

2020年7月

エマージング市場の先行き：嵐が去った後の見通し¹



Nathan Sheets, PhD.

チーフ・エコノミスト兼
グローバル・マクロ経済リサーチ責任



Cathy Hepworth, CFA

マネジングディレクター
エマージング・マーケット・ヘッド



George Jiranek

アナリスト
グローバル・マクロ経済リサーチ

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

- コロナウイルスは多くのエマージング国経済にとって手痛い打撃となったが、今回のコロナ禍に端を発した困難は、エマージング国経済の中期的な脆弱性とパフォーマンスに影響を与えるであろう複数の要因の一つに過ぎないと我々は考えている。エマージング国経済に影響を与えるより根本的な決定要因は、引き続きエマージング各国の根底にあるマクロ経済のファンダメンタルズの強固さと、各国の制度的な枠組み、政策当局の質の違いだと考えられる。
- これらを踏まえ、本稿ではエマージング市場における主要25か国の中期的な見通しと課題を考察する。各国の新型コロナウイルスに対する（広義の）エクスポージャー、コロナ禍以前から存在していたマクロ経済の脆弱性、および世界経済の全般的な減速に対する感応度について検討する。また、景気刺激策が、こうした危機の悪影響の緩和にどの程度貢献しているかについても検討する。
- 分析の結果、エマージング市場の財政状況が懸念されることが分かった。我々が今回考察の対象とした25か国の平均値では、2020年に収支がGDP対比で5%悪化すると見込まれる。さらに、ブラジルやアルゼンチン、インド、ハンガリー、南アフリカなど、既に多額の債務を抱えた状態で今般のコロナ禍が広がった国が複数ある。新型コロナウイルスによる打撃と世界経済の縮小が、こうした問題を悪化させる公算が大きい。
- もっとも、新型コロナウイルスの影響を軽減する要因も明らかになった。エマージング諸国の受けている悪影響は、特定の国に悪影響が集中しているのではなく、国ごとにある程度影響が異なり、分散されていると考えられる。例えば、対外収支が著しい打撃を受ける見通しの国（石油輸出国を含む）は、概ね対外収支が黒字で、かつ外貨準備金にも余裕がある状態で今般の危機を迎えた。さらに、新型コロナウイルスによる被害が極めて深刻な国と、新型コロナウイルスが発生する前からマクロ経済の脆弱性が顕著だった国の間に規則的な相関は見られなかった。従って、新型コロナウイルスによる直接的な打撃を最も受けている国は、今般の危機を乗り切れる態勢がある程度整っているという確信が得られた。
- エマージング債券が重要かつ魅力的な資産クラスであることに変わりはないという点に疑問が生じるような検証結果は得られなかった。新型コロナウイルスを原因とした経済の混乱により、エマージング諸国に多くの問題が生じているが、エマージング市場への投資は、これまでも常に定量的・定性的リスク要因の評価が必要とされてきた。従って、投資家にとって今般のコロナ禍は、ファンダメンタルズとバリュエーションの観点から相対価値を評価するという点において、これまでと何ら大きく変わるものではない。

¹ グローバル・マクロ経済リサーチのメンバーによる卓越した意見と分析に感謝する。とりわけ、コロナウイルスとエマージング市場に関する巻末の囲み記事を執筆した Gerwin Bell に深く感謝したい。

評価のための4つの視点

世界中のその他の地域と同じく、エマージング市場の多くが新型コロナウイルスによる予期せぬ影響を受けている。感染者数と死者数は増加基調にあり、必要な物理的距離の確保が経済活動を急減速させている。ウイルスの動向と、関連する公衆衛生上の対策による影響は、目下の重大な懸念であることは明らかである。

しかし、例えそうであっても、我々は長期的な投資家として、エマージング諸国の根底にあるファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）と各国の制度的枠組みの質を注視している。エマージング市場は、ウイルスを原因とする経済的な嵐を切り抜けなければならない。しかしながら、時間が経てば、必ず嵐は過ぎ去る。そして今般のコロナ禍の長く続く影響は、各国の感染者数の違いよりも、根底にあるマクロ経済と金融面のファンダメンタルズに相関することが見込まれる。²

こうした論点を掘り下げるため、本稿では25の主要なエマージング諸国から成る広範な母集団について、パフォーマンスを表す各種指標を検証する。これらの国の中期的な見通しと脆弱性を、関連する4つの視点から評価する：

まず、各国の新型コロナウイルスに対する経済的エクスポージャーを検証する。これについては、新型コロナウイルスによる健康被害（死者数を代用する）を通じた「直接的」影響に加え、コモディティ価格の下落、ならびに海外旅行者による観光収入と海外出稼ぎ労働者からの国内送金の急減に対するエクスポージャーを含む「間接的な」影響にも焦点を当てる。

二つ目は、コロナ禍以前から存在していたマクロ経済の脆弱性に目を向ける。この検証により、現在進行中の危機に対する各国のエクスポージャーを評価するための土台を得る。

三つ目は、世界経済の広範な悪化に対するエクスポージャーを評価する。とりわけ、世界経済の成長鈍化による影響に焦点を当てるが、原油価格の急落や実質為替レートの変動などのその他の要素も検証の対象とした。

四つ目は、エマージング市場における政策対応の範囲および有効性、およびそれらがウイルスに関連した打撃をどの程度緩和できるかを確認する。我々は、エマージング諸国の中央銀行がこれまでに講じた金融緩和策に着目する。また、国際通貨基金（IMF）主導の広範に及ぶ国際的な対応についても検証する。

これら国の見通しを分析したところ、いくつかの結論が得られた。多くの基準において、南アフリカとブラジルの脆弱性が目立っている。特に、この2か国は多額の政府債務を抱えているうえ、この1年で財政赤字が著しく膨らむ公算が大きい。他にも、パキスタン

（マクロ面の不均衡）、アルゼンチン（多額の債務）、インド（財政問題全般）などの国にも懸念がある。全体としては、中南米諸国は新型コロナウイルスとウイルスによる特定分野への影響が相対的に大きい一方、アジアと中欧の国々の多くの脆弱性は、世界経済との密接な繋がり、特に国際貿易を通じた繋がりにより大きく由来する。

また、我々の分析によれば、新型コロナウイルスによる影響の軽減要因も複数明らかになった。まず、新型コロナウイルスによる被害が甚大な国は、他の指標では必ずしも最も脆弱な国というわけではなかった。よって、エマージング市場は全般的に足元の危機を乗り切れるという確信が強まった。二つ目は、国際収支に関連して、経常収支が著しい打撃を受けることが見込まれる国々（主に石油輸出国）は、概ね十分な経常黒字幅と豊富な外貨準備高をもった状態で今般の危機を迎えたため、衝撃を吸収できる態勢が整っているように思われる。三つ目は、財政収支悪化の見通しを見ると、かなり懸念せざるを得ないものの、少なくとも悪化の一部は、足元の混乱時に自国経済を支えるべく、エマージング各国政府が十分な覚悟の下に決定したものである。四つ目は、これらエマージング国の中央銀行は、利下げや、国によっては量的緩和策に踏み切ることで、金融政策の面から多大な支援を行なっている。それと並行して、IMFも金融支援の取り組みを強化している。

最後に、市場は既に上記のようなリスクの拡大を概ね織り込んでいて我々は判断している。本年3月、最初に不透明感が高まった時点で、市場では無差別的な投げ売りが行われたと言うことができる。こうした状況に鑑み、本稿では各国の脆弱性の違いを区別し、それによって、根底にある相対価値による投資機会を明らかにすることを試みる。従って、我々は市場がパンデミック（新型コロナウイルスの世界的流行）の直接的・間接的影響が誤って評価されていると判断される銘柄を（主に高格付クレジットの中で）、新たにポートフォリオに組み入れている。また、3月の安値からの相場の反発を経て、脆弱性が十分織り込まれていないと我々が判断した場合は、そうした銘柄のエクスポージャーを減らしている。

第一の視点 - ウイルスに対する脆弱性

新型コロナウイルスに対するその国の経済的な脆弱性は、関連性のある2つの形を取りうる。その一つ目として、我々は直接的影響を検討した。つまり、「各国における新型コロナウイルスの健康被害について、データから何が分かるか？」「パンデミックのさらなる拡大と感染第2波をどの程度心配すべきか？」といった点を検討した。

² 新型コロナウイルスによる長期的影響に関する我々の見解については、「[新型コロナウイルス後の経済の枠組みとなる5つの主要なテーマ](#)」（2020年6月）を参照。

健康被害の観点でさらなる打撃が加わった場合、目先の混乱が高まり、経済的不確実性が高まることが見込まれる。これらの問題は結論の固い記事で詳しく検証しているが、はっきりしているのは、各国による新型コロナウイルス感染の動向は、時期、深刻度、および影響が、国ごとにまちまちであるということである。そうしたばらつきを把握するために、我々は単純に、新型コロナウイルスによる国ごとの百万人当たりの死者数を確認した（新型コロナウイルス感染者に関する国ごとの報告データには重大な不正確性が存在するが、死者数データは感染者数データよりはいくぶん信頼性が高いと判断した）。

