

膨張が続く新興国債務のリスク

<要旨>

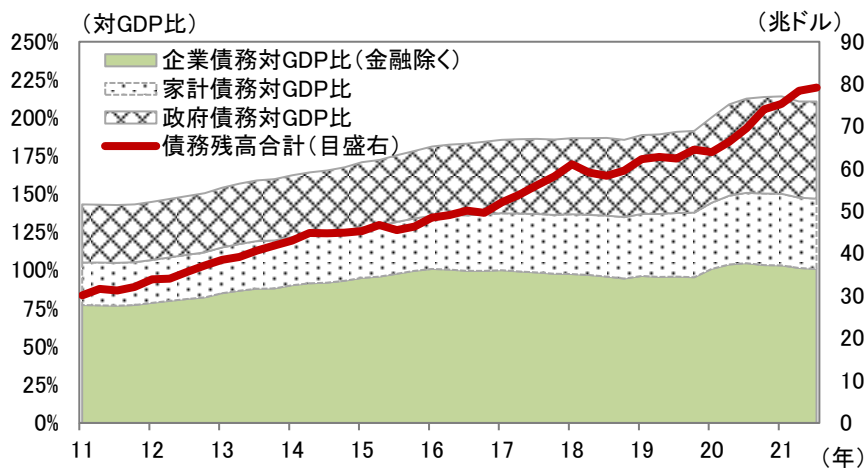
新興国では、債務規模の膨張にもかかわらず、近年深刻な債務危機は発生していない。その背景として、グローバル化の加速を受け、新興国において高成長と低インフレが長期にわたり続いたことが挙げられる。しかし、米中対立によるグローバル化の揺り戻しやコロナ禍の長期化による景気下押し圧力、供給制約による物価の急騰で、新興国がこれまで享受してきた高成長・低インフレ環境には当面戻らない可能性がある。こうした中、米国では金融引き締めの前倒し観測が台頭しており、膨張した新興国債務の問題が再燃する可能性が高まっている。

本稿で取り上げた対象国のうち、ブラジルは政府債務、トルコは対外債務において、返済リスクが最も高い。また、インドも政府債務の返済リスクが比較的高く、南アフリカは政府債務と対外債務の両方において比較的高い返済リスクを抱えている。これらの国は、大規模な資金逃避に直面することなどを通じて、経済・金融システムが混乱に陥るリスクが他よりも大きい。

1. 新興国の債務規模は大きく拡大

国際決済銀行(BIS)のまとめによると、新興国全体(政府・家計・企業の合計。ただし金融除く)の債務規模は、2011年末の32兆ドルから2021年9月末は79兆ドルへと倍以上に増大し、債務対GDP比は200%を突破した。特に、2020年以降はコロナ禍の影響も加わり、債務規模は一段と膨らんだ。各国で導入された防疫措置や景気刺激策といった財政拡張により、政府債務が急拡大したことが主因である(図表1)。

図表1 新興国の債務対GDP比、債務残高合計の推移



(資料) BIS

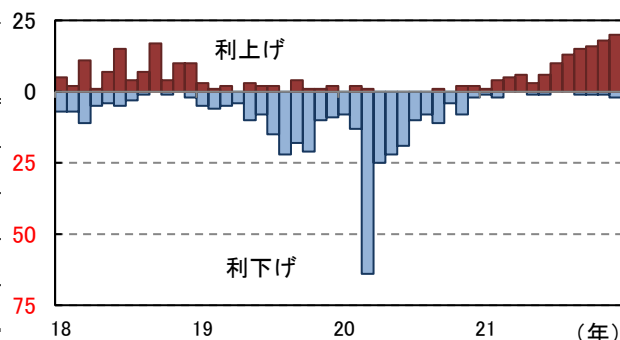
しかし、債務規模の膨張にもかかわらず、1990年代まで繰り返し発生し、たびたび国際金融市場を動揺させた新興国の債務危機は、2000年代以降、ほとんど発生していない¹。その背景として、2000年代以降のグローバル化の加速、すなわち、先進国から新興国への生産移転や貿易の自由化、新興国経済の世界経済への統合がもたらした低インフレと高成長が挙げられる。新興国平均の消費者物価上昇率は1980年代の36%、1990年代の53%から、2000年代の7%、2010年代の5%に大きく低下し、実質GDP成長率は1980年代と1990年代の3%台から、2000年代の6.1%、2010年代の5.1%に高まった(図表2)。

