

# 減速する世界経済の中での 新興・途上国の現状と展望



国際協力銀行 外国審査部調査役 **小野田 喬**

おのだ たかし シカゴ大学 Ph.D. (経済学)。2011 年東京大学経済学部卒、国際協力銀行入行。東南アジアの電力事業向けプロジェクトファイナンス業務等を経て、21 年より現職にてソブリン・リスク分析 (東南アジア及びサブサハラ) の国々担当) 及び経済調査業務に従事。一橋大学客員研究員。専門は国際経済学及び都市経済学。

コロナ禍によって新興・途上国は先進国に比べ深い傷を負った。経済成長は減速し、足元では食料品価格上昇を主因とするインフレに悩まされている。今後高いインフレ率が持続することが懸念される国が存在するほか、インフレの余波として、多くの国で導入された燃料・食料品関連補助金による財政負担が懸念される。また昨年先進国による利上げの影響については、経常黒字国では実質為替の減価が、経常赤字国では国内実質金利の上昇が、それぞれ生じる傾向が観察された。米・欧・中の主要経済圏の景気変動が各国に与える影響を定量的に推定すると、貿易の重要性が高い東アジアの国々や資源国などで特に影響が大きくなることがわかった。特に不確実性の高い中国経済が与える具体的な影響経路の一つとしては、回復が遅れる中国人旅行者の動向に注目したい。今後増加が懸念される債務再編においては、特異な融資契約条項を有するケースが多い対中債務の存在がイシューとなる。

## はじめに

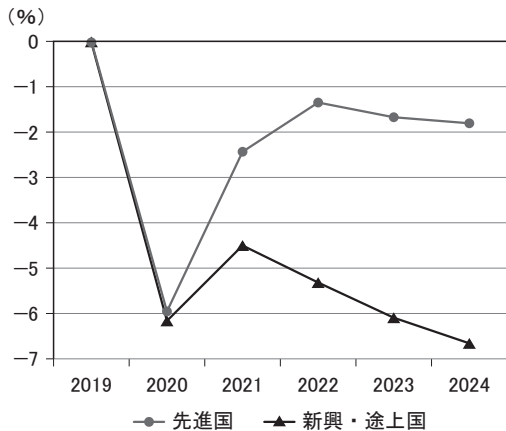
世界経済の成長が鈍化している。IMF が 2023 年 1 月に発表した世界経済見通しによれば 2023 年の世界経済の成長率は 2.9% と前年より 0.5% ポイント低下する。また欧米など主要経済圏におけるインフレ動向、ゼロコロナ政策解除からの中国経済回復の見通し、ウクライナ情勢の今後の展開など、世界経済の先行きの不透明性はコロナ禍から引き続き高い状況にある。このような状況の中、本稿では新興・途上国に注目し、経済の現状、そして主要経済圏の

今後の行方から新興・途上国が受ける影響について考える。

## I コロナ禍による深い傷

まずは新興・途上国の現状を把握するため、コロナ禍が新興・途上国に与えた影響について簡単に確認したい。コロナ禍は世界経済に大きな傷を与えたが、その傷は一様でない。図 1 は、コロナ前、2019 年 10 月時点で IMF が予想していた実質 GDP 成長経路に比べ、実際及び最新の見通し (2023 年 4 月時点) での実質 GDP 成長経路がどれだけ乖離しているかを、

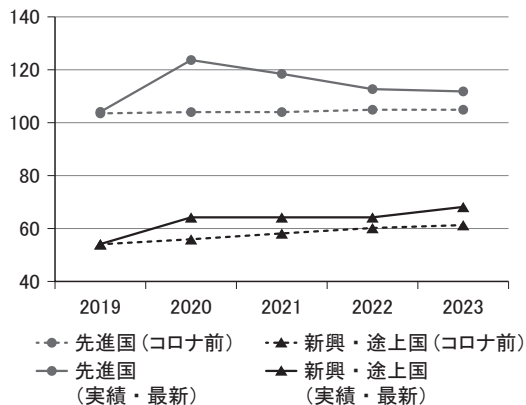
図1 実質 GDP 推移のコロナ前見通しと実績・最新見通しの乖離幅



注：コロナ前見通しは2019年10月時点、最新見通しは2023年1月時点

出所：IMF World Economic Outlook データより筆者作成

図2 一般政府債務 GDP 比推移のコロナ前見通しと最新見通しの比較



注：コロナ前見通しは2019年10月時点、最新見通しは2022年10月時点

出所：IMF World Economic Outlook データより筆者作成

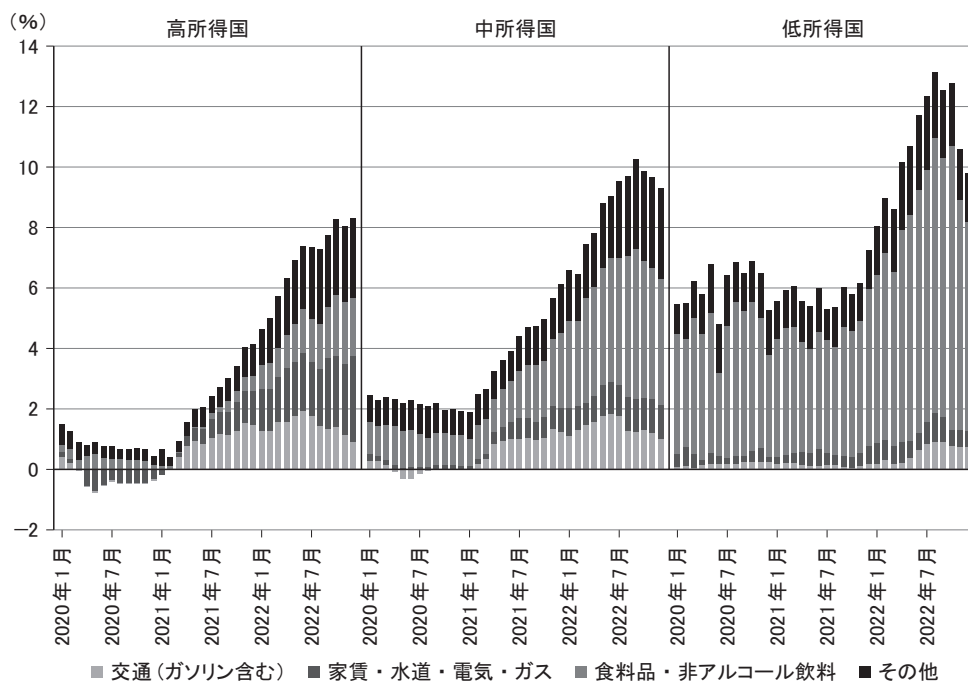
先進国及び新興・途上国の2つのグループについてそれぞれグラフにしている。新型コロナウイルスの流行が始まった2020年の経済の落ち込みには2つのグループ間で大きな差がなかったものの、2021年以降は先進国経済が比較的速やかに回復し、コロナ禍前の成長経路との乖離を大幅に縮小しているのがわかる。その一方、新興・途上国は回復が遅れ、コロナ禍前の成長経路と5%ポイント以上の乖離が残ったまま今後も推移する見通しだ。新興・途上国には中国が含まれているが、中国が含まれていないサブサハラ・アフリカ、中南米などアジア地域以外でも同様の傾向にある。新興・途上国が回復に遅れをとった理由の1つは、先進国に比べ財政余力や国家能力（state capacity）に乏しく、ワクチン展開などのコロナ対策に遅れをとったことが挙げられる。図2では、今度は政府債務 GDP 比率について、2019年10月時点での推移見通しと、実際及び最新の見通しとを比較している。新型コロナウイルスの流行が

