

近年の途上国債務危機はなぜ起きたのか

— スリランカ、ザンビア、ガーナ、エチオピアの経験から得られる教訓 —

アダム・バーグ^{*}、原田徹也[†]、野手朋香[‡]、大野沙織[§]、四宮健^{**}、
田中智章^{††}、梅田孝博^{‡‡}、湯浅啓一郎^{§§}

要約

本稿では、スリランカ、ザンビア、ガーナ、エチオピアについて、債務危機に至った共通の要因を整理する。これらの国々では、恒常的な財政赤字や低い歳入基盤、外貨獲得能力の制約といった脆弱性が、危機以前から構造的に存在していた。こうした脆弱性を抱える中、2010年代の低金利と資金調達先の多様化により、譲許的資金から非譲許的な外貨建て借入への依存度を高めた。2020年以降、コロナショックを契機として国際金融環境が悪化する中、資本市場へのアクセスを失い、外貨建て債務の借換えは困難となった。これにより外貨準備が減少し、外貨制約が急速に顕在化し、潜在的であった債務リスクを短期間のうちに現実の債務危機へと転化させた。債務危機を回避するためには、「責任ある借り手」として、借入国が歳入強化と財政規律の確立、支出の質と債務管理能力の向上、外貨獲得能力の強化を行うとともに、資金を出す側にも、「責任ある貸し手」としての行動規律の確立と、それを可能とする国際的な枠組みが求められる。

キーワード: 債務危機、スリランカ、ザンビア、ガーナ、エチオピア

本論文の著者は同等の貢献を行いました。

^{*}国際協力機構(JICA) 審査部 マクロ経済審査課 専門嘱託 (Berg.AdamJames@jica.go.jp)

[†]国際協力機構(JICA) フランス事務所 所長 (Harada.Tetsuya@jica.go.jp)

[‡]国際協力機構(JICA) 審査部 マクロ経済審査課 職員 (Node.Tomoka@jica.go.jp)

[§]国際協力機構(JICA) 審査部 マクロ経済審査課 専門嘱託(執筆時) (ono.saori.86c@kyoto-u.jp)

^{**}国際協力機構(JICA) 審査部 マクロ経済審査課 職員 (Shinomiya.Ken@jica.go.jp)

^{††}JICA 緒方研究所 企画課 職員 (Tanaka.Tomoaki@jica.go.jp)

^{‡‡}国際協力機構(JICA) 審査部 マクロ経済審査課 専門嘱託 (Umeda.Takahiro2@jica.go.jp)

^{§§}国際協力機構(JICA) ガバナンス・平和構築部 ガバナンスグループ 行財政・金融チーム 課長 (Yuasa.Keiichiro@jica.go.jp)

ナレッジ・レポートは、開発、開発協力に関する知見の共有・深化に資することを目的として、JICA 事業関係者が自らの経験、知見に基づく論考を比較的自由的な形式で発表するものです。なお、ここで述べられている見解は執筆者個人の見解であり、JICA や JICA 緒方研究所としての見解を示すものではありません。本稿の作成にあたっては、構想段階から執筆に至るまで多大なインプットをいただいた荒巻健二 国際協力専門員に感謝の意を表します。

はじめに

近年、途上国の債務問題が世界的な注目を集めている。新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が発生した2020年以降、スリランカ、ザンビア、ガーナ、エチオピアでは、公的債務の返済が困難となり、債務不履行や債務再編に踏み切る事態が生じた。しかし、同じ国際金融環境の下でも、すべての途上国が同様の道をたどったわけではない。本稿は、なぜこれら4か国で債務危機が顕在化したのかを考察し、未だ不確実性が残り、債務持続性に脆弱さが指摘される途上国も存在するなか、借り手、貸し手双方を含む、途上国開発金融に携わる様々な関係者にとっての教訓を得ようとするものである。

なお、本稿では、債務危機とは、公的債務を将来的に返済できなくなる可能性が高まっている状態を指すものとする。これに対し、債務不履行(デフォルト)は、特定の債務契約に基づく元利返済が履行されなかったという、より狭義の事象を指す。債務不履行の認定は、政府による宣言のほか、外債建債券については格付会社の判断など、複数の形態をとりうる。

本稿は次のような構成となっている。1章では4か国の比較分析を行い、債務危機に至った4か国に共通する要因を整理する。2章~5章では各国がどのような経路を経て債務危機に至ったのか、国別のケーススタディを実施する。6章に結論を示す。

1. 債務危機はなぜ起きたのか

1.1 対象4か国と債務危機の概要

検討に先立ち、ここでは本稿が扱う4か国の概要と、債務不履行事象を確認する。表1は、スリランカ、ザンビア、ガーナ、エチオピアについて、基本的な経済指標と、近年の債務不履行または債務再編申請に関する事実関係を整理したものである。公的債務の不履行は、国内債務を含め、状況は国ごとに多様・複雑であるが、本稿では、2020年の世界的な新型コロナウイルスの感染拡大とグローバル経済の停滞(以下「コロナショック」)を経て、対外債務を中心に国際的に債務問題として顕在化した当該4か国の事例を分析対象とする。

コロナショックの中、G20・パリクラブは、2020年4月、低所得国についての支払い義務を一定期間猶予する、「公的債務支払猶予イニシアティブ(DSSI: Debt Service Suspension Initiative)」を制度化した。また、その後2020年11月には個別国について、国際的な枠組みでより抜本的な債務再編を追求する、「DSSI後の債務措置に係る共通枠組(Common Framework for Debt Treatments beyond the DSSI)」(以下「コモンフレームワーク」)が定められた。ザンビア、ガーナ、エチオピア、およびチャドがこのコモンフレームワークに基づく債務再編の対象となった。より高い所得水準であったスリランカでは、DSSI、コモンフレームワークは適用外のなか、債務不履行宣言がなされ、別途債務再編が議論された。なお、本稿ではこのように債務問題が顕在化するに至るまでの要因分析を行い、個別の債務再編交渉の詳細やその結果については取り扱わない。

表 1: 対象 4 か国の概要

	一人当たり GDP(2022 年) 人口(2022 年)	世銀所得分類 (2020 年)	DSSI	債務不履行事象
スリランカ	USD 3,343 22.2 百万人	低位中所得国	適格国対象外	2022 年 4 月政府が対 外債務不履行宣言
ザンビア	USD 1,447 20.2 百万人	低位中所得国	適格・申請国	2020 年 11 月外債利払 い不履行。2021 年 2 月コモンフレームワーク に基づく再編申請
ガーナ	USD 2,230 33.1 百万人	低位中所得国	適格国、申請見送り	2022 年 12 月国内債務 再編、外債を含む対外 債務支払い停止を發 表。コモンフレームワー クに基づく再編申請
エチオピア	USD 982 125.4 百万人	低所得国	適格、申請国	2021 年 2 月コモンフレ ームワークに基づく債 務再編申請。2023 年 12 月外債利払い不履 行

出所: World Bank, World Development Indicators, 2026、World Bank, 2025 より著者作成

注: 一人当たり GDP は World Development Indicators, GDP per capita (current US\$) の数値を使用。

1.2 公的債務の累積と財政面の脆弱性

2010 年代を通じて、スリランカ、ザンビア、ガーナでは、公的債務の対 GDP 比率が他の低所得国・低位中所得国と比べても高い水準で上昇していた。

図 1 は 2010 年以降の 4 か国の一般政府公的債務の対 GDP 比率の推移を示したものである。比較のため、他の低所得国・低位中所得国の分布も併せて示している。もともと高かったスリランカの債務水準は 2010 年代後半以降さらに増加したことがわかる。またザンビア、ガーナの同比率も 2010 年代に急増した。一方、エチオピアの債務比率の上昇は一般政府債務については相対的に緩やかであり、他の 3 か国とは異なるパターンを示している。ただしエチオピアは本データに含まれない国営企業向け政府保証の割合が多い点は留意が必要である。

なお、この図 1 を含む本節で以下出てくる各種マクロ経済指標のグラフはコロナショックの発生した 2020 年に縦線を付している。同年は経済・市場の前提が大きく変わった転換点であり、その後の実際の債務不履行のタイミングは異なっているが、4 か国で債務問題が顕在化したタイミングである。本節の狙いの一つは、このコロナショック前の 2010 年代の 4 か国の経済構造の変遷を俯瞰することである。縦線で示した 2020 年以降の各種指標については、コロナショックを契機とした世界的な経済の停滞、DSSI を通じた債務の支払い猶予措置、さらにロシアのウクライナ侵攻(2022 年 2 月)による追加的な経済ショックなど当該国由来以外の要因、政策からも影響を受けて大きく変動している点は留意が必要である。

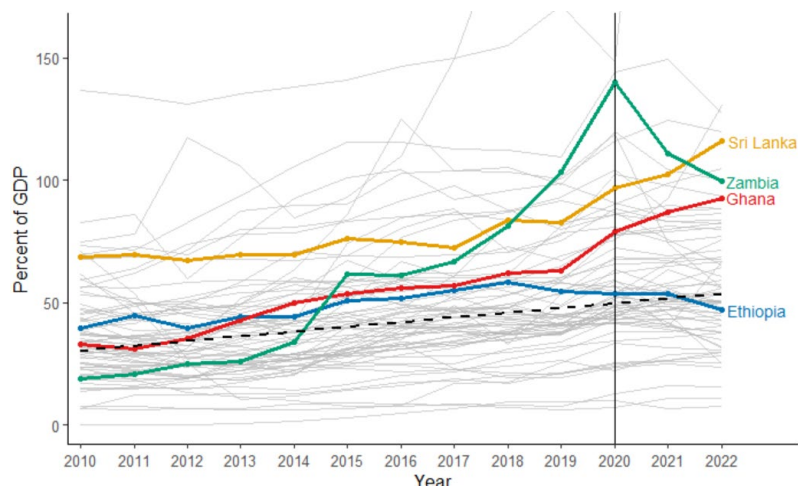


図 1: 公的債務(一般政府、グロス)の対 GDP 比率(2010-2022, %)

出所: IMF, Fiscal Monitor Database, 2025 より著者作成

注: Fiscal Monitor, Gross debt, General government, Percent of GDP の数値を使用。対象 4 国以外の世銀の低所得・低位中所得国各国の推移は背景にプロット。点線は 4 国を除く各国の各年の中央値をもとにした回帰直線。

公的債務の累積の直接の背景として、4 国はいずれも恒常的な財政赤字を抱えていた。図 2 は、2010 年以降の 4 国の一般政府財政収支の対 GDP 比率を示したものである。4 国はいずれも期間を通じて財政赤字の状態にあり、特にスリランカ、ザンビア、ガーナでは、他の低所得国・低位中所得国と比べても赤字幅が大きかった。BOX では、以降の検討の予備知識として、公的債務の累積メカニズムについてまとめている。

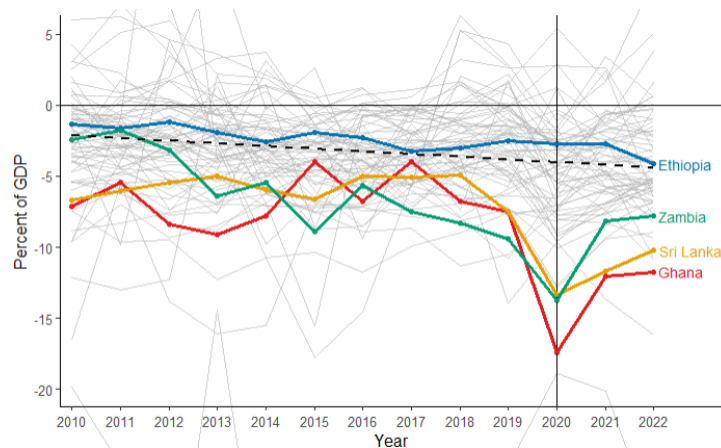
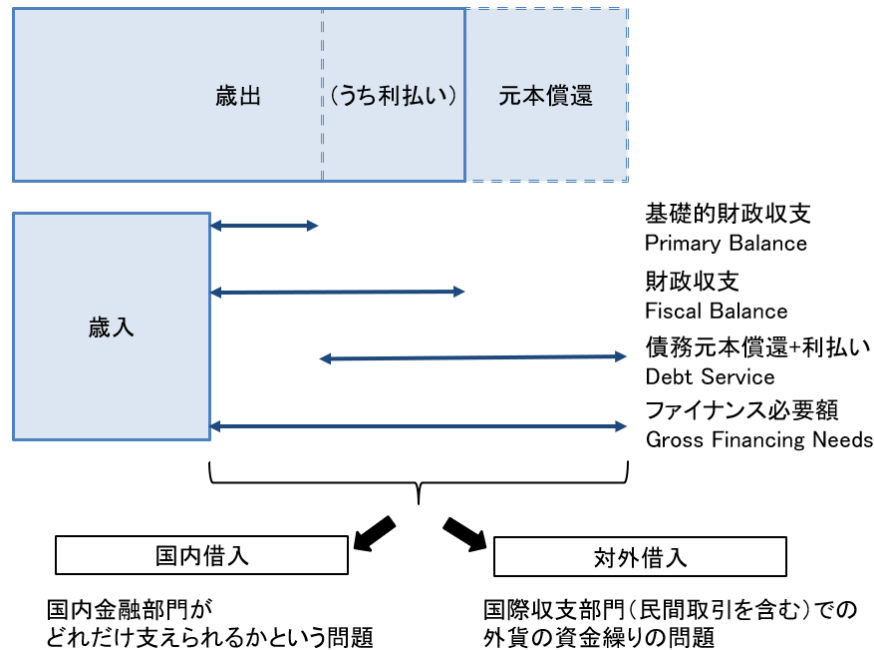


図 2: 財政収支の対 GDP 比率

出所: IMF, Fiscal Monitor Database, 2025 より著者作成

注: Fiscal Monitor, Net lending (+) / Net borrowing (-), General government, Percent of GDP の数値を使用。対象 4 国以外の世銀の低所得・低位中所得国各国の推移は背景にプロット。点線は 4 国を除く各国の各年の中央値をもとにした回帰直線。

