

2022年7月5日 全6頁

# ロシア国債デフォルト騒動の本質

返済能力も意思もあるロシア政府は徹底抗戦の構え

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 197

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

## [要約]

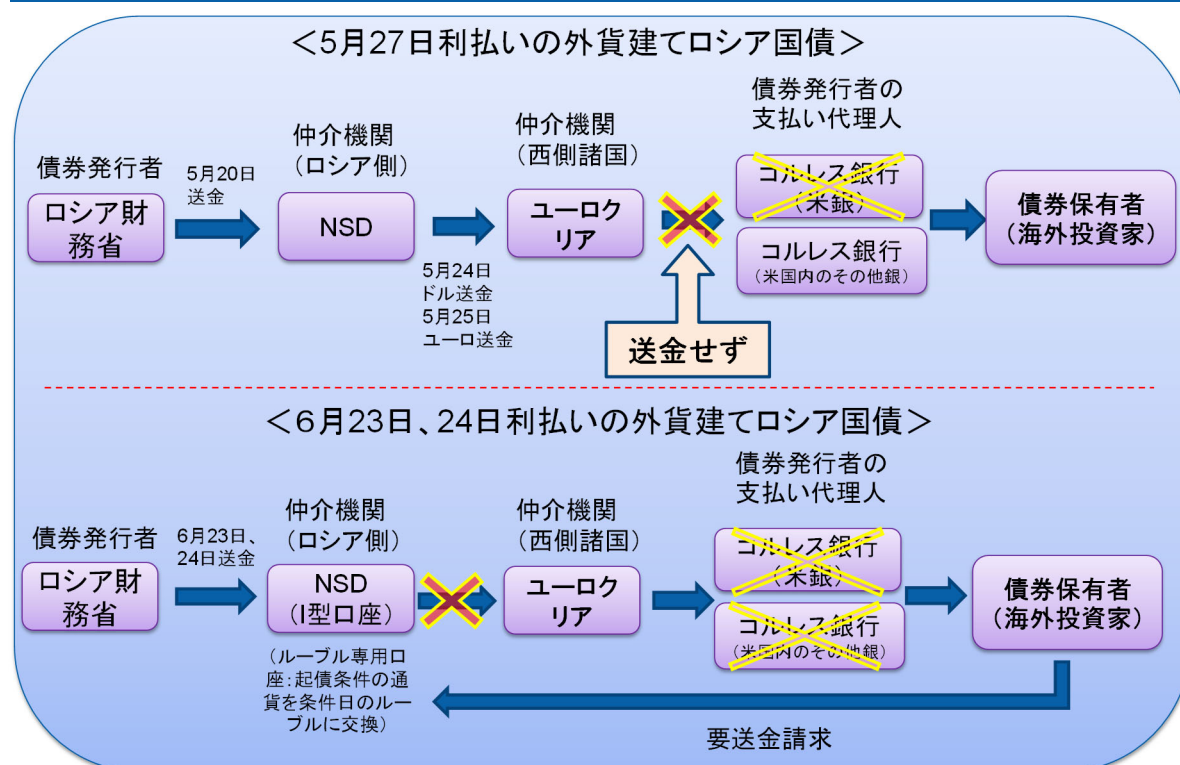
- 2022年6月27日、西側諸国の報道機関は、5月27日に利払い期日を迎えた2本の外貨建てロシア国債の猶予期間が失効し、ロシアが1918年以来となる対外債務のデフォルトに陥ったと報じた。一方、ロシア側はこの報道を真っ向から否定している。
- ロシア財務省は、返済義務を履行するため5月20日にはロシア連邦証券保管振替機関(NSD)に利払い資金を送金した。さらにNSDは、ロシア国債の外国人保有者のための仲介機関にあたる、国際証券決済機関のユーロクリアに5月24日にドルを、5月25日にユーロの支払いを期限内に送っている。ただ資金はコンプライアンス(法令順守)上の理由でユーロクリアの判断により、最終投資家へ振り込まれなかった。このため、ロシア政府は再三にわたり、返済能力も意思もあるのに、西側諸国の制裁により人為的なデフォルトに陥らされそうになっていると発言している。
- 金融市場は既に数カ月にわたり、デフォルトは時間の問題とみてきただけに、6月27日のデフォルト報道は、「象徴的なもの」との見方が強い。ロシア国債は侵攻直後に暴落し、この数カ月間、デフォルトが近いことを示唆する水準で取引されているため、市場の反応もほとんど見られなかった。一方、ロシア政府は今回のデフォルト騒動に徹底抗戦の構えを見せているのが実情である。ウクライナ紛争中のロシア政府に対して、海外投資家が今後、法廷闘争を起こしたとしても勝てる確率は低いため、当面の間、デフォルト騒動に決着がつけられることは難しいと思われる。