新型コロナウイルスへの対応に伴う経済コストは重大かつ深刻であるが、通常状態への早い復帰から、新型コロナウイルスはいずれ封じ込められることがうかがえる。世界各国・地域の経済の多くが「正常化」のプロセスを開始しており、新型コロナウイルスとの闘いに最初に挑んだ中国は、いくぶん不均衡ながらも回復の道を進んでいる。感染第 2 波のリスクが続く一方、隔離政策がどの程度の傷跡を残したか、つまり、企業は生産を再開できるか否かと、雇用と支出が新型コロナウイルス前の水準に戻るのにどのくらいの時間を要するかという問題も同様に重要である。

次に、新型コロナウイルスに対する国としての経済的脆弱性は、その国の経済構造または新型コロナウイルスの打撃を受けた世界の特定の産業に対するエクスポージャーを反映した間接的な経路を介して生じる場合もある。こうした論点を把握するために、各国の対国内総生産（GDP）比での純石油輸出額（新型コロナウイルスが原油価格の急落を引き起こしたことに鑑みて）、純送金額、対 GDP 比で見た国際観光純収入（今般の混乱により大きな打撃を受けている）、およびその経済に占めるサービス業の割合（多くのサービスが対面での接触を必要とするため）を分析した。³ つまり、以上の変数を、各経済の間接的な脆弱性や分野別の脆弱性を捉えるものとして考えた。

こうした枠組みを用い、2019 年の GDP がそれぞれ 2,000 億米ドルを上回った 25 の主要エマージング国経済の上記変数に関するランキングを図 1 に示す。⁴ 注目すべきは、新型コロナウイルスによる死者数に関しては、チリ、ペルー、ブラジルが上位を占め（すなわち、最も被害が大きい）、メキシコとルーマニアがそれに続いている。それでも、これらの国の被害は多くの欧州諸国の半分にも達してなく、米国の数字も大きく下回っている。

最も被害の小さい国はベトナム、タイ、ナイジェリアだった。

図 1 : コロナウイルス脆弱性ランキング（2019 年）

	「直接的」影響		「間接的」影響			全体	
	コロナ死者数*	サービス	純送金額	純国際観光	純石油輸出額	平均順位	総合順位
比重:	1/5	1/5	1/5	1/5	1/5		
メキシコ	4	3	7	9	11	6.8	1
コロンビア	7	6	9	12	5	7.8	2
ブラジル	3	1	15	19	8	9.2	3
ペルー	2	14	11	10	10	9.4	4
ルーマニア	5	7	6	17	12	9.4	5
ハンガリー	8	11	10	4	18	10.2	6
南アフリカ	12	2	18	7	13	10.4	7
エジプト	15	20	2	3	15	11.0	8
フィリピン	18	4	1	18	19	12.0	9
チリ	1	5	21	13	20	12.0	10
トルコ	9	12	20	2	22	13.0	11
ポーランド	13	9	19	8	17	13.2	12
ロシア	6	13	23	21	3	13.2	13
タイ	24	8	13	1	25	14.2	14
アルゼンチン	14	10	17	22	9	14.4	15
マレーシア	21	16	24	5	6	14.4	16
インドネシア	19	23	12	11	7	14.4	17
イラク	10	24	14	24	1	14.6	18
サウジアラビア	11	22	25	15	2	15.0	19
パキスタン	16	17	3	16	23	15.0	20
ナイジェリア	23	19	5	25	4	15.2	21
ベトナム	25	25	4	6	16	15.2	22
インド	17	21	8	14	21	16.2	23
中国	22	18	16	23	14	18.6	24
韓国	20	15	22	20	24	20.2	25

出所： PGIM フィクスト・インカム。注記： 1＝脆弱性が最も高い、25＝脆弱性が最も低い * 2020 年 6 月 30 日現在。

各国の新型コロナウイルスに対する間接的エクスポージャーを評価する残りの 4 つの変数を見ると、脆弱性にかなりばらつきがあるように見える。それぞれの国がさまざまな経路を通じて新型コロナウイルスに晒されている。ブラジル、南アフリカ、メキシコは特にサービスへの依存度が高い。フィリピン、エジプト、パキスタンは出稼ぎ労働者からの国内送金の受け取りが大きい。タイ、トルコ、およびエジプトは国際観光に大きく依存している。そしてイラク、サウジアラビア、およびロシアは石油輸出上位国である。

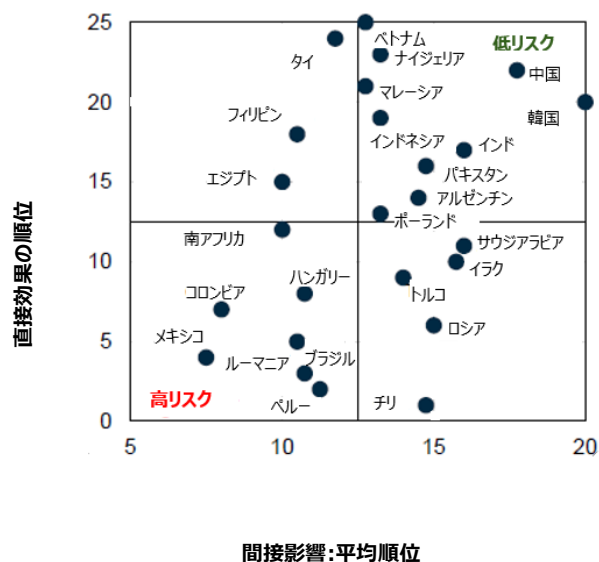
図 2 は、これらデータの相互の関係を示す散布図である。各国における新型コロナウイルスの死者数順位を y 軸に、サービス、送金、観光、石油輸出の 4 指標の平均順位を x 軸にとっている。

³ 以下の実証的分析では非燃料系のコモディティについても検討しているが、それら多くの価格が足元で反発していることを鑑みると、この経路を通じた影響はいくぶん減少することが見込まれる。原油価格も反発したが、それでも新型コロナウイルス前の水準を大きく割り込んでいる。

⁴ これらの変数に関する生データは付録に掲載している。チェコ、バングラデシュ、アラブ首長国連邦も 2019 年の GDP は 2,000 億米ドルを超えたが、これらの国は他のエマージング国と質的に異なると思われた。よって、これらの国は含まれていない。以上の 25 か国で世界の GDP（購買力平価（PPP）ベース）の半分、EMBI グローバル・ディバースファイド・インデックスのおよそ 55-60%を占める。

左下部にある 6 つの国は、直接・間接のいずれの経路を通じて、新型コロナウイルスに対する脆弱性が平均よりも高い。このグループには、中南米諸国 4 か国（メキシコ、コロンビア、ブラジル、ペルー）とハンガリー、ルーマニアが含まれる。反対に、右上部にある 10 か国は直接・間接両面とも脆弱性が平均より低く、そのうち 7 か国がアジアの国である。

図 2：コロナウイルスに対する「直接」と「間接」的脆弱性



出所：PGIM フィクスト・インカム

図 1 に戻ると、最も右の行は、以上の変数すべてをまとめて、「ウイルスに対する脆弱性」に関する総合順位としたものであり、5 つ全ての変数の順位を単純平均して算出した。つまり、このアプローチは直接的な死亡者数よりも新型コロナウイルスに対する分野別エクスポージャーに重点を置いており、経済構造と底流にあるファンダメンタルズが今後の景気動向とリターンを左右する重要な決定要因になる可能性が高いという我々の見解と合致している。

総合順位に関しては、メキシコと中南米の他の 3 か国が、ルーマニアとハンガリーとともに上位を占めている。これらの国を見ると、脆弱性の内訳はそれぞれ異なる一方、複数の経路を通じて打撃を受けることが見込まれる国がいくつか存在する。対照的にアジア諸国は同リストの下位を占めており、現在の嵐を乗り越えられる態勢が相対的に整っていると見られる。中国は新型コロナウイルス感染拡大初期の震源

地だったということを考えると皮肉的な結果であるが、スコアは下位にある。

中国の新型コロナウイルスの伝染の直接経路または間接経路に対するエクスポージャーはわずかである。⁵

第二の視点 - コロナ禍以前から存在していた脆弱性

新型コロナウイルスが終息した後のエマージング諸国の先行きを評価するには、新型コロナウイルス禍が発生する以前の各国の経済的脆弱性も検討する必要がある。図 3 はこの論点に焦点を当てている。

図 3：直近のマクロ脆弱性ランキング（2019 年）

	経常	財政	一般政府	外貨準備	総論	
	収支	収支	債務	の十分性	平均	総合
	加重	1/4	1/4	1/4	順位	順位
パキスタン	1	1	4	1	1.8	1
エジプト	6	3	3	3	3.8	2
南アフリカ	7	5	7	2	5.3	3
アルゼンチン	14	11	2	4	7.8	4
ブラジル	9	6	1	18	8.5	5
中国	18	4	9	5	9.0	6
インド	12	2	5	19	9.5	7
ナイジェリア	5	8	21	9	10.8	8
ルーマニア	2	9	18	15	11.0	9
ハンガリー	13	18	6	8	11.3	10
チリ	4	14	22	7	11.8	11
コロンビア	3	17	11	16	11.8	12
トルコ	19	7	19	6	12.8	13
メキシコ	15	15	10	12	13.0	14
マレーシア	20	13	8	13	13.5	15
インドネシア	8	16	20	11	13.8	16
イラク	11	22	12	21	16.5	17
ベトナム	23	12	14	17	16.5	18
ポーランド	17	23	13	14	16.8	19
韓国	21	24	16	10	17.8	20
フィリピン	16	19	17	20	18.0	21
ペルー	10	20	23	23	19.0	22
サウジアラビア	24	10	24	25	20.8	23
タイ	25	21	15	22	20.8	24
ロシア	22	25	25	24	24.0	25