図表2 新興国平均の経済成長率とインフレ率

| | 実質GDP成長率 (年率) | 消費者物価上昇率 (年率) |
|--------------|------------------|------------------|
| 1980～1989年平均 | 3.1% | 35.8% |
| 1990～1999年平均 | 3.7% | 53.3% |
| 2000～2009年平均 | 6.1% | 6.8% |
| 2010～2019年平均 | 5.1% | 5.2% |
| 2020年 | -2.1% | 5.1% |

(注) 対象はIMFが定義する新興国と発展途上国の平均値
(資料) IMF

図表3 世界の中央銀行が実施した利上げ・利下げの回数



(注) 同じ国が同月内に2回利上げすれば2回にカウント。
(資料) 各国中央銀行

その間、リーマンショック等により新興国経済は一時的にマイナスに転じる局面もあったものの、米国をはじめ主要国による協調の下で適切な政策対応が講じられたことで、新興国に及ぼす悪影響は抑制された。このような経験から、コロナ禍により世界経済が深刻な打撃を受けたものの、今回も新興国への悪影響は短期的なものに留まるのではないかとの見方も一部にはみられる。

しかし、新興国を取り巻く環境は今後、一変する可能性がある。まず、米中対立の激化に伴い、世界経済をけん引してきたグローバル化が揺り戻されたことで、成長鈍化や主要国間の政策協調の乱れが懸念される。また、繰り返し出現する新型コロナウイルスの変異株により、パンデミックは3年目に突入してもいまだ終息の兆しが見られず、グローバル経済の押し下げ要因として長期にわたり存在し続けるおそれがある。米中対立やコロナ禍による供給制約に伴う世界的なインフレ圧力の高まりも悪材料である。米国の物価上昇率は既に1990年代以来の最高水準を記録しているほか、ブラジルをはじめ多くの新興国でもインフレが高騰している。少なくとも当面の間、新興国が高成長・低インフレ環境に戻る可能性は低いと言わざるを得ない。

足元、インフレに対応するため、新興国中心に利上げに踏み切る国が急増している。米国の金融引き締めの前倒し実施が予想される中、新興国の利上げはさらに増える可能性もある(図表3)。金利の上昇は、膨張が著しい政府債務等の返済負担を増大させる。こうした状況下、対外債務の返済リスクが高いとされた新興国では、通貨レートの暴落や大規模な資金流出などを通じ、経済金融環境が急激に悪化するおそれがある。

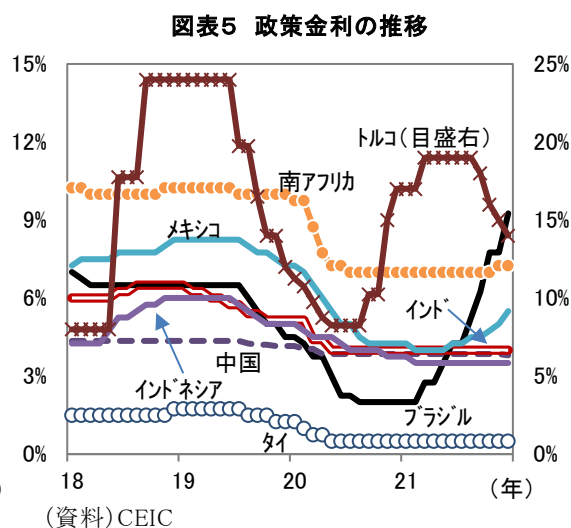
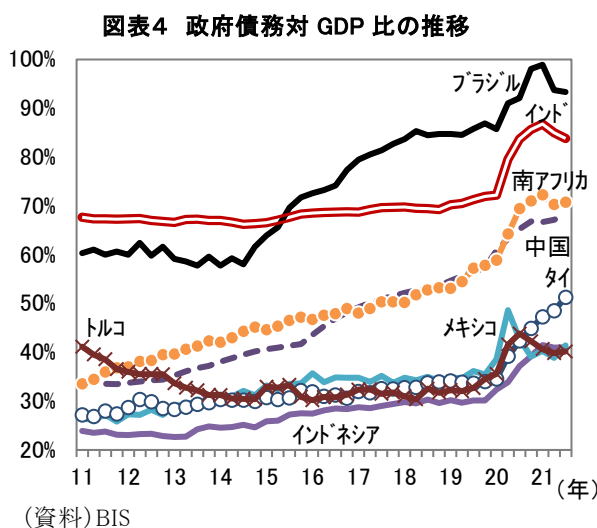
¹ これまでに発生した主な新興国債務危機としては、1975年のトルコ危機、1982年のメキシコ危機、1987年のブラジル危機、1997年のアジア危機(タイ、インドネシア、韓国等)などが挙げられる。2000年代以降については、アルゼンチンで危機が繰り返している(2001年、2015年、2018年、2019年)ものの、特殊なケースと見なされ、他の新興国への「伝染」(contagion)は見られない。

