

間接金融と直接金融の観点からみた南アフリカ共和国の 金融市場の特徴

高山晃郎

はじめに

近年において、サブサハラ・アフリカ地域の各国経済の拡大が顕著である。西アフリカ地域のナイジェリアやガーナ等、そして東アフリカ地域のケニア等の経済発展に注目が集まっている。また同様に近年、南アフリカ地域の南アフリカ共和国（以下、南アフリカ）は経済の規模を拡大させている⁽¹⁾。南アフリカは、従来からブリックスの一角を占めていることから分かるように、サブサハラ・アフリカ地域の中において、経済的に重要な位置にある。このような近年におけるサブサハラ・アフリカ地域の経済成長にもかかわらず、この地域の金融市場の研究蓄積は十分ではない。あまり知られてはいないが、サブサハラ・アフリカ地域の各国の金融市場の構造は非常に異なっている。理由のひとつに天然資源の有無が一般的には指摘されているが、それだけで金融市場の構造の違いを説明することはできない。そこで本稿では、サブサハラ・アフリカ地域の各国の中でも特に大きな経済規模を有する南アフリカの金融市場の構造に焦点を当てることにしたい⁽²⁾。本稿を通じて、今後、サブサハラ・アフリカ地域の各国金融市場の構造を比較することで、発展途上国の金融市場の発展過程を明らかにするための手がかりを得たいと考えている。

簡単に南アフリカの基本データを整理しておこう⁽³⁾。人口は 5,495 万人、面積は日本の約 3.2 倍であり、首都はプレトリアである。主要な貿易相手国は、輸出及び輸入ともに、中国、米国、ドイツである。日本との貿易も活発に行われている。主要な輸出品目としては金や希金属、同様に輸入品目としては機械類等を挙げることができる。経済指標の点からは、失業率の高さを指摘したい。

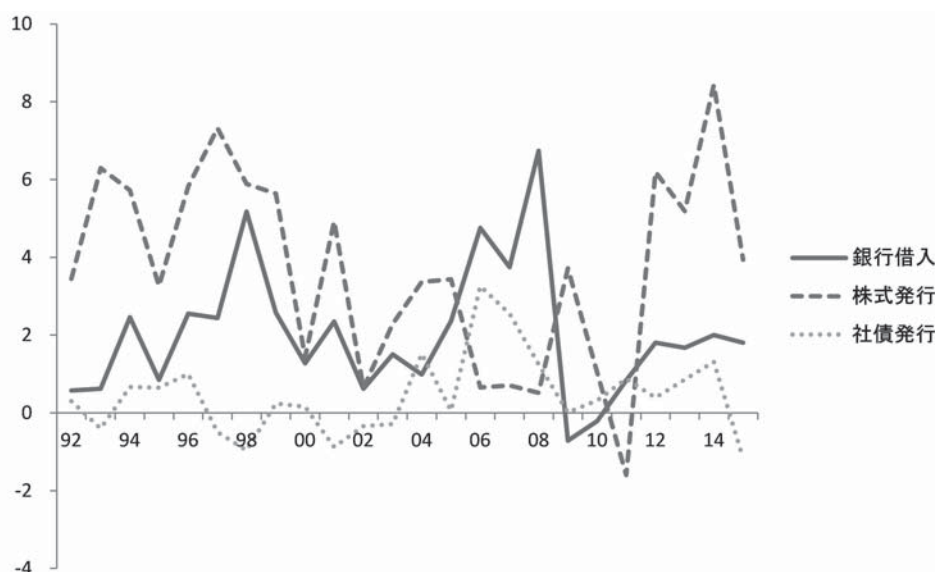
(1) 一方で、依然として南アフリカには貧困の問題が存在している。Faulkner, Loewald, and Makrelov [2013] は、経済の成長と貧困の問題との関連を考察している。「南アフリカの弱い経済成長率と、関連する失業率や貧困率との間に簡単な答えはない」(Faulkner, Loewald, and Makrelov [2013], p. 21)。Odhiambo [2009] は、金融と経済の発展というものが貧困の問題にどの程度の役割を果たしているのかを考察している。「この研究は南アフリカにおける金融の発展や経済成長そして貧困削減の間にある因果関係を考察している。この研究はひとつの批判的な質問に答えることを試みている。南アフリカにおいては、どの部門が貧困を削減する方向へ導いているのか。金融部門なのか、それとも実物部門なのか」(Odhiambo [2009], p. 324)。その他には Rensburg and Botha [2014] がある。

(2) 南アフリカは、外国からの影響も受けている。Sithole, Simo-Kengne and Some [2017] は、米国の金融市場について以下のように述べている。「私たちの結論は、米国金融の突然の引き締めは大きな影響を与えることを示している」(Sithole, Simo-Kengne and Some [2017], p. 37)。また同様に Hassan, Paul and Redford [2015] は、「米国金融政策の正常化に対しての脆弱性の決定は、マクロ経済状況に対しての役割と同一である」としている(Hassan, Paul and Redford [2015], p. 5)。さらに Hassan, Paul and Redford [2015] は、以下のことを述べている。「グローバルな金融の状況変化は、発展途上国に大きな修正を迫る」(Hassan, Paul and Redford [2015], p. 4)。

2015年における失業率は25.5%である。また支出面から見たGDPの最大項目は家計であり、2015年において60.2%を占めている。人口構成に目を向ければ、働く世代の人口構成比率が最も高い。具体的には0歳から14歳は29.2%、15歳から64歳は65.7%、そして65歳以上は5.0%となっている。また南アフリカの識字率は93.7%と高く、銀行口座保有率は70%である。

ここでは先ず、南アフリカにおける企業の資金調達の動向を確認しておこう。図1は、南アフリカの民間非金融法人企業の資金調達の動向を見たものである。南アフリカでは、民間非金融法人企業の資金調達の源泉として、銀行借入だけでなく、社債の利用、そして何より図1から、株式による資金調達の重要性が顕著である⁽⁴⁾。つまり、南アフリカはその他のサブサハラ・アフリカ地域の

図1 民間非金融法人企業の資金調達の動向（単位：%）



(注) 対GDP比。銀行借入、株式発行、社債発行のそれぞれの用語については、「Bank loans and advances」, 「Ordinary shares」, 「Long-term loans」を採用した。社債発行の用語に関しては、南アフリカ準備銀行の他の統計項目を総合的に考慮した上で、この用語を採用した。

(出所) 1992年から2013年までのデータについては、South African Reserve Bank [2015], *National financial account for South Africa 1992-2013, Supplement to the South African Reserve Bank Quarterly Bulletin June 2015* より作成。2014年は、South African Reserve Bank [2015], *Quarterly Bulletin June 2015* より作成。2015年は、South African Reserve Bank [2016], *Quarterly Bulletin June 2016* より作成。名目GDPのデータは、International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016を利用。

(3) データの出所は以下の通りである。人口（2015年）、面積、首都、貿易、失業率（2015年）は、外務省のホームページを利用した。GDPの支出項目（2015年）は、UNCTADSTATを利用した。また人口構成（2015年）、識字率（2012年）については、アフリカ開発銀行、そして銀行口座保有率（2014年）は、世界銀行の資料を利用した（African Development Bank Group, African Union and Economic Commission for Africa [2016], *African Statistical Yearbook*, p. 304, Demirguc-Kunt, Klapper, Singer and Oudheusden [2015], “The Global Findex Database 2014 Measuring Financial Inclusion around the World,” *Policy Research Working Paper*, WPS7255, World Bank Group, p. 84)。

各国とは異なり、銀行借入という間接金融だけでなく社債及び株式発行という直接金融に大きな役割がある。そこで本稿では、間接金融と直接金融という切り口に立って、南アフリカの金融市場の特徴を描き出すことを試みたい。

本稿の構成は以下の通りである。先ず第1章では、南アフリカのマクロ経済の特徴を描く。国際収支統計から出発し、部門別資金過不足の動向を検証する。南アフリカでは経常収支が赤字であるが、その原因を貯蓄・投資バランスの理論から、さらには部門別資金過不足の動向も加味しながら、一般政府の財政構造と家計の貯蓄に焦点を当てることにより明らかにする。また外国からの直接投資がどの程度南アフリカの国内経済に影響を与えているのかを考察する。続く第2章では、南アフリカの銀行部門に焦点を当て分析を行う。銀行部門の構成を概観し、その後に銀行の資産規模に着目することで、南アフリカの銀行部門の特徴を指摘する。そして資金需要の動向に目を配りながら、商業銀行貸付についての検証を行う。さらには、家計の動向にも注目し、商業銀行による家計への貸付に関しても注意を払う。第3章では、直接金融の観点から南アフリカの金融市場の構造に接近する。金融機関別の資産規模の推移を確認する。南アフリカの機関投資家の種類等の整理を行い、この機関投資家の投資の特徴を考察する。最後の結びは、まとめと結論である。

1. 部門別資金過不足とマクロ経済の動向⁽⁵⁾

表1は、International Monetary Fund（国際通貨基金、以下IMF）のカントリーレポートから作成した南アフリカの国際収支の動向を示している⁽⁶⁾。2015年の数値に言及する形で、表1を見ていこう。先ず経常収支の項目に注目しよう。経常収支は赤字である。数値は-13.7であり、期末の外貨準備残高の数値（45.8）と比較すれば、中央銀行における外貨準備残高により十分に経常収支赤字のファイナンスを賄える構造になっている。経常収支項目の中身を見ると、貿易収支、所得収支、経常移転収支のすべてで赤字となっている。所得収支のうち、支払いに着目すれば、数値は-15.6である。所得収支は、雇用者報酬と投資収益に大別できる⁽⁷⁾。投資収益とは、主に利子と配当金を計上するものであり、具体的には銀行貸付、債券、株式などの保有から生じるものを計

(4) Fosu [2013] は、南アフリカの企業の資金調達について以下のように述べている。「資本構成と企業のパフォーマンスとの関係については、過去数十年の研究にもかかわらず、一般に受け入れられた結論がない」(Fosu [2013], p. 140)。「企業のパフォーマンスにおいて、レバレッジには大きなプラスの効果がある」(Fosu [2013], p. 140)。また Ntim, Lindop and Thomas [2013] は、コーポレートガバナンスについて、以下のように述べている。「2007年度の金融危機は、健全なリスクマネジメントと実務的な報告を通じた効果的なコーポレートガバナンスの必要性を高めた」(Ntim, Lindop and Thomas [2013], p. 379)。

