

新興国通貨の基礎知識～南アフリカ

1. 南アフリカの概要（ファンダメンタルズ）

（ア）南アフリカの規模等

南アフリカ共和国（以下、南アフリカ）は、急速に人口拡大と経済発展を遂げているサブサハラ・アフリカ¹の最南端に位置し、面積約 122 万キロメートル（日本の約 3.2 倍）に、人口 6,000 万人が居住する国です。2020 年の名目 GDP 総額は 3,350 億米ドルとサブサハラ・アフリカの全 GDP の約 20%を占めており、ナイジェリアに次ぐ地域内第 2 位の経済大国です（世界 41 位）。しかし、ここ数年は経済成長が伸び悩んでおり、2020 年の一人当たり名目 GDP は 5,600 米ドルで世界 93 位にとどまっています。また、ジニ係数²は 0.63（2014 年時点）と世界の中でも所得格差が大きい国の一つです。

南アフリカは 19 世紀後半にダイヤモンドや金が発見されて以来、鉱業主導の経済成長が続いていましたが、アパルトヘイト³期に入ると、鉱業で稼いだ資本をもとに製造業や金融業が発達しました。現在の経済構造は 1～3 次産業がバランスよく、どちらかと言えば、先進国に似ています。貿易構造は依然として鉱物資源輸出に依存している面が大きい一方、原油は輸入に頼らざるを得ない状況です。

（イ）南アフリカ経済の強み

南アフリカ経済の強みは、①有利な人口動態、②積極的な貿易投資政策、③金融資本市場の成熟度が高い、などの点にあります。

まず南アフリカの将来性を検討するために、人口動態をみていきましょう。南アフリカの人口は、他国からの移民も含めて増加傾向が続いているほか、39 歳以下の人口が 70%を占めており、日本の 38%と比較しても若い国であることが分かります（図 1）。国連人口統計局によると、生産年齢人口（15-64 歳）は 2075 年まで伸び続け、現在の 3,900 万人から 5,300 万人に達する予想です。さらに、南アフリカが位置するサブサハラ・アフリカは、他地域に比べて人口の増加基調が長く続くと予想されています（図 2）。今後も高い出生率が保たれることから、国連人口統計では、2100 年に約 38 億人と世界の人口の 3 割強を占める見込みです。世界各地では人口縮小や高齢化が懸念されていますが、南アフリカを含むサブサハラ・アフリカでは長期的な若年層の増加が見込まれるため、労働供給力と消費力の拡大を通じた経済成長が期待できます。

¹ アフリカ大陸（島嶼を含む）のうち、サハラ砂漠より南の地域

² 社会における所得の不平等さを測る指標

³ 1910～91 年に南アフリカ政府が推進した黒人に対する人種差別政策。国内での黒人解放運動に加え、国際社会からの批判や経済制裁を受け、1991 年にデクラーク政権が終結を宣言

図 1：各国の人口構成比（2020 年時点）

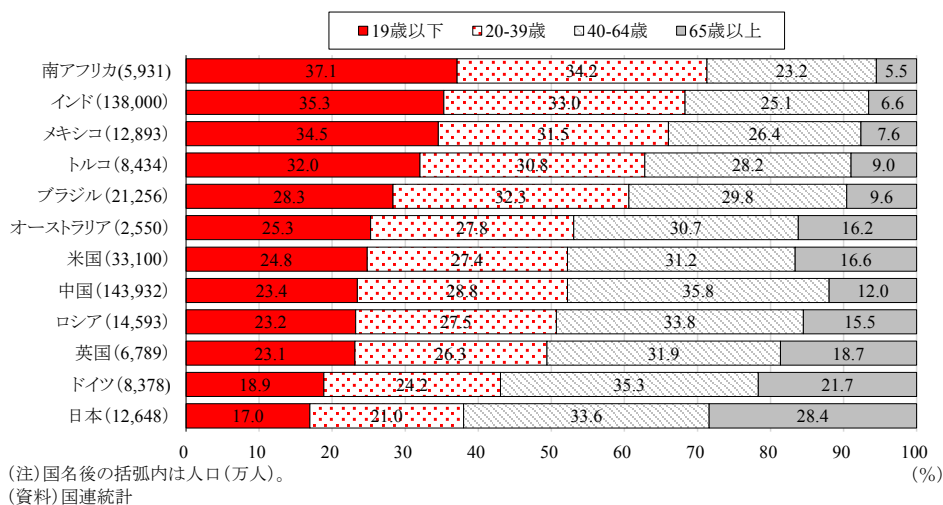
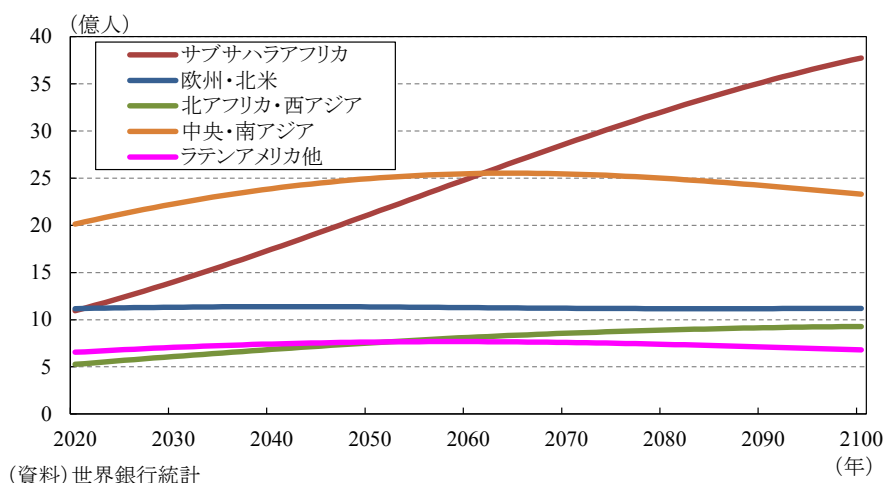


図 2：各地域の人口予測数（2019 年時点）



次に、南アフリカの貿易投資政策を確認しましょう。南アフリカは近年、様々な地域への貿易投資を積極的に拡大しています。図 3、4 をみると、南アフリカの最大貿易相手地域が、旧宗主国のある欧州からアジアやアフリカに入れ替わっていることがわかります。

その中でも、中国は 2009 年から南アフリカにとって最大の貿易相手国となっています。両国は、BRICS⁴首脳会議や中国・アフリカ協力フォーラム (FOCAC) を開催し、貿易取引に限らず中国から南アフリカ企業（金融、製造、通信業等）への出資やインフラ設備の経済支援を受ける等、緊密な関係を続けています。

2010 年以降、南アフリカからアフリカ域内への輸出も急速に拡大しています。この

⁴ ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ共和国の新興 5 か国

背景には、南アフリカ企業が積極的にアフリカ域内諸国へ進出していることに加え、外国企業が南アフリカ経由でアフリカ域内へ貿易・投資を行うケースが多いことがあります。さらに、コロナ禍で延期となっていたアフリカ大陸自由貿易圏（AfCFTA）協定⁵は2021年1月より運用開始となり、今後関税の撤廃による貿易取引の活性化が期待されます。世界銀行は、AfCFTAにより2035年までにアフリカ域内貿易が81%増加すると見込んでいます。