出所：PGIM フィクスト・インカム。注記：1＝脆弱性が最も高い、25＝脆弱性が最も低い

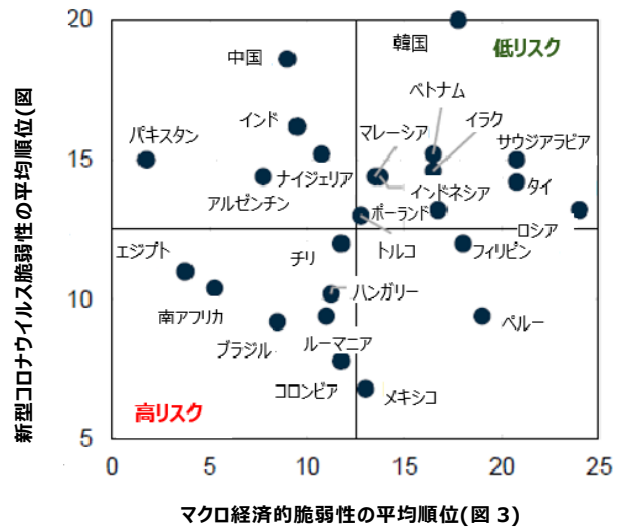
⁵ これには 2 つの注意点がある。1 つは、先に指摘したように、新型コロナウイルスによる死亡者数に関するデータの信頼性については一般的に大きな疑問があり、特に中国の死亡者数は実際より少ない可能性があることと認識されている。もう 1 つは、図 1 で検討している変数に加え、中国は世界経済の成長にも依存している。以下の我々の分析では、世界情勢の変化が与えるエマージング諸国への影響をもっと幅広く検証している。

我々は、経常収支、財政収支、一般政府債務残高、そして外貨準備が十分な水準にあるかの 4 点（IMF による外貨準備高の適正水準に関する分析を利用）に関する直近のデータを分析し、これら 4 つの変数から各国を順位付けした。⁶ 図 1 と同様に、各変数を均等に加重し総合順位を算出した。真っ先に目に付くのが、パキスタンの脆弱性である。パキスタンは、すべてのカテゴリーで上位となっている（脆弱性が最も高い）。エジプトは 2 位に入っており、財政と債務残高が特に弱い。南アフリカ、アルゼンチン、ブラジルといった国がそれに続いており、これらの国が抱える課題の構成はそれぞれ異なっている。⁷

このリストでは、2 大石油輸出国であるロシアとサウジアラビアが最も脆弱性の低い国となっている。2019 年には、両国の対外収支と財政収支を十分に支えられるほど原油価格は高値で推移していた。そして両国の外貨準備高も高い水準にあった。次節で検証するが、これらの国に関する大きな課題は、新型コロナウイルス発生以降の原油価格の下落を、それらのバッファーで補い切れるかという点である。

最後に、以上の検証結果と前章で言及した順位を基に、コロナ禍より前から存在していたマクロ経済の脆弱性と、新型コロナウイルスに起因する脆弱性との間での交互作用の可能性を評価した。この点を念頭に置いて、各国のマクロ経済の脆弱性の平均順位（図 3）と新型コロナウイルスに対するエクスポージャーに関する平均順位（図 1）を組み合わせた散布図を図 4 に示している。マクロ経済の脆弱性が高い国は、新型コロナウイルスに対する脆弱性が高い傾向、低い傾向のいずれも観察されないようであるという大まかな検証結果を導き出すことができる。新型コロナウイルスの被害が大きい国は、他の基準からは必ずしもより脆弱であるわけではないため、これは持続可能性の観点から見ると朗報である。

図 4：マクロ経済とコロナ禍の両面から見た総合的脆弱性



出所：PGIM フィクスト・インカム

具体的に言うと、左下部にある国はいずれの基準によっても脆弱性が目立ち、とりわけブラジル、南アフリカ、エジプトが突出している。パキスタンやアルゼンチンなど左上にある国は、マクロ経済上の課題が顕著だが、新型コロナウイルスの影響への対処では相対的に態勢が整っていると見られる。最後に、右上部に位置する国は、いずれの基準から見ても今般の危機を乗り越えられる備えが出来ていると見られる。それでも、次章における分析から、それらの国でさえも世界的な成長鈍化による影響を免れないだろうということが分かった。

第三の視点 - 世界経済の減速に対する感応度

先の 2 章ではコロナウイルス禍の前から存在した脆弱性と新型コロナウイルスに対する分野別のエクスポージャーを評価した。この章では、世界経済の全般的な著しい減速に対するエクスポージャーを見ることで、その分析を広げることとする。また、統計モデルを構築し、かつ一連の外部予測を利用し、エマージング諸国の脆弱性の分布がこの先 1 年どのように変化することが見込まれるかを評価する。

こうした論点を掘り下げるために、我々は経常収支と財政収支を、国内および世界の GDP 成長率、石油および非燃料のコモディティの純輸出額、国際観光による純収入、純送金額、実質為替レートから成る一群の説明変数に結び付ける簡単な計量経済モデルの枠組みを推定した。⁸

⁶ IMF による外貨準備高の適正水準に関する分析は、ナイジェリア、サウジアラビア、およびベトナムの評価を提供していない。我々は、外貨準備高の十分性において、一般的に使用されている指標の 2 つである数か月間の輸入カバレッジと対 GDP 比外貨準備高に関するこれらの国の相対的なパフォーマンスを基に、これらの国について推定値を求めた。

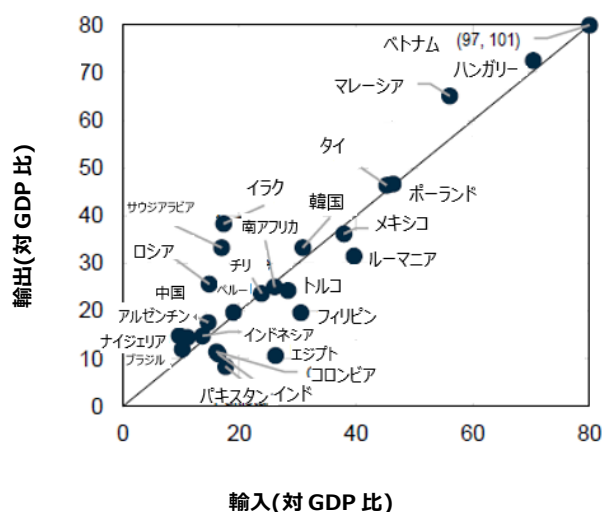
⁷ 中国が大きな財政赤字（GDP の 6.4%）と IMF による外貨準備高の十分性に関する低い評価に起因して第 6 位に入っている点は注目すべきである。中国はドル建てでは非常に豊富な外貨準備高を保有しているものの、同国の巨額な広義のマネーストックと比較するとそれらの準備高は相対的に少ない。

⁸ 同モデルには、それぞれの国固有の効果も含まれるが、年間にわたる固有効果は概ね統計的に有意ではなかった。同時性の問題を最小限にするために、説明変数は考慮しない。

注目すべきは、その他の多くの説明変数も用いて試してみたが、それらの変数は有意な回帰を示さなかった。上記変数の中でも、観光と送金額は財政の等式においては有意ではなかった。データはこれまでと同じ25か国で構成され、1996年から2019年までを使用する。⁹

このモデルにより、世界の動向の変化と、それが他の脆弱性とどのように交互作用し得るかを検証できる。これに関して、各国の（GDPに対する）輸出と輸入の割合を世界経済に対するエクスポージャーの主要基準、つまり重要な伝達経路とした。この感応度を基準化し、各国間のばらつきを得るために、国内および世界のGDP成長率と実質為替レートの変数を、各国の貿易のシェアに交互作用させた。¹⁰ 伝達経路は他にもある一方、この手法がデータに適していると考えられた。とりわけ、図5から明らかなように、それらの割合は国によって大きく異なり、ベトナムとハンガリーの割合はそれぞれおよそ100%と70%にのぼる一方、他の国の多くは20%を下回っている。

図 5 : 国際貿易 (2019 年)



出所：PGIM フィクスト・インカム

次に同モデルの結果を見ることにする（図 6）。推定した係数は概ね統計的に有意であり、予測された傾向を示している。石油の純輸出を GDP の 1%減らすと、経常収支と財政収支は GDP のおよそ 0.4%減少するという重要な検証結果が得られた。