BOX 公的債務の累積メカニズム



BOX 図: 政府財政収支と国内・対外借入の関係

出所: 著者作成

上の図は、政府の財政収支と、国内・対外借入の関係を示すものである。政府による借入は主に、財政部門の資金ギャップを埋める目的で行われる(国営企業などへの政府保証による偶発債務などについてはここでは議論しない)。政府の歳出には、社会保障費や公的機関の人員費、政府による公共投資などの他に過去の公的債務の利払いが含まれる。また、歳入については、最も主要なものが税収であるが、資源国等ではこのほかロイヤルティーなど非税収入(non-tax revenue)も含まれる。この歳出と歳入の差がいわゆる財政収支である。また、歳出のうち利払いを除いたものと歳入の差はプライマリーバランスと呼ばれる。

財政収支が歳出超の場合、借入などによる新たな資金が必要になるが、これに加え、当該年に過去の借入の元本償還がある場合は、そのための資金(償還資金)が必要となる。両者、すなわち当年度の財政赤字と、既存債務の償還額の合計額が新規資金調達必要額(Gross Financing Needs)である。この額を新規借入でまかなった場合、過去の債務の元本償還による残高減少と、新規借入による残高増加は一部相殺され、結局当期の財政赤字の大きさ相当が債務の残高に追加されることになる(なお、ここでは資産売却などによる資金調達や、中央銀行による財政ファイナンスなどの手段は省略している)。

この借入の手段には、政府が自国建て国債を発行し、それを国内の金融機関が購入することを通じた国内借入と、海外の金融機関、開発援助機関からの借入、さらにユーロボンドといわれる、国際資本市場での国債発行による対外借入がある。国内借入は国内金融機関の資金余力、すなわち国内金融システムの規模に左右される。他方、対外借入は通常ドルなど国際通貨建てであることが一般的なところ、政府を超えた当該国の対外部門全体の状況、またその結果としての政府部門の外貨のアベイラビリティに左右され、為替変動にも影響を受ける。

なお、プライマリーバランスが収支ゼロのとき、公的債務の対GDP比率は、名目実効利子率

と名目 GDP 成長率が同じである場合に毎年不変となるという、いわゆるドーマー条件が知られている。これを、為替変動などを考慮しない形で、上記の図から直感的に示すと、利払いを除いた歳出と歳入が同額であるとき、新規借入による債務残高の純増分は、一期前の既存債務に対する利払い、すなわち既存債務の名目実効利率 $r\%$ に相当する額に限られる。その結果、債務残高は一期前に比べて $r\%$ 増加する。一方、名目 GDP 成長率が同時期に $g\%$ であるとき、 $r=g$ であれば、債務残高と GDP はいずれも同じ割合で増加しているため、債務残高の対 GDP 比率は変化しない。

財政赤字が継続していた背景として、4か国はいずれも歳入の対 GDP 比率が低水準にとどまっていたことを指摘できる。

図3は、一般政府歳入の対 GDP 比率を示している。4か国はいずれも、他の低所得国・低位中所得国と比べて低い水準に位置しており、特にスリランカでは、一人当たり GDP 水準が相対的に高いにもかかわらず、歳入比率が4か国の中でも最も低かった。このような低い歳入基盤のもとでは、債務の累積に伴う利払いの増加を吸収することが難しく、財政運営の制約は一層強まっていった。

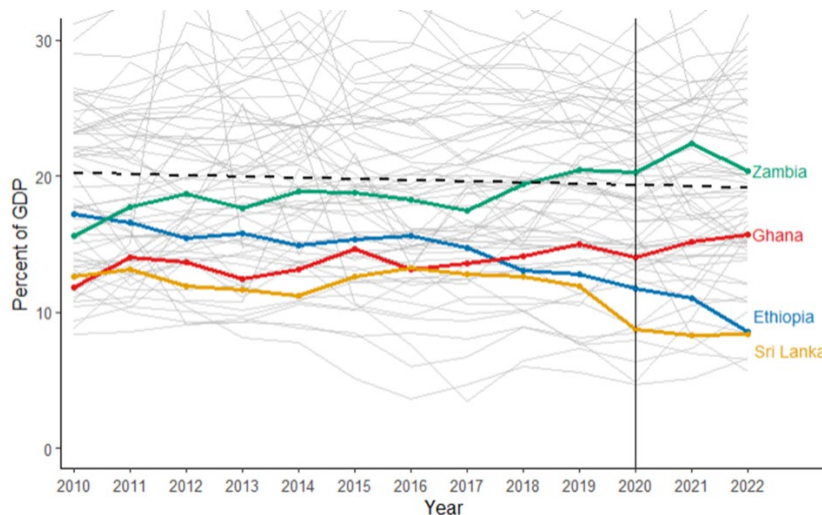


図3:歳入の対 GDP 比率

出所:IMF, Fiscal Monitor Database, 2025より著者作成

注:Fiscal Monitor, Revenue, General government, Percent of GDPの数値を使用。対象4か国以外の世銀の低所得・低位中所得国各国の推移は背景にプロット。点線は4か国を除く各国の各年の中央値をもとにした回帰直線。

財政赤字と公的債務の累積に伴い、4か国では利払い負担が急速に拡大していった。図4は、4か国の利払いの歳入に占める比率の推移を示している。スリランカ、ザンビア、ガーナでは、2010年代を通じてこの比率が急上昇しており、コロナショック以前から、世界的に見ても高い水準に達していた。これら3か国では、利払いが歳入の相当部分を占めるようになり、他の必要な歳出に充てる財政余地は大きく制約されていた。一方、エチオピアの利払い負担は相対的に低水準にとどまっていたが、後述するように、外貨制約という別の要因が債務リスクを高

めていた。

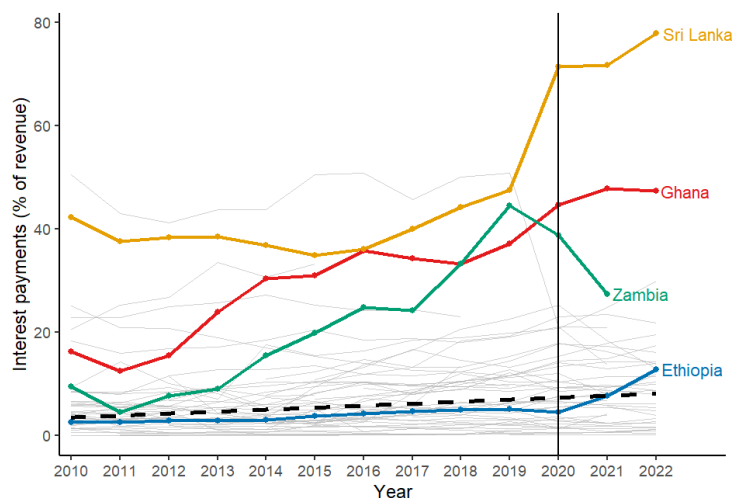


図 4: 政府債務の利払い／歳入比率

出所: World Bank, World Development Indicators, 2025 より著者作成

注: World Development Indicators, Interest Payments (% of revenue)の数値を使用。対象4か国以外の世銀の低所得・低位中所得国各国の推移は背景にプロット。点線は4か国を除く各国の各年の中央値をもとにした回帰直線。

1.3 外貨制約と債務危機の顕在化

4か国は財政構造に加え、外貨の獲得能力という点でも課題を抱えていた。ここまで見てきたように、4か国では公的債務の累積と利払い負担の拡大により、財政運営の余地が大きく制約されていた。しかし、同様に財政上の制約を抱えていた国がすべて債務不履行に至ったわけではない。債務危機が現実のものとなった背景には、外貨建て債務の返済に必要な外貨を十分に確保できなかったという外貨制約も背景にあったと考えられる。

外貨獲得能力は、経常収支がその基盤となる。経常収支とは、財の貿易収支、サービス収支、配当金受取などの所得収支（第一次所得収支）、および海外労働者からの送金などの移転収支（第二次所得収支）からなる。図5に4か国の経常収支の対GDP比率を示す。2010年代、スリランカ、ガーナ、エチオピアは恒常的に経常収支赤字となっている。こうしたなか、外貨の不足は対外負債の増加や投資による資本流入によって補われる必要があった。

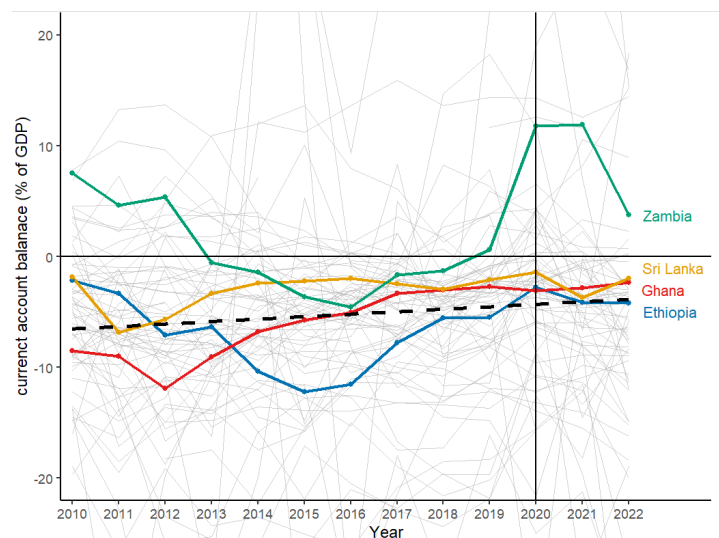


図 5: 経常収支の対 GDP 比率

出所: World Bank, World Development Indicators, 2025 より著者作成

注: World Development Indicators, Current account balance (% of GDP)の数値を使用。対象4か国以外の世銀の低所得・低位中所得国各国の推移は背景にプロット。点線は4か国を除く各国の各年の中央値をもとにした回帰直線。

この結果 2010 年代、4 か国では、国内債務とともに対外債務への依存度も高めていった。図 6 は、公的債務の対 GDP 比率を国内債務と対外債務に分けて示したものである。いずれの国でも、前節でみた脆弱な財政構造に加え、経常収支上の課題もあるなか、2010 年代には国内債務、対外債務いずれも増加してきたことがわかる。

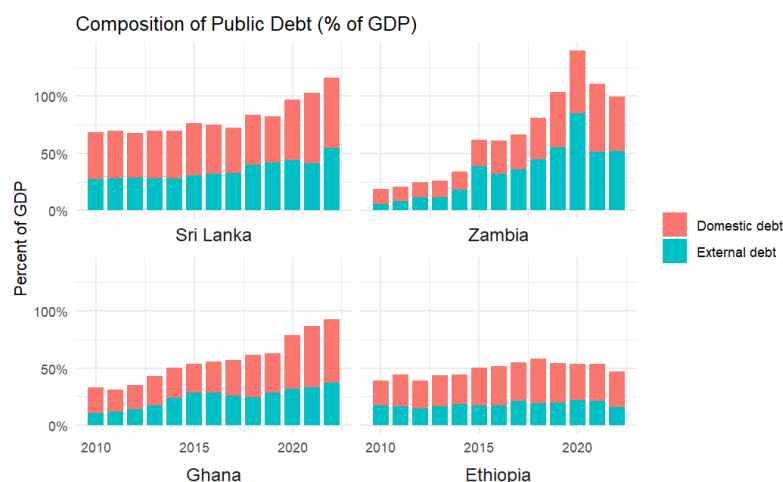


図 6: 4 か国の公的債務の対 GDP 比率の内訳 (対外債務、国内債務)

出所: World Bank, International Debt Statistics, 2025、IMF, Fiscal Monitor Database, 2025、IMF, World Economic Outlook Database, 2025 より著者作成

注: 世銀 IDS より General Government の公的対外債務残高 (USドル建て) を抽出。WEO の各期期末名目為替レートで換算の上、現地通貨建てベースの名目対 GDP 比率を算出。Fiscal Monitor の公的債務対 GDP 比率より差し引き、残差を現地通貨建て債務の対 GDP 比率を推定。General

Government の IMF、世銀データのカバー範囲の違いなどから、推定値であることに要留意。

2010年代の国際金融の環境変化は、こうした公的対外債務への依存を一層容易なものとした。2000年代までは途上国、特に低所得国、低位中所得国の政府にとって対外的な資金調達先は主に、世界銀行などの国際金融機関やパリクラブ債権者と呼ばれる先進国の公的機関であった。だが、2000年代後半の世界金融危機後、途上国の資金調達手段は2010年代に急速に多様化した。第一に、低金利環境下において先進国で十分な利回りを得にくくなった投資資金が新興国・途上国に流入し、こうした地域での資金調達が比較的容易となった。特にアフリカ諸国ではこの時期に初めて外貨建て国債が発行され、国際資本市場を介した資金調達が可能となった。第二に、中国をはじめとした、非パリクラブ債権者からの借入が拡大した。

増加する対外公的債務に比して、外貨獲得能力の脆弱性は継続し、外貨建債務の元利返済の負担は2010年代に高まっていった。対外資金アクセスの改善は、途上国の増大する支出ニーズ、外貨ニーズを効果的にファイナンスすることに貢献したものの、十分な外貨獲得能力の向上を伴わない場合、債務返済の負担とリスクを上昇させることとなる。図7は、外貨建て公的債務のデットサービス(元本償還+利払い)を財・サービス輸出及び第一次所得収支で割った比率の推移を示している。4か国とも2010年代を通じてこの比率が徐々に増加してきている。とくにエチオピア、スリランカではこの比率の水準自体が極めて高い。エチオピアは、債務水準自体は相対的に低かったものの、外貨獲得能力の制約から、外貨建て債務の返済余力は限定的であったことがわかる。

