

## プエルトリコにおけるモラトリアム宣言と3度目のデフォルト

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. プエルトリコでは2016年4月30日、アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事が政府関係機関であるプエルトリコ開発銀行（GDB）の債務履行を一時停止するモラトリアムを宣言した。そして、2016年5月1日に償還期日を迎えたGDBのシニア債がデフォルトした。プエルトリコにとって、プエルトリコ金融公社（PFC）及びプエルトリコインフラ金融公社（PRIFA）に次ぐ3度目のデフォルトとなった。
2. GDBは2016年5月1日、約9億ドルのGDB債の残高を抱える特定の債権者グループと債務再編に関する素案について合意に達したことを公表した。GDBは、他の債権者とも協議を進める予定だが、連邦レベルの再編に関する法律を基に進めない限り、債権者による十分な参加率を期待できない上、包括的再編へも進めない状況であるとしている。
3. プエルトリコでは、2016年7月に20億ドル近くの公的債務の履行が予定されており、そのうち約8.05億ドルはプエルトリコ政府が発行した一般財源保証債（GO）に係る分である。
4. プエルトリコ政府による債権者との債務再編に関する交渉、連邦議会によるプエルトリコ監視・管理・経済安定化法の制定に時間を要するようであれば、GOの想定回収率が大幅に低下する可能性もある。以上を踏まえると、プエルトリコをめぐるネガティブなヘッドラインは当面続くと予想される。

## I. プエルトリコ開発銀行のモラトリアム法の適用とデフォルト

米国の自治地域（コモンウェルス）でカリブ海北東に位置するプエルトリコでは 2016年4月30日、アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事が政府関係機関であるプエルトリコ開発銀行（GDB）の支払いを預金及び利子に係る部分を除き、履行を一時停止するモラトリアムを宣言した<sup>1</sup>。そして、2016年5月1日に償還期日を迎えたGDBのシニア債（2011

<sup>1</sup> Wilmington Trust, *Notice of Event of Default to the Holders (The "Holders") of Government Development Bank for Puerto Rico Senior Notes, 2011 Series B (Taxable) (The "Notes")* Cusip No.: 745177EX9, 5 May 2016.

年発行課税債シリーズ B、元本約 3.67 億ドル) がデフォルトした。

プエルトリコは、2000 年代半ばから経済・財政状況が悪化し、2013 年半ば頃から資金調達環境が深刻化し、流動性が逼迫する中で自力での財政運営が困難な状況に陥りつつある<sup>2</sup>。政府の財政・経済再生ワーキンググループは 2016 年 2 月 1 日に債務再編案を公表し、2016 年 5 月 1 日までに債権者との合意が得られない場合、プエルトリコ政府は債務の履行を一時停止するモラトリアム宣言を行わざるを得ない状況に陥るとしていた<sup>3</sup>。さらに、2016 年 4 月 6 日、プエルトリコ緊急債務モラトリアム・財政再生法 (Puerto Rico Emergency Moratorium and Financial Rehabilitation Act、モラトリアム法) が成立したほか、パディラ知事は同年 4 月 8 日に GDB が緊急状態にあることを宣言する知事命令を出していた<sup>4</sup>。

なお、プエルトリコでは、政府関係機関であるプエルトリコ金融公社 (PFC) が 2015 年 8 月 1 日、プエルトリコインフラ金融公社 (PRIFA) が 2016 年 1 月 1 日、期限を迎えた債務の履行ができず、デフォルトしており、今回が 3 度目のデフォルトになる<sup>5</sup>。スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は 2016 年 5 月 3 日、GDB のシニア債の格付けを「CC」から「D」に引き下げた<sup>6</sup>。

## II. プエルトリコ開発銀行の債務の取扱いの行方

プエルトリコ開発銀行は、1942 年に設立されて以来、プエルトリコ政府及び公社等の財務代理人 (Fiscal Agent) 及び財務アドバイザーとしての機能や公的・民間セクターへの貸出、プエルトリコ政府の基金管理を担ってきた。しかし、財務状況が悪化し、流動性が逼迫する中、モラトリアム法を通じて、新たに創設される組織 (プエルトリコ財政金融公社、Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Authority) に GDB の既存の役割を承継することとされた。そして、2016 年 4 月 8 日の知事命令を通じて、必要不可欠な行政サービスに係る分を除いて GDB の預金の引き出しが制限されていた。

