

## プエルトリコ、新知事の下での初の公的債務のデフォルト<sup>1</sup>

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. プエルトリコでは、連邦政府が2016年6月に設立した財政監視・管理委員会の関与の下、2017年1月2日に就任したリカルド・ロッセロ・ネバレス知事を中心に、財政再建に向けた取組みが進められてきたが、2017年2月1日に履行期日を迎えた一部の公的債務が不履行（デフォルト）となった。
2. ただし、経済財政再生計画関連のスケジュールのみならず、モラトリアム期間や訴訟の一時停止期間も延長されたため、プエルトリコ政府は、引き続き財政再建の道筋を連邦政府の監視下で探っていくことが可能となっている。
3. 金融市場では、新知事の下でもプエルトリコの厳しい状況は変わらないといった意味で若干失望感があったものの、デフォルトは大きなサプライズとは受け止められず、プエルトリコのベンチマーク債を含めて特段大きな反応は見られなかった。
4. プエルトリコをめぐる今後の注目点としては、(1) プエルトリコ政府がロッセロ知事の下で実効性のある経済財政再生計画を策定し、監視委員会が示したスケジュールを今度こそ遵守できるか、(2) 債務再編策で示される想定回収率がどの程度になるか、が挙げられる。

### I. ロッセロ新知事の下での一般財源保証債等のデフォルト

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は、2000年代半ばから経済・財政状況が悪化、2013年半ば頃から資金調達環境も逼迫、さらに2015年8月からは公的債務が相次いで不履行（デフォルト）した<sup>2</sup>。その後、連邦政府が2016

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2017年2月8日時点の事実に基づいている。

<sup>2</sup> プエルトリコの財政悪化及び公的債務のデフォルトについては、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、江夏あかね「プエルトリコの財政危機と債務再編への道」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号、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、江夏あかね「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」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号、江夏あかね「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法の成立と一般財源保証債のデフォルト」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号、を参照されたい。

年6月に設立した財政監視・管理委員会（監視委員会）の関与の下、2017年1月2日に就任したリカルド・ロッセロ・ネバレス知事を中心に、財政再建に向けた取組みが進められてきた。

しかしながら、プエルトリコでは、流動性が枯渇し、支払可能現金が約1.56億ドルしかない状況下、2017年2月1日に履行期日を迎えた一部の公的債務が不履行（デフォルト）となった<sup>3</sup>。デフォルト総額は約3.12億ドルで、プエルトリコ政府本体の一般財源保証債（GO）に加え、プエルトリコ開発銀行（GDB）、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）が不履行となった。一方、同日に期限を迎えたプエルトリコ売上税金融公社（COFINA）、プエルトリコ産業開発公社（PRIDCO）、プエルトリコ上下水道公社（PRASA）、地方金融公社（MFA）、職員退職制度（ERS）及びプエルトリコ高速道路交通公社（HTA）の履行は行われた。

## II. 新知事就任直後に講じられた複数の延命措置

ロッセロ知事は、2016年11月8日に知事選で選出されて以降、アレハンドロ・ガルシア・パディラ前知事とともに監視委員会への対応を行った。また、就任直後の2017年1月2日から、政府歳出の1割縮減や公社要職者の2割削減などを求める知事令等に署名し、新たに年間1.18億ドル以上の歳出削減効果見込みを確保した<sup>4</sup>。さらに、プエルトリコの人口流出等を招いた一因ともされるコモンウェルスの地位について、州の位置付けを得るべく住民投票を実施するために法整備を行うなど、迅速な対応を始めていた<sup>5</sup>。

しかし、プエルトリコでは、（1）経済財政再生計画の監視委員会への提出期限（2017年1月15日）及び承認目標日（2017年1月31日）、（2）一部の公的債務のモラトリアム期間終了（2017年1月31日）、（3）債権者からの訴訟の一時停止期間の終了（2017年2月15日）、などの複数の重要日程を控え、ロッセロ知事がその対応に苦慮する中、延命措置が講じられた。後述のとおり、この延命措置の1つが2017年2月1日のデフォルトにつながっている。

1点目の経済財政再生計画は、連邦レベルで2016年6月に成立した「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）に基づき、プエルトリコ政府による監視委員会への提出が義務付けられていたものである。プエルトリコ政府は2016年10月14日、監視委員会に財政再建計画<sup>6</sup>を提出したが、監視委員会は2016年11月23日、債務の持続可能性に関する内容が十分でない

<sup>3</sup> Government of Puerto Rico, *Press Release*, February 1 2017.

<sup>4</sup> Office of the Governor, *Letter to the Oversight Board*, January 12 2017; Government of Puerto Rico, *Press Release*, February 1 2017.

