分析レポート

欧州経済金融

新型肺炎による途上国の混乱と欧州経済への影響波及

～途上国の債務問題を通じた新型肺炎ショックの深刻化～

山口　勝義

要旨

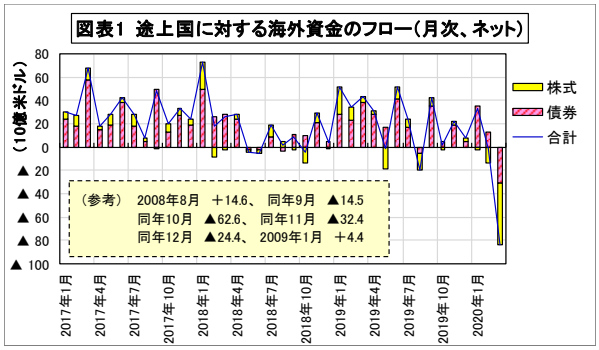
新型肺炎の感染拡大に当たり、先進各国は、生産と消費の突然の停止から、さらに債務危機や金融危機へ発展する最悪のシナリオを回避すべく政策の総動員に動いている。しかし一方で、途上国で債務問題が表面化し、欧州経済に大きな影響を及ぼす可能性がある。

はじめに

新型コロナウイルス感染症（Covid-19、以下「新型肺炎」と表記）の拡大が続く欧州では、サプライチェーンの寸断や、人の移動制限、また失職の懸念などを通じて、実体経済には供給側（生産）と需要側（消費）の両面から甚大な影響が及んでいる。これに対し欧州の当局者は、かつての危機時には見られなかった迅速な政策対応を行い、混乱の拡大阻止を図っている。

例えば欧州連合（EU）では、3 月 23 日に財務相が「財政赤字を GDP の 3%以下とする」などの財政規則を一時停止することで合意し、各国の機動的な財政出動を容認した(注 1)。また欧州中央銀行（ECB）は、3 月 12 日の理事会で流動性供与や資産購入の拡大を決定し、続けて 18 日には緊急会議で、新たな資産買い取り制度である「パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）」（7,500 億ユーロ、2020 年末期限）の導入を決めた。さらに 25 日には、PEPP については国債の発行残高の 3 分の 1 までに抑える購入制限などを適用しないと発表し、同制度の実効性を確保した。

この結果、一時は急速に拡大していた高債務国とドイツなどの主要国との国債利回りのスプレッドは、かなり落ち着きを取り戻している。しかし一方で、これまでの政策対応の主眼は資金の流動性確保や業績悪化企業の支援を含めた危機時の緊急対策にあり、景気刺激という面では効果は限られている。また現実にも、ワクチンの開発などにより感染が収束に向かう時期は未だ見通し難く、サプライチェーンの再構築も容易に進むとは考えにくい。このため、世界経済が新型肺炎の影響を払拭し成長が回復に転じるには、まだかなりの時間を要するものと見込まれる。



（資料）IIF のデータから農中総研作成

そしてこの間には、医療体制が十分ではなく財政基盤も弱い新興・発展途上国（以下「途上国」と表記）において、先進国にも増して困難な状況が拡大する可能性がある。途上国に対する資金フローには既に警戒的な動きも現れており、新型肺炎を巡っては、今後、途上国の情勢が欧州経済のさらなる重荷として加わる可能性に注意が必要とみられる（図表 1）。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

