

# 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<sup>1</sup>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。2021 年の名目 GDP 総額は 4,200 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 35 位）。しかし、ここ数年は経済成長が伸び悩んでおり、2021 年の一人当たり名目 GDP は 7,000 米ドルで世界 89 位にとどまっています。また、ジニ係数<sup>2</sup>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<sup>3</sup>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 37%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 2070 年まで伸び続け、現在の 3,900 万人から 5,100 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 34 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。

<sup>1</sup> 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

<sup>2</sup> 社会における所得の不平等さを測る指標

<sup>3</sup> 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（2021 年時点）

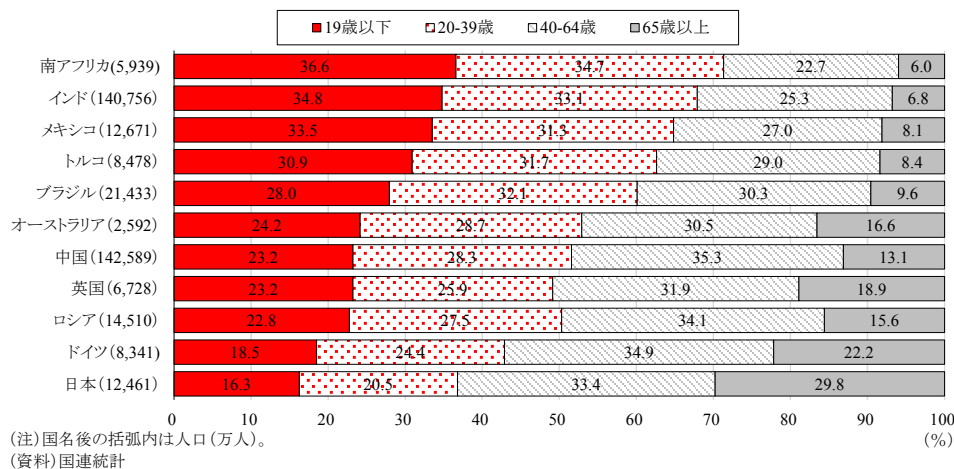
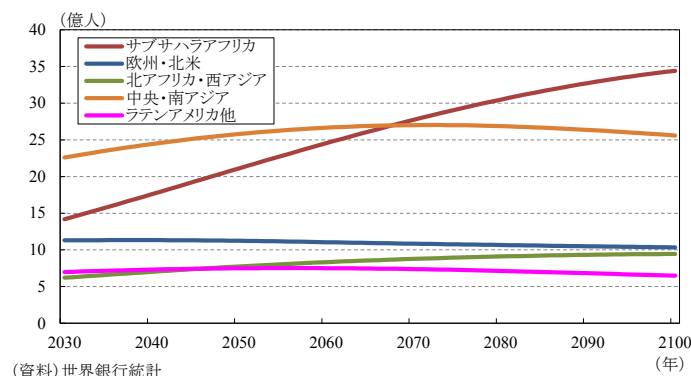


図 2：各地域の人口予測（2022 年時点）



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、2000 年代は旧宗主国のある欧州が輸出入ともに高いシェアを占めていたのに対し、2010 年代以降、輸出を中心にアジアやアフリカの取引額が大きく増加しています。

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、BRICS<sup>4</sup>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、建設、鉱業等）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<sup>5</sup>は

<sup>4</sup> ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ共和国の新興 5 개국

<sup>5</sup> 2019 年 5 月に発効され、2022 年 10 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

2021年1月より運用開始となりました。2022年1月には、自由貿易を促進するための原産地規則の交渉が合意に至り、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。AfCFTAにより、2035年までにアフリカ域内貿易が81%増加し、新たな雇用が創出されることで実質所得が7%（4,500億ドル）上昇すると見込まれています。

