

シニア・ストラテジスト  
山本 雅文

マネックス証券株式会社  
www.monex.co.jp

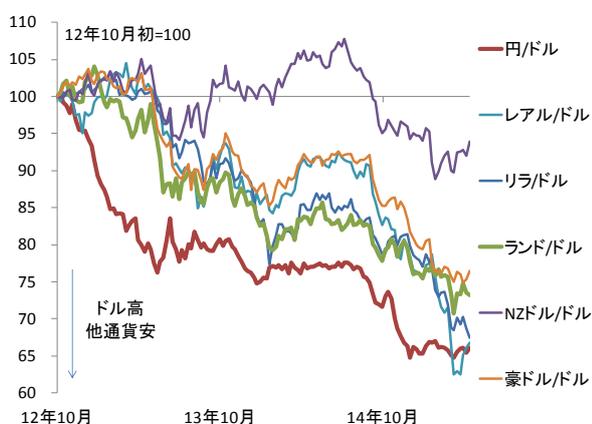
## 南アランド: インビクタス/負けざる通貨?

要約:米ドル高の中で、高金利通貨として本邦個人投資家の間でも人気のあった南アランドも他の新興国通貨と共に下落基調が続いているが、円も弱いことから対円では 2013 年央以降、比較的安定して推移している。南アは新興国にありがちな経常赤字、高インフレといった問題のほか、スト多発や電力不足といった個別の悪材料もあるが、米利上げがスムーズに行われ、日銀が追加緩和を行うとの前提の下では、南アランドは対円で横ばいから強含みで推移しそうだ。

### 対ドルで下落、対円で横ばい:ランドも弱い、円も弱い

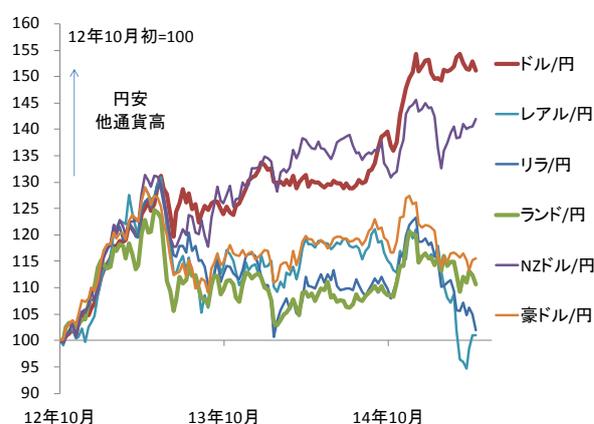
かつては高金利通貨の一つとして本邦個人投資家の間でも売出債や外為証拠金取引で人気の高かった南アフリカランドだが、対ドルでは 2011 年以降のじり安基調が続き、特にここ数年は米国の景気回復を受けて金融政策の正常化が進むとの見方の下で、新興国から今後金利が上昇する米国へ資金が還流するとの期待から、他の高金利・新興国通貨共に下落している。2012 年 10 月のアベノミクス開始以降でみると 25%以上下落しており、下落率はブラジルレアル、トルコリラについて大きい(図表 1)。ランドは他の新興国通貨との連動性が比較的高く、かつ流動性も比較的高いことから、ドル買い・新興国通貨売りトレードの代表的な代理通貨ペアとして取引が集中している可能性もある。

(図表 1) 高金利通貨の対ドル相場



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

(図表 2) 高金利通貨の対円相場



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

但し、アベノミクス下で異次元緩和および公的年金(GPIF)による対外投資増方針もあって円も対ドルで大きく下落していることから、ランド/円相場は2013年4月の異次元緩和開始、2014年10月末の追加緩和の際の大幅上昇以外は、2013年央以降、概ね9.5~10.5円/ランドのレンジでの横ばいで推移しており、特に足許はブラジルリアルやトルコリラなどと比較して安定的に推移している(図表2)。

#### 海外要因(ドル、円):悪材料ではあるが…

南アランドを含む最近の新興国通貨売りというテーマの最大の要因は米景気回復と米金融政策正常化を背景とした米ドル高シナリオだ。リーマンショック後の大規模量的緩和と超低金利時代にはドル安の中でドルを売ってより利回りの高い新興国通貨への投資が盛んになったが、米利上げを受けて新興国に流れていた資金がドルに回帰する、というものだ。確かに、FOMCは今年2回程度利上げを行う可能性があり、米短期~中期金利の上昇はドル高要因だ。