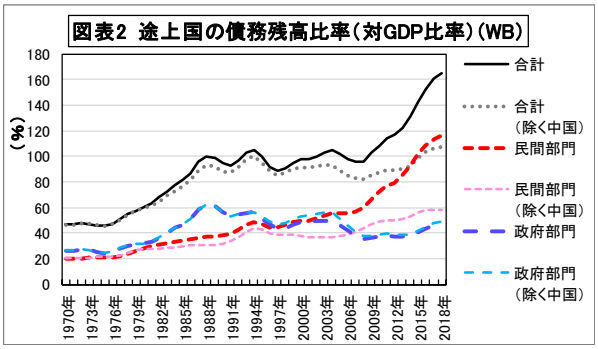
途上国における債務の積み上がり

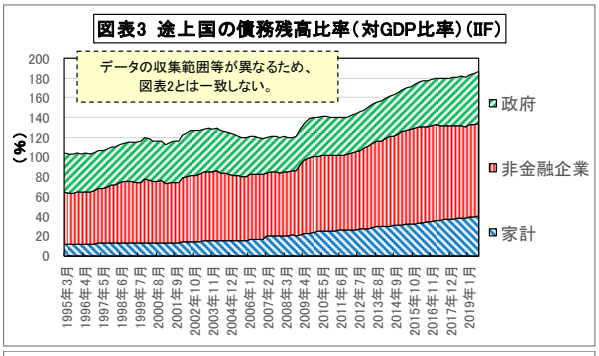
この途上国の情勢については、世界保健機関（WHO）のテドロス事務局長が 4 月 1 日に、世界銀行（WB）や国際通貨基金（IMF）と連携して債務の救済を行う必要性を訴えたことで注目が集まっている[注 2]。しかしこれまでにも、この途上国の債務の増大については WB や IMF、また国際金融協会（IIF）などが、繰り返し注意喚起を行ってきた。例えば WB は 19 年 12 月の報告書で、80 年代の南米を中心とした債務危機とも対比しつつ、最近の大規模かつ急速な途上国における債務の積み上がりに対し警鐘を鳴らしている（図表 2）[注 3]。

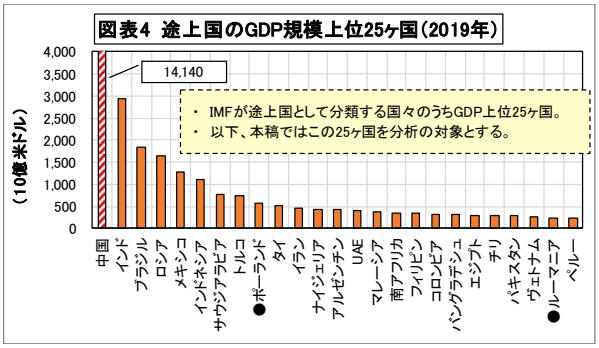
このように途上国を巡る問題は足元での資金流出に伴う資金繰り懸念に止まらず、焦点が、いずれ債務の返済能力に移る可能性がある。特にこうした状況が広く連鎖する場合には、これまで世界経済の成長を支えてきた途上国が大きな混乱に陥ることとなり、その影響が欧州経済にも及ぶものと考えられる。このため、その可能性を点検することが重要となる。

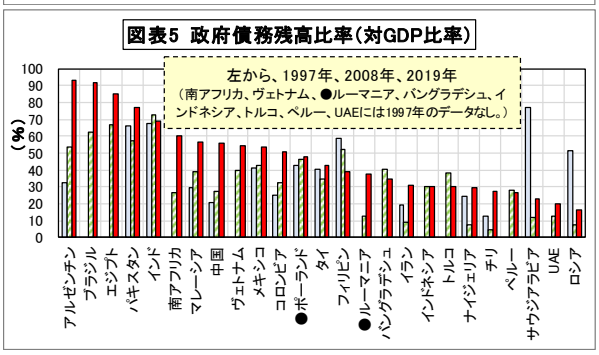
まず途上国における債務の全体的な動向を見れば、債務の増加は政府部門が中心であった先進国とは異なり、民間部門で顕著である点が特徴的である（図表 3）。しかし各国個別には、政府部門においてもリスクの急速な増大が見られる国々が存在している点に注意が必要である。IMF が途上国として分類する国々のうち GDP 上位 25 ヶ国を取り上げれば、アルゼンチンやブラジル、南アフリカなどの政府債務について、最近のリスクの著しい増加を確認することができる（図表 4、5）[注 4]。

こうした途上国の債務の増大の背景では、ひとつには金融危機以降の世界的な大幅な金融緩和が働いている。利回りを求める資金が高リスク資産に大量に流入し、途上国でもリスクの蓄積が促されてきた。これに対し、足元の資金の激しい逆回転のみならず大幅な成長減速で途上国の債務負担が強まることで、リファイナンス・リスクが急速に高まる懸念がある。









（資料）図表 2 は WB の、図表 3 は IIF の、図表 4、5 は IMF の、各データから農中総研作成
（注）図表 4、5 の●は、EU 加盟国を示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

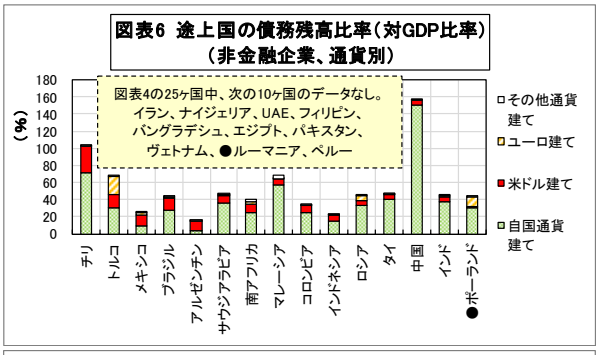
途上国の債務を巡る様々な懸念点

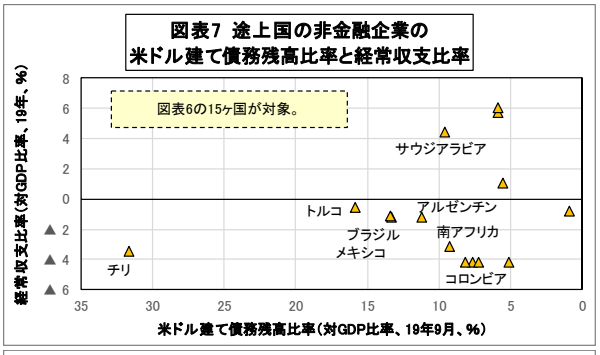
しかしながら、途上国の債務を巡り懸念されるのは、最近の債務残高の大規模かつ急速な積み上がりばかりではない。