図3：地域別輸出取引額推移

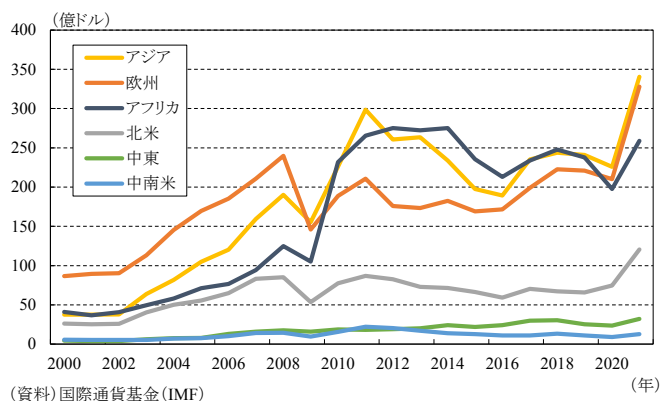
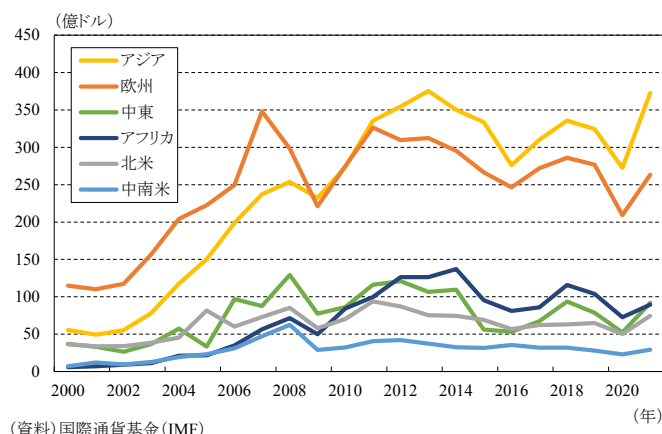


図4：地域別輸入取引額推移

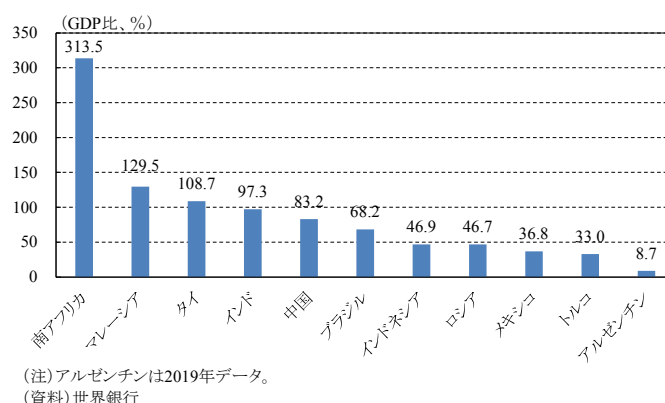


最後に、金融資本市場の成熟度の高さについて説明します。南アフリカには、130年以上の歴史を有し、世界20大証券取引所の1つであるヨハネスブルグ証券取引所があります。南アフリカの国内上場企業の時価総額（GDP比）は、他の新興国に比べて高く、株式取引が活発であることがわかります（図5）。

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、大手金融機関の自己資本比率はコロナ禍においても高い水準を維持するなど、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。

54 カ国が署名、43 カ国が批准済みです。経済規模は GDP で 3.4 兆ドル、人口 13 億人にのびます。

図 5：新興国の上場株式時価総額（2020 年）



### （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 6）。その要因の一つに、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、2021 年の固定資本投資（GDP 比）は 11%にとどまっています（図 7）。

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、設備の劣化により、電力や浄水の供給が不安定な状況です。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）まで低下するなか、海外からの投資は低迷しています。足元では、ズマ前政権時の大規模な汚職について捜査が進んでいない点や金融監視機関の弱体化などを理由に金融犯罪を監視する国際組織「金融活動作業部会」（FATF）のグレイリスト（強化モニタリング対象リスト）に入る可能性が高まっています<sup>6</sup>。グレイリスト入りした場合、南アフリカの金融機関との取引審査が厳しくなることが見込まれ、ビジネスコストの上昇により海外からの投資がさらに落ち込む懸念があります。

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いる場合は、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、せっかく大きな人口、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。

