

# 脆弱性を抱える新興国の経済大国：ブラジルと南アフリカ

PERSPECTIVES | 2021年4月



**FRANCISCO  
CAMPOS-ORTIZ, PHD,**  
ラテンアメリカ  
リード・エコノミスト,  
グローバル・マクロ経済リサーチ



**GIANCARLO PERASSO**  
アフリカおよび旧ソ連地域  
リード・エコノミスト,  
グローバル・マクロ経済リサーチ



**BRIAN LEVINE**  
アソシエイト,  
グローバル・マクロ経済リサーチ

新型コロナウイルスに対応するための大規模な財政支出の結果、ブラジルと南アフリカの政府債務は過去1年間で急増し、両国がコロナ禍以前から抱えていた巨額の財政赤字が更に悪化している。加えて、両国は過去最悪の景気後退からの回復に苦戦しており、また、予想を下回るワクチン接種ペースとも戦っている。両国はともに、今後数年にわたって大きな課題に直面することが予想され、経済面でいくつかの類似した特徴を持っているが、両国を比べると南アフリカの見通しがより良好だと我々は考えている。すなわち、マクロ経済および政治面の下支えがより期待できること、中央銀行の信頼性が高いこと、国内の金融セクターがより発達していることから、今後、南アフリカの現地通貨建債券がブラジルの現地通貨建債券をアウトパフォームすると予想している。

ブラジルと南アフリカは、新興国における経済大国であり、海外投資家にとっては最大規模の現地通貨建債券市場となっている<sup>1</sup>。その一方で両国の経済成長率はともに、過去15年間にわたり新興国全体を大きく下回ってきたという不名誉な特徴を有している。程度の差はあるものの、両国の経済成長率はともに同じ地域の他の新興国を下回っただけでなく（図1A）、コロナ禍発生前の成長率は緩やかな低下傾向にあった（図1B）。また、両国は経済面でもいくつかの共通した特徴を持っている。すなわち、両国ともコモディティの輸出大国であり、大きな公的セクターと国有企業が存在しており、財政の現状と見通しが大きく悪化している。こうした状況は、公的債務の大部分が現地通貨建であることから、債務の持続性と現地通貨建債券のパフォーマンスに対する懸念となっている（図2）。

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。

<sup>1</sup> J.P.モルガン GBI-EM グローバル・ディバーシファイド・インデックスにおけるブラジルの割合は 8.27%、南アフリカの割合は 7.56%となっている（2021年2月時点）。

図1A：実質GDP成長率  
2005～2020年の平均

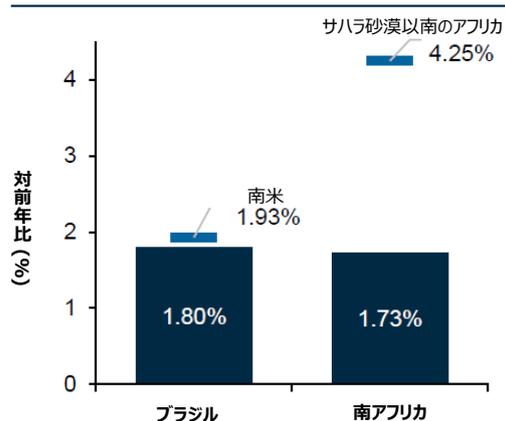
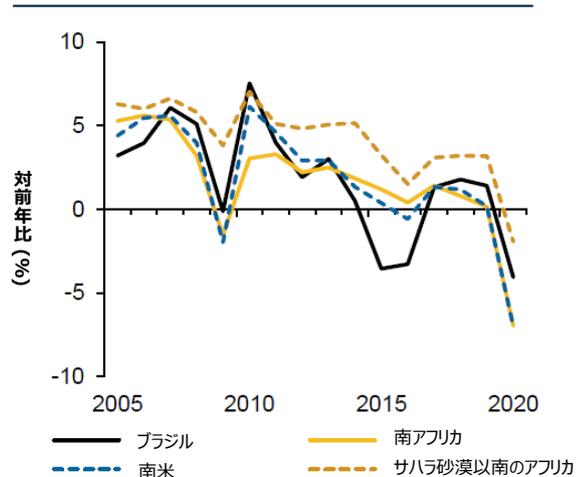
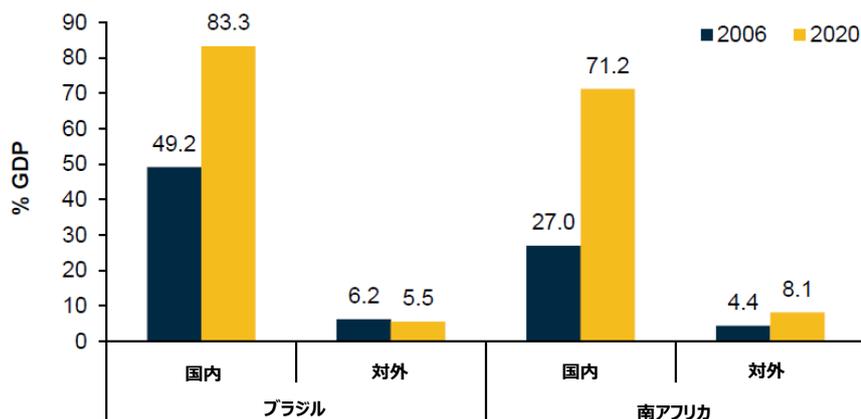


