

2022年11月21日 全11頁

# 新興国の債務問題～深刻な国はどこか

トルコが最も深刻。コロンビア、チリ、ハンガリーにも注意

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

## [要約]

- 米国連邦準備理事会（FRB）による利上げとドル高を背景に、外部環境の変化に対する新興国の耐性に懸念が生じている。FRBの利上げによる影響は、各国の経常収支赤字の規模、対内投資の種類、直接投資（FDI）を引き付ける産業の有無、自国通貨建て資金の調達可否、外貨準備高の水準、為替制度によって異なる。ヒートマップで確認すると、2022年にIMFに支援要請を行ったチュニジアやスリランカのような、「国際収支危機」が差し迫った国は、他の主要新興国の中で見当たらない。しかし、いくつかの国に注意が必要である。
- 例えば、対外債務残高の規模が以前から大きく、2022年に経常収支赤字が大きく拡大したコロンビアとチリである。両国では、経常収支赤字のファイナンス手段として証券投資が占める割合が比較的高い。さらに、海外投資家による国債の保有比率も高い構造から、資本逃避に見舞われやすい。中南米諸国は、一般政府や非金融機関、金融機関のドル建て債務比率が高く、ドル高による債務返済負担の増加にも注意が必要である。
- 次に、ハンガリーである。右派オルバン首相とEUとの確執を背景に、EU基金や復興基金からの拠出が差し止められる可能性が浮上している。直接投資の規模が大きいことや、ドル高債務比率が低い点は安心材料ではあるが、仮に差し止めが実現すれば、ハンガリーフォロントの急落を誘う可能性がある。ハンガリーの外貨準備高はすでに「安全基準」を下回っているため注意を必要とする。
- そして最後に、トルコである。トルコは、経常収支赤字の規模が大きい点と、それをファイナンスする手段として銀行借入れの規模が大きい点がリスクである。金融機関の債務に占めるドル建ての比率は約70%と高く、為替リスクが大きくなる傾向にある。外貨準備高の水準も低く、対外的なリスクに対するバッファが新興国の中で最も小さい。

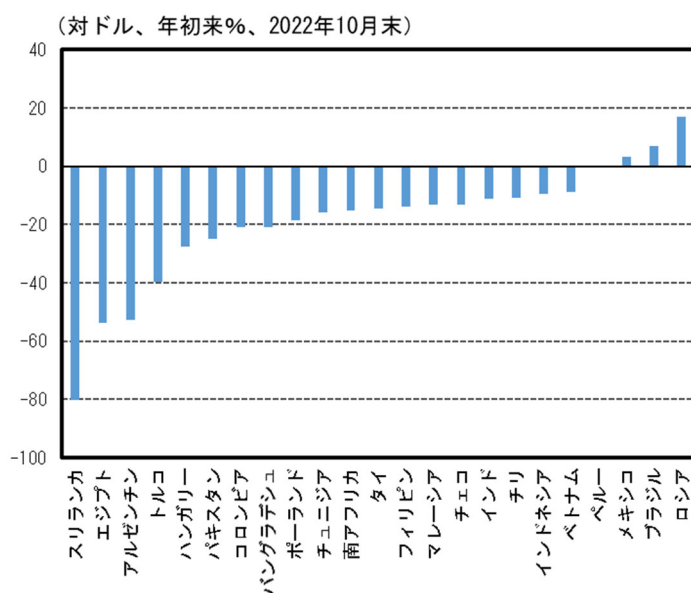
## FRBの利上げで新興国通貨は下落も、「国際収支危機」は一部の国だけ

米国連邦準備理事会（FRB）による利上げとドル高を背景に、外部環境の変化に対する新興国の耐性に懸念が生じている。2022年、スリランカやエジプト、バングラデシュ、チュニジアが

IMF に支援要請を行った例は、記憶に新しい。主要新興国の対ドル為替レート（年初来）は、2022年に大きく下落した（図表1）。10%を超える下落率となったのは、IMF に支援要請を行った国々を中心であるが、それ以外の国にも見られる。

