

PRAEVIDENTIA WEEKLY (1月10日)

ZAR：負けないで

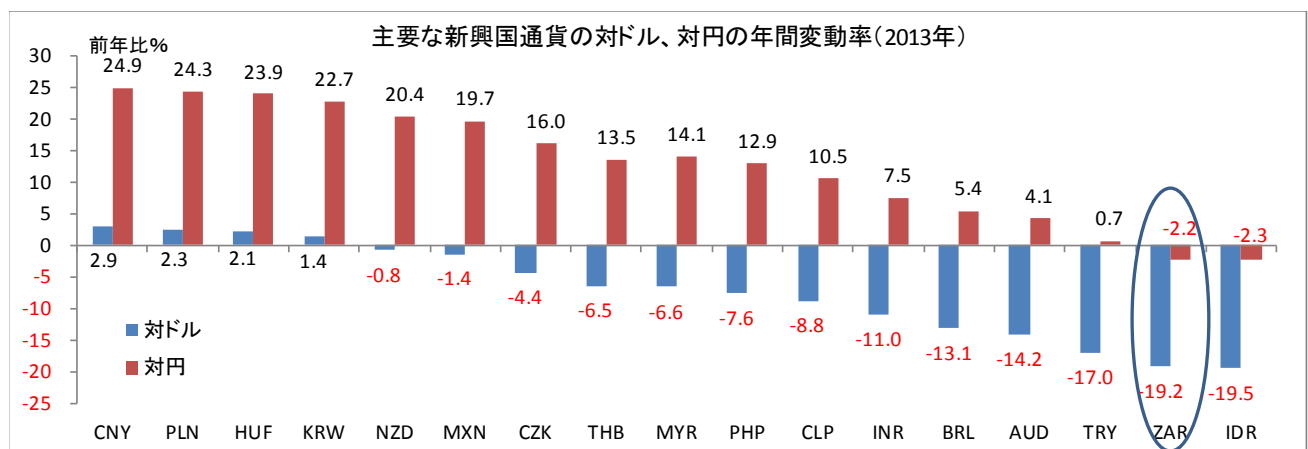
<要約>

南アランドは高金利通貨という魅力はあるものの、昨年中は異次元緩和を受けて大幅下落した円に対しても下落するなど、最もパフォーマンスの悪い通貨の一つで、現在も経常赤字、高インフレ、工場のストライキなど悪材料には事欠かず、売り圧力は継続するだろう。もっとも、これまでの下落で長期的にみて割安圏内に来ていること、FOMCの量的緩和縮小開始後も世界の金融市場で大きな混乱が生じている訳ではないこと、などから、対ドルでの下落ペースは減速する公算が高い。但し対円では、年央以降に円安が一服し、円が対ドルなどで反発に向かうと、下落がやや加速するとみられる。

対円でも下落した数少ない弱気通貨

南アランドはブラジルレアル、トルコリラ、インドネシアルピアやインドルピーなど、他の「脆弱5か国」のようには大々的に報道されなかったが、昨年中の下落率をみると対ドルで-19.2%、対円でも僅かながら-2.2%の下落となり、異次元金融緩和で大きく下落した円に対しても下落した通貨としてインドネシアルピアと肩を並べるほど弱気な通貨だった（下図を参照）。新興国通貨が総じて売り圧力を受けた一因は米国の量的緩和縮小開始により、新興国に投資されていた資金が米国にシフトするとの懸念があったが、中でも固有の悪材料を抱える国の通貨の下落が大きかった。

図表1：主要な新興国通貨の対ドル、対円の年間変動率



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

悪材料には事欠かないが、長期的な割安水準に近づく

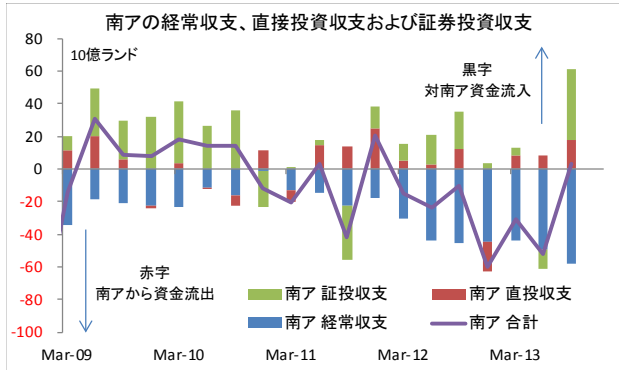
南アランドの売り材料としてよく挙げられるのは、

- ① 急速な経常赤字拡大（2013年第3四半期は対GDP比で-6.8%）とその不十分・不安定なファイナンス（比較的安定した直接投資流入ではなく、出入りが激しい証券投資流入に依存、図表2、3）、
- ② 高インフレ体質で、南ア準銀（SARB）のインフレ目標レンジ（3-6%）の上限近くを推移している（直近11月は+5.3%）、
- ③ 頻発する労働争議（スト）が、生産・輸出を中心に経済活動全般の抑制要因となるだけでなく、高い賃金