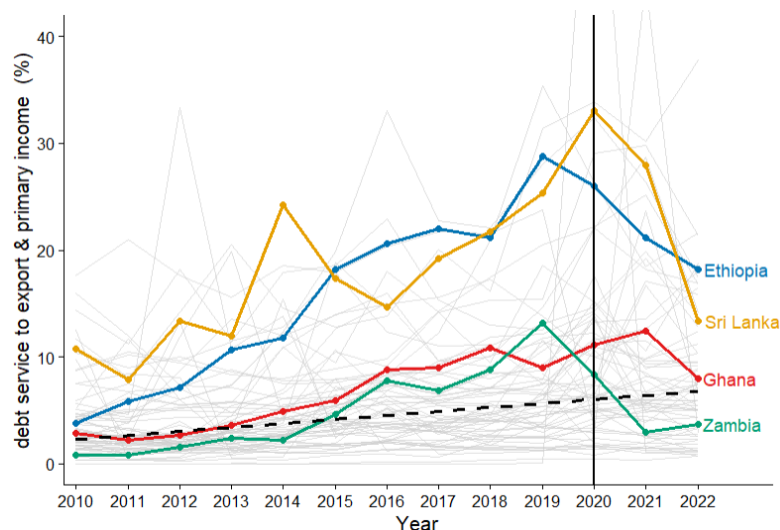


図7: 対外公的債務デットサービス／財・サービス輸出及び第一次所得収支比率

出所: World Bank, World Development Indicators, 2025より著者作成

注: World Development Indicators, Debt service (Public and Publicly Guaranteed and IMF only, % of exports of goods, services and primary income)の数値を使用。対象4か国以外の世銀の低所得・低位中所得国各国の推移は背景にプロット。点線は4か国を除く各国の各年の中央値をもとにした回帰直線。

2020年のコロナショックを契機に、返済能力に対する懸念が顕在化した。世界的な経済活動の停滞により輸出や観光収入が落ち込む中で、これらの国では、輸入や外貨建て債務の返済に必要な外貨の確保が急速に困難となった。同時に、国際金融市場ではリスク回避姿勢が強まり、2010年代を通じて財政を支えてきた外貨建て国債市場へのアクセスは急速に縮小し、事実上、新規発行や借換えが困難な状況に陥った。市場からの外貨調達途絶の一方で、外貨建て債務の元利払いは継続するため、政府は外貨準備を取り崩して対応せざるを得なかったが、それらが当該政府への信認をさらに低下させ通貨防衛等の資金繰りにも苦慮するようになり、債務危機を現実のものとした。

公的債務の内訳やその返済構造の2010年代の変化は公的債務管理に関する新たな課題も提起している。譲許的資金と比べ、外貨建て市場債や非譲許的借り入れは金利が高く、一括償還が多い。このため、借換えが前提となる返済構造は、市場環境が悪化した場合に外貨資金需要を急激に高め、外貨制約を一気に顕在化させるリスクを内包していた。図8はスリランカの日本からの公的資金の借入、およびユーロボンド発行による資金調達による資金インフロー、およびその元利返済による資金アウトフローの推移を示している。日本はスリランカに対する二国間の最大資金ドナーの一つで、インフラ事業を中心に、歴史的に極めて低利の融資を行ってきた。2010年代には年利ゼロ近傍から最大で1.4%程度、返済期間で25-40年程度、据置期間も7-10年という超長期の融資を長く行ってきていた。こうした借入条件の下では図8に見るように毎年の元利払いも長きにわたり少額ずつであることがわかる。だが、2007年の初発行を皮切りに外債の連続した発行はスリランカに追加の巨額のインフローをもたらしたが、その利払いの大きさと、発行後5年または10年後に一括償還という返済スケジュールを背景に、2010年代後半には新規発行によるインフローの半額を超える元利返済ニーズがすでに発生していたことがわかる。そして2020年のコロナショック以降は新規発行が困難になり、新たな資金インフローが途絶え、これまでに累積した外債残高の元利払い負担だけが重くのしかかることとなった。

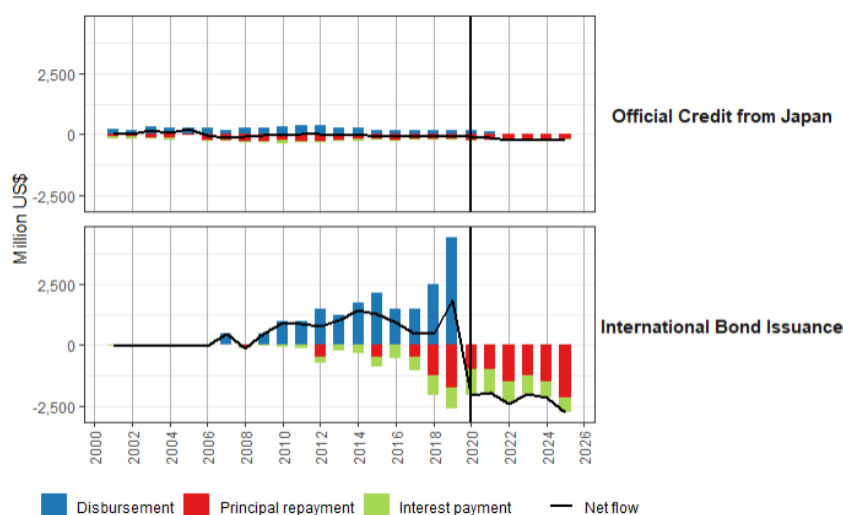


図8: スリランカの対日公的債務および外債発行による資金流入と債務再編前に予定されていた元利返済

出所: World Bank, World Debt Statistics, 2022 (Archive)より著者作成

1.4 国別の経路

図9は、2010年代における4か国の公的債務対GDP比率の変動を、金利と成長率の差(r-g)、プライマリーバランス、為替評価効果、およびその他の要因に分解した結果を示している。線グラフで示されるのは毎年の公的債務の対GDP比率の変動で、いずれの国も多くの期間それがプラスであることは同比率が増大してきたことを示す。棒グラフはプラスの場合同比率の押し上げ要因、マイナスは押し下げ要因である。BOXで言及したように、名目GDP成長率(g)が実効金利水準(r)を上回る場合、債務の対GDP比率の押し下げ要因となりうるが、2010年代、r-gはマイナスとなり、債務水準の押し下げ要因となっていた時期が多かった。ただしプライマリーバランスや為替下落による債務比率の押し上げがこれを上回ることは多く、また2010年代後半は概して成長率は減速した。スリランカでは、r-gによる債務比率の押し下げ効果が弱まり、他の要因と相まって高水準の債務比率が維持された。ザンビアでは、為替評価効果とプライマリーバランス赤字が債務比率の上昇に大きく寄与しており、外貨建て債務への依存と財政赤字が同時に作用していたことが分かる。ガーナでは、r-gは債務比率の抑制に寄与したものの、その他の要因による上昇を相殺するには至らなかった。一方、エチオピアでは、観測可能な要因では十分に説明できない変動が相対的に大きく、他の3か国とは異なるパターンを示している。だがエチオピアでは特に金融抑圧によって国内金利が低く抑えられていたことなどについても考慮すべきであろう。

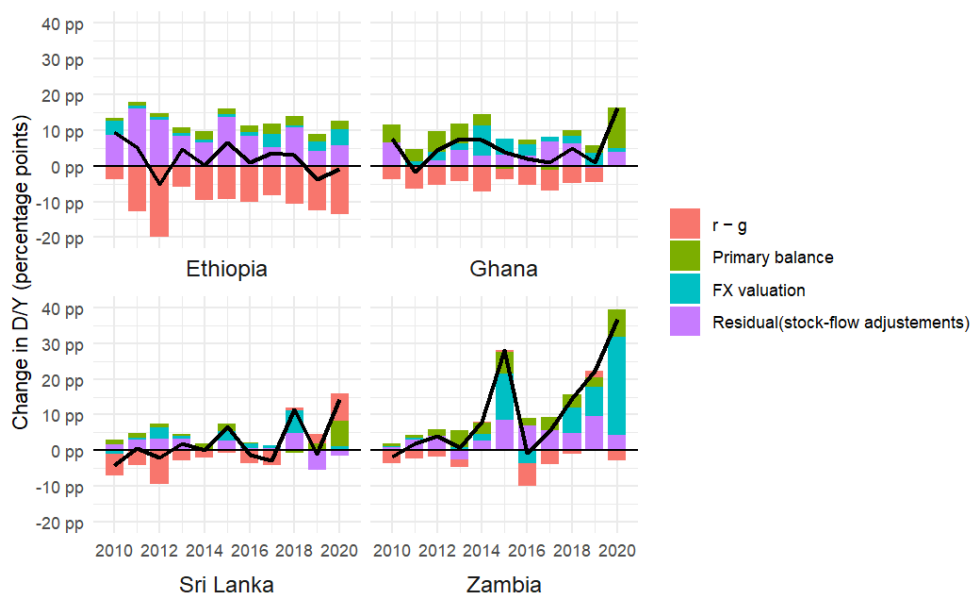


図9: 公的債務対GDP比率の変動の寄与度分析

出所: World Bank, International Debt Statistics, 2025, IMF, Fiscal Monitor Database, 2025, IMF, World Economic Outlook Database, 2025 より著者作成

注: 債務比率の動学方程式 $\Delta \left(\frac{D}{Y} \right) = (r - g) \frac{D}{Y} - pb + fx + residual$ を計算 $(f_{x_t} = \left(\frac{E_t - E_{t-1}}{E_{t-1}} \right) * \left(\frac{D_{t-1}^{FX}}{Y_{t-1}} \right))$

r-g は名目実効利率と名目GDP成長率の差を表し、正(負)の値は債務比率を押し上げる(押し下げる)効果を持つ。primary balance (pb) は利払いを除いた財政バランスであり、赤字の拡大は債務比率を押し上げ、黒字は債務比率を押し下げる。fx valuation (fx) は外貨建て債務の為替評価効果

を表し、自国通貨の減価は債務比率を押し上げる。residual(stock-flow adjustments)は、財政フローや為替評価では捉えられない債務残高の変動要因を指す。例えば政府による資産の積み増しや債務の引き受けは公的債務比率を増加させるが必ずしも財政フローとしては計上されない。債務比率の動学方程式については、Martinez and Ormaechea (2021)等を参照し、一部簡素化して適用。

これらの要因分解は、4か国に共通する脆弱性ととともに、各国固有の経路を浮き彫りにしている。公的債務の累積、恒常的な財政赤字、利払い負担の拡大、外貨制約といった要素は4か国に共通していたが、要因分解の結果が示すように、どの要素がより強く作用していたかは国ごとに異なっていた。スリランカ、ザンビア、ガーナでは財政要因と外貨要因が複合的に作用していたのに対し、エチオピアでは外貨制約の重要性が相対的に大きかった。次章では、こうした違いがどのような政策選択や経済構造と結びついていたのかを、国別に検討する。

1.5 比較分析から得られる示唆

前節までの4か国の比較分析が示す最大の示唆は、長期的に蓄積された財政・外貨獲得能力面の構造的脆弱性の上に、コロナショック以降、国際的資本市場へのアクセスを喪失するなどして資金繰りの面でも支障が生じ、債務危機が顕在化したという点である。スリランカ、ザンビア、ガーナ、エチオピアでは、恒常的な財政赤字や低い歳入基盤、外貨獲得能力の制約といった脆弱性が、危機以前から構造的に存在していた。こうした脆弱性を抱える中でも、2010年代の国際的な低金利環境や資金の出し手の多様化のなかで、これらの国々は追加的な資金調達を行うことが可能となり、公的債務残高を拡大させていった。この過程で公的債務の構成は、それまで中心であった譲許的資金から、外貨建て市場債や非譲許的借入への依存度を高め、償還スケジュールについてもより短期に集中、借換えを前提とする返済構造が形成されてきた。だが、コロナショックを契機として2020年以降、国際的な金融環境が悪化する中で資本市場へのアクセスが失われると、外貨建て債務の借換えは困難となり、外貨準備の減少を通じて外貨制約が急速に顕在化した。これが、潜在的であった債務リスクを、短期間のうちに現実の債務危機へと転化させる決定的な契機となった。

こうした分析結果は、近年強まっている「債務削減」を主たる解決策とする議論に対して一定の留保が必要であることを示唆している。2025年7月に開催された第4回開発資金国際会議(FfD4)においても、低所得国・低位中所得国が直面する債務問題に対し、より迅速かつ包括的な債務削減を求める意見が数多く示された。だが、本章でみたように、近年の債務危機は長期的に蓄積された財政・外貨面の構造的脆弱性と短期的なショックの重なりによって生じている。これらの構造を是正することなく、単純な債務削減を行っても、同じことが将来繰り返されるだけになる可能性がある。単純な債務削減の要求は、借り手側の政策選択や債務管理の課題を見落とす危険がある。

以上を踏まえれば、債務危機リスクの低減に向けた課題は、各国自身の財政・債務運営を構造的に強化することにある。第一に、恒常的な財政赤字と低い歳入比率が債務累積の出発点であったことから、歳入基盤の強化と財政規律の確立は不可欠である。第二に、債務で賄う支出の質が重要である。公的債務の拡大が必ずしも将来の成長力や外貨獲得能力の向上につながらなかった点は、借入規模だけでなく、資金の使途と経済的収益性により大きな注意を払うべきことを示唆している。第三に、債務管理能力の向上が重要である。通貨構成、償還ス

ケジュール、為替感応度、借換え依存度などを平時から把握し、資金調達の意思決定に役立てる体制の強化が必要である。第四に、外貨獲得能力の強化が求められる。外貨建て債務への依存度が高い中で、外貨制約が危機を顕在化させた。財政改善と並行して、外貨制約そのものを緩和する対外経済構造の強化を進めなければならない。これらは、「責任ある借り手」として備えるべき基本条件である。危機を外的ショックのみに帰するのではなく、自国の制度と政策選択を点検し、構造的脆弱性を是正する姿勢が求められる。

一方、持続可能な開発金融の構築には、「責任ある貸し手」の行動規律と国際的な枠組みの改善も不可欠である。2010 年代には、民間市場からの資金流入に加え、新興国による二国間融資も拡大し、債権者構成は大きく多様化した。しかし、これらの資金供給の一部においては、事業の経済性や返済能力に関する分析が十分とは言い難い事例も見られた。借換えを前提とする資金供給や、収益性の不確実な大型インフラ事業への融資は、結果として債務負担の増大を招いた側面がある。そして債務危機以降のプロセスでは、こうした多様な債権者の参加確保や公平性の担保、条件調整をめぐる多くの課題が顕在化した。したがって、責任ある貸し手とは、融資段階における慎重な審査と持続可能性分析のみならず、再編局面における協調的かつ迅速な行動をも含む概念であるべきである。