多くの新興国の対外バランスは、コロナ禍による財政赤字の拡大と債務残高の増加、ウクライナ危機下の歴史的な資源高といった逆風によって、「平時」よりも悪化した状態にある。そのような中、米国が大幅な利上げを行ったことで、新興国への逆風は大きいものとなっている。とはいえ、「国際収支危機」に陥るほど対外バランスが脆弱である国は、新興国の中でも一部に限られている。本稿では、各国の対外的なリスクに対する耐性を見ることで、脆弱な国がどこであるのかを明らかにしていきたい。

図表1 各国の対ドル為替レート変化率



(出所) 各国中銀、WSJ/Haver Analytics より大和総研作成

## 海外資本への依存度が高い国は？

外部環境の変化に対する各国の脆弱性を図る上で、海外資本への依存度や、外貨準備高の水準を詳しく見ていきたい。海外資本への依存度は、経常収支と対外債務残高の規模で表される。経常収支赤字は、貯蓄投資バランスで投資超過（貯蓄不足）を表し、政府や民間部門が海外からの借入に依存していることを意味する。対外債務の増加ペースは、経常収支赤字の規模が大きいほど速まる。世界景気の減速といったリスクが台頭する中、大規模な経常収支赤字を抱える新興国からは資本が流出しやすくなる。特に、経常収支赤字のファイナンス手段として、証券投資や銀行借り入れへの依存が大きい場合、資本逃避のスピードが速くなる傾向がある。

図表 2 は、主要新興国<sup>1</sup>の対外バランスの脆弱性を表したヒートマップである。対外資産から対外負債を引いた「対外純資産残高」(GDP 比)の順に並べた。表の上に来ている「対外純資産残高」がマイナスの国は、対外負債が対外資産を上回る「対外純負債国」である。逆に、表の下に来ている「対外純資産残高」がプラスの国は、対外資産が対外負債を上回る「対外純資産国」である<sup>2</sup>。

赤い色のセルのリスクが最も高いことを意味する。対外純資産と対外債務は、GDP 比 100%を超える国を赤、50%以上 100%未満の国をオレンジとした。経常収支は、赤字幅が GDP 比 5%を超える国が赤、4%以上 5%未満の国がオレンジ、3%以上 4%未満の国が緑である。外貨準備高は、対外的なリスクに対するバッファーとして機能するため、通常、短期対外債務残高の 1 倍以上、輸入の 3 カ月分は必要と言われている。図表では、それを下回る国を赤とした。また、2022 年に IMF の融資枠を獲得している国々も記載した。

<sup>1</sup> 各地域から GDP 規模の大きい国を選んだ。債務再編を行っているアルゼンチンに関しては、詳しい分析の対象外とした。

<sup>2</sup> 対外債務の規模が大きいとしても、その国の居住者が海外に持つ資産の規模が大きければ、その国のリスクは小さくなる。そのため、ヒートマップでは対外債務残高ではなく、対外純資産残高を基準として並べた。

