

コロナ禍後の財政再建に下押しされるアジア新興国

調査部 アジア調査チーム
 上席主任エコノミスト
稲垣博史
 03-3591-1369
 hiroshi.inagaki@mizuho-ir.co.jp

- アジア主要新興国の財政政策は総じて健全であったが、コロナ禍への対応で大型景気対策の実施を余儀なくされた。この結果、多くの国で財政関連指標は悪化した
- 財政悪化を放置すると、格下げ・金利上昇のリスクに直面する。このため各国政府は、中期的な目標を定めて財政再建に取り組む方針を示している
- 2025年頃にかけて、あるいはそれ以降まで、各国は緊縮的な財政運営を迫られる可能性が高い。財政悪化に伴う金利や為替レートの変動にも要注意である

1. はじめに

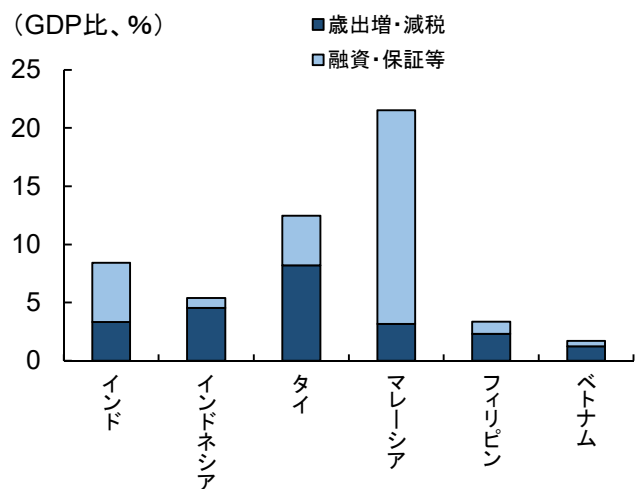
1997年にアジア通貨危機を体験したこともあり、アジア主要新興国は、総じて健全な財政運営を維持してきた。しかしコロナ禍への対応に迫られた2020年以降、低所得層への現金給付・法人税等の減税などといった景気対策の実施や医療体制の拡充を迫られ、さらに経済活動の低迷に伴う税収減に直面した結果、各国の財政状況は総じて悪化した。国債投資家や格付け会社は、各国の財政状況に厳しい視線を注いでおり、すでにインドとマレーシアが格下げされている(図表1)。このまま財政悪化を放置し続けることは難しいだろう。

図表1 2020年4月以降の格付動向

	インド	インドネシア	タイ	マレーシア	フィリピン	ベトナム
2020年4月		S&P BBB (N)	S&P BBB+ (S)	Fitch A- (N)		
2020年5月			Moody's Baa1 (S)		Fitch BBB (S)	
2020年6月	Moody's Baa3 (N)			S&P A- (N)		
2020年12月				Fitch BBB+ (S)		
2021年3月						Moody's Ba3 (P)
2021年4月		格上げ 見通し引き上げ	格下げ 見通し引き下げ			Fitch BB (P)
2021年5月		(P)見通しポジティブ (S)見通しステイブル (N)見通しネガティブ				S&P BB (P)
2021年7月					Fitch BBB (N)	
2021年10月		Moody's Baa3 (S)				

(出所) World Government Bonds より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 コロナ禍以降の景気対策の規模



(出所) IMF 財政モニター (複数号)、NNA よりみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

そこで本稿では、みずほリサーチ&テクノロジーズが経済見通しの対象としているインド、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナムについて、どのように財政規律を守ろうとしているのか概観したうえで、この問題の今後の展開を考えてみたい。

なお本稿では、財政関係の統計として中央政府部門、一般政府部門、公的部門の3種類が取り上げられているが、これは国によってどの統計を重視するかが異なるためだ。一般的に、一般政府は中央政府に地方政府を加えた概念、公的部門は一般政府に公営企業を加えた概念である。

会計年度は、インドが当年4月～翌年3月（2021年度は2021年4月～2022年3月）、タイが前年10月～当年9月（2021年度は2020年10月～2021年9月）、その他は1～12月である。