図3：地域別輸出取引額推移

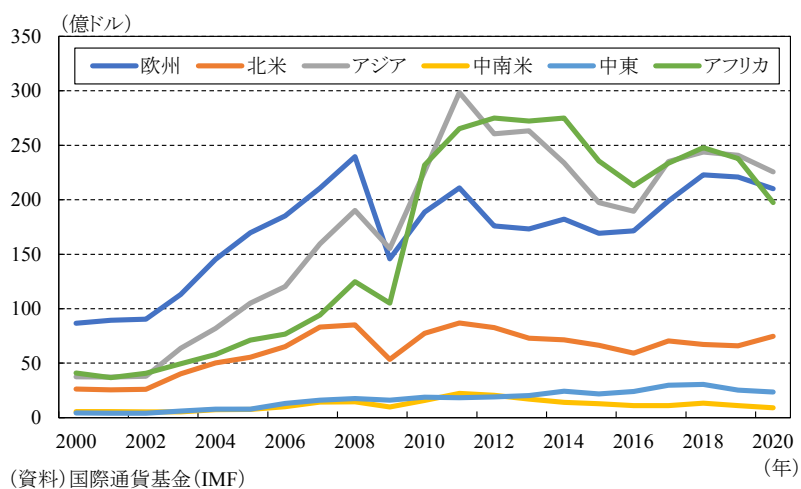
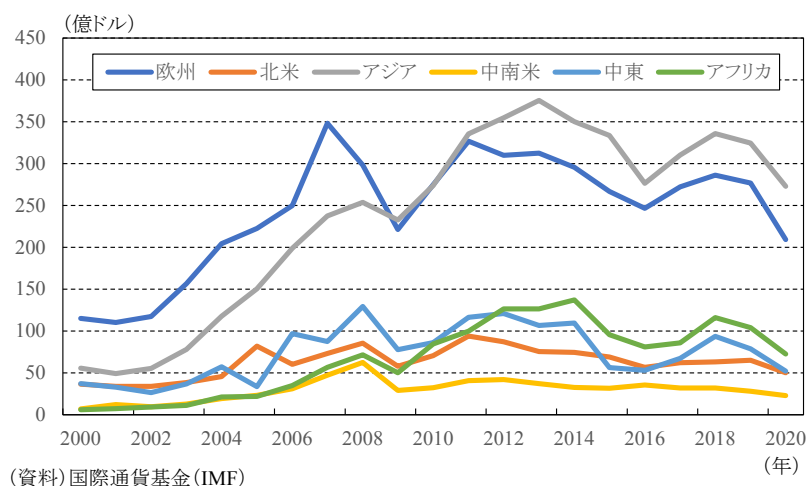


図4：地域別輸入取引額推移



最後に、金融資本市場の成熟度の高さについて説明します。南アフリカには、世界で18番目の規模（時価総額ベース、2018年時点）のヨハネスブルグ証券取引所がありま

⁵ 2019年5月に発効され、2021年1月時点でアフリカ連合の加盟国55カ国のうち、エリトリアを除く54カ国が署名済みです。経済規模はGDPで3.4兆ドル、人口12億人にのぼります。

す。南アフリカの国内上場企業の時価総額（GDP 比）は、他の新興国に比べて高く、株式取引が活発であることがわかります（表 1）。

南アフリカ準備銀行（以下、中銀）の金融規制に対する方針も明確で（後述）、金融資本市場が政治の影響を受けにくいことも特徴の一つです。さらに、中銀の銀行セクター監督は厳格です。実際、不良債権比率など銀行の健全性指標は良好であり、金融システムの健全性をめぐる懸念は小さいとされています。

表 1：新興国の金融規模 GDP 比（2020 年）

	アルゼンチン	ブラジル	中国	インド	インドネシア	マレーシア	メキシコ	ロシア	南アフリカ	タイ	トルコ
上場株式時価総額 GDP比(%)	8.8	68.4	83.0	99.0	46.9	129.7	37.1	46.8	348.3	108.2	33.0

(注)アルゼンチンは2019年データ。

(資料)世界銀行

（ウ）南アフリカ経済の弱点

南アフリカ経済の弱みとしては、①投資環境悪化による低い経済成長、②高い失業率をはじめとする雇用問題、③国有企業の経営難に伴う財政悪化等があげられます。

南アフリカの経済成長のペースは世界金融危機を境に鈍化し、他の新興国と比べても低い成長が続いています（図 5）。その要因の一つに、固定資本投資すなわちインフラ投資や機械設備などへの投資が不足していることがあげられます。GDP 比でみた固定資本投資は他の新興国と比べても低く、2020 年は 13%にとどまっています（図 6）。

しかも既存のインフラはアパルトヘイト期に整備されたものが多く、補修や更新が不十分なので著しく劣化しています。電力や浄水の供給も不安定で、ビジネス活動はおろか場所によっては日常生活にも事欠くレベルです。加えて、汚職や労使紛争が多発しており、教育水準も低いため、世界銀行の Doing Business 2019 において、ビジネスのしやすさを表す同国の「イーズ・オブ・ドゥーイング・ビジネス（Ease of doing business）」の順位は 10 年前の 32 位から 84 位（日本は 27 位）まで低下しています。

現代の経済は大規模な生産設備なくして成り立ちません。前節で人口増加は南アフリカの強みと説明しましたが、インフラや設備が不足しては、労働者一人当たりの設備は小さくなります（これを資本装備率といいます）。すると、生産性（労働者一人当たりの生産額）は伸びません。十分な資本がないと、せつかく大きな人口、高い人口増加率があっても生産は伸びず、「宝の持ち腐れ」に陥ってしまうのです。

図 5：新興国の経済成長推移

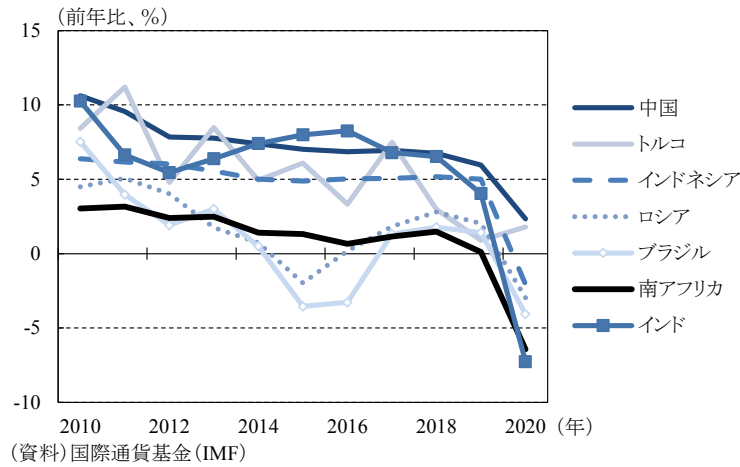
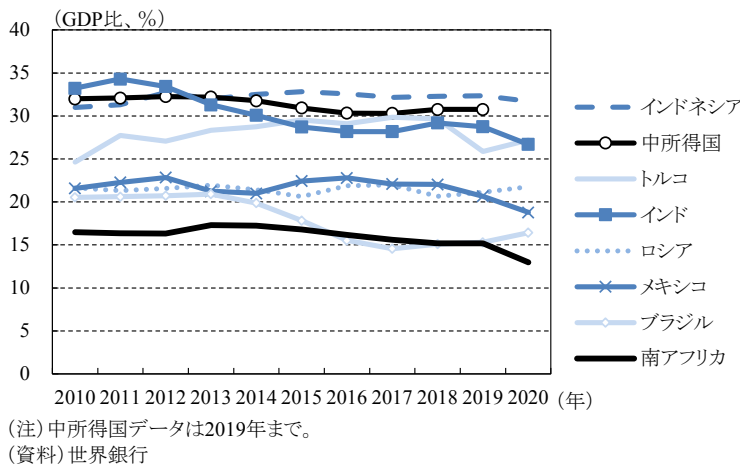