(5) 南アフリカ準備銀行のワーキングペーパーには、南アフリカのマクロ経済について考察したものが多い。特に産出高の推計に力点を置いているようである。具体的には、Anvari, Ehlers and Steinbach [2014], Fedderke [2014], Ehlers, Mboji and Smal [2013], Fedderke and Mengisteab [2016], Fedderke and Liu [2016], Kabundi, Nel and Ruch [2016] がある。

(6) Tavlas [2007] は、南アフリカの国際金融について次のように述べている。「2018年に予定されているSADC諸国間における共通通貨の導入とともに、SADC地域における金融同盟の利益と費用のさらなる分析の必要性が明らかにある」(Tavlas [2007], p. 28)。

(7) 国際収支に関しては、日本銀行国際収支統計研究会 [1996] の説明を参考にしている。

表1 南アフリカの国際収支の動向（単位：10億ドル）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
経常収支	-21.1	-19.1	-13.7	-11.0	-13.2	-13.4	-12.0	-11.9	-12.1
貿易収支	-8.3	-6.5	-3.2	-3.4	-5.2	-4.7	-3.2	-2.5	-2.5
輸出	113.4	109.4	96.7	96.3	97.5	101.3	106.6	111.4	115.8
輸入	-121.8	-115.9	-99.9	-99.7	-102.7	-106.0	-109.8	-114.0	-118.3
所得収支	-9.6	-9.4	-7.9	-6.1	-6.4	-6.5	-6.4	-6.9	-7.1
所得の受取り	6.7	7.6	7.7	6.8	8.0	9.7	11.3	11.8	12.6
所得の支払い	-16.3	-16.9	-15.6	-12.9	-14.4	-16.1	-17.7	-18.7	-19.7
経常移転収支	-3.2	-3.2	-2.6	-1.5	-1.7	-2.2	-2.4	-2.5	-2.5
資本収支	14.0	15.4	10.5	11.0	13.2	13.4	12.0	11.9	12.1
投資収支	14.0	15.4	10.4	11.0	13.2	13.4	11.9	11.9	12.1
直接投資	1.7	-1.9	-3.6	-1.1	-0.8	-0.6	-0.3	0.0	0.3
負債	8.3	5.8	1.8	1.1	1.7	2.3	3.0	3.7	4.5
資産	-6.7	-7.7	-5.4	-2.1	-2.5	-2.9	-3.3	-3.7	-4.2
証券投資	6.0	4.5	4.3	1.6	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
負債	7.2	6.8	8.3	3.2	2.8	2.9	3.0	3.1	3.2
資産	-1.2	-2.2	-3.9	-1.6	-1.7	-1.7	-1.8	-1.9	-1.9
金融派生商品	0.8	1.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
負債	-19.5	-18.0	-25.2	-21.4	-22.0	-22.8	-23.8	-24.9	-25.9
資産	20.3	19.5	25.5	21.7	22.3	23.1	24.2	25.3	26.3
その他投資	5.6	11.2	9.3	10.1	12.6	12.5	10.7	10.3	10.1
負債	5.2	13.7	5.5	6.3	8.8	8.6	6.9	6.5	6.3
資産	0.3	-2.4	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
その他資本収支	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
外貨準備残高(期末)	49.6	49.1	45.8	45.8	45.8	45.8	45.8	45.8	45.8
誤差脱漏	7.6	5.2	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(注) 2016年以降の数値は予測値。外貨準備は残高。

(出所) International Monetary Fund [2016], *IMF Country Report*, No. 16/217, p. 48 より作成。

上している⁽⁸⁾。表1の所得収支の内訳を見ることはできない。しかし、資本収支の項目に金融派生商品が掲載されていること、そして外国への送金の利用があまりないこと、また南アフリカは南アフリカ地域の中で経済の面において中心的な役割を果たしていることから推論すれば、南アフリカの所得収支の多くの部分は金融商品に関する部分から生じていると考えられる。すなわち、表1の所得収支の中の所得の支払いの多くは、投資収益により規定されていると推測できる。経常移転収支に関しては、数値（-2.6）が小さい。この経常移転収支には、外国からの送金が計上されている。南アフリカ以外のサブサハラ・アフリカ地域の各国では、この経常移転収支の数値が大きい。すなわち外国からの送金が国内経済に大きな影響を与えている。しかし南アフリカの数値は小さい。

(8) 金融派生商品から生じる所得も含んでいる。

つまり外国からの送金が少ないことを意味している。このことは、南アフリカはその他のサブサハラ・アフリカ地域の各国とは異なり、経済的な側面において発展していることを示唆している。

次に資本収支の動向を見ていこう。投資収支に焦点を当てよう。直接投資と証券投資をネットレベルで比較すると、直接投資の数値は－3.6、証券投資のそれは4.3である。すなわち南アフリカは証券投資の比重が高く、証券投資は外国から国内へ流れ、直接投資は国内から外国へ流れている⁽⁹⁾。さらに表1の中で注目すべきは、金融派生商品の数値である。ネットレベルでは0.4と小さく、同じ投資収支項目の中の直接投資や証券投資と比較して、数値は小さい。しかしながら、表1から分かるように、金融派生商品のグロスの数値は、直接投資及び証券投資の同じ区分の数値と比べて、圧倒的に大きい。このことは、証券投資等の取引から派生した先物取引等が多く実行されていることを意味している。表1のこの部分だけからでも、南アフリカはその他のサブサハラ・アフリカ地域の各国と比較して経済的な構造が大きく異なっていることを知ることができる。

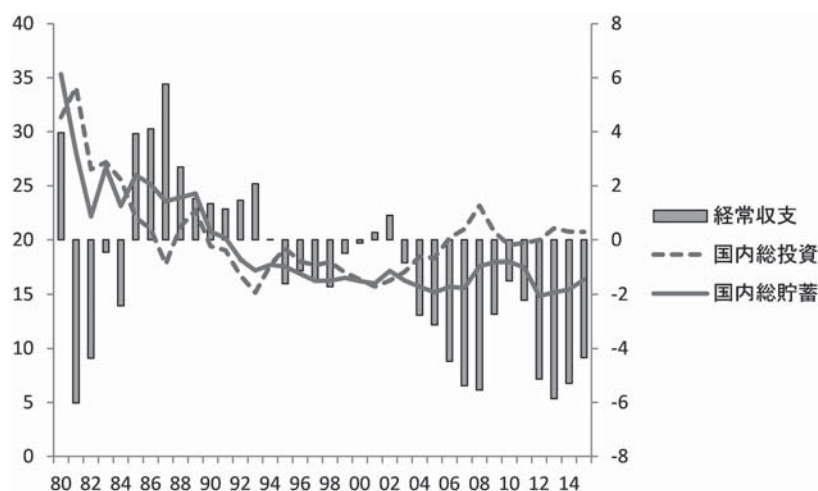
それでは視点を变えて、表1に数値としてあらわれた要因を探ることにしよう。経常収支が赤字であることはすでに述べた。この理由はどのようなものであろうか。経常収支は、理論的には貯蓄・投資バランスの動向から説明できる（図2参照）。南アフリカの貯蓄・投資バランスの動向を見ると、特に2000年代中頃以降から、国内総投資が国内総貯蓄を上回った状況が続いている。マクロ経済学の教える通り、国内総投資が国内総貯蓄を上回れば、その国の経常収支は赤字となる。それでは国内の貯蓄の低下は、どのような理由によるのであろうか。考えられることは、政府もしくは家計の貯蓄不足である。先ず南アフリカの一般財政の構造を確認しておこう⁽¹⁰⁾。表2は南アフリカの一般財政の構造を示している。表の中の「計算」という欄は、2015年の歳入の数値を100として、その他の項目を計算したものである。この「計算」の各項目の数値に着目して、一般政府の財政構造を見ていこう。プライマリーバランスは、わずかながらマイナスを記録している。政府債務残高は歳入の数値よりも大きい。財政運営次第では返済が困難なレベルにはない。すなわち、一般政府の財政赤字の点から、南アフリカの貯蓄不足をうまく説明することには無理がある。ということ、貯蓄・投資バランスの理論から、国内貯蓄の不足は一般政府の財政赤字だけでなく、家計の赤字というものが推測される。家計の貯蓄動向は、どのようなものであろうか。次にこのことについて考察しよう。

図3は、中央銀行である南アフリカ準備銀行の資料から作成した南アフリカのフローレベルでの部門別資金過不足の動向を示している。図3から分かるように、2000年中頃以降の家計の貯蓄不足が顕著である。また図3から、企業が貯蓄超過主体になっていることが分かる。議論を国内の貯蓄不足に戻せば、先程の議論と併せて、南アフリカでは、一般政府の財政赤字と家計の貯蓄不足により、経常

(9) より詳細には、直接投資に関して、外国から国内への資本移動は1.8、国内から外国への資本移動は5.4である。同様に、証券投資に関しては、外国から国内への資本移動は8.3であり、国内から外国への資本移動は3.9である。Wen, Lin, Li and Roca [2015] は、南アフリカの国際分散投資に関して、以下のことを述べている。「投資家は国際投資の分散化を通じて、リスク削減の効果を得るかもしれない」（Wen, Lin, Li and Roca [2015], pp. 264-265）。

(10) Akanbi [2013] は、南アフリカの財政について次のように述べている。「支出の変化の多くを構成している財政政策は、経済において効果的である。そこにおいて、構造的な供給を制限することができていない。一方で、税金の変化の多くを構成している財政政策は、経済において効果的である。そこにおいて、大きな構造的な供給の制限がある」（Akanbi [2013], p. 780）。

