

南アフリカランド為替週報

2024年2月29日

みずほ銀行欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島將行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

Private and confidential

MIZUHO

南アフリカランド 過去1週間の動向と展望

<過去1週間の動き>

(2月22日～2月28日)

USD/ZAR: 18.8251～19.3899
ZAR/JPY: 7.76～7.98 (参照値)

<向こう1週間の見通し>

(2月29日～3月6日)

USD/ZAR: 18.90～19.70
ZAR/JPY: 7.50～8.10

<過去1週間の動向と展望・・・2月21日公表の2024/25年度予算案に関して、大手格付け会社のFitchとS&Pが相次いで懸念を表明>

過去1週間の南ア・ランド相場は対ドルで2%近く下落。米国株安に伴うリスクセンチメントの悪化も、高金利通貨である南アフリカランドにとって重石となったと見られるが、ランドの下落率は他の新興国通貨と比較しても大きなものとなった。南アフリカ財務省が2月21日に公表した**2024/25年度予算案**に関して、大手格付け会社のFitchとS&Pが相次いで懸念を表明したこともランド安につながった公算が大きい。

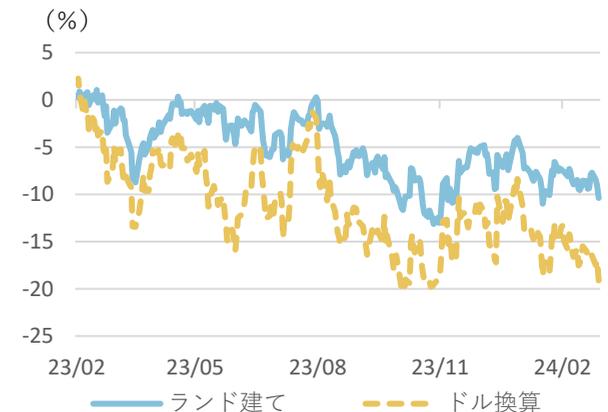
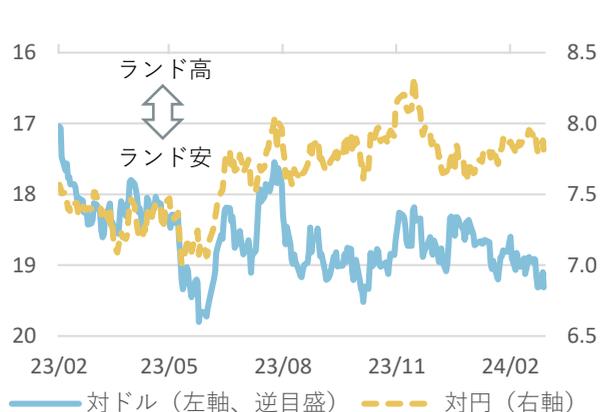
改めて予算案の内容を振り返ると、財政赤字を削減するほか、一般政府総債務対GDP比率も2025/26年度のピークの値を77.7%から75.3%に引き下げる見通しが示されるなど、基本的には財政健全化路線である。しかし、Fitchは税収の想定が楽観的だと指摘している。また、財政健全化の方針自体は南アの金融市場にとってポジティブな材料だと言えるだろうが、方法論に関しては疑念を投げかける向きもある。南ア財務省は、南アフリカ準備銀行（SARB）が管理する**金と外国為替の緊急準備金勘定**からの取り崩しを通じて政府債務比率を引き下げる方針を示している。この勘定には金やドル・ユーロに対するランドの価値の下落に伴い約5,000億ランドの含み益が発生しており、今回、南ア財務省はそのうちの1,500億ランドを債務返済に充てるとしている。先週の時点で筆者は「緊急準備金勘定の含み益は、金や外貨を売却しない限りは未実現の利益であり、政府会計上の操作に過ぎないとも受け止められかねないこの措置が妥当なものかは議論の余地が残る。」と書いたが、S&Pは中央銀行に政府の債務の一部を負担させるこの措置が、中央銀行の独立性に悪影響を及ぼしかねない点に懸念を表明している。