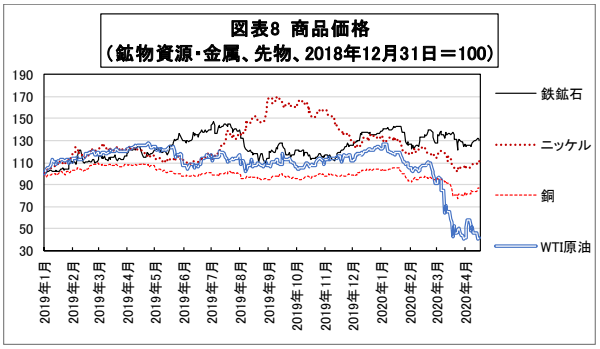
第一には高い外貨建て債務比率がある。最近の調達難による米ドル高や、先行きの困難な情勢を織り込む途上国の自国通貨安は、米ドル建て債務者の負担を高めることに繋がる。先に見たように途上国では民間部門の債務の増大が著しいが、南米諸国やトルコを中心に、非金融企業の米ドル建て債務は相応の規模に達している（図表 6）。一方の政府部門については概ね自国通貨建て債務が太宗を占めてはいるものの、アルゼンチンやコロンビア、トルコ、サウジアラビアでは、米ドル建て債務残高の対 GDP 比率が 2 桁に達している[注 5]。次に第二としては、高債務の国々には経常収支赤字国が多く、これらの国々では海外資金の急速な流出の可能性という、ショックに対する脆弱性を抱える点が指摘される（図表 7）。

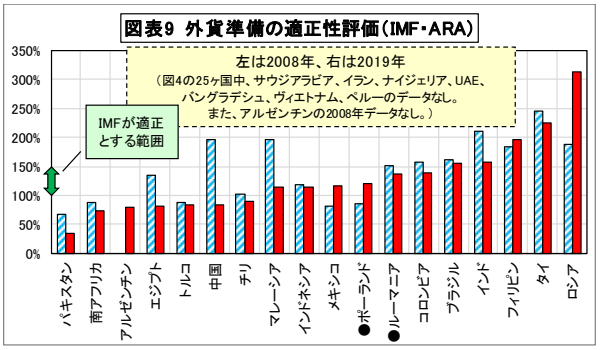
第三は資源価格の下落である。原油価格のみならず他の鉱物資源についても世界の景気後退に伴う需要減少で価格は弱含みで推移しており、資源輸出に依存する途上国ではその影響を免れることはできそうにない（図表 8）[注 6]。さらに第四には、危機時のバッファーとなる外貨準備の水準がある。IMF による適正性評価（ARA）では、上記の国々の多くで近年、水準が低下するとともに適正とされる範囲を下回ってもいる（図表 9）[注 7]。

以上のように、途上国の債務を巡っては様々な懸念点が積み重なっている。また IMF の支援力の拡充も課題であるが、加盟国の広い合意の下でこれが支障なく進められるかどうかは今のところ不透明である。このため、各国の動向に注意が必要であるが、欧州の立場からすれば、経済関係が緊密であるトルコや、歴史的な経緯からスペインの銀行によるエクスポージャーが大きい南米諸国が、なかでも主要な注意先ということになる。









（資料）図表 6、7 は IIF と IMF の、図表 8 は Bloomberg の、図表 9 は IMF の、各データから農中総研作成
（注）図表 6、9 の●は、EU 加盟国を示す。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

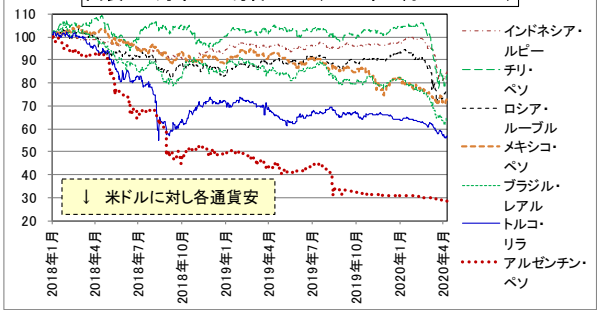
先進国として新型肺炎ショックで必ず回避しなければならないのは、生産と消費の突然の停止のみでさえ経済には過重な負担であるうえに、さらには企業倒産の続発などで債務危機が引き起こされ、ひいては銀行の経営懸念の強まりにより金融危機に発展するシナリオである。