本稿では、ブラジル、メキシコ、中国、タイ、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカの主要新興8カ国を対象として、各々の政府債務と対外債務の状況を取り上げ、リスク評価を行う。

2. 政府債務のリスク評価

政府債務の返済リスクは、国債価格の急落や金利の高騰につながり、経済・金融システムの混乱を引き起こす要因である。以下では、各国の債務規模と金利動向を確認した上で、返済原資を確保する能力と返済責任を遂行する能力という観点に基づき、対象国のリスクを比較・評価する。

2021年9月時点で、政府債務対GDP比で最も規模が大きいのは、93%のブラジルと84%のインドである。そのほか、南アフリカ(同71%)と中国(68%)も比較的高水準にある。他方、タイ(51%)、インドネシア(41%)、メキシコ(41%)、トルコ(40%)の債務規模は相対的に小さい(図表4)。

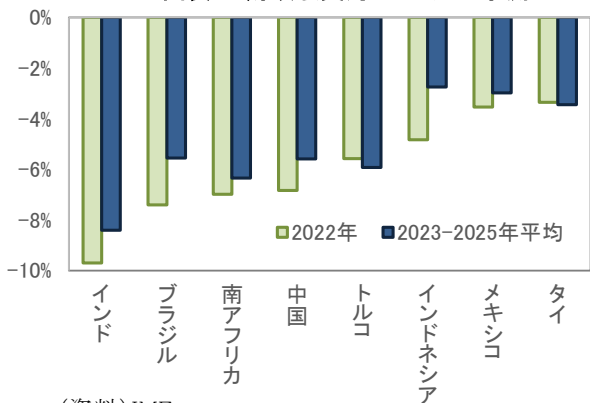


インフレの加速を受け、対象国のうち、ブラジル、南アフリカ、メキシコが2021年以降、相次いで政策金利の引き上げに踏み切っている。中でもブラジルの利上げ幅は2021年の1年間で725ベース・ポイントにおよんだ。これらの国では、金利上昇による債務返済負担の増大が懸念される(図表5)。

政府債務の直接的な返済原資は、税金等の収入から支出を控除した政府の純収入、つまり財政収支であるが、対象国の財政収支は軒並み悪化している。財政収支対GDP比のIMF予測をみると、すべての対象国はマイナス、つまり財政赤字の状態、この先も黒字に転換する見通しが立っていないことが読み取れる。とりわけインド(▲9.7%、2022年予測)、ブラジル(▲7.4%)、南アフリカ(▲7.0%)で赤字幅が大きい。財政赤字補填のためには新規の借入れが必要であるが、特に財政赤字が大きい国では、債務規模の一段の拡大が懸念される(次頁図表6)。

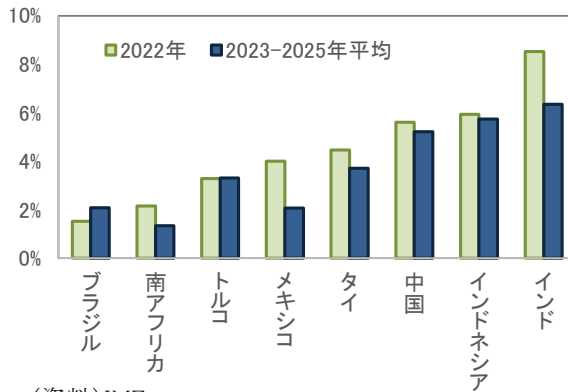
経済成長は税収の増減を通じ政府収入を大きく左右するため、政府債務の返済能力に重要な意味を持つ。IMFによる各国の実質GDP成長率予想をみると、インドやインドネシア、中国の成長率が高く、この先2023年～2025年の期間においても比較的高い成長が保たれる見込みである。それに対し、ブラジルと南アフリカの成長率は低く、この先も1～2%程度の弱い経済成長に留まる予想である(次頁図表7)。