## ロシアが6月27日に100年ぶりのデフォルト？（問題はユーロクリアでの資金の滞り）

2022年6月27日、西側諸国の報道機関は、5月27日に利払い期日を迎えた2本の外貨建てロシア国債の猶予期間が失効し、ロシアが1918年以来となる対外債務のデフォルトに陥ったと報じた。2026年満期のドル建てロシア国債（7,125万ドル）および、2036年満期のユーロ建てロシア国債（2,650万ユーロ）の2本、約1億ドルの利払いが不履行とみられている。

一方、ロシア側はこの報道を真っ向から否定している。ロシア財務省は、返済義務を履行するため5月20日にはロシア連邦証券保管振替機関（NSD）に利払い資金を送金した。さらにNSDは、ロシア国債の外国人保有者のための仲介機関にあたる、国際証券決済機関のユーロクリア<sup>1</sup>に5月24日にドルを、5月25日にユーロの支払いを期限内に送っている。ただ資金はコンプライアンス（法令順守）上の理由<sup>2</sup>でユーロクリアの判断により、最終投資家（各国の海外投資家が保有する銀行口座）へ振り込まれなかった。

図表1 外貨建てロシア国債の利払いスキーム



（出所）大和総研作成

ロシア財務省は、「国際決済および清算システム（ユーロクリア）は、事前に資金を全額受け

<sup>1</sup> 1968年に民間機関が設立した国際証券決済機関。証券の決済や保管、貸借や銀行業務などを行い、ブリュッセルにある。クリアストリームと共に欧州の二大証券決済機関である。

<sup>2</sup> 規定により制裁対象国との決済処理ができないという。ただし、送金をブロックした最終的な制裁根拠は不明。

取っており、これらの資金を最終受領者に届けるための法的および財政的能力を有していたが、必要な行動をとらなかった」と声明を公表している。また、ロシア政府は再三にわたり、返済能力も意思もあるのに、西側諸国の制裁により人為的なデフォルトに陥らされそうになっていると発言している。シルアノフ財務相も今回のデフォルトを「茶番劇」と評し、ロシアがデフォルトに陥る理由がないという主張を崩していない。確かに、ロシアは期限前に規定の通貨での支払いをしており、投資家の手元にその資金が届かなかったのは、ロシアのコントロールが及ばない、いわば不可抗力の事態ととらえることもできる。そのため、ロシア内でも今回のデフォルト報道には異議が少なくないのが実情である。

## 問題を複雑にさせたのが、米国での特例失効

4月時点でロシアの対外公的債務は571億ドル、その6割以上が外貨建てロシア国債である。現段階でも2023年から2047年までの満期の異なる14本の外貨建てロシア国債が存在している。残高は350億ドル以上もあるため、万が一、クロスデフォルト（ロシア政府発行の全ての債務が返済期日前でもデフォルトになったとみなされる）となれば、投資家が期限前に償還を一斉に求める可能性があり影響は小さくはない。

また、この問題を複雑にさせたのが、米国での特例失効だろう。ロシアのウクライナ侵攻開始後、米国ではロシア財務省や中央銀行との取引が一切禁じられている。しかし、3月2日の米財務省外国資産管理室(OFAC)の通達で、投資家保護の観点から、債券あるいは株式の利子や配当、償還金受け取りは、例外的に5月25日まで、ロシアが米国金融機関に保有する口座からドルで支払うことが認められていた。しかしこの特例が失効したため、米国金融機関だけでなく、米国内での全ての銀行からのドル建てロシア国債の元利払いが禁止された。ロシア財務省がこの5月25日の失効期限に間に合うようにドルをユーロクリアへ送金したにも関わらず、(市場参加者はすべて認可失効について関知していたものの)ユーロクリアは2026年満期のドル建てロシア国債の5月27日分の利払い7,125万ドルを投資家に送金せず、期限が過ぎた。

さらに、欧州委員会は3月9日以前に発行された外貨建てロシア国債に対するロシア政府の返済は制裁対象にしない方針を示している。そのためロシア政府が非米国の債券保有者に対し、ユーロ建てのロシア国債5月27日分利払い2,650万ユーロの(ユーロクリア経由での)返済もこの時点で可能であった<sup>3</sup>。このように、今回の「支払い不履行」は全てユーロクリアの法令順守が引き金となっているため、ロシア政府の主張するように、返済能力や意思がないといった意味での債務不履行に陥ったわけではないことも頷ける。支払いたくとも支払えない状況、いわばポリティカル・デフォルト(政治的デフォルト)というのが実情であろう。