<sup>6</sup> 最終判断は南アフリカ政府の対応策などを勘案し、2023 年 2 月に下されます。

図 6：新興国の実質 GDP 成長率の推移

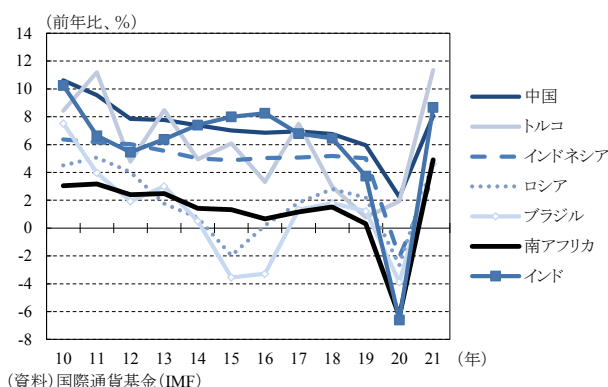
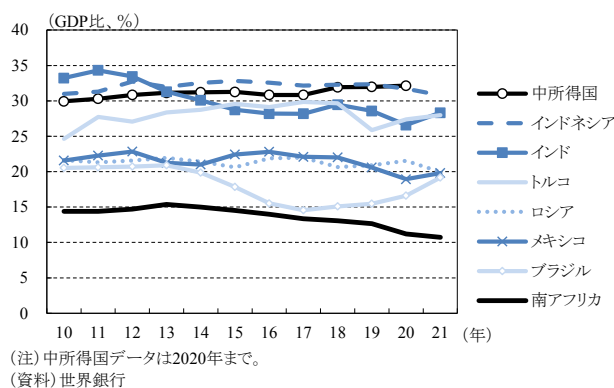


図 7：新興国の固定資本投資の GDP 比 (%)

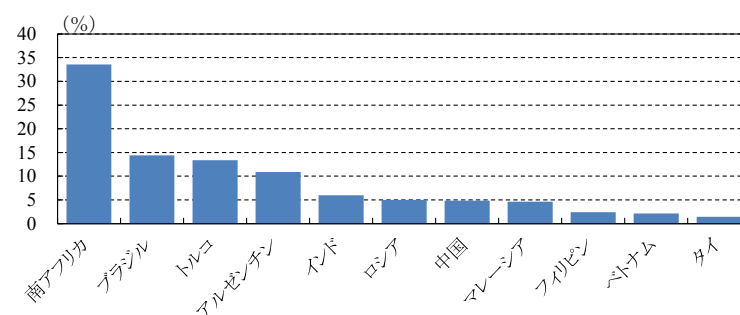


資本不足は、裏返せば労働力過剰ということです。過剰な労働力は深刻な失業を生み、それが貧富の差を生む原因となっています。失業率は他の新興国と比較して高い水準にあります (図 8)。直近 2022 年 7-9 月の失業率は 32.9%と前期 (33.9%) からやや改善したものの、若年層 (15-24 歳 : 59.6%、25-34 歳 : 40.5%) や黒人 (36.8%) の失業率は深刻な状況です。若年層では、高等教育を受けた人々の失業率も高くなっており、大学卒業生と雇用主のニーズが合わず、労働需給のミスマッチが拡大しています。

そのほか、労働組合の力が強いため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。

雇用環境を改善するため、2021 年 5 月にはアフリカ開発銀行が若手起業家のスキルや財政面の支援を行う「Youth Entrepreneurship Investment Banks」を立ち上げたほか、南アフリカ政府は企業への資金支援プログラムを導入しており、イノベーションの促進や新たな雇用創出に繋がることが期待されます。

図 8:新興国の失業率 (2021 年)



(資料) 世界銀行

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嵩み、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(2021年度<sup>7</sup>は317億ランド、2022年度は219億ランド)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。しかし、依然として3,900億ランドもの巨額の負債を抱えており、2022年には設備の老朽化や労働者の抗議運動により、2019年以来の大規模な計画停電が実施されるなど、経営の安定化に向け、課題が山積しています。

国営企業への財政支援に加え、2020年度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、南アフリカの財政状況は大きく悪化しました。2022年10月に財務省が発表した中期予算計画の財政見通しによると、世界的な資源価格上昇による鉱業部門からの歳入増加に伴い、2022年度の財政赤字が2月の見通しから改善が見込まれます。一方、多額の負債を抱えるエスコムについて、政府は債務の一部を肩代わりする意向を示しており、具体的な規模や財政への影響に注視が必要です。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<sup>8</sup>で別々の為替レ

<sup>7</sup> 財政年度は同年4月から翌年3月まで。

<sup>8</sup> 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

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、独立フロート制（変動相場制）へ移行しました。

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1では、各通貨の為替取引高を確認できます。2022年4月におけるドル／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9はランド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の時系列の動きです。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。