とは言え、米国の景気回復が従来想定されていたほど急速ではない中で、利上げは夏場に始まるとしても小幅で、非常にゆっくりとしたものになる可能性が高まっている。そうであれば、高金利通貨とドルとの間の金利差も殆ど変わらず、米国と同様に緩やかな利上げが想定されている南アランドでは尚更だ。ひとたび、米国の利上げ開始・継続でも米株価の調整が長期化・大幅化しないことが判明すれば、割高感が高まっているといわれる米国株よりも、これまで大きく売られてきた南アなど新興国通貨・資本市場に再び資金が流れていく可能性が高い。

高金利通貨の対円相場が上昇しない一因として、本邦政府・日銀の円安警戒、追加緩和消極姿勢がある。ランド/円は12年4月の異次元緩和開始直後に10.0円近辺から11.2円へ、昨年10月末の追加緩和後には10.0円近辺から10.8円へ上昇する局面があった。もっとも、ドル/円が120円へ乗せる過程で中小企業等からの円安懸念が高まったことから、その後政府・日銀は4月の統一地方選を控え更なる円安化と中小企業等からの得票率低下を懸念し、インフレ率の再低下にも拘らず追加緩和に対する消極姿勢を示すようになった。このため、市場における円売りセンチメントが弱まり、円安が事実上ストップしてしまっているためだ。確かに、足許のインフレ率再低下の主因が原油安で、来年にかけては原油価格が横ばいでも前年比ではインフレ率全体の押し上げ要因となるため、日銀が来年のインフレの「自然回復」を待つ、という選択肢を取る可能性もある。

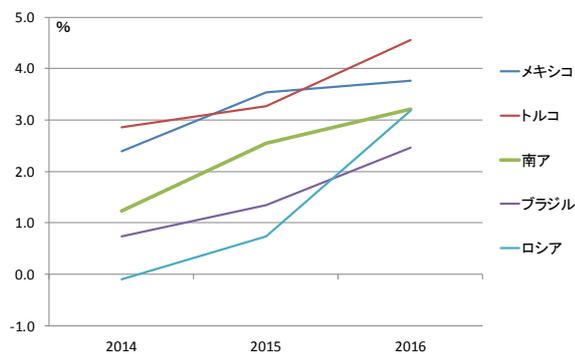
もっとも、再びインフレ率がゼロ近傍に留まるリスクも高まっている中で、日銀はデフレマインド再発リスク抑制のため、追加緩和の必要性を唱え続ける必要性も高まっている。最近では鉱工業生産や日銀短観など一部経済指標に弱いものが見られてきている中、景気腰折れリスクが高まれば追加緩和の必要性が高まるだろう。引き続き、7月にも追加緩和が行われる可能性は高いとみている。こうした

状況では、円は再び売られやすくなり、ランドを含む新興国通貨の対円相場は下落しにくくなるだろう。

**南アの特異要因：電力問題が最大の懸念だが・・・**

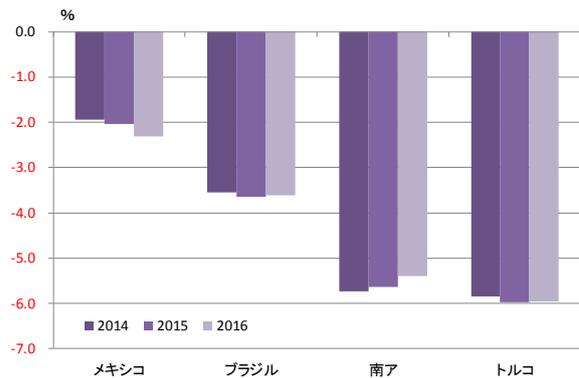
加えて、南ア固有の売り要因があるのも事実だ。南アは経常赤字と高インフレに苦しむ典型的な新興国という側面を持つ。加えて、南アは鉱山などでの労働ストが多発する傾向があり、賃金上昇からくるインフレ圧力や、経済活動阻害からくる低成長という問題もある。南アの今年の GDP 成長率予想 (IMF) は+2.5%と、トルコやメキシコを下回り、ロシアやブラジルに次いで低い (図表 3)。更に、南ア経済のネックとして慢性的な電力供給不足問題があり、改善しないどころか最近は更に悪化している。これが電力料金引上げにもつながり、インフレ圧力を高めている面もある。国营電力会社 Eskom は今年後半に電力料金の 10%超の大幅値上げを予定しており、20%超を予想する向きもある。こうした状況で通貨が下落すると、低成長にも拘らずインフレ阻止のため高金利政策をとらねばならず、金融政策を通じてなかなか成長を促進できないという問題がある。経常赤字の対 GDP 比も 5%台と大きく (図表 4)、経常赤字ファイナンスのためにも高金利を維持する必要がある、という面もある。