図1B：実質GDP成長率  
(対前年%)



注記：2020年12月現在の新興国全体の年平均成長率は5%。出所：各国による公表値、国際通貨基金、ハーバー・アナリティクス、PGIMフィクスト・インカム

図2：国内公的債務と対外公的債務



2020年12月現在。出所：各国による公表値、ハーバー・アナリティクス、PGIMフィクスト・インカム

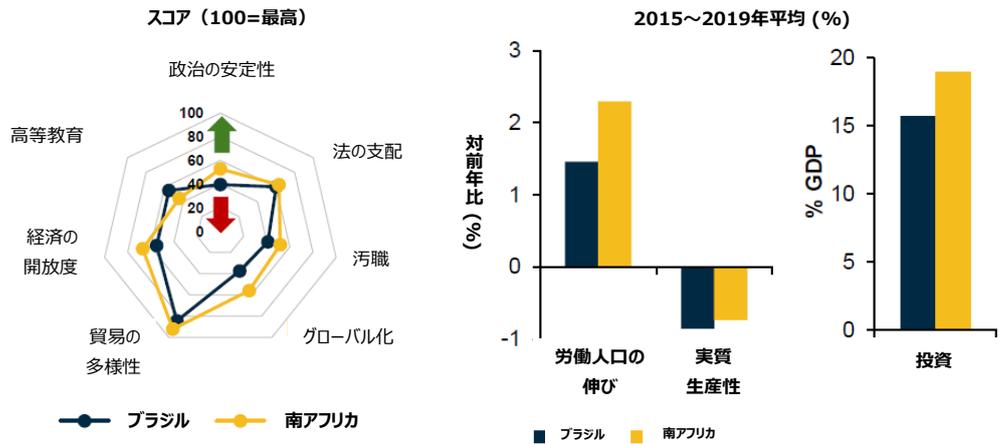
## 持続可能な債務水準に向けた道筋

インフレ課税（インフレ・物価上昇によって民間部門が保有する通貨の価値が目減りして、政府による課税と同様に、民間から政府への所得移転を生じること。国債の実質的価値も目減りすることから、政府の実質的な債務負担を軽減する効果がある。）に頼ることなく債務負担を軽減するために、ブラジルと南アフリカには持続的な経済成長と財政規律が必要となる。持続的な経済成長について評価を行うために、将来的な生産能力の向上に寄与する要素である制度面の質、貿易の開放性の水準、人的資源、人口動態、生産性の伸び、投資など成長を促進する構造的要因に関する広範な尺度を用いて、28の新興国との比較を行い、自立的成長を実現するための要因について検証を行った（図3）。これらの指標で見ると、両国とも新興国の中で特に高いスコアを獲得しておらず、そして南アフリカにはブラジルと比べ、概してより優れた成長率を達成するための要素が備わっていると言える<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> 南アフリカとブラジルは、主要新興国25か国の中でも脆弱性が大きい国であると特徴づけている。詳しくは、Nathan Sheets, Cathy Hepworth, George Jiraneckによる「エマージング市場の先行き：嵐が去った後の見通し」（2020年7月）を参照。

<https://www.pgim.com/pgim-japan/article/pgim-fixed-income-prospects-for-the-emerging-markets>

