

燻るウクライナの債務危機

短期的なデフォルト懸念は後退

欧米調査部主任研究員

金野雄五

03-3591-1317

yugo.konno@mizuho-ri.co.jp

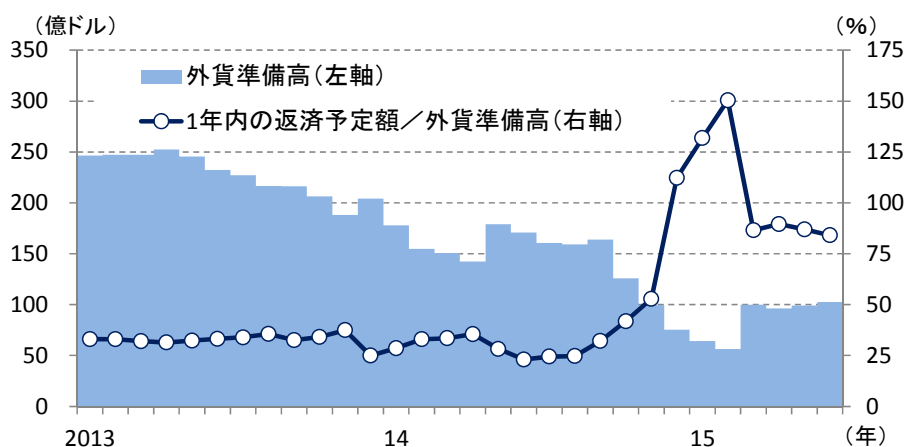
- 7月2日のIMFスタッフ・レベル合意により、ウクライナ向け総額175億ドルのIMF支援の本格実施に目処がついた。これに伴い、同国のデフォルト懸念は、少なくとも短期的には大きく後退した
- ただし中期的には、同国のデフォルト懸念は燻り続けよう。想定されるリスクとしては、東部の紛争継続、民間債権者との債務リスケ合意の決裂、ガス料金値上げによる政権支持率低下がある
- 上記リスクが顕在化した場合、IMF支援プログラムが終了する2018年末よりも前に、ウクライナのデフォルト懸念が再び高まる可能性がある

1. ウクライナのデフォルト懸念は短期的には後退

2015年3月11日のIMF理事会によるウクライナ向け拡大信用供与措置(EFF: Extended Fund Facility¹)の承認と、それに続く7月2日のIMFスタッフ・レベル合意により、IMFによるウクライナ向け総額175億ドル(123.5億SDR。支援期間は2015~18年)の金融支援の実施に目処がついた。これに伴い、懸念が強まっていたウクライナ政府によるデフォルト(債務不履行)の可能性は、少なくとも短期的には大きく後退したとみられる。

ウクライナ政府のデフォルト懸念が強まっていた背景には、同国の対外債務返済の原資となる外貨準備高と比べて、公的対外債務の規模がきわめて大きかったことがある(図表1)。ウクライナ中央銀行

図表1 ウクライナの外貨準備高と債務返済予定額の推移



(注) 外貨準備高は、金、SDR、IMFリザーブポジションを含む。1年内の返済予定額は、公的対外債務の返済予定額。

(出所) ウクライナ中央銀行より、みずほ総合研究所作成

行によると、同国の外貨準備高（金、SDR、IMFリザーブポジションを含む）は、2015年2月末時点で56億ドルにまで減少していた。一方、公的対外債務の残高は2014年末時点で350億ドルを超えており、このうち、2015年中に返済期限を迎えるものが約85億ドルに達していた。ウクライナ東部における紛争の継続により、国際資本市場での資金調達が困難な状況下、外貨準備をすべて使い果たしても対外債務を返済できない状況となっていたのである。

