



南アフリカ: 停電は続くが未来は明るいか？

フィル・ランガム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー
新興国株式チーム責任者

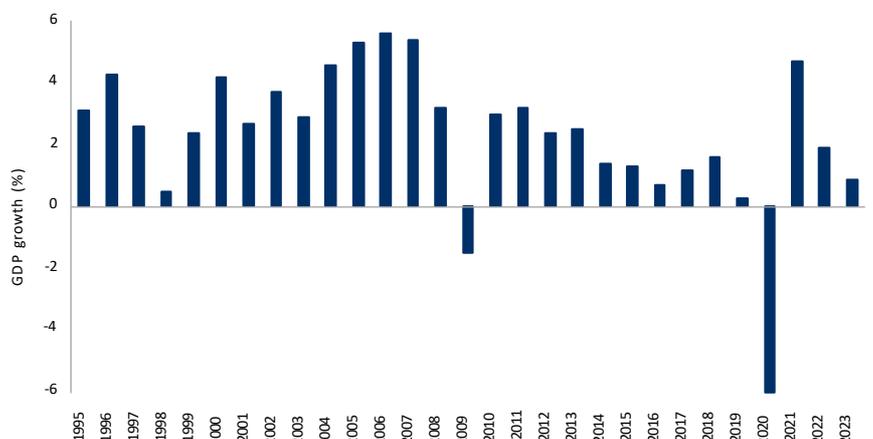
2024年5月

“南アフリカの人々が自国に対して大きな誇りを感じ、明るい未来への明確な楽観主義を抱いていたことをはっきりと覚えています。”

私は23年前の思い出に残る休暇に初めて南アフリカを訪れ、西ケープ州の素晴らしい環境の中で妻にプロポーズし、1年後に結婚式のためにプレテンベルグ湾を訪れました。

ネルソン・マンデラが当選してわずか数年後のことで、南アフリカの人々が自国に対して大きな誇りを感じ、明るい未来への明確な楽観主義を抱いていたことをはっきりと覚えています。しかしその後、GDP成長率の低迷（図表1）、一人当たりGDPの伸び悩み、一貫して高い失業率、格差の拡大、貧困、腐敗の蔓延、そして最近では停電の危機など、大きな失望に見舞われてきました。

図表1：南アフリカのGDP成長率



出所: IMF、2024年4月30日

南アフリカは5月29日に将来を形作る可能性を秘めた総選挙を控えています。この機会に南アフリカを訪れ、いくつかの重要な質問を投げかけたいと思いました。なぜ経済停滞に見舞われたのでしょうか。南アフリカのサイレント・マジョリティーを代表する改革派／法治派の指導者が新たに誕生すれば、過去20年間の停滞を覆せるという希望はあるのでしょうか。それとも現与党のアフリカ民族会議（ANC）がこれまでと同じことを繰り返す結果となるのでしょうか。テールリスクはどの程度の影響があり、どの程度の可能性があるのでしょうか。