図 6：新興国の固定資本投資の GDP 比 (%)



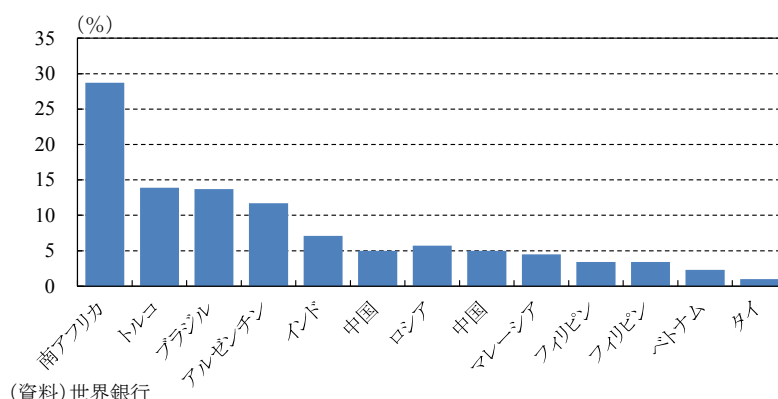
資本不足は、裏返せば労働力過剰ということです。過剰な労働力は深刻な失業を生み、それが貧富の差を生む原因となっています。失業率は他の新興国と比較して高い水準にあり、特に、若年層や黒人の同率は40%を上回り深刻な状況です(図7)。

黒人の失業率が高くなっている理由には、彼らの知識や技能が雇用者側の求める水準に達していないという指摘もあります。しかしその背景には、長年続いていた人種差別政策の影響で十分な教育を受けることができなかったという事情もあったでしょう。

職業能力の開発は、短時間で実現できることではなさそうです。更に、産業構造の変化も労働需給のミスマッチ拡大の原因になっています。失業率の改善は容易なことではありません。

そのほかにも、労働組合の力が強いと頻繁にストライキが発生することも、労働日数の減少をもたらし、生産性を悪化させる要因となっています。

図 7:新興国の失業率 (2020 年)



最後にここ数年、南アフリカ経済停滞の大きな要因になっている国営企業の経営不振とそれに伴う財政悪化の問題について、簡単に触れておきます。

国営企業は南アフリカの産業発展や雇用創出に貢献してきましたが、経営陣のずさんな管理や人件費の増加等の問題により経費が高み、経営がひっ迫しています。なかでも、国営電力企業のエスコムは、設備の老朽化と資金不足により計画停電に追い込まれ(2019年)、他産業にも大きな影響を与えました。エスコムは政府による財政支援(2019年度は490億ランド、2020年度は560億ランド)のほか、電気料金の値上げを実施するなど、経営再建に取り組んでいます。

エスコムの救済措置に加え、2020年はコロナ禍における大規模な景気対策を実施したこともあり、南アフリカの財政赤字はGDP比10%に上り、公的債務残高はGDP比70%を上回りました。財政の悪化が続くと、海外投資家等の信認低下や同国の国債の格下げを招く恐れがあります。財政悪化が長期化すれば、最終的には投資家の資本引き上げから通貨不安に至る可能性があるため、財政の行方には特に注意しておく必要があるでしょう。

2. 南アフリカランドの現状 (制度的側面)

(ア) 為替制度、取引規模～現在は変動相場制

南アフリカでは、1951年から1994年にかけて資本取引と經常取引⁶で別々の為替レートが用いられる二重相場制度を採用していました。しかし、アパルトヘイト廃止をきっかけに海外から南アフリカへの投融資が増加し、同国の外貨資金繰りは改善しました。この時、二つの相場の乖離幅が縮小したことから、二重相場制は廃止され、独立フロー

⁶ 資本取引レートは金融ランド相場、經常取引のレートは商業ランド相場と呼ばれていました。海外投資家の投資引揚げの影響を金融ランド相場に限定させ、輸出入取引等の經常取引レートを安定させる目的で導入されました。1983年2月から1985年9月まで一時的に一本化されましたが、その後、海外投資家の資金引揚げに伴う外貨繰りのひっ迫を受けて、再度二重相場が導入されました

ト制（変動相場制）へ移行しました。現在、為替管理政策は財務大臣に一任されており、その財務大臣が中銀に為替管理の権限と機能を委譲しています。また、為替管理にかかわる事務は、中銀公認の市中銀行が担っています。

1980年代は輸出入物価の急激な変動を回避するために、中銀が經常取引のレートを厳しく管理していました。1990年代になると、ランドの急速な下落を抑えるために、中銀が積極的に為替市場に介入をしていました。しかし、2000年以降は、市場の調整機能を信頼し、自国通貨安定のための為替介入は控えられるようになりました。

表2では、各通貨の為替取引高を確認できます。2019年におけるドル／ランドの1日当たりの取引高シェアは全体の0.9%であり、新興国通貨の中でも取引高は少なく、ボラティリティ（金融商品価格の予想変動率のこと）が高い通貨といわれています。図8は各国通貨の銀行間取引における対ドル売り気配と買い気配の差を中心レートで割った数値です。時系列の動きをみると、世界金融危機前に1%前後へと拡大したものの、近年は気配値の開きは比較的小さいことが読み取れます（図9）。

現在、ランドは近隣諸国のレソト、エスワティニでも法定通貨として流通しています。将来的には、南アフリカやその二カ国が加盟する南部アフリカ関税同盟⁷内の通貨統合を目指しています。

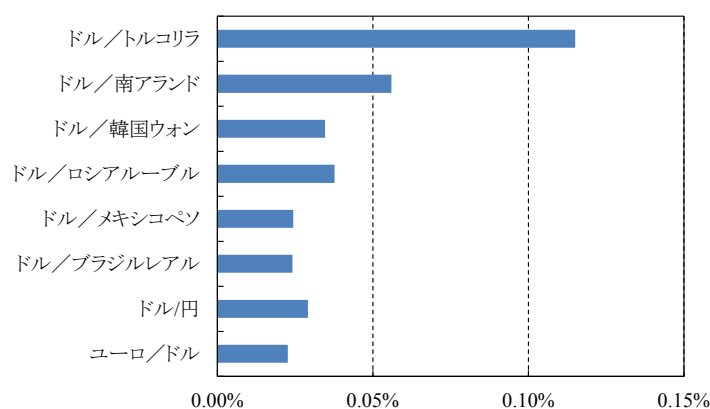
表2：通貨ペア別為替取引高

4月の平均、10億ドル、%		
通貨ペア	2019	
	取引高	%
ドル／ユーロ	1,584	24.0
ドル／日本円	871	13.2
ドル／英ポンド	630	9.6
ドル／豪ドル	358	5.4
ドル／人民元	269	4.1
ドル／メキシコペソ	105	1.6
ドル／ブラジルリアル	66	1.0
ドル／ロシアルーブル	63	1.0
ドル／南アランド	62	0.9
ドル／トルコリラ	62	0.9