(図表3) 主要新興国の成長率予想 (IMF)



(出所) IMF、Thomson Reuters データを基にマネックス証券作成

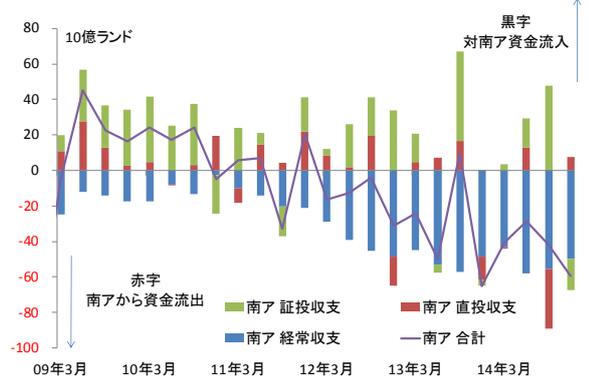
(図表4) 主要新興国の経常赤字/GDP比率 (IMF予想)



(出所) IMF、Thomson Reuters データを基にマネックス証券作成

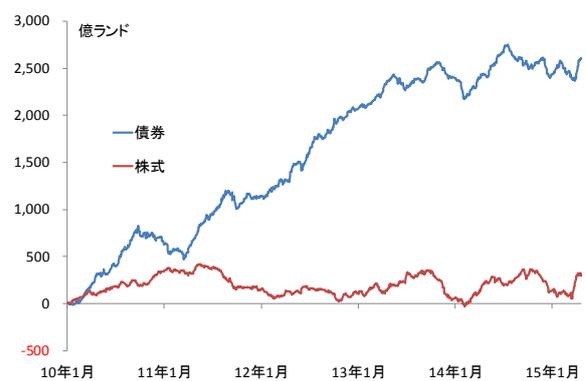
但し、これらの問題は従来からある問題で目新しさは全くない。むしろこうした悪材料があっても、海外要因の改善 (いわゆるリスクオン) を受けて海外からの資金流入もみられる。確かに、南アを巡る総合的な国際資金フロー (経常収支、直接投資収支、証券投資収支の合計) をみると、経常赤字が大きい一方、直接投資や証券投資の流入が小さく、十分に経常赤字がカバーされていない状況が続いている (図表 5)。とは言え、特に短期的な為替への影響が大きい証券投資フローをみると、債券投資を中心にネット流入傾向となっており、直近では 3 月入り後に流入が継続、悪材料があっても資金が入らない訳ではないことが示されている (図表 6)。

(図表5) 南アを巡る国際資金フロー



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

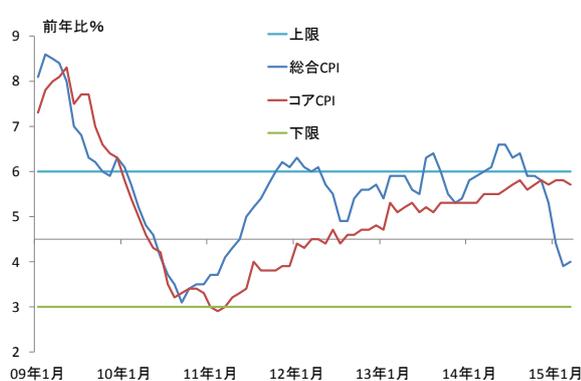
(図表6) 非居住者の南ア債券・株式投資(10年以降累積)



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

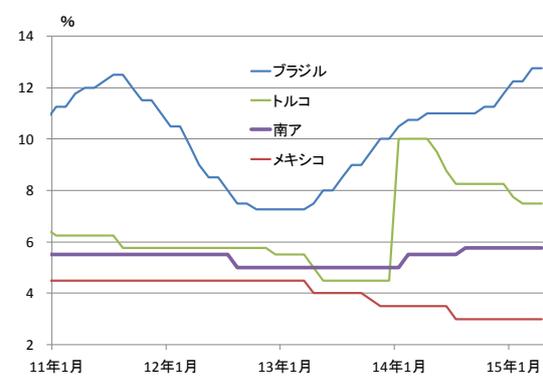
高インフレ体質もある。総合 CPI は原油安を受けて直近 3 月分で前年比+4.0%と、南ア準銀(SARB)のインフレ目標レンジ(+3.0~+6.0%)の中心値である+4.5%を下回っているが、SARB はコア CPI の高止まり(直近 3 月分は前年比+5.7%)を懸念している(図表 7)。年後半の電力料金引き上げ予定もあって、インフレ率は総合、コアいずれも今後再び上昇の見込みで、市場では SARB が現在 5.75%の政策金利を年末までに 1 回、来年央までにもう 1 回の利上げ(25bps ずつ)すると予想している。Fed よりは利上げペースが若干遅くなる可能性もあるが、米国と南アの政策金利差は 5%超の状況が当面続く見込みとなっている。