<sup>5</sup> ロッセロ知事は2017年2月3日、コモンウェルスの地位を問う住民投票を行うことを可能とする法律に署名、同法が成立した。同法に基づき、2017年6月11日に住民投票が実施される予定となっている。（Oficina del Gobernador La Fortaleza, *Gobernador Firma la Ley Para la Descolonización Inmediata de Puerto Rico*, February 3 2017）

<sup>6</sup> プエルトリコ政府が2016年10月14日に提出した財政再建計画については、江夏あかね「プエルトリコ政府による監視委員会への財政再建計画の提出」『野村資本市場クォーターリー』2017年冬号、を参照されたい。

ことから、同計画の修正版を提出するように求めた<sup>7</sup>。プエルトリコ政府は 2016 年 12 月 20 日、経済・財政見通しの修正版を公表したものの、経済財政再生計画の策定に難航したため、ロッセロ知事は 2017 年 1 月 4 日、監視委員会に対して、2017 年 1 月末の同計画の承認目標日を少なくとも 45 日間延長することを求めた<sup>8</sup>。これを受けて、監視委員会は 2017 年 1 月 28 日、同計画の提出期限を 2017 年 1 月 15 日から 2017 年 2 月 28 日に、承認目標日を 2017 年 1 月 31 日から 2017 年 3 月 15 日に、それぞれ延長することを決定した<sup>9</sup>。

2 点目の一部の公的債務のモラトリアムについては、2016 年 4 月に成立した「プエルトリコ金融債務モラトリアム・財政再生法」(Puerto Rico Emergency Moratorium and Financial Rehabilitation Act) の下、パディラ前知事が 2016 年 6 月 30 日にモラトリアム宣言を行っていたため、2017 年 1 月 31 日まで一部の公的債務の履行が猶予されていた<sup>10</sup>。しかし、プエルトリコ政府による債務再編に関する債権者との交渉が進まない状況下、ロッセロ知事が 2017 年 1 月 29 日、プエルトリコ金融債務モラトリアム・財政再生法を置き換える法律となる「プエルトリコ緊急財政及び財政責任法」(Puerto Rico Financial Emergency and Fiscal Responsibility Law) に署名し、同法が成立したため、モラトリアム期間が 2017 年 5 月 1 日までに延長されることとなった<sup>11</sup>。これを受けて、一部の公的債務の履行が猶予され、2017 年 2 月 1 日のデフォルトとなったわけである。

3 点目の債権者からの訴訟の一時停止については、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法に基づくものであり、プエルトリコ政府が住民に対する行政サービスを続けながら、債務再編を含む経済財政再生計画の策定に専念する状況を確保すべく、期限が 2017 年 2 月 15 日までとされていた。期限をめぐっては、ロッセロ知事による延長要請を受けて、監視委員会が 2017 年 1 月 28 日、2017 年 5 月 1 日まで延長することを決定した<sup>12</sup>。

### III. 今後の見通し

米国地方債市場において、プエルトリコのベンチマーク債（一般財源保証債〔GO〕、2035 年償還）をめぐっては、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法が制定された 2016 年夏頃から価格が下げ止まっていた。ロッセロ知事が選出された 2016 年 11 月頃から新知事による経済財政再建の手腕に期待が集まり、額面 100 ドルに対し、70 ドル前後で推移する状況

<sup>7</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Letter from the Chair of the Oversight Board to the Governor of Puerto Rico*, November 23 2016.

<sup>8</sup> Government of Puerto Rico, *Revised Baseline Projections*, December 20 2016; Governor of Puerto Rico, *Re: Response Letter to Oversight Board*, January 4 2017.

<sup>9</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Meets in Puerto Rico Again*, January 28 2017.

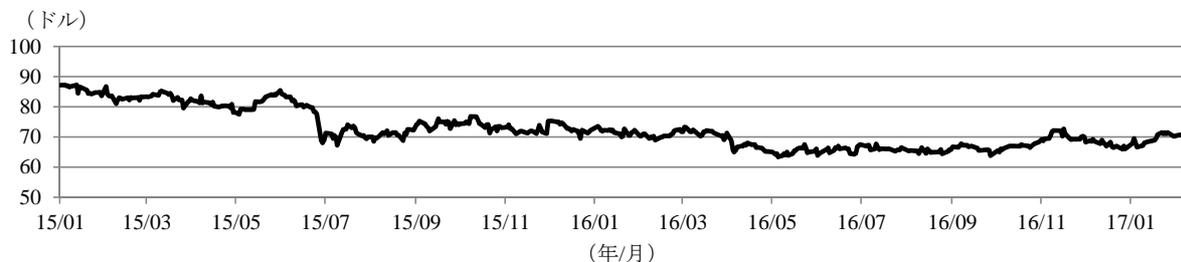
<sup>10</sup> プエルトリコ金融債務モラトリアム・財政再生法及びパディラ前知事によるモラトリアム宣言については、江夏あかね「プエルトリコにおける緊急債務モラトリアム・財政再生法の成立」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号、江夏あかね「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法の成立と一般財源保証債のデフォルト」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号、を参照されたい。

<sup>11</sup> Oficina del Gobernador La Fortaleza, *Gobernador Rosselló Nevares Firma la Ley de Cumplimiento*, January 29 2017.