本章の比較分析を踏まえ、次章以降では各国がどのような経路を経て債務危機に至ったのか、国別のケーススタディとして分析する。4 か国に共通する構造的脆弱性は存在するものの、その顕在化の仕方や政策対応には国ごとの差異がみられる。個別事例を順に確認することで、より具体的な理解を得ることを目的とする。

2. スリランカ

スリランカは、約2,200万人を有する南アジア地域に位置する島国で、一人あたりGNI(2024年)は3,860ドル¹の低位中所得国である。同国は、2001年以降、償還及び利払いの支払いを停止した2022年までの22年間、年平均4.1%の実質経済成長を遂げていた。しかし、2022年には4月に対外債務のデフォルトを宣言し、債務再編に至った。本章では、同国がどのように債務再編に至ったのかを財政、債務構造、対外部門の観点から分析する。

2.1 どのように債務危機に至ったか

スリランカの債務危機は、広範な免税や低水準の個人所得税課税といった長年にわたる税収基盤の脆弱さ、さらに公共部門の規模や人員配置の非効率性に起因して歳出が慢性的に高水準であったことといった、構造的な財政問題を背景としていた。こうした状況下で、2019年末の大規模減税およびCOVID-19による経済ショックが重なり、財政赤字と経常収支赤字という「双子の赤字」が拡大した。

その結果外貨準備高は急減し(図10)、非譲許的な借入の増加に伴う返済集中と金利上昇による利払い負担の拡大によって財政状況は一段と悪化した。さらに格付機関は格付を引き下げ、スリランカ政府は国際金融市場へのアクセスを喪失した。政府は国際市場における合

¹ World Bank, World Development Indicators, 2026 の GNI per capita, Atlas method (current US\$)

理的条件下での借換えが不可能となり、2022年4月に対外債務の履行停止に至った。

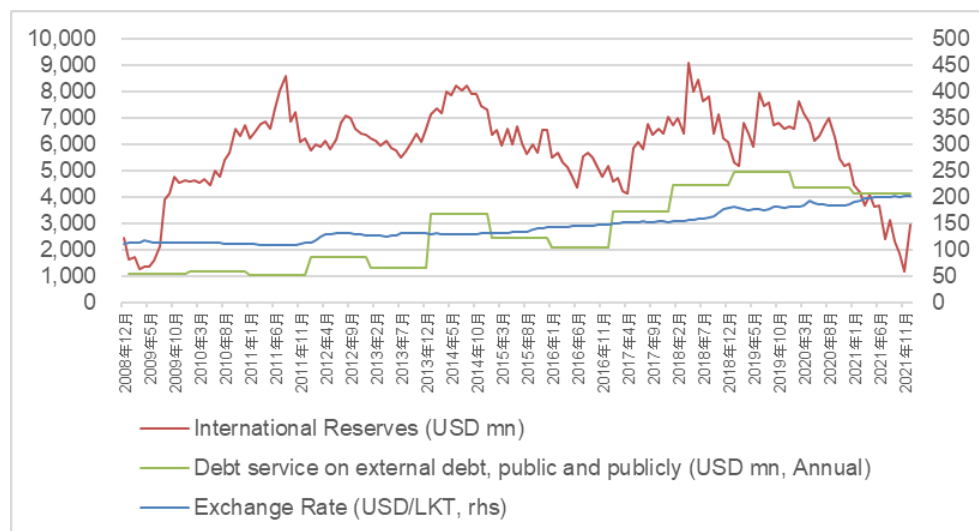


図 10: 外貨準備高・対外公的債務返済額・対ドル為替レートの推移

出所: IMF, Exchange Rates, 2026, IMF, International Liquidity, 2026, World Bank, International Debt Statistics, 2025 を基に著者作成

注: IMF, Exchange Rates, Domestic currency per US Dollar, IMF, International Liquidity, Reserves excluding gold, World Bank, International Debt Statistics, Debt service on external debt, public and publicly guaranteed (PPG) (TDS, current US\$)の数値を使用。

2.1.1 中長期的な背景

同国は 2010 年頃から、中国などの二国間債権者からの相対的に譲許性の低い借入や国際資本市場での起債を拡大し、債務構成に占める市場性の高い資金の比率を高めていった。図 11 が示すように 2000 年代前半までは対外公的債務残高の 90%程度を国際機関・中国を除く二国間融資が占めていたが、2005 年頃から減少傾向に転じた。一方で相対的に調達コストの高い外債の割合は 2006 年頃から増加傾向に転じ、2019 年には 40.7%を占め、国際機関・中国を除く二国間融資を超える割合となった。また中国からの借入も漸増し、2013 年以降、対外公的債務残高の 15%程度で推移した。その結果、利払費対 GDP 比率は 2011 年以降年々増加し、2021 年には過去最高の同 1.8%程度まで膨れ上がり、脆弱な財政構造に更なる負担を与えた。

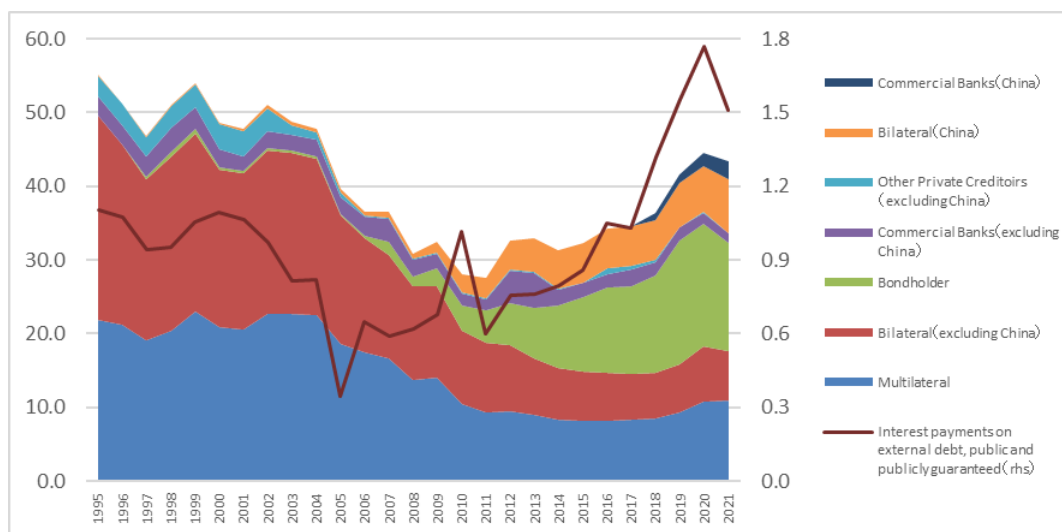


図 11: 債権者別の対外公的債務残高と利払い(% of GDP)

出所: World Bank, International Debt Statistics, 2025、World Bank, World Development Indicators, 2025 を基に著者作成

注: World Bank, International Debt Statistics の債権者別の対外公的債務残高 (PPG (DOD, current US\$)) を World Development Indicators, GDP (current US\$) の数値で割ることで対 GDP 比率を算出。

(1) 財政・公的債務

スリランカの歳入は広範な免税の累積や間接税への過度な依存、税務行政の脆弱性が重なり、税基盤は長年にわたり構造的に弱体化していた。とりわけ、各種免税・優遇措置 (Tax Expenditures) の規模は対 GDP 比率でも無視できない水準に達し、税収の伸びを恒常的に抑制する等、歳入基盤は構造的に脆弱だった。2001 年以降 2018 年まで、対 GDP 比率で平均 13% 程度と低位で推移し、税収の対 GDP 比率は新興国平均を下回る水準にとどまっていた。一方、歳出は公共部門 (人員・賃金) の規模的・人員配置的な非効率さに加えて補助金などの支出も継続する等、硬直的な構造で、同期間において対 GDP 比率平均 19% 程度と、歳入を上回って推移していた。この結果、財政収支は 2018 年まで平均▲6.1% と、慢性的な赤字を記録していた。こうした赤字体質を背景に、公的債務は高水準で推移していたものの、2018 年時点ではなお管理可能な範囲にとどまっていた。

(2) 国際収支

スリランカの経常収支は、図 12 に示すとおり、債務履行停止に踏み切る以前から構造的な赤字状態であった。海外労働者送金を中心とする第二次所得収支および、観光業を中心とするサービス貿易収支はいずれも一貫して黒字を維持していたものの、エネルギーや食料、中間財などを輸入に依存していることを背景に財貿易収支の赤字幅が極めて大きく、加えて第一次所得収支も恒常的な赤字で推移していたことから、経常収支全体では赤字基調は定着していた。とりわけ 2010～2011 年にかけては、内戦終結後の復興需要を背景にインフラ投資や消費が拡大し、輸入が急増した結果、経常収支は対 GDP 比率で▲7% 近くまで悪化した。その後は輸入の伸びが一定程度抑制され、経常収支は▲2～3% 程度で推移していたが、赤字構造

そのものが解消されるには至らなかった。

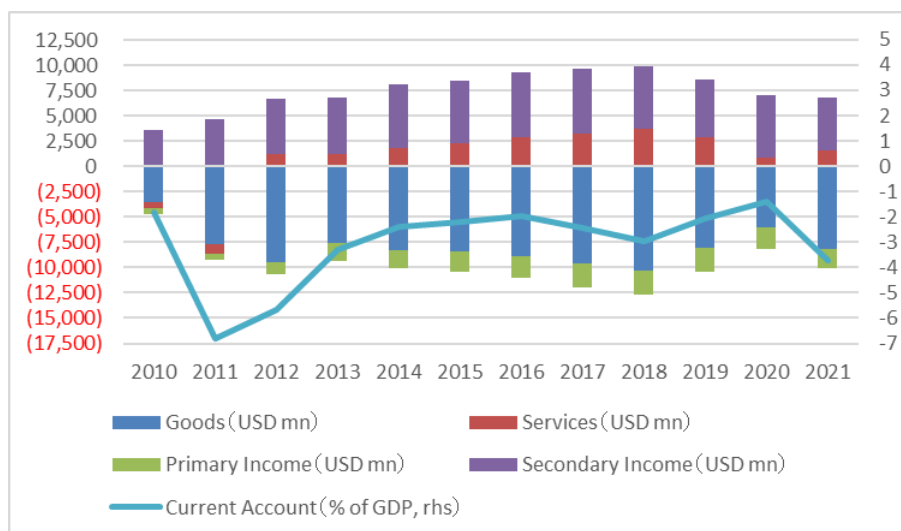


図 12: 経常収支

出所: World Bank, World Development Indicators, 2025 より著者作成

2.1.2 債務危機直前の状況

2019 年末、スリランカ政府は所得税・付加価値税 (VAT) 率の引き下げ、VAT の課税基準引き上げ、国家建設税 (NBT) 廃止・経済サービス税 (ESC) 撤廃などの大規模減税措置を実施した。これに加えて COVID-19 の流行に伴う経済活動の停滞により GDP が縮小したほか、COVID-19 対策として、医薬品や医療器材の関税免除、VAT の猶予・延長、SME への税支払い延期などの措置が講じられた。その結果、2020 年の歳入対 GDP 比率は 8.8%と、前年比 ▲3.1 ポイントの大幅な低下となった。歳出面では COVID-19 への対応費用の増加や社会保障施策の強化を背景に支出が拡大した。これにより、2020 年の歳出対 GDP 比率は 21.0%と、前年比 1.5 ポイント増加した。財政緩和・コロナによる歳入減および歳出増の結果、2020 年の財政収支は対 GDP 比率 ▲12.2%と前年比で 4.7 ポイント拡大。これに伴い公的債務残高対 GDP 比率も大幅に増加し、2020 年に 96.7%まで増加した。2021 年も財政収支は ▲11.7%と高水準に推移し、公的債務残高対 GDP 比率は 102.7%にまで達した。

経常収支については、2020 年は COVID-19 の影響で観光客数が急減し観光収入が前年比で約 80%減少する等、サービス黒字が縮小したものの、経済活動の停滞に伴って輸入が抑圧され、財貿易収支の赤字が大きく縮小した結果、経常収支は ▲1.4%と、前年の ▲2.1%から赤字幅が縮小した。しかし、2021 年には経済が回復局面に転じて輸入需要が拡大する一方、国際的な渡航制限の長期化を背景に観光業の回復が限定的で、繊維・紅茶など主力輸出も主要市場の需要低迷で伸び悩み、海外労働者送金も十分な回復を示さなかった。このため、経常収支は ▲3.7%まで拡大し、外貨流出の圧力となった。また、2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻を受け、国際商品価格の上昇を背景として、対外支払いに伴う外貨需要が一段と拡大するとの見方が強まった。

こうした外貨流動性の逼迫を受けて、外貨準備高は為替防衛および必需品輸入の確保を目的とした継続的な切り崩しを背景に、2020 年中旬頃から減少局面に入り、2019 年末の約 67 億ドルから 2022 年 4 月には 18 億ドルを下回った。こうした外貨準備高の急激な低下を背景

に外貨流動性が大きく悪化し、対外債務の返済能力に対する懸念が強まった。この結果、例えば格付会社 Fitch は財政の持続可能性の低下および外貨流動性制約を背景に、スリランカの格付を引き下げた²。同国は 2022 年 7 月前後にかけて外債の大口償還を控えていたが、格付の格下げ等を背景に国際資本市場における調達コストは急騰し、新規の外貨建て資金調達は事実上不可能となっていた。この結果、同国は対外支払いの持続可能性が失われたと判断し、外貨建て公的債務の支払い停止（債務不履行）に踏み切るに至った。

2.2 まとめ

スリランカの債務危機は、脆弱な財政構造や中長期的な国際収支の脆弱性、外的ショックの複合的作用によって引き起こされた。中長期的には、高コストの外債や非譲許的な借入への依存、および低い税収対 GDP 比率と非効率な公的支出に象徴される硬直的な財政構造という問題が存在し、利払い負担は特に 2012 年以降、趨勢的に増加していた。

この脆弱性の上に、2019 年末の減税による税収減と COVID-19 による経済縮小が重なり、歳入は急減、歳出はパンデミック対応で増加し、財政赤字は急拡大した。国際収支面では、慢性的な経常収支赤字構造のもと、2020 年は経済活動の停滞で輸入が抑制され赤字幅が一時的に縮小したが、2021 年には需要回復で輸入が再拡大する一方、観光・海外送金の回復が鈍く、経常収支赤字が拡大することで外貨流出が加速、外貨準備は急減した。格下げにより国際市場での新規外貨調達コストは急騰し、合理的条件での借換えが困難となった。国内での資金調達に取り組んだが、外貨需要は賄えず、外債償還能力を喪失した。こうした「双子の赤字」の構造的脆弱性に外的ショックが加わった結果、2022 年 4 月に対外債務デフォルトに至った。

3. ザンビア

ザンビアは、新型コロナの世界的な感染拡大後、アフリカ諸国の中で初の債務不履行（デフォルト）に陥った国として言及されることが多い。しかし、同国の債務返済が困難となる状況は、2020 年 11 月のデフォルトに至るまでの 10 年余りにわたり累積した経済構造上の脆弱性および財政運営上の問題に起因しており、すでにコロナ禍以前から顕在化していた。本章では、同国がどのようにして債務危機に直面するに至ったのかを振り返り、その要因を考察する。

3.1 どのように債務危機に至ったか

2015 年以降、資源価格下落に伴う輸出入の減少によって外貨準備高は減少し、2019 年末には輸入比 1.9 か月へ低下した。2018 年以降には対ドル為替レートの減価が加速し、対外公的債務返済額は増加した（図 13）。ザンビア政府は 2020 年 6 月、DSSI へ申請を行い、公的債権者に対する債務返済の一時猶予が承認された。これを受け、政府は同年 9 月下旬、「コンパラビリティの原則」に基づき、民間債権者に対しても利払い猶予を要請した。しかし、民間側はこの要請に応じる姿勢を見せなかった。その結果、同年 11 月 13 日に期限を迎えた

² © Fitch Ratings. All rights reserved.