図表2 対外的なリスクに対する脆弱性を表すヒートマップ

	対外純資産	対外債務残高	公的部門	民間部門	短期対外債務残高	経常収支			債務元利払い	外貨準備高／短期対外債務残高		外貨準備高／輸入額		対ドル為替レート 変化率	2022年のIMF融資
	2021年	2021年			2021年	2021年	2022年 6月末	2015-19年 平均	2020年	2021年	2022年 9月末	2021年末	2022年 9月末	2022年10月末 (年如末)	
	GDP比%	GDP比%			対外債務残高に 占める割合%	GDP比%			GNI比%	倍		月		% (減価がマイナス)	
チュニジア	-160.6	91.3	86.3	5.0	27.9	-5.9	N/A	-9.0	7.9	0.8	0.7	3.9	3.0	-15.9	EFF (2022年10月に実務者合意)
スリランカ	-62.6	65.3	55.2	10.0	15.0	-3.8	-3.0	-2.3	6.6	0.7	0.2	1.2	1.3	-80.1	EFF (2022年9月に実務者合意)
エジプト	-54.4	35.0	34.9	0.1	9.9	-4.4	-2.8	-4.1	3.4	2.5	2.4	5.1	3.7	-53.9	EFF (2022年10月に実務者合意)
コロンビア	-51.1	54.7	37.5	17.2	14.2	8.5	-5.5	-4.5	8.1	2.4	2.3	9.5	8.9	-21.1	FCL (2022年4月-2024年4月)
メキシコ	-42.0	34.8	26.9	8.0	12.2	-0.4	-0.2	-1.7	6.6	3.7	3.6	3.8	3.3	3.4	FCL (2021年11月-2023年11月)
ペルー	-38.8	39.7	23.7	16.0	9.3	-2.4	-3.5	-1.9	3.3	8.1	7.8	11.8	N/A	-0.4	FCL (2022年9月-2023年5月)
ポーランド	-37.6	53.8	17.5	36.2	16.8	-1.4	-3.1	-0.9	N/A	2.5	2.3	4.7	4.3	-18.5	-
パキスタン	-36.6	37.3	32.9	4.4	6.5	-0.8	N/A	-3.2	3.1	2.3	1.1	1.8	1.6	-25.1	EFF (2019年7月-2023年7月)
トルコ	-31.4	54.5	34.6	19.9	27.3	-1.7	-5.0	-2.7	12.3	0.6	0.5	2.4	2.0	-39.7	-
ブラジル	-28.9	35.8	18.0	17.8	11.7	-1.7	-0.2	-2.3	9.3	4.5	4.1	15.2	11.2	7.0	-
インドネシア	-23.6	35.1	24.9	10.2	11.5	0.3	1.2	-2.2	6.5	2.9	2.7	6.1	5.9	-9.4	-
ハンガリー	-16.1	143.1	33.3	109.8	9.8	-4.0	-5.9	1.5	N/A	1.4	1.3	3.0	2.3	-27.6	-
チェコ	-15.6	72.3	15.7	56.6	59.1	-0.8	-4.3	0.9	N/A	1.4	1.1	9.4	6.3	-13.2	-
インド	-11.0	19.4	10.6	8.7	20.0	-1.2	-2.8	-1.3	2.9	4.1	3.6	9.4	7.7	-11.1	-
フィリピン	-7.1	27.0	19.9	7.1	14.2	-1.5	-7.7	-0.5	2.4	6.6	5.6	8.3	6.7	-14.0	-
チリ	-4.9	75.4	15.6	59.9	10.6	-6.4	-10.2	-3.6	N/A	2.0	1.5	5.5	4.2	-10.7	FCL (2022年8月-2024年8月)
タイ	6.6	41.8	24.0	17.8	37.5	-2.1	-6.6	7.8	3.4	3.1	2.5	8.7	7.0	-14.5	-
マレーシア	22.8	69.3	18.8	50.5	37.8	3.8	1.0	2.8	N/A	1.2	1.1	4.7	3.8	-13.4	-
アルゼンチン	25.2	51.5	42.7	8.8	27.4	1.4	N/A	-3.3	7.4	0.5	0.5	N/A	N/A	-52.8	EFF (2022年3月-2024年9月)
南ア	26.2	38.4	30.5	7.9	16.9	3.7	0.2	-3.0	8.7	1.9	1.9	6.3	5.3	-15.1	-
ロシア	27.2	27.0	15.8	11.3	17.9	6.9	14.7	4.0	6.7	5.8	N/A	15.2	N/A	17.0	-
ベトナム	N/A	36.5	23.1	13.4	20.5	-1.1	-4.9	1.1	5.0	3.6	3.3	3.4	3.2	-8.7	-
バングラデシュ	N/A	20.3	18.3	1.9	22.0	-1.1	N/A	-1.2	1.0	2.0	1.8	5.6	4.9	-20.9	ECF/EFF・RSF (2022年11月に実務者合意)

(注1) N/Aはデータを取得できない国。

(注2) 2021年末の「外貨準備高/短期対外債務残高」では、外貨準備高に金を含めていない。2022年9月末のデータでは、金を除く外貨準備高のデータを取得できない国に限り、金を含めた外貨準備高の数値を用いた。

(注3) 対ドル為替レートは、50%以上の下落率を赤、10%以上50%未満の下落率をオレンジとした。

(注4) IMF支援の内、「ECF(拡大クレジットファシリティ)/EFF(拡大信用供与措置)」となっている国は、低所得国を対象とした融資であるECFか、それ以外の国々を対象とした融資であるEFFか定まっていない。RSF(強靱性・持続可能性ファシリティ)は、気候変動に対応する融資。