いわゆる「中央銀行の財政従属」と呼ばれるこの問題は、決して南アフリカ固有のリスクではない。2008年の世界金融危機以降、世界の中央銀行が国債の保有に踏み切り、さらに2020年のパンデミックを機に新興国を含む多くの中央銀行が国債の保有を拡大させるなかで、日本銀行を含む先進国中銀でもしばしば取り沙汰されることがある。しかし、南アにおいては、今年5月に総選挙を控えるなか、与党・アフリカ民族会議（ANC）からSARBに対し、景気にも配慮するよう求める声以前からあがっているため、中銀の独立性の問題が材料視されやすい状況であったことは否めない。新興國中銀の中で、長らく金融政策運営の独立性の高さで高く市場から評価されてきたSARBにとっては、正念場であろう。

南ア・ランド相場（日足、ロンドン終値ベース）

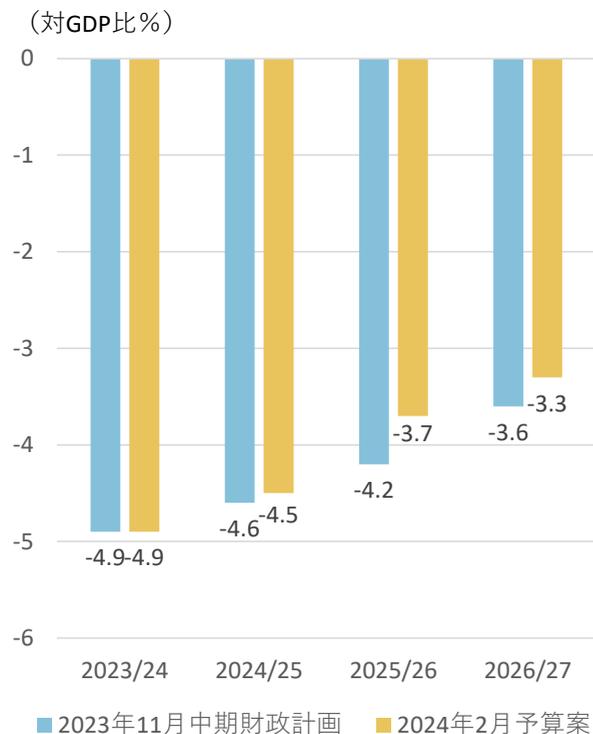
南アフリカ10年国債利回り

株価（南アフリカトップ40指数 年間騰落率）



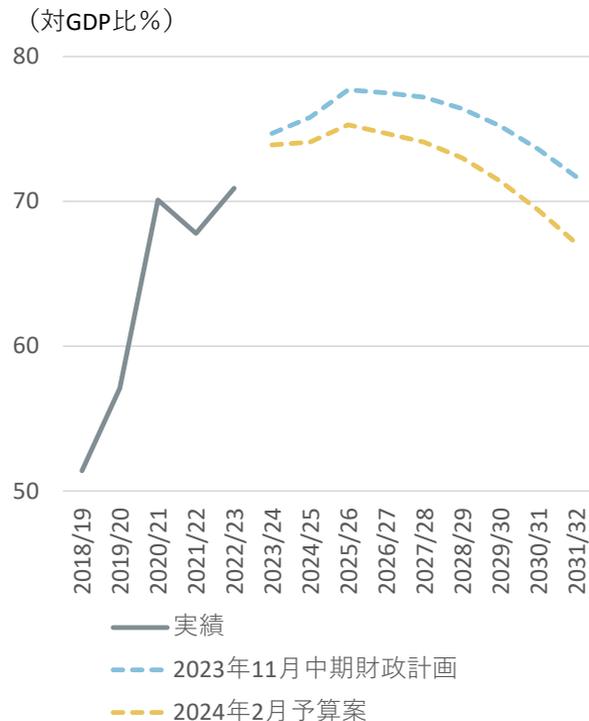
【再掲】南アフリカ2024/25年度予算案の概要

財政収支予測値



注：南アフリカの年度は4月から翌年3月まで。
(出所：南アフリカ財務省、みずほ)

一般政府総債務対GDP比率予測



注：南アフリカの年度は4月から翌年3月まで。
(出所：南アフリカ財務省、みずほ)