図2 南アフリカの貯蓄・投資バランスと経常収支の動向（単位：％）



（注）対 GDP 比。経常収支は右軸。国内総投資と国内総貯蓄は左軸。

（出所）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016 より作成。

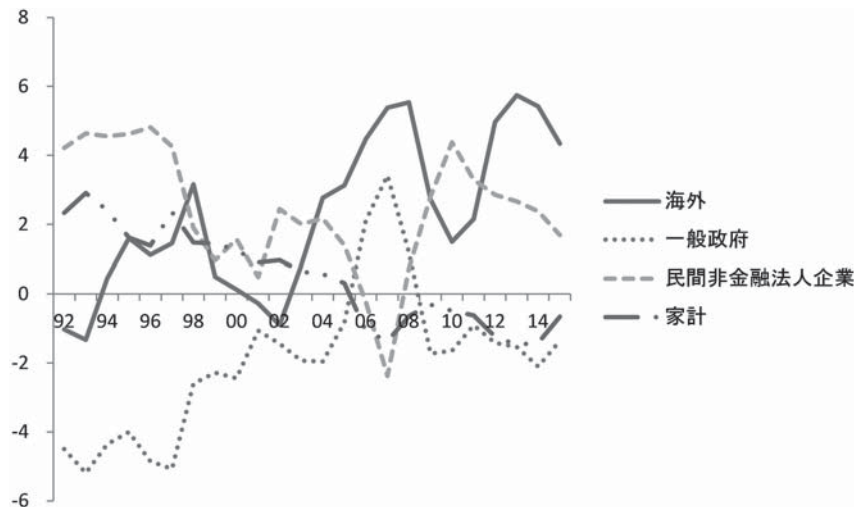
表2 南アフリカの一般財政の動向（単位：10 億ランド）

	2012	2013	2014	2015	計算	2016	2017	2018
歳入	907.6	1,008.1	1,100.0	1,223.1	100.0	1,324.3	1,436.7	1,571.6
税収	771.7	856.6	934.6	1,018.7	83.3	1,135.3	1,245.4	1,371.8
非税収	28.5	30.6	30.9	55.8	4.6	26.7	18.9	16.9
社会保障	107.4	120.8	134.5	148.5	12.1	162.3	172.4	182.9
歳出	1,043.4	1,144.1	1,237.7	1,380.9	112.9	1,463.3	1,572.1	1,695.2
一般経費	919.6	1,006.5	1,086.0	1,188.3	97.2	1,283.0	1,377.5	1,481.5
給料	376.3	408.2	437.0	476.8	39.0	516.8	551.5	590.9
その他財サービス	162.9	174.2	187.5	193.7	15.8	204.7	221.9	236.6
金利	93.3	109.6	121.2	135.3	11.1	154.3	168.7	185.6
移転	287.1	314.6	340.2	382.5	31.3	407.2	435.4	468.4
資本支出	118.7	133.3	146.1	163.0	13.3	169.0	179.4	193.7
金融資産への支払い	5.1	4.2	5.6	29.7	2.4	5.2	5.2	5.1
不確実性	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	10.0	15.0
プライマリーバランス	-42.6	-26.4	-16.6	-22.6	-1.8	15.4	33.4	62.0
財政収支	-135.9	136.0	-137.8	-157.9	-12.9	-139.0	-135.3	-123.6
構造的プライマリーバランス	-34.7	-22.2	-10.1	-2.1	-0.2			
グロス政府債務残高	1,366.0	1,585.0	1,799.0	2,056.0	168.1	2,234.0	2,423.0	2,607.0

（注）数値は年度ベース。「計算」欄は、2015 年の歳入の数値を 100 として、その他の項目を計算している。2015 年は推定値。2016 年以降は、南アフリカ政府による予測値。

（出所）International Monetary Fund [2016], *IMF Country Report*, No. 16/217, p. 48 より作成。

図3 部門別資金過不足（単位：％）



（注）対 GDP 比。

（出所）1992 年から 2013 年までのデータについては、South African Reserve Bank [2015], *National financial account for South Africa 1992-2013, Supplement to the South African Reserve Bank Quarterly Bulletin June 2015* より作成。2014 年は、South African Reserve Bank [2015], *Quarterly Bulletin June 2015* より作成。2015 年は、South African Reserve Bank [2016], *Quarterly Bulletin June 2016* より作成。名目 GDP のデータは、International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2016 を利用。

収支が赤字となっていることを指摘できる。経常収支の赤字は、資本の流入を必要とすることになる。

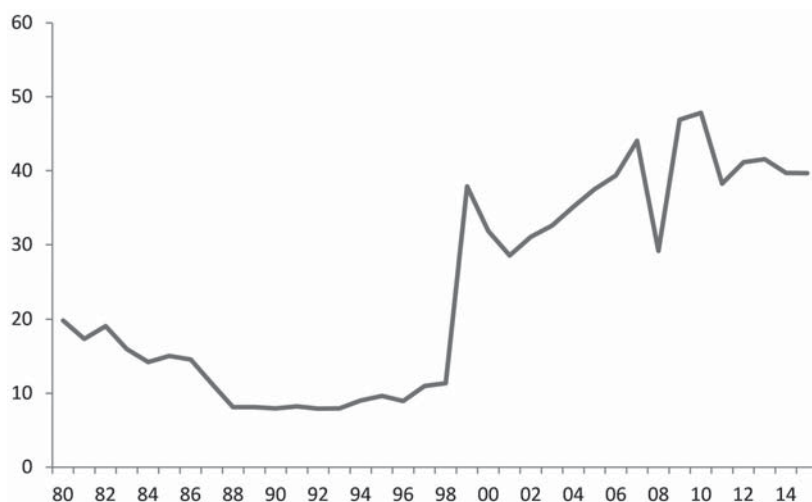
資本流入のうち、直接投資について考察しよう。直接投資は、外国の居住者による永続的な権利の取得を求めて行う投資である⁽¹¹⁾。図4は、直接投資残高を名目 GDP で割った値をグラフにしたものである。南アフリカでは1990年代後半以降から、直接投資の動向が国内経済に大きな影響を与えるようになり、2015年には、その影響の度合いは約40%に達している⁽¹²⁾。このように外国からの直接投資の増大は、南アフリカの経済成長への期待に加えて、外国為替相場の動向からも説明ができる（図5参照）。1990年代後半以降から傾向的に、南アフリカの通貨ランドは、対主要先進国通貨に対して、軒並み減価傾向にある⁽¹³⁾。外国の居住者からは、自国通貨の増価も追い風となり、経済成長の期待の高い南アフリカへの投資を実行したものと考えられる。

(11) 日本銀行国際収支統計研究会〔1996〕を参照。

(12) 参考までに南アフリカ地域のその他の国の動向も眺めてみると、図表は掲載していないが、南アフリカ地域の中では直接投資の動向が国内経済に与える影響の大きさは収斂の傾向にあることが伺われる。収斂の傾向の根拠等については、今後の課題としたい。

(13) Goldberg and Veitch [2010] は、金相場と為替相場の変動の点から、南アフリカの金融市場の構造に接近している。「為替相場の予期しない驚きと金価格の変動は、金融統合前の1992年から1998年中頃までの期間において、どのように南アフリカのベータが変動するのかを決めている要因である」（Goldberg and Veitch [2010], p. 144）。

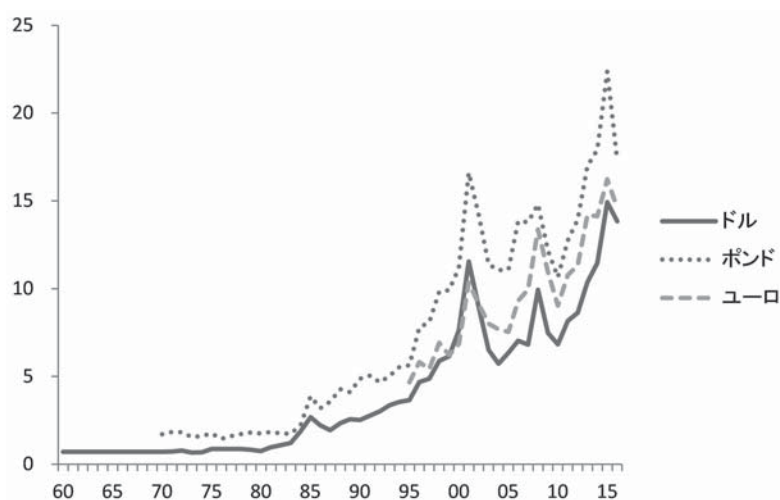
図4 国内経済における直接投資の影響の大きさ（単位：％）



(注) FDI ストック / 名目 GDP を算出。

(出所) UNCTADSTAT より作成。

図5 為替相場の動向（単位：南アフリカランド）



(注) 為替相場は、各年12月の期中平均値。

(出所) South African Reserve Bank, International economic data, Release of selected monthly data より作成。

2. 間接金融と寡占

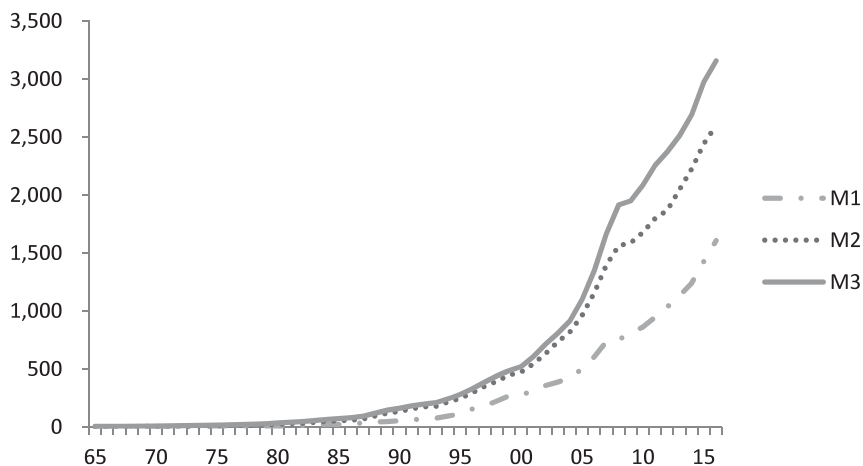
2.1. 銀行部門の構成

この第2章では、南アフリカの銀行部門の構造に焦点を当てる。南アフリカ準備銀行の資料を利用して銀行部門の構造を詳細に考察する。その後に南アフリカの商業銀行貸付の動向について、次の2点に言及しながら検証する。2点とは、資金需要との関係、そして家計との関係である。