<sup>3</sup> さらに英国も、3月1日以前に発行された外貨建てロシア国債に対するロシア政府、あるいはロシア国民福祉基金、財務省による債券関連の支払いは6月30日までは有効としている。ただし、6月3日に採択されたEUの第六弾制裁パッケージで、NSDが制裁対象に追加されたため、6月以降はEU内では支払い不可となった

ロシア財務省は海外の金融仲介機関（つまりユーロクリア）の行動は制御できないと強調し、投資家が利払い金を受け取れなかったとしたら、投資家は（ロシア政府ではなく）これら仲介機関を相手にすべきと主張している。2016年以降、ロシア財務省は外貨建てロシア国債に、債権者と合意することなく、ドルでの支払いが不可能になった場合に、支払通貨をユーロ、英国ポンド、またはスイスフランなどに変更できる条件（代替通貨条項）を盛り込んでいる。さらに2018年以降、これら外貨での支払いが不可能になった場合、ルーブルで支払うことがこの条件に追加されている。

図表2 外貨建てロシア国債

利払い日 (年/月/日)	償還日 (年/月/日)	通貨	代替通貨条項	猶予期間	クロスデフォルト	元本金額
2022/4/4	2042/4/4	USD	なし	30暦日	7,500万ドル	20億ドル
2022/4/4	2022/4/4	USD	なし	30暦日	7,500万ドル	30億ドル
2022/5/27	2026/5/27	USD	あり	30暦日	7,500万ドル	30億ドル
2022/5/27	2036/5/27	EUR	あり、ルーブル追加	30暦日	7,500万ドル	10億ユーロ
2022/6/23	2027/6/23	USD	あり	30暦日	7,500万ドル	24億ドル
2022/6/23	2047/6/23	USD	あり	30暦日	7,500万ドル	70億ドル
2022/6/24	2028/6/24	USD	なし	15営業日	7,500万ドル	25億ドル
2022/8/25	2030/8/25	USD	なし	15営業日	7,500万ドル	23.3億ドル
2022/9/16	2023/9/16	USD	なし	30暦日	7,500万ドル	30億ドル
2022/9/16	2043/9/16	USD	なし	30暦日	7,500万ドル	15億ドル
2022/9/21	2029/3/21	USD	あり、ルーブル追加	30暦日	7,500万ドル	30億ドル
2022/9/28	2035/3/28	USD	あり、ルーブル追加	30暦日	7,500万ドル	40億ドル
2022/11/20	2027/11/20	EUR	あり、ルーブル追加	30暦日	7,500万ドル	12.5億ユーロ
2022/11/20	2032/11/20	EUR	あり、ルーブル追加	30暦日	7,500万ドル	12.5億ユーロ
2022/12/4	2025/12/4	EUR	あり、ルーブル追加	30暦日	7,500万ドル	17.5億ユーロ
					合計	392.5億ドル

(注1) 4月4日のドル建て国債2本の元利払い（1本は満期償還）が猶予期間にはいつから投資家の手元に届き、その期間に生じた利息約190万ドルが支払われず、6月1日にクレジットデリバティブ決定委員会(CDDC)が支払い不履行と認定。

(注2) 代替通貨条項とは、ロシアの制御できる範囲を超えた理由で起債条件にある通貨での支払いができない場合に、代替通貨での支払いを認めるというもの。

(出所) 世界銀行資料より大和総研作成

## ロシア側がデフォルトを認める可能性は低い

このような状況に対抗すべく、プーチン大統領は外貨建てロシア国債の元利払いをルーブルで行うことで、債務履行とみなす大統領令を発効させている。ロシア経済発展省は、西側諸国の制裁への対抗措置として、金融市場に関する法改正を行い、外貨建てロシア国債のクロスデフォルトの廃止などが含まれていた。同法改正によれば、元利金が大統領令に従ってルーブルで返済されたり、債務者側の都合ではない、非財政的な状況において返済義務が履行できなかつ

たりした場合には、クロスデフォルトは認定されないという。またこの法改正により、今後、投資家が元利払いを受けるには、NSD に特定の「I」型口座<sup>4</sup>を作成し、債券保有を証明する書類を政府に示し、支払いに関する訴訟放棄のために一筆記さなければならない。ロシア財務省によると、ユーロ債のすべての所有者は、受け取ったルーブル資金を（ルーブル以外の）他の通貨に変換することを含め、その裁量で処分する権利を持つ。受け取ったルーブルの支払いまたは交換された外貨の海外での引き出しの許可は、確立された手順に従って提供されるという。

