

2020年5月25日 全10頁

コロナ禍で警戒すべき新興国はどこか？

新興18カ国を対象に四つの観点から多面的に検討

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司
研究員 田村 統久
研究員 岸川 和馬
研究員 和田 恵

[要約]

- 新型コロナウイルスの感染拡大により、新興国の債務不履行リスク（以下、債務リスク）が高まっている。新興18カ国を対象に、「2019年時点の債務リスク」「新型コロナ感染拡大リスク」「原油安」「債務不履行時の対外波及度」の四つの観点から多面的に検討した。その結果、南アフリカ、サウジアラビア、ロシア、ブラジル、トルコの債務リスクが比較的高まっており、今後、特に警戒が必要である。
- 債務リスクが顕在化すれば、こうした国の債権を多く保有する米国、英国などの先進国にも悪影響を及ぼす。とりわけスペインは、新型コロナウイルスによる経済的打撃が大きく、財政状況はコロナ・ショック前から悪かった。新興国の債務リスクの発現がスペインの財政を悪化させ、欧州各国に悪影響が波及する可能性がある。

1. コロナ・ショックで再燃する新興国リスク

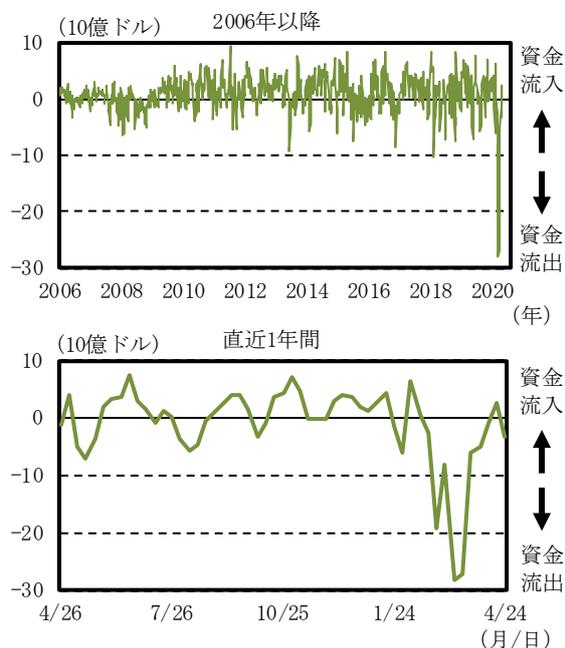
新興国では感染拡大が止まらず通貨安が進行

先進国の新規感染者数は4月に入って減少傾向にある一方、新興国では感染拡大が深刻化している。新興国の新規感染者数は5月上旬に先進国を上回った。

新型コロナウイルスの感染拡大を防ぐためには、経済活動を制限したり家計や企業に経済支援を行ったりする必要がある。だが新興国は先進国に比べて経済・財政基盤が脆弱なため、政策対応の余地が小さく債務不履行が発生しやすい。IMFや世界銀行等の国際機関や先進国は既に新興国の資金繰りを支援しているものの、感染拡大が長引けば、新興国の債務不履行が世界的に発生する恐れがある。

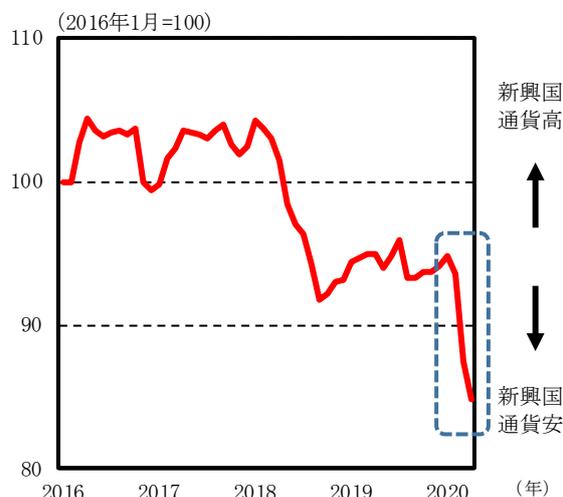
金融市場に目を向けると、パンデミックへの懸念が強まった2月末に新興国からの急激な資金流出が生じた（**図表1**）。3月下旬以降は落ち着きを取り戻しているものの資金の再流入は生じておらず、いわば資金が引き揚げられたままの状態にある。また資金流出を反映して新興国通貨は対米ドルで急落しており、足元でも低水準にある（図表2）。新興国の対外債務は外債建てであることが多く、自国通貨安が進むと対外債務の実質的な負担は重くなる。さらに、自国通貨を安定させるための利上げに迫られれば、景気の悪化や利払い費の増加を招く。