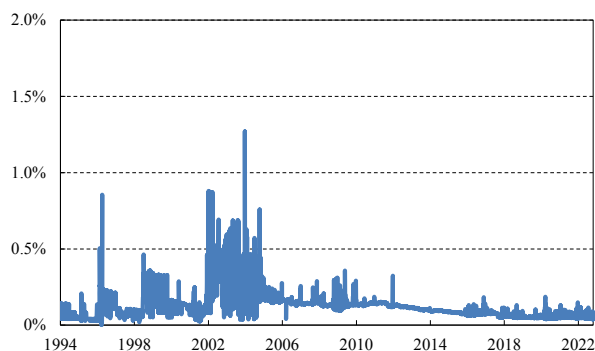
表1：通貨ペア別為替取引高

通貨ペア	取引高 (10億ドル)	シェア (%)
ドル／ユーロ	1,706	22.7
ドル／日本円	1,014	13.5
ドル／英ポンド	714	9.5
ドル／人民元	495	6.6
ドル／インドルピー	118	1.6
ドル／メキシコペソ	103	1.4
ドル／南アランド	64	0.9
ドル／ブラジルリアル	63	0.8

(注)2022年4月平均。

(資料)国際決済銀行

図9：ランドの気配値の開き



(資料)ロイター

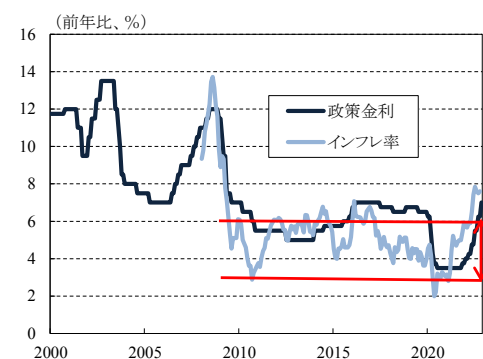
家の投資引揚げの影響を金融ランド相場に限定させ、輸出入取引等の經常取引レートを安定させる目的で導入されました。1983年2月から1985年9月まで一時的に一本化されましたが、その後、海外投資家の資金引揚げに伴う外貨繰りのひっ迫を受けて、再度二重相場が導入されました

## (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、2021年11月にはインフレ率の上昇を受け、3年ぶりに0.25%の利上げを行いました。2022年はロシアによるウクライナ侵攻以降、世界的なインフレ加速と金融引き締めに伴う資金流出懸念から11月までに計325bpの利上げを実施し、足元の政策金利は7%に上昇しました(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<sup>9</sup>。

図10：南アフリカの政策金利と消費者物価上昇率の推移



(注) 赤線はインフレ目標  
(資料) 南アフリカ準備銀行

## (ウ) 外貨準備と国際通貨基金 (IMF) の目安

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

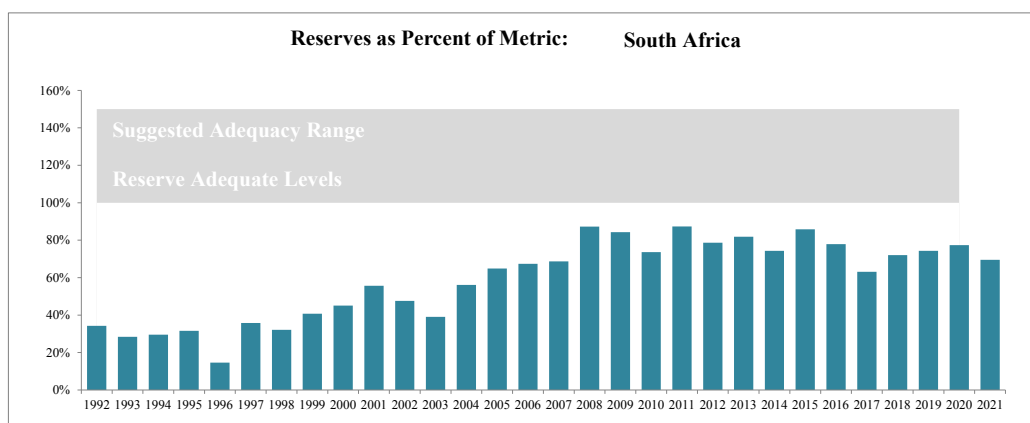
<sup>9</sup> 2011年から2013年の間にインフレ率が目標値を上回ることがありましたが、中銀は先行きのインフレ率が鎮静化すると見込み(一部、景気への配慮もあり)、政策金利の引き上げを見送りました