始まった2020年に先進国は政府債務を GDP 比 20%ポイント以上と大幅に増やした後、2021年以降は段階的に債務水準を低下させており、先進国がコロナ対策に機動的な財政政策を採ったことが反映されている。一方、新興・途上国は2020年に8%ポイントしか増加しておらず、当該指標の分母である GDP が同年に6%落ち込んでいることも勘案すれば、政府が借入を通じたコロナ対策を十分に実施できなかったことがうかがえる。

## II インフレとその余波

コロナ禍の傷をより深く負った新興・途上国であるが、先進国同様、2022年からはインフレに悩まされている。今年1月のヘッドライン・インフレ率の新興・途上国における中央値は9.4%と、2021年1月の中央値2.6%よりかなり高い水準にある。しかし、そのインフレの中身は先進国とは大分異なる。図3は各国の

図3 所得水準別のインフレ寄与度の推移



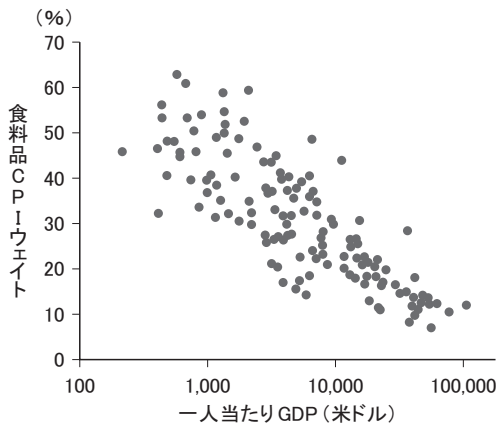
注：ヘッドライン・インフレ率（前年同月比）における寄与度について所得グループ内での中央値を表示。中所得国は上位・下位中所得国をともに含む

出所：IMF・CPIデータを基に筆者作成

インフレ率の変動における寄与度を、「交通」（注：ガソリン代が含まれる）、「家賃・水道・電気・ガス」、「食料品・非アルコール飲料」及び「その他」の4項目に分解し、その推移を所得水準毎にグラフにしたものだ。先進国を含む高所得国では、「交通」と「家賃・水道・電気・ガス」が2021年初から上昇を始め、2022年後半になって他の項目も上昇ペースを速めていったことが見て取れる。つまりエネルギー関連の価格上昇が主因となったインフレだ。一方、低・中所得国で顕著なのは、「食料品・非アルコール飲料」の寄与度の高さだ。特に低所得国では2022年のインフレ率上昇はほぼ食料品価格上昇によるものとなっている。高所得国と低所得国でインフレ要因にここまで明確な差が生じる理由は、低所得国の家計支出における

食料品のウェイトの高さのためだ。食料品価格が世界的に同じ上昇率であったとしても、食料品のウェイトが高い国ではその影響がより大きくなる。そして低所得国で食料品のウェイトが高いのは、まさに所得が低いことと関係している。収入が少ないとエンゲル係数が高くなるという傾向は、一国の中での家計間を比べた時だけに成り立つ話ではなく、国と国とを比べた時でも明確に成り立っている（図4）。2022年の食料品価格上昇の理由はサプライチェーンの分断、ロシアによるウクライナ侵攻の影響によるウクライナからの穀物供給の減少、ブラジルなど主要農業国での悪天候など複数の要因によるものだった。本稿執筆時点（2月）で食料品価格はピークであった2022年4～5月頃から比べて落ち着いた状況にあり、各国の政策金利上昇

図4 食料品CPIウェイトと所得水準の関係



出所：2020年のIMF、世銀データを基に筆者作成

による需要抑制効果等も続いているが、今後も特に低所得国の経済動向を見る上では食料品価格動向には留意が必要だろう。

現在高インフレに悩まされている国は、平時からインフレをコントロールするのが得意でない国が多い点も指摘しておきたい。コロナ前の2010年から2019年までのデータを用いて、インフレ率が一度上昇した後インフレ率がどれくらいの期間高い水準を維持するかの指標、つまりインフレ率の粘着性を各国について算出した。表1にその指標上位の主要国を掲載している。これらの国では、中央銀行の金融政策が上手く機能していない、あるいは経済構造上の問題等何らかの事情から平時からインフレ率が一度上昇すると低下するのに時間がかかる傾向にあると考えられる。そしてこの指標は2019年までのデータで算出した指標だが、足元のインフレ率を見ると高インフレ率に悩まされている国が多い（特にガーナ：53.6%、パキスタン：27.6%、ラオス：40.3%、ハンガリー：25.7%）。もちろん、経済危機のガーナ等単なるインフレの問題ではないケースや、インフレ

表1 インフレ粘着性が高い主要国

	インフレ粘着性	インフレ率
ガーナ	0.88	53.6%
アンゴラ	0.85	12.6%
パナマ	0.83	2.7%
ロシア	0.80	11.8%
ベラルーシ	0.79	12.0%
スロバキア	0.78	15.2%
タンザニア	0.77	4.9%
パキスタン	0.76	27.6%
シンガポール	0.75	6.5%
ラオス	0.73	40.3%
ポーランド	0.71	16.7%
モンゴル	0.71	12.4%
ハンガリー	0.69	25.7%
133ヶ国の中央値	0.31	NA

