

「棚ぼた」で好調が続く南ア・ランド相場

～商品市況の底入れが上昇を促すも、内政・経済を巡っては不安だらけ～

発表日：2017年3月27日(月)

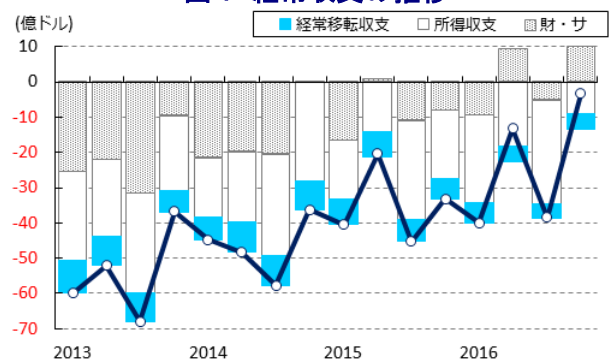
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 首席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 世界経済は循環的な回復局面にあり、国際商品市況の底入れが進んだことは、市況低迷に苦しんだ資源国経済にプラスとなっている。南アフリカではファンダメンタルズの悪化に加え、財務相人事を巡るドタバタなどをきっかけに通貨ランドの対ドル為替レートは一時最安値を更新した。しかし、その後は国際商品市況の底入れに伴い、先行きの景気に対する見方が変わったことも追い風にランド相場は上昇基調を強めており、足下では1年8ヶ月ぶりの水準にまで回復している。
- 昨年の経済成長率は前年比+0.3%に減速、10-12月期は前期比年率▲0.3%とマイナス成長になるなど景気は回復していないが、内・外需に底打ちの兆しは出ており、商品市況の底入れが景気を押し上げると期待される。ただし、来年度予算では増税の動きが強まるなか、政府・与党内の対立が表面化するリスクもあり、景気下振れ懸念は残る。
- 国際商品市況の底入れに加え、世界的な景気回復が進む一方で国際金融市場での「カネ余り」が続くなど、外部環境の改善を主因にランド相場は強含んでいる。しかし、足下では環境改善を促した材料すべてに不確実性が高まっており、先行きのランド相場の行方については不透明な展開が続くと予想される。
- 世界経済を巡っては、先進国を中心に堅調な景気拡大が続くなか、中国では公共投資による下支え策に伴い景気減速懸念が後退しており、新興国や資源国でも幅広く景気の底入れが促されるなど、自律的な回復が進んでいる。さらに、中国の景気減速懸念の後退などで世界的な資源需要の拡大期待が高まるなか、OPEC（石油輸出国機構）による減産合意なども相俟って国際商品市況の底入れが進んでいる。長期に亘る資源価格の低迷は資源国経済に深刻な打撃を与えており、なかにはIMF（国際通貨基金）などに救済を求めざるを得ない国も現われた。南アフリカにおいては、資源安の長期化に伴う貿易収支悪化に加え、与党ANC（アフリカ民族会議）内における分裂表面化などを理由に、ズマ政権による政策遂行能力の低下が懸念され、国際金融市場が混乱する度に資金流出圧力が加速する展開が続いた。一昨年末には構造改革路線を強硬に主張してズマ大統領周辺との対立が表面化したネネ財務相（当時）が突如更迭されたことで金融市場では同国経済に対する悲観論が台頭し、昨年初めには中国経済への懸念も材料に通貨ランドの対ドル為替レートは一時最安値を更新した。しかしながら、金融市場の反応に肝を冷やしたズマ政権は後任の財務相にネネ氏の前任者で、ネネ氏同様に「財政健全化論者」として知られるゴードン氏を据えて事態收拾を図った。ゴードン財務相の元で策定された2016-17年度予算では歳出削減に取り組む一方、増税や税外収入の拡充などによる歳入増で財政赤字の圧縮を図る方針が示されたものの、実現性に乏しいとの見方が強く、金融市場からの反応は必ずしも芳しいものではなかった。こうした状況にも拘らず、その後の

図1 経常収支の推移



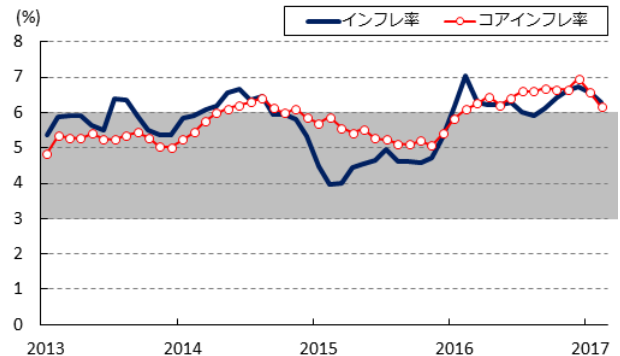
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

通貨ランドの対ドル為替レートは上昇基調を強めており、足下では1年8ヶ月ぶりの水準に回復している。この背景には、プラチナや金など主要輸出産品を中心とした国際商品市況の底入れに伴い、貿易赤字の縮小が進むなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が改善しているほか、交易条件の改善が国民所得の拡大を通じて景気の押し上げに繋がるとの見方が影響している。事実、経常赤字幅は昨年末にかけて急速に圧縮している上、直近の交易条件は5年ぶりの高水準に回復するなど国民所得の拡大に繋がっており、ここ数年経済成長のけん引役となってきた個人消費の底入れを促している。また、昨年初めにかけての通貨ランド安の進展は輸入物価の上昇を通じてインフレ率の上振れを招いたものの、その後はランド相場が上昇に転じたことで物価も落ち着きを取り戻している。直近のインフレ率は中銀が定めるインフレ目標（3～6%）の上限をわずかに上回るものの、以前に比べてインフレに対する警戒感が和らぎつつあることも、ランド相場を下支えしている。さらに、昨年11月の米大統領選におけるトランプ氏勝利の後、国際金融市場では米ドル高圧力が強まる動きがみられたものの、年明け以降はそうした流れが一服していることもランド相場の底堅さを促す一因になっている可能性がある。