2. 各国財政政策の現状

図表2は、主として2020年内の各国の財政政策の規模をIMFが集計したものである。これによると、コロナ禍で大打撃を受けたインバウンド旅行に経済が大きく依存しているタイで、いわゆる「真水」（歳出増＋減税）の規模が最も大きくなっている一方で、フィリピンとベトナムが比較的小規模となっている。ちなみにインドネシア中央銀行は、財政悪化に伴い、平時であれば禁じ手とされる発行市場での国債購入を実施した¹。

もっともコロナ禍の悪影響は2021年に入ってからも続いており、税収がふるわない中で、景気を下支えするために追加対策が各国から相次いで発表されている（図表3）。デルタ株蔓延で4～6月期に深刻な景気の落ち込みを経験したインドは、財政難の中で融資保証を軸とする対策を6月に打ち出した。インドネシアは、法人税の減税措置など既存措置を延長するとともに、中央銀行による発行市場での国債購入も継続している²。タイも比較的大規模な対策を追加しているほか、2021年内にさらなる追加対策を予定している。2021年に大小合わせて3回の感染の波が到来したマレーシアは、まとも

図表3 2021年発表の主な景気対策

インド	
6月	外国人観光客のビザ手数料免除、医療分野などの1.1兆ルピーの信用保証、中小企業向け緊急与信枠保証制度の3兆ルピーから4.5兆ルピーへの拡大
インドネシア	
6月	6月までだった法人税や個人所得税などの減税措置を年末まで延長
9月	自動車奢侈税(物品税)の減免措置を2021年末まで延長(これまでに複数回延長) 中小企業による債務再編の申請を認める制度を、2023年3月まで1年間延長
タイ	
6月	最大3,100万人に対し、食品などの購入補助として1日1人当たり150パーツ支給。これとは別に、低所得者などに対し、1人当たり月200パーツを6カ月間追加給付。消費支出に対しバウチャーを支給
未定	2021年内に追加対策を予定
マレーシア	
1月	給与補助金の支給、中小企業向け補助金支給、医療器具の購入、ワクチン接種プログラムへの拠出など。総額150億リンギ
3月	給与補助金の支給、コロナ禍の悪影響が大きいサービス企業に対する電気料金割引、中小企業向け融資枠の設定など。総額200億リンギ
6月	低所得層への現金給付、電気料金割引の延長、子供向けワクチン接種費用など。総額1,500億リンギ(真水100億リンギ)
フィリピン	
8月	外出制限で影響を受ける市民に対し、1世帯4,000ペソを上限に1人1,000ペソを支給。総額131億ペソ
ベトナム	
6月	既存の現金給付制度の対象を旅行ガイドなどに拡大

(出所) 各種報道よりみずほリサーチ&テクノロジーズ作成

った景気対策も同じく3回追加した。フィリピンは、外出制限中に現金給付を実施した。コロナ対策に成功してきたとされるベトナムは従来、比較的小規模な景気対策しか実施してこなかったが、デルタ株の封じ込めがうまくいかなかったことから2021年7～9月期の景気は急速に悪化した。世界銀行は、公共投資や所得補助といった追加対策の実施をベトナム政府に促しているが³、今後何らかの措置が発表される可能性があるだろう。

このように、実際には図表2で示される以上に景気対策の規模は膨らんでいる。

3. 財政再建に向けた各国取り組み

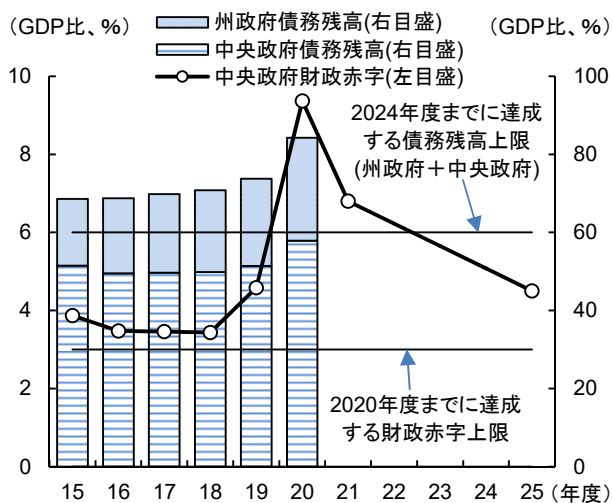
ここでは、財政赤字・政府債務の上限規制や、中期的な財政計画などから、各国政府が財政再建にどのように取り組もうとしているかを概観したい。