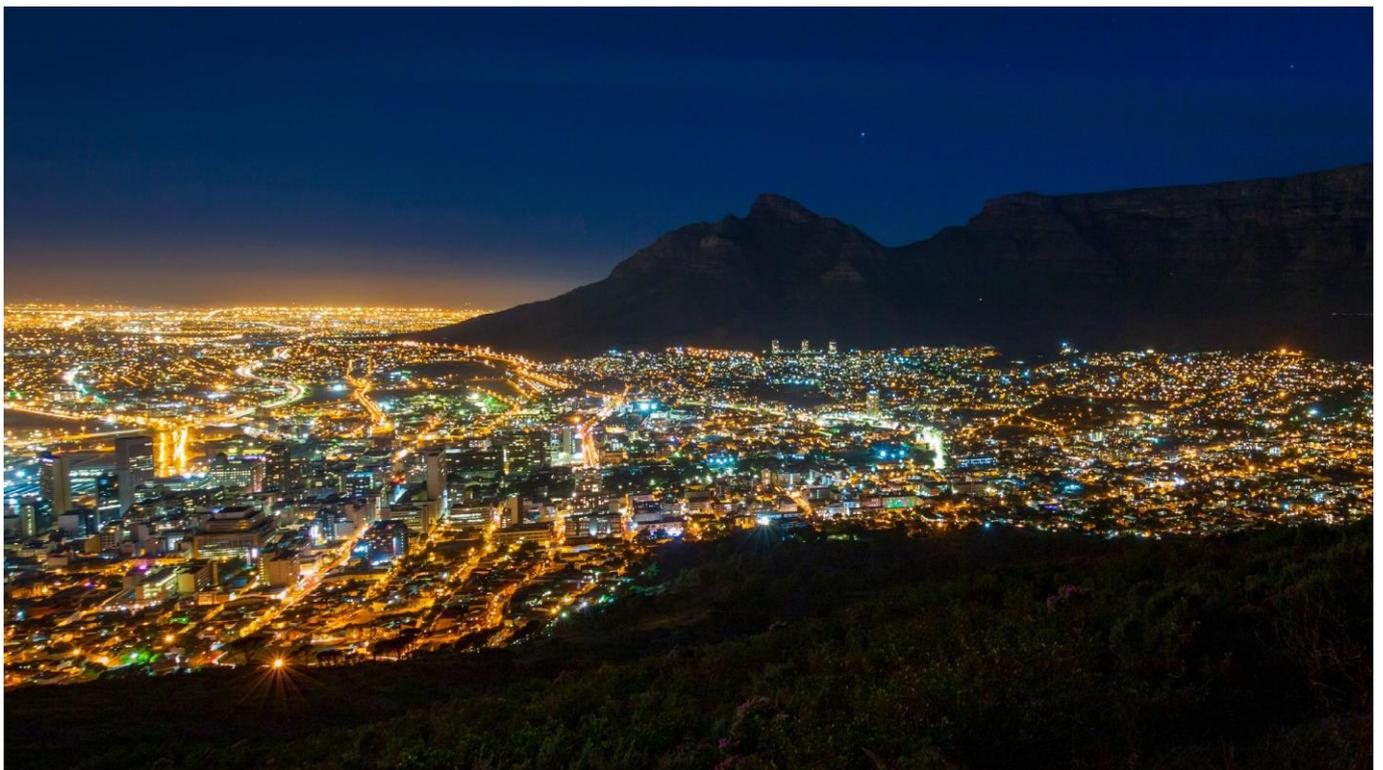
“風土病的な構造問題を過小評価すべきではないことは明らかです。その核心は、ANC全体に蔓延する汚職と、インフラへの投資不足なのです。”

30年前にマンデラが当選して以来、初めてANCが政権を失う可能性が出てきました。マンデラ政権下では、党は圧倒的な支持と道徳的正当性を享受していました。この20年間、党内の腐敗が蔓延し、有権者の幻滅を招いたため、その支持は徐々に低下し、今では明らかに国の足かせとなっています。高い失業率、貧弱な医療と教育、脆弱なビジネス環境、そして貧困が続いています。ANCは長期に亘って支持率が低下し続けており、南アフリカは現在、一党独裁から脱却しつつあります。2019年、ANCは58%の票を獲得しましたが、今回の選挙ではこれを大幅に下回ることになりそうです。

マンデラの後のANC指導者の多くには疑問符がつけられてきましたが、現リーダーのシリル・ラマフォサは2019年に「ラマフォリア」と呼ばれた楽観の海の中で選出されました。彼の強力なビジネスと反汚職に対する信任を受けたのです。残念ながら、彼の任期中には経済が横ばいになり、ここ2年間は停電が致命的な影響を与えるなど、再び期待外れに終わろうとしています。風土病的な構造問題を過小評価すべきではないことは明らかです。その核心は、ANC全体に蔓延する汚職と、インフラへの投資不足なのです。

これは、電力と交通インフラを供給する2つの主要国営企業であるEskom社とTransnet社の一貫した業績不振にも反映されています。両社とも不祥事、過剰な原材料調達コスト、投資不足に苦しんでいます。興味深いことに、私がヨハネスブルグに到着したときに、2年ぶりに3週間も停電がなかったと聞かされました。これは、最悪の事態が去ったことを示すものなのか、それとも選挙前のパフォーマンスによるものなのか、意見は分かれました。また、貧弱な教育、低技能労働者の高コスト体質、不平等、福祉・社会的セーフティネットの欠如、犯罪など、その他の構造的問題についてもほとんど進展が見られていません。

南アフリカで一貫して見られる明るい点は、民間部門が非常に強いことです。私は常に、南アフリカ企業の経営陣の質の高さに感銘を受けてきました。多くの企業が厳しい政治・経済環境に対応しています。



¹ ANC総選挙結果（1994-2019年） | Statista.

