

新興国通貨安と債務問題

中国民間部門の外貨建て債務膨張に潜むリスク

みずほ総合研究所

調査本部 欧米調査部

03-3591-1283

- 米中摩擦激化等を背景に、新興国通貨安圧力が高まっている。通貨安は、外貨建て債務の返済負担を増大させ、デフォルト懸念から一段の通貨安をもたらす悪循環を生みやすい
- アルゼンチンは、政府を中心に外貨建て債務への依存度が突出して高く、外貨準備の備えも乏しい特異な存在。アルゼンチン型のソブリン危機が、主要な新興国に伝播するリスクは限定的
- 債務規模の大きさや国際的な影響力からみて、より警戒すべきなのは、中国民間部門の外貨建て債務の膨張。一段の人民元安は、外貨建て債務を起点とする危機の火種となりかねない

1. 高まる新興国通貨安圧力と債務問題への警戒感

(1) アルゼンチンでは通貨危機が債務危機に発展

米中貿易摩擦の激化に伴う世界経済の減速懸念や中国当局の人民元安容認観測等を背景に、世界の金融市場ではリスク・オフ傾向が強まり、多くの新興国が資金流出に伴う通貨安圧力にさらされている。通貨安は、外貨建て債務の返済負担を増大させる。そのため、債務不履行（デフォルト）リスクが高まるとみられる新興国に対して、一段の通貨安圧力をもたらす悪循環を生みやすい。

深刻な危機に見舞われているのがアルゼンチンだ。アルゼンチンは、2018年のペソ急落（対ドルレート年間下落率▲50.6%）により、IMFによる金融支援を余儀なくされている。さらに、大統領選挙予備選挙（8月11日）での左派圧勝を受け、10月本選挙でのマクリ大統領の再選は困難との見方が広がり、ペソは一段と下げ足を強めている（8月30日時点、同年初来▲37%下落）。

左派政権復活の可能性が高まったことで、IMFによる金融支援の継続性に懐疑的な見方が広がり、アルゼンチンのデフォルト懸念が急速に台頭している。左派候補がIMFの融資条件である緊縮財政路線を修正して、拡張的な財政運営に転じる可能性が濃厚となっているためだ。予備選挙での敗北を受けて、すでにマクリ政権も減税等の景気刺激策の実施を余儀なくされている。2001年には財政赤字削減目標の未達によりIMF融資が実行されず、アルゼンチンはデフォルトに至った。次回の融資引き出し期日（9月15日、54億ドル）が近づくなか、アルゼンチン政府は8月28日、一部国債の返済延期を発表し、IMFとも返済計画について交渉する方針を示した。アルゼンチン国債の格付けは相次いで引き下げられ、国債の信用力を示す5年物CDSプレミアムは、選挙前の1,000bps前後から4,000bpsを超える水準（8月30日時点4,211bps）に急上昇している。

アルゼンチン型の危機は、今後主要な新興国に伝播していく可能性が高いのか。以下では、主要な新興国の外貨建て債務の特性を整理したうえで、問題の波及リスクを検討する。

(2) アルゼンチンとトルコは通貨安に対し極めて脆弱

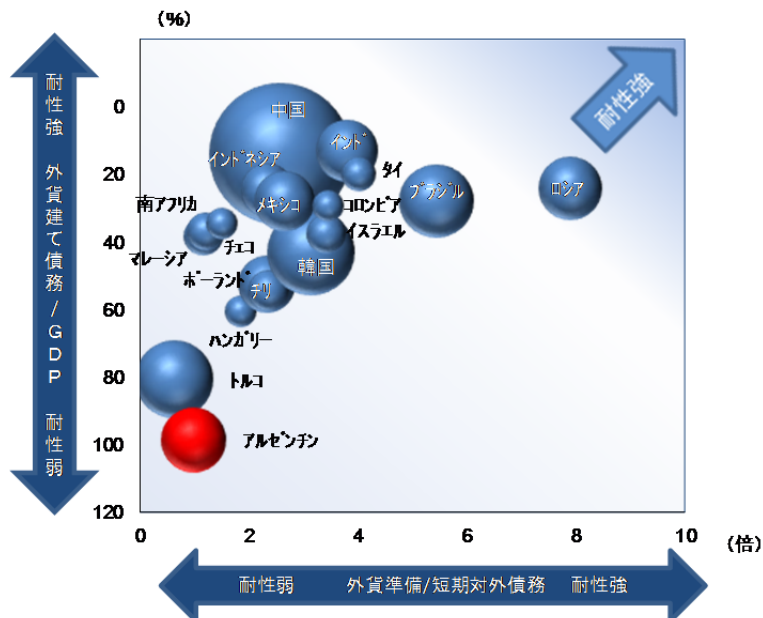
アルゼンチンは、主要新興国のなかでも外貨建て債務への依存が突出して高く、外貨準備の備えが著しく不足している点で特異な存在であり、通貨安に極めて脆弱なポジションにある（図表1）。