先進各国はこの最悪シナリオを回避すべく、揃って政策の総動員に動いている。しかしこうした注力の外側で、医療体制が脆弱な途上国において感染拡大が深刻化し、成長の下押しにより、債務問題が炙り出されてくる可能性がある。

仮に途上国で債務危機のレベルには至らず部分的な混乱に留まった場合にも、途上国経済の停滞で、先進国にとっては厳しい景気後退を強いられている最中に、新たな重荷が加わることになる。

既に市場では途上国からの資金流出が生じ、通貨安も進みつつある（図表1、10）。欧州自身の情勢ばかりではなく、欧州経済に思わぬ方向から新たなストレスが加わることがないのか、あわせて注意が必要になっている。（20.4.20 現在）

図表10 対米ドル為替レート（2017年12月31日＝100）



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

（注1）ただし、共同債である、いわゆる「コロナ債」の発行については、3 月 26 日の EU 首脳会議で合意に至らなかった。その後 4 月 7 日、さらに 9 日の財務相会合を通じ総額 5,400 億ユーロの対策で合意したが、ここでも「コロナ債」の発行では進展はなかった。特にオランダから、強い反対があったと報じられている。

（注2）この他にも、例えば国連貿易開発会議（UNCTAD）は 3 月 30 日、通貨安や資源価格の下落などに見舞われている途上国に対し、新型肺炎の感染拡大に対処するため 2 兆 5 千億ドルの経済支援が必要であるとする報告書を発表した。次による。

・ UNCTAD（30 March 2020）“UN calls for $2.5 trillion coronavirus crisis package for developing countries”

・ UNCTAD（30 March 2020）“The Covid-19 Shock to Developing Countries”

https://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=2315

（注3）次による。

・ World Bank（December 19, 2019）“Global Waves of Debt, Causes and Consequences”

https://www.worldbank.org/en/events/2019/12/16/global-waves-of-debt-causes-and-consequences

なお、80 年代の債務危機は、70 年代に資源価格の上昇や豊富な産油国資金を背景として大規模な借り入れを行った途上国が、80 年代に入り世界的な成長の減速や資源価格の下落、米国のインフレ対策としての高金利政策などにより行き詰まり、メキシコやブラジルなどが債務不履行に追い込まれたものである。

（注4）図表 5 が比較対象とした 08 年は、リーマン・ショックの年に当たる。途上国は世界金融危機からの大きな影響は免れたが、当時に比べ財政状況が悪化している国が多いことになる。ちなみに 97 年は、タイを中心としてアジア通貨危機が始まった年である。なお、80 年代の債務危機時の各国の債務の水準については、IMF のデータベースでは「N/A」とされている。

（注5）政府部門でドル建て債務比率の高い国は、アルゼンチン 53.9%（85.7%）やコロンビア 14.6%（50.3%）、トルコ 10.4%（35.0%）、サウジアラビア 10.4%（21.8%）などの一部の国に留まっている（数値はドル建て債務残高の対 GDP 比率で、19 年 9 月時点の IIF のデータ。なお（）内は、同様に IIF のデータによる、全通貨合計の債務残高の対 GDP 比率）。図表 6 のこの他の国々では、ドル建ての政府債務残高の対 GDP 比率はせいぜい数%の水準である。

（注6）本稿で対象とした 25 ヶ国のうち、図表 8 にかかる鉱物資源の主要輸出国は次のとおりである。サウジアラビア（原油）、UAE（原油）、チリ（銅鉱石）、ブラジル（鉄鉱石）、ペルー（銅鉱石）、インドネシア（銅鉱石、ニッケル鉱石）、フィリピン（ニッケル鉱石）、南アフリカ（鉄鉱石）、ロシア（原油、ニッケル鉱石）。

（注7）IMF による Assessing Reserve Adequacy（ARA）では、途上国を対象として、輸入額や短期債務残高などに限定せずに、各国の潜在的なリスク、想定される波乱要因、経済の脆弱性について総合的に評価し、各国毎に妥当と考えられる外貨準備の水準を算定したうえで、これを実際の準備高と対比している。対比に当たっては、IMF は、外貨準備には機会費用（相対的に低い運用収益など）が伴うことから上限も設定し、妥当と考えられる外貨準備の水準の 100～150%を適正な外貨準備の範囲としている。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます