

コロナ禍後の新興国の財政再建を考える：歳入面について

ジャンカルロ・ペラッソ、リード・エコノミスト、アフリカおよび旧ソ連地域

エリザベス・ドッペルト、アソシエイト、グローバル・マクロ経済リサーチ・チーム

足元で世界各国の経済はコロナ禍の最悪期を脱して回復に向かいつつあるが、いずれの国においても財政状況は悪化しており、2019 年末時点と比べると政府債務は大きく膨れ上がっている。新興国に関しては、貧困国の債務削減を目的とした債務再編やその他の施策について、市場参加者や各国の政策当局は関心を向け始めている¹。こうした施策の長所や短所についてはさて置き、新興国に目を向けると、債務負担を軽減し、かつ外生的なショックによる更なる衝撃を十分に吸収できるような財政再建の実施能力には、国ごとに格差があることが分かる。どの国が財政面でより信頼できる政策を実施してきたのか、つまりどの国の政府が歳入を増やすことがより可能な状況にあるのかを評価することによって、エマージング債市場における現在の投資機会に関する情報がある程度得ることが出来る。

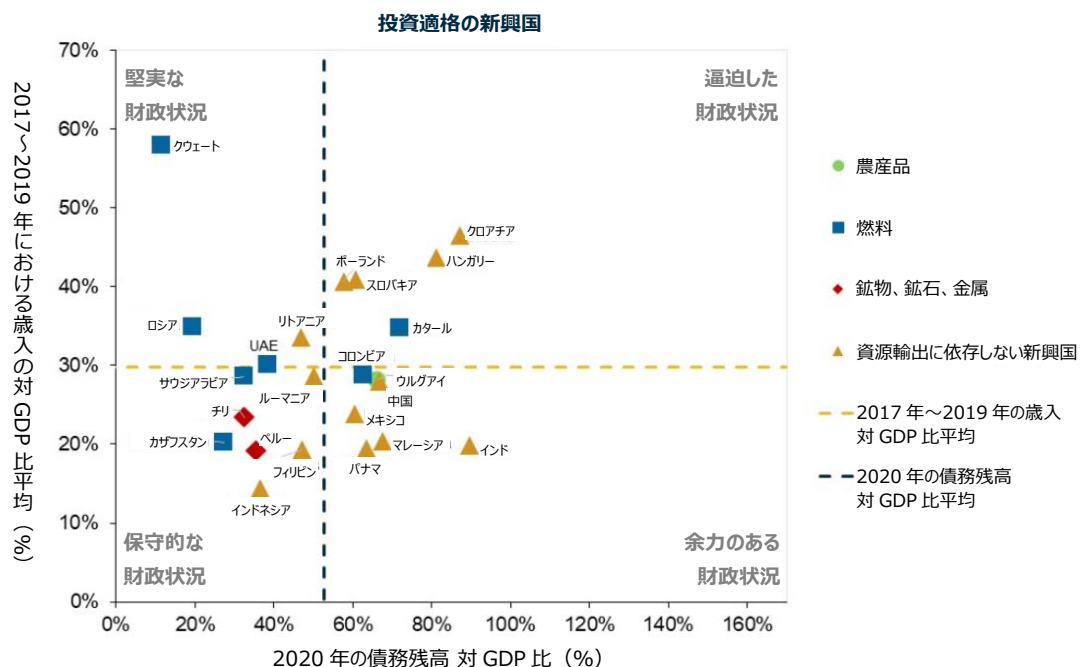
コロナ禍を背景とした財政出動に対する圧力、経済成長を促す必要性、債務返済負担の増加を考慮すれば、歳出が急激に抑制されることはないとの見通しを踏まえ、本稿では各国が歳入を増やすことができるかどうかに焦点を当てる。債務負担を軽減するためにどのような方法が選択されるかは政治的な問題であり、各国固有の政策に依るが、現時点の財政状況を評価することで、今後の財政再建の実現可能性や課題が明らかになる。債務の持続可能性について評価する際には、為替レート、経済成長、インフレといった他の要素も間違いなく重要であるが、本稿では純粋に財政面、とりわけ歳入面について焦点を当てる。また、歳出面については今後発行されるレポートにおいて検証を行う予定である。