国際金融協会（I I F）のデータ²によると、アルゼンチンの外貨建て債務の対G D P比率は98.6%（2019年3月末時点、以下同）と主要新興国（18カ国を対象）の中で最も高く（外貨建て債務/総債務比率でも77.6%と最大）、通貨安に伴う債務負担増大の影響を受けやすい。また、満期1年以内の短期対外債務（世界銀行データ）に対する外貨準備の比率を示すカバー率をみると、アルゼンチンは最低限必要とされる1倍程度にとどまる³。アルゼンチンの外貨準備は、I M F融資により2018年以降は増加傾向にあったが、足元の通貨暴落を受けドル売り介入再開を余儀なくされ、再び減少に転じており、さらに脆弱性は増している。8月だけで外貨準備は138億ドル減少しており、アルゼンチン政府は個人・企業の外貨購入制限等の資本規制を発表している（9月1日）。

アルゼンチンと同様に通貨安に脆弱と考えられるのはトルコだ。外貨建て債務G D P比率は80.7%とアルゼンチンに次いで高く、外貨準備の短期対外債務カバー率は0.6倍と1倍以下でアルゼンチンを下回っている。2018年8月には強権化するエルドアン政権の政策運営への警戒感や外貨準備の急減等を受けてトルコリラは急落したが（トルコ・ショック）、2019年入り以降もリラ売り阻止のための規制強化（3月）や政府による中銀総裁の更迭（7月）等がリラ安要因となる等、政策運営に対する不信は依然として根強い。

アルゼンチン、トルコと対照的に、ロシア、ブラジルは通貨安に対する耐性が強いポジションにある。ロシアの外貨建て債務対G D P比率は24.1%と対象国の中では相対的に低く、外貨準備の短期対

図表1 主要新興国の通貨安に対する耐性



(注) 1. バブルの大きさは、外貨建て債務金額（ドル）を示す。データは2019年3月末時点。

2. 外貨建て債務は、ドル・ユーロ・その他外貨建て債務の合計。

3. 新興国は、18カ国を対象（中国、韓国、タイ、インド、インドネシア、マレーシア、アルゼンチン、メキシコ、ブラジル、チリ、コロンビア、ロシア、チェコ、ポーランド、ハンガリー、トルコ、イスラエル、南アフリカ）。

(資料) 国際金融協会（I I F）、世界銀行、各国統計等より、みずほ総合研究所作成

外債務カバー率は7.9倍と最も高い。ブラジルについても、外貨建て債務対GDP比率が27.9%と低く、外貨準備もロシアに次いで高いカバー率（5.4倍）となっている。

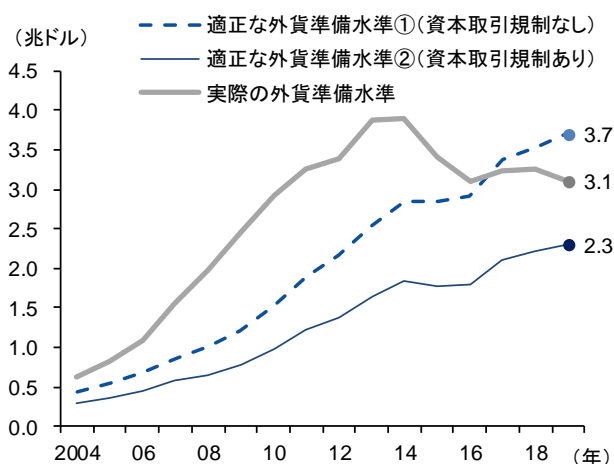
中国については、外貨建て債務への依存の低さという点でアルゼンチンの対極にあり、主要新興国の中では、通貨安に対して脆弱なポジションにない。外貨建て債務の対GDP比率は13.9%とインドに次いで低く（外貨建て債務/総債務比率では主要国で最低の4.6%）、外貨準備の短期対外債務カバー率も2.6倍程度と必要水準を上回っている。中国の外貨準備（2019年3月末）は約3.1兆ドルと、IMFの算出する外貨準備の適正水準（資本取引規制ありの場合）を上回っており（図表2）、対外債務返済を含む資本流出リスクに対応できるだけの外貨準備を有していると判断できる⁴。