つまり、原油価格の下落に応じて、石油輸出国による他の支出も圧縮される（ただし、1 対 1 の比率よりも小さい）傾向があることが分かる。燃料以外の輸出および送金に関する係数の解釈

も概ね同様である一方、観光に関する係数はもっと大きく、ほぼ 1 対 1 の影響を示す。世界の GDP 成長率に対するエクスポージャーの基準は、いずれの回帰モデルにも正の値で当てはまる。¹¹ 反対に、国内 GDP 成長率の上昇は輸入を押し上げ、よって経常収支の減少をもたらす。ただし、税収の増加により財政収支は改善する。最後に、通貨の実質増価は経常収支と財政収支のいずれも悪化させる。

図 6 : 回帰モデルの結果

	経常収支 (対GDP比)	財政収支 (対GDP比)
国内GDP成長率「交互作用」 (%, ラグ1-3の合計)	-1.005 (-4.9)	0.790 (2.8)
世界のGDP成長率「交互作用」 (%, ラグ1-3の合計)	1.337 (2.6)	0.919 (1.1)
石油の純輸出 (対GDP比、ラグ1)	0.442 (4.2)	0.373 (2.1)
非燃料系コモディティの純輸出 (対GDP比、ラグ1)	0.568 (3.6)	0.266 (3.1)
国際観光による純収入 (対GDP比、ラグ1)	1.047 (3.6)	
純送金額 (対GDP比、ラグ1)	0.478 (1.8)	
実質為替レート「交互作用」 (変動率、ラグ1-2の合計)	-0.142 (-3.4)	-0.102 (-1.5)
自由度調整済決定係数	0.724	0.507
観察	928*	563

出所：PGIMフィクスト・インカム。注記：回帰モデルには、報告されていない効果と国ごとに固有の効果が含まれている。係数はすべてのラグの合計であり、T値は括弧内の値。標準誤差は、自己相関を補正するためにクラスター化している。* 経常収支の回帰モデルには先進諸国20か国が含まれている。計測期間：1996-2019年。

⁹ もう一つ重要な注意点がある。世界の経常収支の変動は、集計上の制約に従わなければならない。すなわち、統計的問題から概念化すると、世界の経常収支は合計ゼロにならないといけない。こうした理由から、世界的な調整の特徴を把握するために、経常収支の回帰分析の対象を拡大し、推定値を求めるために20の先進諸国も含めた。

¹⁰ 詳しく言うと、世界のGDP成長率を輸出の割合に、各国の成長率を輸入の割合に、そして実質為替レートを輸出と輸入の割合の平均に結び付けた。さらに、各過程において、貿易の割合の平方根を使用した。これは、資本移動やマインドなど輸出以外の経路も作用する可能性が高いため、輸出の対GDP比が20%の国の世界経済への依存度は、輸出の対GDP比が60%の国の依存度の3分の1にとどまることはないだろうという我々の見解を反映させたものである。この変換がそうした差をいかに圧縮する。国内成長率と実質為替レートに関する論拠も概ね同様である。

¹¹ 定量的には、輸出の割合がGDPのおよそ25%である我々の標本における一般的なエマージング国に関しては、世界の成長率が1%低下すると、経常収支はおよそ3分の2パーセント減少し、財政収支は2分の1%弱減少することが推定される。このように強く、そして我々の見解では納得のいく波及により、エマージング国の世界経済への依存が浮き彫りになった。

次に、これらの係数を用いて今般の新型コロナウイルスによる甚大な影響について推定した。つまり、エマージング国の経常収支と財政収支がどのような影響を受けると見込まれるかを推定した。この作業においては、コモディティ価格はほぼ現在の水準を保ち、原油価格は昨年平均から30%の大幅低下を、非燃料コモディティは10%の低下を想定した。また、世界経済の成長率は8%低下し、昨年のおよそ3%から当年はマイナス5%程度になると想定した（我々の予測に合致）。また各国の見通しには、2020年に関する我々の見通しと、必要に応じて外部データにより補って組み入れた。さらに、当年の国際観光による純収入は30%の急減、純送金額は20%減、そして実質為替レートは6月末時点の水準で推移すると想定した。

経常収支と財政収支の変動予想を図7に示す。我々の計量経済予測は「モデル」と記した列に示している。比較を容易にして議論を広げられるように、IMF、経済協力開発機構（OECD）、シティ、および国際金融協会（IIF）による同様

の予測も含めた。

経常収支に関しては、国によって見通しに一定のばらつきがあるものの、金額に換算して合計すると、IIFを除く各予測では、エマージング国の収支は2020年に悪化すると見込まれている。これらの国にはコモディティ輸出国と観光、送金に大きく依存する国が多く含まれていることを踏まえると、この結果はそれほど意外ではない。この観察と合致し、我々のモデルのアウトプットは概ね他の予測と一致する一方、我々の見通しではチリ（非燃料コモディティの輸出大国）、ナイジェリア（石油輸出国）、パキスタン（多額の送金受取国）の悪化が目立つ。我々のモデルではこれらの国の収支の減少見通しを過大に見積もっている可能性はあるが、それでも警戒を促す重要な根拠を示している。

財政については、合計でおよそ1-2兆米ドルにのぼる赤字の大幅増加が総じて予測されており、我々のモデルもほぼ中央値の赤字増加を予測している。

図7：経常収支と財政収支の変動予想（2020年、2019年比）

	経常収支(対GDP比、%)						財政収支(対GDP比、%)					
	モデル	IMF	OECD	シティ	IIF	平均	モデル	IMF	OECD	シティ	IIF	平均
アルゼンチン	-1.0		1.0	-2.3	1.7	-0.2	-3.3			-4.2	-6.4	-4.6
ブラジル	-0.1	0.9	1.2	2.4	1.4	1.2	-3.3	-10.0	-9.2	-11.2	-13.1	-9.4
チリ	-1.4	3.1	4.3	2.1	4.4	2.5	-5.0	-3.7		-7.4	-9.5	-6.4
中国	0.8	-0.4	-0.4	-0.7	0.4	-0.1	-4.8	-5.7	-3.9	-0.8	-6.9	-4.4
コロンビア	-1.0	-0.4	0.6	0.8	1.0	0.2	-4.7	-0.3	-3.3	-4.8	-6.4	-3.9
エジプト	-2.6	-0.7		-2.1	-0.5	-1.4	-2.5	-0.3		-1.8	-8.5	-3.3
ハンガリー	-0.2	0.7	-0.4	-0.8	-0.6	-0.3	-8.3	-0.9	-7.9	-2.7	-4.7	-4.9
インド	0.7	0.5	1.0	0.7	1.1	0.8	-3.2	-4.7	-2.7	-3.6	-6.6	-4.2
インドネシア	-1.8	-0.5	0.0	0.7	0.5	-0.2	-4.8	-4.1	-5.0	-3.8	-6.3	-4.8
イラク	-5.5	-20.5		-0.2		-8.7	-10.7	-21.5		-21.5		-17.9
韓国	-0.4	1.3	-1.0	-0.4	0.3	-0.1	-4.3	-2.7	-4.2	-3.7	-4.3	-3.9
マレーシア	-1.5	-3.4		-2.1	-1.2	-2.1	-9.2	-1.0		-2.5	-5.4	-4.5
メキシコ	-0.1	-0.1	0.3	1.4	0.5	0.4	-4.9	-3.7		-5.4	-5.2	-4.8
ナイジェリア	-2.4	0.5		1.1	0.2	-0.2	-5.8	-2.3		-1.0	-4.0	-3.3
パキスタン	-0.9	3.2		3.4		1.9	-2.1	-0.3		-0.3		-0.9
ペルー	-0.1	0.5		0.7		0.4	-5.8	-5.7		-6.6		-6.0
フィリピン	-0.1	-2.1		-0.1	-0.7	-0.8	-5.7	-1.4		-3.2	-5.9	-4.0
ポーランド	-0.3	-0.3	0.4	2.5	0.1	0.5	-5.5	-6.0	-10.6	-7.6	-9.2	-7.8
ルーマニア	0.2	-0.8	1.0	2.1		0.6	-5.8	-4.3	-4.8	-4.6		-4.9
ロシア	-3.5	-3.1	-11.4	-2.6	-4.5	-5.0	-6.4	-7.4	-5.3	-5.8	-5.1	-6.0
サウジアラビア	-6.1	-9.4		-2.9	-7.5	-6.5	-10.2	-6.9		-8.1	-13.0	-9.6
南アフリカ	-0.2	3.2	-0.1	3.2	2.5	1.7	-5.3	-8.5	-3.5	-8.7	-14.0	-8.0
タイ	-2.2	-1.7		-3.1	-3.4	-2.6	-6.9	-2.6		-3.0	-5.3	-4.5
トルコ	-1.0	-0.7	-0.4	-3.3	-0.4	-1.2	-2.8	-3.1		-3.3	-4.9	-3.5
ベトナム	-2.6	-3.3		-1.6		-2.5	-6.1	-1.9		-1.8		-3.2
合計:												
米国市場	-77	-199	-182	-96	-2	-135	-1532	-1657	-1117	-1041	-2140	-1586
対GDP比*	-0.2	-0.6	-0.6	-0.3	0.0	-0.4	-4.9	-5.3	-3.5	-3.3	-6.8	-5.0