<sup>12</sup> Governor of Puerto Rico, *Re: Response Letter to Oversight Board*, January 4 2017; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Meets in Puerto Rico Again*, January 28 2017.

となっていた<sup>13</sup>。プエルトリコにおける 2017 年 1 月下旬の経済財政再生計画を始めとした各種スケジュールの延長や、2017 年 2 月 1 日のロッセロ知事就任後初の公的債務のデフォルトを受けて、ベンチマーク債の価格は 1 ドルほど弱含んだものの、2017 年 2 月 7 日現在、70 ドルを上回る水準にとどまっている（図表 1 参照）。また、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 спреッドも、プエルトリコの公的債務のデフォルト等への反応は特段観察されていない。すなわち、金融市場では、新知事の下でもプエルトリコの厳しい状況は変わらないといった意味で若干失望感があつたものの、デフォルトは大きなサプライズとは受け止められず、多くの投資家は様子見姿勢を維持したとみられる。

図表 1 プエルトリコの一般財源保証債の価格推移



(注) プエルトリコの一般財源保証債は、表面利率: 8%、最終償還日: 2035 年 7 月 1 日（定時償還）、CUSIP: 74514LE86、仲値。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

プエルトリコをめぐる今後の注目点としては、(1) プエルトリコ政府がロッセロ知事の下で実効性のある経済財政再生計画を策定し、監視委員会が示したスケジュールを今度こそ遵守できるか、(2) 債務再編策で示される想定回収率がどの程度になるか、が挙げられる。1 点目に関して、地方公共団体の信用力においては、経済・財政状況、上位政府による関与・支援に加え、首長による政策運営能力と質も重要な要素となる。ロッセロ知事は知事選出直後から監視委員会との対応を始め、就任直後も歳出削減に向けた法整備を進めるなど、経済財政再生に向けて積極的なスタンスを示している。プエルトリコ政府が策定する経済財政再生計画の内容がどの程度現実的かつ債権者等ステークホルダーを納得させるものになるかといった点に加え、提出期限である 2017 年 2 月 28 日を遵守できるかがロッセロ知事による政策運営能力と質を見極める上で注目される。

2 点目に関して、プエルトリコ政府が示した 2016 年 6 月 21 日時点の想定回収率は、一般財源保証債 (GO) が 83.5%、プエルトリコ売上税金融公社 (COFINA) のシニア債が 80%、

<sup>13</sup> ロッセロ氏は 2016 年 10 月 13 日に行われた講演で、(1) 債権者が元本支払いの一時停止を認めるのであれば、利払いを履行したいと考えていること、(2) 財政再建計画に公債費の要素が含まれていないことから、監視委員会にプエルトリコ政府の現在の予算の内容を精査するように要請したこと、(3) 知事選挙で勝利を収めた場合、知事職に就く予定の 2017 年 1 月 2 日に関わらず、直ちに債権者との交渉を始める意向であることを明らかにしていた。（“Puerto Rico Gubernatorial Candidate Seeking to Pay Bond Interest,” *Bloomberg*, October 14 2016）

同劣後債が 60%となっている<sup>14</sup>。プエルトリコが連邦政府の監視下に入って以降、新たな数値は公表されていないが、仮に想定回収率がこれまで示されていた水準を大幅に下回る状況となった場合、プエルトリコ債の保有者やプエルトリコ債への保証額が多いモノライン保険会社へのエクスポージャーを有する投資家がネガティブな反応を示す可能性が高いとみられる。

想定回収率が低下する主な要素としては、(1) 債権者との交渉が想定以上に長引くこと、(2) 連邦政府の関与・支援スタンスが変化すること、(3) 自然災害、が挙げられる。1 点目に関して、プエルトリコでは 2015 年 8 月に初めて公的債務がデフォルトし、すでに約 1 年半が経過しているが、債務残高が大きく、投資家層も広範に渡っていることに鑑みると、債務再編に時間を要する可能性が高い。プエルトリコの場合、地方公共団体を対象とした連邦破産法第 9 章の適用対象外ではあるものの、近年の米国における地方公共団体の債務再編の事例を見ると、例えばデトロイト市が連邦破産法第 9 章を適用申請してから約 1 年 5 ヶ月で破産手続き終了まで漕ぎ着けているように、迅速な債務再編を求められる傾向にある<sup>15</sup>。ちなみに、ソプリンの債務再編の場合、完了までに時間が短いほうが回収率が高くなる傾向が観察されている<sup>16</sup>。その意味では、プエルトリコ政府は手綱を引き締め、経済財政再生及び債務再編を迅速に進めることが想定回収率の低下防止に必要であることは言うまでもない。