（3）外貨建て債務の保有主体構成でも政府中心のアルゼンチンは特異

外貨建て債務の保有主体の観点でも、政府が中心である点で、アルゼンチンは特異な存在である。アルゼンチンは、2016年4月に国際金融市場に復帰した後、2017年には投資不適格級の発行体として初めて100年債発行を実現する等、外貨建て債務を拡大させており、政府による保有が外貨建て債務全体の72.3%を占めている（図表3）。一方、他の主要新興国では、非金融法人や金融部門が外貨建て債務保有の中心となっている。アルゼンチンに次いで外貨建て依存度が高いトルコでは、政府の保有比率は19.1%にとどまり、非金融法人が最大の保有主体（50.9%）となっている。ただし、トルコの政府債務に占める外貨建て比率は、2009年12月時点の28%から48%まで上昇しており、政府債務が通貨安の影響を受けやすくなっている点には留意が必要だ。

中国の場合、外貨建て債務保有の97.1%を民間企業が占める。2019年3月末時点では、非金融法人（51.8%）が金融部門（45.3%）を上回っているが、2015年8月の人民元ショック後のボトムからの伸びをみると、非金融法人が1.2倍にとどまる一方、金融部門は2.1倍とより速いペースで拡大しており、

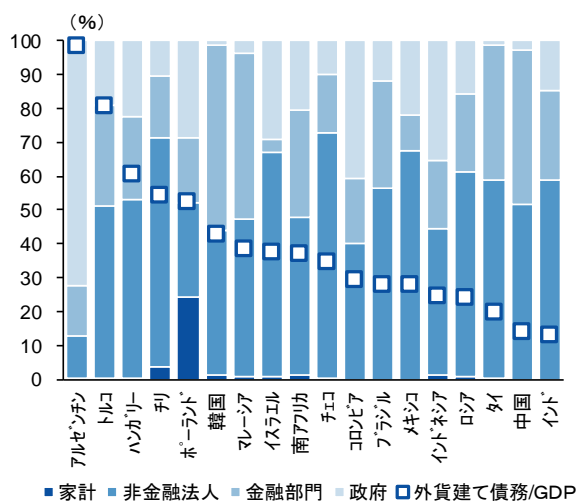
図表2 中国の外貨準備と適正水準



（注）2018年まではIMFによる公表値を使用。2019年3月末はみずほ総合研究所による試算。資本取引規制なしの場合の適正水準は参考値。足元で資本取引規制なしの場合の適正水準は実際の外貨準備を上回っているが、中国では資本取引が自由化されていないため、資本規制ありの方が近いと考えられる。また、IMFは実際の外貨準備が適正水準の100%~150%となることが望ましいとしている（2019年3月末で135%）。

（資料）国際通貨基金（IMF）より、みずほ総合研究所作成

図表3 外貨建て債務の保有主体別構成



（注）2019年3月末時点。外貨建て債務は、ドル・ユーロ・その他外貨建て債務の合計。

（資料）国際金融協会（IIF）より、みずほ総合研究所作成

クロスボーダー銀行借入および債券発行による資金調達が増加していることが示唆される⁵。非金融法人に関しても、特に不動産企業の外貨建て債務拡大が懸念されている。ドル建て債券の発行による資金調達が多く、かつ足元で中国国内の不動産市況の冷え込みに直面しているためだ⁶。今年7月には、中国政府が不動産企業に対し、外貨建て債券発行の要件の厳格化や外貨建て債務管理計画の策定等を求めている⁷。

通貨安による外貨建て債務問題の波及経路は、政府主体のアルゼンチン型と民間企業中心の国とは異なる。債務の保有が政府主体である場合、通貨安による債務返済負担の増大は、ソブリン（国全体）の信用力に影響し、国債格下げ等を通じて広範な資金調達コストの上昇圧力をもたらす。政府が資金繰りに窮すれば、IMF等、国際金融機関に支援を要請する必要が生じる。