図6は、南アフリカのマネーサプライの推移を、M1、M2、M3の別に見たものである。どの指標においても2000年代後半以降に大きく増大している。M1の増大の背景には、すでに図3で指摘したように、民間非金融法人企業による要求払預金の増大が考えられる。またマネーサプライの定義上、M1とM2との数値の差は、定期預金となり、図5から、定期預金の増大を指摘できる。さらにM3の増大の要因として、投資信託の広がりを考えることができよう⁽¹⁴⁾。このように、南アフリカでは、経済の成長とともに金融が大きく進展している。それでは南アフリカの銀行部門の構成が、どのようなになっているのかを見ていこう。銀行部門の構成に関しては、南アフリカ準備銀行の資料の中に詳細なものがあるので、その資料に依拠しながら、銀行部門の構成を理解しよう⁽¹⁵⁾。

南アフリカ準備銀行は、銀行部門を5つに大別している。南アフリカでの銀行とは、the Banks Act 94 of 1990により銀行として登録されているものをいう⁽¹⁶⁾。5つの銀行部門とは、South African registered banks, South African registered mutual banks, South African branches of foreign banks, Postbank, Land Bankである。このうちPostbankとLand Bankは公的な金融機関である。

図6 南アフリカのマネーサプライの動向（単位：10億ランド）



(注) マネーサプライの数値は、各年12月の期中平均値。

(出所) South African Reserve Bank, Money and banking, Release of selected monthly data より作成。

⁽¹⁴⁾ Hall, Hondroyiannis, Swamy and Tavlás [2007] は、以下の点を記述している。「1985年に南アフリカ準備銀行は、M3の成長を目標に据え置いた」(Hall, Hondroyiannis, Swamy and Tavlás [2007], p. 4)。

⁽¹⁵⁾ South African Reserve Bank [2017] を利用。

⁽¹⁶⁾ South African Reserve Bank [2017], p. 6.

先ず South African registered banks について見ていこう。South African registered banks は、さらに2つに分かれている。地場商業銀行と外国銀行である。地場商業銀行は10行あり、具体的には、African Bank Limited, Bidvest Bank Limited, Capitec Bank Limited, FirstRand Bank Limited, Grindrod Bank Limited, Investec Bank Limited, Nedbank Limited, Sasfin Bank Limited, Standard Bank of South Africa Limited, Ubank Limited がある⁽¹⁷⁾。外国銀行は6行あり、具体的には Absa Bank Limited, Albaraka Bank Limited, Habib Overseas Bank Limited, HBZ Bank Limited, Mercantile Bank Limited, South African Bank of Athens Limited がある⁽¹⁸⁾。

次に South African registered mutual banks をみていこう。South African registered mutual banks は、the Banks Act 94 of 1990 により銀行として登録された上で、さらに the Mutual Banks Act 124 of 1993 により登録されたものをいう。3つの金融機関があり、Finbond Mutual Bank, GBS Mutual Bank, VBS Mutual Bank がある⁽¹⁹⁾。

外国銀行支店である South African branches of foreign banks についてみよう。South African branches of foreign banks は15支店あり、具体的には Bank of Baroda, Bank of China Limited Johannesburg Branch, Bank of India, Bank of Taiwan South Africa Branch, BNP Paribas South Africa, Canara Bank, China Construction Bank Corporation Johannesburg Branch, Citibank NA, Deutsche Bank AG, HSBC Bank plc Johannesburg Branch, ICICI Bank Limited, JPMorgan Chase Bank NA Johannesburg Branch, Société Générale, Standard Chartered Bank Johannesburg Branch, State Bank of India がある⁽²⁰⁾。

さらに公的金融機関として、Postbank と Land Bank がある。Postbank は南アフリカの郵便事業を母体とする貯蓄金融機関である⁽²¹⁾。金融機関の名称は、分類名と同じく Postbank である。最後に Land Bank とは、南アフリカにおける農業に対してのファイナンスを行う開発金融機関である⁽²²⁾。金融機関の名称は、Land and Agricultural Development Bank of South Africa である。

それでは、南アフリカの銀行部門の特徴はどのようなものであろうか。表3は、南アフリカの銀行部門のうち、South African registered banks, South African branches of foreign banks, South African registered mutual banks の個別金融機関の資産規模を集計したものである。表3から分かることは、South African registered banks が、その他の2つの金融機関と比較して、圧倒的な資産を持っていることである。また South African registered banks の中身を見ると、資産規模上位5行により銀行資産の約90%が保有されている⁽²³⁾。すなわち南アフリカの銀行部門においては、資産規模上位5行による寡占化された市場が形成されている。

(17) 金融機関名については、South African Reserve Bank [2017], p. 6. 2016年12月時点。

(18) 金融機関名については、South African Reserve Bank [2017], p. 6. 2016年12月時点。

(19) 金融機関名については、South African Reserve Bank [2017], p. 7. 2016年12月時点。

(20) 金融機関名については、South African Reserve Bank [2017], p. 7. 2016年12月時点。

(21) South African Reserve Bank [2017], p. 7.

(22) South African Reserve Bank [2017], p. 7.

(23) Simatele [2015] は、南アフリカの銀行部門が集中していることについて以下のように述べている。「南アフリカの銀行部門はとても集中化されている」(Simatele [2015], p. 826)。「問題は、産業が明らかに高い取引手数料を支払っていることである」(Simatele [2015], p. 833)。

表3 南アフリカの銀行部門（単位：100万ランド）

地場商業銀行と外国銀行			外国銀行支店			ミューチュアルバンク		
No.	銀行名	資産額	No.	銀行名	資産額	No.	銀行名	資産額
1	Absa Bank Limited	926,526	1	Bank of Baroda	2,269	1	Finbond Mutual Bank	1,421
2	African Bank Limited	54,800	2	Bank of China Limited Johannesburg Branch	35,836	2	GBS Mutual Bank	1,136
3	Albaraka Bank Limited	5,026	3	Bank of India	478	3	VBE Mutual Bank	717
4	Bidvest Bank Limited	6,017	4	Bank of Taiwan South Africa Branch	1,592			
5	Capitec Bank Limited	61,970	5	BNP Paribas South Africa	14,499			
6	FirstRand Bank Limited	979,920	6	Canara Bank	400			
7	Grindrod Bank Limited	11,262	7	China Construction Bank Corporation Johannesburg Branch	32,621			
8	Habib Overseas Bank Limited	1,318	8	Citibank NA	76,511			
9	HBZ Bank Limited	4,413	9	Deutsche Bank AG	22,757			
10	Investec Bank Limited	377,046	10	HSBC Bank plc Johannesburg Branch	49,806			
11	Mercantile Bank Limited	9,632	11	ICICI Bank Limited	250			
12	Nedbank Limited	813,287	12	JPMorgan Chase Bank NA Johannesburg Branch	57,059			
13	Sasfin Bank Limited	5,583	13	Société Générale Johannesburg Branch	11,726			
14	South African Bank of Athens Limited	2,510	14	Standard Chartered Bank Johannesburg Branch	34,420			
15	Standard Bank of South Africa Limited	1,213,528	15	State Bank of India	6,995			
16	Ubank Limited	4,691						
登録銀行合計		4,477,529	外国銀行支店合計		347,219	ミューチュアルバンク合計		3,274

集計	
資産額合計(地場商業銀行と 外国銀行、外国銀行支店、 ミューチュアルバンク)	4,828,022
トップ3の占める割合	64.62
トップ5の占める割合	89.28

(注) 資産額は2015年12月末の数値。

(出所) South African Reserve Bank [2015], *Bank Supervision Development Annual Report 2015*, pp. 42-44 より作成。

2.2. 商業銀行貸付と資金需要

ここでは先ず、南アフリカの商業銀行による貸付の動向を探るための準備として、南アフリカのどこに資金需要が存在しているのかを検討しよう。表4は、アフリカ開発銀行の資料から作成した南アフリカの名目GDPの変化分に対する寄与度を測定したものである⁽²⁴⁾。寄与度の高い産業は、行政・国防関連（18.8%）、金融業・保険業・不動産業（17.2%）、卸売業・小売業・飲食業・宿泊業（14.7%）である。産業の規模レベルでは、2015年では、大きい順に金融業・保険業・不動産業（20.9%）、行政・国防関連（17.4%）、卸売業・小売業・飲食業・宿泊業（15.0%）である。すなわち、寄与度の観点から見ると、南アフリカでは、行政・国防関連、金融業・保険業・不動産業、卸売業・小売業・飲食業・宿泊業に資金需要が存在していると考えられる。

次に上記の資金需要が存在していると考えられる産業に、南アフリカの商業銀行は、貸付を行ってい

⁽²⁴⁾ Balcilar, Thompson, Gupta and Eyden [2016] は、製造業と金融との関係について以下のように述べている。「南アフリカ経済は、金融の衝撃に対する反応において非線形な関係にある。そしてまた、製造業の産出高の成長は、経済の上昇期間中では金融の衝撃に大きな影響を受ける。一方、インフレと金利は、経済の下降期間中により多く反応する」(Balcilar, Thompson, Gupta and Eyden [2016], p. 37)。

表4 名目GDPの変化分に対する寄与度（単位：％）

	名目GDP全体に占める割合	2007年と2015年を比較した場合の名目GDPの変化分に対する寄与度
農業・狩猟業・林業・漁業	2.3	1.5
鉱業・採石業	8.0	6.8
製造業	13.0	8.5
電気業・ガス業・水道業	3.6	5.1
建設業	4.0	4.1
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	15.0	14.7
金融業・保険業・不動産業	20.9	17.2
輸送業・通信業	10.0	7.6
行政・国防関連	17.4	18.8
教育関連	0.0	
健康・社会福祉関連	0.0	
その他	5.7	4.6
帰属サービス手数料（控除項目）	0.0	
名目GDP	100.0	88.9
生産・輸入品に課される税（控除補助金）（加算項目）	12.1	10.9

（注）「名目GDP全体に占める割合」は2015年。

（出所）African Development Bank Group, African Union and Economic Commission for Africa [2016], *African Statistical Yearbook*, p. 305 より作成。