(資料) 国際決済銀行

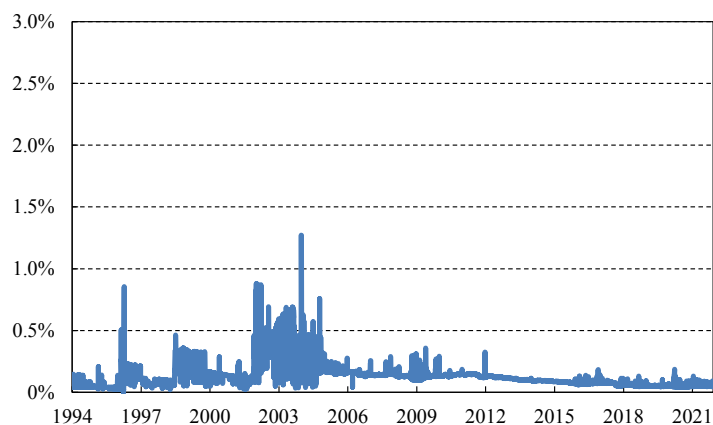
⁷ 南アフリカ、ボツワナ、エスワティニ、レソト、ナミビアの5カ国

図 8 : 各通貨の売り気配／買い気配の差



(注) (売り気配－買い気配) ÷ 中心レートをパーセント表示。2021年10月の平均。
 (資料)ロイター

図 9 : ランドの気配値の開き



(資料)ロイター

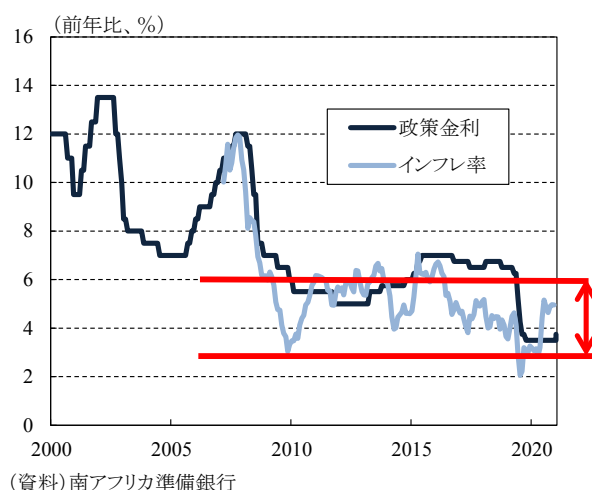
(イ) 中央銀行と金融政策～インフレ目標を採用

南アフリカ中銀は金融の安定維持のために、金融政策の立案と通貨や銀行制度の管理を行っています。政策金利はレポ・レートが使われており、毎年偶数月に開催される金融政策委員会が金融政策を決定しています。2008年頃までは8%を超える高い金利を設定していましたが、世界金融危機以降は継続的に引き下げてきました。2020年は新型コロナウイルス感染拡大に伴う景気悪化に対応するため、段階的な利下げを行い、2020年7月には政策金利を過去最低水準となる3.5%へ引き下げました。その後、インフレ率の上昇などを受け、2021年11月には0.25%の利上げを行い、足元の政策金利は3.75%となっています。(図10)。

南アフリカ中銀は、金融政策を決定する上で消費者物価指数の前年同月比上昇率(以下、インフレ率)を事前に設定したレンジ内に収める「インフレ目標」を採用しています。2009年以降、目標インフレ率は3~6%です。目標は足元のインフレ率ではなく、

今後 1~2 年先のインフレ率を対象にしています⁸。

図 10：南アフリカの政策金利と消費者物価上昇率の推移



(ウ) 外貨準備と国際通貨基金 (IMF) の目安

次は南アフリカの外貨準備についてです。

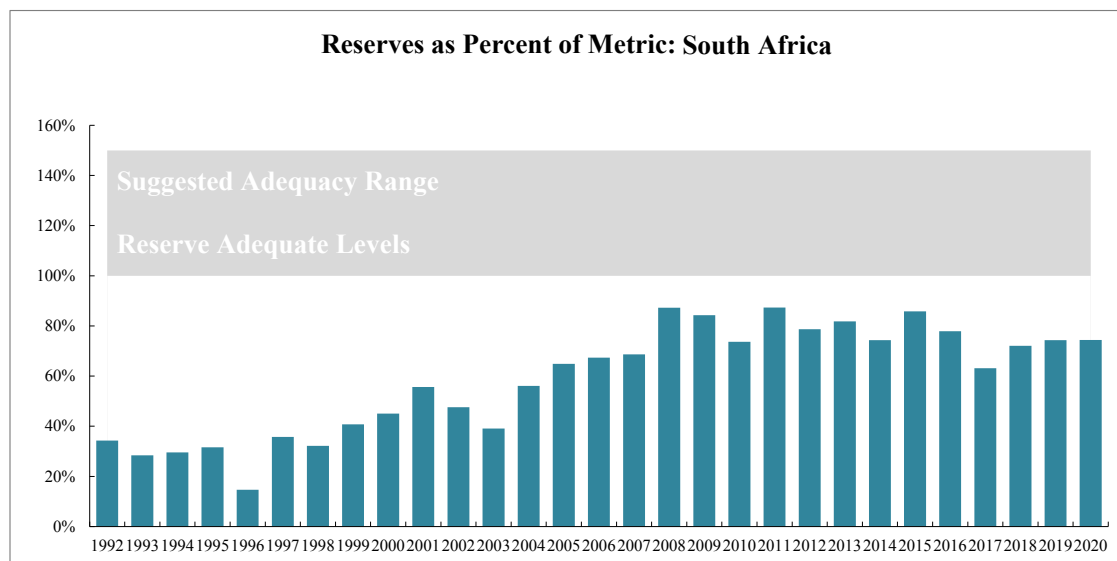
一般に、新興国は先進国に比べて経済ファンダメンタルズが脆弱であるため、急な資金流出や通貨下落といった金融不安に見舞われる頻度が高いといえます。よって、外貨支払い能力の目安として、外貨準備（金等除く）をどれだけ持っているかが重要になります。

IMF は安心できる外貨準備高の目安として、適正外貨準備額 (Assessing Reserve Adequacy Metric、ARAM) を考案しています。これは IMF が過去に通貨危機に見舞われた国の輸出、マネーストック、短期対外債務、その他負債（債券、証券）のデータをもとに、通貨危機に備えておくべき外貨準備高の最低ラインを示したものです。IMF は、この ARAM の 100~150%を適正水準と見なしていますが、南アフリカの場合は 75%程度にとどまっています (図 11)。

外貨準備が適正水準を下回っている主な原因は、南アフリカの海外向け政府債券の発行が年々増加しており、2018 年末時点で対外債務全体の 4 割近くになっていることです。しかも、外債保有者の大半は民間投資家です。投資家の中で債券保有に不安が生じた際は、我先に売り出すことで急激な資本逃避が発生し金融市場が混乱する可能性があります。

⁸ 2011 年から 2013 年の間にインフレ率が目標値を上回ることがありましたが、中銀は先行きのインフレ率が鎮静化すると見込み（一部、景気への配慮もあり）、政策金利の引き上げを見送りました

