



債券保有者を行き来するウクライナの債務処理



ティモシー・アッシュ

シニア・ソブリン・ストラテジスト
エマージング市場

2024年3月

ウクライナのソブリンの債務処理に関する交渉がスタートしました。

ウクライナの債券保有者は複数の債権者グループを立ち上げようとやり取りを行っています。当社が見る限り、ウクライナの二国間債権国や資金提供国は「流れに身を任せて」います。しかし、ロシア資産が凍結されているという問題によって、ウクライナのケースは異例なものとなっています。

事実、IMFは150億米ドルを超える拡大信用供与ファシリティ（EFF）を提供する条件として（そしてIMFの手法から想定されていたものですが）、債務処理を求めました。しかし、IMFプログラムでは、ウクライナが抱える資金調達ギャップである1,220億～1,400億米ドルのうち、債務処理によって得られる金額は約148億米ドルです。

このプログラムは多くの問題を抱えていると考えています。

第一に、IMFは債務持続可能性の分析（DSA）の基準として、2023年から2027年の期間に対するマクロ経済の枠組みを提示しています。しかし、戦時下でのマクロ経済の枠組みの信憑性はどれほどのもののでしょうか。長期的なマクロ予測が、専門外である戦争や安全保障の結果次第で大きく左右されるなかで、IMFはどのように信頼性の高い予想を立てられるのでしょうか。さらに、マクロ経済の枠組みがあまりにも不透明な中で、どのようにDSAを行うのでしょうか。実際のところ、この分析は机上の空論でしかないでしょう。

第二に、なぜ債務処理を急いでいるのでしょうか。マクロ見通しとDSAがはるかに明確となる戦争の終結を待つことはできないのでしょうか。2024年8月に合意した債務支払猶予期間を2年間引き延ばす方が理にかなっていると思います。

この疑問への回答は、ウクライナが復興と再建に必要な資金の巨額さにあります。西側諸国の納税者がウクライナの復興と再建に必要な資金（4,000億米ドル以上¹）を提供する意欲には限りがあり、ロンドンで行われたウクライナ復興会議での議論の方向は、民間セクターが困難な仕事を行う必要があり、その上でウクライナの早期の市場アクセスが鍵となるというものでした。従って、その準備のために債務処理を進めることで、戦争が終わるとすぐにウクライナはスタートラインに立てることになるのです。

しかし、早期に債務処理を行ったとしても、ウクライナが抱える他のあらゆる問題（安全保障リスク、ガバナンス、法の支配に問題など）を踏まえると、西側諸国では公共の利益に現実には関わるような重要なことで、民間セクターが困難な仕事をすることは考えられません。さらに、戦争終結後直後の西側の民間セクターによるウクライナへの投資は、真の資金ニーズ額と比較して取るに足りないものだろうと考えています。

第三に、資金調達の確実性の観点から、IMFプログラムは信憑性を欠いています。米国下院で601億米ドルのウクライナ支援法案を通過させることに難航していることを鑑みれば、2023年から2027年に米国が約束する220億米ドルの資金提供が実施されるのは疑問があると考えています。言うまでもなく、トランプ氏が大統領選挙に勝利すれば、米国からの資金は激減する可能性が高いでしょう。

実際のところ、ウクライナが必要とする資金は1,220億～1400億米ドルよりも大きいと考えています。ウクライナがなんとかやっていける軍事と財政の総支出は、戦時中は年間1,000億米ドルに近く、平時でも500億米ドルになる可能性があります。この支出の半分近くを米国がカバーしています。そのため、トランプ政権で米国が支援を引き揚げた場合、その差額を欧州諸国が埋め合わせるのがポイントですが、その可能性は低いと見えています。

この議論において、軍事費は無視出来ません。この差額が埋め合わせられないならば、ウクライナは戦地で敗北し、マクロ経済の枠組みや資金調達ギャップは大幅に悪化します。

最後に、凍結されているロシア資産を使用することへの道徳面と公正面という問題があります。直近のIMFスタッフによる報告書で、凍結されているロシア資産に対してIMFは何も触れていませんが、それは何故でしょうか。

ロシアは、ウクライナへの侵攻、経済的損失、戦争犯罪、残虐行為といった点で責任があります。戦中、そして戦後の復興のためにウクライナへの資金援助に使用できる余地がある、西側諸国で凍結されているロシア資産は3,000億米ドル以上あります。しかし、法による統治、準備通貨へのリスク、ロシアの報復への懸念といった点から議論は後退しているように見えます。

公正性の観点では、凍結されたロシア資産をウクライナのために摂取して配分することを避けている西側諸国の今の方針は、自身の納税者がロシアの肩代わりをしているのと同じことです。これは、ロシアの納税者の利益が西側諸国の納税者の利益よりも優先されていると言えます。

今後の見通し

現時点でいかなる債務処理に対しても抵抗することによって、IMFや西側政府が描く資金繰りは持続不能であるという現実を民間の債権者が白日の下にさらしていることは、一つの収穫です。

現在の債務処理の枠組みを支援することで、債券保有者が3,000億米ドル超の凍結されたロシア資産をウクライナが確保できなくしてしまうリスクがあります。実際のところ、債務救済案を支援することは、持続不能な西側諸国の資金繰りモデルを引き延ばすことを実質的に助けており、ウクライナが最終的に敗北するリスクを高めています。

ウクライナへの信頼性のある持続可能な資金繰り計画の実施については、民間の債券保有者は、バケツではないにしても、正気になるように冷水を浴びせかけられると思います。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management