年間実質GDP成長率予測

(単位：前年比%)

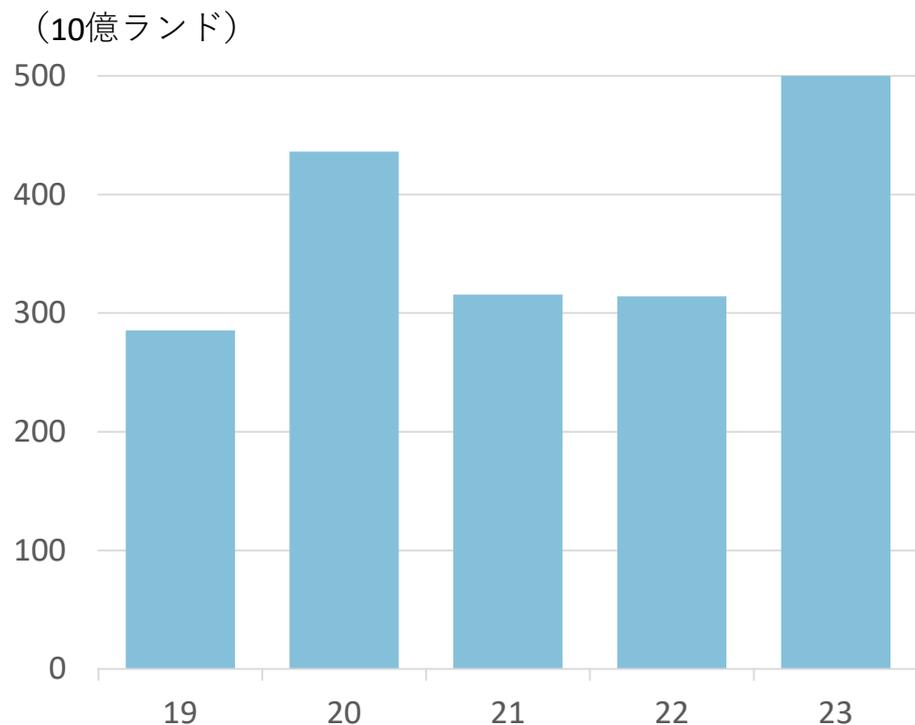
		23年	24年	25年
南ア財務省	24年2月	+0.6	+1.3	+1.6
OECD	24年2月	+0.5	+1	+1.2
世界銀行	24年1月	+0.7	+1.3	+1.5
IMF	24年1月	+0.6	+1	+1.3
南ア準備銀行	24年1月	+0.6	+1.2	+1.3
南ア準備銀行	23年11月	+0.8	+1.2	+1.3
OECD	23年11月	+0.7	+1	+1.2
南ア財務省	23年11月	+0.8	+1	+1.6

(出所：各予測機関、ブルームバーグ、みずほ)

南アフリカ財務省が2月21日に公表した2024/25年度予算案では、財政赤字を削減するほか、一般政府総債務対GDP比率も2025/26年度のピーク値を77.7%から75.3%に引き下げる見通しが示されている。