図 11：南アフリカの外貨準備高の適正水準に対する比率



(資料) IMF

なお、南アフリカ政府は、金融危機や通貨危機などに備え、中国と 43 億ドルのスワップ協定、BRICS と 100 億ドルの緊急時外貨準備金基金を契約しています。また、コロナ禍における国際収支危機を回避するため、2020 年 7 月には IMF から 42 億ドル（約 730 億ランド）の緊急融資を受け、外貨の調達を行いました。

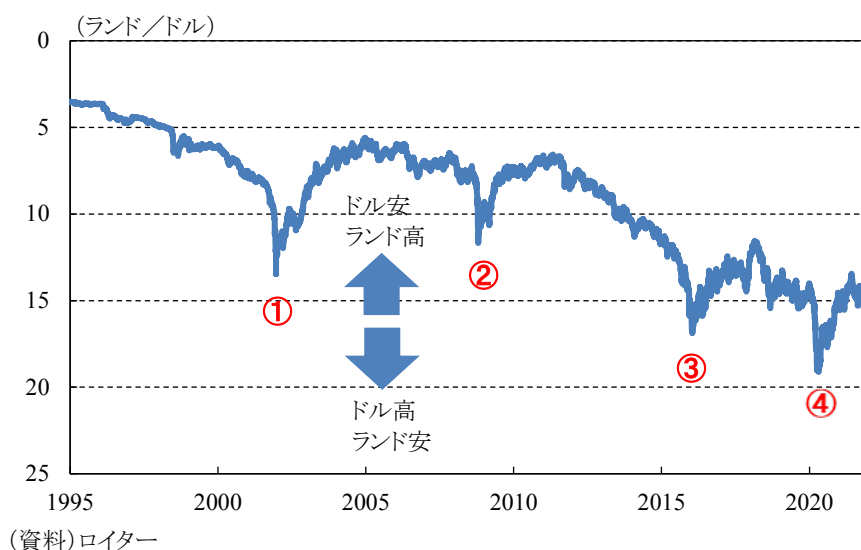
3. 南アフリカランド相場の長期推移

(ア) 90 年代以降のランド相場

以下では、90 年代以降のランド相場の推移を振り返っておきましょう。歴史を知ることが、今後の為替レートを予測するうえでも有用であるからです。

図 12 は南アフリカが変動相場制へと移行した 1995 年以降の為替レートの推移です。ランドは対ドル相場下落傾向にありますが、特に、①自国通貨の安定のための為替介入を控え始めた 2001 年前後、②リーマン・ブラザーズの破綻を引き起こした世界金融危機の 2007 年から 2008 年、③ズマ大統領がネネ財務大臣を更迭した 2015 年、④世界的な新型コロナウイルス感染拡大が起こった 2020 年に大幅に下落しています。まず、自国通貨の安定のため為替介入を控え始めた 2000 年前半までのランドの動きについて説明します。

図 12：ランドの対ドルレート推移

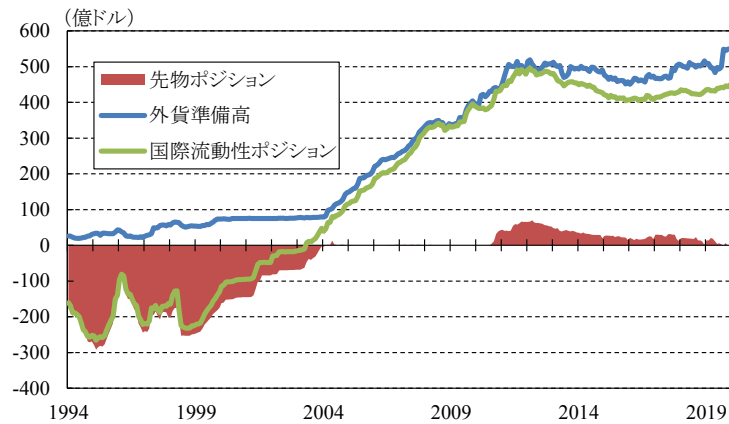


1997年から1998年に、タイを中心にアジア各国の通貨の急激な通貨下落を引き起こすアジア通貨危機が起きました。ひとたび通貨危機が発生すると、一般的に投資家のマインドは大きく冷え込み、投資に消極的になる「リスクオフ（リスク回避）」に入ります。このような状況では、高リスク高リターンの新興国通貨への投資は敬遠されるため、ランドにも売り圧力がかかりました。

すると中銀はランド防衛のために、為替市場で米ドルの直売りをする一方、先物買いの直先スワップ取引を実施しました。先物取引を組み合わせることで、南アフリカ政府は当座の外貨準備の大幅な減少を回避しながらランド防衛に成功しましたが、先物の売りポジションは膨れ上がり、残高は外貨準備高を上回る265億ランドまで拡大しました（図13）。しかし、売りポジションは数ヶ月先には決済しなくてはなりません。その際には外貨準備を取り崩さざるを得ず、外貨準備が枯渇する可能性が懸念されました。中銀は通貨危機の発生を先送りしただけだったのです。いつまでも先送りできるものではなく、中銀は、2000年から徐々に為替介入を控えるようになりました。これより、ランド相場の決定は、基本的に市場に委ねられることになっていきます。

2000年代に入るとランドは再び不安定になります。きっかけは、隣国ジンバブエの混乱でした。2001年にジンバブエで食料危機やハイパーインフレが発生し、その余波でランドにも売り圧力がかかったのです。上記の通り、中銀の為替介入政策を行わなくなったことから、ランドの下落基調は続き、2001年12月末に1ドル=13.84ランドの史上最安値を更新しました。しかし、この下落は南アフリカ自身の問題によるものではなかったため、売り圧力は長続きせず、相場は次第に回復していきました。中銀は介入で外貨準備を取り崩すことがなくなったので、外貨準備も順調に積み上がっていきようになりました。

図 13 : 先物ポジション推移

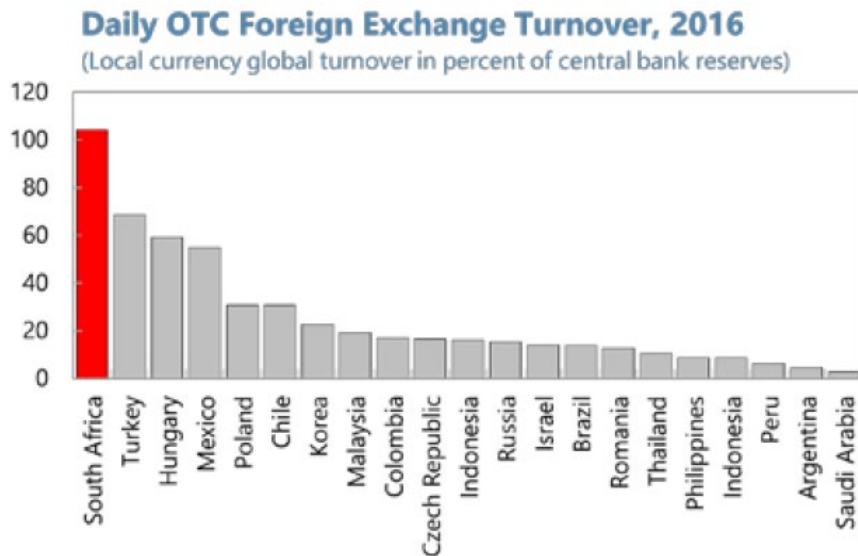


(資料) 南アフリカ準備銀行

(イ) 世界金融危機時のランド相場

ランドは、外的なショックを大きく受ける傾向がある通貨です。図 14 は、新興国各国の外貨準備高に対する一日あたりの取引額の割合を示したものです。ランドは、他の国に比べて取引が活発であることがわかります。また、図 15 の新興国各国の非居住者による現地資産の保有割合をみると、南アフリカでは他の新興国に比べて、非居住者による保有率が高いことがわかります。そのため、世界的な金融危機が起こると、南アフリカ国債や資本は売られやすい傾向にあります。