るのだろうか。表5は、南アフリカの商業銀行の貸付動向について検証したものである。簡単に表の見方について説明したい。表の上段は、名目GDP構成比を示している。そして、表の中段は、南アフリカの商業銀行の貸付構成比を示している。最後に表の後段は、南アフリカの商業銀行が各産業に対して貸付を実行しているかどうかを検証している。具体的には、名目GDP構成比と貸付構成比を比較して、貸付構成比の数値が名目GDP構成比の数値よりも大きい場合に「○」を記入している。そうでない場合には、「×」を記入している。それでは、表5の検証結果を見てみよう。表5から、南アフリカの商業銀行は一貫して金融業・保険業・不動産業に資金を貸付けていることが分かる。金融業・保険業・不動産業は先程に指摘したように、資金需要が存在していると考えられる産業である。利用できるデータに大きな制約はあるものの、南アフリカの商業銀行はリスクを取り、貸付を実行しているといえよう⁽²⁵⁾。

(25) 例えば、ケニア、ナイジェリア、ガーナの商業銀行は、資金需要が存在していると考えられる産業に貸付を十分には行っていない。理由は、上記の商業銀行は貸付におけるリスクを取らないからである。一方、担保を設定し、貸付を行うことができる製造業には、ケニア、ナイジェリア、ガーナの商業銀行は、貸付を十分に行っている（高山 [2017], 高山 [2015a] 参照）。Havrylchyk [2010] は、南アフリカの銀行のリスク負担の能力について以下のように述べている。「不動産価格の上昇の主要な推進力は、インフレ、金利、建設費用である」（Havrylchyk [2010], p. 25）, 「南アフリカの銀行のリスク負担の能力は、基準を上回っている」（Havrylchyk [2010], p. 25）。また Nikolaidou and Vogiazas [2017] は、以下のことを述べている。「資本が充実した銀行の制度（南アフリカとウガンダ）は、負の衝撃に対して脆弱ではない」（Nikolaidou and Vogiazas [2017], p. 62）。そして Aling and Hassan [2012] は、金利デリバティブについて以下のように記述している。「私たちは、短期の金利デリバティブの評価についての実効的な有用性を明らかにした」（Aling and Hassan [2012], pp. 20–21）。

表5 各産業への商業銀行貸付の動向と検証（単位：%）

名目 GDP 構成比①	2011	2012	2013	2015
農業・狩猟業・林業・漁業	2.5	2.4	2.3	2.3
鉱業・採石業	9.6	9.2	9.0	8.0
製造業	13.3	13.1	13.2	13.0
電気業・ガス業・水道業	3.2	3.6	3.7	3.6
建設業	3.8	3.8	4.0	4.0
卸売業・小売業・飲食業・宿泊業	14.9	15.0	14.8	15.0
金融業・保険業・不動産業	20.7	20.6	20.3	20.9
輸送業・通信業	9.5	10.0	10.0	10.0
名目 GDP 全体	100.0	100.0	100.0	100.0
貸付構成比②	2011	2012	2013	2015
農業・林業・漁業	1.7	1.7	1.4	2.0
鉱業・採石業	3.7	4.0	3.9	2.6
製造業	4.3	4.5	5.0	4.6
電気業・ガス業・水道業	0.9	1.1	1.1	1.6
建設業	1.2	1.3	1.4	1.0
金融業・保険業・不動産業	31.5	29.5	28.3	28.9
輸送業・倉庫業・通信業	3.4	3.4	3.3	3.0
貸付残高全体	100.0	100.0	100.0	100.0
②のほうが大きい場合は○を記入	2011	2012	2013	2015
農業・林業・漁業	×	×	×	×
鉱業・採石業	×	×	×	×
製造業	×	×	×	×
電気業・ガス業・水道業	×	×	×	×
建設業	×	×	×	×
金融業・保険業・不動産業	○	○	○	○
輸送業・倉庫業・通信業	×	×	×	×

（注）貸付のデータは12月時点。産業の分類は、アフリカ開発銀行と南アフリカ準備銀行とは異なっている。表の下段については、南アフリカ準備銀行の分類を採用した。分類の違いは下記の通りである。アフリカ開発銀行では以下の区分が用いられている。「農業・狩猟業・林業・漁業」、「鉱業・採石業」、「製造業」、「電気業・ガス業・水道業」、「建設業」、「金融業・保険業・不動産業」、「輸送業・通信業」である。南アフリカ準備銀行では以下の区分が用いられている。「農業・林業・漁業」、「鉱業・採石業」、「製造業」、「電気業・ガス業・水道業」、「建設業」、「金融業・保険業・不動産業」（南アフリカ準備銀行では「金融業・保険業」と「不動産業」を分けているので合計値を利用した）、「輸送業・倉庫業・通信業」である。なお、South Africa Reserve Bank [2016], *Quarterly Bulletin*, March, p. 62 と South African Reserve Bank [2013], *Bank Supervision Department Annual Report 2013*, p. 84 とでは、若干ながら区分の表記に違いがある。具体的には、「電気業・ガス業・水道業」と「電気業」、「輸送業・倉庫業・通信業」と「輸送業・通信業」、「農業・狩猟業・林業・漁業」と「農業」、「鉱業・採石業」と「鉱業」である（前者の表記は、South Africa Reserve Bank [2016], *Quarterly Bulletin*, March, p. 62, 後者の表記は、South African Reserve Bank [2013], *Bank Supervision Department, Annual Report 2013*, p. 84 である）。表5の作成においては、South Africa Reserve Bank [2016], *Quarterly Bulletin*, March, p. 62 の区分表示を用いた。

（出所）名目 GDP 構成比に関しては、African Development Bank Group, African Union and Economic Commission for Africa [2016], *African Statistical Yearbook*, p. 305 より作成。貸付構成比に関しては、2015 年の数値（12 月）は、South Africa Reserve Bank [2016], *Quarterly Bulletin*, March, p. 62 より作成。2011 年、2012 年、2013 年の数値（12 月）は、South African Reserve Bank [2013], *Bank Supervision Department Annual Report 2013*, p. 84 より作成。

2.3. 商業銀行貸付と家計

上記 2.2 の内容から、商業銀行の貸付動向の一端を把握できた。しかしながら、資金需要との関わりから貸付の動向を検証しようとしたこともあり、大きなデータの制約の中での検証となった。そこで別の資料から、南アフリカの商業銀行による貸付の動向を考察してみよう。先程に検証した結果も加味しながら、角度を変えて商業銀行貸付を考察することにより、さらに南アフリカの商業銀行の貸付の特徴を明らかにしたい。

図 7 は、南アフリカ準備銀行の資料から作成した商業銀行の資産構造の推移を見たものである。図 7 から分かるように、商業銀行の資産構造の特徴は、貸付にあらわれている。資産の大部分は貸付により占められている。伝統的な商業銀行の資産構造を示している⁽²⁶⁾。資産の約半分は個人に対しての信用供与である。理由としては、いくつかの要因を考えることができる。先ず図 3 で指摘したように企業が貯蓄超過主体であることである。また企業の資金調達源泉としての株式等の重要性にも言及できよう (図 1 参照)。さらには、個人は住宅を購入する意欲が大きいようである (図 8 参照)⁽²⁷⁾。

3. 直接金融と機関投資家

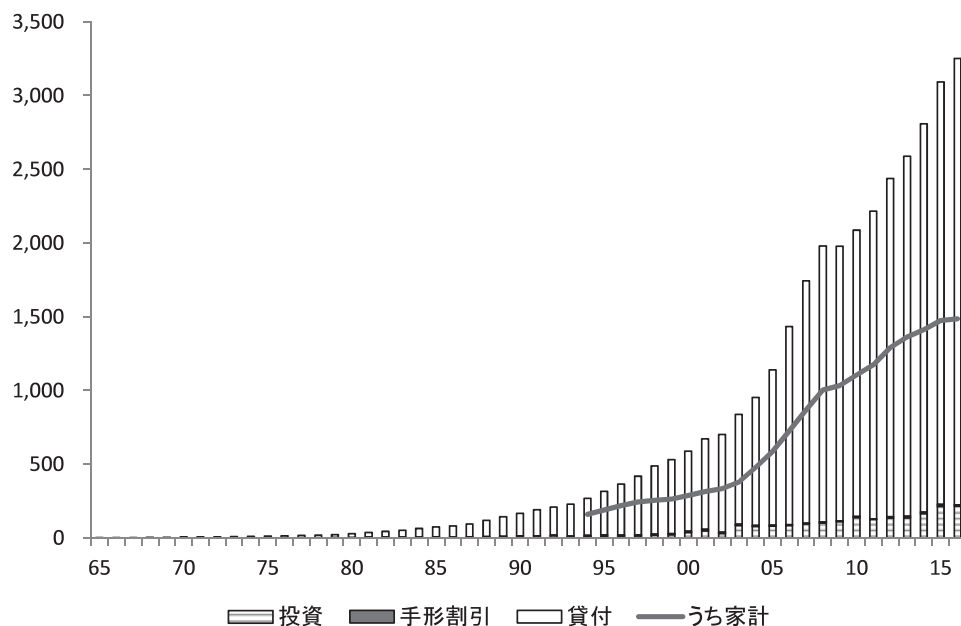
この第 3 章では、先ず各金融機関の資産規模の推移を確認する。その後で、主に機関投資家の詳細な分類を行いたい。というのは、南アフリカでは、機関投資家の活動が非常に活発であり、このことは他のサブサハラ・アフリカ地域の各国には見られない現象だからである。機関投資家の資産規模の大きさ、そして機関投資家の金融機関数の多さ等に注目し、南アフリカでの直接金融の重要性について考察したい⁽²⁸⁾。

⁽²⁶⁾ 商業銀行の負債構造に関しては、図表は掲載していないが、その多くが預金である (2017 年 12 月時点において 73.7%, South African Reserve Bank, Banks and mutual banks, Release of selected monthly data)。またこの預金の保有者の大部分は国内の居住者によるものである (2017 年 12 月時点において 94.9%, South African Reserve Bank, Banks and mutual banks, Release of selected monthly data)。南アフリカの商業銀行の貸借対照表の構造は、預金・貸出という伝統的な銀行のモデルに当てはまる。ROA と ROE の動向を見ると、2015 年において、ROA は 1.5%, ROE は 20.7% である。また貸付残高全体に占める不良債権比率は 2015 年において 3.1% である (International Monetary Fund [2016], *IMF Country Report*, No. 16/217, p. 50)。