4,250万ドルのユーロ債の利払いを履行せず、同国はデフォルトに陥るに至った。以下では、ザンビアが債務危機へと至った経緯について、中長期的な構造的背景と、2020年のデフォルト直前における直接的要因の二つの側面からみていく。

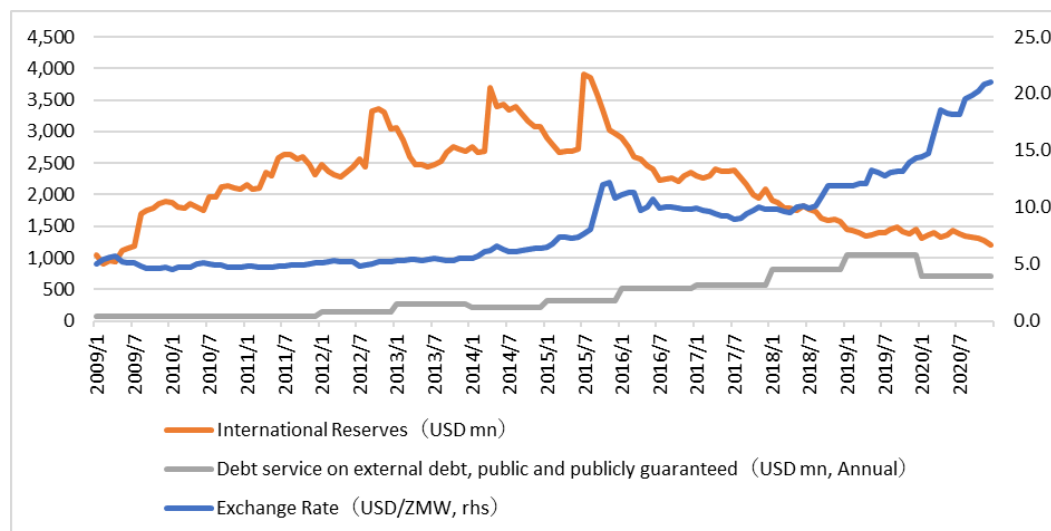


図 13: 外貨準備高・対外公的債務返済額・対ドル為替レートの推移

出所: IMF, Exchange Rates, 2026、IMF, International Liquidity, 2026、World Bank, International Debt Statistics, 2025 より著者作成

注: IMF, Exchange Rates, Domestic currency per US Dollar、IMF, International Liquidity, Reserves excluding gold、World Bank, International Debt Statistics, Debt service on external debt, public and publicly guaranteed (PPG) (TDS, current US\$)の数值を使用。

3.1.1 中長期的な背景

ザンビアが債務危機に至った背景として、①政府歳入および外貨収入を銅の生産・輸出に大きく依存する経済構造、②譲許的資金中心からユーロ債や中国などからの非譲許的借入への債務構成の変化、③政府によるインフラ投資を通じた拡張的な財政政策が挙げられる。

(1) 財政・公的債務

アフリカ第2位の銅産出国であるザンビアは、鉱業部門からの税収およびロイヤリティが主要な歳入源であることから、同国経済は銅価格を中心とする国際資源市況に左右されやすい³。2000年代半ば以降、中国をはじめとする世界的な資源需要の拡大を背景に銅価格が上昇し、銅の生産を拡大させたザンビアでは経済成長が加速した。

2005年には、同国が多国間債務救済イニシアティブ(MDRI)の適用対象⁴となったことで、

³ 1990年代後半には銅価格の低迷により債務負担が急増し、1998年には対外債務残高がGNI比207%、輸出比715%に達するなど、債務返済が事実上困難な水準に達した。この状況を踏まえ、ザンビア政府は重債務貧困国(HIPC)イニシアティブに参加し、国際金融機関との協調の下で債務削減と財政再建を進めた。

⁴ ザンビアは2005年に拡大HIPCの完了点に到達したことでMDRIの適用を受け、IMF、世界銀行(IDA)およびアフリカ開発基金(AfDF)が保有する債務が全面的に免除された。

同国の債務負担は一時的に大きく緩和され、2006年には財政収支が一時的に黒字転換するなどマクロ経済環境が改善した⁵。2010年に10%を超える高成長を達成し、一人当たり国民総所得(GNI)が増加したことを評価し、世界銀行は2011年7月にザンビアの所得水準別分類を「低所得国」から「低位中所得国」へ引き上げた。しかし、この所得分類の引き上げは、低金利の譲許性融資へのアクセスが制限されることをも意味し、同国の資金調達環境に重要な転換点をもたらした。

2011年に発足したサタ政権は、インフラ開発を国家戦略の最優先事項に据え、「改訂第6次国家開発計画(R-SNDP: Revised Sixth National Development Plan)」を策定し、「リンク・ザンビア 8000」プロジェクトの下で国内8,000kmの道路網を整備・舗装し、内陸国であるザンビアを周辺諸国のハブにすることを目指した。これらの膨大なインフラ資金を賄うため、同政権は2012年9月に国際資本市場で初のユーロ債を発行し、さらに2014年および2015年にも追加発行を行い、5~8%という比較的高い利率で総額30億ドルを調達した。当時の世界的な低金利環境は、これらのユーロ債の需要を押し上げる主要因となった⁶。調達された資金は、鉄道や道路、橋、空港の整備や国営電力会社 ZESCO の発電・送電プロジェクトなど大規模インフラ開発に充当され、同時にこれらの開発を支える中国の政府系金融機関や民間金融機関からの借入も増加した。

しかし、2010年代半ば以降、銅価格が下落に転じると、鉱業セクターの停滞を通じてザンビアの経済状況は悪化に転じた(図14)。2015年に発足したルング政権は、銅の輸出収入低迷に伴う歳入減に直面するなかにあっても、中国からの借入を増やすことで道路網の整備を継続し、空港や水力発電所の建設など大規模インフラ投資を行った⁷。その結果、公的債務残高の対GDP比率は2010年の18.9%から2020年には140%へと急増し、対外公的債務の対GDP比率も同期間に6.2%から83.1%へと大幅に上昇した。



図14:銅価格の推移

出所:LSEG Workspace より著者作成

⁵ Zambia Institute for Policy Analysis & Research, 2024

⁶ 2008~09年の世界的な金融危機後に先進国をはじめ各国が金融緩和を実施し、米国長期金利が2%程度と低位で推移する中、金融市場では投資家による高い利回りを追求する動きが強まった。

⁷ Brautigam, 2001.

対外公的債務の債権者別内訳をみると、譲許的融資が中心である多国間および二国間（中国を除く）債権者の割合は2010年の70.6%から2020年に27.0%へ減少した一方、民間債権者（中国の民間金融機関等を含む）の割合は同期間に4.4%から47.8%へ増加した（図15）。また、対中国の債務残高は2015年から2020年のわずか5年間に約3倍へ増加した。対外公的債務の利払費は、2010年には対GDP比率0.1%程度だったが、ピークとなる2019年には同約2%まで増加した。

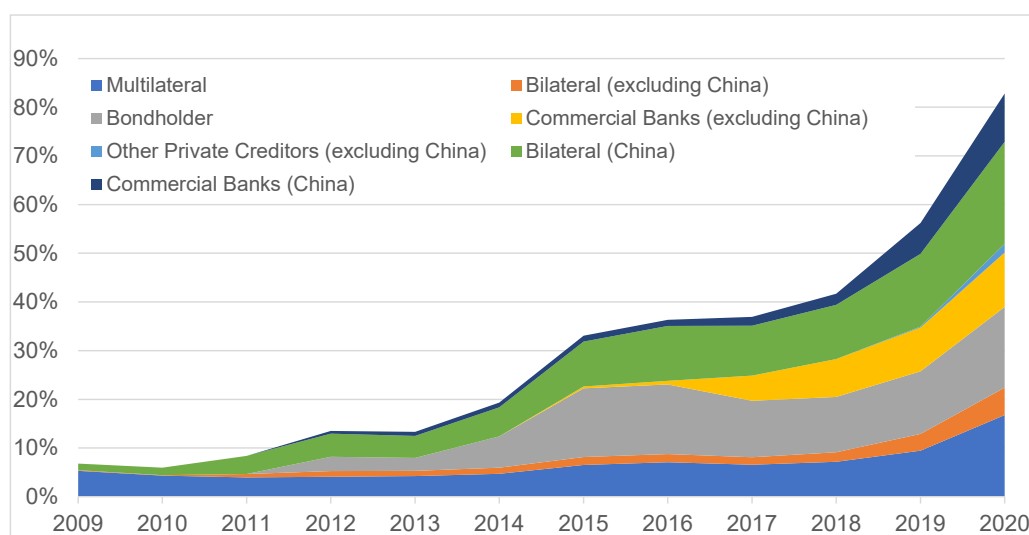


図15: 債権者別の対外公的債務残高 (% of GDP)

出所: World Bank, International Debt Statistics, 2025、World Bank, World Development Indicators, 2025より著者作成

注: World Bank, International Debt Statisticsの債権者別の対外公的債務残高 (PPG (DOD, current US\$))を World Development Indicators, GDP (current US\$)の数値で割ることで対GDP比率を算出。

この間、成長率は減速し、政府は2016年以降に財政赤字をはじめとする諸問題へ対応すべく、IMF支援を要請し、財政基盤の健全化に向けて協議を行った。IMFは、2015年5月公表のザンビアの債務持続性分析(DSA)⁸においてリスク評価をModerateとしていたが、2017年10月公表のDSAではリスク評価をHighへ変更した⁹。2018~19年には、大手格付会社がザンビアを相次いで格下げした。さらにIMFは2019年7月公表のDSAにおいてリスク評価をHighに据え置いた上で、公的債務は現行の政策の下では持続可能ではないとの見方を示した。

⁸ IMFは2015年5月公表のDSAにおいて、輸出の伸び率が低下した場合のストレステストシナリオの下で、対外公的債務の返済額の歳入比が2022年と2024年に閾値を上回るものの、ベースラインシナリオでは閾値を下回ることからリスク評価をModerateとしていた(IMF, 2015c)。

⁹ 2017年10月公表のDSAでは、ユーロ債の発行による債務残高の増加を指摘し、その償還期限である2022年と2024年には債務元利払いが歳入比でみてベースラインシナリオ、ストレステストシナリオともに閾値を上回ることから、リスク評価をHighとした(IMF, 2017b)。

(2) 国際収支

ザンビア経済は、輸出額の7割以上を占める銅に外貨収入の大半を依存している。このため、2000年代半ばの資源ブーム時に同国の経常収支は大きく改善し、2010年には経常収支が対GDP比率7.5%の黒字を記録した。しかし、2011年以降、政府が鉄道・道路建設をはじめとする大規模インフラ整備を積極的に推進した結果、資本財輸入は急増し、2010年に対GDP比率6.6%であった輸入額は2013年には同15.6%へと大幅に拡大した。また、慢性的な電力不足を補うためのエネルギー輸入の増加も、輸入総額を押し上げる一因となった。さらに、銅価格の下落と主要輸出先である中国経済の減速に伴う需要縮小により、銅輸出による外貨収入は顕著に減少した。輸入拡大の一方、輸出が伸び悩んだことで、2010年代半ばにかけて経常収支は赤字基調に転じ、外貨準備高も減少が続いた。外貨収入の減少と資本流出圧力を背景に、ザンビアの通貨クワチャの減価が進んだことは、外貨建て債務の返済負担を一段と増大させ、同国の対外支払い能力に対する懸念を高めた。そうした結果、2018～2019年には主要格付会社がザンビアの格付を相次いで引き下げる事態に至った。

3.1.2 債務危機直前の状況

ザンビア経済は2019年、深刻化した干ばつにより農業生産が大幅に落ち込み、水力発電への依存度の高さから電力供給不足にも直面した。これにより鉱業セクターの生産活動も停滞し、実質GDP成長率は前年の4.1%から1.4%へと急減速した。財政面では、歳入の伸び悩みが続く一方で、インフラ投資、各種補助金、公務員給与などの歳出が増加した結果、プライマリー収支の赤字幅は2020年に対GDP比率▲7.8%へ拡大した。財政赤字のファイナンスのため、政府は国内市場での資金調達を増やしたが、それにより歳入に占める利払費は2020年に3割(うち約2割は国内債への利払費)を占めた。こうした財政規律の緩みは、金利上昇とクワチャの対ドルレート的大幅下落¹⁰につながり、債務返済負担をさらに増大させた。

ザンビア政府は、コロナ禍による流動性危機を回避するため、2020年6月にDSSIへ参加を申請し、中国を含む公的債権者に対する債務返済の一時的な猶予が認められた。同イニシアティブの枠組みでは、債務国は民間債権者に対し、公的債権者と同等の条件で支払い猶予を求める「コンパラビリティの原則」が課されていた。これを踏まえ、ザンビア政府は2020年9月下旬、民間債権者が保有するユーロ債について、同年10月以降6か月間の利払い猶予を要請した¹¹。しかし民間債権者側は、特に中国向け債務の情報開示が不十分であること¹²、ならびに政府が包括的な債務再編計画を提示していないこと¹³を理由に、この要請を受け入れなかった。こうした状況の下、同政府は10月14日に支払期限を迎えた4,250万ドルの利払いを実施せず、30日の猶予期間に入ったものの、民間債権者は最終的に支払い延期要請を拒否した。結果として、11月13日の猶予期間満了をもってユーロ債の利払い不履行によるデフォルトが確定した。もっとも、デフォルトに至った2020年11月末時点の外貨準備高は約

¹⁰ クワチャの対ドル為替レートは、2018年末から2020年11月にかけて74%下落した。

¹¹ 猶予期間として、2020年10月14日から2021年4月14日までの6か月間が提示された。

¹² 債権者グループは、具体的には中国からの融資内容が開示されておらず、猶予した資金が中国向け返済に充てられる可能性への懸念を示した。

¹³ 2021年8月に大統領選挙を控え、当時のルング政権はIMFによる財政緊縮を伴う再建プログラムへの合意を受け入れる準備がなかったとの見方もある。

12億ドルにすぎず、2022～27年に満期を迎えるユーロ債総額30億ドルの返済能力を事実上喪失していたことは、外貨制約の面からも明らかである。

3.2 まとめ

ザンビアが債務危機に至った背景には、第一に、銅の生産・輸出に歳入および外貨収入の大部分を依存するという経済構造上の脆弱性があった。同国では、2010年代半ば以降の資源価格低迷により財政赤字の拡大と外貨収入の減少が進んでいた。第二に、同国の債務管理におけるガバナンスの不備も、危機の深刻化をもたらした重要な要因であった。ザンビアは2000年代半ばに債務救済措置を経て対外債務を大幅に削減し、財政余力が回復した。ところが、世銀の所得区分が「低位中所得国」へと引き上げられ、譲許性融資へのアクセスが制約されると、政府は市場での大型起債へ向かった。当時の国際金融市場では同国の10年債発行に対する高い需要があったものの、調達資金は十分な収益回収が見込めないインフラ事業に投じられたと指摘されている。市場調達の増加に伴う利払い負担の拡大や、一括償還を前提とする資金繰りのリスクが十分に考慮されなかった点は、財政運営上の重大な問題であった。さらに、政府が中国を中心とする非譲許的融資への依存度を高め続けたことは、支払い能力を超える債務増大につながった。こうした構造上の脆弱性を抱える中、新型コロナウイルス感染拡大による経済活動の落ち込み、為替の急速な減価、外貨準備高の減少が重なり、対外債務返済能力の低下が顕在化したと考えられる。

4. ガーナ

ガーナは、金やカカオ豆、原油などの輸出を背景に、長年アフリカの優等生として高成長を維持してきた。しかし、資源輸出中心の経済構造とユーロ債をはじめとする外債への過度な依存により、近年の世界的な資源・食糧価格の高騰で脆弱性が露呈し、急激な通貨安と外貨枯渇を招いた。2022年12月19日、政府は、外貨建て債務の返済継続が困難となりユーロ債などの特定の対外債務の支払いを停止する措置を公表した。本章では、かつての高成長国がなぜ対外債務の支払停止に追い込まれたのか、その経緯を紐解く。

4.1 どのように債務危機に至ったか

対外公的債務返済額は、2009～2021年にかけて増加し、2021年は対GDP比率13%の約30億ドルまで拡大した。同期間の外貨準備高は、2021年末まで適正水準とされる輸入3～4か月分¹⁴を概ね保持していたが、コロナ禍以降の世界的な需要減速を背景とした原油輸出の低下により貿易赤字が急速に拡大。さらに米金利上昇に伴う為替下落とも重なり急速に減少した(図16)。以下では、ガーナが債務危機に至った中長期的な背景と2020年以降の短期的な状況に分けてみていく。

¹⁴ The Fund's cost-benefit reserve assessment (IMF, 2017a, p.43)

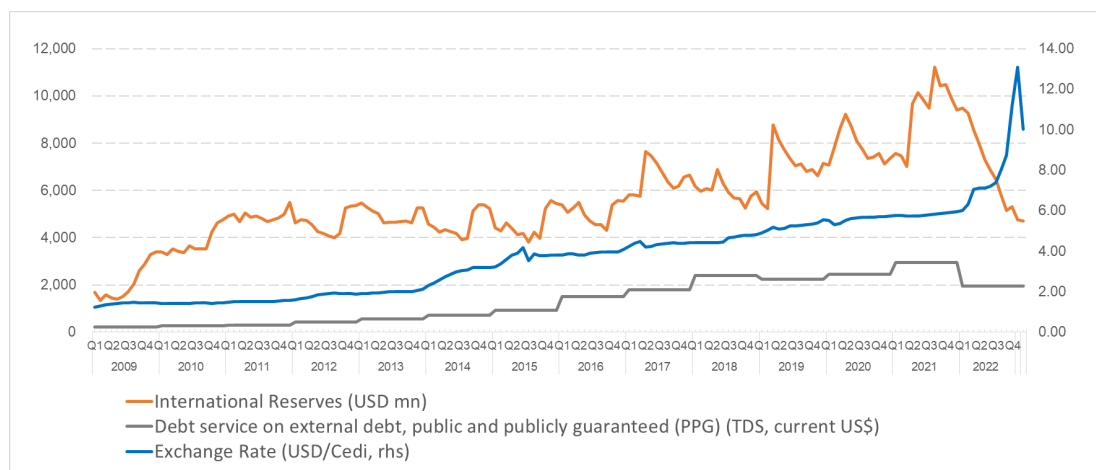


図 16: 外貨準備高・対外公的債務返済額・対ドル為替レートの推移

出所: IMF, Exchange Rates, 2026、IMF, International Liquidity, 2026、World Bank, International Debt Statistics, 2025 より著者作成

注: IMF, Exchange Rates, Domestic currency per US Dollar、IMF, International Liquidity, Reserves excluding gold、World Bank, International Debt Statistics, Debt service on external debt, public and publicly guaranteed (PPG) (TDS, current US\$)の数値を使用。

4.1.1 中長期的な背景

ガーナが債務危機に陥った中長期的な要因としては、ユーロ債の借り換え依存により外債返済負担が累積する一方、高水準の公務員給与や国営企業への継続的な財政支援といった硬直的な歳出構造が財政を圧迫し、債務持続性を恒常的に低い水準にとどめていたことが挙げられる。

(1) 財政・公的債務

ガーナは、2010年代に産油国化と中所得国入りを果たしたことを受け、大規模な投資計画を打ち出した。2010年の中期開発計画「成長と開発アジェンダ (Ghana Shared Growth and Development Agenda)」の第1フェーズ(2010～2013年)では工業化を進め、エネルギー分野のインフラ整備、民間セクターの競争力強化、農業の近代化、ガバナンス強化を掲げた。第2フェーズ(2014～2017年)では、第1フェーズを踏襲しつつ、農業と製造業とのバリューチェーン強化や人材開発・雇用創出に力点を注いだ。2018年以降、中期開発方針 (Coordinated Program of Economic and Social Development Policies 2017-2024)の下で、インフラ整備や経済社会開発、ガバナンス、外交強化を重点分野に据えて開発を進めた。また同年、アクフォ・アド大統領による「Ghana Beyond Aid」が宣言され、援助依存の経済発展から脱却し、税制改革と税収強化、官民パートナーシップ (PPP) の導入、IT化などを柱に自国の資源と政策で経済を構築する国家ビジョンが打ち立てられた。

こうした状況下、2011～21年の財政収支は対GDP比率で平均▲8.8%と高く、同期間のサブサハラ・アフリカ (SSA) の平均 (同▲4.3%) と比べて、高水準で推移していた。2011～2021年の歳入の平均は、対GDP比率13.3%とSSAの平均 (同17.1%) と比べても低水準であった。一方、同期間の歳出の平均は対GDP比率22.0%に達し、公務員給与や債務利払費、補助金が

歳出全体の約 8 割を占めていた¹⁵。公的資本形成については、2011～2021 年の平均は対 GDP 比率 3.8%と他の低位中所得国の平均(同約 5%)よりも低水準にとどまっていた。世銀の公共財政調査報告書によれば、実際の資本支出は毎年の予算を下回ることが多く、公共投資管理に構造的な課題があった¹⁶とされ、当時の開発計画のもとで十分な投資が行われなかった可能性が示唆される。

公的債務残高は、国内債務と対外債務の双方で拡大し、2011 年の対 GDP 比率 30%から 21 年には同 80%まで大きく増加した。国内債務は、国債や T-bill 発行等を中心に増加し、財政赤字の慢性化に伴い利払費を押し上げた。対外公的債務は、2009 年の対 GDP 比率 16.6%から 2021 年には同 33.5%に増加し、特にユーロ債の増加ペースが顕著だった。対外公的債務のユーロ債に占める割合は、2013 年時点の対 GDP 比率約 2%から 2022 年時点で同約 20%に拡大した。対外公的債務の民間債権者からの借入は、2012～2015 年にかけて増大し、その後横ばい気味であったが、2018 年以降は再度急激な増加に転じた。アクフォ大統領が打ち出した援助依存からの脱却宣言を背景に、国際資本市場への依存度をより一層強めていったとみられる。

2013 年 5 月の DSA 評価によれば、債務不履行のリスクは「Moderate」とされたものの、前年の拡張的財政政策によって債務利払い対歳入比のリスクが高まっていると指摘。一方、政府は、「採掘セクターが成長を押し上げるので DSA 評価は保守的」と評価している。

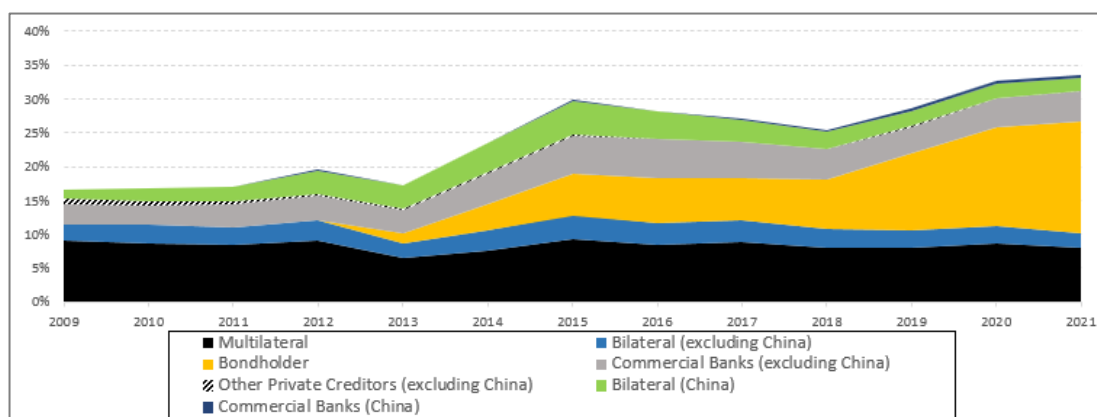


図 17: 債権者別の対外公的債務残高 (対 GDP 比率)

出所: World Bank, International Debt Statistics, 2025、World Bank, World Development Indicators, 2025 より著者作成

注: World Bank, International Debt Statistics の債権者別の対外公的債務残高 (PPG (DOD, current US\$))を World Development Indicators, GDP (current US\$)の数値で割ることで対 GDP 比率を算出。

対外公的債務利払費も、近隣の低位中所得国と比べて高い水準で推移していた。特に民

¹⁵ IMF, World Economic Outlook, 2025 及び IMF, 2015a、2016、2017a、2018a、2019a、2019b、2020a、2021b、2023、2024a に基づく。但し、2018 年と 2020 年のみ暫定値を参照。

¹⁶ World Bank, 2024a, p.11.

間債権者への返済負担が最も高く、2021年時点の対外公的債務元利払いの大半は民間債権者向けとなっていた¹⁷。IMFは、2015年のDSA評価¹⁸を従来の「Moderate」から「High risk」に変更し、公的債務は国際的高水準にあるとしたうえで、国内で資金調達ができなければ対外資金需要の高まりによって為替圧力が加わり、今後の外債による資金調達がより困難になる可能性があるとして警告した。また、ユーロ債による元本一括償還型の返済構造も、政府の借り換えリスクを高める要因になっていると指摘した。

ガーナは、2013年に10億ドル相当のユーロ債¹⁹を発行、2023年に一括償還を控えていた。コロナパンデミックや輸入物価の高騰等の影響で外貨準備が枯渇する中、市場からの借り換えによってこの大規模な償還を乗り切る道が断たれたことも、2022年12月の対外債務支払い停止へと至る要因の一つとなった。

(2) 国際収支

カカオ豆、金、原油などの豊富な輸出資源に恵まれているにもかかわらず、サービス収支や利払いに伴う所得収支の赤字が重石となり、経常収支は慢性的な赤字基調となっていた。2010～2016年は石油製品の輸入増等により、経常収支が対GDP比率で平均▲6.8%²⁰の高水準を記録。2014年は、下半期の原油価格急落により、原油輸出額は2014年の約37億ドルから2016年には13億ドル台へ激減した²¹。2017年以降は増産により貿易黒字へ転じたものの、資材価格高騰に伴う財輸入の増加と高額な利払い負担が続き、2017～2022年の経常収支は同▲2.6%で推移した。

4.1.2 債務危機直前の状況

コロナ禍に伴う大規模な財政出動は、ガーナの財政赤字と債務を急拡大させる要因となった。国際資源価格の高騰は、原油輸出の恩恵を石油製品の輸入増が打ち消すかたちとなり、対外バランスを急速に悪化させた²²。また、2021年末～2022年前半にかけて、格付会社が相次いで同国の格付を引き下げたことで、同国は国際資本市場から実質的に締め出された。政府は、財政ファイナンスの依存を深め、通貨セディは対ドルで急落。2010年代半ば以降、輸入4か月分相当を確保していた外貨準備高は、資源価格の変動に脆弱な経済構造の中、当局が通貨セディの下落を抑制すべく過度の介入を続けたことにより、結果として外貨準備高の急減と対外支払いへの不安を招いた。かつては市場アクセスへの信頼維持を優先して2020年のDSSIへの参加を見送ったガーナだったが、この判断が結果的に抜本的な債務解決を遅らせることとなり、2022年12月の対外公的債務の支払い停止を宣言。翌2023年1月、コモンフレームワーク下での債務救済の申請に至った。

¹⁷ 2021年の元本返済総額(1,010.8百万ドル)に対して民間債権者への返済負担は505.8百万ドル。また利払費総額(1,198.6百万ドル)に対して民間債権者への返済負担は1,071.4百万ドル(Ministry of Finance, Ghana, 2023, p.25)

¹⁸ IMF, 2015a.