(注5) ベトナムの対外債務残高に関する統計は2020年。

(注6) エジプトとベトナムの「外貨準備高/輸入額」は、2022年6月末。

(出所) 各国統計、世界銀行、IIF、WSJ/Haver Analyticsより大和総研作成

## ① 「国際収支危機」の状態にある国は、IMFへ支援を要請

色付きのセルが集中する上の段には、チュニジア、スリランカ、エジプトなど、2022年にIMFに支援を要請した国々が並ぶ。3カ国は、対外負債が対外資産を上回る「対外純負債国」で、2021年末の対外純負債残高はいずれもGDP比50%を超えていた。対外債務の大半は政府部門によるもので、財政赤字の補填を海外資本に依存している。チュニジアは国際金融機関から低利で、長期融資を受けている。スリランカやエジプトは国債による調達規模が大きく、金利上昇や海外マネー流出によるリスクに晒されやすい。特に、スリランカの債務元利払い規模(2020年)は、GNI比6.6%と大きい。3カ国とも外貨獲得源となる産業基盤に乏しく、経常収支赤字体質である。外貨準備高の水準を見ると、チュニジアやスリランカで赤色が目立つ。両国の外貨準備高は、2021年末時点で「安全基準」に届かず、2022年9月末には一段と減少した。エジプトの外貨準備高(金・SDR等含める)は「安全基準」を上回っているが、通貨防衛のための介入で、2022年1-10月の間で▲21%減少した。これを受け、3カ国はIMFに「拡大信用供与措置(EFF)」を

要請した。EFF は、「国際収支危機」が長期化した国に IMF が中期的な支援を行うための融資制度である。

南アジアには、IMF の支援下/支援交渉中 (EFF) にある国が他にも存在する。パキスタンが 2019 年から 2023 年 6 月までの予定で融資を受けているほか、バングラデシュも 2022 年に IMF の支援要請を行った。上記 3 カ国と同様、両国とも政府部門の対外債務残高が大きい。財政赤字の補填を海外からの低利な融資に依存してきたためである。2 カ国ともコロナ禍以前から経常収支赤字を抱えていたが、ウクライナ危機下のエネルギー・食品価格高騰によって、赤字の規模は大きく拡大したと推測される。パキスタンルピーの対ドル為替レートは、年初来 25% 安 (2022 年 10 月末)、バングラディッシュタカは同 21% 安となった。中央銀行が積極的に介入を行った結果、パキスタンの外貨準備高 (金・SDR 等含める) は前年末比▲48% (2022 年 9 月末)、バングラデシュで同▲21% と大きく減少した。

このように、IMF に支援を要請した国々は、政府部門の貯蓄不足が顕著で、経常収支赤字体質という共通点がある。これらの国々では、外貨取得源となる産業の振興が遅れていることから、経常収支赤字のファイナンス手段として、直接投資 (FDI) などの安定的な資本に頼ることは困難である。また、格付けが低いため自国通貨建て資金を市場で調達することは難しい。そのため従来、IMF などからの低利融資に依存せざるを得なかった。このような「構造的な脆弱性」を抱える中、ウクライナ危機と FRB の大幅な利上げが追い打ちをかけた。高インフレ、為替レートの下落、外貨準備高の減少に直面した各国は、外貨繰りが困難な状況に追い込まれた。金利上昇下で、海外での資金調達も難しく、IMF へ支援を仰いだわけである。

## ② 中南米諸国は、証券投資の流出がリスクとなりやすいが、外貨準備高は十分

それ以外で、IMF の融資を受けている国に中南米諸国がある。ただし、中南米諸国への融資枠は、FCL (フレキシブル・クレジットライン) と呼ばれるもので、前述の国々が申請した EFF とは内容が大きく異なる。FCL は、一定の期間 (通常 1、2 年) の内、いつでも引き出しが可能な低利の融資制度で、政策の実行能力を伴っている国が対象となる。危機に対する予防的措置としての位置づけである<sup>3</sup>。

ヒートマップによると、コロンビア、メキシコ、ペルー、チリは「対外純負債国」で、コロンビアとチリの対外債務残高は GDP 比 50% (2021 年末) を超える高い水準である。GDP 比 75% と高水準であるチリの対外債務の大半は、民間部門に属している。銅などの鉱業セクターに直接投資が流入していることや、証券投資の流入が大きい。