⁽²⁷⁾ 但し、図 8 のモーゲージローンには、個人だけでなく商業用不動産も多く含まれている。Koch and Bosch [2009] は、南アフリカのインフレによる家計の行動について、以下のように述べている。「インフレは購買力を低める」(Koch and Bosch [2009], p. 28)。「生鮮食料品のインフレは、豊かな家計よりも貧しい家計に大きな負の影響を与える」(Koch and Bosch [2009], p. 28)。「家計はまた、価格が上昇するときには支出パターンを変化させる」(Koch and Bosch [2009], p. 28)。Gumata, Kabundi and Ndou [2013] は、家計のバランスシートの動向と金融との関係について以下のように述べている。「家計のバランスシートは銀行のバランスシートのように、金融政策の効果を経済に伝達することにおいて重要な役割を持っていない」(Gumata, Kabundi and Ndou [2013], p. 17)。またその他に南アフリカの家計のバランスシートについて考察したものに、Aron, Muellbauer and Prinsloo [2007] がある。

⁽²⁸⁾ Hassan [2013] は、南アフリカの資本市場について以下のように述べている。「経済的な点から南アフリカの資本市場の重要性はとても高いといえる」(Hassan [2013], p. 1)。

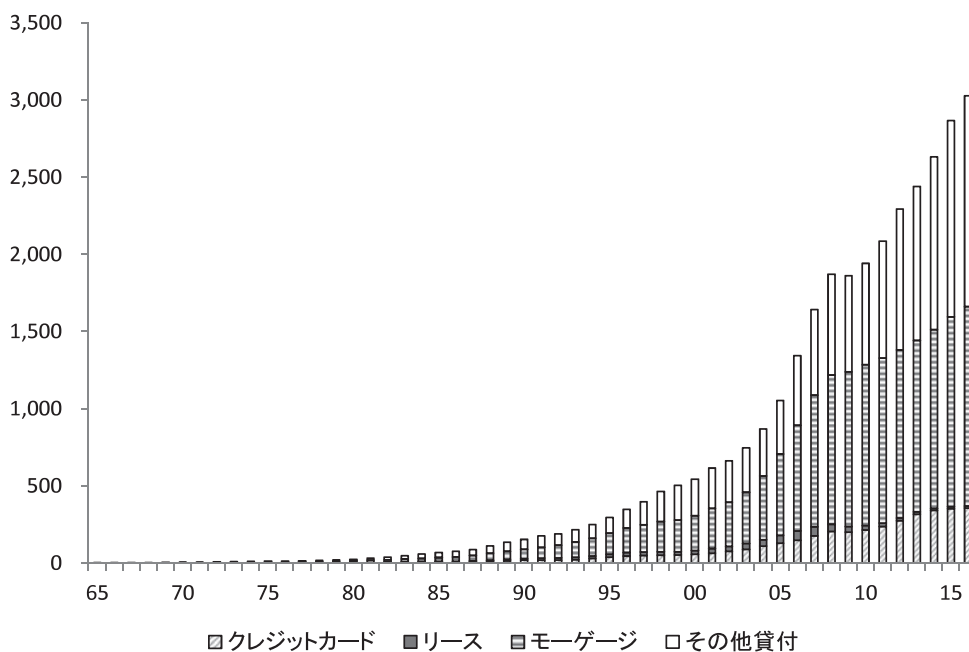
図7 商業銀行による国内民間部門への信用供与の動向（単位：10億ランド）



（注）各年12月の数値。残高ベース。

（出所）South African Reserve Bank, Money and banking, Release of selected monthly data より作成。

図8 商業銀行による国内民間部門への貸付の中身（単位：10億ランド）

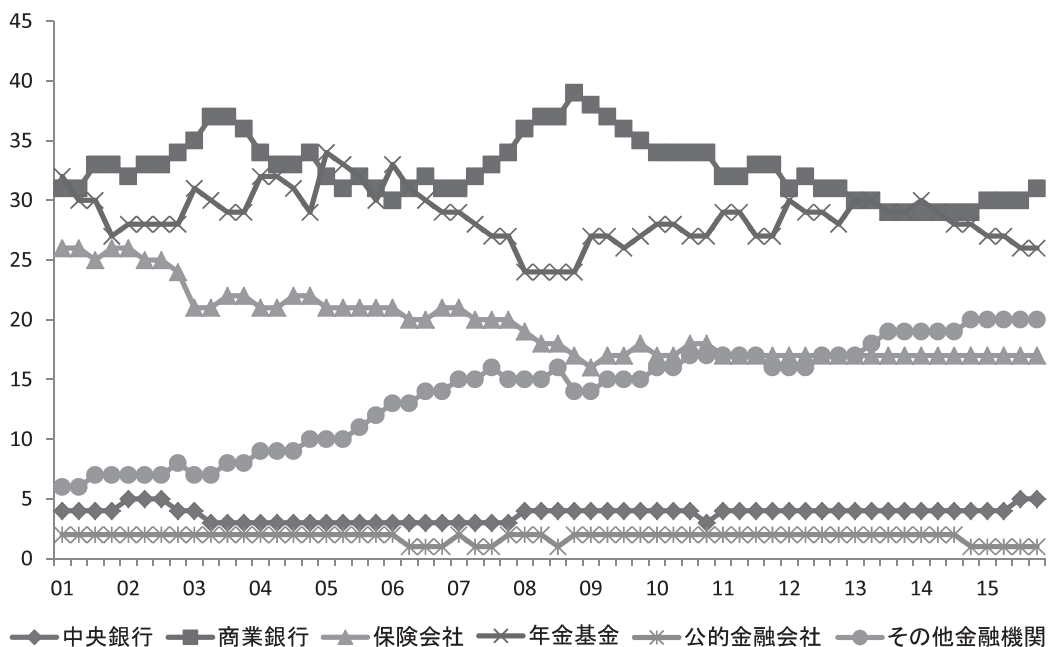


（注）各年12月の数値。残高ベース

（出所）South African Reserve Bank, Money and banking, Release of selected monthly data より作成。

図9は南アフリカの金融機関について、中央銀行、商業銀行、保険会社、年金基金、公的金融会社、その他金融機関に分けて、相対的な資産規模の推移を見たものである。商業銀行の資産規模が、商業銀行以外の金融機関のそれと比較して大きいものの、保険会社と年金基金の資産規模の合計は、商業銀行を超えている。また2000年代後半以降から資産規模の水準を伸ばしているその他金融機関を保険会社と年金基金の資産規模の合計に加えれば、南アフリカの金融市場は機関投資家を中心とした金融市場に転換しようとしていると言える。それでは中央銀行と商業銀行以外の南アフリカの金融機関には、どのようなものがあるのだろうか⁽²⁹⁾。前述の銀行部門の考察に利用した南アフリカ準備銀行の資料に依拠して、中央銀行と商業銀行以外の金融機関の詳細な分類を図9との関連において必要な範囲で行うことにしたい。

図9 金融機関別の資産規模の推移（単位：%）



（注）四半期データ。資産規模は各年での相対的な大きさ（合計100%）を示している。

（出所）South African Reserve Bank, First edition 2017, Financial Stability Review より作成。

⁽²⁹⁾ Brink and Kock [2009] は、南アフリカの中央銀行の金融政策について以下のように述べている。「中央銀行の金融政策の制度的枠組は2つの要素から成り立っている。すなわち金利政策と中央銀行のバランスシート政策である。これらは、価格と中央銀行の流動性の量に影響を与える」(Brink and Kock [2009], p. 30)。「先進諸国と多くの発展途上国の中央銀行は、操作目標となる短期金利に影響を与えることを狙いながら、市場に基礎を置いた金融手段を用いて金融政策を実施している」(Brink and Kock [2009], p. 3)。また Hassan and Loewald [2013] は、南アフリカ準備銀行のインフレーターゲティングについて以下の点を指摘している。「インフレーターゲティングは、金融政策の枠組としては制限的なものである」(Hassan and Loewald [2013], p. 13)。さらに Ruch, Rankin and Plessis [2016] は、南アフリカの物価について以下のように述べている。「需要は価格変化の頻度を変えない。しかし、価格の水準に大きな影響を与える」(Ruch, Rankin and Plessis [2016], p. 33)。

南アフリカ準備銀行は保険会社と年金基金に関して、保険会社と年金基金（Insurers and pension funds）という金融機関の区分を設けている。この保険会社と年金基金は、さらに保険会社（Insurers）、医療保障スキーム（Medical schemes）、年金基金（Pension and provident funds）という3区分に分類されている。図9との関連から、保険会社と年金基金について見ていこう。

まず保険会社から見ていくことにしよう。保険会社は、民間保険会社（Private sector insurers）と公的保険会社（Public sector insurers）に分かれている。保険会社とは、the Long-term insurance Act 52 of 1998 もしくは the Short-term insurance Act 53 of 1998 により設立されたものを指す⁽³⁰⁾。民間保険会社は、さらに短期の民間保険会社と長期の民間保険会社に区分できる。民間保険会社のうち、短期に分類されている保険会社は91社である⁽³¹⁾。また民間保険会社のうち長期に区分されている保険会社は74社である⁽³²⁾。次に公的保険会社は、短期の公的保険会社と長期の保険会社に区分され、短期に分類されている会社は5社（Densecure SOC Limited, Export Credit Insurance Corporation of South Africa SOC Limited, Khula Credit Guarantee SOC Limited, Land Bank Insurance SOC Limited, Sasria SOC Limited）である⁽³³⁾。長期に分類されている会社は1社（Land Bank Life Insurance Co SOC Limited）である⁽³⁴⁾。

次に年金基金について見ていこう。年金基金は、民間年金基金（Private sector pension and provident funds）と公的年金基金（Public sector pension and provident funds）に分かれている。民間年金基金に分類されているものは299社である⁽³⁵⁾。公的年金基金に分類されているものは6社（Government Employees Pension Fund [GEPF], Post Office Pension Fund, Telkom Retirement Fund, Transnet Retirement Fund, Transnet Second Defined Benefit Pension Fund, Transport Pension Fund）である⁽³⁶⁾。ここで表6を利用して、年金基金の資産運用の様子を概観しておきたい。表6は、年金基金の資産運用の構造を見たものである。表6から、年金基金は、株式運用を行っていることが分かる。

この場を借りて、南アフリカの金融部門の構造を補足しておきたい。南アフリカ準備銀行は

表6 年金基金の資産運用の中身（単位：%）

	国債・地方債	公的企業の社債	民間部門の社債	株式	現金及び預金	その他
2006	22.30	5.02	5.46	53.93	7.75	5.54
2009	20.53	6.98	6.38	52.44	7.02	6.65
2012	18.75	7.32	7.54	52.68	7.04	6.66
2015	19.67	6.51	9.15	54.08	3.14	7.44

（出所）South African Reserve Bank, First edition 2017, Financial Stability Review より作成。

⁽³⁰⁾ South African Reserve Bank [2017], p. 7.