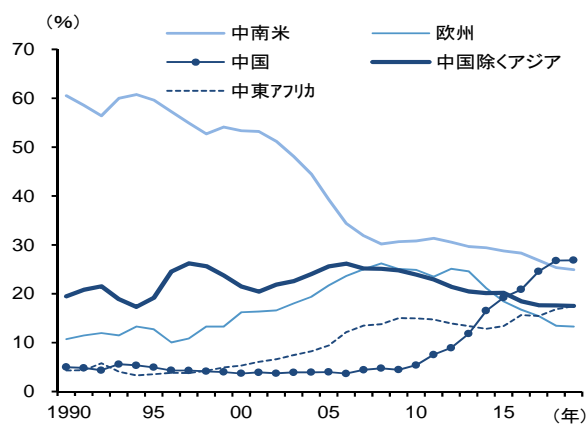
一方、民間企業の債務の場合、通貨安がもたらす信用力への影響は企業ごとの差が大きい。例えば輸出企業では通貨安による外貨建て収入増加のナチュラル・ヘッジが作用するほか、非輸出企業でもデリバティブ等による為替リスクヘッジの活用度合いに応じて通貨安の影響は軽減される。他方でリスクヘッジの不十分な企業を中心に連鎖破たんが生じ、金融システム不安をもたらすような局面になり、政府の財政・金融支援が必要となれば、国全体の信用力にも影響がおよぶかねない。

2. 中国民間部門の外貨建て債務膨張に潜むリスク

上述の通り、アルゼンチンの通貨安に対する脆弱性は突出している。政府が最大の外貨建て債務保有主体である点でも特異であり、アルゼンチン型のソブリン危機が本稿で分析対象としている主要な新興国に広範に波及するリスクは限定的であると考えられる。

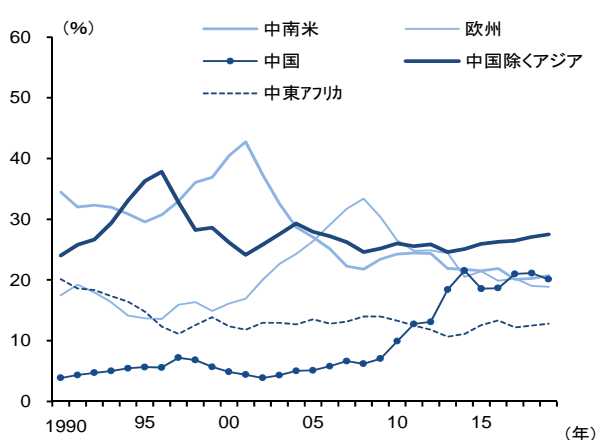
より警戒すべきなのは、中国民間部門の外貨建て債務の膨張である。中国の債務問題は、規模感や国際的な影響力の大きさといった点で、過去の新興国の債務問題とは次元が異なるためだ。具体的には、①民間部門の外貨建て債務の規模が突出して大きい、②国際金融市場での存在感が高まっている、③新たな資金調達が難しくなった場合、中国が債権国となっている低所得国への影響も考慮する必要がある、という3点に注目すべきだ。

図表4 国際債券発行に占めるシェア



(注) 新興国の国際負債性証券発行残高に占めるシェア。地域・国の区分は発行体の親会社本社所在地（国籍別）による。一般政府は対象外。2019年は3月末、他は12月末。
(資料) 国際決済銀行（BIS）より、みずほ総合研究所作成