図表 3 は、各国の経常収支と対内投資 (ネット) の 5 年平均 (2017-2021 年) を GDP 比で表したものである。コロンビア、メキシコ、ペルー、チリの経常収支赤字は、ほぼ直接投資によってファイナンスされている。この構造が、リスク回避時の資金巻き戻しリスクを軽減する傾向にある。ただし、コロンビア、チリ、ペルーでは、国債保有に占める海外投資家の比率が約 50%

<sup>3</sup> 中南米諸国の多くは長年にわたって FCL の融資枠を許可されてきたが、実際に使用した例は少ない。

と高く、海外マネーの流出に見舞われやすい。

図表3 経常収支と対内投資フロー（GDP比）

	経常収支	対内投資	対内投資			国債に占める 海外投資家保有比率
			直接投資	証券投資	その他投資	
	2017-2021年平均（GDP%）					2021年（%）
チュニジア	-8.2	14.9	1.9	0.1	12.9	-
コロンビア	-4.2	6.9	3.6	1.6	1.8	52.7
チリ	-4.2	9.5	3.6	4.6	1.3	45.8
エジプト	-3.7	7.8	2.2	2.7	2.9	24.9
パキスタン	-3.1	3.3	0.7	0.2	2.5	-
トルコ	-2.7	3.4	1.4	0.6	1.4	31.4
スリランカ	-2.2	3.2	1.2	1.4	0.7	-
ブラジル	-2.1	3.5	3.4	0.0	0.2	13.9
バングラデシュ	-2.1	3.3	0.7	0.1	2.6	73.3
アルゼンチン	-2.1	6.3	1.6	1.7	3.0	44.4
インドネシア	-1.4	3.6	1.9	1.3	0.4	41.4
インド	-1.1	5.3	1.8	0.3	3.2	4.2
ペルー	-0.9	5.1	3.3	-0.6	1.7	51.9
ハンガリー	-0.6	30.0	27.2	0.4	2.4	30.9
フィリピン	-0.5	4.4	2.6	0.8	1.1	25.5
南ア	-0.5	3.4	2.9	-0.2	0.7	22.0
メキシコ	-0.4	3.5	2.7	0.5	0.3	35.3
ポーランド	0.2	2.7	3.2	-0.9	0.4	28.6
チェコ	0.6	7.6	3.7	2.0	1.9	28.4
ベトナム	1.9	6.8	4.3	0.6	1.9	-
マレーシア	3.3	4.2	2.8	0.6	0.8	24.9
ロシア	4.5	1.0	1.4	-0.1	-0.4	19.6
タイ	4.8	2.8	1.3	0.1	1.4	12.8

（注1）経常収支は、赤字幅がGDP比5%を超える国を赤、同4%を超える国をオレンジ、同3%を超える国を緑とした。対内直接投資は、規模の大きい投資の種類を色付けした。国債に占める海外投資家比率は、70%以上を赤、50%以上をオレンジ、40%以上を緑とした。

（注2）「-」はデータを取得出来なかった。

（出所）IIF、世界銀行より大和総研作成

2022年、メキシコとアルゼンチンを除く中南米諸国の経常収支赤字は大きく拡大した。特に、コロンビアとチリの経常収支赤字は、2022年6月末時点でGDP比5%を超える大きさとなった。これをきっかけに、コロンビアペソとチリペソは対ドルで大きく下落した。特に、左派政権の発足で政治不安が嫌気されたコロンビアでは、下落率が▲20%を超えた（2022年10月末）。

安心材料であるのは、アルゼンチンを除く中南米諸国で、対外的なリスクに対するバッファが厚い点である。コロンビア、メキシコ、ペルー、チリの2022年9月末の外貨準備高は、短期対外債務比・輸入額比ともに「安全基準」を上回る水準であった。コロンビアペソ、チリペソともに、対ドル為替レートの急落に歯止めがかからない事態に陥る可能性は低いだろう。



このように、中南米諸国が IMF の EFF 融資を要請した国々と異なる点は、経常収支赤字をファイナンスする手段として、FDI を引き付ける産業基盤（鉱業や自動車などの製造業等）を有していることと、十分な外貨準備高を有しているところにある。さらに、FCL という保険の存在もあることから、「国際収支危機」に陥る可能性は低い。ただし、経常収支赤字の規模が大きいこととファイナンス手段として証券投資への依存度が高い点では、コロンビアとチリに注意が必要である。