図 14 : 新興国各国の外貨準備高に対する一日あたりの為替交換割合

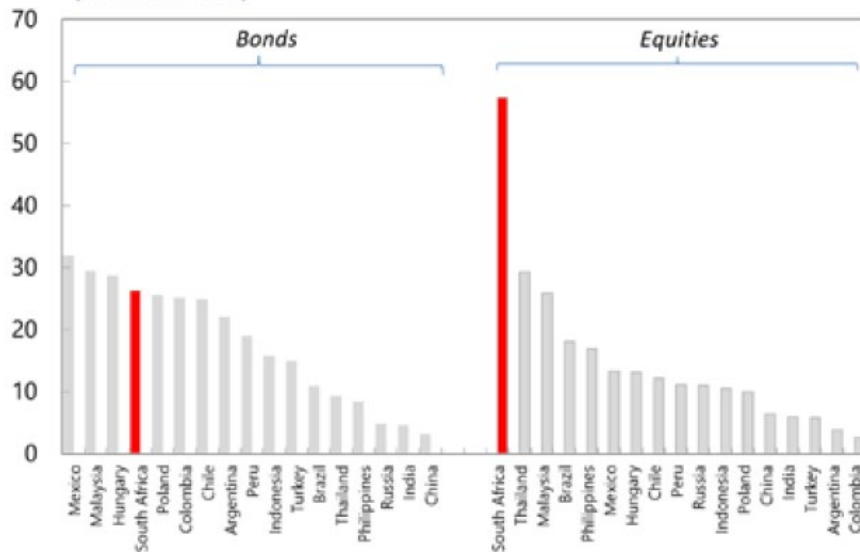


(資料) IMF

図 15 : 新興国各国の非居住者による現地資産の保有割合

Nonresident Holdings of Local Assets

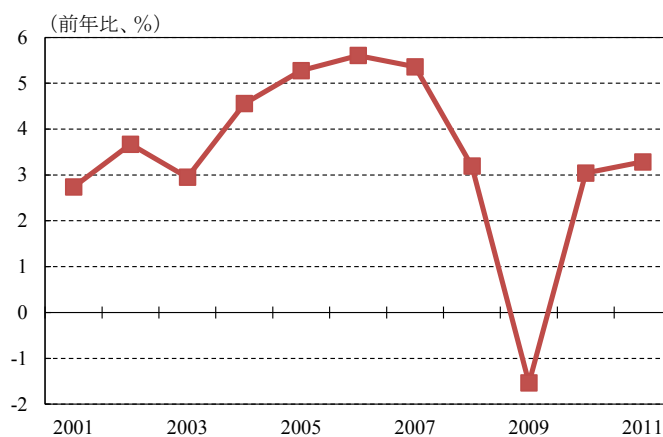
(Percent of GDP)



(資料) IMF

2007年から2008年にかけて起こった世界金融危機時にもそのような傾向がみられました。リーマンショックに伴うリスク回避の動きが強まると南アフリカから資本が流出し、ランドは対ドルで約39%切り下がりました(2007年末:1ドル=6.86ランド、2008年末1ドル=9.49ランド)。世界経済の見通し悪化から、2009年の経済成長率はマイナスに陥りました(図16)。

図16: 南アフリカの実質成長率(2001-2011年)



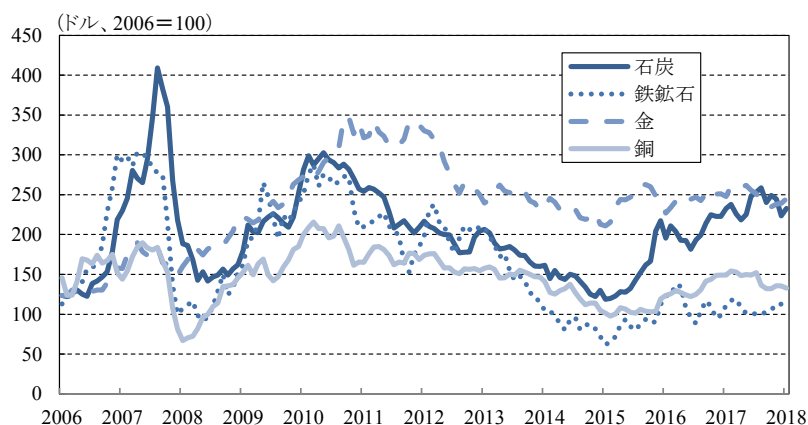
(資料)IMF

危機発生前の2007年に5.4%成長していたことを考えると大幅な落ち込みで、南アフリカ経済が世界経済の影響を強く受けていたことを示唆しています。しかし、景気悪化

は比較的短時間で終わり、翌 2010 年にはプラス成長に回復しました。世界各国が協調して財政出動をかけ、世界経済の回復に努めたことに加え、当時の南アフリカ国内には大きな経済問題がなかったため、回復が早かったのです。2004 年以降、外貨準備高を積み増していたことも、安定に寄与していたでしょう。

そして 2009 年以降の鉱物資源価格の回復に伴い貿易収支も改善したことから、ランドは緩やかな上昇基調に転じました（図 17）。

図 17：主要輸出品目の国際商品価格指数の推移



(資料)世界銀行

(ウ) 国内動向（政治や経済財政政策の不透明化）とランド

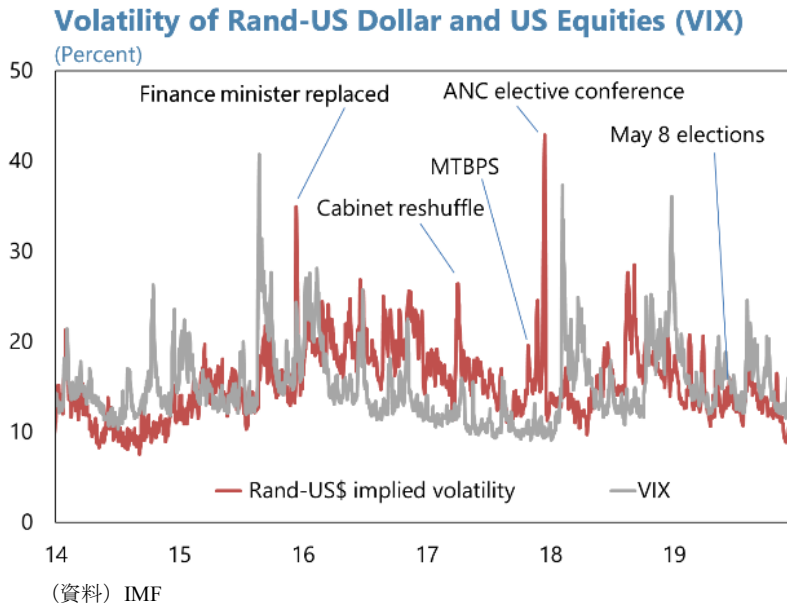
元々、ランドの対ドルレートは、米国の金融政策や世界の経済動向といった外的要因に基づき大きく変動していました。しかし 2015 年頃からは、国内政治や経済・財政政策などの国内要因の影響も大きくなってきています。