上昇率とインフレ圧力を生むこと、

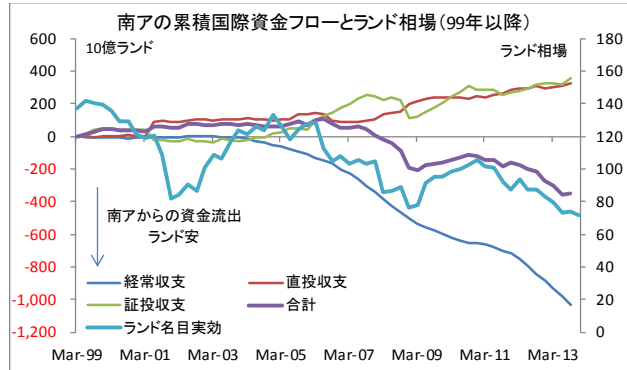
などがあり、これらは今年入り後も大きく改善する見込みにはない。SARB もインフレ圧力を更に強めるランド安を抑制したい意向で、金融政策は引締めバイスを強調しているが、利上げを行うと経済活動全般に悪影響を与えることから積極的な利上げに踏み切れずにいる。

図表 2：南アの国際収支動向



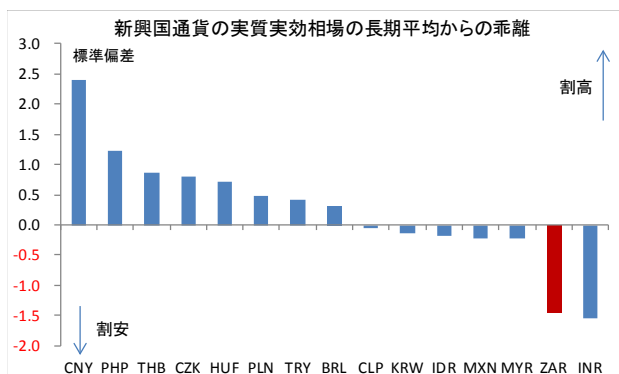
(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 3：南アの累積国際資金フローとランド相場



とはいえ、2011 年以降のランド安傾向の継続の結果、現在ではランド実質実効相場はインドルピーと並んで長期的にみて大幅な割安水準へ下落しており（図表 4、5）、依然として中立から割高領域にあるトルコリラ、ブラジルレアルなどと比べて下落余地は小さくなってきている。また、昨年は 5 月以降の Fed による量的緩和縮小開始の「先行演習」により大きな売り圧力を受けたものの、12 月に実際に縮小が開始してからは世界の金融市場で同様の混乱は起きていない。

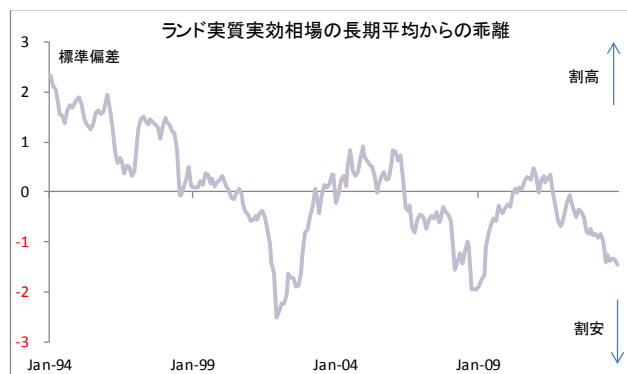
図表 4：主要新興国通貨のバリュエーション



(注) 実質実効相場は長期平均に回帰するという考え方および実証分析の結果があり、長期平均が均衡値とみなされ、その水準からの乖離度合いの大きさを標準偏差で示している。標準偏差で上下に 2 以上乖離すると、行き過ぎといえる。但し、新興国通貨は時系列データが 94 年以降と短く、長期平均を算出するのに十分な期間となっていないため、幅を持って見る必要がある。