### ③ ハンガリーのリスクは、EU からの資金フローが途絶えること

ヒートマップで、対外債務残高と経常収支に色がついたセルが集中しているのが、中東欧諸国である。2021 年末時点で、ハンガリー、チェコ、ポーランドの対外債務残高は GDP 比 70% を超える高水準であった。また、各国の経常収支は 2022 年 6 月末に GDP 比▲3.0% を超える赤字となった。エネルギー輸入価格の上昇が原因である。

中東欧では、対外債務の大半が企業間借入等の直接投資（図表 3）や、EU 基金からの補助金といった安定的な資本で構成されている。そのため、各国が経常収支赤字をファイナンスすることが困難な状態に追い込まれる可能性は低い。ポーランドとチェコの 2022 年 9 月末の外貨準備高の水準も十分と言える。

注意を必要とするのはハンガリーである。欧州議会は 2022 年 9 月、「法の支配」が順守されていないとして、EU 基金および欧州復興基金からのハンガリーへの拠出を見直すよう EU 理事会に提案した。背景には、汚職で批判の渦中にある上、反民主主義的な政策に傾倒する右派のオルバン首相と、EU との確執がある。仮に、EU からの資金フローが見込めなくなれば、同国の対外バランスが悪化する可能性がある。これらの事情から 2022 年、ハンガリーフォリントは対ドルだけではなく、ユーロに対しても大きく下落した。通貨防衛のための介入で、ハンガリーの外貨準備高は年初来▲16%減少（2022 年 10 月末）し、輸入比でも 2.3 カ月分（22 年 9 月末）と「安全基準」の 3.0 カ月分を割り込んだ。中東欧諸国には、EU からの資金フロー流入という強みがある一方、EU との政治的な協調に失敗すれば、その後ろ盾を失うリスクもある。その場合、ハンガリーのような非ユーロ採用国では、自国通貨の防衛に奔走しなければならない。

### ④ アジアの対外バランスは良好

フィリピン、タイ、ベトナムといった東南アジアの国々も、経常収支が赤字化または赤字幅が大きく拡大した。エネルギーと食品価格の上昇による影響が大きい。しかし、これら 3 カ国の対外債務残高（2021 年末）は、GDP 比 50% を下回る比較的低い水準であったため、足元の経常収支赤字の拡大が、対外債務を危機的な水準にまで押し上げる可能性は非常に低い。アジア通貨危機以来、財政規律の維持と債務管理を徹底してきたことが奏功している。また、経常収支赤字をファイナンスする手段として、直接投資の流入が大きいことも、対外バランスを強化している（図表 3）。

注意すべき点は、対ドル為替レートの下落である。経常収支赤字の拡大は対ドル為替レートの下落圧力となりやすい。アジア新興国の中には、企業や金融機関の債務がドル建てであるケースも多い（後述）、ドル高が債務の実質的な返済負担を増やす可能性に注意が必要である。2022年に入って以降、各国は通貨防衛のための介入を繰り返し、外貨準備高は大きく減少した。しかし、同年9月末時点で各国の外貨準備高は「安全基準」を上回っているため、多くの国でリスクとなることはないだろう。唯一、注意が必要であるのはベトナムである。ベトナムは、中央銀行が中心レートと取引許可幅を設定する「管理フロート制」を用いている。変動相場制を採用している通貨と比較すると、為替の柔軟性が低い。また、国内のベトナムドンに対する信認は相対的に低く、リスク回避時に、国内居住者がベトナムドンをドルや金に換金する傾向にある。ドンの対ドルレートが一度急落すると、歯止めがかかりにくくなる可能性があることに注意が必要である。

東南アジアの中でもマレーシアの対外債務は、アジア諸国の中で最も高く、GDP比60%を超えた。しかし、経常黒字を維持していること、資本フローに占める直接投資の割合が高いこと、対外資産残高が大きい対外純資産国であること、短期対外債務の約半分が銀行や企業のグループ間借入であることを考慮すると、同国の対外ポジションは比較的強固といえる。