注1：インフレ粘着性は2010年～2019年の月次CPIの対数前月比を自己回帰して得られた係数合計値。次数はAICによって国ごとに選定。

注2：インフレ率はシンガポール及びポーランドは2022年12月、それ以外の国は2023年1月のヘッドラインCPI前年同月比

出所：IMF、Haverデータを用いて筆者作成

要因は毎回異なること等を勘案すれば一概には言えないが、新興・途上国の中でもこれらの国々については特にインフレ率の行方が不安要素となるだろう。

ではインフレ率の上昇が落ち着けば元通りになるか、と言うとそうではない。インフレ環境下、多くの国が導入又は増加させたのが燃料及び食料品関連の補助金支出だ。IMFの調べによれば、2022年上半期に、新興・途上国では52%の国でエネルギー関連及び（又は）食料品価格に対する補助金が発表されている。これらの新規の施策に加え、元からエネルギー関連・食料関連補助金を支出している国も多く、2022年は各国で補助金が膨らんだ。例えば、インドネシアでは2022年の燃料補助金支出が当初予算の3倍以上、GDP比2.8%にも上っている。同様にセネガルでは2022年の燃料補助金支出が2021年の約4倍、GDP比

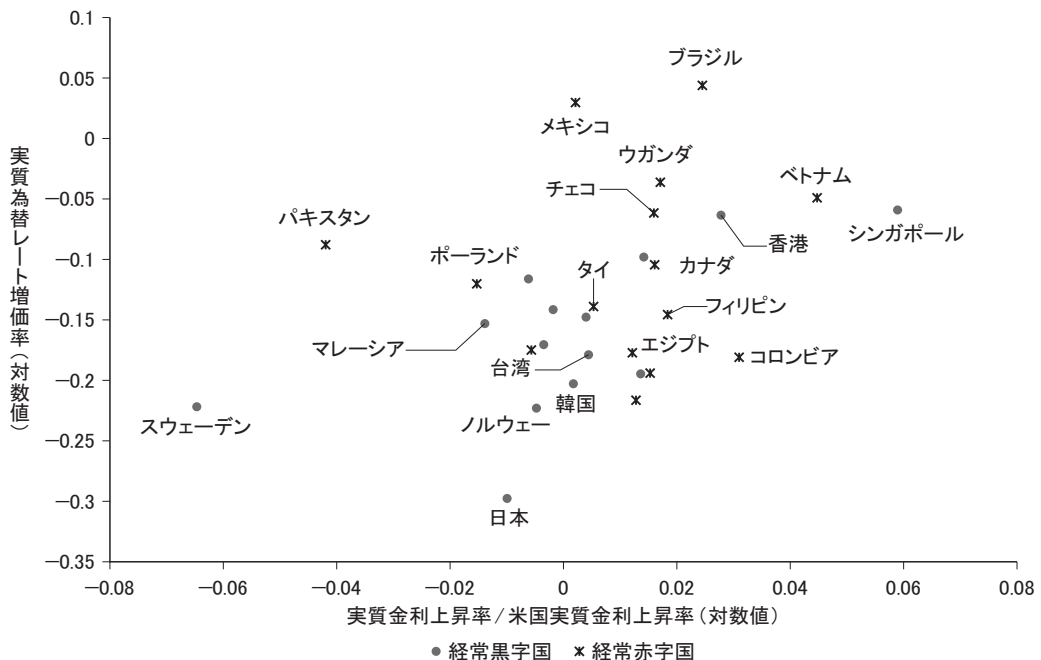
3.5%超にもなる見込みだ。これら補助金支出は価格水準が落ち着けば減少していくのは確かだが、一度導入された価格補助金を廃止するのは容易ではない。燃料に関する補助金はコロナ禍の前からアフリカ諸国等では多く見られ、IMF から問題視されてきた。燃料補助金は財政への負担だけでなく、非効率性、温室効果ガス排出を促す効果、逆進性など多くの問題を抱えるためだ。IMF プログラム上で燃料補助金の撤廃が目標として設定されるケースも多いのだが、補助金の撤廃は民衆の反発を受けやすいことからなかなか達成されない傾向にある。例えば、ナイジェリアでは2012年に燃料補助金の撤廃を巡り社会不安が生じ、去年は当時予定されていた補助金撤廃を、労働組合等の反発を受けて大統領選後となる今年6月まで延期することが発表されている。インフレがもたらした

補助金政策が、今後、新興・途上国の財政負担としてどれだけ残り続けるか、エネルギー価格、食料品価格の推移と併せて留意すべきポイントだ。

### Ⅲ 米国利上げの影響

インフレの他に昨年新興・途上国を巡って懸念の1つとなったのは、先進諸国の利上げに起因する資本流出や為替の減価、それによって生じる影響だった。これらは新興・途上国全体で見ると本稿執筆時点では大きな問題とはなっていないが、これもやはり国ごとによって状況が異なる。ある国では日本のように為替の減価が激しく進み、一部の国では減価があまり生じていない。では減価が生じていない国は影響を免れたのか、また減価が生じたから問題なのか、

図5 対米ドル実質為替レートと実質金利差の変化比較



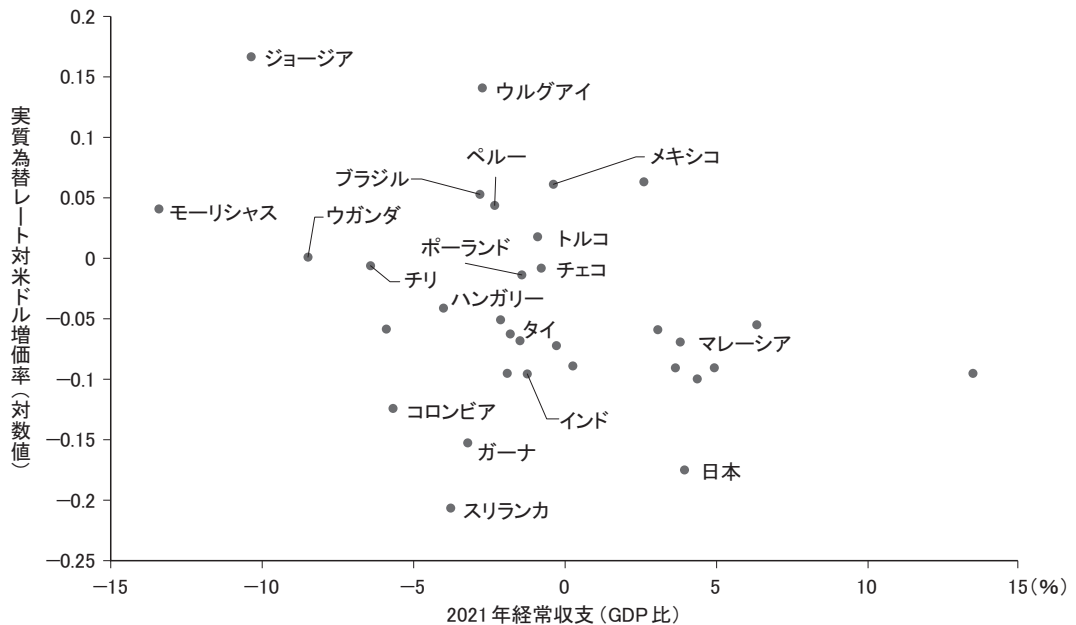
注：対象期間は2021年10月～2022年10月。経常収支は2021年のデータ。実質金利は5年国債及びIMFインフレ見通しから算出。出所：Haver, IMFのデータを基に筆者作成