- 他方、南アフリカの実体経済は依然厳しい。昨年通年の経済成長率（実質GDP成長率）は前年比+0.3%と前年（同+1.3%）から一段と減速し、いわゆる「リーマンショック」の影響が直撃した2009年（同▲1.5%）

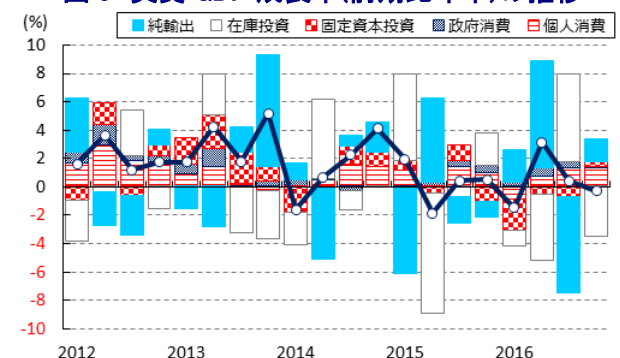
以来となる低い伸びに留まるなど、同国政府が掲げる成長率目標（5%）を大きく下回る展開が続いている。10-12月期に至っては前期比年率▲0.3%と前期（同+0.4%）から3四半期ぶりにマイナス成長に転じるなど減速基調が強まっている。世界経済が自律的な回復局面を歩むなかで多くの新興国や資源国で景気の底入れが進みつつあるにも拘らず、同国はその波に乗れない状況が続いている。ただし、その内訳をみると表面的な成長率の動きほどに悪い状況にはない。国際商品市況の底入れに伴う交易条件の改善は国民所得の拡大を促し、インフレ圧力の後退による実質購買力の押し上げも相俟って個人消費は堅調な推移をみせており、輸出も拡大基調に転じるなど、内・外需ともに堅調な動きをみせている。なお、当期については急速に在庫調整の動きが進んでおり、その寄与度が前期比年率ベースで▲3.53ptに達したことが成長率の足を引っ張る一因になっている。したがって、先行きについては在庫復元の動きが景気の下支えに繋がると見込まれるほか、インフレ率が一段と減速して個人消費など内需の下支えを促すと期待されることは、長期に亘って低迷状態が続いてきた同国景気にプラスに作用するとみられる。しかしながら、同国経済を巡る先行きのプラス要因が国際商品市況の底入れに大きく依存していることは、この動向によって再び環境が悪化するリスクを孕んでいる。足下ではOPECによる減産合意の延長を巡る不透明感などを反映して原油相場が頭打ちし、国際商品市況に調整圧力が掛かるなか、この流れに沿う形で昨年末にかけて回復基調が強まってきた景況感も頭打ちしている。昨年来の国際商品市況の底入れを促してきた中国について

図2 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

ては、今年「安定」を重視した政策運営を行う見通しであり、中国発による世界経済の下振れリスクが懸念される状況にはない。その一方、世界的な資源供給については依然「過剰」が意識されやすいことから、不安定な相場環境が続く可能性は残る。また、政府が先月末に発表した 2017-18 年度予算では財政赤字の GDP 比を▲3.1%と前年度見通し（同▲3.4%）から一段と圧縮すべく、歳入拡大に向けて高額所得者に対する増税をはじめ幅広く増税に取り組む方針を打ち出し

ている。こうした緊縮的な財政運営はゴードン財務相主導で行われている一方、ズマ大統領周辺との間で軋轢が生まれる元凶にもなっており、年内にも予定される次期党首選を巡って与党 ANC 内部の対立が先鋭化すれば、政権の政策遂行能力が一段と削がれる可能性もくすぶる。同国の長期信用格付を巡っては一昨年末以降度々「格下げ」が意識される状況が続いており、すでに主要 3 社のうち 2 社が「投資適格級」の最下限のなか、国際金融市場において「最後の砦」とみられるゴードン氏の処遇が再び悪化すれば、格下げの動きが雪崩打つように広がるリスクも残っている。

- 実体経済を巡る動きは必ずしも改善に繋がっていないものの、国際商品市況を巡る動きや世界経済の自律的な回復基調などをはじめとする外部要因の改善は、南アフリカ経済に対する見方を大きく変化させている。折しも国際金融市場では、先進国を中心とする量的金融緩和政策の影響などに伴い供給されているマネーの規模はかつてない水準で推移するなど「カネ余り」の状況が続いており、世界経済の回復に伴うマインドの改善も重なり、より高い収益を求める動きが活発化している。こうした動きは通貨ランド相場の底堅さに繋がっているものの、先行きもこれまでと同様に上値を迫る展開となり得るかには不透明感が多い。特に、国際商品市況の底入れに大きく依存する外部環境を巡る不確実性が高いことは、同

国経済の自律的な景気回復に対する見方を左右しやすい。さらに、上述したように財政政策を巡る政府内の対立が懸念されるなか、今年 2019 年に任期満了を迎えるズマ大統領の後継候補を巡って与党 ANC 内における対立が表面化すれば、結果的に政権による政策遂行能力が削がれ、実体経済にも悪影響を及ぼす。したがって、過去 1 年以上に亘って比較的堅調な推移をみせてきたランド相場だが、今後もこうした展開が続くか否かは外部環境次第であり、国内経済を取り巻く状況は不透明感に満ちた厳しい状況にあると捉えられよう。

以上

図 4 全産業 PMI(購買担当者景況感)の推移



図 5 ランド相場(対ドル)の推移