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 70%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増加していることです。2018 年以降、海外投資家による国債保有割合はやや低下していますが、2021 年 3 月末時点で同割合は約 3 割となっています。しかも、外債保有者の大半は民間投資家です。投資家の間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。

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 億ドルの緊急融資を受け、外貨を調達しました。さらに、2022 年 1 月にはコロナ禍からの経済回復に向けて世界銀行に要請していた 7.5 億ドルの融資が承認されました。

### 3. 南アフリカランド相場の長期推移

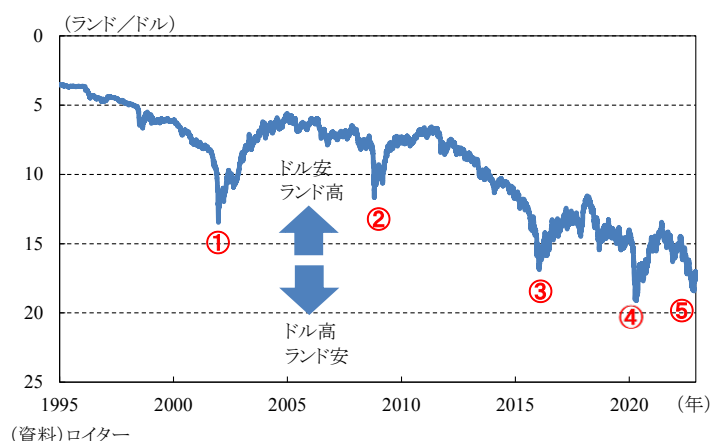
#### (ア) 90 年代以降のランド相場

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、⑤欧米を中心とする利上げ進行と国内の電力不足が深刻化した 2022 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



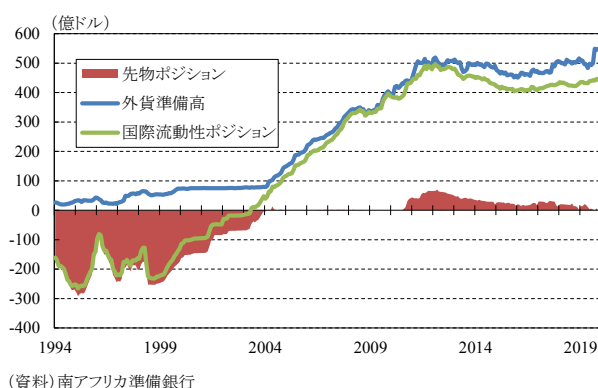
1997 年から 1998 年に、タイを中心にアジア各国の通貨の急激な通貨下落を引き起こすアジア通貨危機が起きました。ひとたび通貨危機が発生すると、一般的に投資家のマインドは大きく冷え込み、投資に消極的になる「リスクオフ（リスク回避）」に入ります。このような状況では、高リスク高リターンの新興国通貨への投資は敬遠されるため、ランドにも売り圧力がかかりました。

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ヵ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