という点を2022年の新興・途上国の為替レートの変動を整理しながら考えたい。為替レートを考える際には、名目ではなく実質金利差と実質為替レートとの関係を見ることが有効だ。図5では、対米ドル実質為替レートの2021年10月から2022年10月までの変動を縦軸に、同期間の現地通貨建て5年債実質金利が米国の5年債実質金利に比べてどれだけ変動したかを横軸にとっている。2つの指標には正の相関関係が存在し、米国に比べて実質金利面で魅力が増した国では資金が流入し（又は比較少ない額のみ流出し）、実質為替レートの下落が抑えられ、実質金利面で魅力が減少した国からは資金が流出し実質為替レートが下落した関係が見取れる（注：以降金利と為替レートにかかる「実質」は適宜省略する）。つまり為替が対米ドルで減価しなかった国では、米国の利上げの影響が生じていないわけではなく、国内金利上昇という形で影響が生じたのだ。これによって国内経済は景気縮小方向の影響を受けたと考えられる。逆に為替が減価する形で影響を受けた国では、国内金利の上昇は比較的抑制されているため、減価による輸入物価上昇の負の影響を受けた一方で金利を通じた形での経済への影響は抑えられている。つまり、金利による影響と為替による影響はトレードオフのような関係にあった。なお、仮にこの関係から大きく外れ、金利上昇と為替減価のダブルパンチを食らった国があったとすれば、それは金利以外の要因（例えば、その国のソブリンリスク上昇）による減価と考えられ、不安になるところである。このグラフはデータの制約上国のカバレッジが小さいものの、グラフ上の国ではその条件に明確に当てはまる国は見当たらない。

ではこの金利と為替の関係の中、どのような

国では為替が減価し、どのような国では金利が上昇したのだろうか。このグラフ上の正の関係は投資家目線、つまり資金の供給側が求めるものであり、それぞれの国がこの関係の中でどのポジションに落ち着くか、つまりどのポジションが均衡状態になるかは資金の受け手側、つまり需要側の事情との兼ね合いで決まる。そこで需要側の要因の1つとして経常収支に着目したい。図5からは、経常収支赤字国（ブラジル、メキシコ、ウガンダ、ベトナム、チェコ、カナダなど）は経常収支黒字国（日本、ノルウェー、マレーシア、韓国、台湾など）に比べ、実質金利が高まり実質為替も比較的減価していない傾向があるように見える（なお、この傾向から外れているシンガポール及び香港ではそれぞれ通貨バスケット方式及びカレンシー・ボード制によって為替レートが管理されている）。サンプル数を増やし、また実質金利の算出に必要なインフレ予想の入手できる期間に縛られずに考えるため、経常収支と実質為替レートとの関係だけに集中し、変動相場制の国について2022年1月～2022年12月を対象期間として図6を作成した。やはり、経常黒字国では実質為替レートが減価し、経常赤字国では実質為替レートが増価する関係が明確に出ている（なお、経常収支は2021年の値の代わりに2017年～2021年の平均の値を用いても同様の結果となる）。この背景にあるメカニズムとして考えられるのは以下のようなものだ。米国の利上げは新興・途上国にとっては資金供給を減少させる圧力となるため、負の供給ショックである。経常収支が赤字となっている国、つまりは自国の生産レベルに比べて輸入・消費に強い需要があり、他国からの借り入れに依存している国では、負の資金供給ショックを受けて借り