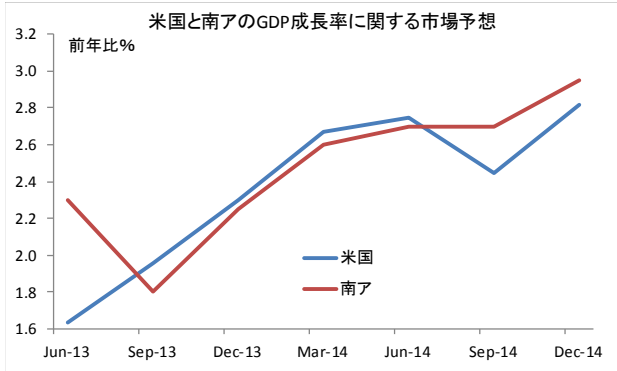
(出所) BIS のデータを基にプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 5：南アランドのバリュエーション



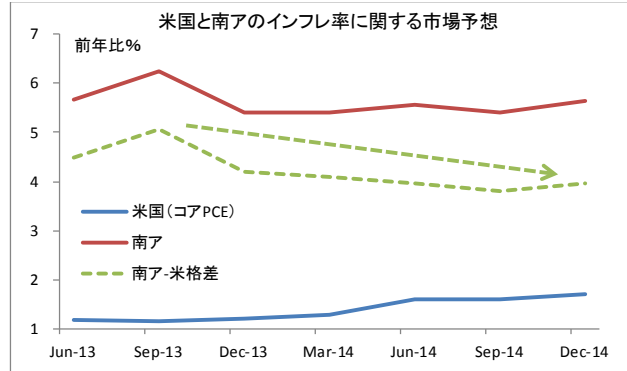
更に、今年南ア経済は成長率が持ち直す見通し（13 年第 3 四半期の前年比+1.8%から 2014 年第 4 四半期の+3.0%へ加速、米国を若干上回る見通し。図表 6）の一方、インフレ率は横ばいに留まるとみられ、米国とのインフレ格差は縮小方向でドル/ランド相場の上昇圧力（ランド安圧力）を弱める方向に働く（図表 7）。こうした中で、経常赤字が市場が想定するように対 GDP 比で緩やかながらも縮小方向となれば（市場予想では 13 年第 3 四半期の-6.8%から、2014 年第 4 四半期に-5.5%へ縮小）、次第に対南ア株式、債券投資流入が回復し、ランド安圧力は後退するとみられる。

図表 6：米国と南アの GDP 成長率見通し



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 7：米国と南アのインフレ率見通し



ランド見通し：対ドルで下落するがペースは鈍化へ

大幅な経常赤字や高インフレ体質を背景に、今年も南アランドは軟調が続く公算が大きい。もっとも、昨年半ばに見られたような米量的緩和縮小懸念からくる世界的な金融市場の混乱が繰り返される可能性は低いこと、また南ア経済においてもインフレ率は大幅ではないにせよ若干の低下が予想され、経常赤字も縮小見通しとなっていることから、昨年(-19%)よりも対ドルでの下落ペースは鈍化するはずだ。インフレやランド安が加速するようだと SARB は利上げに踏み切るとみられ、ある程度ランド安抑制に働く。当社は年末にかけて、ドル/ランド相場が 11.2 ランドへ緩やかに下落すると予想している（昨年末対比で-6%。図表 8）。

但し、当社は年央以降の円反発を予想しており、対円では 8.5 円へやや大幅に下落する見込みだ。円反発見通しの背景としては、①米量的緩和縮小継続は相当程度織り込まれておりドル押し上げ力は低下してくること、②これまでの円安を受けて年央以降に輸出が増加し貿易赤字が縮小に向かう可能性が出てくること、などを想定している（詳細は当社ウィークリーレポート「[ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう](#)」を参照）。

当社の見通しへのリスクは下振れ（ランド安）方向にある。一つは世界的な株価調整リスクで、ランドはかつてのような株価敏感通貨ではなくなっているが、世界的に株価の調整が大きくなると、リスク回避の動きから新興国全般への投資が手控えられ、南アもその影響を受け資金流出がランド安圧力を強める。また、こうしたランド安が、輸入インフレの高まりを通じてインフレ率を押し上げると、更に通貨安圧力となる面もある。

図表 8：当社のランド相場予想

通貨ペア	直近	14年3月末	14年6月末	14年9月末	14年12月末
ドル/円	104.2	108	103	98	95
(市場予想)		104	105	107	110
ドル/ランド	10.7	10.9	11.0	11.1	11.2
(市場予想)		10.5	10.5	10.5	10.5
ランド/円	9.75	9.9	9.4	8.8	8.5
(市場予想)		9.9	10.0	10.2	10.4

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

ディスクレイマー

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、金融商品の売買や投資など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、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろ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、当社は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。

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下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641