図表6 財政収支対 GDP 比の予測



(資料)IMF

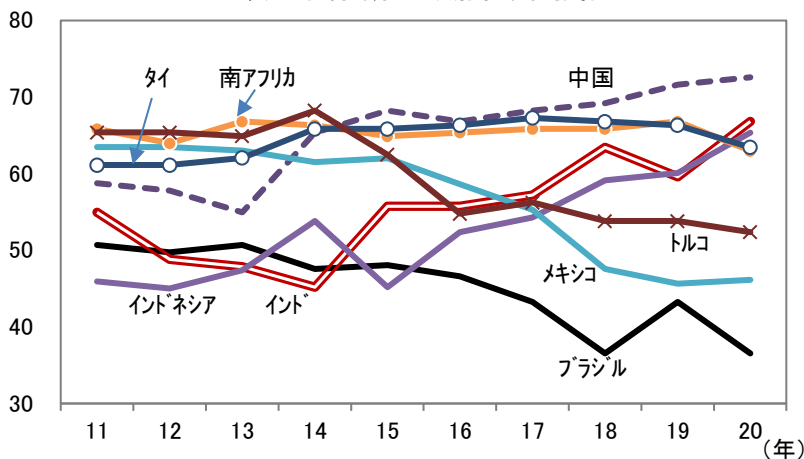
図表7 実質 GDP 成長率の予測



(資料)IMF

対象国政府の債務管理および返済責任の遂行能力について、世界銀行が2021年に公表した世界ガバナンス指標(WGI)のうち「政府の有効性」指標を用い、比較・評価すると、中国(73、2020年値)、インド(67)、インドネシア(65)は比較的高く、かつ改善傾向にある。それに対し、ブラジル(37)、メキシコ(46)、トルコ(52)は低く、かつ悪化傾向を辿っていることがわかる。この点においても、ブラジルの懸念が最も強く、メキシコとトルコがそれに続く(図表8)。

図表8 世界銀行の政府有効性指標



(資料)世界銀行

以上を踏まえると、対象国のうち、政府債務の返済リスクが最も高いのはブラジルである。インドと南アフリカも、債務規模がGDP対比で大きく、返済原資を確保する能力において懸念があるため、返済リスクは比較的高い。なお、メキシコとトルコは債務返済責任の遂行能力に懸念は残るものの、債務規模が小さい点がリスクを減じている。

3. 対外債務のリスク評価

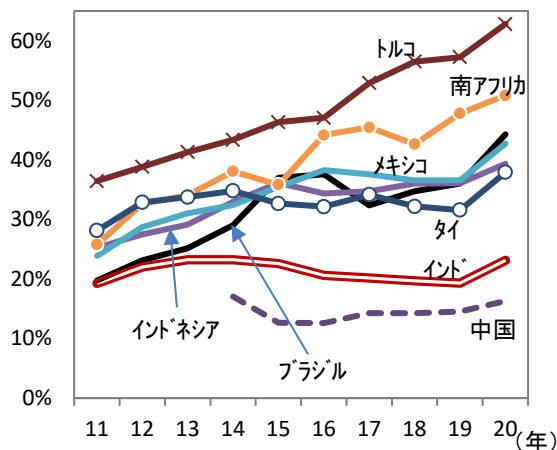
対外債務の返済リスクの高まりは、国外への資金逃避を引き起こし、通貨の急落や金利の高騰、さらには経済・金融システムの混乱を招く。以下では、対外債務の規模を確認した上で、外貨を獲得する能力としての経常収支や外貨準備の状況を踏まえ、対象国のリスクを比較・評価する。

2020年末時点における政府債務対GDP比をみると、中国(16%)とインド(23%)は低水準に留まっているのに対し、その他対象国は軒並み上昇基調にある。特に、トルコ(63%)と南アフリカ

(51%)の比率は他の対象国を大きく上回り、著しく上昇してきたことが読み取れる(図表9)。

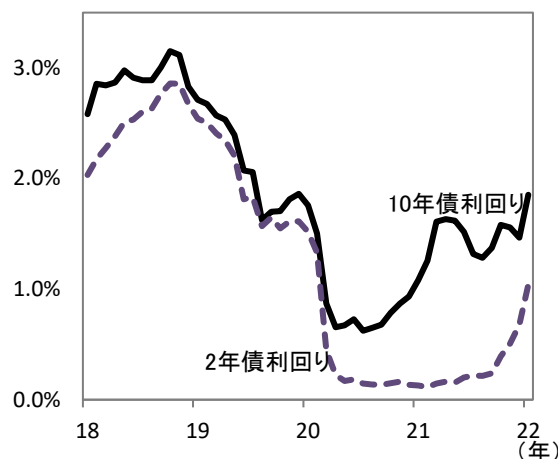
足元、米国の金融引き締めの前倒し観測が台頭しており、米国金利は上昇傾向を見せている。(図表10)。投資家にとって、安全資産としての米国債の利回り上昇は、よりリスクの高いと見られる新興国資産(=新興国にとっての対外債務)の相対的な利回り低下を意味する。こうした要因も、新興国からの大規模な資金流出の可能性を高める要因になる。