図表5 国際銀行与信に占めるシェア



(注) 新興国向け国際銀行与信残高に占めるシェア。所在地ベース。2019年は3月末、他は12月末。
(資料) 国際決済銀行（BIS）より、みずほ総合研究所作成

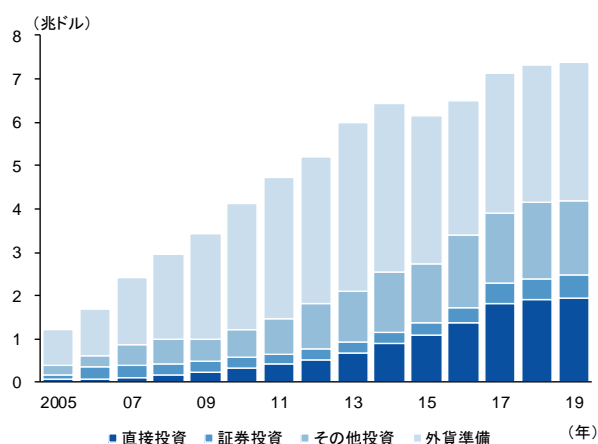
第一に、前章で見たとおり中国は通貨安に対する耐性が弱いポジションにはないものの、外貨建て債務の規模は1.85兆ドル（8割強に相当する1.5兆ドルがドル建て）と別格の大きさとなっており、楽観は禁物だ。実際、過去の人民元ショック時には、非金融法人のドル建て債務返済が中国からの資金流出要因となったとされる⁸。また、外貨建て債務の保有主体である民間企業において、為替リスクが十分にヘッジされていないことも債務負担の増大につながりうる。2015年8月の人民元ショック以降、銀行間市場での為替デリバティブ商品の取引は活発になっているものの、非金融企業の為替ヘッジの利用率は国際平均に比べて低水準にとどまっている⁹。

第二に、中国の国際金融市場における存在感が高まっている。国際決済銀行（B I S）データによれば、国際債券（負債性証券）発行に占める中国（発行体の親会社本社所在地が中国）のシェアは、2010年の5.4%から2019年3月末時点では26.8%まで高まっており、中国だけで他の主要な新興国地域（中南米、欧州、中東アフリカ、中国以外のアジア）を凌駕する規模に達している（前頁、図表4）。国際銀行与信に占めるシェアも、同期間に4.9%から20.1%へと急上昇している¹⁰（前頁、図表5）。

第三に、旺盛な資金調達を続けてきた中国は、債務国としてのみならず、債権国としても存在感を高めている。そのため、中国自身による資金調達が難しくなった場合には、中国が債権国となっている低所得国への与信縮小につながる恐れがある。中国の対外資産残高をみると、直接投資に加えて「その他投資」、中でも「貸出」の規模が近年拡大している（図表6、図表7）。また、IMFによれば¹¹、低所得国（LIDC, low-income developing countries）の対外債務の債権者構成は、IMF・世銀等の国際機関やパリクラブ（公的債権者グループ）のシェアが低下する一方、中国を中心とするパリクラブ以外の債権者のシェアが上昇している。実際に、中国は2010年以降、新興国に対し年平均1,000億ドル超の与信を行っており、うち300億ドル以上が低所得国向けとされる。こうした債権者構成の多様化は、低所得国の急速な債務拡大につながるとともに、債務問題の解決がより複雑になる可能性があるとしてIMFは指摘している。

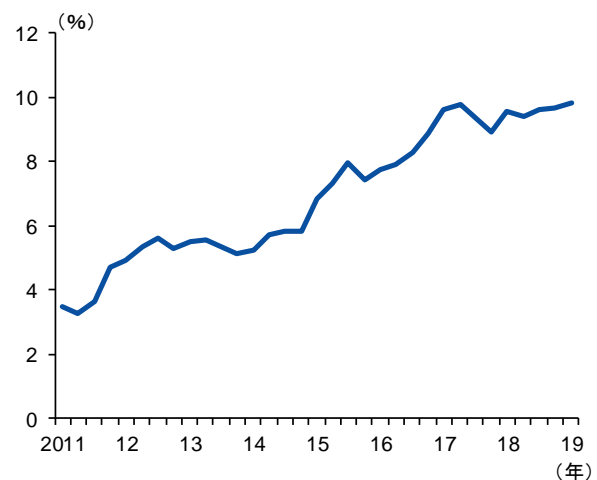
新興国GDPの4割（2018年、ドルベース）を占める中国で深刻な信用収縮が起きた場合の世界経済への影響は、他の新興国と比較にならないほど大きい。現在、中国は債券市場の開放等、金融の対外

図表6 中国の対外資産残高



(注) 2019年は3月末までの値。
(資料) 中国国家外貨管理局より、みずほ総合研究所作成

図表7 中国の対外資産に占める貸出資産の割合



(注) 2019年は3月末までの値。
(資料) 中国国家外貨管理局より、みずほ総合研究所作成

開放を進めており¹²、構造的に外貨建て債務が増加しやすい局面にある。それゆえ、外貨建て債務の返済負担の増大につながりうる元安を、中国が自ら積極的に誘導する可能性は低いと考えられる。中国金融当局も、過度な元売りを防ぐため、資金流出抑制策を講じている模様だ¹³。しかし、米中摩擦が激化するなか、中国当局が事実上の対抗措置として一段の人民元安を容認せざるを得ない状況となった場合には、それが民間部門の外貨建て債務を起点とする危機の火種となりかねない。