⁽³¹⁾ 2016年9月時点。South African Reserve Bank [2017], pp. 8-9.

⁽³²⁾ 2016年9月時点。South African Reserve Bank [2017], p. 9.

⁽³³⁾ 金融機関名については、South African Reserve Bank [2017], p. 10 より抜粋した。2016年9月時点。

⁽³⁴⁾ 金融機関名については、South African Reserve Bank [2017], p. 10 より抜粋した。2016年9月時点。

⁽³⁵⁾ 2016年9月時点。South African Reserve Bank [2017], pp. 11-15.

⁽³⁶⁾ 金融機関名については、South African Reserve Bank [2017], p. 15 より抜粋した。2016年9月時点。

金融部門を大きく5つに分類している。金融当局 (Monetary authority [public sector]), 銀行 (Banks), 保険会社と年金基金 (Insurers and pension funds), その他の金融機関 (Other financial intermediaries), 補助的な金融機関 (Financial auxiliaries) である。銀行と保険会社と年金基金については、すでに述べた。

上記のその他の金融機関は、集団投資スキーム (Collective investment schemes), ファイナンスカンパニー (Finance companies), 特定目的会社 (Special purpose entities), 公的金融機関 (Public sector financial intermediaries), 持株会社 (Holding companies) の5つに先ず分かれる⁽³⁷⁾。そして、集団投資スキームは、さらに短期金融資産投資信託 (Money market securities unit trusts), 中長期金融資産投資信託 (Non-money market securities unit trusts), 不動産投資信託 (Property unit trusts), 債券投資信託 (Participation bond schemes) に分類されている⁽³⁸⁾。公的金融機関は、さらに4つに分かれている。公的投資会社 (Public investment corporation [PIC]), その他国家金融機関 (Other national government financial intermediaries), 州政府金融機関 (Provincial government financial intermediaries), 地方政府金融機関 (Local government financial intermediaries) に分類されている。持株会社は、さらに3つに分類されている。銀行持株会社 (Bank holding companies), その他金融機関持株会社 (Other financial holding companies), 非金融機関持株会社 (Non-financial holding companies) に分類されている。

さらに補助的な金融機関には、6つあり、取引所メンバー (Members of the formal exchanges), 信託会社 (Trust companies), 保険ブローカー (Insurance brokers, agents and actuaries), 外国銀行駐在員事務所 (South African representative offices of foreign banks), 名義人会社 (Nominee companies), その他 (Other private sector financial auxiliaries) である⁽³⁹⁾。

上記で見てきたように南アフリカの機関投資家の金融機関数は非常に多い。このことは南アフリカの金融市場、その中でも特に資本市場での取引において、数値としてどのようにあらわれているのだろうか。図10は、南アフリカにおける株式と債券の取引回数の推移を見たものである。図を見る上での大切なポイントは、株式と債券とでは、表示している軸の単位が全く異なっていることである。図10から南アフリカの資本市場においては、債券取引に比較して圧倒的に株式取引の回数が多いことを指摘できる⁽⁴⁰⁾。このことは、先程の機関投資家の金融機関数が圧倒的に多いこととも整合的である。

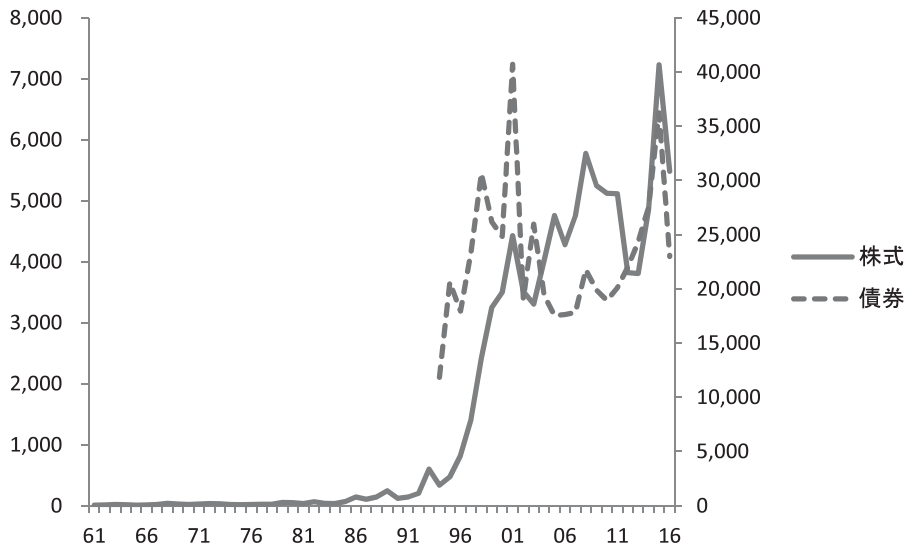
⁽³⁷⁾ South African Reserve Bank [2017], p. 5.

⁽³⁸⁾ 2016年9月時点。短期金融資産投資信託は48社、中長期金融資産投資信託は1,423社、そして不動産投資信託79社、債券投資信託4社である (South African Reserve Bank [2017], pp. 15-35)。

⁽³⁹⁾ South African Reserve Bank [2017], p. 5.

⁽⁴⁰⁾ Temouri, Driffeld and Bhaumik [2016] は、株式の重複上場について以下のように述べている。「重複上場には便益がある。投資家保護の水準の低い発展途上国の企業においては特にそうである」 (Temouri, Driffeld and Bhaumik [2016], p. 277)。Majapa and Gossel [2016] は、南アフリカにおける証券取引の構造について次のように述べている。「ヨハネスブルグ証券取引所において、集団性と同質性はあるものの中心をなすのは金融部門と資源部門との繋がりである」 (Majapa and Gossel [2016], p. 46)。Paetz and Gupta [2016] は、南アフリカにおける株価と景気循環との関係を考察している。「この論文の目的は、南アフリカの景気循環における株価の効果を定量化することである」 (Paetz and Gupta [2016], p. 172)。

図 10 株式と債券の取引回数の動向（単位：100 万回，実数回）



（注）株式は左軸で単位は 100 万。債券は右軸で単位は実数。

（出所）South African Reserve Bank, Capital market, Release of selected monthly data より作成。

図 11 は、株式と債券の取引額、株式デリバティブの想定元本、そして商業銀行による貸付残高の推移を示している。これらの数値は、厳密には正確に比較できる数値ではない。しかしながら、南アフリカの金融市場の傾向を知る上では役に立つ。すでに考察したように、南アフリカの金融市場の構造を解明するには、間接金融と直接金融の両面から接近する必要がある。商業銀行による貸付残高は増加している。商業銀行は上位 5 行による寡占の状況にある。そして直接金融においては、機関投資家の数が多く、また株式の取引回数が多い。南アフリカはその他のサブサハラ・アフリカ地域の各国金融市場とは大きく異なり、間接金融と直接金融の規模が同時に大きくなっているのである。

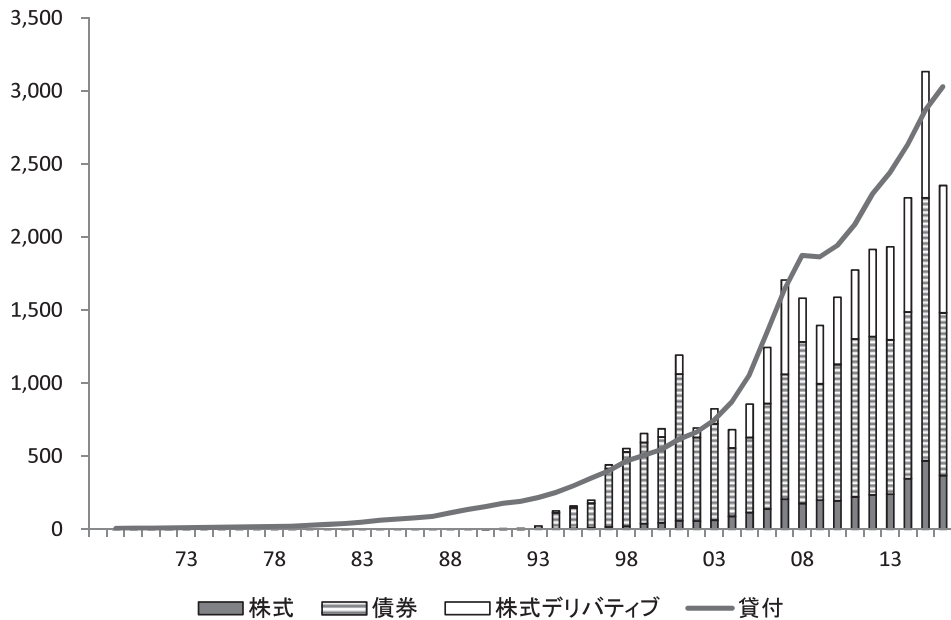
結び

本論文では、間接金融と直接金融の観点から近年における南アフリカの金融市場の構造を考察した。ここで簡単に結論をまとめておきたい。

南アフリカでは、間接金融と直接金融が同時に進展している。民間非金融法人企業は、銀行借入だけでなく、証券発行その中でも株式発行を積極的に行っている。また民間非金融法人企業は、部門別資金過不足の動向から分かるように、貯蓄超過主体になっている。