図6 2021年経常収支と2022年対米ドル実質為替増価率

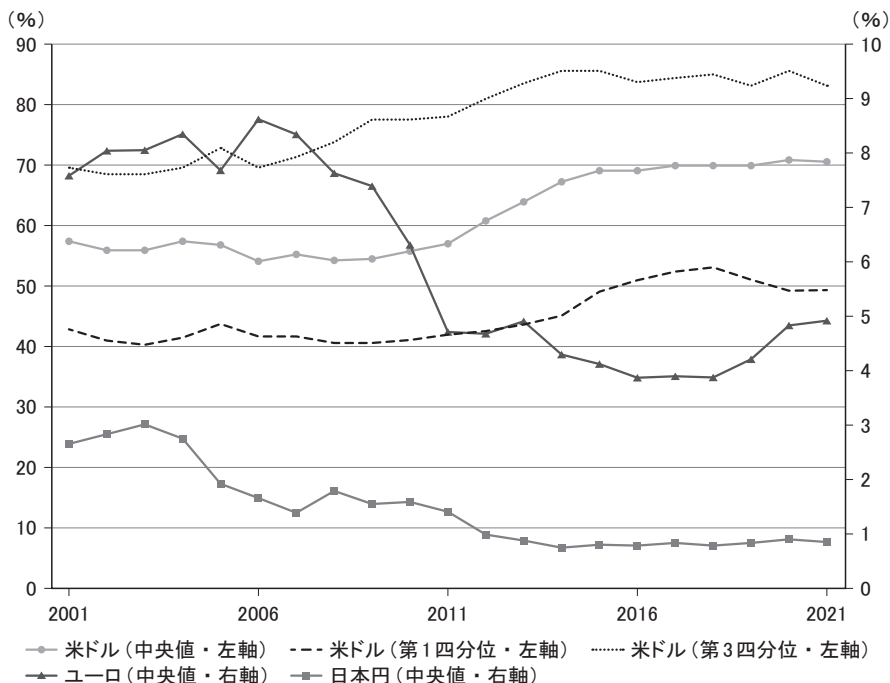


注：為替増価率の対象期間は2022年1月～2022年12月  
出所：Haver, IMFのデータを基に筆者作成

入れ条件が多少悪化しようが、引き続き輸入・消費に対する需要は強く、借入資金に対する需要は高い。その結果、資金を繋ぎ止めるために金利が高まり資金流出は起きず、実質為替レートも減価しない。一方、経常収支黒字国は生産レベルに比べて消費の需要が強くないため（言い換えれば自国で消費を十分賄えるため）、高金利で資金を繋ぎとめる誘因が弱く、資金が流出し、実質為替レートは減価する。このようなメカニズムを図5及び6は示唆している。これらを踏まえば、先進諸国の利上げによってある国で資本（資金）流出が起きて為替が減価しているから問題、と簡単に考えることはできない。資本移動や為替の動向は経常収支の状況と併せて考えることが必要で、実際昨年実質的に為替が減価した国の多くは経常収支黒字国であり、その点は安心材料だったと言えよう。ではグラフ上のスリランカやガーナのように、経常

収支が赤字で実質為替レートが減価している国では何が起きているのだろうか。資本を繋ぎとめることができず、為替が減価、輸入品の価格が上昇することで輸入・消費にブレーキがかかるという状況にあると考えられる。平時、経常収支赤字となるほど輸入に依存している国でこれが起きると経済への打撃が大きいはずだ。そして対外債務が外貨建ての場合、この影響が増幅される可能性がある。為替の減価によって経済規模比（GDP比やGNI比）での債務水準が上昇する。これが投資家によって忌避されると、資本のさらなる流出、為替減価、資本流出というスパイラルが生み出され、一気に対外債務の危機に陥るためだ。個別国の分析には本稿ではあまり踏み込まないが、昨年12月に対外債務の支払いを停止するなど経済危機に陥っているガーナでは、昨年2月から本国通貨セディの減価が加速しており、これが債務負担を増大

図7 低・中所得国の対外公的債務に占める通貨別割合の推移



注：対外公的債務は External debt stocks, public and publicly guaranteed ベース  
 出所：世銀 International Debt Statistics を基に筆者作成

させ、危機の一因となったことは間違いないだろう。

さて、これまでは対米ドルでの為替レートを基に議論してきたが、対外債務は必ずしも米ドル建てというわけではない。これに関連して今後の新興・途上国の経済・債務問題を考える上で、1つ注目すべきトレンドを紹介したい。新興・途上国は自国通貨建ての借り入れや外債発行がなかなかできないため、米ドルやユーロなど外貨建ての対外債務が多い状況にある（「原罪」と呼ばれる現象）。近年、その外貨建ての中で米ドル建ての存在感が高まっている。図7では、対外公的債務に占める米ドル建て債務の割合について、低・中所得国の中で第1四分位数、中央値（第2四分位数）、第3四分位数をとり、それぞれの推移を示している。どの

指標も2010年頃から上昇しており、低・中所得国全体で、米ドル建て債務の割合が高まっていることを示している。この裏で存在感を失っているのがユーロ（及び元々割合が高くないが日本円）だ。実はこの米ドルの伸長とユーロの後退は対外公的債務だけに当てはまる話ではない。社債、融資、貿易など多くの面で、金融危機以降米ドル建て割合が高まり、ユーロ建ての割合が低下していることが報告されている（Maggiore et al. 2019, Eren and Malamud 2018）。このトレンドを踏まえると、新興・途上国経済に為替変動が与える影響の観点では、債務問題含めあらゆる経路において対米ドルでの為替レートが以前にも増して重要になってきていると言えるだろう。



#### IV 主要国経済が与える影響の定量分析

さて、ここからは先行き不透明な世界経済の中で、主要経済圏の動きが新興・途上国にどの程度の影響を及ぼすか定量的に考えてみたい。筆者は、世界 29 地域（28ヶ国・地域及びユーロ圏）の 5 マクロ指標（実質 GDP、インフレ率、短期金利、実質実効為替レート、株価指数）と原油価格の 2000 年第 1 四半期から 2019

年第 4 四半期までの四半期データを用いて、ベイジアン・グローバル・ベクトル自己回帰モデル（BGVAR）によって、各国経済が相互に与える影響について分析を行った。BGVAR とは何かについては文末脚注を参照されたいが、この手法を用いると通常のベクトル自己回帰モデル（VAR）では難しい多数の国をモデルに組み込むことが可能となり、例えば米国経済のショックが分析対象国に直接与える影響だけでなく、第三国を通じて与える影響までをモデル

表 2 主要経済圏の GDP 1%ポイント変動が与える各国 GDP への影響

	米国	ユーロ圏	中国
米国	1.01%	0.07%	0.16%
シンガポール	0.75%	0.59%	0.78%
タイ	0.62%	0.44%	0.48%
ロシア連邦	0.53%	0.85%	0.64%
香港	0.52%	0.45%	0.77%
台湾	0.49%	0.34%	0.59%
カナダ	0.45%	0.14%	0.26%
南アフリカ	0.43%	0.51%	0.46%
韓国	0.42%	0.34%	0.50%
日本	0.41%	0.26%	0.33%
スウェーデン	0.40%	0.67%	0.40%
インド	0.38%	0.34%	0.39%
マレーシア	0.35%	0.25%	0.29%
チェコ	0.31%	0.71%	0.37%
イギリス	0.30%	0.43%	0.23%
ユーロ圏	0.28%	1.01%	0.30%
チリ	0.28%	0.22%	0.26%
スイス	0.24%	0.40%	0.22%
オーストラリア	0.23%	0.20%	0.24%
コロンビア	0.21%	0.12%	0.12%
中国	0.21%	0.16%	1.04%
インドネシア	0.15%	0.12%	0.14%
モロッコ	0.14%	0.29%	0.10%
ポーランド	0.14%	0.29%	0.17%
ブラジル	0.13%	0.14%	0.23%
ニュージーランド	0.11%	0.10%	0.11%
フィリピン	0.11%	0.07%	0.15%
メキシコ	0.09%	0.03%	0.12%
ハンガリー	0.05%	0.10%	0.10%
中央値	0.30%	0.29%	0.26%

