

プエルトリコの財政計画、連邦政府の監視委員会が承認¹

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. プエルトリコでは、連邦政府が設立した財政監視・管理委員会（監視委員会）の関与の下、経済・財政再建に向けた取組みが進められてきたが、プエルトリコ政府が2017年3月9日に提出した財政計画が同日、監視委員会により条件付きで承認された。
2. 財政計画では、想定回収率の目安となる債務履行予定額に対する債務履行充当可能資金見込額の割合が2018～2026会計年度平均で約26.2%となることなどが明らかにされた。
3. 今後の注目材料としては、(1)債権者からの訴訟の一時停止の期限かつ一部の公的債務のモラトリアムの期限である2017年5月1日までに、債権者との交渉をどの程度進められるか、(2)各債権クラスに対して債務履行充当可能資金見込額がどのように充当されるのか、が挙げられる。
4. プエルトリコ政府は、今回の財政計画の承認を通じて、ようやく経済・財政再建のスタートラインに立てたと言えよう。不透明要素が多いことから、大部分の投資家は当面様子見姿勢を維持するとみられるが、米国地方債市場の歴史上に刻まれる大規模の債務不履行（デフォルト）を起こした発行体の動向への注目は続くと思われる。

I. 3度目の提出で漕ぎ着けた財政計画の承認

米国の自治地域（コモンウェルス）でカリブ海北東に位置し、財政危機に陥っているプエルトリコでは、連邦政府が制定した「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」（PROMESA）に基づき、2016年6月に設立された財政監視・管理委員会（監視委員会）の関与の下、経済・財政再建に向けた取組みが進められている。

プエルトリコ政府は2016年10月14日、監視委員会に財政計画を提出したものの、監視委員会は同年11月23日、債務の持続可能性に関する分析が不十分として、プエルトリコ政府に対して同計画の修正を求めた²。その後、2017年1月2日に就任したリカルド・ロ

¹ 本稿の内容は、2017年3月末時点の事実に基づいている。

² Government of Puerto Rico, *Commonwealth of Puerto Rico Fiscal Plan*, October 14 2016; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Letter from the Chair of the Oversight Board to the Governor of Puerto Rico*,

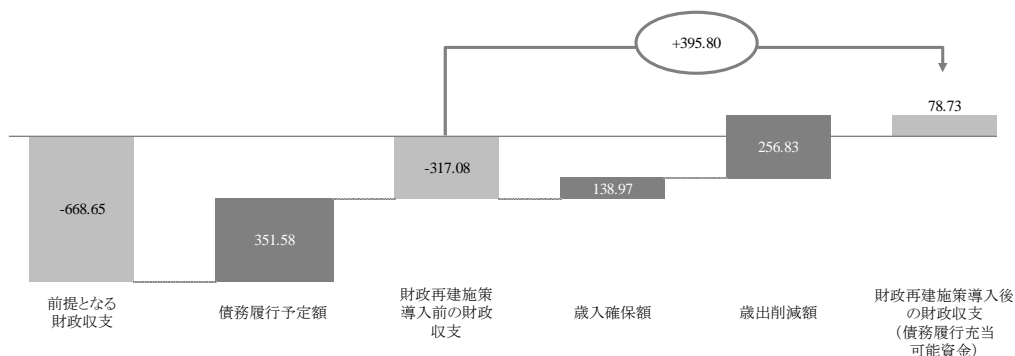
ッセルロ・ネバレス知事の下、同年2月28日に財政計画が提出されたが、監視委員会は同年3月9日に楽観的な経済・財政見通しに基づくとして再度の修正を求めた³。そして、プエルトリコ政府が同年3月13日、財政計画を再度提出した結果、監視委員会により即日、条件付きで承認された⁴。プエルトリコ政府は、今回の財政計画承認の条件とされた修正（公務員の自宅待機制度の導入、クリスマスボーナスの廃止、年金関連経費の削減に向けた見直し）を行うことになるが、監視委員会の設定した承認目標日（2017年3月15日）内に承認に漕ぎ着けた⁵。

Ⅱ. 財政計画のポイント

プエルトリコ政府が今回策定した財政計画は、(1) 財政見通し、(2) 財政改革の方策、(3) 構造改革、(4) 債務の持続可能性に関する分析、(5) 財務勘定の流動性、(6) 財政管理改革、の項目で構成されている。