出所：PGIMフィクスト・インカム *標本に含まれている国の対GDP比

注目すべきは、これらの推定では景気循環に伴う財政状態の悪化と財政出動を行なうための意識的な努力との区別を図っていない。ただ、明らかな点が2つある。1つ目は、こうした赤字の急増は、財政状態の現状維持に対し、平均するとGDPのおよそ5%にのぼる多額の財政出動に相当する。参考のために述べると、IMFはエマージング国による当年の「積極的」な財政刺激策（すなわち、明示的な刺激策）は平均でGDPのおよそ3%になると試算している。こうしたことから、観察される財政悪化のおよそ60%（3%対5%）が政府による明示的な財政出動に由来することが分かる。2つ目は、新型コロナウイルス前の水準にまで赤字額を戻すというのは至難の業であり、今後これらの国における債務額が増加する見込みを示している。

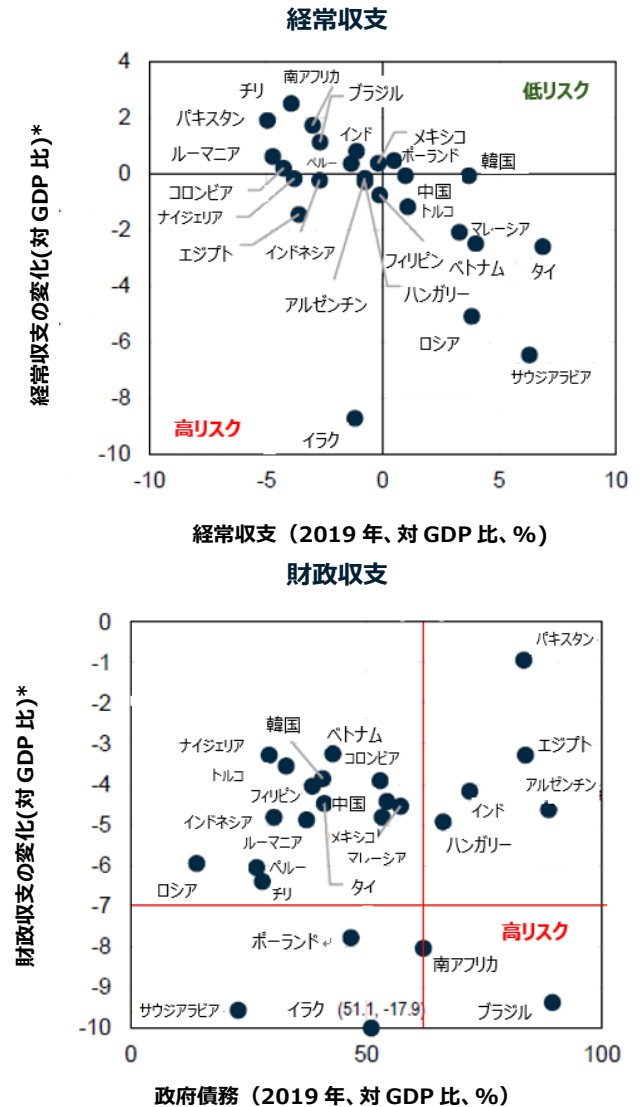
個別の国の財政見通しに関しては、他の予測と比較して我々のモデルはハンガリー、マレーシア、タイ、およびベトナムで赤字幅が著しく拡大すると見込んでいる。これらの国はすべて世界経済の減速に晒されており、非常に影響を受けやすい。反対にブラジルと南アフリカについては、両国とも大規模な景気刺激策を実施しているが、同モデルによる悪化予想はおそらく控え目すぎるだろう。こうしたことから、現実の経済の状況と判断により、モデルのアウトプットを補正する必要があることが分かる。

図8の散布図はこの分析をまとめたものである。これらのグラフのy軸は、前の図における5つの予測を平均した、経常収支（上図）と財政収支（下図）の変動予想を示している。我々はさまざまな視点を取り入れるという観点から予測の平均を用いている。

我々の計量経済モデルは付加価値をもたらす、場合によっては重要な警戒を促す役割を果たすと考えるが、他の見通しよりも、我々自身による予測判断をより重視している。散布図のx軸は2019年における各国の経常収支（上図）と政府債務の水準（下図）を示している。

図8から浮かび上がる経常収支の状況は心強いものである。急激な悪化を示す公算が大きい国の多く（サウジアラビア、ロシア、ベトナム、タイ、マレーシア）が、今回の危機を迎えるにあたり十分な黒字を計上していた。よって、予想される減少が実現したとしても、対処可能な状況に留まると考えられる。反対に、年初に赤字を計上していた国は小幅な改善（左上部の国）を記録するか、悪化するとしても僅かに留まることが予想される。主な例外はイラクで、イラクの2019年の経常収支は小幅な赤字だったが、原油価格の下落に応じて当年は赤字額が巨額に膨れ上がる見通しである。エジプトもいくぶん脆弱に見えるが、同国の立て直しに資するプログラムについてIMFと合意している。

図 8：主要エマージング市場に対する影響の推定



*図7に示されている予測の平均。出所：PGIMフィクスト・インカム

財政収支の予測は、厳しい先行きを示している。1か国を除いてすべての国の財政がこの先1年で少なくともGDPの3%の幅で悪化すると考えられる。そして国によっては、それよりも遥かに大幅に悪化する模様である。パキスタンは例外だが、心配なことに多額の政府債務を抱えている（GDPの80%以上）。財政収支がGDPの7%以上悪化することが予想される国が5か国ある。そのうち南アフリカと特にブラジルは突出して多額の債務を抱えている。サウジアラビア、ポーランド、イラクが計上している債務負担は少～中程度の水準だが、イラクの予想される財政の悪化はとびぬけて大きい（GDPの17.9%）。これらの国のうち7か国はGDPの60%以上の債務を抱えている点は注意すべきである。

まとめると、図8のデータは概ね、対外収支よりも財政収支の

面でエマージング国はより脆弱であることを示しており（高い債務水準と赤字の拡大という観点から見て）、対外収支については、極めて大きな影響を受けている国は相対的に備えが来ている様子である。ブラジルと南アフリカはこの先1年、財政が危機的な状況に陥る公算が特に大きいと思われ、注視する必要がある。