GDB は、流動性の確保に奔走し、2016 年 4 月 29 日には債権者のプエルトリコの複数の信用組合と約 3,300 万ドルの債務の償還日を 2016 年 5 月 1 日から翌年の 5 月 1 日に条件変更することで合意に達していたが、2016 年 5 月 1 日の履行予定額には足りず、GDB に対するモラトリアム法の適用及びシニア債のデフォルトに至った<sup>7</sup>。

<sup>2</sup> プエルトリコの財政悪化については、江夏あかね「プエルトリコ債の現状と米国地方債市場の行方」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号、を参照されたい。

<sup>3</sup> プエルトリコの債務再編案については、江夏あかね「プエルトリコによる債務再編案の公表と今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号、を参照されたい。

<sup>4</sup> プエルトリコの緊急債務モラトリアム・財政再生法については、江夏あかね「プエルトリコにおける緊急債務モラトリアム・財政再生法の成立」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号、を参照されたい。

<sup>5</sup> プエルトリコ金融公社及びプエルトリコインフラ金融公社のデフォルトについては、江夏あかね「プエルトリコ金融公社のデフォルトと米国地方債市場の行方」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号、江夏あかね「プエルトリコの政府関係機関によるデフォルトと債務再編に向けた法整備」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号、を参照されたい。

<sup>6</sup> S&P, *Government Development Bank for Puerto Rico Issue-Level Rating Lowered to 'D' on Missed Payment*, May 3 2016.

<sup>7</sup> *Government Development Bank for Puerto Rico, Government Development Bank for Puerto Rico Announces Agreement with Puerto Rico Credit Unions*, April 29 2016.

その後、GDB は 2016 年 5 月 1 日、約 9 億ドルの GDB 債の残高を抱える特定の債権者グループと債務再編に関する素案について合意に達したことを公表した<sup>8</sup>。債務再編については、(1) 特定の債権者グループを含む全ての債権者が保有する GDB の既存の債券を額面の 43.75%を減免した上で、新たに暫定債券 (Interim Notes) に交換 (Interim Restructuring、暫定再編)、(2) 暫定債券をプエルトリコ全体の公的債務を将来的に交換する際にさらに交換 (Global Restructuring、包括的再編)、といった 2 段階で行われることとなった。2 段階の再編を通じて、最終的には GDB の既存の債券の額面 53%が減免 (想定回収率=47%) されることとなる。これは、2016 年 4 月 11 日に政府の財政・経済再生ワーキンググループが発表した債務再編案の修正案で示されていた GDB 債の減免率 (64% [想定回収率=36%]) に比して少ない数値であり、投資家との協議の進展に寄与した可能性があると言える<sup>9</sup>。

ただし、GDB は今回示した暫定再編については、特定の債権グループのみならず全ての債権者が合意する必要があるとして、他の債権者とも協議を進める旨を明らかにした。同時に、連邦レベルの再編に関する法律を基に進めない限り、暫定再編に対して債権者による十分な参加率を期待できない上、包括的再編へも進めないだろうと述べている。

プエルトリコは、コモンウェルスという特殊な位置付けにより、傘下の地方公共団体 (公社等) を含めて、地方公共団体を対象とした米国の連邦破産法第 9 章の適用対象外となっている。しかし、投資家層が米国の他の地方債に比して多岐に渡っているため、法律の下で債権者と交渉を進めることを通じて、より迅速かつ適切な債務再編を目指すべく、様々な取組みが進められている。これまでも連邦議会において、(1) プエルトリコに対して、州と同様に連邦破産法第 9 章を適用する地方公共団体に対して承認を与えることが可能な権限を付与する「連邦破産法第 9 章においてプエルトリコを州に準ずる取扱いに統一するための法案」 (Puerto Rico Chapter 9 Uniformity Act of 2015<sup>10</sup>)、(2) プエルトリコ政府及び傘下の地方公共団体に対して財政管理等の支援をすべく、監視委員会を設置することを目的とした「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」 (Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act, PROMESA, H.R.4900)、が提出されているが、2016 年 5 月 11 日現在、両法案ともに成立には至っていない。