(1) インド

2003年に施行された財政責任・予算管理法によれば、中央政府財政赤字はGDP比3%、一般政府債務残高は同60%・そのうち中央政府債務残高は同40%を、それぞれ超えてはならないとされている。達成すべき期限については変遷があるが、現行法では、財政赤字は2020年度まで、政府債務残高は2024年度までである。もっとも、2020年度が終了する2021年3月は既に過ぎており、2020年度の財政赤字はGDP比9.4%であったから全く遵守できていない（図表4）。ちなみに2020年度の一般政府債務残高はGDP比84.2%、中央政府債務残高は同57.9%であり、債務の目標についても事実上達成は無理であろう。いずれ法改正が実施されるはずだが、実現可能な目標が定められるかどうかは不透明である。

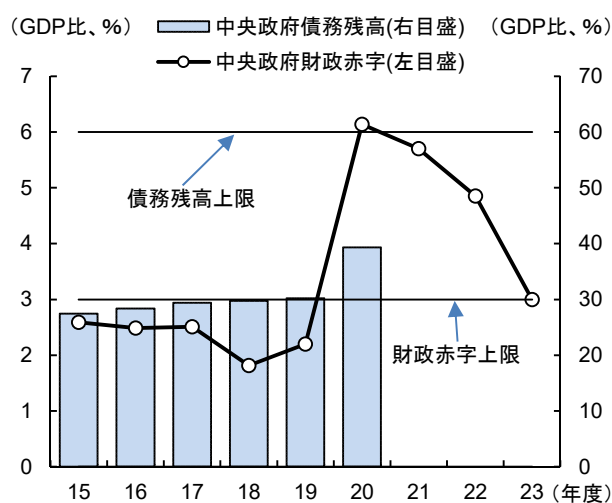
2021年度予算案中で中央政府財政赤字はGDP比6.8%となっているが、シタラマン蔵相は同予算案発

図表4 インドの中央政府財政赤字と一般政府債務残高



(注) 2021年度は予算、それ以降は2025年度目標を単純に直線で結んだ
 (出所) インド準備銀行、インド財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表5 インドネシアの中央政府財政赤字と中央政府債務残高



(注) 2021・2022年度は予算、2023年度は目標
 (出所) インドネシア中央統計局等より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

表の際、2025年度までに同4.5%以下にすると述べた。現時点での財政健全化目標としては、これが現実的な目安だろう。補助金を伴う産業政策を強化していることもあり実際に順守できるかは微妙だが、少なくとも遵守する姿勢を示さないと投資適格から外れる恐れがある。

(2) インドネシア

2003年に施行された国家財政法によると、中央政府財政赤字をGDP比3%以下とすることと、中央政府債務残高をGDP比60%以下とすることが規定されている。2020年の中央政府債務残高がGDP比4割程度であることから、今のところ後者については遵守できる見通しである。

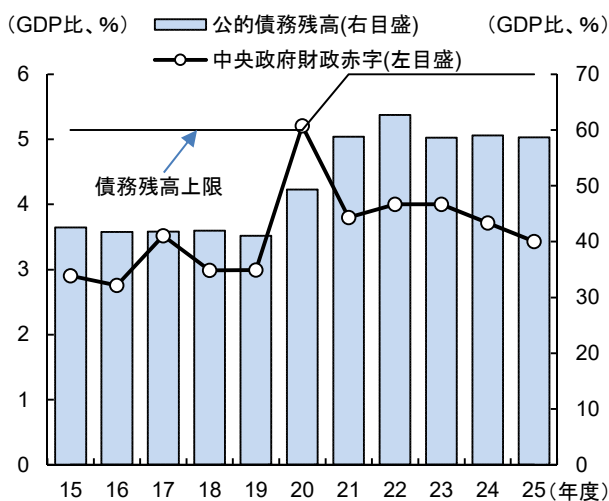
一方、コロナ対応で景気対策が膨らんだことから、財政赤字の規定は2023年までは遵守しないで済むよう立法措置を行った。ただし、2022年の財政赤字は予算案段階でGDP比4.85%となっており（図表5）、1年後に3%以下まで引き下げるのは相当の痛みを伴う。実際には、目標実現を2024~2025年頃に先送りする可能性が高いのではないかと。