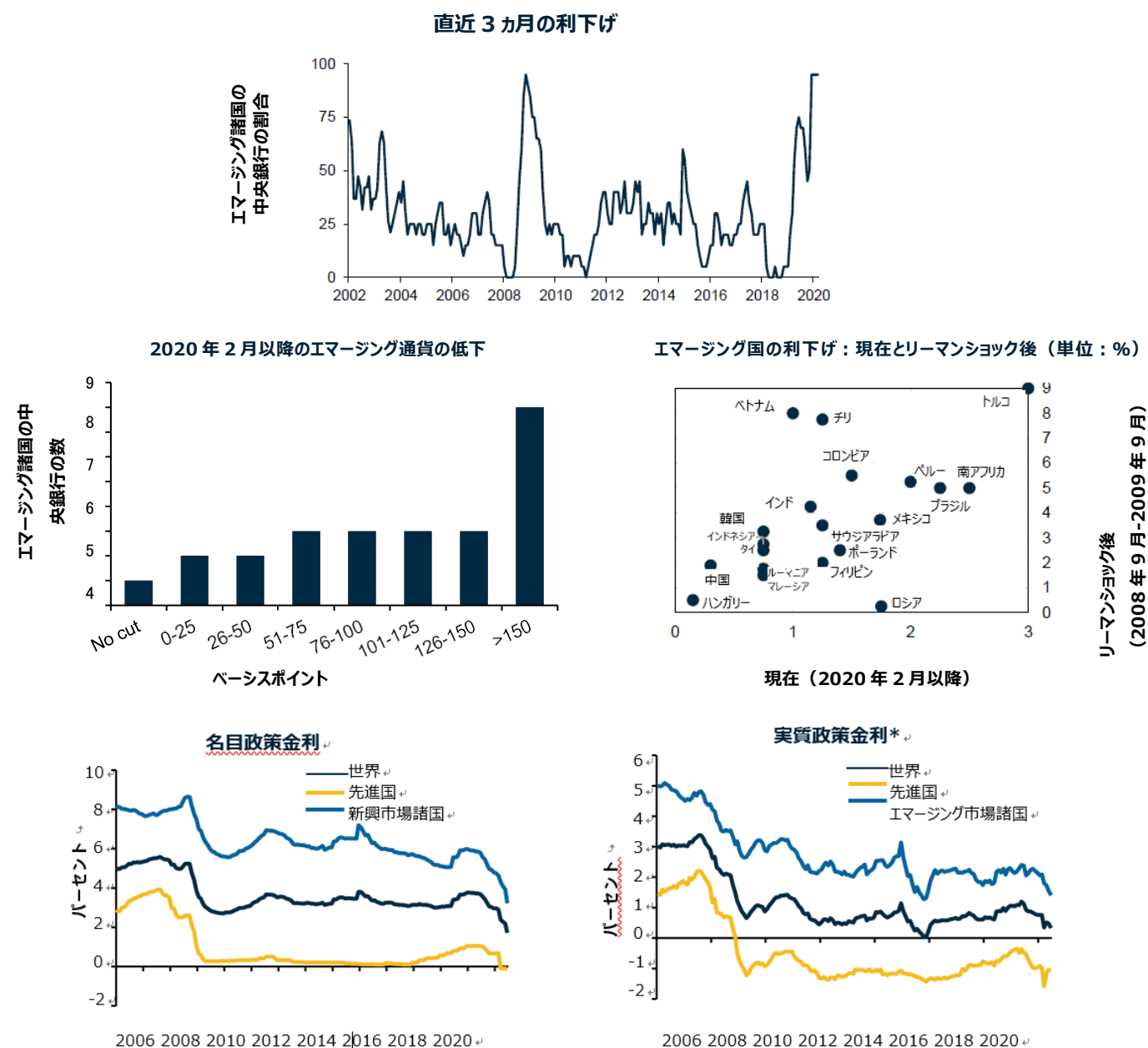
第四の視点 - 政策対応

ここまで、エマージング国を悩ませている主な脆弱性をいくつか説

図 9：エマージング諸国の中央銀行による金融緩和策

明したが、次に国内の政策当局および国際的な政策当局が講じている支援について目を向ける。とりわけ、エマージング諸国の中央銀行による大胆な対応と、IMFが投入している資金支援に焦点を当てる。政策対応によって今後の難題を排除できるわけではないが、経済の収縮効果のある程度吸収し、事態が悪化した場合も有益なセーフティネットとなるだろう。

図9に、エマージング諸国の中央銀行がこれまでに講じた政策対応と刺激策に関する補足的視点を示す。



* コア消費者物価指数（CPI）の12ヵ月移動平均を用いて計算。出所：ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム

これらのグラフから分かる通り、エマージング諸国の中央銀行は迅速に利下げによって対応してきた。この数か月、金融緩和サイクルが世界金融危機以来の広がりを見せている。中央左のグラフに示した通り、25 の中央銀行のうち 20 行が 2 月以降 50bps を超える利下げを行っており、うち 8 行の利下げ幅は 150bps を超えている。

下のグラフは、名目政策金利と実質政策金利で見たエマージング諸国の金融政策対応をまとめたものである。目を引く点が 2 つある。まず、コロナ禍が発生した時、エマージング諸国の政策金利は既に過去最低に近い水準にあり、世界金融危機発生時の水準を大きく下回る水準にあった。次に、より広範には、最近の金融緩和は、実際は米連邦準備制度理事会（FRB）の「サイクル半ばでの」調整によって、昨年中盤に始まった緩和サイクルを引き継いだものである。これら二つの事象とも、予想外のコロナ禍が始まった時にエマージング諸国の中央銀行は偶然にも態勢が整っていたことを示唆している。

この点を念頭に置き、2 月以降の政策対応と世界金融危機時に実施された政策対応を比較する図を中央右に示した。この散布図により、意外な関係が浮き彫りになった。これまでにエマージング諸国の中央銀行が今般の危機において行ってきた緩和策は、全体として、リーマンブラザーズの破綻後 1 年以内に実施した利下げ幅の 3 分の 1 程度である。これにはおそらく、先述の通り、新型コロナウイルスが発生した時点で既に金利は低水準にあり、追加的な緩和策を実施する余地が小さかったという点が反映されている。ただし、少なくとも世界金融危機が有用な比較対象となるとすれば、景気が急速に回復しない限り、追加利下げ実施の可能性が大いにあるということも示唆している。我々はとりわけ、ロシア、エジプト、メキシコ、中国でこの先 1 年の間に追加利下げが実施される可能性があると考えている。エマージング諸国の中央銀行が持っている景気減速に陥った際に利下げを実施できる能力が高まっていることは、これら中央銀行の政策当局としての信頼性が深まっていることを示している。実際、前回の世界金融危機時には、金融政策は、通貨安を回避しインフレを阻止するために金融引き締めを実施しなければならなかった。

利下げを補強するために量的緩和策に踏み切ったエマージング諸国の中央銀行も複数ある。ポーランドでは相対的に大規模な資産購入が行なわれているが（GDP の 4% 超）、チリ、トルコ、コロンビア、南アフリカなどの国でも資産購入が進められている。これまでのところ、量的緩和策は、主に財政出動のあからさまなマネタイゼーション（財政ファイナンス）というよりも、市場の安定化を目的に行なわれている。

エマージング諸国が財政ファイナンスという決定的な境界線を超えられるか、または超えるべきか否かは、議論の余地がある重要な問題である。¹²

では次に、今般の混乱期を通じてエマージング市場を支えるための国際的な取り組みに目を向ける。本稿は、こうした対応策の詳細について解説することを主眼とはしていないが、重要なポイントがいくつかある。まず、IMF は現在最大限の力を注いで対応に取り組んでいる。IMF の報告によると、同基金はこれまでに現在の混乱に対処するために 2,500 億米ドルの資金を振り向けた。¹³ 金額で見ると、その大部分は優良なエマージング国が主に利用できる IMF の流動性枠を通じて供給されている。ただし、その他にも、新型コロナウイルス関連の悪影響に対処するための緊急資金の要請が 100 以上から IMF に寄せられている。同基金はこれまでに要請のうちおよそ 70 件を承認し、250 億米ドルにのぼる支出をしている。この金額は各国の資金ニーズや IMF 全体の資金と比較すると微々たるものだが、こうした対応により、同基金が全世界を支援するものであることが明らかになった。

さらに、IMF は資金援助の取り組みを次の段階へ引き上げようとしており、ウクライナとエジプトに対する 50 億米ドルもの大規模な支援計画をこのほど発表した。さらに広く見れば、今般の景気減速の外生的な性質に鑑み、同基金は比較的緩やかな条件での大規模な支援をいくつか検討すると我々は予想している。IMF のバランスシートは世界金融危機の発生時よりも遥かに大きくなっており、IMF の専務理事は、同基金は最大限の資金を振り向ける意向であると表明している。それと並行して、世界銀行も金融支援を拡大させている。

IMF は、多額にのぼる無条件の流動性を加盟国へ提供する手段として、特別引出権（SDR）の新規配分枠の創出を検討した。最終的には、同案は加盟国から十分な政治的支持を集めることができなかった。それでも、SDR の配分は IMF の政策手段における重要なツールであることに変わりはなく、状況が再び悪化すれば再検討されると我々は見ている。

エマージング市場を支える国際的な取り組みの 2 番目の柱として、G20 は二国間取引における最貧国から先進国の公的債権者に対する債務返済の猶予を発表した。5 月 1 日に始まり 2020 年にわたって続けられる予定のこの返済猶予措置により、最貧国は 165 億米ドルにのぼる返済を猶予されたと OECD は試算している。当初、当年だけで 85 億米ドルにのぼる民間債権者への債務返済もこの措置に組み込まれることが想定されていた。しかしながら、その計画の調整に伴う現実的課題を結局解決することができず、本件については棚上げとなった。

¹² Institute of International Financeによるマクロノートである「非正統的な政策手段に依存するエマージング諸国」（2020年6月24日）を参照。

¹³ Gerry Rice, による 2020 年 7 月 4 日（<https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/06/04/tr060420-transcript-of-imf-press-briefing>）と 2020 年 7 月 18 日（<https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/06/19/tr061820-transcript-of-imf-press-briefing>）の IMF プレス・ブリーフィングのトランスクリプションより。

最後に、FRB、欧州中央銀行（ECB）、およびその他先進国中央銀行による大胆な金融緩和策も、例えば世界各国・地域での市場機能の改善や概してより景気刺激的な資金調達条件を通じて、エマージング市場にもその効果が波及しており、エマージング諸国の負債管理の取り組みを支えている。また、エマージング市場で発生した悪影響に直接対処するための措置を講じた先進国の中央銀行もいくつかある。例えば、FRB はメキシコ、ブラジル、韓国、シンガポールとのスワップラインを新たに開設したほか、エマージング諸国向けにレボ・ファシリティも創設した。ECB はブルガリアとクロアチアとのスワップライン、ルーマニアとのレボ枠を開設した。こうした直接支援は市場の一部が望んでいた内容には満たないとは言え、これらの措置はかなり大規模であり、悪影響が再燃すれば先進諸国の中央銀行は追加措置を講じることが十分予想される。

まとめ - どの国が最も脆弱か？

図 10 は、総合的な脆弱性を評価するために 4 つの視点を通して導き出した検証結果を統合したものである。具体的に言うと、新型コロナウイルスに対する全般的なエクスポージャー（図 1）、既存のマクロ経済的な脆弱性（図 3）、予想される財政悪化（図 7）に応じて各国に順位をつけた。対外収支の脆弱性はそれほど脅威ではないと考えられるという我々の結論を踏まえ、以上 3 つの変数のみに焦点を当てている。これらの変数が、この先 1 年におけるエマージング諸国の脆弱性を決定づける重要な要素になると我々は考える。

図 10 : 全体的な脆弱性の集計(順位)