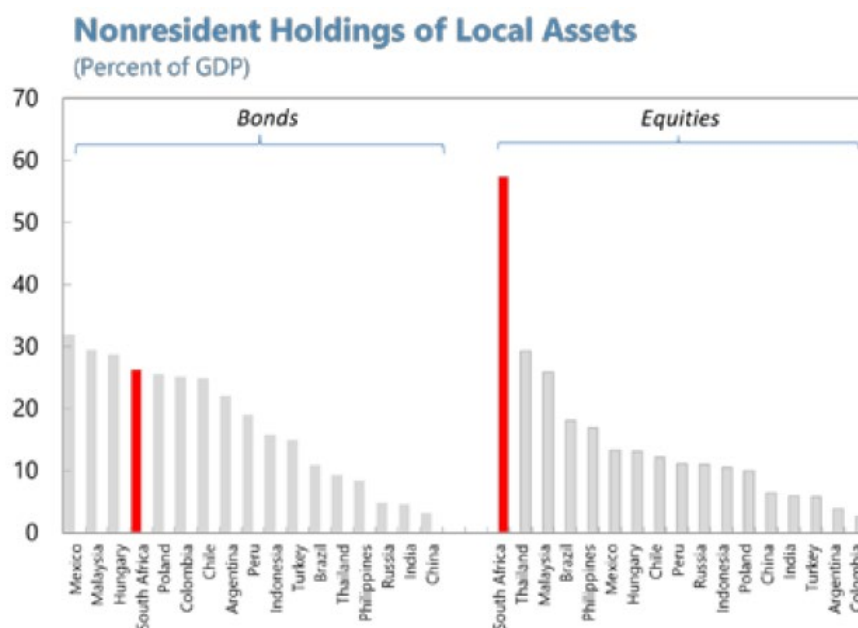
### (イ) 世界金融危機時のランド相場

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



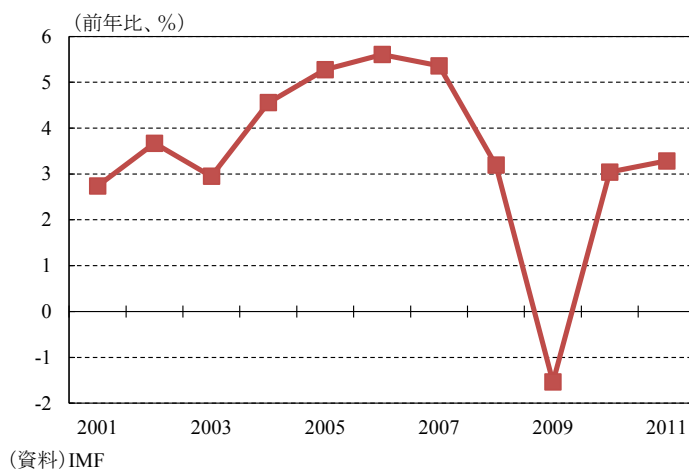
図 15：新興国各国の非居住者による現地資産の保有割合



(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)



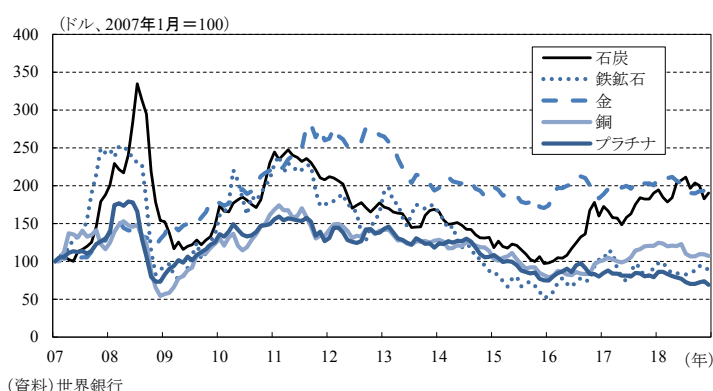
(資料)IMF

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

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



### (ウ) 国内動向（政治や経済財政政策の不透明化）とランド

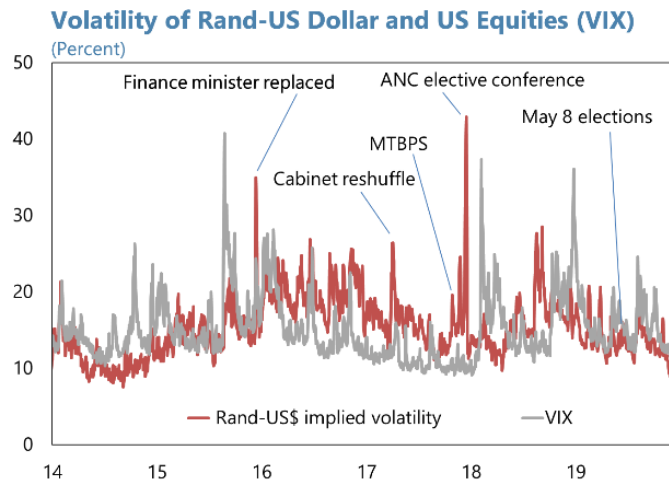
元々、ランドの対ドルレートは、米国の金融政策や世界の経済動向といった外的要因に基づき大きく変動していました。しかし 2015 年頃からは、国内政治や経済・財政政策などの国内要因の影響も大きくなってきています。

