

# 債務再編で合意したウクライナ デフォルト懸念は大きく後退も、再燃リスクが残存

欧米調査部主任研究員

金野雄五

03-3591-1317

yugo.konno@mizuho-ri.co.jp

- 8月27日、ウクライナ政府と民間債権者委員会は、同国の公的対外債務に関して、元本の20%削減や、支払い期限の4年間の延長等を骨子とする債務再編案について合意した
- IMF支援の本格化と今回の対外債務の再編に関する合意により、少なくとも2018年までは、ウクライナ政府がデフォルトに陥る可能性は低くなったとみられる
- ただし、IMF支援プログラムの下での経済再生がうまくいかない場合、今回再編が合意された債務の返済が開始される2019年以降を中心に、再びデフォルト懸念が高まる可能性が残っている

## 1. ウクライナ公的債務の再編に関する合意

2015年8月27日、ウクライナ政府と民間債権者委員会（Franklin Advisers Inc., BTG Pactual Europe LLP, TCW Investment Management Company, T. Rowe Price Associates Inc. の4社によって構成）は、同国の公的対外債務に関して、元本の20%削減や、支払い期限の4年間の延長等を骨子とする債務再編案について合意した（図表1）<sup>1</sup>。これに伴い、ウクライナ政府がデフォルトに陥ることへの懸念は、少なくとも短期的には大きく後退した。

図表1 ウクライナ公的対外債務の再編に関する合意内容

	合意内容
再編の対象となる政府対外債務	外貨建てウクライナ国債(11 銘柄)および同国インフラ基金 (FinInPro) 発行の政府保証債券(3 銘柄)。合計残高 180 億ドル。当初予定では、償還期限が 2015-23 年に到来(うち、2015-18 年に 115 億ドル)。
元本削減	元本の 20%(36 億ドル)を削減。
新債券への組換えと償還期限の延長	再編対象債券を 9 銘柄の新国債に組み換え。新国債の償還期限は、IMF 支援プログラム(EFF:2015-18 年)終了後の 9 年間(2019-27 年)とする。
クーポン・レート	新国債のクーポン・レートは 7.75%に設定(9 銘柄共通)。これは、再編対象債券 14 銘柄の平均クーポン・レート(7.25%)に 0.5%Pt を上乗せしたものの。
価額回復措置 (VRI: Value Recovery Instrument)	2021-40 年に価額回復措置(VRI)を実施する。VRI は、当該年の前々年の実質 GDP 成長率が 3%を上回った場合、成長率 3%を超過した分の GDP に一定の係数(前々年の実質 GDP 成長率によって異なる)を乗じた金額が、当該年に債権者に支払われる措置である。例えば、2019 年の実質 GDP 成長率が+3.0~4.0%の場合、2021 年に支払われる金額の合計額(V)は、以下の計算式によって決定される。 $V=[2019 \text{ 年価格表示による } 2018 \text{ 年の GDP}] \times [2019 \text{ 年の実質 GDP 成長率} - 3.0\%] \times 0.15$

(注) 1. ロシア国民福祉基金が保有するウクライナ国債30億ドル（償還期限は2015年12月）は、再編対象に含まれていない。

2. 価額回復措置の詳細は、*Indicative Heads of Terms* [[http://www.minfin.gov.ua/file/link/425540/file/TS\\_full.pdf](http://www.minfin.gov.ua/file/link/425540/file/TS_full.pdf)] 参照。

(出所) ウクライナ財務省より、みずほ総合研究所作成。

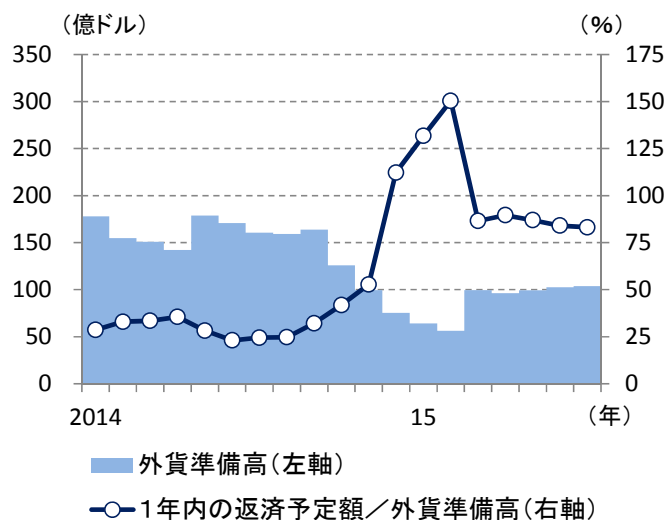
## 2. 債務再編合意と IMF 支援の本格化によりデフォルト懸念は大きく後退