図表1：新興国への資金フロー



(注1) 週次データ。直近値は2020年4月24日までの週。
 (注2) 負の値は資金流出、正の値は資金流入を表す。
 (出所) IIFより大和総研作成

図表2：新興国18カ国の通貨指数（対米ドル）



(注1) 直近値は2020年4月。
 (注2) 購買力平価ベースのGDPによる加重平均。
 (注3) 新興国18カ国の内訳は、アルゼンチン、ブラジル、コロンビア、エジプト、ハンガリー、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、ナイジェリア、フィリピン、カタール、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、タイ、トルコ、ベトナム。
 (出所) IMF、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

そこで本稿では、主要新興国における債務不履行リスク（以下、債務リスク）について検討する。分析対象は、コロナ・ショック前から財政状況が芳しくない国や原油安の影響を受けやすい国、そして日本と経済的な関わりの強い国など計 18 カ国である¹。

まず、新型コロナウイルス感染症が発生する前の主要新興国の債務リスク状況について整理した上で、コロナ・ショック（特に感染拡大防止策と原油安）による財政等への影響を分析する。これらの結果をまとめたものが後掲図表 7である。最後に、本稿の分析を通じて抽出された高リスク国の対外債務のデータから、新興国で債務不履行が発生した場合に悪影響を受けやすい先進国や、その特徴などについて述べる。

ヒートマップで見た主要新興国の債務リスク状況

新興国の債務リスクの大きさを評価するには、足元の資金動向だけでなく、その国のファンダメンタルズ（基礎的条件）や財政状況、マーケットリスク（短期的な資本流出リスク）など幅広い分野に目配りする必要がある。そこで注目したのが、図表 3 に示した 3 分野 9 指標だ。このうち ARA（Assessing Reserve Adequacy）とは、IMF が望ましいと定義する外貨準備高の水準である。輸出額や短期対外債務残高、マネーストックなどから算出されており、実際の外貨準備高が ARA を上回るほど通貨安への耐性が高いと評価される。

図表 3 では新興 18 カ国を評価指標ごとにヒートマップ化し、債務リスクが比較的高い（マス目の色の濃い指標が多い）国ほど下方に位置付けている²。結果を見ると、タイ、フィリピン、マレーシア、ベトナムなど日本と経済的な結びつきの強い国が上位（債務リスクは比較的小さい）にある。アセアン諸国は 1997 年のアジア通貨危機時に IMF から財政緊縮を迫られたほか、リーマン・ショック後は金利水準に比べて高い成長率を実現したこともあり、新興国の中でも債務リスクが相対的に小さい。

下位に位置する高リスク国に目を向けると、アルゼンチン、トルコ、エジプト、南アフリカなど、従前より債務リスクが高いとみられてきた国が位置している。利用したデータは 2019 年（末）時点であり、この分析を通じて債務リスクが高いと判断された国は、その後のコロナ・ショックを受けて債務リスクが一段と高まった可能性が高い。特に、アルゼンチン政府は 2020 年 5 月 22 日、同日が支払期限だった国債の利払いを行わず、形式的な債務不履行（テクニカルデフォルト：支払い原資があるにもかかわらず債務を履行しないこと）状態となった。

¹ アルゼンチン、ブラジル、コロンビア、エジプト、ハンガリー、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、ナイジェリア、フィリピン、カタール、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、タイ、トルコ、ベトナム。

² 各国の順位付けにあたっては、指標ごとの偏差値の単純平均が小さい国を高リスクの国とみなしている。

なお、ヒートマップで見て債務リスクが比較的高い国でも民間債務残高対 GDP 比はさほど高くないという傾向が見られる。これは必ずしも健全性そのものを示しているわけではなく、むしろ信用力の低さゆえに資金調達ができない状況が反映された可能性がある。これとは対照的に、債務残高が大きな国は債務不履行となった場合の他国への悪影響も大きくなるため、国際的な支援を受けやすいことも考えられる。このように債務残高の多寡がリスク評価に直結しない点は、新興国ならではの特徴として留意が必要だろう。