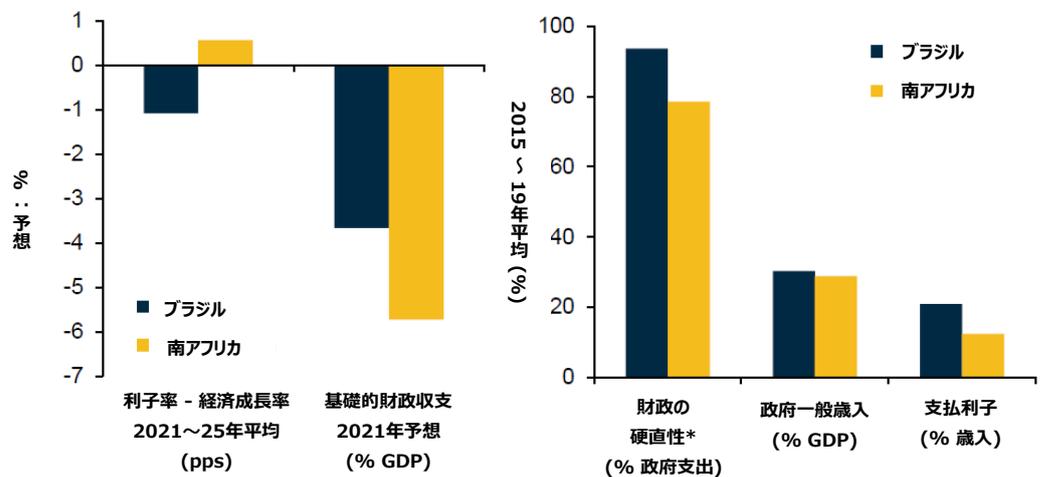
図3：構造的要因に関する指標



2019年12月現在。出所：国際通貨基金、各国による公表値、ハーバー・アナリティクス、PGIMフィクスト・インカム

次に、財政の正常化の見通しについて分析するために、債務の持続性に関するリスクや大幅な財政再建の見通しなど、様々な側面から両国の比較を行った。この分析からは、両国のどちらか一方が優れている、ないし劣っているという結果は見られなかった。ブラジルの債務負担は、現時点ではより大きい（南アフリカは対GDP比で79.3%、ブラジルは88.8%）が、2021年の基礎的財政収支の見通し、および今後5年間の「利率と経済成長率の差」の予想平均値に基づいて、債務の累積ペースは南アフリカよりもブラジルの方が緩やかになると見込まれる。ただし、ブラジルの財政支出の内訳を見ると、歳入の多くが利息支払いに充てられており、より硬直的と言える。そして、両国とも歳入の拡大余地は大きくない。

図4：財政に関する指標



\*総支出から投資その他の裁量的支出を控除したもの。2019年12月現在。出所：国際通貨基金、IFS、各国による公表値、Haver、PGIMフィクスト・インカム

## 2021年の資金ニーズは大きい

両国における経済成長と財政問題への対処は、長期的な財政調整、財政改革の一貫として行われるべきである。しかし、より差し迫った懸念として、2021年の巨額の資金ニーズに両国が応えられるかという点が挙げられる。すなわち、南アフリカではGDPの約10%相当となる約370億米ドル、ブラジルではGDPの約22%相当となる約3,050億米ドルの資金ニーズが発生する見込みである。

両国が資金ニーズに対応するために利用できる選択肢はかなり広範囲にわたる。つまり、(i) 両国の対外債務が低水準で、外貨準備は潤沢であることから、外貨建債券を発行することが可能。ただし、世界的な金利上昇により、この選択肢による資金調達コストは上昇している<sup>3</sup>。(ii) 国内投資家による海外投資の制限（例えば、南アフリカの年金法 第28条）やその他の資本規制。しかし、この選択肢は逆効果となる可能性もある。(iii) 財政ファイナンスや中央銀行による債券購入（量的緩和政策）。ただし、ブラジルでは最近になって中央銀行の独立性が改めて憲法にも明記されるなど、両国ともに中央銀行の独立が確立されており、この選択肢の可能性は低い。(iv) 財政面のバッファーを利用。(v) 最も抵抗される可能性が低いと考えられる自国の国内市場への依存度を更に引き上げるなどが考えられる。