財政見通しでは、今後10年間（2017～2026会計年度）の財政赤字が約668.65億ドルと見込まれる中、歳入確保（法人税改革など、合計約138.97億ドル）及び歳出削減（地方政府等への補助金削減など、合計約256.83億ドル）を通じて、債務履行に充当可能な資金を約78.73億ドル確保するとの見込みが記されている（図表1参照）。債務履行充当可能資金見込額は、2017年2月28日に提出された計画では約116.43億ドルと見込まれていたが、今回の計画では、歳入確保・歳出削減額が増加したものの、前提となる財政収支がより保守的に見積もられたため、充当可能資金が約37.7億ドル減少することとなった。

図表1 プエルトリコの財政見通し（億ドル）



(出所) Government of Puerto Rico, *Fiscal Plan for Puerto Rico*, March 13 2017, p.8、より野村資本市場研究所作成
(<https://junta.pr.gov/wp-content/uploads/wpfd/50/58c71815e9d43.pdf>)

November 23 2016.

³ Government of Puerto Rico, *Fiscal Plan*, February 28 2017; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Letter to Gov Rossello Nevaes*, March 9 2017.

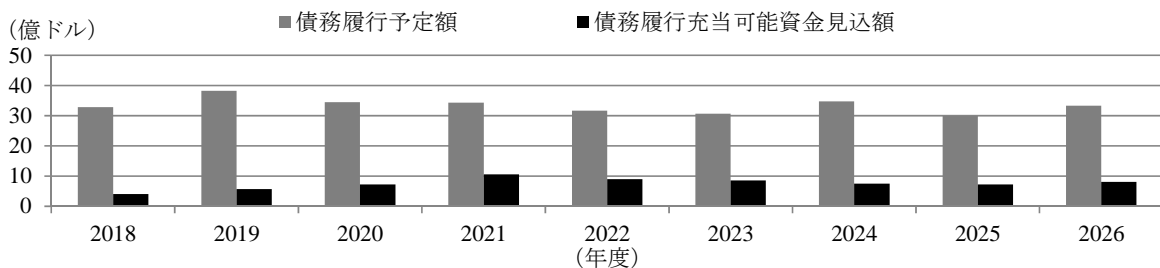
⁴ Government of Puerto Rico, *Fiscal Plan for Puerto Rico*, March 13 2017; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Certifies Fiscal Plan for Puerto Rico*, March 13 2017.

⁵ Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Board Resolution Adopted on March 13 2017 (Fiscal Plan Certification)*, March 13 2017.

一方、債務の持続可能性分析では、別途債権者との交渉が進められているプエルトリコ電力公社（PREPA）などを除くプエルトリコ政府及び政府関係機関の債務（2017年2月現在の想定残高：約519.16億ドル）が対象とされている⁶。そして、2018～2026会計年度の債務履行予定額は合計で約300.42億ドルが見込まれている（図表2参照）。すなわち、想定回収率の目安となる債務履行予定額に対する債務履行充当可能資金見込額の割合は、平均で約26.2%となる。2017年2月28日に提出された計画の同割合は、平均で約38.9%とされていたため、約12.7%ポイントの低下が見込まれた。

なお、今回示された割合の水準は、（1）プエルトリコ政府が連邦政府の監視下に入る前に示した2016年6月21日時点の想定回収率（一般財源保証債〔GO〕83.5%、プエルトリコ売上税金融公社〔COFINA〕のシニア債80%、同劣後債60%⁷）、（2）米国地方債の平均回収率（66%⁸）、に比して大分低い状況となっている。

図表2 プエルトリコの公的債務の履行予定額と充当可能資金見込額の推移



(出所) Government of Puerto Rico, *Fiscal Plan for Puerto Rico*, March 13 2017, pp.27-28、より野村資本市場研究所作成 (<https://junta.pr.gov/wp-content/uploads/wpfd/50/58c71815e9d43.pdf>)

⁶ 財政計画の対象とされている発行体(銘柄)は、一般財源保証債(GO)、プエルトリコ売上税金融公社(COFINA)、プエルトリコ高速道路公社(HTA)、プエルトリコ公共建物公社(PBA)、プエルトリコ開発銀行(GDB)、職員退職制度(ERS)、プエルトリコインフラ金融公社(PRIFA)、プエルトリコ金融公社(PFC)、プエルトリコ大学(UPR)、プエルトリココンベンションセンター地区公社(PRCCDA)、プエルトリコ産業開発公社(PRIDCO)、プエルトリコ都市バス公社(AMA)及びその他の政府系機関。対象外とされた発行体は、プエルトリコ電力公社(PREPA)、プエルトリコ上下水道公社(PRASA)、子供トラスト(Children's Trust)、プエルトリコ住宅金融公社(HFA)、プエルトリコ産業投資公社(PRIICO)、地方政府。Government of Puerto Rico, *Fiscal Plan for Puerto Rico*, March 13 2017, p.26 参照。