図表 3 : 新型コロナウイルス感染症発生前における新興国の債務リスク

評価指標 国名	ファンダメンタルズ			財政状況			マーケットリスク		
	インフレ率 (%)	対GDP 經常収支 比 (%)	政治 リスク	対GDP 財政収支 比 (%)	対GDP 政府債務 残高 比 (%)	対GDP 民間債務 残高 比 (%)	利回り 対米 国 指数 (bp)	外 国 人 保 有 政 府 債 務 比 率 (%)	外 貨 準 備 高 対 A R A
タイ	0.7	6.9	6.3	-0.8	41.1	47.4		15.3	2.2
ロシア	4.5	3.8	3.1	1.9	14.0	45.8	141	27.4	3.1
フィリピン	2.5	-0.1	6.6	-1.9	38.6	31.3	74	25.6	2.0
カタール	-0.6	2.4	3.2	4.1	52.3		108		
マレーシア	0.7	3.3	7.2	-3.2	57.2	68.0	115	22.5	1.1
ベトナム	2.8	4.0	3.1	-3.3	42.9		97		
メキシコ	3.6	-0.2	6.1	-2.3	53.4	25.6	305	29.7	1.2
コロンビア	3.5	-4.3	7.1	-2.2	52.9	32.3	171	29.7	1.4
インド	4.5	-1.1	6.9	-7.4	71.9	44.6	123	5.3	1.6
インドネシア	2.8	-2.7	6.5	-2.2	30.4	22.8	165	57.1	1.1
サウジアラビア	-1.2	6.3	1.9	-4.5	22.8	45.0	135	41.9	
ブラジル	3.7	-2.7	6.9	-6.0	89.5	42.6	220	10.9	1.6
ナイジェリア	11.4	-3.8	4.1	-5.0	29.4	8.2	533		
ハンガリー	3.4	-0.8	6.6	-2.0	66.3	64.7	87	36.0	0.9
南アフリカ	4.1	-3.0	7.2	-6.3	62.2	40.6	339	32.4	0.7
トルコ	15.2	1.1	4.1	-5.3	33.1	67.9	416	39.5	0.8
エジプト	13.9	-3.6	3.1	-7.4	83.8	22.4	474	23.2	0.8
アルゼンチン	53.5	-0.8	7.0	-3.9	88.7	15.6	2045	43.2	0.8

(注1) 2019年の値。利回り指数対米国は2019年12月。民間債務残高は非金融部門のみ。

(注2) 「政治リスク」は英エコノミスト誌による民主主義指数、「利回り指数対米国 (bp)」はJ.P.Morganによる新興国の利回りを指数化した値 (Emerging Markets Bond Index, EMBI)。

(注3) ARA (Assessing Reserve Adequacy) はIMFが望ましいと定義する外貨準備高の水準。輸出額や短期対外債務残高、マネーストック (M2)、その他負債から算出されている。