¹⁹ 2013年8月7日発行、満期10年、クーポンレート7.875%

²⁰ IMF, World Economic Outlook, 2025.

²¹ IMF, 2017a, “Table4. Ghana: Balance of Payments, 2014–2022.”

²² IMF, 2023.

4.2 まとめ

ガーナは、2010年以降、大規模投資計画のもとで開発を進めたものの、公務員給与や補助金、政治費用などの恒常的に高い経常支出に加え、ユーロ債をはじめとする公的債務元利払いが蓄積したことによって財政の硬直化と公的債務の拡大が進行した。産油国でありながら石油製品の多くを輸入に依存し、第一次所得収支の恒常的赤字も加わって経常収支は慢性的に脆弱な構造にあった。

また、ガーナは過度に国際金融市場へ依存してユーロ債発行による資金調達を常態化させたことも脆弱性を高めた要因だった。2020年のコロナショックと2022年以降の世界的な金融引き締め局面において、急激な米国金利上昇による通貨安と外貨準備高の流出が重なったことで、財政・対外部門の持続性は急速に悪化し、債務不履行リスクが顕在化したと考えられる。

5. エチオピア

エチオピアは、債務救済を申請するまでの過去20年間(2001~2020年)、年平均9%²³の経済成長を遂げ、世界トップクラスの高成長を実現してきた。しかし、金利を上回る経済成長を遂げてきたにも関わらず、同国は債務危機に陥り、2020年にDSSIに申請、2021年にコモンフレームワークの下、債務救済を申請した。本章では、同国がどのように債務危機に至ったのかをみていく。

5.1 どのように債務危機に至ったか

対外公的債務返済額は、2009年から2019年の間に増加する一方で、外貨準備高は、低所得国に一般的に適用される適正基準(輸入比3か月分)を下回って推移した²⁴。また、2019年12月以降、対ドル為替レートの減価が加速し、対外債務負担が増大した(図18)。2020年6月にDSSIの適用が合意されたものの十分な立て直しができず、2024年に10億ドルのユーロ債償還が控える中で、2021年2月にはコモンフレームワークの下、債務救済を申請した。本章では、エチオピアが債務危機に至った要因について、中長期的な背景と債務危機直前の状況に分けてみていく。

²³ World Bank, World Development Indicators, 2026.

²⁴ 適正基準はIMF, 2024b、外貨準備高の輸入比はIMF, 2013、2015b、2018c、2020cを参照。

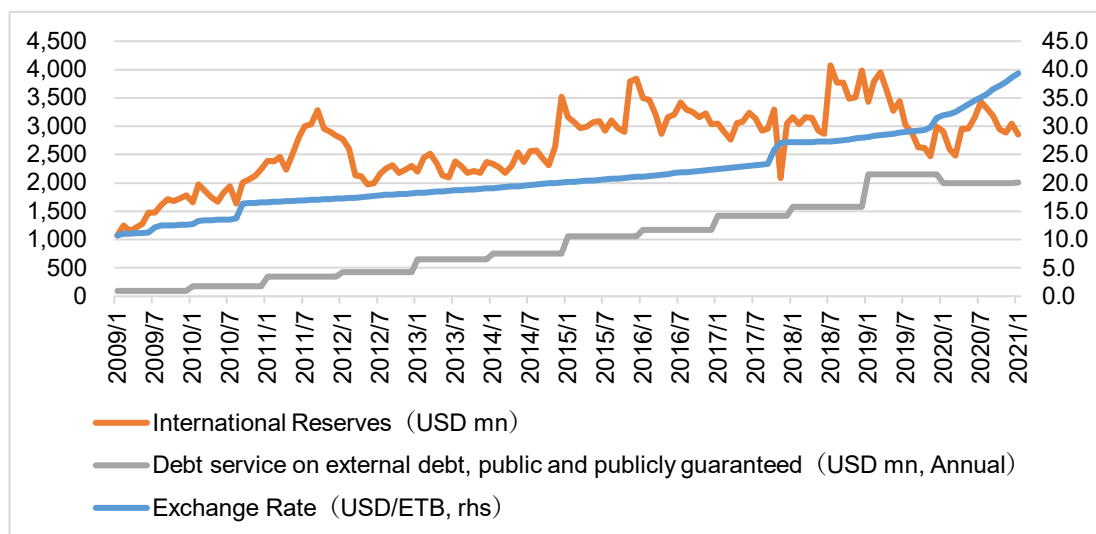


図 18: 外貨準備高・対外公的債務返済額・対ドル為替レートの推移

出所: IMF, Exchange Rates, 2026、IMF, International Liquidity, 2026、World Bank, International Debt Statistics, 2025 より著者作成

注: IMF, Exchange Rates, Domestic currency per US Dollar、IMF, International Liquidity, Reserves excluding gold、World Bank, International Debt Statistics, Debt service on external debt, public and publicly guaranteed (PPG) (TDS, current US\$)の数値を使用。

5.1.1 中長期的な背景

エチオピアが債務危機に陥った中長期的な背景には、外貨準備高が輸入比 3 か月分を下回る低水準で推移する中で、公共投資関連の輸入拡大や、洪水等の影響による輸出低迷により、大幅な貿易赤字や為替介入が続き、さらに金利の高いユーロ債等を含む対外借入が加速したことで、対外債務不履行リスクを増大させていったことが考えられる。

(1) 財政・公的債務

エチオピアは、2010 年に打ち出された開発計画「成長と構造改革計画(The Growth and Transformation Plan:GTP)」の第一期(2010/11~2014/15)、第二期(2015/16~2019/20)の下、高速道路、鉄道、ダム、工業団地等の大規模なインフラ投資を積極的に行い²⁵、公共投資主導型の開発を行った。一方で、エチオピアは公共投資プロジェクトを管理する枠組みの脆弱性が指摘されており²⁶、また国内銀行から政府や国有企業へ優先的に融資が行われる金融抑圧を背景に、非効率な投資が行われていた可能性がある²⁷。公共投資額の対 GDP 比率は、2010 年から 2019 年の平均は約 15%と、サブサハラ・アフリカ地域の中で 2 番目の規模で²⁸、公的債務残高の対 GDP 比率は、2009 年の 30%から 2018 年には 60%近くまで倍増した

²⁵ African Development Bank, 2022.

²⁶ Federal Democratic Republic of Ethiopia, 2019.

²⁷ Chauffour & Gobezie, 2019.

²⁸ World Bank, 2024b.

²⁹。特に、インフラ開発向け輸入の増加等により対外債務が増加し³⁰、対外公的債務の対GDP比率は、2009年の15%から2018年には30%超へ倍増した(図19)。

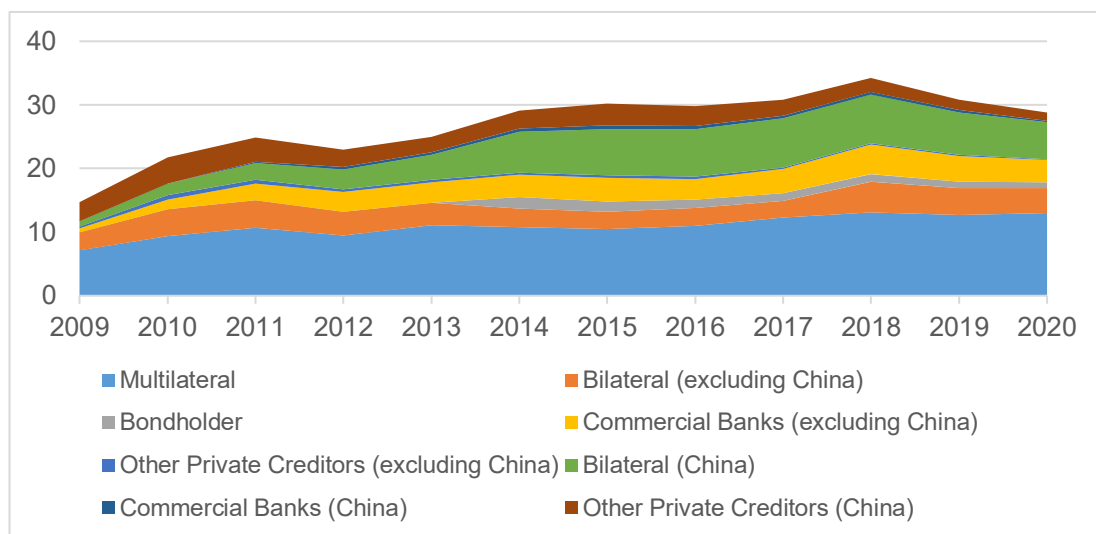


図19: 債権者別の対外公的債務残高(% of GDP)

出所:World Bank, International Debt Statistics, 2024、World Bank, World Development Indicators, 2024より著者作成

注:World Bank, International Debt Statisticsの債権者別の対外公的債務残高(PPG(DOD, current US\$))をWorld Development Indicators, GDP(current US\$)の数値で割ることで対GDP比率を算出。

さらに、非譲許的融資の増加が、エチオピアの対外債務負担を増加させた。対外公的債務のうち民間債権者からの債務が占める割合は、2008年には10%未満だったが、2009年には30%程度に急増し、その後も20~30%で推移している。対外公的債務の利払費は、2009年には対歳入比1%未満だったが、2019年には同6%近くまで増加した³¹。エチオピアは、2014年に10億ドルのユーロ債(10年債、クーポン6.625%)を発行した。ユーロ債の主な目的は、道路、工業団地など、新たなインフラ整備のための資金を動員することであった³²。ユーロ債を発行した翌年のDSAでは、非譲許的借入の増加等から、対外債務のリスク評価はLowからModerateとなった³³。さらに、2017年のDSAでは、対外公的債務元利払いの輸出比が悪化したこと等から、対外債務のリスク評価はHighに悪化した³⁴。

(2) 国際収支

外貨不足や対外不均衡の背景として、輸出が伸び悩む一方で、公共投資向けの輸入が高

²⁹ IMF, World Economic Outlook, 2025.

³⁰ African Development Bank, 2022.

³¹ World Bank, International Debt Statistics, 2024

³² African Development Bank, 2022.

³³ IMF, 2015b.

³⁴ IMF, 2018b.

水準で継続したことが指摘されている³⁵。エチオピアの輸出は農作物が中心であり、輸出基盤が脆弱である。また、財政ファイナンスを含む金融抑圧を背景に比較的高い水準のインフレが生じていた一方で³⁶、名目為替レート of 切り下げは小さく、その結果、実質実効為替レートが上昇し、輸出競争力が低下した。さらに、世界的な商品価格の低迷や洪水などの影響で、輸出が低迷した³⁷。一方で、輸入は増加し、貿易収支は恒常的な赤字で、2010年代半ばは対GDP比率10%を超える高水準な経常収支赤字が続いた³⁸。また、為替制度は、事実上対ドルのCrawl-like arrangementとなっており、中銀は為替介入を行っていた³⁹。このような要因により、外貨不足に陥り、対外脆弱性が高まっていったと考えられる。

5.1.2 債務危機直前の状況

エチオピアは、2019年に採択した「自国経済改革(HGER: Homegrown Economic Reform)」の下、膨れ上がる公的債務を抑制するために財政再建に取り組んだが、2020年に世界的なCOVID-19の流行とティグライ地方の紛争、干ばつ等が発生した。また、2019年12月以降、対ドル為替レートの減価が加速し、対外債務負担が増大した。今後さらなる対外債務元利払いの増加が見込まれていた中で(図20)、2020年にDSSIを申請したものの十分な立て直しができず、2021年にはコモンフレームワークの下、債務救済を申請した。

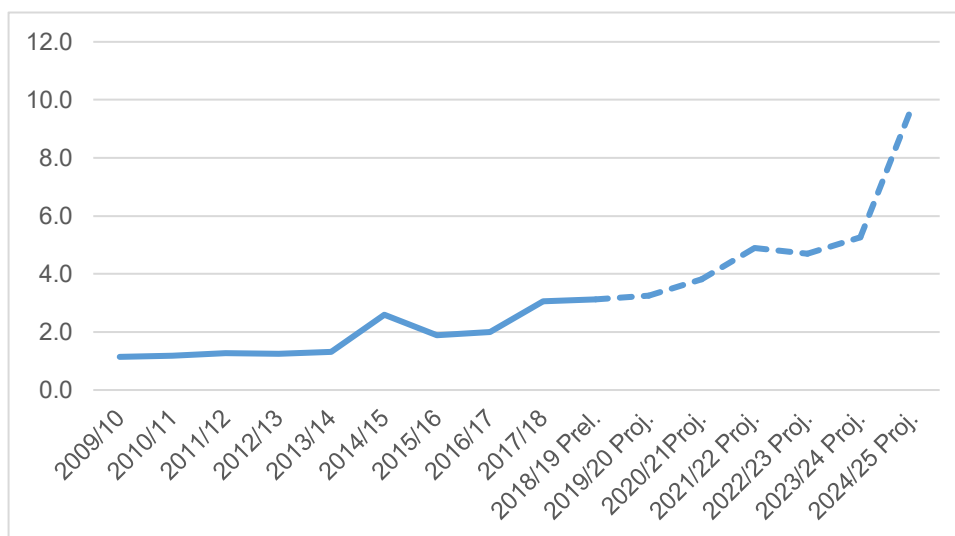


図 20: 対外公的債務元利払い(歳入比)

出所: IMF, 2013, 2015b, 2018c, 2020c を基に著者作成

5.2 まとめ

エチオピアは、他の3か国と比べて、債務水準は相対的に低かったものの、外貨獲得能力の制約から、外貨建て債務の返済余力は限定的であった。公共投資向けの輸入が高水準で

³⁵ IMF, 2020b.