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2）。ウクライナ中央銀行によると、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。

こうした状況を好転させたのが、IMFによる支援の本格化である。2015年3月11日のIMF理事会で、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）の拡大信用供与措置（EFF：Extended Fund Facility）が承認され、承認同日に第1トランシュ50億ドルが供与された。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トランシュ（17億ドル）についても実施に目処がつき、これによって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<sup>2</sup>。こうして、2015年中の支援予定総額（163億ドル。うちIMF支援が第1～4トランシュ合計100億ドル、その他支援が63億ドル）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った（図表3）。

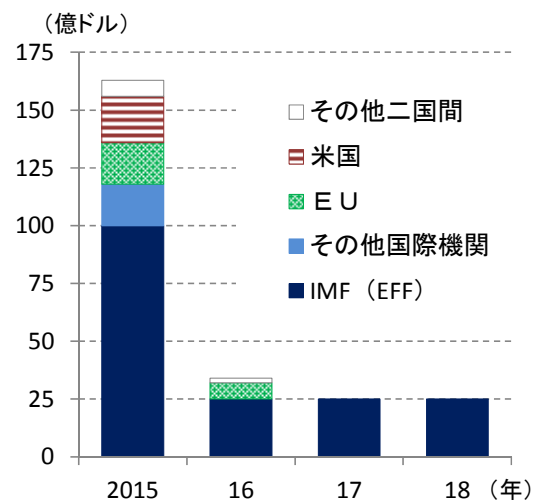
そして今回の公的対外債務の再編に関する合意である。今回の合意により、2015-18年に返済期限が到来する予定だった公的対外債務のうち、115億ドルについては、返済期限が2019年以降に延長されることになった。これは、年平均で約30億ドルの債務返済負担が軽減されることを意味しており、外貨準備高が直近でも100億ドル程度に過ぎないウクライナにとって、そのメリットは大きい。IMF支援の本格化と今回の対外債務の再編に関する合意により、少なくとも返済負担が軽減された2018年までは、

図表2 外貨準備高と債務返済予定額の推移



(注) 1. 1年内の返済予定額は、債務再編合意前の金額。  
2. 15年3月の外貨準備高の増加は、EFF第1トランシュ実施による。  
(出所) ウクライナ中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表3 ウクライナ向け支援予定額



(注) 2015年は実施済みのものを含む。  
(出所) IMFより、みずほ総合研究所作成

ウクライナ政府がデフォルトに陥る可能性は低くなったと言えるだろう。

### 3. IMF が描くウクライナ経済再生までのシナリオと今後のリスク

IMFによるウクライナ向け支援プログラムには、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5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、2015年以降の経常収支赤字は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測されている（図表4）。

ただし、ウクライナ政府が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は、以下の2つのリスクがある。

第1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月に和平合意が成立した後も、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。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2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

図表4 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
経常収支 (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

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2つのリスクにより、今回再編が合意された公的対外債務の返済が開始される2019年以降を中心に、再びデフォルト懸念が高まる可能性が残っていることには注意が必要であろう。

---

<sup>1</sup> 今後、遅くとも9月15日までに、債務再編手続きの詳細が策定され、すべての債権者に対する債務再編への参加の呼びかけ (exchange offer) が開始される予定である。

<sup>2</sup> 2015年7月2日のIMFスタッフ・レベル合意を受けて、欧州委員会は7月8日、総額18億ユーロのウクライナ向け金融支援 (MFA-III) のうち、第1トランシュ6億ユーロの実施を決定した。なお、IMFによるEFF第2トランシュ (17億ドル) の実施については、7月31日にIMF理事会が正式に承認している。