(出所) IMF、J.P.Morgan/Haver Analytics、The Economistより大和総研作成

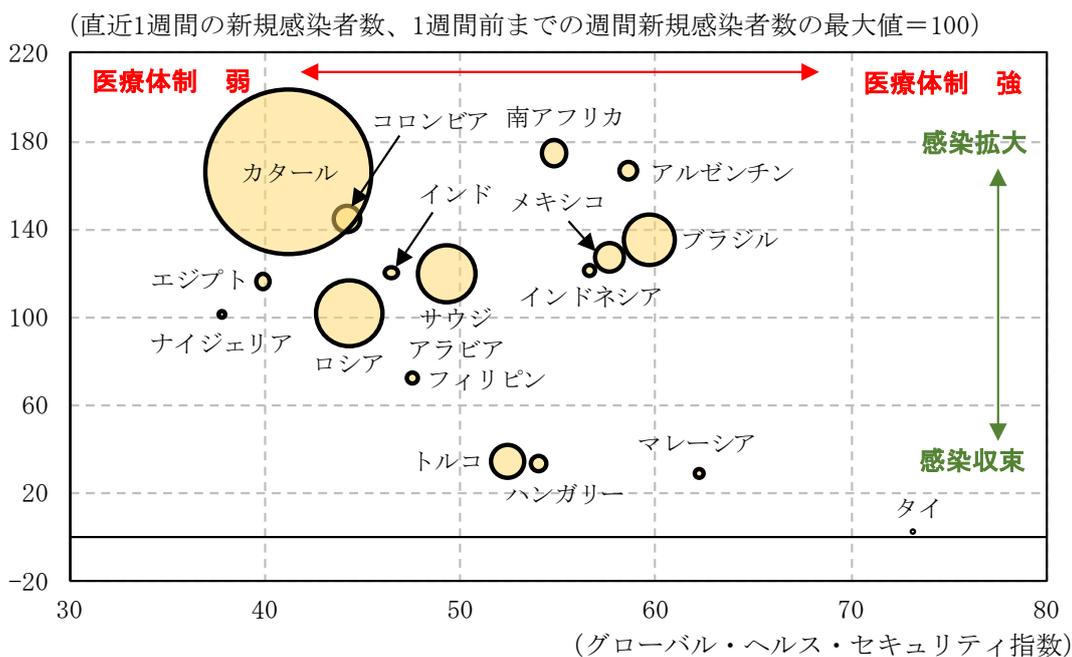
2. コロナ・ショックの影響を受けやすい新興国は？

医療体制が脆弱で感染拡大が深刻化する新興国は少なくない

政府による感染拡大防止策は景気を悪化させるだけでなく、実施期間が長引くほど悪影響は大きくなるため、特に新興国では債務リスクが高まりやすい³。また医療提供体制が脆弱な国ほど感染拡大が長期化する可能性が高い。

そこでまず、新興 18 カ国について感染状況と医療体制を整理したものが**図表 4**である⁴。散布図の縦軸は直近 1 週間（5 月 9 日～15 日）の新規感染者数を、それ以前の期間（～5 月 8 日）の最大値を 100 として指数化したものである。100 を上回る（下回る）国は感染が拡大している（収束に向かっている）ことを表しており、100 を大きく上回る国ほど感染拡大が深刻である。各国のバブルの大きさは直近 1 週間の新規感染者数（人口対比）を表す。横軸はジョンズ・ホプキンス健康安全保障センター等が作成した「グローバル・ヘルス・セキュリティ指数」⁵であり、各国の医療体制にどの程度感染症への対応力があるのかを指数化したものである。

図表 4：感染拡大ペースと医療体制の充実度



³ 熊谷亮丸他「第205回日本経済予測」（大和総研レポート、2020年5月22日）の第1章を参照。

⁴ ベトナムは新規感染者数の直近値が0だったため図表中に表記していない。ベトナムのグローバル・ヘルス・セキュリティ指数は49.1。

⁵ 病原菌に対する予防力や感染症発生時の対応の速さ、医療資源等の観点から、各国の感染症への対応力を数値化したもの。0～100の値をとり、100に近い方が感染症への対応力が高い。

図表 4を見ると、左側に位置している医療体制が脆弱な新興国の多くが縦軸で 100 を上回っており、現在も感染が拡大していることが分かる。とりわけ事態が深刻なのはカタールだ。もともと医療体制が脆弱だったところに新型コロナウイルス感染症が流行し、新規感染者数が急増している。最も上方に位置している南アフリカや、医療体制が脆弱で直近 1 週間の新規感染者数が多いロシアやサウジアラビアなども注意が必要だろう。