図 18 は、VIX 指数⁹とランドの対ドルレートの変動率を示したものです。VIX 指数はグローバルな投資家心理を表したものです。VIX とランド・ドル変動率（インプライド・ボラティリティ¹⁰）は、2015 年前半までは相関した動きを示していましたが、2015 年後半からは変動の時期がずれるようになってきました。これは、ランドは 2015 年前半まではグローバルなリスクテイク、リスクオフに追随するだけでしたが、後半からは南アフリカ独自の要因で変動することが多くなってきたことを示唆しています。

⁹ Volatility Index の略で、シカゴオプション取引所が S&P500 種指数のオプション取引の値動きをもとに算出・公表している指数。一般的に、数値が高いほど、投資家が先行きに対して不安を感じているとされます

¹⁰ 現在のオプションプレミアムから将来の変動率を予測したもの

図 18 : 米国 VIX とランド為替変動推移



具体的な出来事を追っていきましょう。

2015年12月、ネネ財務大臣が急遽罷免されたことをきっかけに、ランドの対ドルレートは急落し、16.73ランドと過去最安値を更新しました。この時のVIXは20%台と、さほど警戒感が高まりませんでした。ランド対ドルのインプライド・ボラティリティが急激に上昇しました。この状況は、ズマ大統領が歳出削減を積極的に進めるネネ財務大臣を更迭し、財政政策執行経験のない無名のファン・ルイエン氏を任命したことにより、投資家による南アフリカの財政政策の不透明感が高まったことによるものと考えられています。

その後も、2017年4月の内閣改造¹¹、2017年10月の中期財政政策発表、2017年12月の与党アフリカ民族会議(ANC)党首選挙前¹²等の国内政治の不透明性が高まった際に、VIXの動きとは相関せずにインプライド・ボラティリティが上昇しました。

足元では、汚職疑惑により辞任に追い込まれたズマ前大統領の収監を巡り、2021年7月に大規模な暴動が発生しました。暴動は1週間に渡って国内各地に広がり、破壊行為による被害は数十億ランド、死者は200人超に上りました。現大統領のラマポーザ氏は、過去に「反ズマ」を掲げて党内の権力基盤を強化した経緯があり、ズマ前大統領を支持する黒人貧困層を中心に現政権への不満が高まっています。暴動の背景にある貧困や格差問題はコロナ禍で深刻化しており、政治リスクがランド相場に与える影響を慎重にみっておく必要があります。

¹¹ ズマ大統領が財政緊縮姿勢を貫くゴードン財務相を更迭させ、財政の不透明性が高まりました。

¹² 党首選挙の結果、ラマポーザ副大統領が汚職や経済低迷等の問題が多かったズマ大統領の後継者を僅差で破り、次期大統領候補となりました。南アフリカの経済の立て直しへの期待が高まったことから、通貨ランドが急上昇しました

さらに、ランドの為替レートは主要格付け会社による同国国債の信用格付けにも大きな影響を受けます。2020年3月27日に主要格付会社で唯一投資適格基準を維持していたムーディーズ (Moody's)¹³が南アフリカの国債を投資不適格に格下げを行いました。さらに、4月にはS&Pが、11月には再びムーディーズが格付けを引き下げ、資金流出リスクが高まりました。南アフリカ国債は、代表的な債券運用の指数であるFTSE国債インデックス¹⁴ (WGBI) に組み込まれていましたが、格下げに伴い、2020年4月に構成銘柄から外されました。信用リスクの悪化に伴い、国債金利は上昇し、政府の資金調達コストが拡大するなど、同国の財政状況は厳しい状況が続きました。ランドは4月末には1ドル=18.37ランドとなり、2ヵ月で19%下落しました。2020年後半には先進国の景気回復に加え、世界的な金融緩和措置により国際商品市況が高騰したことで、ランドは上昇基調に転じ、2021年6月には1ドル=13ランド台を回復しました。しかし、米FRBによる量的緩和縮小や南アフリカにおける新たな変異株の発生を受け、11月には一時1ドル=16ランド台まで売られるなど、軟調な推移が続いています。

4. ランド取引における注意点

(ア) 一般的な注意事項

ランドは南アフリカ経済の規模に比して取引量が多く、中銀による自国通貨安定のための為替介入は控えられているため、ボラティリティの高い通貨といわれています。加えて、ランドの金利は先進国に比べて高いため、金利収入も魅力です。そのため世界中の投資家から人気を集めています。しかし、このような高金利でボラティリティの高い通貨は、様々な影響をうけやすい傾向にあります。

前述の通り、ランドの対ドルレートは米国を中心とした世界経済の動向に左右されやすいといわれています。南アフリカ経済が良好なときだけでなく、世界経済が安定してリスクオン (リスク選好) のムードが高まっているときに、世界中から南アフリカへ資金が流入し、ランドの対ドルレートは上昇しやすくなります。

逆に世界的な金融危機などでリスクオフ (リスク回避) 傾向が強まると、資金が流出してランドの対ドルレートは大きく下落します。

加えて、近年は政治問題や経済財政政策の見直しを受けて、ランドの対ドルレートが大きく変動する傾向があります。南アフリカ経済は他の新興国と比べて低成長に止まっているのに加え、財政難にも陥っています。このような状況に対して、政府や中銀が適切な政策を講じることができず、経済や財政がより悪化すると、海外投資家の信認も低

¹³ ムーディーズ (Moody's) は、財政の悪化継続と構造的な経済成長の弱さを理由に格下げし、中期的な見通しは「ネガティブ (弱含み)」とした。

¹⁴ 旧称はシティグループ国債インデックス。

下し、ランドの対ドルレートが大幅に下落するおそれがあります。特に 10 頁¹⁵で示したように、南アフリカは恒常的に外貨準備が適正水準を下回っています。外貨が枯渇しやすいことは広く知られており、リスク回避傾向が強くなる場合、市場参加者がランド下落を見越して空売りを仕掛けてくる可能性があることを、認識しておきましょう。

そして、やや技術的になりますが、時差の大きな地域の通貨を取引する際には時刻による流動性の違いも念頭に置いておく必要があります。南アフリカランドの場合、主にロンドン市場で取引されることから、取引が活発に行われるのはロンドン時間の日中であり、日本では夕方から真夜中にかけてです。日本時間の昼間は取引量が少なく、大きな事件やニュースがあった場合には相場が大きく変動する、いわゆる「値が飛ぶ」ことがあることにも注意しておきましょう。

(イ) 「資源国通貨」というイメージの虚実

ランドには、資源価格との連動が強い「資源国通貨」というイメージがあると思います。ところが興味深いことに、統計的にはランド相場と資源価格の相関係数が安定しません。

理屈のうえでは相関係数はマイナスになる（資源価格が上昇するほど、ランド高になる。つまり 1 ドル当りのランドの値は小さくなる）はずですが、2001 年以降の両者の相関係数は 0.425 となります。ところが、期間を区切ると 2000 年代は -0.156、2010 年代は -0.643 となります（図 19）。ここでは金価格との相関を示していますが、プラチナ価格や CRB 指数との相関でも傾向は変わりません。