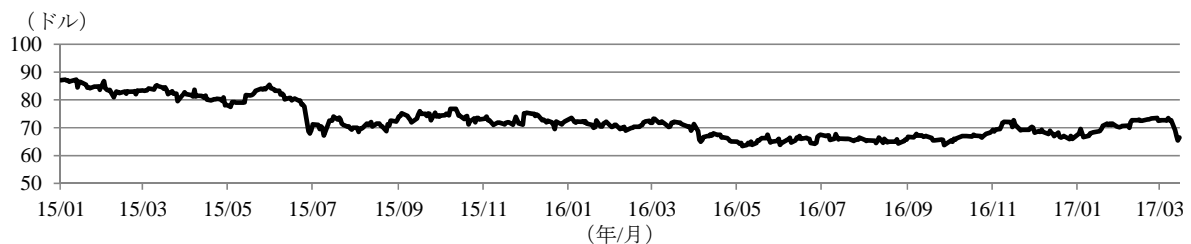
⁷ Commonwealth of Puerto Rico, *Government Development Bank and Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority Press Release*, June 21 2016.

⁸ ムーディーズによる1970～2015年の統計に基づく。Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2015*, May 31 2016, p.26 参照。

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、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となっていた⁹。しかし、財政計画で想定回収率の目安となる債務履行充当可能資金見込額が前回の計画に比して低下したこと等を受けて、70ドルを割り込む水準に弱含んだ（図表3参照）。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〕）の株価にはほとんど影響が見られなかったが、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドはやや拡大する傾向が観察された。

図表3 プエルトリコの一般財源保証債の価格推移（日次）



(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（定時償還条項付）、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り今後の注目材料としては、(1) 債権者からの訴訟の一時停止の期限かつ一部の公的債務の履行の一時停止（モラトリアム）の期限である2017年5月1日までに、債権者との交渉をどの程度進められるか、(2) 各債権クラスに対して債務履行充当可能資金見込額がどのように充当されるのか、が挙げられる。1点目について、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法に盛り込まれた訴訟の一時停止は、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建計画の策定に専念すべく、盛り込まれたものであるが、ロッセロ知事による延長要請を受けて、期限が当初予定されていた2017年2月15日から2017年5月1日に延長されている。また、一部の公的債務のモラトリアムの期間についても、ロッセロ知事の下、2017年1月29日に成立した「プエルトリコ緊急財政及び財政責任法」に基づき、期限が当初予定されていた2017年1

⁹ 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、知事就任日の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 参照。

月 31 日から 2017 年 5 月 1 日に延長されている。少なくとも、今回の財政計画で想定回収率の目安となる債務履行に充当可能な資金見込額が固まったことから、プエルトリコ政府と債権者の交渉はより現実的な内容になると予想される。

2 点目について、プエルトリコの場合、米国の地方公共団体を対象とした連邦破産法第 9 章の適用対象外である。しかし、例えば、連邦破産法の適用下で債務再編を行う場合、債務者となる地方公共団体が各債権クラスの債権者と協議し、原則として全ての債権クラスについて数にして過半数かつ金額にして 3 分の 2 以上の債権者の同意を得ることが連邦裁判所から債務調整計画の承認を得る要件の 1 つとなっている。また、各債権クラスの想定回収率は、各債権に紐付いているキャッシュフローの多寡等を反映して異なる結果となるケースが多く、2013 年 7 月に連邦破産法第 9 章を適用申請し、2014 年 12 月に手続きが完了したミシガン州デトロイト市の場合も、17 の債権クラスの想定回収率は約 10%~100% まで幅広く分布している状況となっている¹⁰。今後、債権者との協議プロセスが進むにつれて、各債権クラスに資金がどのように配分されるか、すなわち想定回収率が明らかになると予想される。

プエルトリコ政府は、今回の財政計画の承認を通じて、ようやく経済・財政再建のスタートラインに立てたと言えよう。各債権クラスの想定回収率を含めて不透明要素が多いことから、大部分の投資家は当面様子見姿勢を維持するとみられるが、米国地方債市場の歴史上に刻まれる大規模の債務不履行（デフォルト）を起こした発行体の動向への注目は続くと思われる。

¹⁰ デトロイト市の連邦破産法第 9 章適用における債務調整の状況については、江夏あかね「デトロイト市の破産手続き完了と再生に向けた道」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号、を参照されたい。