(3) タイ

2018年に制定された国家財政規律法は、公的債務に関する各種比率⁴について、国家財政政策委員会が決定し、3年ごとに見直すことを規定している。公的債務残高のGDP比については、2018年に60%を上限に定めた⁵。また毎年年末頃に、中期財政政策フレームワークを閣議決定し、5年間の計画を策定するが、これによると2025年度まで60%を順守できる予定になっていた（図表6）。

しかし、2021年10~12月期（10月から新年度入り）に追加対策が打ち出される予定のため、2022年度の公的債務残高はGDP比62.69%に達する見通しとなった。これを受け、公的債務残高の上限はGDP比70%に引き上げられた。70%であれば、当面は遵守できそうである。財政赤字の削減ペースも

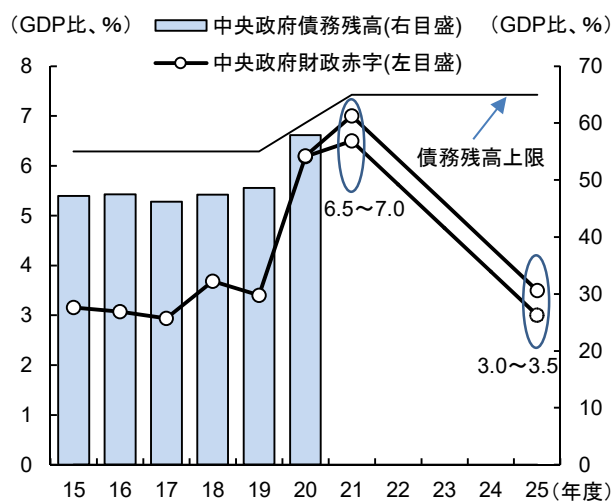
図表6 タイの中央政府財政赤字と公的債務残高



(注) 2021・2022年度は予算。それ以降のデータは中期財政フレームワークから引用

(出所) タイ財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表7 マレーシアの中央政府財政赤字と中央政府債務残高



(注) 2021年度は予算、それ以降は2025年度目標を単純に直線で結んだ

(出所) マレーシア統計局等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ゆっくりとしたものにとどまろう。

(4) マレーシア

政府の財政健全化に関連する法律としては、政府財源法（1983年施行）など複数が存在しており、これらを根拠にいくつかの制約が加えられている。中央政府の債務残高（国債発行額）は長くGDP比55%⁶と定められてきたが、コロナ禍の財政出動を受け、2020年8月に暫定措置として60%に引き上げられた（図表7）。

2021年に入ってから深刻なコロナの感染拡大から、政府は景気対策を相次いで打ち出した。この結果公的債務残高は、2021年3月にGDP比60%をわずかに超えた。さらに6月に追加対策を発表し、2021年の財政赤字見通しは当初計画のGDP比5.4%から同6.5~7.0%に拡大した。以上の結果、上限について60%を維持することは困難となったことから、65%に引き上げる方針が示された。

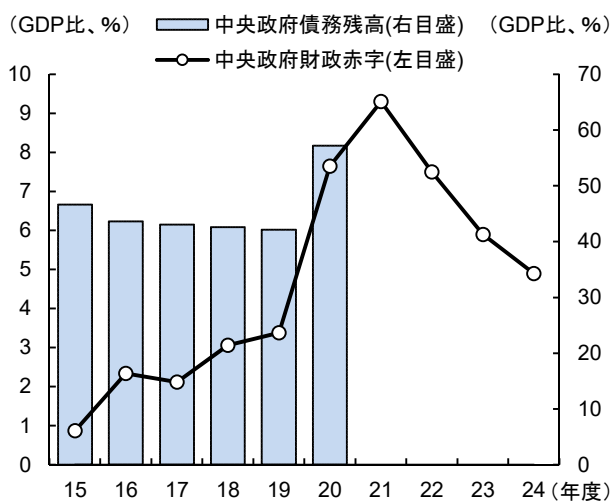
そして、9月に発表された第12次マレーシア計画（2021~2025年の5カ年計画）の中で、中央政府財政赤字を2025年に3.0~3.5%に引き下げる目標が掲げられた。この赤字削減ペースは急激であり、実際には1~2年先送りされる可能性もあろう。