¹主要格付け会社は、一部の格付けをデフォルトに引き下げた後、短期債の返済延期条件の発効を受けて引き上げている。フィッチ・レーティングス：長期発行体デフォルト格付けCCC→RD（一部債務不履行）→CC（9月3日）。S&Pグローバル：長期債格付けB→SD（選択的債務不履行）→CCC-（8月30日）。ムーディーズ・インベスターズ・サービス：発行体格付けB2→Ca a2（8月30日）。

² Global Debt Monitor Database。IIFの債務データは、政府・家計・非金融法人については国際決済銀行（BIS）の債務データに基づく。金融部門については、金融収支に関する各国統計から推計しているが、対応する統計が存在しない国に関しては、BISのクロスボーダー銀行借入および債券発行額に基づき推計している。

³ 国際比較のため、短期対外債務は当初満期1年以内の債務を対象としているが、1年以内に返済を迎える長期債務を含めると外貨準備のカバー率はより低下する。

⁴ IMFによる適正な外貨準備水準の算出方法に関しては、International Monetary Fund (IMF), *Assessing Reserve Adequacy Specific Proposals*, April 2015を参照。中国の適正外貨準備水準の詳細については、玉井芳野「中国の外貨準備高減少をどうみるか」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2017年1月18日）を参照。

⁵ なお、IIFのデータでは、金融部門にノンバンクを含まないため、シャドー・バンキング等の存在が大きい中国の金融部門の債務は過少推計されている可能性がある。

⁶ Don Weinland and Sherry Fei Ju, “China developers’ dollar debt spooks investors,” *Financial Times*, April 30, 2019.

⁷ 中国国家発展改革委員会「国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行 外债申请备案登记有关要求的通知」2019年7月9日。

⁸ Institute of International Finance (IIF), *IIF Weekly Insight*, August 8th, 2019

⁹ 中国国家外貨管理局によると、中国の銀行顧客の外国為替市場取引の構成は、2019年上半年でスポット取引が82.8%と大半を占めており、先物取引は7.6%、スワップ取引は2.9%、オプション取引は6.7%といずれも低水準にとどまっている。一方、国際決済銀行（BIS）によると、世界の非銀行金融機関および非金融企業の外国為替市場取引の構成は、スポット取引が35.5%、フォワード取引が17.3%、スワップ取引が41.3%、オプション取引が5.8%と、デリバティブ取引が大半を占めている（管涛「国内企業远期购汇风险对冲比率下降需引起重视」『新浪专栏』2019年7月29日）。

¹⁰ BISの国際銀行与信統計では、中国は与信の受け手としては集計対象となっているが、報告対象国に含まれていない。報告国は先進国を中心に31カ国・地域。新興国では、ブラジル、メキシコ、チリ、韓国、台湾、インド、トルコが対象。

¹¹ International Monetary Fund (IMF), *Global Financial Stability Report*, April 2018, Figure1.17-3, 4

¹² 直近では、2019年7月20日に国务院金融安定発展委員会弁公室が「金融業の一層の対外開放に関する一連の政策措置」を発表し、外資格付け会社が格付可能な債券の対象を拡大すること、外資金融機関による銀行間債券市場の主幹事取得を容認すること、海外の機関投資家による中国の銀行間債券市場への投資に一層の便宜を図ること等が示された（「国务院金融委办公室宣布11条举措 促金融业进一步开放」『新华网』2019年7月20日）。

¹³ 報道によると、中国金融当局が、海外送金や外貨売却の規模が全国平均と比べて大きい銀行の評価を引き下げるといった方法で、資本流出の抑制を図っている模様だ（日本経済新聞「中国、資金流出を警戒 急激な元安混乱に備え」2019年8月30日）。

【共同執筆者】

欧米調査部 首席主任エコノミスト	西川 珠子	tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp
欧米調査部 主任エコノミスト	玉井 芳野	yoshino.tamai@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。