(図表7) 南アのインフレ率と中銀目標レンジ



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

(図表8) 主要新興国の政策金利の推移



(出所) Thomson Reutersデータを基にマネックス証券作成

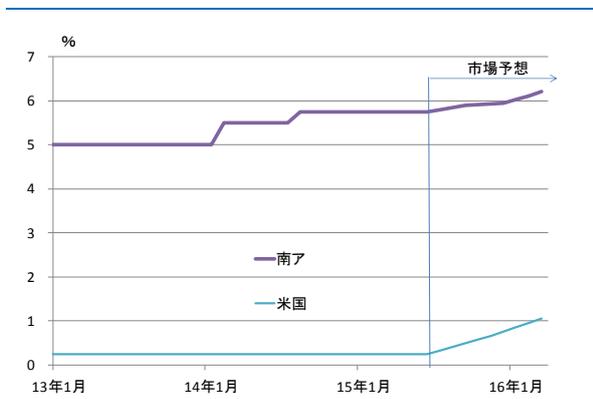
**ランド見通し: 逆境にも拘らず、特に対円でしぶとい(負けざる通貨?)**

米ドル高基調が続く中で、南アランドは他の新興国通貨と共に対ドルでは軟調が続く可能性が高い。もっとも、米利上げは青天の霹靂ではなく、実際の米利上げは小幅で非常にゆっくりとしたものになるとみられることを考慮すると、ひとたび利上げが始まり、米株価の調整が一時的・限定的に留まることが判明すれば、新興国市場にも再び資金が流れていくとみられる。こうした中、対米ドルでのランド下落

は大幅なものとはならないとみられる。更に、今後の日銀の追加緩和を背景に円も対ドルで下落すれば、ランドと円が共に弱い通貨となることから、ランド/円相場は安定的に推移し、キャリー(南アと日本の金利差)収益を享受し易くなるだろう。因みに、直近の市場予想(Bloomberg 纏め)におけるドル/円が現在の 120 円程度から年末までに 125 円へ上昇、ドル/ランドが現在の 12.2 ランドから 12.38 ランドへ上昇(ランド安)を前提とすると、ランド/円相場は年末にかけて現在の 9.84 円から 10.1 円へ緩やかなランド高円安方向となる(図表 10)。

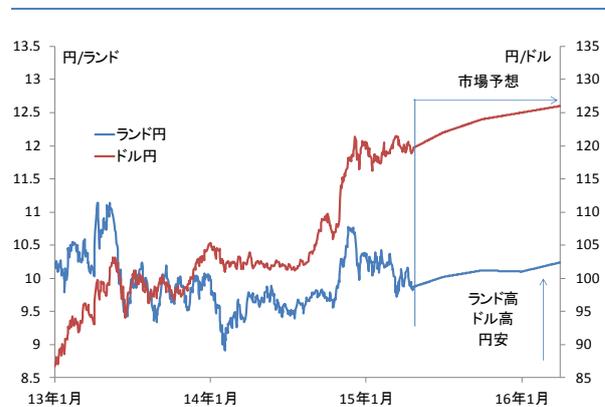
ランド/円上昇シナリオに対するリスクとしては、①米景気が急加速し、早いペースでの利上げ期待に繋がる場合の新興国売りリスク、②逆に米国や中国の景気が腰折れし、世界的なリスクオフの状況に陥ること、③日本が追加緩和を実施せず、円高が進行すること、④南アで電力供給不足問題が深刻化し、経済指標が悪化すること、などがある。

(図表9)南アと米国の政策金利予想(市場予想)



(出所) Bloomberg予想を基にマネックス証券作成

(図表10)ランド/円とドル/円の市場予想



(出所) Bloomberg予想を基にマネックス証券作成

**利益相反に関する開示事項**

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会