感染拡大している国の一部に活動規制緩和の動き

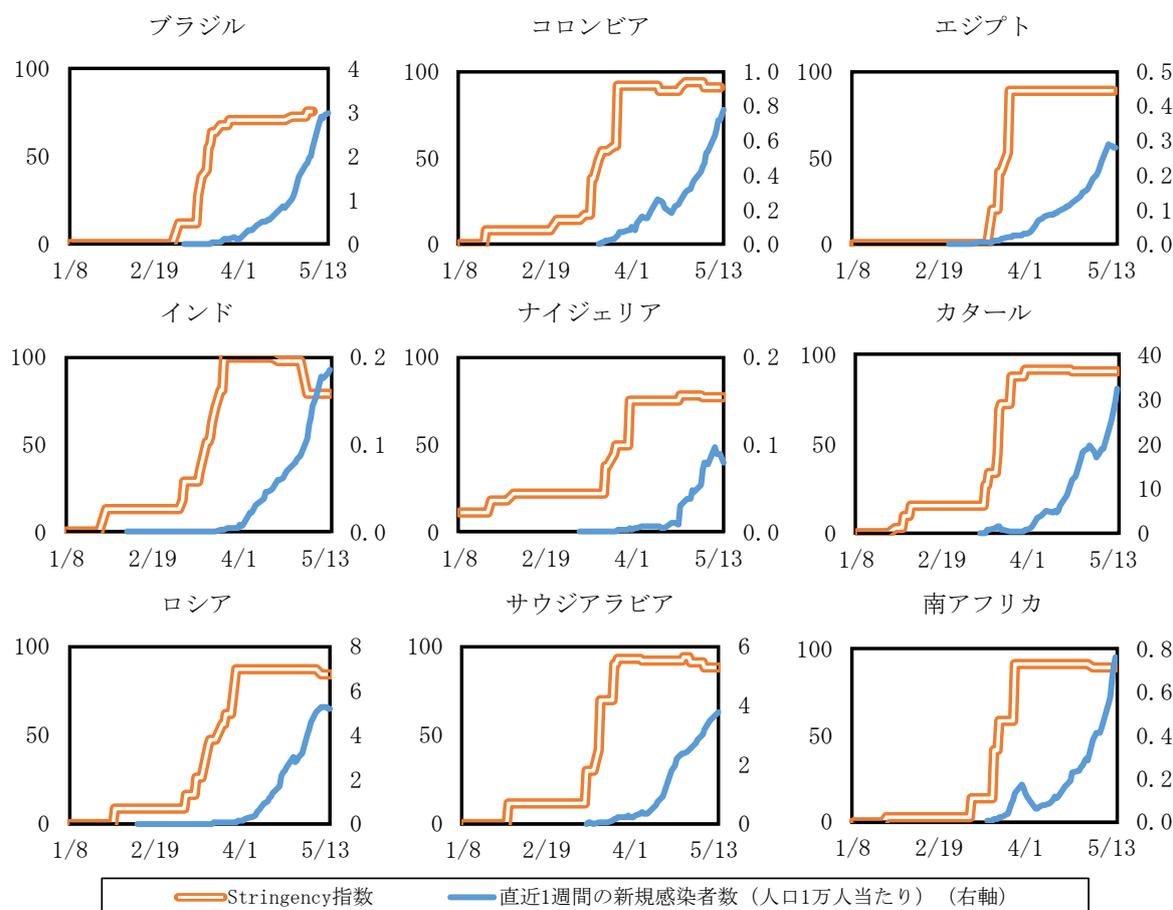
こうした状況下で各国政府はどのように対応しているのか。**図表 4**において、①感染が拡大中（縦軸の値が 100 を超える）、②新規感染者が多い（バブルサイズが大きい）、③医療体制が脆弱（横軸の値が小さい）、という三つの基準から 9 カ国をピックアップし、新規感染者数と「Stringency 指数」を比較したものが**図表 5**である。Stringency 指数とは、各国政府による感染拡大防止策の厳しさ（Stringency）を数値化したもので、「職場閉鎖」「外出制限」「公式行事の中止」「公共交通機関の閉鎖」など 9 項目から算出された指数である。0 から 100 で表され、100 に近いほど感染拡大防止策が厳しい。Stringency 指数の詳細は Hale et al. [2020]⁶を参照されたい。

各国政府は 2 月から 3 月にかけて活動制限を強化してきたが、一部の国では新規感染者数が増加しているにもかかわらず、感染拡大防止策を緩和する動きが見られる。程度の差はあるものの、インド、ロシア、サウジアラビア、南アフリカなどでは新規感染者数が増加する中で Stringency 指数がピーク時を下回っている。

こうした行動は、感染者数が増加するリスクを受け入れてでも経済活動を再開しなければならないほどに、政府や国民が足元の経済悪化を許容しにくくなっていることを示唆する。しかし、多くの国では医療体制が脆弱なため、感染が拡大すると医療崩壊が起きやすく、それが感染拡大をさらに深刻化させる恐れがある。経済基盤や医療体制の脆弱さが感染拡大の長期化を招き、債務リスクを高める点には注意が必要だ。