図表9 対外債務対 GDP 比の推移



(資料) IIF

図表10 米国の国債利回りの推移

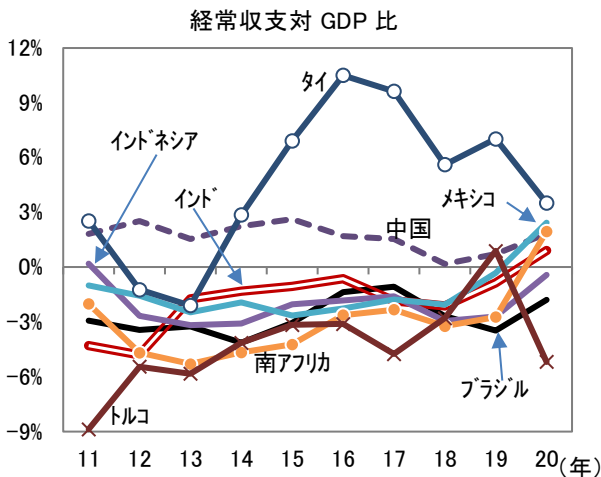


(注) 2018~2021年は月間平均値、2022年は1月17日値
(資料) CEIC

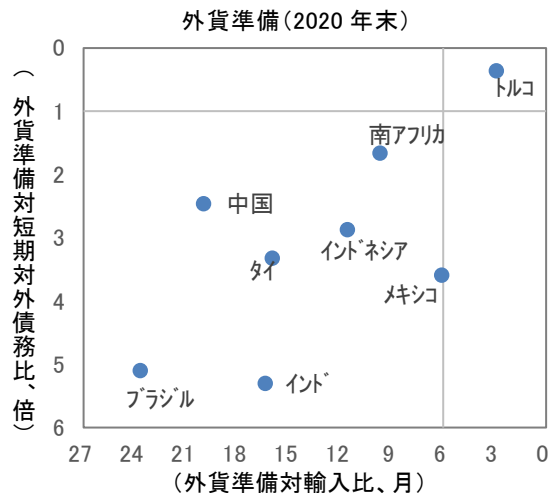
各国の経常収支対 GDP 比をみると、タイや中国を除けば、ほとんどの対象国はマイナス基調にあり、自力で外貨を稼ぐ能力が弱い。これらの国は、対外債務返済のための外貨を為替市場から調達しなければならず、為替の減価による債務返済負担の増大など、為替レートの変動リスクにも晒されやすい(図表11左)。

外貨準備は、債務返済など外貨支払いへの備えとして、そして通貨防衛のための為替介入の原資として重要な意味を持つ。一般的には、短期対外債務の1倍以上、輸入額の6ヵ月分以上の外貨準備を常に維持することが好ましいとされる。対象国のほとんどがこの基準をクリアしているのに対し、唯一、トルコは外貨準備残高が短期対外債務の36%、輸入額の2.9ヶ月分相当に留まり、基準を大きく下回っている。また、南アフリカは基準をクリアしているものの、他の対象国と比べ、外貨準備の余裕が乏しい状況にある(図表11右)。

図表11 対象国の経常収支、外貨準備



(資料) CEIC



以上を踏まえると、トルコは対外債務の規模が大きく、経常収支や外貨準備に関する脆弱性も目立つため、対象国のうち最も対外債務の返済リスクが高い。また、トルコほどではないものの、南アフリカのリスクも比較的高いといえる。

4. まとめと今後の留意点

以上の内容を総括すると、ブラジルは政府債務、トルコは対外債務において、対象国の中で最も返済リスクが高いといえる。その他、インドは政府債務において、南アフリカは政府債務と対外債務の両方において、比較的高いリスクを抱えている(図表12)。

