及び運輸セクターの再編に焦点を当てたプロジェクト・マネジメント・オフィス（PMO）の設立に積極的に取り組んでいます。2 月末の予算案と同時に発表された国営電力企業の救済案で見られたように PMO による取り組みは順調に進んでいます。さらに、今後数か月のうちに送電及び発電の分離に関してさらなる発表があると予想しています。焦点は引き続き民間電力会社による送電システムへの接続と、発電を民間企業との競争に開放することにあります。国家的災害事態により緊迫感が増し、政府は法的な障害を回避して比較的早いペースで動くことが可能になりました。また、以前から ANC が上げていた民間企業への市場開放に対する反対の声も弱まりました。

PMO が計画を遂行することができれば、今後 10 年間で南アフリカは足下の危機から脱却し、同国の総発電量の 3 分の 1 を占める可能性のある、ソーラーエネルギーが新たな電力供給の主流となり、最もグリーンな経済国に変化していくと考えています。しかし、短期的には忍耐強く投資機会を待つ姿勢が報われると考えています。国内機関の盤石さと統合性を評価しているものの、移行期は常にボラティリティを伴います。30 年前にネルソン・マンデラ氏が政権を握った際には内戦勃発のリスクが回避されましたが、当時と同様に強いリーダーシップが発揮され、穏やかな移行になることを期待しています。しかし、実際に、同じようなエネルギー危機を上手く乗り越えられた国はごく少数です。例えば、インドは 20 年以上も電力供給の危機に耐えており、企業は何年もかけて代替電力供給源を構築することで対応してきたものの、その問題は現在も続いています。PMO が成果を出したとしても、その移行には時間がかかり、その間、南アフリカの第三世界で見られるような電力問題は、言うまでもなく同国の第一世界の機関、さらには債券市場におけるバリュエーションの足かせになるとみています。





ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上