⁶ Thomas Hale, Noam Angrist, Beatriz Kira, Anna Petherick, Toby Phillips and Samuel Webster, “Variation in government responses to COVID-19”, University of Oxford, BSG-WP-2020/032 Version 5.0, April 2020

図表5：政府による「感染拡大防止策の厳しさ」(Stringency 指数) と週間新規感染者数



(注) Stringency指数は各国政府による感染拡大防止策の厳しさを指数化したもので、100が最も厳しい。

(出所) オックスフォード大学、WHO、Haver Analyticsより大和総研作成

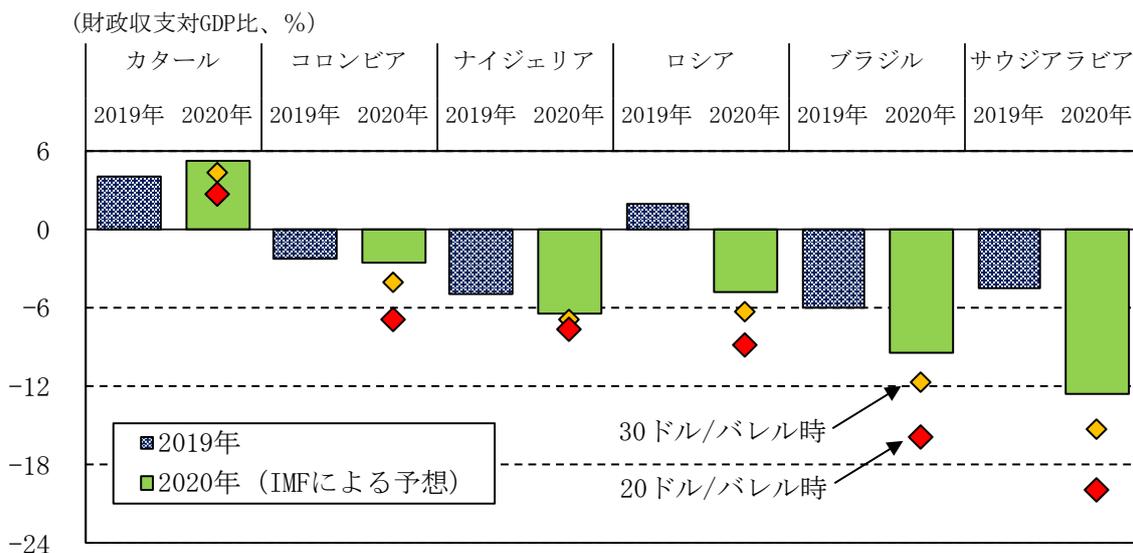
景気悪化と原油安の二重苦で産油国の財政が悪化

コロナ・ショックは原油安を通じて産油国の債務リスクを高めている。各国政府による感染拡大防止策で経済活動が停滞し、世界的な原油需要が急減したことにより、WTI 先物価格は断続的に下落した。4月には史上初のマイナス値をつけたが、足元では30ドル/バレル台で推移している。それでも、2019年12月に50ドル/バレル台後半で推移していたことを踏まえれば低水準にある。

最近の原油安は産油国の財政にどの程度の悪影響をもたらすのだろうか。新興18カ国のうち原油関連収入の多い6カ国⁷を取り上げ、各国の財政収支(対GDP比)に対する原油安の直接的な影響を試算した結果が図表6である。

⁷ 回帰分析によって推定した各国の歳入総額と原油・天然ガス産出額の感応度を用いた。メキシコは産油国だが、推定結果は1%有意でなかったため掲載していない。産油量はIMF、EIA等の予測値を利用した。