## ⑤ ブラジル、インド、南アの対外ポジションは良好。トルコに注意

最後に、トルコ、ブラジル、インド、南アフリカ（南ア）といった日本からの投資が大きい国々について見ていきたい。トルコを除く3カ国を見ると、2021年末の対外債務残高は、GDP比50%を下回る低い水準であった（図表2）。また、2022年9月末の外貨準備高も健全な水準にある。新興国の中でも、ブラジル、インド、南アの対外ポジションは健全といえる。

対ドル為替レートを見ると、明暗が分かれている。2022年、インドルピーと南アランドが大きく下落したのに対し、ブラジルレアルは上昇した。資源輸入国のインドでは、経常収支赤字の拡大が為替レートの下落につながった。南アでは証券投資の規模が大きく、リスク回避局面で流出に転じたことが影響した（図表3）。他方、ブラジルでは資源価格の上昇にともなう交易条件の改善によって、対ドル為替レートが上昇した。

4カ国の中でも最もリスクが大きいのはトルコである。2022年6月の経常収支赤字は、GDP比▲6.2%と2015-19年の平均を大きく上回った。経常収支赤字のファイナンス手段は、図表3の「その他投資」に該当する「銀行借入れ」の占める割合が大きく（図表3）、リスクオフ時に資本退避に見舞われやすい。トルコリラは、2022年1-10月末の間に対ドルで▲38%下落し、外貨準備高も「安全基準」を大きく下回った。対外的なリスクに対するトルコの耐性は最も低く、注意が必要である。



## ドル建て債務が大きいのは中南米諸国

次に、ドル高による影響が各国の債務に与える影響を見ていきたい。図表4は、各国の一般政府、非金融機関、金融機関、家計の債務負担（GDP比）と、ドル建て債務の割合（家計は外貨建て債務の割合）を表したものである。対ドル為替レートの下落は、ドル建て債務の実質的返済負担を増加させるため、ドル建て債務規模の大きい国（部門）は注意が必要となる。

図表4 部門別債務残高（GDP比）とドル建て割合（%）

（%）	一般政府債務残高		非金融機関債務残高		金融機関債務残高		家計債務残高	
	GDP比	ドル建て割合	GDP比	ドル建て割合	GDP比	ドル建て割合	GDP比	外貨建て割合
スリランカ	103.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ブラジル	89.2	4.9	52.5	29.1	43.9	20.5	32.6	N/A
エジプト	89.1	N/A	21.4	N/A	4.2	N/A	9.3	N/A
チュニジア	81.8	18.7	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A
インド	81.3	3.3	52.5	11.7	3.2	62.3	35.7	N/A
アルゼンチン	74.8	56.0	17.3	35.8	4.2	9.9	4.3	1.4
ハンガリー	69.2	9.3	69.3	7.7	8.4	13.9	19.3	0.3
パキスタン	66.8	N/A	10.4	N/A	0.7	N/A	2.2	N/A
南ア	65.4	8.7	30.4	22.0	25.2	13.5	31.5	N/A
コロンビア	64.5	34.2	30.7	35.6	5.7	89.8	28.3	0.3
マレーシア	62.9	3.1	68.9	17.3	25.7	50.7	72.4	0.5
フィリピン	56.3	N/A	31.5	N/A	10.3	N/A	15.3	N/A
タイ	50.5	0.8	84.9	13.7	34.1	20.7	87.0	0.2
ポーランド	49.9	2.9	41.1	2.5	24.1	5.9	30.7	27.3
インドネシア	40.7	18.6	24.7	32.1	7.6	57.0	17.3	2.0
メキシコ	40.1	15.0	24.4	59.8	14.8	16.6	16.0	N/A
ベトナム	40.1	0.0	103.8	N/A	5.0	N/A	24.3	0.0
チェコ	39.8	N/A	51.1	2.1	40.4	1.4	34.2	0.2
バングラデシュ	35.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ペルー	35.1	51.4	47.7	N/A	9.0	N/A	13.8	N/A
チリ	32.0	25.5	91.0	34.4	47.2	13.3	39.9	4.3
トルコ	29.4	42.4	50.8	27.5	23.0	67.4	10.4	0.1
ロシア	18.4	15.2	81.0	10.1	9.1	27.4	21.4	0.3