³⁶ Chauffour & Gobezie, 2019.

³⁷ IMF, 2020b.

³⁸ World Bank, World Development Indicators, 2026.

³⁹ IMF, 2021a.

継続した一方で、金融抑圧や洪水等による輸出の伸び悩みにより、大幅な経常収支赤字が続いた。また、ユーロ債等の金利の高い対外借入が加速し、中長期的に対外債務不履行リスクを増大させていった。このように構造的に蓄積された脆弱性の上に、パンデミックや国内紛争、干ばつといったショックが対外流動性をさらに悪化させた。さらに中期的に対外公的債務元利払いが大きく増加することが見込まれていたことから、同国は債務危機に至ったと考えられる。

6. 結論

本稿では、2020年の新型コロナウイルスの世界的な感染拡大以降に、債務不履行ないし債務再編を経験した低所得国・低位中所得国のうち、スリランカ、ザンビア、ガーナ、エチオピアの経験について、これら4か国のマクロ経済指標を比較分析するとともに、国ごとの事例研究を行った。

これらを通じて示されたことは、これら諸国の債務危機は、マクロ経済の構造的脆弱性と短期的なショックの重なりによって生じたということである。恒常的な財政赤字と外貨獲得能力の低さという財政・外貨面での構造的課題を共通に持つ国々が、世界金融危機以降の緩和的な国際金融環境の中で2010年代に外貨建て市場債や非譲許的借入への依存度を高めていた。そしてその後の2020年のコロナショックを契機とした金融環境の悪化の中で、外債市場へのアクセスの喪失等を通じ、外貨制約が急速に顕在化し、資金繰りに支障をきたし、債務危機に陥った。

国別の背景としては、スリランカは、脆弱な税収基盤による財政赤字と、エネルギー等の輸入依存による経常収支赤字を同時に抱え、双子の赤字が常態化していた。2010年代以降、非譲許的(商業的条件)な対外借入を拡大させる中で、2019年末に実施された大規模減税により財政赤字が一段と拡大した。その後、コロナ禍によって主要な外貨獲得源である観光収入等が急減し、外貨準備が大幅に減少した結果、格付が引き下げられ、市場で受け入れ可能な条件での外貨建て資金調達が困難となり、最終的に対外債務不履行の宣言に至った。ザンビアは、歳入や外貨獲得手段を銅輸出へ依存する経済構造であり、銅価格の下落により歳入や外貨収入が減少した。また、大規模インフラ投資により非譲許的な対外借入が拡大する中で、干ばつによる経済の急減速、通貨下落、外貨準備の減少を経て、ユーロ債の利払い猶予を要請したが、民間債権者に受け入れられず、債務不履行に至った。ガーナは、公務員給与や利払費などの硬直的な歳出構造に起因する高水準の財政赤字を抱える一方、石油製品の輸入増加により経常収支も赤字基調にあった。このような双子の赤字を背景にユーロ債への依存度を高めた中、国際資源価格の高騰により対外バランスが急速に悪化し、市場アクセス喪失、通貨急落、外貨準備の減少をまねき、対外公的債務の支払い停止宣言に至った。エチオピアは、公共投資主導の成長モデルの下で輸入需要と非譲許的な対外借入が拡大する一方、外貨獲得手段が脆弱であった。紛争、干ばつが重なった局面で対外流動性がさらに悪化し、また中期的に対外公的債務元利払いが大きく増加することが見込まれていたことから、債務再編申請に至った。

これらを踏まえれば、将来にわたり債務危機リスクを低減するためには、債務国が、歳入基

盤強化・財政規律を確立すること、借入規模だけでなく資金の使途と経済的収益性により大きな注意を払うこと、通貨構成、償還スケジュール等につき問題を生じないように債務管理を強化すること、対外経済構造の強化により外貨制約を緩和することなどを通じて「責任ある借り手」としての基本条件を備えていくことが重要である。

一方、2010年代以降の途上国の資金調達先の多様化から、コロナショック後の債務危機、債務再編の経験を踏まえると、融資を行う側も、公的、民間部門を問わず、融資段階における審査と債務の持続可能性の慎重な分析を行い、かつ再編局面においても協調的・迅速な行動をとることがますます重要になってきている。「責任ある貸し手」としての対応と、それを可能とする国際的な枠組みの構築が求められている。

<参考文献>

- African Development Bank. 2022. “Public Debt in Ethiopia.” *Policy Note*.
<https://www.afdb.org/en/documents/ethiopia-public-debt-ethiopia-policy-note>.
- Brautigam, Deborah. 2021. “How Zambia and China Co-Created a Debt: Tragedy of the Commons.” *China Africa Research Initiative Working Paper*, No.51. Johns Hopkins School of Advanced International Studies. <https://www.sais-cari.org/s/WP-51-Brautigam-Zambia-Tragedy-of-the-Commons.pdf>
- Chauffour, Jean-Pierre; Gobezie, Muluneh Ayalew. 2019. “Exiting Financial Repression: The Case of Ethiopia.” *Policy Research Working Paper*; No.9082. World Bank.
<http://hdl.handle.net/10986/33025>.
- Federal Democratic Republic of Ethiopia. 2019. *Public Expenditure and Financial Accountability*. <https://www.pefa.org/sites/default/files/2020-05/ET-Nov19-PFMPR-Public%20with%20PEFA%20Check.pdf>.
- IMF. 2013. “The Federal Democratic Republic of Ethiopia: 2013 Article IV Consultation.” *IMF Staff Country Reports* 2013 (308).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2016/12/31/the-federal-democratic-republic-of-ethiopia-2013-article-iv-consultation-40991>.
- IMF. 2015a. “Ghana: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Credit Facility.” *IMF Staff Country Reports* 2015 (103).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2016/12/31/ghana-request-for-a-three-year-arrangement-under-the-extended-credit-facility-42865>.
- IMF. 2015b. “The Federal Democratic Republic of Ethiopia: 2015 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for The Federal Democratic Republic of Ethiopia.” *IMF Staff Country Reports* 2015 (300).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2016/12/31/the-federal-democratic-republic-of-ethiopia-2015-article-iv-consultation-press-release-staff-43372>.
- IMF. 2015c. “Zambia: Staff Report for The 2015 Article IV Consultation.” *IMF Staff Country Reports* 2015 (152). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2016/12/31/zambia-staff-report-for-the-2015-article-iv-consultation-42999>.
- IMF. 2016. “Ghana: Second Review Under the Extended Credit Facility Arrangement and Request for Waiver for Nonobservance of Performance Criterion-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2016 (016). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2016/12/31/ghana-second-review-under-the-extended-credit-facility-arrangement-and-request-for-waiver-43628>.
- IMF. 2017a. “Ghana: 2017 Article IV Consultation, Fourth Review Under the Extended Credit Facility Arrangement, Request for Waiver for Nonobservance of Performance Criteria, and Request for Extension and Rephrasing of the Arrangement-Press Release; Staff Report; Staff Supplement; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2017 (262). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2017/09/06/ghana-2017-article-iv-consultation-fourth-review-under-the-extended-credit-facility-45224>.
- IMF. 2017b. “Zambia: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Zambia.” *IMF Staff Country Reports* 2017 (327).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2017/10/25/zambia-2017-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-statement-by-the-45358>.
- IMF. 2018a. “Ghana: Fifth and Sixth Reviews Under the Extended Credit Facility, Request for Waivers for Nonobservance of Performance Criteria, and Request for Modification of

- Performance Criteria-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2018 (113).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2018/05/02/ghana-fifth-and-sixth-reviews-under-the-extended-credit-facility-request-for-waivers-for-45841>.
- IMF. 2018b. “The Federal Democratic Republic of Ethiopia: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for The Federal Democratic Republic of Ethiopia.” *IMF Staff Country Reports* 2018 (29).
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/01/24/The-Federal-Democratic-Republic-of-Ethiopia-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-45576>.
- IMF. 2018c. “The Federal Democratic Republic of Ethiopia: 2018 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for The Federal Democratic Republic of Ethiopia.” *IMF Staff Country Reports* 2018 (354).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2018/12/04/the-federal-democratic-republic-of-ethiopia-2018-article-iv-consultation-press-release-staff-46434>.
- IMF. 2019a. “Ghana: Seventh and Eighth Reviews Under the Extended Credit Facility Arrangement and Request for Waivers of Nonobservance of Performance Criteria-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2019 (097).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2019/04/05/ghana-seventh-and-eighth-reviews-under-the-extended-credit-facility-arrangement-and-request-46737>.
- IMF. 2019b. “Ghana: Article IV Consultation; Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2019 (367).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2019/12/18/ghana-2019-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-statement-by-the-executive-48883>.
- IMF. 2019c. “Zambia: 2019 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Zambia.” *IMF Staff Country Reports* 2019 (263).
<https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2019/08/02/zambia-2019-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-statement-by-the-48558>.
- IMF. 2020a. “Ghana: Request for Disbursement Under the Rapid Credit Facility-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2020 (110). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2020/04/16/ghana-request-for-disbursement-under-the-rapid-credit-facility-press-release-staff-report-49337>.
- IMF. 2020b. “The Federal Democratic Republic of Ethiopia: 2019 Article IV Consultation and Requests for Three-Year Arrangement under the Extended Credit Facility and an Arrangement under the Extended Fund Facility-Press Release and Staff Report.” *IMF Staff Country Reports* 2020 (29).
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/01/28/The-Federal-Democratic-Republic-of-Ethiopia-2019-Article-IV-Consultation-and-Requests-for-48987>.
- IMF. 2020c. “The Federal Democratic Republic of Ethiopia: Requests for Purchasing under the Rapid Financing Instrument, Debt Relief under the Catastrophe Containment and Relief Trust, Rephasing of Access Under the Three-Year Arrangements under the Extended Credit Facility and the Extended Fund Facility, and Reduction of Access under the Extended Fund Facility Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for The Federal Democratic Republic of Ethiopia.” *IMF Staff Country Reports* 2020 (150). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2020/05/06/the-federal-democratic-republic-of-ethiopia-requests-for-purchasing-under-the-rapid-49396>.
- IMF. 2021a. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020*.

- <https://doi.org/10.5089/9781513556567.012>
- IMF. 2021b. “Ghana: 2021 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2021 (165). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2021/07/23/ghana-2021-article-iv-consultation-press-release-staff-report-and-statement-by-the-462570>.
- IMF. 2023. “Ghana: Request for an Arrangement Under the Extended Credit Facility-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2023 (168). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2023/05/17/ghana-request-for-an-arrangement-under-the-extended-credit-facility-press-release-staff-533541>.
- IMF. 2024a. “Ghana: 2023 Article IV Consultation, First Review Under the Extended Credit Facility Arrangement Under the Extended Credit Facility, Request for Modification of Performance Criteria, and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; Staff Supplement; and Statement by the Executive Director for Ghana.” *IMF Staff Country Reports* 2024 (030). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2024/01/25/ghana-2023-article-iv-consultation-first-review-under-the-extended-credit-facility-544137>.
- IMF. 2024b. “The Federal Democratic Republic of Ethiopia: Request of an Arrangement Under the Extended Credit Facility-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for The Federal Democratic Republic of Ethiopia.” *IMF Staff Country Reports* 2024 (253). <https://www.imf.org/en/publications/cr/issues/2024/07/29/the-federal-democratic-republic-of-ethiopia-request-of-an-arrangement-under-the-extended-552778>.
- Ministry of Finance, Ghana. 2023. *The Annual Public Debt Report for the 2023 Financial Year*. <https://www.mofep.gov.gh/sites/default/files/reports/economic/2023-Annual-Public-Debt-Report.pdf>.
- Martinez, Leonardo, and Santiago Acosta Ormaechea. 2021. “A Guide and Tool for Projecting Public Debt and Fiscal Adjustment Paths with Local- and Foreign-Currency Debt.” *Technical Notes and Manuals* 2021 (005). <https://doi.org/10.5089/9781513577289.005>.
- World Bank. 2024a. *Ghana Public Finance Review: Building the Foundations for a Resilient and Equitable Fiscal Policy, Vol.1/Overview*. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099012725124568495/pdf/P18011212bd22407c1a74b1fc62b6c090dc.pdf>.
- World Bank. 2024b. *Macro Poverty Outlook for Sub-Saharan Africa*. https://www.worldbank.org/en/publication/macro-poverty-outlook/mpo_ssa#sec1.
- World Bank. 2025. “Country and Lending Groups.” World Bank Data Help Desk. <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519-world-bank-country-and-lending-groups>.
- Zambia Institute for Policy Analysis & Research. 2024. *The Road to Zambia’s 2020 Sovereign Debt Default*. <https://findevlab.org/wp-content/uploads/2023/12/The-Road-to-Zambias-2020-Sovereign-Debt-Default-vf.pdf>.

<データベース>

- IMF. Exchange Rates. <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA:ER>.
- IMF. Fiscal Monitor. <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.FAD:FM>.
- IMF. International Liquidity. <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA:IL>.
- IMF. World Economic Outlook. <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.RES:WEO>.
- World Bank. Debt Statistics. <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/publications#databasearchives>.

World Bank. International Debt Statistics. <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/ids>.

World Bank. World Development Indicators. <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=SP.POP.TOTL>.