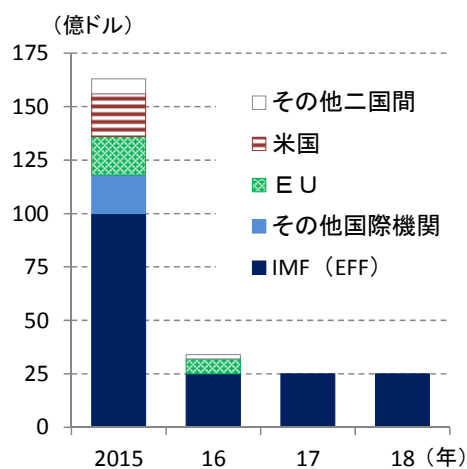
しかし、2015年3月11日のIMF理事会でウクライナ向けEFFが承認され、承認と同日に第1トランシェ50億ドルが供与された²。その後、同年7月2日のIMFスタッフ・レベル合意により第2トランシェ（17億ドル）についても実施に目処がつき、さらに、この第2トランシェの実施に目処がついたことで、IMF支援の実施を条件とする他の国際機関や二国間支援の実施にも目処がついた³。2015年中の支援予定総額（163億ドル）は、同年中のウクライナ政府による対外債務返済予定額（85億ドル）を大幅に上回るものとなり（図表2）、ウクライナ政府によるデフォルトの可能性が一時的にせよ大きく後退したと考えられる。

2. IMF 支援プログラムが描くウクライナ経済再生までのシナリオ

IMFによるウクライナ向け支援プログラム⁴には、ウクライナ政府・中央銀行が今後、実施しなければならない政策課題（コンディショナリティ）として、①金融・為替政策（変動相場制の維持等）、②銀行システム健全化、③財政健全化（歳出削減を中心とする財政赤字の削減）、④エネルギー政策（家計向け天然ガス料金の値上げ等）、⑤構造改革（腐敗・汚職の取り締まり強化、事業環境の改善）という6つの項目と、それぞれのスケジュールが掲げられている。

これらの政策課題がスケジュール通りに実施され、且つ、IMF等による支援が円滑に実施された場合、ウクライナの実質GDP成長率は2016年からプラスに転じ、インフレ率は2017年から1ケタ台に低下、經常収支は2015年以降、GDP比1%台前半で推移し、外貨準備高は2015年から継続的に増加していくと予

図表2 ウクライナ向け支援予定額



(注) 2015年のIMFによる支援予定額（100億ドル）には、供与済みの50億ドルが含まれる。

(出所) IMFより、みずほ総合研究所作成

図表3 IMFによるウクライナの主要経済指標シナリオ

	2014	2015	2016	2017	2018
実質 GDP 成長率 (%)	▲ 6.9	▲ 5.5	2.0	3.5	4.0
CPI 上昇率 (年平均: %)	12.1	33.5	10.6	8.0	6.2
經常収支 (GDP 比: %)	▲ 4.8	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.1	▲ 1.2
一般財政収支 (GDP 比: %)	▲ 4.6	▲ 4.2	▲ 3.7	▲ 3.1	▲ 2.6
同プライマリー収支 (GDP 比: %)	▲ 1.2	1.1	1.4	1.6	1.6
為替レート (グリブナ/ドル: 年平均)	12.0	21.7	22.5	23.1	23.5
外貨準備高 (期末: 億ドル)	75	183	223	285	352

(注) 2014年は実績値。

(出所) IMFより、みずほ総合研究所作成

測されている（図表3）。

3. ウクライナを待ち受ける3つのリスク

ただし、IMF支援プログラムによる経済再生シナリオを実現していく上で、ウクライナ政府は、すでに以下の3つのリスクに直面している。

第一に、ウクライナ東部における紛争の長期化である。ウクライナ東部では、2015年2月に2度目の和平合意（1度目は2014年9月）が成立した後も、同国政府軍と親ロ派武装勢力の間で紛争状態が続いている。東部における紛争状態の長期化により、ウクライナ政府は国防支出の増額を余儀なくされる可能性が高く、その場合、財政収支に関するIMFのコンディショナリティが未達成となり、支援が中断されるリスクがある⁵。また、東部の紛争の長期化は、生産能力の毀損を通じてウクライナの中長期的な経済回復を阻害する要因にもなりかねない。