国内市場への依存度を上げることに伴うリスクは、ブラジルよりも南アフリカの方が低いように思われる。その理由として、第1に、資金ニーズの総額は、南アフリカの方がブラジルより小さい。第2に、南アフリカの方が国内の金融セクターがより発達しており、これがより有利な資金調達のための環境をもたらすと考えられる。第3に、南アフリカの自国通貨建債務の平均残存年数が11.9年であるのに対し、ブラジルの自国通貨建債務の平均残存年数は3.4年となっており、債務借り換えの圧力は南アフリカの方が低い<sup>4</sup>。

## より信頼性の高い金融政策

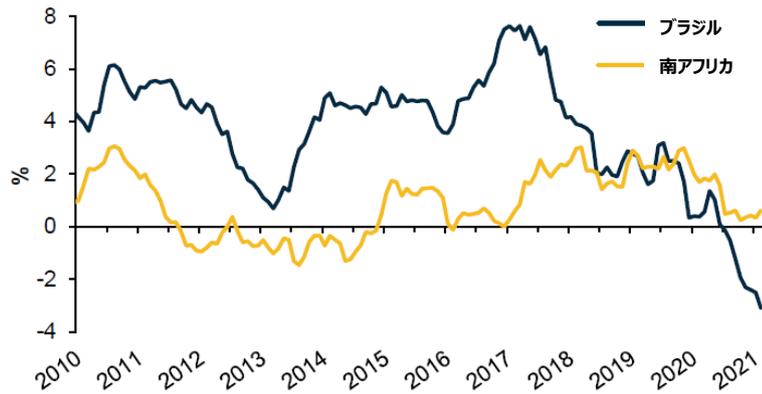
これに加え、南アフリカの中央銀行への信頼性は高く、正統的な金融政策を維持している。一方、ブラジルの中央銀行は、特に外国人投資家の間では、財政に関する問題を抱える中で、有効な独立性を維持できるかについての信頼を得るには至っていない（図5）。更に、両国の中央銀行とも、インフレ目標を達成し、インフレ率の変動を抑えるという点で、これまで実績を上げられておらず、インフレ目標を掲げている新興国中央銀行の間では優等生とは言えない状況である（図6）。どの国にとっても、インフレ目標を達成しつつ、同時にインフレ率の変動を非常に小さく収めることが望ましい。図6は、過去20年の両国の平均年間インフレ率が中央銀行の政策目標を上回っており、かつブラジルの実績は南アフリカを下回っていることを示している。両国間のインフレ率の変動性には大きな差がないものの、他の新興国との比較では相対的に変動が大きい。

両国それぞれの実績も踏まえると、ブラジルと南アフリカの金融当局は、今後数カ月にわたって異なる政策を実施すると予想している。南アフリカ中銀は2021年にわたって現行の政策を維持する一方で、ブラジル中銀は3月の政策会合において着手した金融政策正常化を継続すると我々は考えている。そして、ブラジルの金融政策の正常化プロセスのペースと期間は、主として同国のインフレ見通しと財政政策によって左右されると考えられる。

<sup>3</sup> ブラジル、南アフリカともに、外貨準備高は対外債務残高の2倍以上に達している。

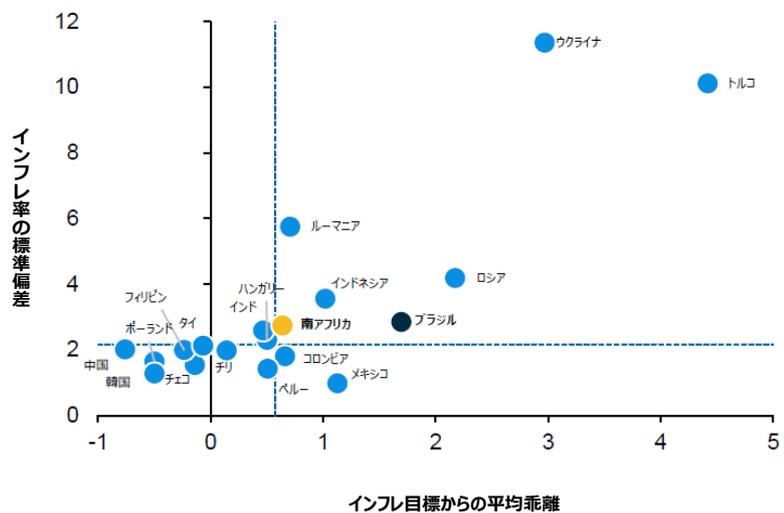
<sup>4</sup> 2021年3月時点において、南アフリカの銀行を除く機関投資家による保有資産総額はGDPの142%であり、ブラジルの保有資産総額はGDPの約82%である。出所：ハーバー・アナリティクス。