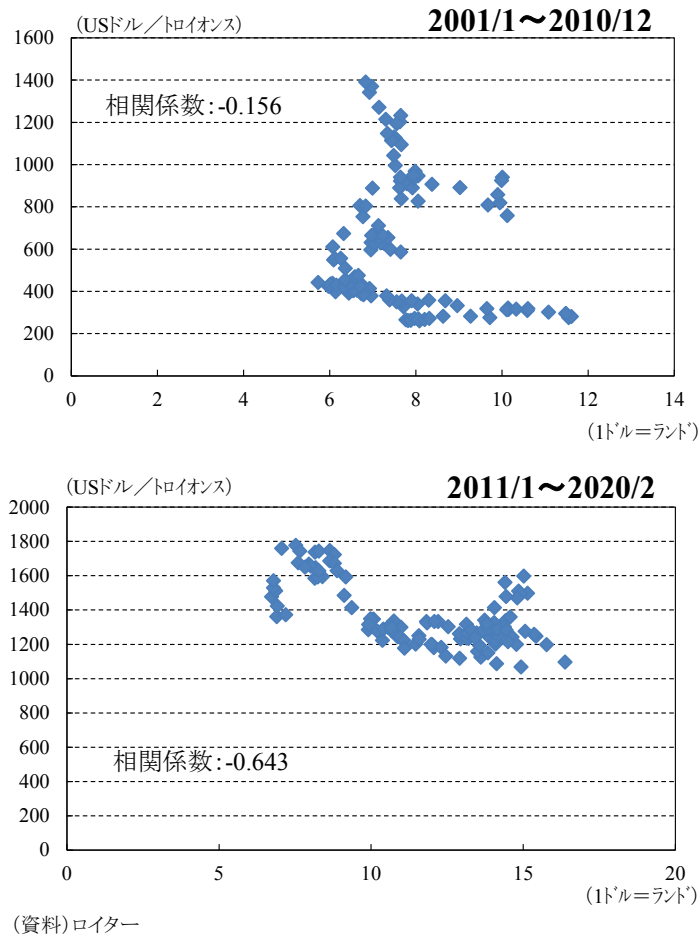
相関係数が大きく変わってしまう理由については詳細に分析する必要があり、ここで軽々に結論を出すことはできません。しかし、南アフリカは経済の発展をうけて資源依存から脱却しつつあり、資源価格が上がればランド高になるという関係が常に成り立つわけではないことに注意しておく必要があるでしょう。

ここまでのまとめとして、今後の南アフリカ経済を占ううえで、注意すべき点を整理しておきましょう。

ランドには、①米国を中心とした世界の金融政策、②国内政治や経済財政政策の動向、③資源価格（ただし相関は不安定）、という 3 つの大きな変動要因がある動きが大きい通貨です。大きなリターンを期待できる一方、短時間に思わぬ損失を被る可能性もある通貨なのです。

¹⁵ 第 2 章 (ウ) 「外貨準備と国際通貨基金 (IMF) の目安」

図 19 : 金価格とランドの対ドルレート散布図



(ウ) 新型コロナウイルス感染拡大の影響

コロナ禍以前から景気後退局面にある南アフリカにとって、厳しい状況が続いています。そもそも南アフリカの保健環境は劣悪です。医療や公衆衛生のバロメーターとなる10万人当たりの年間結核発症件数¹⁶をみると、南アフリカは615件と世界194カ国中ワースト2位です。

2021年11月23日時点で南アフリカにおける新型コロナウイルス感染者数は累計約293万人、死者数は累計約9万人となっています。足元の1日当たりの新規感染者数は概ね1,000人以下と感染拡大ペースは緩やかになっているものの、新たな変異株の発生による感染拡大の懸念が高まっており、今後の動向に注視が必要です。また、南アフリカにおけるワクチン接種完了率は全人口の24%と、世界平均の43%を大きく下回っています。

政府は感染拡大防止策として2020年には、感染状況に応じてロックダウン等の厳

¹⁶ 2019年世界保健機構(WHO)調べ

しい行動制限措置を繰り返し導入しました。これにより同年の実質 GDP 成長率は前年比▲6.4%と過去最大のマイナス幅となるなど、深刻な景気後退に陥りました。2021年は経済への影響を考慮し、ロックダウンの導入は見送りましたが、6月以降、感染力の強い変異株の流行に伴い感染者数が急増したことから、政府は夜間外出規制や酒類の販売禁止措置などを導入し、経済活動を一部制限しました。7月末以降、段階的に制限措置は緩和されていますが、11月には新たな変異株、オミクロン株が確認されており、今後の感染状況に警戒感が高まっています。

政府は経済的打撃を緩和するため、税金の支払い猶予やパンデミックの影響を受けた企業への資金支援など様々な経済対策を行いました。これらの施策は景気の下支えに一定の効果があったとみられますが、2020年の公的債務残高はGDP比70.7%と2019年（同57.4%）から急上昇するなど、政府の財政状況は大幅に悪化しました。

財政状況に対する懸念の高まりも一因となり、大手信用格付機関は南アフリカの外貨建て国債を相次いで格下げするなど、カントリーリスクの上昇に伴う資金流出が心配されます。パンデミック収束による経済回復に伴い、財政赤字や公的債務の改善が見込まれますが、南アフリカにおけるワクチン接種率は依然として低いことから感染収束には時間を要するとみられ、今後の景気回復や財政状況を注視する必要があります。

5. ランドに関連する経済情報

日本ではランドがFX取引通貨として人気であるため、南アフリカに関するニュースは新興国の中でも新聞等で取り上げられる機会は多いように思われます。ただそれでも、日本経済にとってより大きな影響を与え得る先進国や中国、アジア諸国と比べれば南アフリカに関する情報量は限られており、南アフリカ経済の見通しを分析するうえでは不十分です。日本のTV番組や新聞等のほかに、無料で閲覧できる情報サイトをいくつか紹介しておきます。尚、以下の情報源の名称、URL等は当レポート発行時点のもので、予めご了承ください。

① JETRO（日本貿易振興機構）

南アフリカへの進出を検討する日本企業向けに、南アフリカの基本情報から輸出入や進出に関する制度等がまとめられたサイトです。「ビジネス短信」では経済に関するニュースが数週間ごとに配信されます。

<https://www.jetro.go.jp/world/africa/za/>

② 南アフリカ準備銀行（英語）

金融や経済に関する各種統計、金融政策やインフレ等に関するレポートを閲覧できます。経済に関するニュースが数週間ごとに配信されます。

<https://www.resbank.co.za/Pages/default.aspx>

③ 南アフリカ統計局（英語）

人口、労働力、経済に関する国の基本的な統計が閲覧できます。

<http://www.statssa.gov.za/>

④ ロイター

「南アフリカ経済」等で検索することで、日々配信されるトルコの政治、経済、外交等に関するニュースを多数閲覧できます。

<https://www.reuters.com/search/news?sortBy=date&dateRange=all&blob=south+africa>

以上

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員 小宮 佳菜

(2021年11月29日記)

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、宜しくごお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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います。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。当資料の数値、見解等は、特に断りのない限り、当資料作成日現在のものです。