図表 6：原油安が産油国の財政収支に与える直接的な影響



(注1) 前提として利用する原油価格はWTI、北海ブレント、ドバイ原油の平均値。

(注2) 2020年 (IMFによる予想) の前提となる原油価格は35.61ドル/バレル。

(出所) IMF、BP、EIA、JOGMEC、Henry Hub、Haver Analyticsより大和総研作成

IMFは2020年4月に各国の財政見通しを公表したが、その際の原油価格⁸の前提は2020年で35.61ドル/バレルだった。そこで、仮に同年の原油価格が20ドル/バレル、30ドル/バレルで推移した場合の財政収支見通しをそれぞれ試算したところ、特にサウジアラビアやブラジル、ロシア、コロンビアの財政収支が悪化する結果となった。こうした国では、企業や家計への経済支援策によって歳出が増加するだけでなく、景気悪化と原油安で歳入が減少するため、財政状況は今後厳しさが増すと考えられる。

3. 新興国の債務リスクが発現した場合の影響

特にリスクが高い国は南アフリカ、サウジアラビア、ロシア、ブラジル、トルコ

前章までの分析結果を踏まえ、図表7では特に債務リスクが高いと考えられる新興国を一覧表にまとめた。これまで検討してきた「2019年時点の債務リスク」、「新型コロナ感染拡大リスク」、「原油安」に、「債務不履行時の対外波及度(=対外債務の大きさ)」を加えた四つの観点から、新興18カ国の中で今後の債務リスクが特に高いと考えられる4カ国をそれぞれ抽出している。

また、図表7では複数の分野で名前が挙がった国を赤字で記している。すなわち、南アフリカ、サウジアラビア、ロシア、ブラジル、トルコの5カ国は新型コロナウイルスの影響で債務リスクが比較的高まっており、今後、特に警戒が必要であると結論付けられよう⁹。

⁸ IMFが前提として利用する原油価格はWTI、北海ブレント、ドバイ原油の平均値。

⁹ 先述したように、アルゼンチン政府は5月22日、同日が支払期限だった国債の利払いを行わず、形式的な債務不履行状態(テクニカルデフォルト)となった。

図表 7：債務リスクへの警戒が必要な新興国はどこか

	2019年時点の 債務リスク	新型コロナ 感染拡大リスク	原油安	債務不履行時の 対外波及度
リスクが高い 上位4カ国	アルゼンチン	カタール	サウジアラビア	メキシコ
	エジプト	ロシア	ブラジル	ブラジル
	トルコ	サウジアラビア	ロシア	インド
	南アフリカ	南アフリカ	コロンビア	トルコ

(注) 対外波及度は対外債務残高(2019年末時点)により評価。赤字は複数の分野で上位4位までに位置する国。
(出所) 各種資料より大和総研作成

図表 7 で示した 11 カ国の対外債務が仮に債務不履行となった場合、その影響を受けやすいのは経済規模の大きい先進国である。新興 11 カ国に対する債権を「対政府」と「対民間（銀行除く）」に分け、国別に保有割合を見たものが図表 8 である。債権の多くは、日本、米国、英国、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの 7 カ国が保有している。