間接金融においては、南アフリカでは、地場商業銀行と外国銀行の資産規模が、外国銀行の支店とミューチュアルバンクに比較して、圧倒的に大きい。資産規模上位 5 行により銀行資産の約 90% 以上が保有されている。商業銀行 5 行による寡占体制が構築されているのである。商業銀行貸付の点では、資金需要の存在する産業にリスクを取り資金を貸付けている。また商業銀行の貸借

図11 資本市場の規模と貸付残高の比較（単位：10億ランド）



(注) 株式と社債は取引額，株式デリバティブは想定元本，貸付は残高。各年12月の数値。

(出所) 株式，社債，株式デリバティブは，South African Reserve Bank, Capital market, Release of selected monthly data より作成。貸付は，South African Reserve Bank, Money and banking, Release of selected monthly data より作成。

対照表の構成は伝統的な預金と貸付という構造になっている。企業が貯蓄超過主体ということもあり，家計への信用供与は大きい。

直接金融においては，機関投資家の資産規模がその他の金融機関のそれと比較して，相対的に大きくなっている。また保険会社，年金基金，投資信託会社等に代表される機関投資家の金融機関の数が多い。このことは資本市場での取引回数にも数値としてあらわれていて，南アフリカでの株式取引の回数は社債の取引回数に比較して圧倒的に多いのである。また商業銀行による貸付残高の推移と，株式と債券の取引額そして株式デリバティブの想定元本の合計額の推移とを比較すれば，どちらも大きく増大している。このことは，南アフリカでは間接金融と直接金融が同時に大きく進展していることを示している。

参考文献

奥田英信・三重野文晴・生島靖弘 [2010]『新版開発金融論』日本評論社。

川波洋一・上川孝夫編 [2016]『現代金融論（新版）』有斐閣ブックス。

嶋村紘輝 [1996]『入門経済学（第2版）』中央経済社。

高木仁 [2006]『アメリカの金融制度—比較社会文化による問題接近をめざして』東洋経済新報社。

高山晃郎 [2015a]「ナイジェリアとガーナにおける近年の金融市場の進展と製造業への資金供給」(名城大学)『名城論叢』第16巻第2号，10月，9-38頁。

- 高山晃郎 [2015b] 「ガーナ経済の資金需要と商業銀行の役割－現状と課題」(名城大学)『名城論叢』第16巻第3号, 27-39頁。
- 高山晃郎 [2016] 「近年におけるナイジェリア経済の構造と特徴－金融の側面を中心に」(名城大学)『名城論叢』第16巻第4号, 195-210頁。
- 高山晃郎 [2017] 「近年におけるケニア金融市場の構造と特徴－商業銀行貸付を中心に」(名城大学)『名城論叢』第18巻第1号, 31-51頁。
- 西浦昭雄 [2008] 『南アフリカ経済論－企業研究からの視座』日本評論社。
- 日本銀行国際収支統計研究会 [1996] 『国際収支のみかた』日本信用調査株式会社。
- 牧野久美子・佐藤千鶴子編 [2013] 『南アフリカの経済社会変容』アジア経済研究所。
- 三重野文晴 [2015] 『金融システム改革と東南アジア－長期趨勢と企業金融の実証分析』勁草書房。
- African Development Bank Group, African Union and Economic Commission for Africa [2016], *African Statistical Yearbook*, African Development Bank Group, African Union and Economic Commission for Africa.
- Akanbi, O. A. [2013], "Macroeconomic effects of fiscal policy changes: A case of South Africa," *Economic Modelling*, 35, pp. 771-785.
- Aling, P. and S. Hassan [2012], "No-arbitrage one-factor models of South Africa term-structure of interest rates," *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/12/01, January.
- Anvari, V., N. Ehlers and R. Steinbach [2014], "A semi-structural approach to estimate South Africa's potential output," *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/14/08, November.
- Aron, J., J. Muellbauer and J. Prinsloo [2007], "Balance sheet estimates for South Africa's household sector from 1975 to 2005," *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/01/07.
- Balcilar, M., K. Thompson, R. Gupta and R. V. Eyden [2016], "Testing the asymmetric effects of financial conditions in South Africa: A nonlinear vector autoregression approach," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 43, pp. 30-43.
- Brink, N. and M. Kock [2009], "Central bank balance sheet policy in South Africa and its implications for money-market liquidity," *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/10/01, December.
- Cakir, M. and A. Kabundi [2014], "Transmission of China's shocks to the BRIS counties," *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/14/05, July.
- Demircuc-Kunt, A., L. Klapper, D. Singer and P. V. Oudheusden [2015], "The Global Findex Database 2014 Measuring Financial Inclusion around the World," *Policy Research Working Paper*, WPS7255, World Bank Group.
- Ehlers, N., L. Mboji and M. M. Smal [2013], "The pace of potential output growth in the South African economy," *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/13/01, March.
- Faulkner, D., C. Loewald and K. Makrellov [2013], "Achieving higher growth and employment: Policy options for South Africa," *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/13/03, July.
- Fedderke, J. [2014], "Exploring unbalanced growth in South Africa: Understanding the sectoral structure of the South African Economy," *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/14/07, October.
- Fedderke, J. and D. Mengisteab [2016], "Estimating South Africa's output gap and potential growth rate," *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/16/02, March.
- Fedderke, J. and Y. Liu [2016], "Accounting for productivity growth: schumpeterian versus semi-edogenous explanations," *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/16/04, May.
- Fosu, S. [2013], "Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53, pp. 140-151.
- Goldberg, C. S. and J. M. Veitch [2010], "Country risk and financial integration: A case study of South Africa,"

- Research in International Business and Finance*, 24, pp. 138–145.
- Gumata, N., N. Klein and E. Ndou [2012], “A financial conditions index for South Africa,” *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/12/05, August.
- Gumata, N., A. Kabundi and E. Ndou [2013], “Important channels of transmission of monetary policy shock in South Africa,” *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/2013/06, December.
- Hall, S. G., G. Hondroyannis, P. A. V. B. Swamy and G. S. Tavlás [2007], “Where has all the money gone? Wealth and the demand for money in South Africa,” *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/07/05, August.
- Hassan, S. and C. Loewald [2013], “Nominal GDP targeting and the monetary policy framework,” *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/13/05, September.
- Hassan, S. [2013], “South African Capital Markets: An overview,” *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/13/04, October.
- Hassan, S., M. Paul and S. Redford [2015], “Vulnerability to normalization of global financing conditions: A operational approach” *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/15/04, October.
- Havenga, J., Z. Simpson and L. Goedhals-Gerber [2017], “International trade logistics costs in South Africa: Informing the port reform agenda,” *Research in Transportation Business and Management*, 22, pp. 263–275.
- Havrylchyk, O. [2010], “A macroeconomic credit risk model for stress testing the South African banking sector,” *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/10/02, March.
- International Monetary Fund [2016], *IMF Country Report*, No. 16/217, International Monetary Fund, July.
- Kabundi, A., E. Nel and F. Ruch [2016], “Nowcasting real GDP growth in South Africa,” *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/16/01, February.
- Koch, S. F. and A. Bosch [2009], “Inflation and the household: Towards a measurement of the welfare costs of inflation,” *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/09/02, August.
- Majapa, M. and S. J. Gossel [2016], “Topology of the South African stock market network across the 2008 financial crisis,” *Physica A*, 445, pp. 35–47.
- Nikolaïdou, E. and S. Vogiazas [2017], “Credit risk determinants in Sub-Saharan banking systems: Evidence from five countries and lessons learnt from Central East and South East European countries,” *Review of Development Finance*, 7, pp. 52–63.
- Ntim, C., S. Lindop and D. A. Thomas [2013], “Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods,” *International Review of Financial Analysis*, 30, pp. 363–383.
- Odhiambo, N. M. [2009], “Finance-growth-poverty nexus in South Africa: A dynamic causality linkage,” *The Journal of Socio-Economics*, 38, pp. 320–325.
- Paetz, M. and R. Gupta [2016], “Stock price dynamics and the business cycle in an estimated DSGE model for South Africa,” *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 44, pp. 166–182.
- Rensburg, R. and E. Botha [2014], “Is integrated reporting the silver bullet of financial communication? A stakeholder perspective from South Africa,” *Public Relations Review*, 40, pp. 144–152.
- Ruch, F., N. Rankin and S. D. Plessis [2016], “Decomposing inflation using micro-price-level data: South Africa’s pricing dynamics,” *South African Reserve Bank Working Paper Series*, WP/16/06, June.
- Salahuddin, M. and J. Gow [2016], “The effects of internet usage, financial development and trade openness on economic growth in South Africa: A time series analysis,” *Telematics and Informatics*, 33, pp. 1141–1154.
- Simatele, M. [2015], “Market structure and competition in the South African banking sector,” *Procedia Economics and Finance*, 30, pp. 825–835.

- Sithole, T., B. D. Simo-Kengne and M. Some [2017], "The role of financial conditions in transmitting external shocks to South Africa," *International Economics*, 150, pp. 36–56.
- South African Reserve Bank [2015], *National financial account for South Africa 1992–2013, Supplement to the South African Reserve Bank Quarterly Bulletin June 2015*, South African Reserve Bank.
- South African Reserve Bank [2017], *Institutional Sector Classification Guide for South Africa March 2017*, South African Reserve Bank.
- Tavlas, G. S. [2007], "The benefits and costs of monetary union in southern Africa: A critical survey of literature," *South African Reserve Bank Working Paper*, WP/07/04, August.
- Temouri, Y., N. Driffield and K. Bhaumik [2016], "A strategic perspective of cross-listing by emerging market firms: Evidence from Indonesia, Mexico, Poland and South Africa," *Journal of International Management*, 22, pp. 265–279.
- Wen, Y. C., P. T. Lin, B. Li and E. Roca [2015], "Stock return predictability in South Africa: The role of major developed markets," *Finance Research Letters*, 15, pp. 257–265.