(5) フィリピン

フィリピンにおける財政赤字や債務残高について、少なくとも厳格な上限は存在しないようだが、これまでの財政運営はおおむね規律のとれたものであった。しかし、医療体制が貧弱であるが故に経済活動制限が長引き、景気の落ち込みから財政関係の指標は急激に悪化した（図表8）。

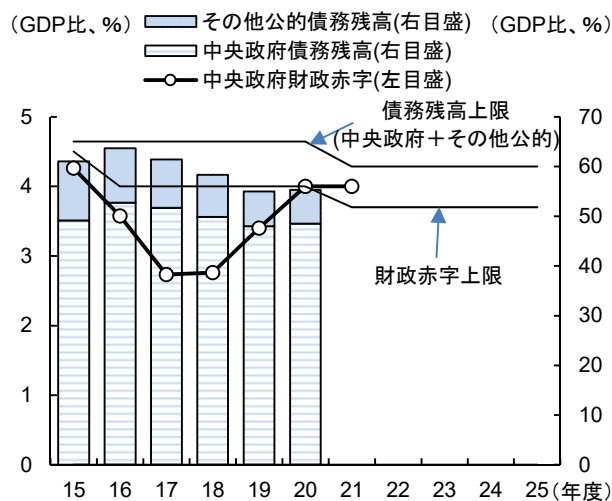
予算案や中期財政計画によると、GDP比でみた中央政府財政赤字を2022年度以降減少させる予定である。もっとも財政赤字は、2024年度に至ってもコロナ前と比べると高水準である。実際には、さらに数年かけて財政赤字の縮小を図るのではないかと。

図表8 フィリピンの中央政府財政赤字と公的債務残高



(注) 2021年度は予算、それ以降は中期財政計画
(出所) フィリピン財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表9 ベトナムの中央政府財政赤字と公的債務残高



(注) 本文で触れたとおり、上限の意味は時期により異なる
(出所) ベトナム統計総局等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(6) ベトナム

ベトナムは従来、経済・社会発展5カ年計画において、最終年の中央政府財政赤字と公的債務残高について目標を定めてきた。コロナ封じ込めに成功してきたベトナムでは、周辺諸国対比で財政の悪化は当初限定的で、2021～2025年の5カ年計画ではこうした目標をむしろ厳格化した。2016～2020年の5カ年計画の目標は、「最終年（2020年）時点で中央政府財政赤字をGDP比4%、公的債務残高をGDP比65%、このうち中央政府債務残高をGDP比50%に収める」というものであった。これに対し新5カ年計画では、「期間平均の中央政府財政赤字をGDP比3.7%、期間中の公的債務残高をGDP比60%、このうち中央政府債務残高を同50%に収める」となっている（図表9）。

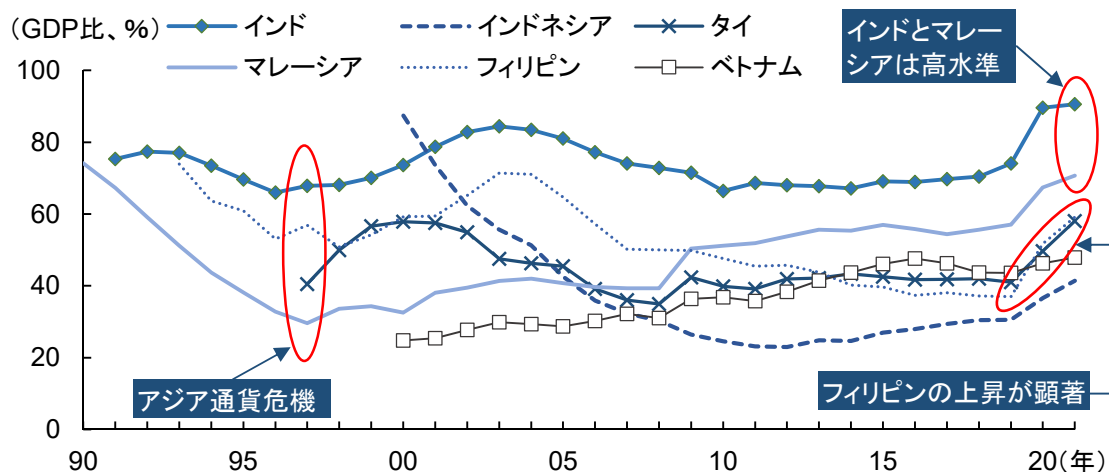
ただし、2021年後半のデルタ株蔓延で状況が変わり、追加景気対策の実施が取りざたされている。将来的な投資適格への格上げを念頭に、一定の財政健全化努力は続けるだろうが、新5カ年計画が掲げる目標については厳格な順守は目指さないと予想する。