歳入増に向けた展望

各国の 2020 年末時点の対 GDP 比債務残高と 2017～2019 年の対 GDP 比平均歳入を比較検証することにより、それぞれの国が既に債務に対処するために高い税率を課しているか、そして債務負担を軽減するために歳入を増やすことがどの程度難しいかを評価することができる²。次に、これら 2 つの要素に基づいて各国の標本平均を計算し、「逼迫した財政状況（高い債務水準/高い税率）」、「余力のある財政状況（高い債務水準/低い税率）」、「保守的な財政状況（低い債務水準/低い税率）」、「堅実な財政状況（低い債務水準/高い税率）」の 4 つのカテゴリーに分類した。

我々は、各新興国を投資適格国とハイイールド国の 2 つのグループに分けて分析を行った（図 1 および図 2）。また、資源輸出に依存した歳入は変動が大きいが考えられ、よって歳入増を目的とした政策の実施も一筋縄ではいかないものとなる可能性があるため、資源の輸出国および輸出されている資源の種類について明示した。

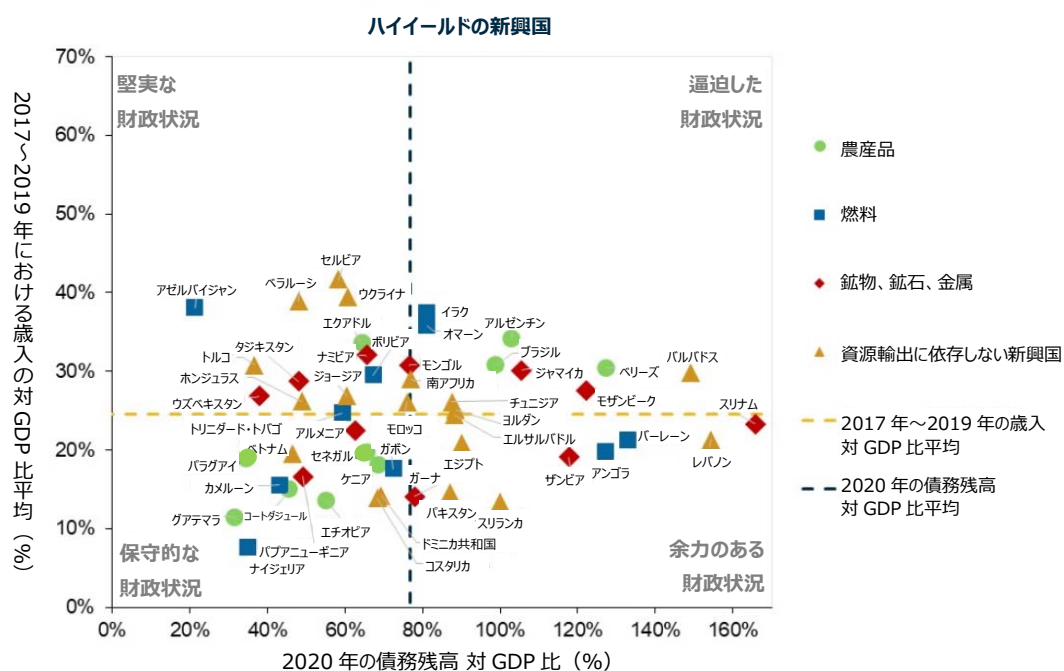
図 1：逼迫した財政状況にある投資適格の新興国はほとんどない



出所：国際通貨基金、2021 年 5 月現在

逼迫した財政状況に分類された投資適格の新興国は非常に限定的であり、これら 5 カ国のうち 4 カ国が EU 加盟国であることは安心材料である。これら EU 加盟国は、欧州復興基金（次世代 EU）を通じて GDP 比 5%以上の規模の補助金を受け取る資格があり、債務を増やすことなく歳入を増やすことができる。更に、こうした国は EU から GDP 比 10%に相当する額の低利融資も利用できる。よって、既に相対的に高い水準に達している債務に対処するために歳入を増やすことは、それほど差し迫った問題ではない。