GDB が連邦レベルでのプエルトリコの債務再編に関する法律制定の必要性を示したのと同様に、ジェイコブ・ルー財務長官も 2016 年 5 月 2 日、ミッチ・マコーネル上院議員を始めとした連邦議会の中心人物に対して、早急にプエルトリコの債務再編を可能とする法整備を進めるよう、依頼を行った<sup>11</sup>。

<sup>8</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *Government Development Bank for Puerto Rico Announces Framework of Indicative Terms for Restructuring with GDB Ad Hoc Group of Creditors*, May 1 2016.

<sup>9</sup> Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico, *The Working Group for the Fiscal and Economic Recovery of Puerto Rico Releases Restructuring Counterproposal*, April 11 2016.

<sup>10</sup> 連邦下院議会での法律番号は H.R.870、連邦上院議会での法律番号は S.1774.

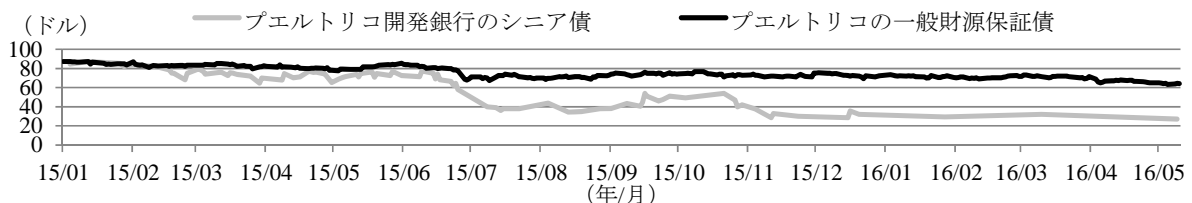
<sup>11</sup> US Department of the Treasury, *Secretary Lew Sends Letter to Congress on Puerto Rico*, May 2 2016.

### Ⅲ. 金融市場の反応

金融市場では、(1) プエルトリコ債の発行残高 (2015 年末、長期債・短期債を含む) は約 1,008.3 億ドルと、米国各州の地方債残高の中で 9 番目に大きい規模であること<sup>12</sup>、(2) プエルトリコ債 (プエルトリコ政府及びその政治上の下部組織及び公社が発行した債券) は、特殊な税制「Triple Tax Exemption」(三税免除、基本的には利子に係る連邦、州、地方政府の所得税が免除) の下に発行されていること<sup>13</sup>、などを背景に、プエルトリコをめぐる動向に注目が集まっている。

プエルトリコの財政状況の厳しさは、2014 年 2 月に各格付会社がプエルトリコの格付けを投機的等級に引き下げた頃から金融市場で幅広く知られているが、モラトリアムが初めて宣言されたことや、政府関係機関が 3 度目のデフォルトをしたことで、プエルトリコ債の価格や、プエルトリコ債への保証額が多い 2 つの金融保証 (モノライン) 保険会社 (アシュアド・ギャランティ及びナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ [MBIA の子会社]) の株価及びクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) のスプレッドは、弱含む傾向が続いている (図表 1 参照)。また、今回デフォルトした GDB の価格については、債務再編に関する素案で示された最終的な想定回収率 (47%) に比して低い水準である額面 (100 ドル) に対して 30 ドル弱で推移している状況である。これは、GDB が示した債務再編に関する素案が実現する可能性に対して懐疑的な投資家のスタンスを反映したものと考えられる。

図表 1 プエルトリコ開発銀行のシニア債とプエルトリコの一般財源保証債の価格推移



- (注) 1. プエルトリコ開発銀行のシニア債 (課税債シリーズ B) は、表面利率: 4.704%、最終償還: 2016 年 5 月 1 日 (定時償還)、CUSIP: 745177EX9。  
2. プエルトリコの一般財源保証債は、表面利率: 8%、最終償還: 2035 年 7 月 1 日 (定時償還)、CUSIP: 74514LE86。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, Fourth Quarter and Full Year 2015*, February 18 2016, p.14.