実際、民間セクターは、政府が役割を果たせていないサービスを提供するために頻繁に介入しています。私が会った企業のひとつであるディスカバリー社は、新型コロナウイルス流行時のワクチン提供、ヨハネスブルグの道路穴の補修、医療への投資とサービス提供といった分野で支援を行っています。民間セクターは全体として、独自のエネルギー発電を提供することで電力危機を乗り切ることができています。

南アフリカの多くの問題を解決するには、民間セクターの関与が必要でしょう。実際、ディスカバリー社のエイドリアン・ゴア最高経営責任者（CEO）は、シリル・ラマフォサやその他の政府高官と定期的に会談するビジネスリーダーのグループを率えています。彼はここ数カ月の進展を話してくれました。この国が直面する多くの課題に対処するために、また必要な改革を実施するために民間セクターからの多額の資金と技術的な専門知識が活用されてきました。

“民間セクターは全体として、独自のエネルギー発電を提供することで電力危機を乗り切ることができています。”

とはいえ、ここ数年の試練を経て、不満を抱く有権者はANCの外に目を向けるようになっており、今回の選挙では300を超える政党が立候補しました。その多くが新しい政党であるため、多くの選択肢を持つことになりそうです。私はRISE Mzansiという政党の党首に会いましたが、RISE Mzansiは自らを新たなANCと位置づけており、すでに大きな支持を集めています。これらの新党が次期政権で重要な役割を果たすには時期尚早かもしれませんが、有力野党である民主同盟（DA）と経済的自由の戦士（EFF）は相対的に頭打ちとなっており、ANCが票を減らし続ける中、何らかの新党・新連合が台頭する可能性は十分にあるという見方は強いです。

今回の選挙の行方を占う上で、最も信憑性が高いと見られている4月27日のイプソス社による最新の世論調査（図表2）や、他の同様の世論調査では、ANCは40%前後の得票予想となっています。私が会った政治専門家のほとんどは、ANCは現在の世論調査よりも上位に来る可能性が高く、45%以上、あるいは50%以上の票を確保する可能性があるという示唆しました。世論調査は、ヤコブ・ズマ前大統領が最近結成した民族の槍（MK）や小規模政党の勢力を過大評価していると言われています。また、世論調査は100%の投票率にもとづいていることから、小政党を過大評価しており、選挙を前にしたANCの躍進は反映されていません。

こうした政治専門家の言う通り、ANCが過半数を占めるか、あるいは1つ以上の小政党との連立によって政権を維持できれば、これまでと同じことが繰り返されることになり、少なくとも短期的には安心感が広がるでしょう。

現在の世論調査が正しく、ANCが連立を組むために大規模政党（DA、EFF、MK）のいずれかを必要とする場合、大きな疑問が浮かび上がります。このシナリオは、南アフリカの先行きにとって両極端な結果をもたらすと広く見られています。EFFかMKのどちらかとの連立は、非常に否定的に受け取られるでしょう。両政党とも左翼的政策で同じような路線を歩んでいると見られており、汚職問題を助長する可能性が高いからです。一方、中道でビジネス・フレンドリーなDA党との連立は、肯定的に受け止められるでしょう。私が聞いたところでは、どちらのシナリオが可能性が高いかについてはかなり意見が分かれています。

ほとんどの政治コメンテーターは、ANCにとって長期的で重大なマイナスとなる可能性や、ラマフォサはDAとの連立に向けてあらゆる手段をとるだろうという見方から、ANCがMK/EFFと連立することは、ほとんどあり得ないと考えていました。