以上をまとめると、2025年頃、あるいはそれ以降まで、各国の財政健全化努力が続くそうである。比較的厳格な財政再建路線となるのはインド、インドネシア、マレーシア、フィリピンで、タイとベトナムでは緩やかなものとなる見通しだ。

4. 今後の展望

こうした財政健全化の取り組みが行われることは、経済成長をある程度制約する要因となるだろう。アジア通貨危機の際は、財政再建に加え不良債権処理、経常収支改善に向けた構造調整など複数の主要テーマがあったことから一概に比較はできないが、タイ、インドネシア、マレーシアなどは結局、危機前の高成長を回復することができなかった。今回についても、財政の使い道を精査することを通じたインフラや人的資本への投資維持、国有資産の売却による歳入確保、直接投資の規制緩和、FTA締結などといった取り組みを強化しなければ、同様に成長率が低下する恐れがある。

図表10 一般政府債務残高（2021年はIMF予測）



（出所）IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

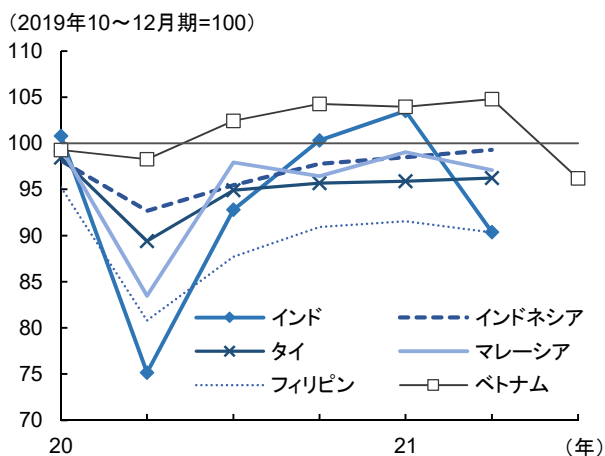
各国が景気を重視し、こうした財政再建の取り組みをきちんと行わない可能性はあるだろうか。無論、コロナ禍という予測困難な問題がある中で、今後も一定の財政出動が必要になる可能性は否定できないが、基本的に財政再建の看板を下ろすことは考えにくい。「はじめに」でも触れたとおり、格付機関が各国に厳しい視線を注いでおり、格下げされれば金利上昇の可能性が出てくるからだ。エネルギー価格上昇に加え、米国の量的緩和縮小や利上げが視野に入ってくる中、財政悪化との相乗効果で通貨が売り込まれる危険もある。

それでは、金利上昇や通貨下落といったリスクが大きい国はどこだろうか。これまでの議論は、各国が独自に算出して重視する指標を考察対象としてきたが、ここでは IMF が横串で比較できるように発表している一般政府債務残高を確認する（図表 10）。

第 1 に、債務規模が大きいインドだ。一般政府債務残高は、1991 年の財政危機時やアジア通貨危機・IT バブル崩壊後のピーク（2004 年）をすでに上回っている。国営銀行の不良債権問題が根治しておらず、何らかの財政負担が今後発生しうる点も気付きである。第 2 に、債務規模がインドに次ぐマレーシアだ。一般政府債務残高は 1990 年⁷よりはいぜん低水準であるものの、当時と比べれば政治が大きく不安定化しており⁸、また世界的な脱炭素の趨勢の中で、化石燃料の埋蔵量が多いことは当時ほど投資家に評価されなくなっている。第 3 に、コロナ前の 2019 年度と比較して、2021 年度の一般政府債務残高（GDP 比）が最も増えたフィリピンだ。原因は経済不振がとりわけ深刻だったことである（図表 11）。2022 年 5 月に大統領選挙を控え、現政権の政策の継続性が不透明になっていることも影響しているが⁹、長期金利もやや不安定な動きとなっている（図表 12）。