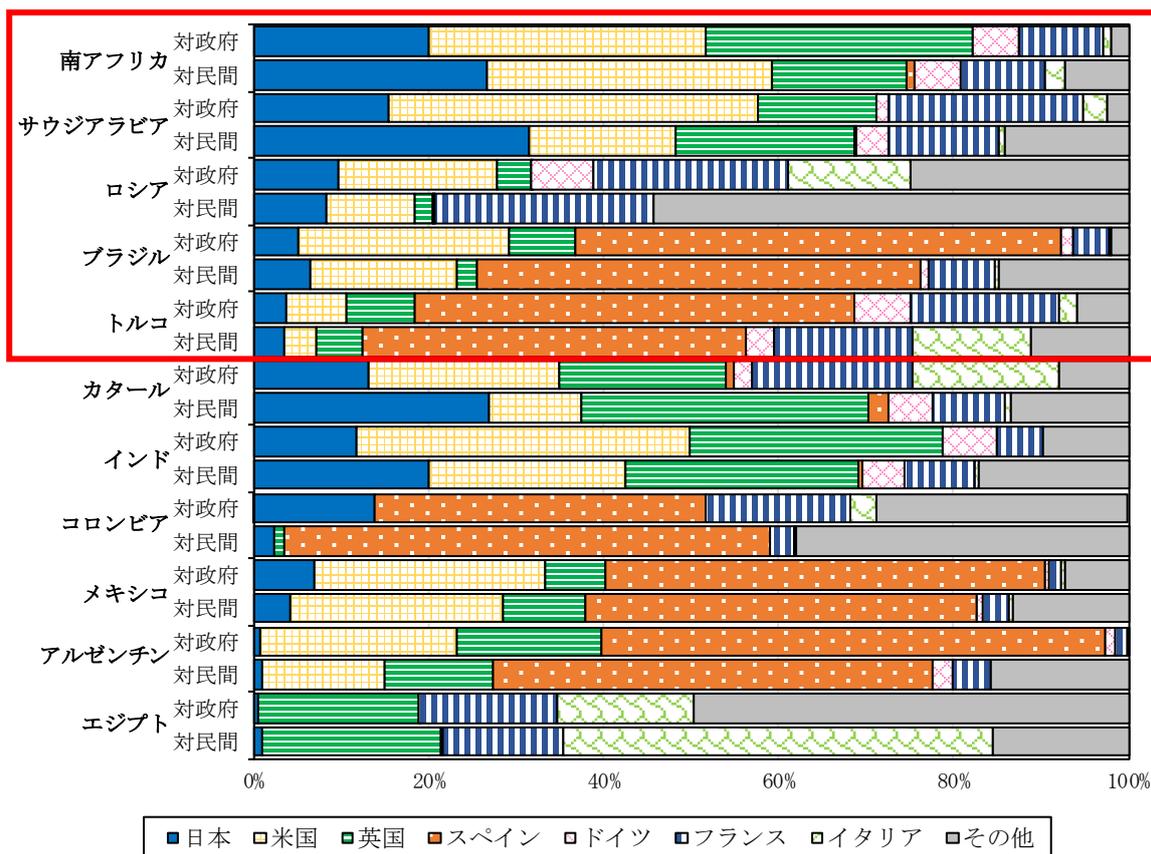
さらに詳しく見ると、以下の三つの特徴を指摘することができる。第一に、全体的に見ると米国と英国の債権保有割合が大きい。米国はトルコ、コロンビア、エジプト、英国はロシア、コロンビアを除き、一定規模の債権を保有している。このため米英は相対的に新興国の債務リスクの影響を受けやすい。

第二に、日本に関しては、新型コロナウイルスの感染拡大が懸念される国の債権を多く保有している。前掲図表 5 で示したように、南アフリカ、サウジアラビア、インドなどでは新規感染者数が増加しているにもかかわらず、感染拡大防止策を緩和する動きが見られる。インドは人口対比の新規感染者数が比較的少ないため図表 7 の「新型コロナ感染拡大リスク」の上位 4 カ国には入らなかったものの、対外債務の絶対額では 11 カ国中 3 番目に大きい。これらの国の感染拡大の状況や経済財政への影響を特に注視する必要がある。

第三に、中南米（ブラジル、コロンビア、アルゼンチン、メキシコ）やトルコでは、スペインの債権保有割合が非常に大きい。スペインは 2010 年代初頭に政府債務問題に直面するなど財政状況が先進国の中でかなり悪い。また、欧州の中でもとりわけ感染が拡大しており、経済への悪影響も深刻とみられる。ブラジルやメキシコに対する債権保有額は特に大きく、スペインの GDP 比で 23% である（対政府・民間の合計）。図表 8 で掲載した新興 11 カ国の債権保有額を合計すれば同 31% に達する。こうした国で債務リスクが発現すれば、スペインを通じて欧州各国に悪影響が波及する可能性がある。

新型コロナウイルスの感染拡大により、新興国の債務リスクは急速に高まっている。本稿で取り上げたのは18カ国にすぎないが、債務リスクを警戒すべき新興国は他にもあるだろう。日本及び世界経済がコロナ・ショックを乗り切るためにも、新興国への医療・経済・財政面での手厚い支援が一層求められる。

図表8：国別に見た債務リスクの高い新興国の債権保有割合



(注1) 民間部門は銀行を除く。

(注2) 2019年末時点の値。

(注3) インドの対政府部門ではスペイン・イタリア、ロシアの対民間部門ではイタリア、エジプト・コロンビアの両部門では米国・ドイツ、アルゼンチンの両部門ではイタリアが「その他」に含まれる。

(出所) BIS、Haver Analyticsより大和総研作成