第二に、公的対外債務に関するリスク交渉の難航である。ウクライナ政府は、2015～18年に返済期限が到来する公的対外債務のうち153億ドルについて、民間債権者委員会（Franklin Templeton等外資系ファンド5社によって構成）との間でリスク交渉を進めているが、交渉は難航している⁶。民間債権者委員会とのリスク合意は、当初、IMFによるEEF第2トランシェ承認の条件の1つとされていたが、ラガルドIMF専務理事によるリスク合意の遅れを容認する発言（6月19日）を受けて、スタッフ・レベル合意が実現した経緯がある⁷。しかし、今後リスク交渉が決裂すると、IMF支援が中断される可能性がある。

第三に、IMF支援のコンディショナリティの1つである「エネルギー政策」の実施の困難さがある。エネルギー政策として具体的に掲げられている政策課題は、これまで政府によって安価に抑えられてきた天然ガスや暖房の家計向け料金を、2017年までに、国営ガス会社ナフトガス社によるコスト回収が可能な水準にまで引き上げるというものである。この目標に基づいて、2015年4月に家計向けガス料金は284%、暖房料金は67%引き上げられており、今後、2016年、2017年にもさらなる料金引き上げが実施される予定となっている。こうしたガス・暖房料金の急激な引き上げが予定通りに行われた場合、家計負担は急増することとなり、政権支持率の低下を通じて、エネルギー政策や他の構造改革の推進が困難になる可能性がある。

このように、ウクライナのデフォルト懸念は短期的には大きく後退したとは言え、上記3つのリスクにより、IMF支援プログラムが終了する2018年末よりも前に、再びデフォルト懸念が高まる可能性が燻っていることには注意が必要であろう。

¹ 拡大信用供与措置（EFF）は1974年に設立されたもので、中・長期的な国際収支上の問題の解決に取り組む加盟国への支援を目的とする。適用期間は原則として3年以内だが、深刻な国際収支上の問題に直面している場合、また、マクロ経済の安定性の回復に時間がかかる場合には、4年までの期間が認められる。

² 2015年中に、EFFの第2～4トランシェの実施により、約50億ドルのIMF支援が予定されている。なお、図表1において、2015年3月末のウクライナの外貨準備高が、前月末比で著しく増加しているのは、EFF第1トランシェ50億ドルの一部がウクライナの外貨準備に繰り入れられたことによる。

³ EFF第2トランシェ以降の承認が、他の国際機関による支援や二国間支援の実施の条件とされている。

⁴ IMF (2015) Country Report No. 15/69: UKRAINE [<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>].

⁵ 事実、ウクライナの国防支出は、2014年の369億グリブナ（GDP比2.4%）から、2015年には860億グリブナ（同

4.6%)に増額されたと報じられている (SIPRI, *Media Back Grounder*, 13 April 2015 [<http://www.sipri.org/media/website-photos/milex-media-backgrounder-2015>])。

⁶ 報道によれば、ウクライナ国債の主な保有者は、民間債権者委員会が約 100 億ドル (うち、Franklin Templeton が 89 億ドル)、ロシア政府が 30 億ドル (償還期限は 2015 年 12 月) とされる。なお、ロシア政府はリスケ交渉に応じる姿勢を見せておらず、むしろ、ウクライナ政府に対して期限前償還を要求する可能性もある (ウクライナ政府の公的債務残高が GDP 比 60% を超えた場合、ロシア政府は即時償還の権利を有するため)。

⁷ ラガルド IMF 専務理事によるリスケ合意の遅れを容認する発言 (6 月 19 日) は、IMF の “lending-into-arrears (LIA) policy” に基づいている。この政策は、公的債務の民間債権者に対する支払いに遅延が生じた場合でも、①当該国政府が適切な経済政策を遂行していること、②民間債権者と誠意ある交渉 (good faith effort) を進めていることを条件に、IMF 支援の実施を可能とする政策である。

●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、商品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。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。