注：GDP はいずれも実質ベース。0.5%（0.4%）ポイント以上のものを濃い（淡い）網掛け。米・ユーロ圏・中国の値が1%を超えているのは、1%のショック発生後、各国が1年以内に受ける影響の最大値を表示しているため。

出所：Haver データを基に筆者推定・作成

上で捉えることが可能になっている<sup>1)</sup>。

では、このBGVARを用いた分析結果を早速紹介したい。表2に、米国、ユーロ圏、中国それぞれの実質GDPに1%ポイント分のショックが生じた場合に、各国の実質GDPが1年以内にそれぞれ何%ポイント影響を受けるかの推定値をまとめている。この表でわかることの1つは、影響の受け方には国によってかなりバラツキがあることだ。値が高くなっている国・地域のうち、まずタイ、シンガポール、香港、台湾及び韓国に注目したい。タイ以外の4ヶ国・地域（以下、「地域」は略）は“Four Asian Tigers”と呼ばれる輸出主導の高度経済成長を成し遂げた国々で、タイも含めこれらの東アジアの国々は現在も自国の経済規模に比して貿易額が大きく、貿易の重要度が高くなっている。推定値が大きくなっているのも、貿易を通じて米・欧・中経済の景気変動リスクに晒されていることが反映された結果と考えられる。次はロシアと南アフリカだ。これらの国の値が高いのは、経済が資源輸出に依存しており、主要需要国である米・欧・中の景気変動は資源価格の変動等を通じてこれらの国の経済に大きく影響を与えるためと考えられる。ゼロコロナ政策解除後の中国経済が円滑に回復軌道を描けるか、また米・欧経済がさらなる減速に見舞われることがないかといったことは、（ウクライナ侵攻以降、経済政治環境が劇的に変化したロシアは別として）これらの東アジアの国々や資源国の経済を考える上で極めて重要なポイントになるだろう。

一方、新興・途上国のうちフィリピン、インドネシア、ハンガリー、メキシコといった国々では比較的影響が少ないと推定された。フィリピンとインドネシアは貿易額GDP比がそれぞ

れ64%、40%（2021年）と、同117%のタイ、同131%のマレーシアなど他の東南アジア諸国と比べて貿易の重要度が高くないと考えられるところ、そのことと整合的な推定結果と言える。一方でメキシコの推定値が低くなっているのは、近年の対米輸出拠点としてのメキシコの重要性が高まっていることを踏まえれば違和感があるところだが、今回の推定では2000年～2019年のデータを用いていることの影響が考えられる。メキシコの貿易額GDP比が2000年時点で52%、その後2010年に60%台に到達し、2021年時点で84%と推移しているとおり、メキシコの対米輸出拠点としての成長は特に対象期間の後半に起きている。そのため推定には足元の状況が十分に反映されていない可能性があり、実際に現在メキシコが米・欧・中経済から受ける影響は推定値より大きいものと推測される（EUとの貿易が盛んなハンガリーについての結果も含め、分析の精緻化や深堀りについては今後の分析上の課題としたい）。

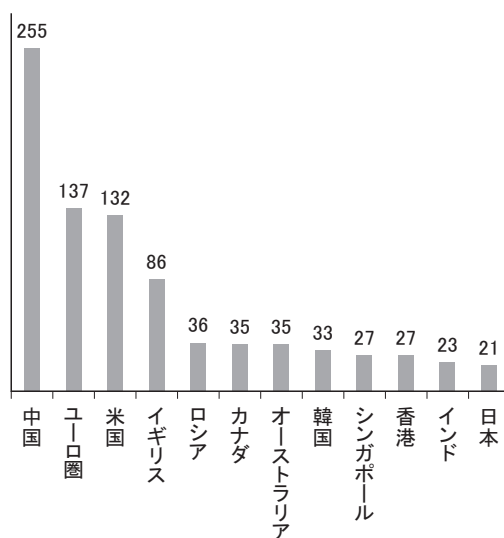
最後に、米・欧・中経済からの影響の受け方には地域差があることも表2からわかる。この点はモデルの前提に敏感な点であることには留意が必要ではあるものの、特にユーロ圏経済が与える影響は国によってバラツキが大きい。イギリス、チェコ、スウェーデン、スイス、モロッコなどユーロ圏と地理的に近く経済的結びつきが強い国々は、ユーロ圏経済から受ける影響が米・中経済から受ける影響に比べて明確に高くなっている。一方でユーロ圏経済は地理的に近い国だけではなく、シンガポール、香港、タイ、台湾、インド、韓国などアジアの国々への影響も比較的高い水準（0.39～0.69%ポイント）と推定されている。グローバル・バリューチェーンによって直接・間接的に繋がった国々

の間で経済のショックが伝播していくことを反映している形だ。本稿執筆時点では、2023年のユーロ圏経済の実質 GDP 成長率は0%台ままで減速という予想が大宗であるが、これがさらに減速する、あるいは予想外に高い成長率となる場合には周辺国を中心に各国への影響が大きいと考えられる結果となった。

## V 東南アジア諸国にとって重要な中国人旅行者

次に、BGVAR によるマクロな影響分析とは別に、特に先行きの不確実性が高い中国経済が新興・途上国に与える影響の具体的な経路の1つとして、中国人旅行者に着目して考えてみたい。国際収支の中のサービス収支の1項目として旅行収支という項目がある。これは宿泊費、飲食費、娯楽費、土産物代等、旅行による自国民の他国での消費額から、外国人の自国内での消費額を差し引いたものだ。この旅行収支として差し引きする前の、旅行収支の受取額に注目したい。これはいわゆる「インバウンド消費」にあたるもので、新型コロナウイルス流行前は一部の国にとって重要な輸出項目（サービス輸出の1項目）の1つであった。しかし、コロナ禍によって世界中で海外旅行に行く人が大幅に減少したことで、各国の旅行収支受取額は激減した。これによって経済に打撃を受けた国は多い。例えば2022年に経済危機に陥ったスリランカでは、コロナ前は旅行収支受取額でGDP比4%以上を稼ぎ、旅行収支がGDP比2%台の黒字と経常収支も支えていた。しかし2020年、2021年と2年連続して受取額・収支ともに同0%台に落ち込んでしまい、これが経済危機の一因となった。現在では多くの国で入国制