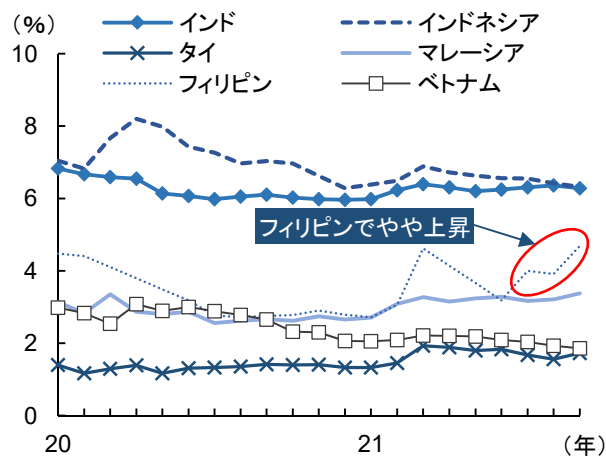
すでにみたとおり、この 3 カ国は比較的早いペースでの財政赤字削減を掲げているが、それでも財政健全化努力は 2025 年以降のいずれかの時点まで続きそうである。実現は容易ではないが、少なくとも実現しようという姿勢をみせなければ、格付会社や投資家からの信認は失われるだろう。政治不安が続くマレーシアと大統領選挙を控えるフィリピンは、政治的な要素も絡んで特に注視すべきと考えている。

図表 11 実質 GDP（季節調整値）



(注) インド、インドネシア、ベトナムの季節調整はみずほリサーチ&テクノロジーによる
 (出所) World Government Bondsより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表 12 10年物国債金利



(注) 統計上の制約から、ベトナムのみハノイ証券取引所が発表する国債に限定しない10年物債券のデータを採用
 (出所) CEIC Dataより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

【参考文献】

- Asian Development Bank [ADB] (2020), *Toward Better Fiscal Governance in Asia and the Pacific*
- International Monetary Fund [IMF] (2014), *Government Finance Statistics Manual*
- Socialist Republic of Vietnam (2016), *The Five-Year Socio-Economic Development Plan 2016-2020*
- The World Bank (2021), *Vietnam Macro Monitoring* (September 2021)

-
- ¹ 2020年の購入額は457.3兆ルピア（2020年GDP比3.0%）と報じられている（“Indonesia: Bank Indonesia cuts key rate by 25bps to 3.75%”, *CEEMarketWatch*, November 19, 2020）。
 - ² 2021年に215兆ルピア（2020年GDP比1.4%）、2022年に224兆ルピア（同1.5%）と報じられている（“Burden sharing needs to be limited”, *The Jakarta Post*, August 30, 2021）。
 - ³ The World Bank (2021)
 - ⁴ 公的債務残高のGDP比、歳入に占める公的債務返済の割合、公的債務全体に占める外貨建て債務の割合、財貨・サービスの輸出に対する外貨建て公的債務返済の割合、その他国家財政政策委員会が妥当とみなす比率、となっている。
 - ⁵ タイの公的債務上限については変遷があるようだが、少なくとも世界金融危機が深刻化した2009～2010年頃以降は60%となっていた。
 - ⁶ 2001年にはGDP比40%と定められていたが、リーマンショック発生の2009年に同45%に引き上げられ、2010年に同55%に引き上げられた。なおADB（2020）によると、財政赤字をGDP比3%以下とする規則もあるが、政府がこれに従わなくとも罰則がないためIMFはこれを財政規則とはみなしていないという。
 - ⁷ 統計上の制約から1990年より前のデータはわからないが、原油輸出国であるマレーシアは第2次オイルショック後の長引く資源価格低迷で1985・1986年に経済不振に陥っており、その時の悪影響が残っていたものとみられる。その後は製造業の集積による輸出振興に成功し、経済は高成長に復帰した。
 - ⁸ ここでは詳説しないが、2020年2月の政変以降、政治的に不安定な状態が長引いている。2021年8月にイスマイルサブリ氏が首相に就任して以降、政治不安は小康状態となっているが、同氏の政権基盤は盤石ではない。一方、1990年当時はマハティール氏が首相として強力なリーダーシップをとっていた。
 - ⁹ 再選が憲法で禁じられていることから、ドゥテルテ大統領の退陣は確定している。同大統領の娘であるサラ氏（ダバオ市長）が立候補すれば、人気が高いことから当選の可能性が高く、政策の継続性も保たれそうだが、同氏は今のところ出馬を否定している。

●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。