図 18 は、VIX 指数<sup>10</sup>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<sup>11</sup>）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。

<sup>10</sup> 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

<sup>11</sup> 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



(資料) IMF

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<sup>12</sup>、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<sup>13</sup>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りました。社会混乱や経済低迷が続く中、同年11月の統一地方選挙では、民主化後初めて与党アフリカ民族会議(ANC)の得票率が5割を下回りました。2022年6月には、ズマ前政権下で汚職を取り仕切ったとされるインド出身のグプタ3兄弟のうち2人が逮捕されたことで、党内のズマ派を退けラ

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 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

マポーザ大統領の政治改革が進むことが期待されました。しかし、直後にズマ前大統領の盟友による告発でラマポーザ大統領の資産隠し疑惑が浮上し、11月末には独立機関が作成した報告書において、ラマポーザ氏が憲法や反汚職法に違反した可能性が指摘されました。閣僚からはラマポーザ氏の辞任を求める声上がるなど、政治情勢は不安定化しており、政治リスクがランド相場に与える影響を慎重にみておく必要があります。

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)<sup>14</sup>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<sup>15</sup> (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。

その後は国内のインフレ率上昇や米FRBによる金融引き締めなどに伴い、ランドは下落傾向が続き、2022年10月には一時1ドル=18ランド台半ばと約2年ぶりの安値を付けました。足元のランド安の背景には、国内の石炭供給不足による電力危機や中国を中心にプラチナ需要減少に伴う価格低迷もあります。ウクライナ危機後、欧州はロシアからの天然ガスの輸入を大幅に減らしており、南アフリカは代替エネルギーとして欧州への石炭の輸出を拡大したことで、国内の石炭需給は逼迫しています。南アフリカでは、石炭の供給不足以外にも設備老朽化に伴う電力不足が続いており、大規模な計画停電の実施が生産活動の低迷を招くことが懸念されます。加えて、インフレ率は中銀の定めるインフレ目標を上回って高止まりしており、ランド相場下落リスクには注意が必要です。

## 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こともあり、ボラティリティの高い通貨といわれています。また、ランドの金利は先進国に比べて高いため、金利収入が魅力です。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、

<sup>14</sup> 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。

<sup>15</sup> 旧称はシティグループ国債インデックス。

このような高金利でボラティリティの高い通貨は、様々な影響を受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されています。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<sup>16</sup>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。ところが統計的にはランド相場と資源価格の相関係数は安定しません。南アフリカは世界全体のプラチナ産出量の約 7 割を占めることから、ここではプラチナ価格とランド相場の相関をみていきます。

2000 年以降の両者の相関係数は  $-0.23$  と高い相関はみられません<sup>17</sup>。期間を区切ると、2000 年代は  $-0.27$ 、2010 年代は  $-0.95$ 、2020 年以降は  $-0.83$  と、2000 年代と比べて近年は強い負の相関が確認できます（図 19）。マイナスの相関はプラチナ価格の上昇と 1 ドルあたりのランドの低下（すなわちランド高）なので、プラチナ高の時はランド高と言え、資源通貨のイメージと合致しています。ただ 2000 年代には関係が希薄だっ

<sup>16</sup> 第 2 章（ウ）「外貨準備と国際通貨基金（IMF）の目安」

<sup>17</sup> 相関係数は 1 から  $-1$  の間で表され、1 に近いほど正の相関、 $-1$  に近いほど負の相関が強いことを意味します。ここでは負の相関は、資源価格が上昇するほど、ランド高になる、つまり 1 ドルあたりのランドの値は小さくなることを示しています。