図 2：保守的な財政状況にあるハイイルドの新興国には歳入増の余地がある



出所：国際通貨基金、2021 年 5 月現在

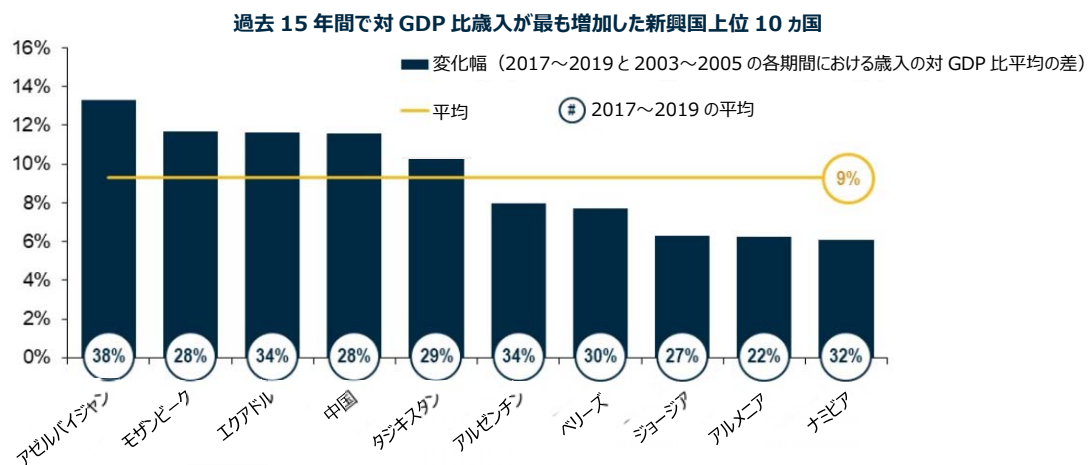
ハイイルドの新興国では、国ごとに状況が大きく異なる。堅実な財政状況に分類された新興国以外は、資源の有無や地域的な規則性はほとんど見られない。なお、堅実な財政状況に分類された新興国の多くは、旧共産主義国である。

保守的な財政状況に分類された新興国に目を向けると、大多数のサハラ以南のアフリカ諸国の対 GDP 比政府歳入は平均を下回っていることが分かる。こうした保守的な財政状況に分類された新興国は、実質的にも政治的にも最も容易に財政再建を実施できる国の代表例だと考えられる³。これらは、新興国の中において、より信頼性の高い財政政策を実施してきた国であり、今後は容易に歳入を増加させることが可能であろう。

対 GDP 比歳入が最も増加した新興国上位 10 カ国

特に景気回復がまだ不完全であるような場合、歳入増は常に政治的に難しい判断であると認識されている。こうした中、過去 15 年間で対 GDP 比歳入が最も増加した新興国について検証した（図 3）。

図 3：歳入の大幅な増加は可能



出所：国際通貨基金、2021 年 5 月現在

図 3 のデータは非常に長期にわたるものであり、また歳入の増加率は各国の当初の対 GDP 比債務残高の影響を受けるが、この図は歳入の大幅な増加が可能であることを示唆している。ただし、こうした歳入増が政治的に実現可能かどうかは全く別の問題である。

我々の検証の結果、新興国の財政状況は国によって様々だということが分かった一方で、2 つの点について強調したい。第 1 に、輸出品目の構成によって当該国の財政状況が左右されることはないように見受けられ、資源価格は大きく変動する可能性があることも踏まえると、資源輸出国を歳入の変動性によってグループ分けするには、更に慎重な分析が必要となる。第 2 に、多くのハイイルドの新興国が保守的な財政状況に分類されているが、これは他国よりも信頼性の高い財政政策を実施してきたことを意味しており、投資対象として更に検討する価値がある。

¹ 低所得国の債務負担を軽減するために G20 が実施している 2 つの施策として、債務支払猶予イニシアティブ（DSSI）と DSSI を超える債務措置に関する共通枠組みの 2 つが挙げられる。<https://www.imf.org/en/About/FAQ/sovereign-debt> を参照。

² 2020 年の対 GDP 比歳入はコロナ禍によって大きく歪んでおり、各国の平均的な財政への圧迫を示すものではないためデータから除外した。逆に、対 GDP 比債務残高は、各国が直面する実際の債務負担を表している。

³ エチオピアは保守的な財政状況に分類されており、これは債務再編を目指しているとの発表を巡る市場の混乱を立証するものである。エチオピア当局からの発表は一貫しておらず、現時点では最終的な決定は下されていない。

本資料は 2021 年 5 月 25 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。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。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社である PGIM 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の登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニング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拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・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はありません。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、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、意見および提言について示したものです。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のですが、その情報の正確性、完全性、および情報が増えたり減ったりする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いません。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いません。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。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して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、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域（EEA）では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、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）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条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。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。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）カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

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。

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"EMERGING MARKETS' POST-PANDEMIC FISCAL ADJUSTMENT: THE REVENUE SIDE"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

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、ブルデンシャル・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ブルデンシャル・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
PGIMJ82102