	コロナ ウイルス	既存の マクロ面	財政収支の 変動	平均	総合	備考 : 利 下げ (bps)
脆弱性が最も高い :						
ブラジル	3	5	3	3.7	1	200
南アフリカ	7	3	4	4.7	2	250
ルーマニア	5	9	10	8.0	3	75
ハンガリー	6	10	9	8.3	4	15
メキシコ	1	14	11	8.7	5	200
チリ	10	11	6	9.0	6	125
エジプト	8	2	22	10.7	7	300
アルゼンチン	15	4	13	10.7	8	200
脆弱性が最も低い :						
フィリピン	9	21	18	16.0	21	100
ナイジェリア	21	8	23	17.3	22	100
タイ	14	24	15	17.7	23	50
ベトナム	22	18	24	21.3	24	100
韓国	25	20	20	21.7	25	75

出所 : PGIMフィクスト・インカム

先述の議論と同様に、ブラジルと南アフリカが突出してリストの上位に位置する。3 つ全ての基準で両国のエクスポージャーは顕著である。もっとも、これらの国でさえも、特筆すべき軽減要因がいくつかあると考える。両国とも信頼できる中央銀行が存在し、最後の列に示した通り金融政策による支援策が実施されている。さらに、両国の財政赤字は国内資金で賄われており、かつ主として景気を刺激するための積極的な取り組みが見られる。ブラジルは多額の外貨準備を保有しており、南アフリカは IMF と支援の可能性について協議を開始している。よって、我々はこれらの国の動向を引き続き注視していくが、短期的に困難に陥るとは考えていない。

ブラジルと南アフリカに続く国は、脆弱性の種類がそれぞれ異なる。例えば、ルーマニア、ハンガリー、メキシコ、チリは、マクロ経済的な脆弱性がそれほど高くない状態で今般の危機を迎えたが、その後は新型コロナウイルスや財政の悪化によって相対的に大きな打撃を受けている。反対に、エジプトとアルゼンチンの脆弱性は明らかに、コロナ禍以前から抱えていたマクロ経済上の大きな課題に由来する。

脆弱性が最も低い 5 か国はアジアの 4 か国とナイジェリアとなっている点は特筆すべきである。ナイジェリアの既存のマクロ経済面の脆弱性と石油輸出大国であるという点を鑑みると、ナイジェリアがこの集団に入っているのは意外に思われる。ナイジェリアは今般の混乱において顕著な耐性を発揮していると我々の分析は示しており、新型コロナウイルスに対する脆弱性と予想される財政悪化の両基準において最低スコアに近い数値を記録した。

結論、および投資への示唆

新型コロナウイルスの感染拡大は先進諸国にもエマージング諸国にも同様に猛威を振っている一方、2020 年 3 月にコロナ禍の悪影響が浮上してからエマージング諸国は先進国とは異なる課題にも直面している。エマージング諸国では資本流入とリスク選好意欲の顕著な減少・後退により動揺が広がり、世界的な需要の急激な縮小がこれに拍車をかけた。さらに、資源輸出国であるエマージング諸国の多くが、原油その他コモディティ関連価格の下落による打撃を受けた。

投資の観点から見ると、我々は一つ一つの国の脆弱性の詳細な中身に焦点を当て、本稿内の分析と同様の分析を用いることで、今般の混乱を切り抜けることを目指してきた。そして、そうした取り組みにより、大きく分けて 2 種類の投資機会を得た。

まず、脆弱性が相対的に小さく、債券の発行頻度が高くないエマージング銘柄を一部買い増す機会を得た。例えば、長期的な財政運営のための資金を確保するために起債を行った

国があった。市場の悪影響により、これらの起債は、市場下落局面前よりも大幅に拡大したスプレッド水準で発行された。

次に、低格付で脆弱性の高いエマージング国の多くが、IMF による緊急資金を確保しているか、またはファンダメンタルズの悪化を十分補うほどの割安水準で取引されている。中には、十分な資金のバッファーや発行市場へのアクセスを維持している国もある。我々の国別評価を用いて、それら発行体へのエクスポージャーを選別的に引き上げた。エマージング市場のハイイールド債のスプレッドは歴史的に見て割安な水準にある中、こうした我々の投資の意思決定は概ね相対価値の判断に基づくものであった。並行して、低格付の発行体のうち、ファンダメンタルズが相対的に弱い、バリュエーションの魅力度が相対的に低いと判断した発行体へのエクスポージャーを減らした。¹⁴

この先数ヶ月間のエマージング債のスプレッドの動向は不透明だが、引き続き、エマージング・ソブリン債が比較的短期間で回復する展開を予想している。仮にそのような展開になれば、今般のコロナショックも、過去の数多くのエマージング市場の急落事例と同様に、市場が大幅下落したものの、その後、急速に回復したケースの一つとなるだろう。こうした市場回復の可能性は、本稿における主な考察、特に今般のコロナ禍に伴う負担は多くの国に広がっており、かつ政策当局が精力的に支援策を講じているという考察をはじめ、本稿における主な考察が、そうした可能性を示している。もう少し深い意味では、エマージング金融市場はこれまで何度も市場の大きな変動を経験してきた。そして、エマージング市場がこれまでも諸々の混乱を乗り越えてきたという実績こそが、今般のコロナショックにおいてもエマージング市場が危機を乗り越えるのに資するはずである。

¹⁴ エマージング債券内の資産クラスを比較すると、投資妙味が最も高いのはやはりハードカレンシー資産だとみている。ヘッジ有の現地通貨建債は最初の相場下落局面ではアウトパフォームしたが、ここ数ヶ月にわたるハードカレンシー建債のスプレッド回復に後れをとっている。エマージング国通貨の反発は比較的ばらつきがある。

エマージング国における新型コロナウイルスの状況

ガーウィン・ベル PhD、グローバル・マクロ経済リサーチ・チーム、アジア担当リード・エコノミスト兼プリンシパル

エマージング国において新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）が感染拡大を見せる中、各国の抵抗力について大きな懸念が浮上している。当初の関心は2019年末に武漢で新型コロナウイルスが発生した中国に集中し、その後関心は先進諸国に移った。そして直近では、エマージング国にける感染拡大が懸念されており、エマージング国における概して脆弱な医療制度、予算・財政余地の欠乏、これに加えて多世代住宅が一般的であること、規制を無視した密集した住宅配置など、ウイルスの感染拡大に拍車をかけるような要因が指摘されている。

これまでのところ、これらの懸念は実証されてない。報道の多くが感染者数の報告に着目している一方、検査が一貫性を欠くため、感染者数の国際的な比較は基本的に無意味である。死亡者数を分析することで、こうした一貫性の欠落問題を軽減できる。図Aは主要エマージング国における人口当たりの死亡者数（棒グラフ）を、米国、イタリア、日本の水準（点線）と比較したものである。大半のエマージング国で先進諸国よりも遥かに少ない人口当たりの死亡者数となっており、広く手本にすべきと考えられている日本の状況に匹敵するような国さえもある。

こうした意外とも言えるエマージング国の状況は、先進諸国が当初懸念していたよりも少ない死者数が反映されたものである。先進諸国による当初の反応は、新型コロナウイルスの蔓延とその致死率に関する深刻な予測（例えば Imperial Collegeモデル）を背景としたものだったが、当時はより楽観的な分析は除外されていた。しかしながら現在は、正確な陽性率の分析を可能にする無作為に実施された抗体検査のデータを利用できるようになり、感染者数は記録上の数より一桁（あるいはそれ以上）多いと考えられており（例えば、ニューヨーク市は人口の4分の1）、よって遥かに低い感染致死率が試算されている。さらに、世界保健機関（WHO）の調査により世界で最も優れた公衆衛生システムを有すると評価されていたフランスやイタリアの状況が物語る通り、一国の公衆衛生システムの質と新型コロナウイルスへの抵抗力の関係はそれほど単純ではない模様である。

これまでのところ、その他の重要な軽減要因もエマージング国における軽微な被害に寄与している。先進諸国のデータによると、新型コロナウイルスによる死亡者の平均年齢はおよそ80歳である。エマージング国の人口は概して若く、人口に占める80歳以上の割合は遥かに低い（例えば、南アフリカは0.7%で、イタリアの割合の約10分の1である）。この事実を加味するだけで、エマージング国での被害が少ないという実態の大部分の説明がつく。しかし、タイなど、被害が少ないエマージング国の中には高齢化が進んでいる国もあり、他の要因も作用している。結論を出すには早過ぎるが、エマージング国では他の地域に遅れて感染が拡大し、先進諸国の教訓を基に対策を実施することができたという点もエマージング国に有利に作用している要因の一つである。他にも、肥満や糖尿病など一部のリスク要因が一般的にエマージング国ではそれほど広がっていないという点も挙げられる。