（注1）債務残高は100%以上を赤、60%以上をオレンジ、ドル（外貨）建て割合は100%以上を赤、50%以上100%未満をオレンジ、30%以上50%未満を緑とした。

（注2）家計債務残高のみ外貨建て割合。

（注3）ペルーの一般政府債務残高は、ドルを含めた外貨建て割合。

（出所）IIFより大和総研作成

まず、一般政府債務残高に占めるドル建て比率が高い国に、アルゼンチン、ペルー、トルコ、コロンビアが挙げられる。特に、アルゼンチンやコロンビアの一般政府債務残高は、GDP比60%を超える高水準にあることから、ドル高の影響を受けやすい。逆に、ブラジル、南ア、マレーシアは、一般政府債務残高の規模が大きいですが、自国通貨による資金調達が可能であることから、為替リスクは小さい。

非金融機関（企業）のドル建て債務比率が高い国に、メキシコ、チリ、コロンビアなどの中南米諸国とインドネシア、トルコ、南アが挙げられる。中南米諸国は、米国からの直接投資が大きい

いことが影響している。逆に、マレーシアとタイでは、債務の規模は大きい、ドル建ての比率は低い。アジア通貨危機の経験から、現地通貨建て債券の発行に力を入れてきたことや、アジアに進出した外資系企業がドル以外の通貨（例えば円）で親子ローンを組んでいることが背景にあると考えられる。

金融機関が抱える債務のドル建て比率が高いのは、コロンビア、インド、インドネシア、マレーシア、トルコとアジアの国が多い。金融機関がドル建て資金を借り入れ、現地および外資系企業に融資を行っているためである。

家計債務では、タイやマレーシアといったアジア諸国に多い。ただしその大半が現地通貨建てであることから、ドル高の影響は受けにくい。

以上をまとめると、全体的にドル建て債務負担が大きいのは、メキシコ、コロンビア、ペルー、アルゼンチンといった中南米諸国と、トルコである。中南米諸国は、米国との投資・貿易関係が緊密であることが影響している。トルコは、対外バランスが脆弱である上に、ドル建て債務負担が大きいことがリスクを高めている。

## トルコの対外バランスは最も脆弱。コロンビア、チリ、ハンガリーにも注意

これらをまとめると、以下ようになる。FRBの利上げによる新興国への影響は、経常収支赤字の規模、対内投資の種類、FDIを引き付ける産業の有無、自国通貨建て資金の調達可否、外貨準備の水準、為替制度によって、国ごとに大きく異なる。ヒートマップで確認すると、IMFに支援要請（EFF）を行ったチュニジアやエジプト、スリランカ、パキスタン、バングラデシュのように、「国際収支危機」が差し迫った国は、他の主要新興国の中で見当たらない。しかし、いくつかの点で注意を要する国が存在することは事実である。

まず、対外債務残高の規模が以前から大きく、2022年に経常収支赤字が大きく拡大したコロンビアとチリである。両国では、経常収支赤字のファイナンス手段として証券投資が占める割合が比較的高い。金利上昇下で、資金調達のコストが増加するだろう。さらに、海外投資家による国債の保有比率も高い構造から、資本逃避に見舞われやすい。また、中南米諸国は、一般政府や非金融機関、金融機関のドル建て債務比率が高く、ドル高による債務返済負担の増加にも注意が必要である。

次に、ハンガリーである。ハンガリーのリスク要因は、政治にある。右派オルバン首相とEUとの確執を背景に、EU基金や復興基金からの拠出が差し止められる可能性が浮上している。直接投資の規模が大きいことや、ドル高債務比率が低い点は安心材料ではあるが、仮に差し止めが実現すれば、ハンガリーフォリントの急落を誘う可能性がある。ハンガリーの外貨準備高はすでに「安全基準」を下回っているため注意を必要とする。

そして最後に、トルコである。トルコは、経常収支赤字の規模が大きい点と、それをファイナンスする手段として銀行借り入れの規模が大きい点がリスクである。金融機関の債務に占める

ドル建ての比率は約 70%と高く、為替リスクが大きくなりがちである。外貨準備高の水準も低く、対外的なリスクに対するバッファーが小さい。IMF に支援要請を行った国を除く新興国の中では、対外バランスが最も脆弱といえるだろう。