金と外国為替の緊急準備金勘定からの取り崩しを通じて政府債務比率を引き下げる方針

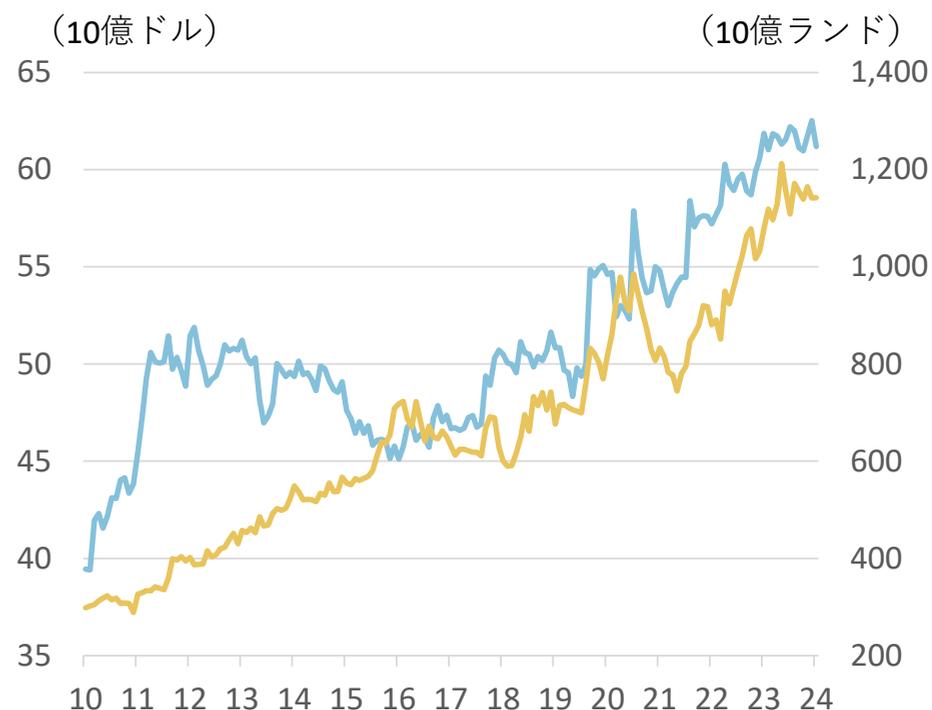
南アフリカ 金と外国為替の緊急準備金勘定 含み益



注：2023年は11月のデータ。

(出所：SARB、ブルームバーグ、みずほ)

南アフリカ 外貨準備高 (金を含む)



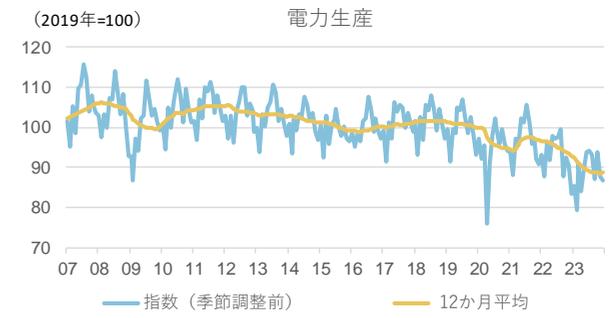
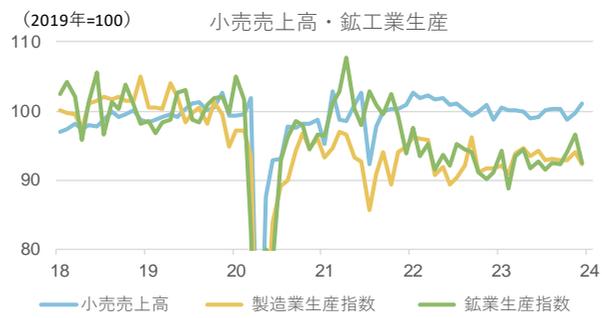
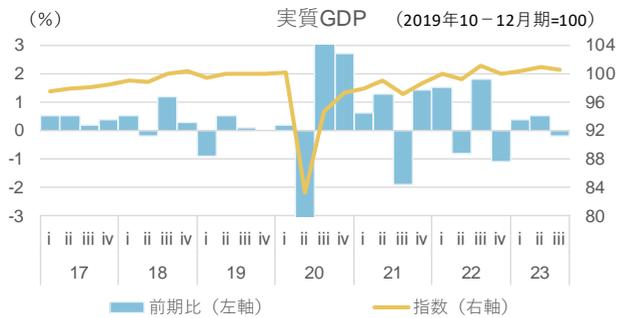
— ドル建て(2024年1月：612億ドル)：左軸

— ランド建て(2024年1月：1兆1420億ランド)：右軸

(出所：SARB、ブルームバーグ、みずほ)

南ア財務省は、南アフリカ準備銀行（SARB）が管理する金と外国為替の緊急準備金勘定からの取り崩しを通じて総借入対GDP比率を引き下げる方針を示している。この勘定にはランドの金やドル・ユーロに対する価値の下落に伴い約5,000億ランドの含み益が発生しており、今回、南ア財務省はそのうちの1,500億ランドを債務返済に充てるとしている。