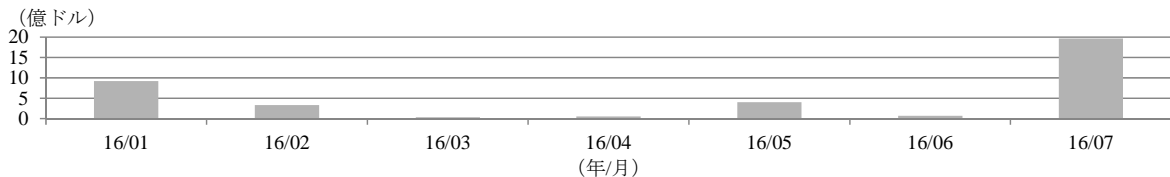
<sup>13</sup> 米国地方債の税制及び三税免除の詳細に関しては、江夏あかね『『財政の崖』回避をめぐる議論と米国地方債市場』『野村資本市場クォーターリー』第 16 巻第 3 号 (2013 年冬号)、117-132 頁、江夏あかね「プエルトリコ債の現状と米国地方債市場の行方」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号、を参照されたい。

## IV. 今後の焦点

プエルトリコでは、GDB の債務についてはモラトリアム法に基づき最長で 2017 年 1 月末までモラトリアムを適用する可能性があるが、その他にも 2016 年 7 月には 20 億ドル近くの公的債務の履行が予定されており、そのうち約 8.05 億ドルはプエルトリコ政府が発行した一般財源保証債 (GO) に係る分である (図表 2 参照)。

GO は、起債する地方公共団体の課税権を含む全信用力を担保として発行され、発行体が元利償還の全責任を負うものであるため、米国地方債の中ではデフォルト率が低く、回収率は高い傾向にある<sup>14</sup>。プエルトリコの場合、GO は憲法<sup>15</sup>で優先債権とされているが、近い将来に流動性が劇的に改善することは想定されないため、債務不履行 (デフォルト) となる可能性も視野に入っていると考えられる。プエルトリコの GO の残高は、約 130 億ドルに上る規模に達しているが、仮にデフォルトに至った場合、米国地方債市場で州レベルの GO のデフォルトとしては 1933 年のアーカンソー州以来約 80 年ぶりとなることを意味し、金融史上に大きな出来事として刻まれることになる予想される<sup>16</sup>。さらに、プエルトリコ政府による債権者との債務再編に関する交渉、連邦議会によるプエルトリコ監視・管理・経済安定化法の制定に時間を要するようであれば、想定回収率が大幅に低下する可能性もあり、GO の想定回収率についても債務再編案の修正案で示された 74% と乖離した数値になる場合もある<sup>17</sup>。以上を踏まえると、プエルトリコをめぐるネガティブなヘッドラインは当面続くと予想される。

図表 2 プエルトリコによる元利払い発生見通し



(出所) “Puerto Rico’s Development Bank on Blink as Debt Gambit Goes Bad,” Bloomberg, April 7 2016、より  
野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 例えば、ムーディーズは、一般財源保証債の平均想定損失率を 5~10% (平均想定回収率は 90~95%) としている。(Moody’s, *The U.S. Municipal Bond Rating Scale: Mapping to the Global Rating Scale and Assigning Global Scale Ratings to Municipal Obligations*, May 2007, p.11)

<sup>15</sup> プエルトリコ憲法第 6 条第 8 節では、一般財源保証債の保有者を第 1 優先債権者として必要な財源への遡及が認められている。

<sup>16</sup> “Puerto Rico Warns of More Defaults After Missing May Payment,” Bloomberg, May 3 2016.

<sup>17</sup> 例えば、地方公共団体と同じ公的セクターの国 (ソブリン) の場合、債務再編に要した時間と回収率に一定の相関が観察されるとの指摘がある。(Moody’s, *Sovereign Defaults Series: The Aftermath of Sovereign Defaults*, October 2013, p.38)