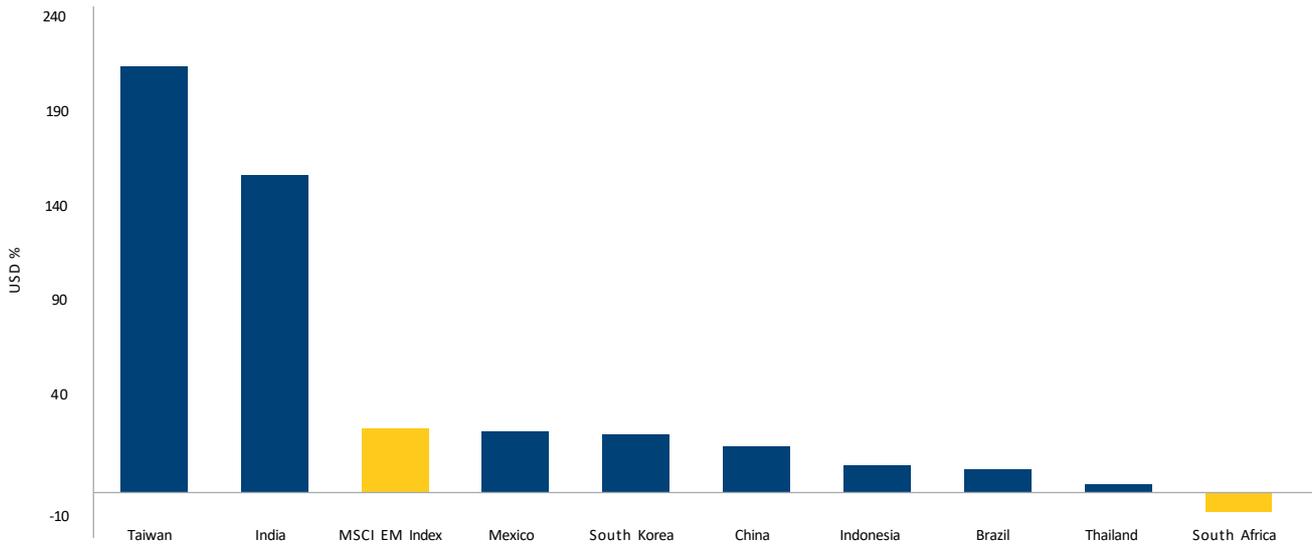
図表2：世論調査による支持率 – イプソス社

イプソス社は選挙年において、またそれ以外の年においても定期的に世論調査を実施

	2023年10月27日時点		2024年2月6日時点		2024年4月27日時点	
ANC	43%		40.5%		40.2%	
DA	20%		20.5%		21.9%	
EFF	18%		19.6%		11.5%	
MK	-		-		8.4%	
IFP	5%		4.9%		4.4%	
ActionSA	4%		4.3%		3.4%	
FF+	2%		2.1%		1.8%	
その他	8%		8.1%		8.4%	

出所：Ipsos、2024年

図表3: MSCI新興国株式インデックスの過去10年間の国別リターン



出所：Bloomberg、2024年4月30日

しかし、興味深い反対意見も確かにありました。私が何度か耳にした意見のひとつは、DAは連立を組んでANCを支援することに消極的だろうというものでした。さらに、DAは与党として政権を担えないことに対して他の政党ほど問題視しないという見方もありました。確かに、ANCの得票率が低ければ低いほど、ANCの腐敗した勢力がMK/EFFとの連立を推し進めるリスクは高くなり、このテールリスクは無視できなくなります。

とはいえ、最も可能性が高いのは、大連立を組まずにANCが勝利することです。これは南アフリカにとって何を意味するのでしょうか。短期的な安堵感から株価が上昇する可能性はあるものの、中期的に市場を楽観視することは難しくなるでしょう。2年前に指数から外れたロシアを除けば、南アフリカは、過去10年間の主要新興市場の中で最もパフォーマンスが悪かったのです（図表3）。

“短期的な安堵感から株価が上昇する可能性はあるものの、中期的に市場を楽観視することは難しくなるでしょう。”

南アフリカの構造的課題は依然として残っており、その核心はANCの腐敗です。これを解決しない限り、南アフリカの運命が劇的に変化することを想像するのは困難です。その次の選挙サイクルには希望が持てるかもしれませんが、今のところは同じことの繰り返しになりそうです。このような環境の南アフリカにおいて鍵となるのは、今後も続きそうな経済停滞を克服できる構造的な成長ドライバーと、経営に関する専門知識を持つ企業に投資することでしょう。

執筆者

フィル・ランガム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー & 新興国株式チーム責任者



RBC GAMのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであり、RBC新興国株式チームの責任者です。欧州の大手銀行の資産運用部門で新興国株式の責任者を務め、2009年11月にRBC GAMに入社しました。それ以前は、チューリッヒにある別のグローバル金融サービス会社で、マルチ・アセットクラス部門のディレクター兼新興市場・アジア担当責任者として4年間勤務。また、政府系ファンドで9年間、グローバル新興市場、アジア、ラテンアメリカ、米国のポートフォリオを運用していました。1992年に投資業界でのキャリアをスタートさせました。



RBC BlueBay
Asset Management

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

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）の資産マネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータルリターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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