図表12 対象国の債務返済リスク評価

| | 政府債務 | | | | 対外債務 | | | |
|--------|-------|-------------|-----------|--------|-------|-------------|------|-------|
| | リスク評価 | 債務規模(GDP対比) | 財政収支&経済成長 | 政府の有効性 | リスク評価 | 債務規模(GDP対比) | 経常収支 | 外貨準備 |
| ブラジル | 高 | 大きい | 悪い | 低い | 低 | やや大きい | 赤字基調 | 多い |
| 中国 | 低 | やや大きい | やや良い | やや高い | 低 | やや小さい | 黒字基調 | やや多い |
| インド | 中 | 大きい | やや悪い | やや低い | 低 | やや小さい | 赤字基調 | 多い |
| インドネシア | 低 | 小さい | やや良い | やや低い | 低 | やや大きい | 赤字基調 | やや多い |
| メキシコ | 低 | 小さい | やや良い | 低い | 低 | やや大きい | 赤字基調 | やや多い |
| 南アフリカ | 中 | やや大きい | 悪い | やや低い | 中 | 大きい | 赤字基調 | やや少ない |
| タイ | 低 | やや小さい | やや良い | やや低い | 低 | やや大きい | 黒字基調 | やや多い |
| トルコ | 低 | 小さい | やや悪い | 低い | 高 | 大きい | 赤字基調 | 少ない |

以下では、この先、特に留意が必要と考える国について留意点を述べる。

ブラジル 政府債務の返済リスクの低減には、財政再建や構造改革による潜在成長力の底上げが求められるものの、2022年10月の大統領選を控え、その進展は当面期待できない。選挙戦はボルソナーロ大統領と左派のルラ元大統領による一騎打ちの情勢であるが、執筆時点ではルラ元大統領が一步リードしている。ボルソナーロ大統領は就任後、構造改革や財政再建に注力していたが、2020年以降は支持率の低迷を受け構造改革が停滞し、現在、選挙対策として2度目の大規模現金給付といった左派的な財政バラマキ政策を検討している。構造改革の停滞や財政再建の遅れは投資家の失望を招き、国債価格や為替相場の急落につながりかねない。既にインフレ率は前年比+10%超の高水準に昂進しており、一昔前に同国で繰り返されたハイパーインフレ・景気後退・財政悪化の悪循環に再び陥るおそれもある。

トルコ 対外債務の返済リスクが高いため、間近に迫る米国の金融引締めで、より厳しい逆風に晒されることが予想される。本稿で分析した対外的脆弱性に加え、インフレが昂進する中でも利下げを繰り返す同国の金融政策も市場では問題視されており、2021年、リラは対ドルで▲42%の大幅な減価となった。通貨の急落は対外債務の返済負担を増大させ、デフォルトリスクの上昇につながる。こうした状況の中でも、トルコ当局は依然として異色の金融政策を貫く構えで、通貨防衛のため、為替介入とリラ建て預金の外貨換算価値を保証する制度を導入している。為替介入

により、既に底突き状態に近い外貨準備はさらに減少し、対外的脆弱性が一層深刻化するおそれがある。リラ建て預金の保証制度は財政負担の増大につながり、同国信用力の下支え材料となる財政の健全性を損ないかねない。同国からの資金逃避に拍車がかかるなど、対外債務の返済リスクが意識された場合、経済・金融システムに深刻な打撃を及ぼす懸念がある。

南アフリカ 対外債務が多く対外脆弱性を抱え、政府債務の返済リスクも比較的高い。リスクオフ局面では、国外への大規模な資金逃避に見舞われることで、通貨の急落による対外債務の返済リスクの高まりに加え、国債価格の急落や金利の高騰も懸念され、経済・金融システムに混乱が生じるおそれがある。

インド 政府債務の返済リスクは比較的高いが、国内銀行による一定割合の国債保有が義務付けられている特殊事情から、国債が大きく売り込まれるリスクは低い。ただし、財政再建の遅れによる政府債務の返済リスクの増大が銀行の信用リスクに飛び火することで、信用収縮につながり景気の悪化を引き起こすことには留意すべきである。

その他の国については、政府債務および対外債務の返済リスクという観点から見ると、相対的に懸念は小さいとみる。もともと、タイは家計債務、中国は企業債務の規模が大きい点に注意を要する。両国の規制当局は債務問題に対する取り組みを進めているが、債務処理には時間がかかる見込みで、長期にわたり景気の下押し要因となるおそれがある。

シェン ショウイー

(調査部 海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。