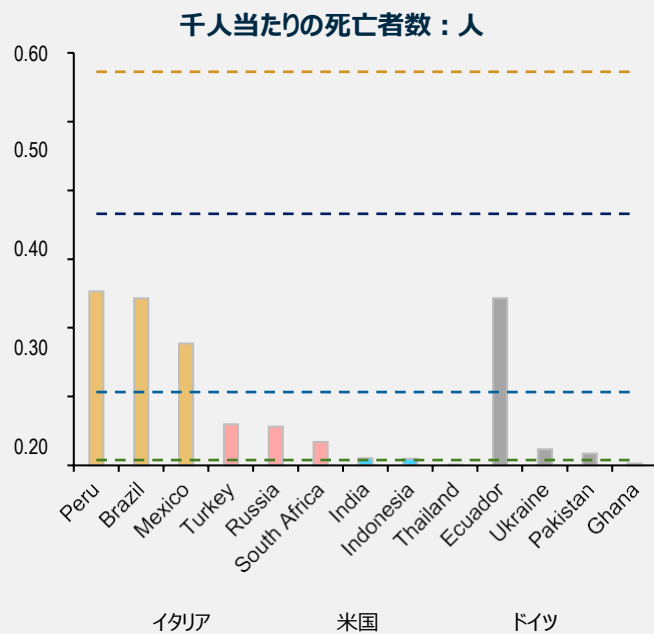
先進諸国で見られる傾向と同様に、エマージング国でも一定の地域差が生じている。概して、アジア諸国の致死率は最も低く、欧州諸国と西半球はアジアよりも致死率が高い。この傾向は、先進諸国、エマージング国、そしてフロンティア市場にも当てはまる。現段階では、まったくの空論とは言わないまでも暫定的な説明しか存在していない。おそらく、重症急性呼吸器症候群（SARS）や中東呼吸器症候群（MERS）といった呼吸器系ウイルスに関するアジアの過去の経験が背景となって、社会的にも公衆衛生の面でもより優れた備えが出来ていたのかもしれない。あるいは、これらの地域における既存のワクチン接種（例えば、天然痘ワクチン）が、新型コロナウイルスの感染を抑制している可能性もある。地域差が今後残るか否か、そして地域差の理由は、時間が経てば自然と判明するであろうが、差し当たりこうした地域差はエマージング国にとっていくらかの明るい材料になっている。

このようにエマージング諸国にとって相対的に好ましい傾向があるものの、待ち受けているリスクも存在する。まず、社会一般の意識が感染者数の報告に未だに偏っている。エマージング国は人口が多いため、多くの感染者数が予想され、また検査が強化されれば（たとえ潜在的な感染者数が同じだとしても）より多くの感染者数が明らかになり、同時にそれがきっかけとなって、感染拡大が深刻化しているという認識が広がりかねない。したがって、有識者がウイルスによる死亡者数を全死亡者数に照らして考えることが大切である（表1）。2つ目のリスクは、死亡者数の時間的推移と関係がある。

死亡者数が当初急増しその後減少傾向にある先進諸国とは対照的に、アジアをはじめとする一部のエマージング国における死亡者数の推移はより横ばいで推移している。死亡者数が最も少ない先進国である日本でも同じような傾向を確認できる。いずれにしろ、この点も観察する価値がある。

新型コロナウイルスは公衆衛生を巡る問題であったが、今や経済の停止に対する懸念など付随的な損害にも広がっている。エマージング諸国は、概して先進諸国よりも社会保障が未発達であり、また財政余地も小さい。よって、経済の停止が長期化すれば最貧国に最も大きな打撃を与える。有識者らが、食料安全保障、基本的な健康の維持、貧困に対する意図しない影響を指摘している上、政治不安リスクの高まりも懸念させる。さらに、世界の経済成長の急減速もマイナスの波及効果を及ぼす。こうした背景の中、一部のエマージング国が加速的なペースで経済を再開させたとしても、投資家は驚くべきではない。エマージング国においては新型コロナウイルスによる死亡者数が少ないという、これまでに説明した一次評価が今後も当てはまれば、それも当然の成り行きである。

図 1：新型コロナウイルスによる人口当たりの死亡者数



ジョン・ホプキンス大学から得た 2020 年 6 月 22 日までのデータ

図 2：主な国における死亡者数

		コロナウイルス関連 死亡者数 (6/22/20現在)	全体死亡者数 (推定、2019年) *	割合
先進国:	米国	120,402	2,822,390	4.27%
	イタリア	34,657	629,842	5.50%
	ドイツ	8,899	928,041	0.96%
	日本	955	1,307,169	0.07%
	ブラジル	51,271	1,342,064	3.82%
新興国:	メキシコ	22,584	750,272	3.01%
	インド	14,011	9,895,599	0.14%
	ロシア	8,196	1,874,459	0.44%
	ペルー	8,223	176,337	4.66%
	トルコ	4,974	452,188	1.10%
	インドネシア	2,500	1,747,700	0.14%
	南アフリカ	1,991	568,015	0.35%
	タイ	58	524,768	0.01%
フロンティア 市場:	エクアドル	4,223	88,606	4.77%
	パキスタン	3,695	1,525,270	0.24%
	ウクライナ	1,022	668,747	0.15%
	ガーナ	85	227,617	0.04%

* (国連による計算の) 死亡率 × 人口

付録

図 A : コロナウイルスに対する脆弱性 (2019 年)

	「直接的」 影響 コロナ死 亡者数* 百万人 当たり	「間接的」影響			
		サービス	純送金額	純国際観光	純石油 輸出額
		対GDP比	対GDP比	対GDP比	対GDP比
アルゼンチン	28	55.5	0.0	-1.4	-0.6
ブラジル	271	63.0	0.1	-0.9	0.3
チリ	288	57.9	-0.2	0.3	-3.9
中国	3	52.2	0.0	-1.8	-2.3
コロンビア	61	57.7	2.0	0.3	6.3
エジプト	27	51.4	10.0	3.9	-2.8
ハンガリー	61	55.5	1.9	3.9	-3.8
インド	12	49.1	2.6	0.1	-4.4
インドネシア	10	43.4	0.6	0.4	1.0
イラク	46	42.0	0.1	-2.6	32.4
韓国	5	53.6	-0.2	-0.9	-5.8
マレーシア	4	53.0	-2.5	2.4	2.0
メキシコ	207	60.1	3.0	0.8	-1.4
ナイジェリア	3	52.0	6.1	-2.8	11.5
パキスタン	19	52.7	7.8	-0.7	-5.3
ペルー	283	53.7	1.5	0.7	-1.2
フィリピン	11	60.0	10.1	-0.8	-3.9
ポーランド	38	56.8	-0.1	0.9	-2.9
ルーマニア	85	57.1	3.0	-0.8	-1.7
ロシア	63	54.1	-0.7	-1.2	14.2
サウジアラビア	46	48.4	-4.0	-0.1	28.9
南アフリカ	41	61.0	0.0	0.9	-2.0
タイ	1	56.9	0.3	10.0	-6.2
トルコ	60	54.3	-0.1	4.2	-5.0
ベトナム	0	41.1	6.4	1.7	-2.8

*2020 年 6 月 29 日現在

図 B : マクロ経済的な脆弱性 (2019 年)

	経常収支	財政収支	一般政府 債務	外貨準備の 十分性
	対GDP比	対GDP比	対GDP比	対準備金比
アルゼンチン	-0.8	-3.9	88.7	82.9
ブラジル	-2.7	-6.0	89.5	157.7
チリ	-3.9	-2.6	27.9	92.2
中国	1.0	-6.4	54.4	83.0
コロンビア	-4.3	-2.2	52.9	138.5
エジプト	-3.6	-7.4	83.8	82.4
ハンガリー	-0.8	-2.0	66.3	105.5
インド	-1.1	-7.4	71.9	166.5
インドネシア	-2.7	-2.2	30.4	110.9
イラク	-1.2	-0.8	51.1	212.7
韓国	3.7	0.9	40.7	108.4
マレーシア	3.3	-3.2	57.2	115.9
メキシコ	-0.2	-2.3	53.4	114.6
ナイジェリア	-3.8	-5.0	29.4	106.1*
パキスタン	-5.0	-8.8	83.5	32.1
ペルー	-1.4	-1.4	26.7	282.0
フィリピン	-0.1	-1.9	38.6	203.8
ポーランド	0.5	-0.7	46.7	131.8
ルーマニア	-4.7	-4.6	37.3	135.4
ロシア	3.8	1.9	14.0	309.9
サウジアラビア	6.3	-4.5	22.8	394.9*
南アフリカ	-3.0	-6.3	62.2	75.2
タイ	6.9	-0.8	41.1	220.7
トルコ	1.1	-5.3	33.0	85.9
ベトナム	4.0	-3.3	42.9	148.5*

*輸入と GDP に対する外貨準備高を用いて試算した

留意事項 1

データの出所(特に断りのない限り): PGIMフィクスト・インカム、2020年7月現在。

PGIMフィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社であるPGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社として登録されていることは、何らかの水準、スキルまたは訓練を満たしていることを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含みます。(i) ロンドンのPGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京のPGIMジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールのPGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社とはならん関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうか

に関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国および欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです: Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており(登録番号: 193418)、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドが証券先物条例の第一項第一条のセクション1 ((a)から(i)の段落)で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている)販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり(登録番号: 193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号: 49012)

© 2020 PFI and its related entities.

2020-4194

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"The Prospects for the Emerging Markets – Looking Beyond the Storm"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ74182