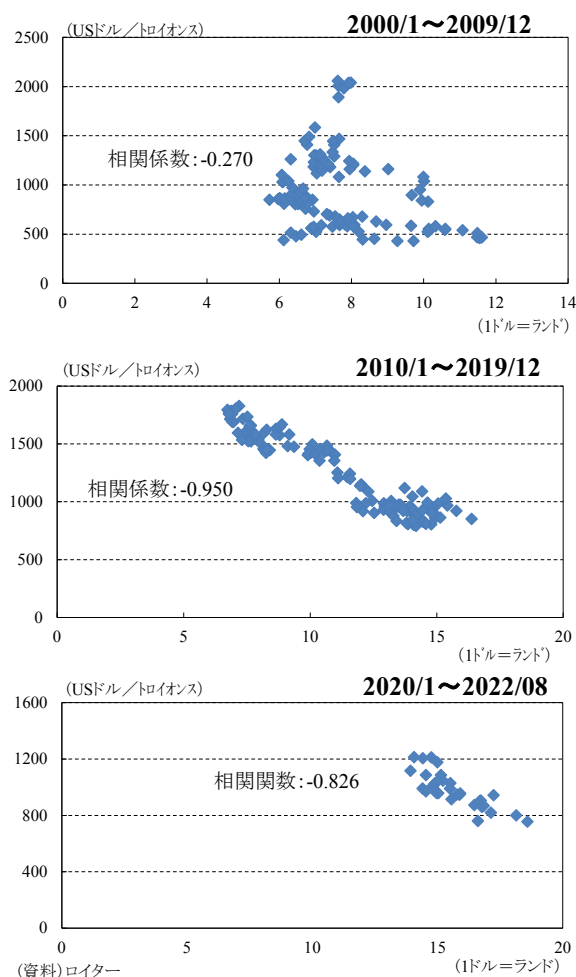


た理由、また変化した理由については不明なので、さらに検討が必要です。世界情勢が複雑化する中、ランド相場も様々な変動要因の影響を受けており、資源価格が上がればランド高になるという関係が常に成り立つわけではないことに注意しておく必要があるでしょう。

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。

図 19：プラチナ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

2022年12月1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

400 万人、死者数は累計約 10 万人となっています。2021 年末にはオミクロン株の流行に伴い、1 日あたりの新規感染者数が一時 3 万人超となりましたが、2022 年は感染拡大ペースが概ね緩やかになり、6 月以降、1 日あたりの新規感染者数は 1,000 人以下での推移となっています。感染状況の改善に伴い、行動制限措置が段階的に解除され、2022 年 4 月には約 2 年間継続された「国家的災害事態」宣言が終了する<sup>18</sup>など、社会経済活動の正常化が進んでいます。しかし、南アフリカではワクチンの安全性に対する国民の疑念が大きく、2 回目接種完了率は 33%と世界平均の 63%を大きく下回っていることから、新たな変異株の発生も懸念されており、今後も感染状況に注視する必要があります。

### (エ) ウクライナ危機とインフレの加速

2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻後、エネルギーや穀物の供給不安や地政学リスクの高まりから原油などの資源価格が急上昇し、世界的にインフレが加速しました。

ロシア産エネルギーの代替需要の高まりと資源価格の上昇は鉱物輸出の拡大を通じ、南アフリカ経済にとって追い風となるはずですが、実際には脆弱な輸送インフラや電力不足が足かせとなり、鉱業生産がコロナ禍前の水準を下回るなど、需要の伸びと比べて供給を十分に増やせていない状況にあります。また、4 月に発生した洪水により主要輸出港であるタバーン港が甚大な被害を受けたこともあり、4-6 月の海上コンテナ取扱量は前年から 1 割以上減少し、輸出が低迷しました。

南アフリカは資源輸出国であるものの、石油は 8 割以上を輸入に依存しており、ウクライナ危機に伴うインフレの影響を受けています。加えて、米 FRB による大規模な利上げを受けたランド安の影響もあり、11 月のインフレ率は前年比+7.4%と、中銀のインフレ目標を上回って推移しています。インフレの高止まりが続く中、南アフリカでは失業率は依然として高く、賃金上昇ペースも鈍いなど、雇用環境の改善が遅れています。2022 年 7-9 月期の小売売上高は前期比▲1.9%に低迷するなど、すでに家計消費への悪影響がみられます。

南アフリカ準備銀行は 11 月、インフレの高止まりや金利上昇、計画停電の長期化を理由に 2023 年の実質 GDP 成長率見通しを前年比+1.1%（前回：同+1.4%）に下方修正しました。ウクライナ情勢は先行き不透明であることに加え、主要先進国が利上げを進めるなかでのランド相場の動き、インフレと消費への影響に引き続き注意が必要です。

---

<sup>18</sup> クワズール・ナタール州と東ケープ州で発生した大規模な洪水被害により、4 月 18 日に再び 3 ヶ月間の「国家的災害事態」宣言が発表されました。

## 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が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（英語）

「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

(2023年1月5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。