2 点目について、米国ではドナルド・トランプ新大統領が 2017 年 1 月 20 日に就任した。とはいえ、プエルトリコをめぐっては、既に連邦政府が 2016 年 9 月に設置した監視委員会の監視下に入っていることもあり、トランプ大統領によるプエルトリコの経済財政再生や債務再編に影響を及ぼすような発言は、就任以降 2017 年 2 月 7 日の間、行われていないとみられる<sup>17</sup>。また、トランプ大統領選出後の 2016 年 12 月 20 日には、連邦議会に設置されたプエルトリコの経済成長に関するタスクフォースが、連邦政府による公的医療保障制度の財政支援について従来に比して他の州と同等に取扱うことや、プエルトリコに関する連邦税制の見直し等に関する改革案を公表したが、連邦政府によるプエルトリコへのコミットメントが低下する可能性は特段示唆されなかった<sup>18</sup>。

<sup>14</sup> Commonwealth of Puerto Rico, *Government Development Bank and Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority Press Release*, June 21 2016.

<sup>15</sup> 近年、連邦破産法第 9 章を適用したミシガン州デトロイト市以外の事例の破産手続き所用期間は、カリフォルニア州バレーホ市 (約 3 年 6 ヶ月)、ロードアイランド州セントフォールズ市 (約 1 年 2 ヶ月)、アラバマ州ジェファーソン郡 (約 2 年 1 ヶ月)、カリフォルニア州ストックトン市 (約 2 年 8 ヶ月)。(犬丸淳「デトロイト市の破産手続きにおける地方債等の取扱いと日本への示唆」『地方債』第 410 号、地方債協会、2016 年 2 月、103 頁)

<sup>16</sup> 1997 年からの事例が対象。(Moody's, *Sovereign Defaults Series: The Aftermath of Sovereign Defaults*, October 2013, p.31 and p.38)

<sup>17</sup> ちなみに、ドナルド・トランプ氏は 2016 年 1 月、プエルトリコの位置付けは住民が決定する権利を有しており、大統領として、連邦議会が憲法等に基づき、住民投票に反映された住民の意思を踏まえて検討する状況を確認すると述べた旨が報じられている。("Trump: People of Puerto Rico Deserve a Process of Status Self-Determination," *Caribbean Business*, January 7 2016)

<sup>18</sup> Congressional Task Force on Economic Growth in Puerto Rico, *Report to the House and Senate*, December 20 2016.

3 点目について、プエルトリコの地理的条件に鑑みると、ハリケーンや地震等の自然災害が発生し、プエルトリコの財政面、そして想定回収率に影響を及ぼす可能性もゼロではないと言える。ただし、2005年8月に米国南東部を襲ったハリケーン・カトリーナの事例では、発生直後に被害に伴う経済への影響等を懸念し、ルイジアナ州ニューオーリンズ市周辺の複数の地方公共団体の格付けが引き下げられたものの、連邦政府による財政支援が講じられたこともあり、デフォルトは発生せず、約1年後には信用力が回復している<sup>19</sup>。これを踏まえると、仮にプエルトリコでハリケーン・カトリーナのような甚大な被害をもたらす自然災害が発生しても、連邦政府による財政支援を通じて、想定回収率が変化しない可能性も十分に想定される。

プエルトリコでは、2017年1月に新知事が就任して、財政立て直しに注力してきたものの、約1ヵ月で抜本的な解決に辿りつくことはできず、経済財政再生計画の策定にも時間を要している上、デフォルトを回避できなかった。ただし、経済財政再生計画関連のスケジュールのみならず、モラトリアム期間や訴訟の一時停止期間も延長されたため、プエルトリコ政府は、引き続き財政再建の道筋を連邦政府の監視下で探っていくことが可能となっている。金融市場では、デフォルトに対して比較的落ち着いて受け止められたが、プエルトリコをめぐって経済財政再生計画の内容や想定回収率などが注目される状況が当面続くと思定される。

---

<sup>19</sup> Moody's, *Katrina Credit Update: Watchlists Lead to 29 Credit Downgrades*, December 2005; Moody's, *Katrina: One Year Later*, August 2006.