図8 2019年旅行収支（支払）



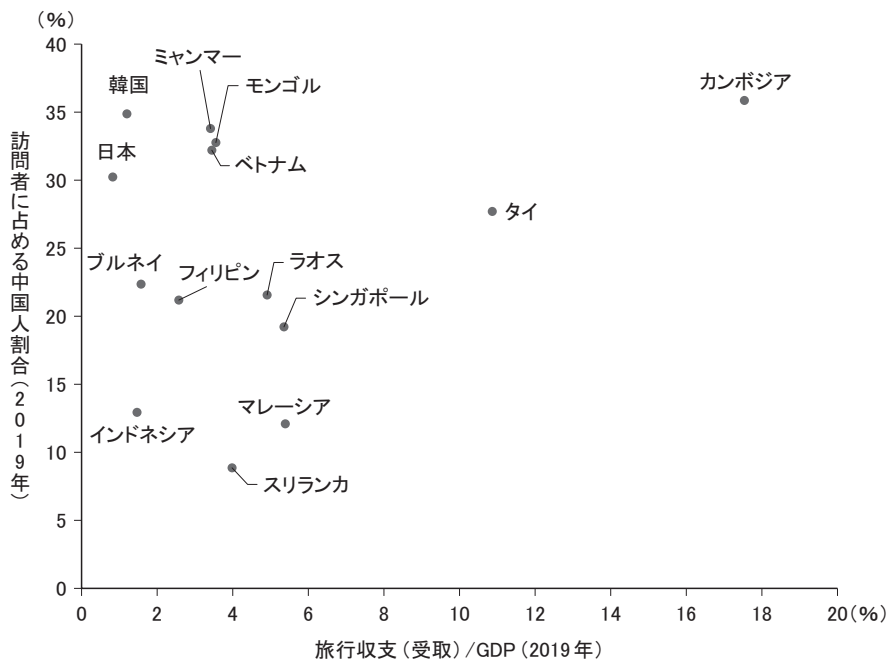
単位：10億米ドル

出所：IMF データを基に筆者作成

限等が緩和され、海外旅行者数、そして旅行収支受取額の回復が多くで進んでいる。ただし、本稿執筆時点で確認できる最新の関連統計（多くの国で昨年12月時点の外国人訪問者数）では、海外旅行者数がコロナ前の水準に戻っている国はフランスなどごく少数だ。特にアジアの国々は回復が遅れている。これは入国制限緩和等のタイミングやワクチン接種状況など複数の要素が絡んではいると考えられるが、その原因の1つとなっているのは回復が遅れる中国人海外旅行者数だ。

コロナ前、インバウンド消費を世界中で牽引していたのは中国人旅行者だった。図8のとおり、2019年の中国人旅行者の消費額は世界一位であり、米国とユーロ圏の旅行者の消費額を合わせた額に匹敵する。統計の精度の問題や留学生の支出額も含まれている点は勘案する必要があるが、中国人旅行者がコロナ前、世界中で重要な消費者となっていたのは間違いない。この中国人旅行者の戻りが極めて遅い。例え

図9 旅行収支（受取）GDP比と中国人旅行者割合



出所：ASEANstats, 日本政府観光局（JNTO）, Korea National Tourism Organization, 世銀, IMF, Haver, CEIC データを基に筆者作成

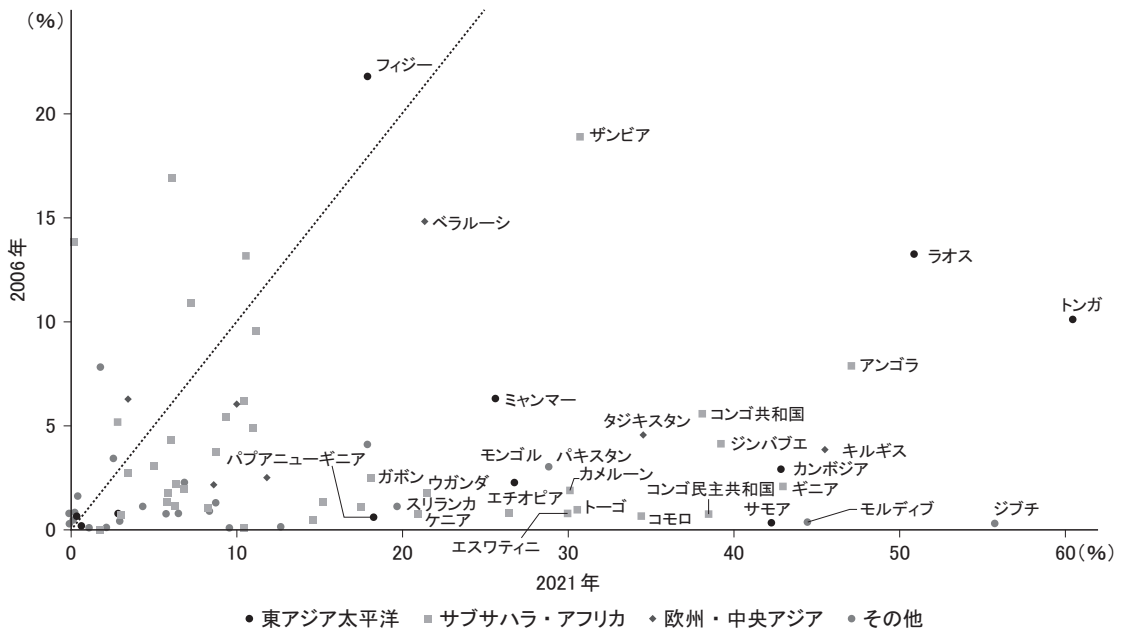
ば、タイには2019年12月に中国本土から約85万人の旅行者が来ていたが、昨年12月の旅行者はわずか約5万人だ。中国では昨年12月8日からゼロコロナ政策が全面緩和され、入国に際しての隔離措置も今年1月8日に撤廃されたため、これから中国人観光客の回復は加速していくものと考えられるが、コロナ禍で中国発着のフライトが減少しており直ぐには増便できないこと、コロナ禍の中でパスポート発行や更新が停止していた影響等から、コロナ禍前の水準に回復するには時間がかかると予想されている。また、新たな変異株等によって新型コロナウイルスの流行が再度生じ、中国当局が渡航制限等を再度導入するリスクもある。図9のとおり、特に東南アジアには、カンボジアやタイなど経済的に中国人旅行者によるインバウンド消費が経済を支えている国が存在しており、こ