南アフリカ 主要経済指標



* 1 : BERサーベイは南アフリカ経済調査局 (Bureau for Economic Research) による四半期ごとの調査。経済アナリストや企業などが調査対象となっている。ブレイクイーブンインフレ率は物価連動国債から算出される、市場が推測する期待インフレ率。

* 2 : 月次データ。ただし、2024年2月は1日から26日までの累計値。

(出所: 南アフリカ準備銀行、南アフリカ統計局、南アフリカ経済調査局、ヨハネスブルク証券取引所、ブルームバーグ、みずほ)

南ア・ランド中期見通し 中国景気対策期待、SARBのタカ派姿勢はサポート要因に

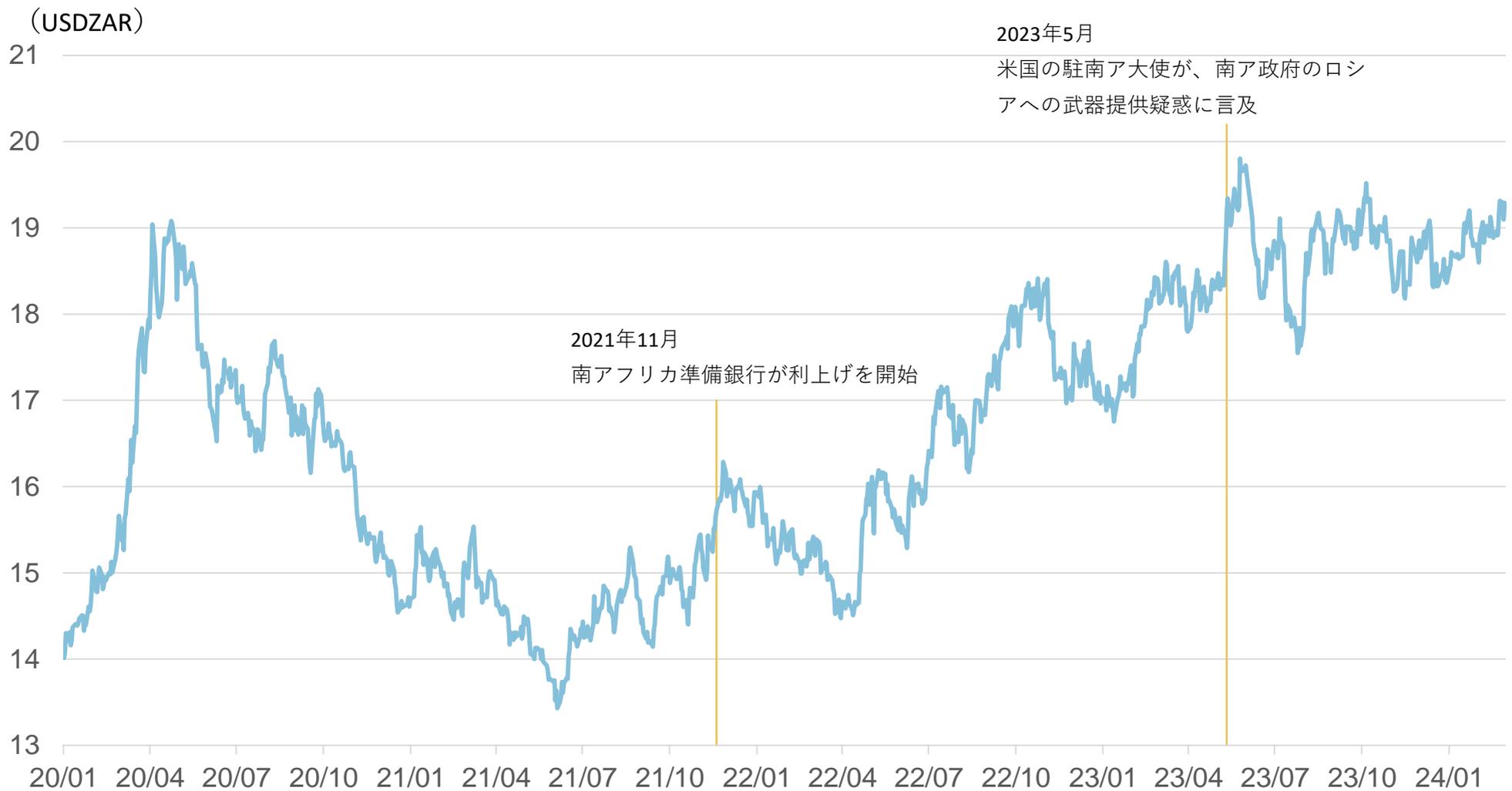
南アフリカランド（ZAR） 対ドル・対ユーロ・対円見通し（2024年1月末時点）