この大統領令発令後、財務省は新たなスキーム下での利払いを 2 回実施している（6 月 23 日、2027 年および 2047 年満期の 2 本計 125.1 億ルーブルおよび、24 日に 2028 年満期の 85 億ルーブル）。前者の猶予期間は 30 暦日、後者は 15 営業日である。ただし西側諸国の格付け機関は、ロシアが外貨建て債務をルーブルで返済した場合にはデフォルトと見なすと、繰り返し警告していた。そのため、ロシア政府がルーブルでの返済を撤回しなければ、猶予期間後にデフォルトと判断されることになる。ただ上述の大統領令でルーブルでの元利払いを債務履行と許容したため、ロシア側がデフォルトを認める可能性は低い。

一方で、猶予期間中に起債条件で規定された通貨での支払いがない場合、外貨建てロシア国債保有者自身がデフォルト宣言することは可能である。この場合、外国人債権者が、デフォルトが発生したと主張し、債務の全額即時返済を要求して、国際司法裁判所（いわゆるハーグ裁判所）等に提訴することとなるだろう。ただ仮に海外でデフォルト認定されたとしても、当該債券が発行された国の法規制がこれより優越されるため（ロシア政府はこれらの外貨建てロシア国債に関していかなる外国裁判所の管轄権にも同意していない）、ロシア司法がこれをデフォルトと認める可能性は低い。さらに投資家は 3 年以内に潜在的な法的請求を提出しなければならないと規定されており、それを過ぎると請求は棄却される。また外貨建てロシア国債の性質上、クロスデフォルトが認定されるのは、債券保有者の 25% が「信用事由」が起きたと合意する（元本の 25% に相当する債券保有者がクロスデフォルトを望む）かつ、7,500 万ドル以上の不払いがあった場合に限られるため時間を要する可能性がある。無論、クロスデフォルトが認められれば、ロシア国債を保有する投資家が期限前に償還を一斉に求めることになる。ただここでも上述の法改正により、ロシア側がクロスデフォルトを認める可能性は低く、債務償還に応じないことが予想される。

## 金融市場は終始冷静、クレジットデリバティブ決定委員会 (CDDC) の結論は？

EU は 3 月 15 日に主要格付け機関に対しロシア国債や企業に対する格付けを禁止しているため、通常のように格付け機関がデフォルト認定する可能性は低い。そのためデフォルトか否かの西側諸国の最終的な判断は CDDC とみられている。6 月 30 日の時点で、CDDC は依然として支

<sup>4</sup> NSD は、ロシア国債ユーロボンド保有者への支払い用に海外預託機関の名義でルーブル専用の「I」口座を開設する。入金額を決める手続きは財務省が確立する。NSD が I 口座に対する業務を遂行するにあたり、海外預託機関の同意や支持も不要になるという。ロシア政府が中央預託機関に元利金の支払いをした当日の、国内の外貨為替市場での為替レートで、返済義務にあたる金額と同額のルーブルを支払うことで、義務を履行したとみなされる。

払い不履行事由が起きたかどうかについての協議を続けており、結論は出されていない。

ただ金融市場は既に数カ月にわたり、デフォルトは時間の問題とみてきただけに、6月27日のデフォルト報道は、「象徴的なもの」との見方が強い。ロシア国債は侵攻直後に暴落し、この数カ月間、デフォルトに近いことを示唆する水準で取引されているため、市場の反応もほとんど見られなかった。またこれまでにウクライナ侵攻がロシア経済や金融市場に与えた影響の規模を考えれば、今回のデフォルト騒動の一件では、ロシア側にはほとんど影響を及ぼさないだろう。ただ正式にデフォルト認定ともなれば、(一度信用を喪失したために)ロシアが再度、債券市場での資金調達になかなか復帰できないといった影響は考えられる。無論、西側のロシア国債保有者は今後どうすべきか決めなければならない。一部の投資家は制裁により、ロシアに対し法的措置を取ることが難しくなるとの考えから、様子見せざるを得ない人もいる。法的措置によってロシア政府の海外資産から投資資金を回収しようとしても、制裁によって凍結されているため、当面は静観が妥当との判断もある。

一方、ロシア政府は今回のデフォルト騒動に徹底抗戦の構えを見せているのが実情である。ウクライナ紛争中のロシア政府に対して、海外投資家が今後、法廷闘争を起こしたとしても勝てる確率は低いため、当面の間、デフォルト騒動に決着がつけられることは難しいと思われる。

(了)