れらの国の経済の行方にとっては中国からの観光客動向は重要なポイントとなるだろう。

## VI 債務再編時のイシュー

最後に、公的債務水準の高まりや世界経済の減速等の事情により今後増加が懸念される債務再編について、実施の上で懸念となるイシューを1つ紹介したい。それは対中国債務の比率が以前に比べて大幅に高まっていることだ。図10は2006年時点の対外債務に占める対中国債務の比率と、2021年時点の同比率を比較している。45度線の右側に多くの国が位置しており、これらの国で対中国債務比率が増加したことがわかる。また増加の程度は国によって異なり、グラフの右下のアフリカ諸国を中心とした国々では対中国債務が劇的に増加している。

図 10 低・中所得国の対外公的債務に占める対中国比率（2006年及び2021年）



注：点線は45度線。対外公的債務は External debt stocks, public and publicly guaranteed ベース。

出所：世銀 International Debt Statistics を基に筆者作成

では対中国の債務が増えると何が問題なのか。それは、パリクラブと呼ばれる主要債権国による定期会合に中国が参加していないため、債務再編において債権国間で歩調を合わせた対応が取りづらくなることだ。パリクラブには現在先進国等の主要債権国 22ヶ国が参加しており、債務返済困難に直面した国について、各国が自国の公的債権にかかる情報を共有し、パリクラブとして一体的に債務救済措置等の対応をとっている。しかし、パリクラブに参加していない中国とはそのような対応が取れない。パリクラブだけが債務再編を進めれば、自分たちだけが債務救済措置を行い、その債務救済によって得られた流動性によって中国が債権を回収するという事態を招くかもしれない。そのため中国の債権を無視して債務再編を進めることもできず、対中債務比率が高い場合には特に、債務再

編が効率的に進まない恐れがある。この対中国債務比率の懸念は、単に中国がパリクラブに参加していないという事実だけから生じるものではない。中国による公的融資には、債務再編を行う上で障害となりうる特異な契約条項が含まれているケースが多いことがわかっている。ウィリアム・アンド・メアリー大学に設けられたラボ・AidDataが、2000年から2020年の間に中国輸出入銀行や中国国家開発銀行など中国政府系機関と、24の外国政府との間で結ばれた融資契約書を100例入手し、その契約条項を分析したレポートが発表されている (Gelpert et al. 2022)。そのレポートでは、中国による外国政府向け融資契約書の特徴として、政府向け融資契約としては極めて珍しい貸し手側に有利な条項の存在や、中国との断交が債務不履行事由として設定されている等が報告されている。

今回はそれらの特徴の中でも債務再編に関係するポイントを2つ紹介したい。1つは、借り手(外国政府)に課せられる秘密保持の義務が異様に厳しくなっており、融資契約に関するあらゆる情報を貸し手の許可なしには開示できないという条項が含まれているケースが多いことだ。この傾向は2015年以降強まっており、AidDataが入手した中国輸出入銀行の融資契約書のうち、2015年以降に締結されたものには全てこの条項が含まれている。この条項の存在は、債務国が債務再編を行う際に対中債務についての情報をパリクラブに共有する上で妨げとなり、円滑な債務再編を困難にする可能性がある。もう1つ、レポート上でノー・パリクラブ条項と名付けられた契約条項の存在も問題だ。この条項は、他の債権者との間で合意された条件とcomparable(同等)な条件を貸し手に求めてはならないとしている。つまり、パリクラブで合意された債務再編とcomparableな条件での債務再編を中国輸出入銀行や中国国家開発銀行に対して求めるのを禁じているのだ。これは債務再編に際しパリクラブ外の債権者に対してもcomparableな条件での債務再編を(借り手を通じて)求めるパリクラブの原則(“comparability of treatment”)に真っ向から対立する。このノー・パリクラブ条項はAidDataが入手した融資契約書の多くに含まれており(中国輸出入銀行の81%、中国国家開発銀行の43%)、債務再編を行う際にパリクラブ国にとって大きな懸念となるだろう。また債務国がパリクラブと中国の板挟みとなって債務再編が円滑に進まない要因となりうる。なお、低所得国が現在利用可能な債務処理の枠組みとしてG20とパリクラブによる「共通枠組み」があり、「共通枠組み」の下では、G20の

一員である中国の公的な債権者は他国の公的債権者と協調して債務処理に取り組むこととなっている。しかし、中国政府は中国国家開発銀行を民間金融機関として主張し、公的債権の対象から外している。また「共通枠組み」の対象は(拡大の動きはあるものの本稿執筆時点では)低所得国に限定されており、債務問題を抱える新興・途上国を全てカバーできてはいない。このような理由から、「共通枠組み」の存在があっても対中債務に起因する債務再編時の懸念は残るとというのが現状だ。現在デフォルト状態に陥っているザンビア及びスリランカでは中国が最大債権国であるが、両国を含め中国が主要債権者となる債務再編がどのように進展していくかは注目だ。

#### 【注】

1) BGVARのベースとなっているのは、マクロ経済の時系列分析で頻繁に用いられるVAR。VARは1国内の変数の関係を分析するには非常に便利な分析手法ではあるが、対象とする国を多数の国に拡張することは技術的な問題(モデルの過剰適合)が生じるため容易ではない。そのためVARによって、例えば米国経済のショックが与える影響を分析する場合には、米国と分析対象国の2ヶ国モデルが多く用いられてきた。しかし2ヶ国モデルでは分析に限界があるため、多数の国をモデルに組み込むために編み出されたのがグローバルVAR(GVAR)という手法。そしてGVARを基にしたBGVARでは、GVARをベジアン手法によって推定することで、多数の国をモデルに組み込む上での技術的問題(過剰適合)への懸念をより減らしている。

#### 【参考文献】

- Eren, Egemen, and Semyon Malamud. 2022. “Dominant Currency Debt.” *Journal of Financial Economics*, 144 (2), 571-89
- Gelpner, Anna, Sebastian Horn, Scott Morris, Brad Parks, Christoph Trebesch. “How China Lends: A Rare Look into 100 Debt Contracts with Foreign Governments”, *Economic Policy*, 2022., eiac054, <https://doi.org/10.1093/epolic/eiac054>
- International Monetary Fund, “World Economic Outlook Update”, January 2023
- International Monetary Fund, “World Economic Outlook”, October 2022
- International Monetary Fund, “Fiscal Monitor”, October 2022
- Maggiore, Matteo, Brent Neiman, and Jesse Schreger. 2019. “The Rise of the Dollar and Fall of the Euro as International Currencies.” *AEA Papers and Proceedings*, 109: 521-26