図5：実際の実質金利



出所：各国による公表値、ハーバー・アナリティクス、PGIMフィクスト・インカム

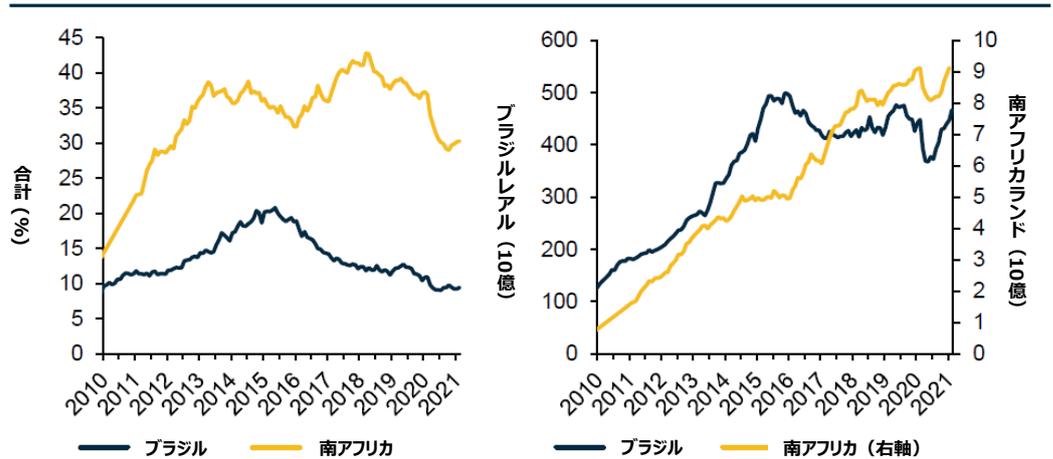
図6：インフレ：目標からの乖離およびボラティリティ



注記：点線は、各軸の中央値。2021年2月現在。出所：各国による公表値、ハーバー・アナリティクス、PGIMフィクスト・インカム

南アフリカでは、金融政策への信頼性が高まり、現地通貨建債券を巡る環境がより好ましいものになったことも、海外投資家による南アフリカへの資金流入の拡大につながっており、同国債券が非投資適格に格下げされた際においても、海外からの投資が大幅に減少する状況は見られなかった（図7）。しかし、海外投資家が同国の現地通貨建債券の保有を増やしていることは、リスクオフ局面においては「両刃の剣」となる可能性もあろう。

図7：政府債務の海外投資家の持ち分



2021年2月現在。出所：各国による公表値、ハーバー・アナリティクス、PGIMフィクスト・インカム

## 結論

近年のブラジルと南アフリカの経済成長と財政状況は、いずれも期待外れな推移となっており、今後数年にわたって厳しい課題に直面している。ブラジルでは、収束の兆しが見えない新型コロナウイルスの感染拡大、その後に続く経済成長と財政見通しへのリスクと、政治的リスクの再燃が相俟って、ブラジルが直面している逆風は来年にかけて更に強まると見込まれる。一方で、南アフリカは、同国の充実した国内投資家基盤、強固な制度、当面資金調達ニーズが低水準であることを背景に、ブラジルよりも力強い成長軌道に乗り、政府部門の資金ニーズを国内市場で賄える良好な環境が整っていると思われる。また、ブラジルと南アフリカの両国は、ともに大きな債務残高を有しているが、債務の持続性という点で、南アフリカの方が好ましい状況にあると思われる。さらに、南アフリカはブラジルよりも海外投資家からの資金流入が多く、これが南アフリカの資金調達環境を全体としてより良好なものにすることに寄与している。

以上を勘案し、現時点では、我々は南アフリカの現地通貨建債券を 선호している。南アフリカの現地通貨建債券は、より良好な経済と政治情勢、より信頼感のある中央銀行、より好ましい資金調達環境によって、ブラジルの現地通貨建債券と比べて好材料が多いと考えている。

## 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デンシャル・アシアランス・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。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。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、および意見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じます。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.

2021-3059

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Brazil and South Africa: Two Continental Giants with Feet of Clay"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、英国プル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  
PGIMJ81382