	Spot	2024 3月	6月	9月	12月	2025 3月
ドル／ランド	18.82	19.0	19.2	19.4	19.6	19.8
ユーロ／ランド	20.32	20.7	20.7	20.8	20.8	21.4
ランド／円	7.85	7.63	7.50	7.37	7.40	7.37
ドル／円	148	145	144	143	145	146

注：ドル円の見通しは「中期為替相場見通し」（2024年1月31日発行）より抜粋。

- 1月のZAR相場は年初から23日にかけて、対ドル18.36から19.21まで約4.5%下落した後、1月29日時点で18.7台まで持ち直している。23日までの下落については、米金利上昇に伴うグローバルなドル高の裏返しという側面も大きく、対円では1月を通じてほぼ一貫して上昇傾向が続いた。
- 24日からのZAR反発については、外部要因と国内要因の双方が指摘できる。まず、外部要因について、南アフリカの最大の輸出相手国である中国において、中国人民銀行が預金準備率の引き下げを発表するなど、景気を下支えをする姿勢をはっきりと示し、鉄鉱石価格などがそれに反応する形で上昇したことが追い風となった可能性があるだろう。
- また、国内要因では南アフリカ準備銀行（SARB）のタカ派姿勢がZARのサポート要因となった可能性が高い。25日の金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利を8.25%で据え置いた。クガニャゴ総裁は、記者会見の中で、インフレ率がSARBのターゲット中央値である前年比+4.5%まで低下する明確な傾向（discernible trend）が見えた場合のみ、「政策を再調整」するだろうと発言している。SARBのインフレ見通しにも示されているように、南アのインフレ率がここから一段と低下するのは、2024年7-9月期以降と見られる。つまり、SARBは少なくとも2024年前半には利下げは行わない、と宣言したように受け止められる。
- また、政府が2月8日の予算演説において公的債務削減の公約を維持することでインフレ抑制に取り組む姿勢を共有していることが示されることを期待している、とSARBが指摘したことも重要である。南アフリカで今年選挙を迎える中、景気支援を測りたい政府との軋轢が生じることを覚悟してでもインフレ抑制を支持する姿勢をSARBは示した、とも受け止められるためだ。総選挙は、現在の国会の会期末となる2024年5月中旬から90日以内、という日程でラマポーザ大統領が総選挙の宣言を行う。選挙のたびに支持を落としている政権与党の南アフリカ民族会議（ANC）としては、景気浮揚を図りたいところであろう。新興国中銀の中で、政治的な独立性の高さで知られるSARBの矜持が問われる展開になると見られる。
- こうした金融・財政政策を取り巻く不確実性や、電力不足・双子の赤字など国内の悪化したファンダメンタルズを考慮する形で、ZARの見通しについては慎重姿勢を維持している。

南アフリカランド 対ドルレート推移



Disclaimer

This presentation (the "Presentation") is given for general information purposes only and shall be kept strictly confidential by you, and shall only be used by you in connection with *[insert details of the Transaction]*. Until receipt of necessary internal approvals and until a definitive agreement is executed and delivered, there shall be no legal obligations of any kind whatsoever (other than those relating to confidentiality) owed by either party with respect to any of the material contained in the Presentation. All of the information contained in the Presentation is subject to further modification and any and all opinions, forecasts, projections or forward-looking statements contained herein shall not be relied upon as facts nor relied upon as any representation of future results which may materially vary from such opinions, forecasts, projections or forward-looking statements. In particular, no tax advice is given and you should ensure that you each seek your own tax advice.

You should obtain your own independent advice on the financial, legal, accounting, and tax aspects of any proposed solution outlined in this Presentation. You agree that you are not relying and will not rely on any communication (written or oral) of Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA), or Mizuho Securities USA Inc. or any company whose ultimate holding company is Mizuho Financial Group, Inc. (each a "Mizuho Group Company") as investment advice or as a recommendation to enter into any transaction, and that you are capable of assessing the merits of and understanding (on your own behalf or through independent professional advice), and should you enter into a definitive agreement with a Mizuho Group Company, you will do so because you understand and accept the terms and conditions and risks (including but not limited to economic, competitive, operation, financial, legal, accounting and tax risks) of such transaction. No Mizuho Group Company in any way warrants, represents, or guarantees the financial, accounting, legal or tax results of the transaction described in the Presentation nor does it hold itself out as a legal, tax or accounting advisor to any party.

With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or a few of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively "derivative transaction") after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual conditions and terms of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. For derivative transactions where you may have a right or option to make a choice, your ability to exercise your right or option is for a limited time period only. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense/loss.

When entering into a contingent convertible transaction, you should be aware of and have a sufficient understanding of the Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015, published in June 2015 by the FCA, which took effect from 1 October 2015 in relation to contingent convertible instruments (the "PI Instrument").

Nothing contained herein is in any way intended by any Mizuho Group Company to offer, solicit and/or market any security, securities-related product or other financial instrument which such Mizuho Group Company is otherwise prohibited by United Kingdom, U.S., Japanese or any other applicable laws, regulations, or guidelines from offering, soliciting, or marketing.

Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspect(s) of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. In particular, in the case of the United States, to ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Information book or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue code of 1986, as amended (the "Code"); (B) such discussions are written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matter addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor.

A Mizuho Group Company may have acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer, lender on instruments discussed in the Presentation, may have provided related derivative instruments, or other related commercial or investment banking services. A Mizuho Group Company or its employees may have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

The reference throughout this Presentation to "Mizuho" is a generic reference to one or more Mizuho Group Companies. Accordingly, the legal entity which may enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of one or more Mizuho Group companies and subject to any legal/regulatory requirement, be any one or more Mizuho Group Companies, such as Mizuho Bank, Ltd., Mizuho International plc, Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered US broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States), provided that such Mizuho Group Company is permitted and, if required, appropriately licensed and/or registered to engage in such activities in accordance with applicable laws, rules and regulations.

As previously notified and explained, and unless and until you notify the relevant Mizuho Group Company to the contrary, any non-public information provided by you to any Mizuho Group Company will be maintained in accordance with its internal policies and will be shared with other Mizuho Group Companies to the extent deemed necessary by such Mizuho Group Company to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation. The interpretation of the Presentation shall, to the extent appropriate, be governed by English law and subject to the jurisdiction of the English courts.

The email addresses of Mizuho staff indicate by which entity they are employed: (i) [name]@mhcb.co.uk indicates Mizuho Bank, Ltd.; (ii) [name]@us.mizuho-sc.com indicates Mizuho Securities USA; and (iii) [name]@uk.mizuho-sc.com indicates Mizuho International plc; and (iv) [name]@mizuhocbus.com indicates Mizuho Bank (USA). Mizuho Bank, Ltd., is authorised and regulated by the Financial Services Agency of Japan. Mizuho Bank, Ltd., London Branch, is authorised by the Prudential Regulation Authority and is subject to regulation by the Financial Conduct Authority and limited regulation by the Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our regulation by the Prudential Regulation Authority are available upon request. [Any eligible deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch are protected up to a total of £85,000 by the Financial Services Compensation Scheme, the UK's deposit protection scheme. This limit is applied to the total of any eligible deposit accounts with Mizuho Bank, Ltd., London Branch. Any total deposits with Mizuho Bank, Ltd., London Branch above the £85,000 limit are not covered. For further information about your rights under the FSCS please visit <http://www.fscs.org.uk>.](#)

Mizuho International plc is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority.