

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¹

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. プエルトリコでは、経済・財政悪化が進み、2015年8月からは公的債務が相次いで不履行（デフォルト）している。プエルトリコ政府は、連邦レベルの法律である「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」（PROMESA）の下で財政再建を目指すこととなり、連邦政府が設置した監視委員会に対して2016年10月14日に財政再建計画を提出した。
2. 財政再建計画では、プエルトリコの財政状況が厳しいことが改めて露呈された。しかしながら、全般的に大きなサプライズはなかった上、公的債務の具体的な取扱いについては示されなかったこともあり、プエルトリコ債等のパフォーマンスへの影響はほとんど見られなかった。
3. 金融市場で財政再建計画に対して特段反応が観察されなかった背景としては、プエルトリコで2016年11月8日に予定されている知事選挙の影響も大きいとみられる。現職の知事の下で策定された財政再建計画の内容が知事選挙の結果によっては大幅に変更になる可能性が示唆されており、多くの投資家が様子見姿勢を維持しているとみられる。
4. プエルトリコの将来を見据える上では、まずは2016年11月の知事選挙の結果、そして2017年1月末に控えるモラトリアム期間の終了までに監視委員会主導でプエルトリコ政府がどの程度現実的かつ具体的な財政再建・経済再生策を投資家に提示できるかがポイントになる。ただし、仮に監視委員会の下で財政再建が進められても、連邦政府がプエルトリコに対して本格的な経済支援策を講じない限り、プエルトリコが再び財政危機に陥ることもあり得る。

¹ 本稿の内容は、2016年10月末時点の事実に基づいている。

I. 連邦政府主導の監視委員会の下で進められるプエルトリコの財政再建

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、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）している²（図表1及び図表2参照）。加えて、プエルトリコ政府は2016年6月、「プエルトリコ緊急債務モラトリアム・財政再生法³」（Puerto Rico Emergency Moratorium and Financial Rehabilitation Act、モラトリアム法）に基づき、緊急措置としてプエルトリコの一部の債務について2017年1月末まで履行を猶予するモラトリアム宣言を行っている⁴。

連邦制国家である米国では通常、連邦政府が地方公共団体の財政再建に関わることはない。しかし、プエルトリコの場合、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）の下、監視委員会が2016年9月に発足、2016年10月14日にプエルトリコ政府が同委員会に財政再建計画を提出した⁵。

図表1 2016会計年度にデフォルトした債券の元利払い費（億ドル）

発行体	元利払い 費合計	履行 実施分	履行 未実施分	デフォルト日
一般財源保証債（GO）	11.25	3.46	7.79	2016年7月1日
プエルトリコ開発銀行（GDB）	10.64	6.64	3.60	2016年5月1日
プエルトリコ公共建物公社（PBA）	2.76	2.51	0.25	2016年7月1日
プエルトリコ金融公社（PFC）	0.94	0.01	0.93	2015年8月1日～ 2016年7月1日
プエルトリコインフラ金融公社（PRIFA、ラム酒税）	1.13	—	1.13	2016年1月1日及び 2016年7月1日
プエルトリコ高速道路・交通公社（HTA）	3.22	3.18	0.04	2016年7月1日
合計	29.95	15.80	13.75	

（出所）Commonwealth of Puerto Rico, *Commonwealth of Puerto Rico Fiscal Plan*, October 14 2016, p.66、より
野村資本市場研究所作成（<http://www.gdb-pur.com/documents/16.10.14FiscalPlanvFinal.pdf>）

² 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。

³ プエルトリコ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。

⁴ Government Development Bank for Puerto Rico & Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, *Government Development Bank for Puerto Rico and Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority Statement on Implementation of Emergency Measures under Act 21*, July 1 2016.

⁵ Commonwealth of Puerto Rico, *Commonwealth of Puerto Rico Fiscal Plan*, October 14 2016.

図表2 プエルトリコをめぐる主な動き

時期	出来事
1996年	10年間をかけて連邦法人税の優遇措置の段階的縮小・廃止
2009会計年度	過去最大規模となる財政赤字(28.64億ドル)を計上
2014年2月前半	各格付会社、プエルトリコの格付けを投機的等級に引き下げ
2014年3月11日	一般財源保証債(35億ドル)を起債
2014年4月7日	プエルトリコ開発銀行(GDB)、債務再編を目的に、ギリシャ政府による2012年の債務再編に携わった弁護士事務所(クリアリー・ゴットリーブ・スティーン・アンド・ハミルトンLLP)と契約を締結したことを表明
2014年6月28日	アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事、「プエルトリコ公社債務執行・回復法」に署名し、同法律が成立
2014年8月15日	プエルトリコ電力公社(PREPA)の資産再編の猶予決定。プエルトリコ電力公社向け銀行ローンの返済期限を2015年3月まで延期し、最高再編責任者を任命することで合意
2014年12月2日	プエルトリコ上院議会、プエルトリコ開発銀行の流動性と公共交通事業の資金の確保を目的とした29億ドルの資金調達を可決
2015年2月6日	プエルトリコ地方裁判所、「プエルトリコ公社債務執行・回復法」を無効と判決
2015年2月11日	米連邦議会プエルトリコ常駐代表のペドロ・ビアルイシ氏、「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」(下院法案第870号[H.B. 870])を連邦下院議会に提出
2015年3月15日	プエルトリコの下院議員、一般財源保証債及び公社の債務の再編を可能とすることを目的とした憲法改正を行うための住民投票を行うことを提案
2015年4月21日	プエルトリコ政府高官、3ヵ月以内に政府の流動性が枯渇し、閉鎖される可能性があると発言
2015年4月30日	プエルトリコ下院、知事が提案した従来の売上・使用税を付加価値税に置き換える提案を拒否
2015年5月29日	従来の売上・使用税の税率を引き上げた上、2016年3月末に付加価値税に置き換えることを盛り込んだ法案が成立
2015年6月上旬	元・連邦破産裁判所の判事でデトロイト市の破産ケースに携わったスティーブン・ローズ氏がプエルトリコのアドバイザーに着任
2015年6月24日	プエルトリコ下院議会、下院法案第2542号(H.B. 2542)を可決(翌日、上院議会も修正した上で可決)。同法案には、(1)プエルトリコ政府が2016会計年度に発行を予定している税収入先行債券について、公社等による投資を可能とすること、(2)プエルトリコ政府が必要な資金を確保できない場合、一般財源保証債の償還資金を確保する基金への積立を一時停止すること、等が盛り込まれている
2015年6月29日	アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事、2015年8月30日までに約720億ドルに上る債務の再編計画を策定することを表明。政府顧問、プエルトリコの財政状況を分析したレポートを公表
2015年7月1日	一般財源保証債及びプエルトリコ電力公社に係る支払い(合計約10.6億ドル)を履行
2015年7月6日	プエルトリコ政府の法律顧問がボストンの裁判所にプエルトリコ公社債務執行・回復法の有効性を確認したが、2015年2月6日のプエルトリコ地方裁判所の意見を支持するとの回答を受領
2015年7月15日	「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」(上院法案第1774号[S.1774])を連邦上院議会に提出
2015年8月1日	プエルトリコ金融公社(PFC)、期限を迎えた債務の履行ができず、デフォルト
2015年8月3日	プエルトリコ政府、一般財源保証債(残高約130億ドル)の償還資金を確保するための基金への積立を一時停止することを米地方債規則制定委員会(MSRB)に届出
2015年9月2日	プエルトリコ電力公社(PREPA)、一部の債券保有者(発行残高の35%分)と額面の85%で債務交換を行うことで暫定合意
2015年9月9日	プエルトリコ政府、財政・経済成長計画を公表
2015年9月24日	プエルトリコ政府、債務再編のプロセスと原則と題した資料を公開
2015年10月21日	ホワイトハウス、プエルトリコ問題への対応に関するロードマップを公表
2015年11月5日	プエルトリコ電力公社(PREPA)、一部の債権者と債務交換に関して合意
2015年11月30日	プエルトリコ知事、一般財源保証債の履行を優先させるために資金を集中させるべく、知事令を発令
2015年12月4日	連邦最高裁判所、「プエルトリコ公社債務執行・回復法」の合憲性に関する受理令状を認定
2015年12月18日	プエルトリコ電力公社(PREPA)、モノライン保険会社等と債務再編について暫定合意
2016年1月1日	プエルトリコインフラ金融公社(PRIFA)、期限を迎えた債務の履行ができず、デフォルト。プエルトリコ金融公社(PFC)もデフォルト

図表2 プエルトリコをめぐる主な動き（続き）

時期	出来事
2016年2月1日	プエルトリコ政府の財政・経済再生ワーキンググループ、債務再編案を公表
2016年3月22日	連邦最高裁判所、「プエルトリコ公社債執行・回復法」の合憲性に関する口頭弁論を実施
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」成立
2016年4月8日	アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事、プエルトリコ開発銀行（GDB）が緊急状態にあることを宣言する知事命令を実施
2016年4月11日	プエルトリコ政府の財政・経済再生ワーキンググループ、債務再編案の修正案を公表
2016年4月29日	プエルトリコ政府開発銀行（GDB）、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の延長で合意
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。これに伴い、2016年5月1日に償還期日を迎えたGDBのシニア債（2011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
2016年5月1日	プエルトリコ政府開発銀行（GDB）、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
2016年6月13日	連邦最高裁判所、「プエルトリコ公社債執行・回復法」を違憲と判断
2016年6月30日	連邦レベルでプエルトリコの財政再建を支援する法律である「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」成立
2016年6月30日	「プエルトリコ緊急債務モラトリアム・財政再生法」に基づき、緊急措置としてプエルトリコの一部の債務について2017年1月末まで履行を猶予するモラトリアム宣言
2016年7月1日	履行を迎えた公的債務（約20.1億ドル）のうち、約9.1億ドル分についてデフォルト。その中にプエルトリコ政府の一般財源保証債（GO、約7.8億ドル）が含まれている
2016年8月31日	ホワイトハウス、プエルトリコの監視委員に7名を指名
2016年9月30日	プエルトリコ監視委員会、最初のミーティングを実施
2016年10月14日	プエルトリコ政府、監視委員会に財政再建計画を提出

（出所）各種報道等に基づき、野村資本市場研究所作成

II. 財政再建計画のポイント

プエルトリコ政府はこれまでも、債権者と債務再編に関する交渉を進めてきたが、効果的な解決策に至らず、財政・経済悪化が深刻化する中、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法の下、連邦政府が設置した監視委員会の関与により、財政再建を進めることとなった⁶。監視委員会は、プエルトリコ政府が提出した財政再建計画の内容を精査し、財政再建についての勧告を行う予定となっている。

プエルトリコ政府が提出した財政再建計画は、財政見通しに加え、財政赤字縮小及び経済再生に向けた基本原則で構成されている。まず、現在の法制度及び施策に基づく今後10年間（2017～2026会計年度）の財政赤字は約587.16億ドルと、プエルトリコのGDP（約1,037億ドル、2014年）の6割弱にも上る状況が見込まれた。財政赤字の大きな要因としては、公債費（約349.67億ドル）が最も大きく、患者保護及び医療費負担適正化法に基づく医療保険改革に伴う連邦政府からの交付金の廃止（2018会計年度、約161.41億ドル）や年金制度への拠出（約109.93億ドル）が挙げられている。また、監視委員会が薦める歳入

⁶ プエルトリコ監視・管理・経済安定化法に基づく、監視委員会は、プエルトリコ政府及び傘下の地方公共団体等の予算及び財政計画を監視する。同委員会の具体的な権限としては、(1)債権者と債務者の自発的な合意の認定、(2)知事による財政計画や年度予算に対する承認、(3)予算執行及び必要な歳出削減に関する命令、(4)法律、契約、規則、規制、行政命令が財政計画に準ずるかを調査、が挙げられる。また、同法には、プエルトリコ政府が債務再編を行うことや、委員会が債務者代表となることについての条件とプロセスが示されており、同委員会が債務再編プロセスの開始や債務再編計画の修正を行うことが可能とされている。

確保・歳出削減策を導入したり公債費を除いても、財政赤字は約 56.56 億ドルにまでしか縮小しない見込みであることが明らかにされた。

財政赤字縮小と経済再生に向けた基本原則については、(1) 緊縮財政に伴う経済成長への影響の最小化、(2) 予算管理及び財政の透明性の改善、(3) 歳出及び税制の適正化を通じた財政の効率性向上、(4) 経済構造関連施策の規定及び経済成長への投資、(5) 弱者（高齢者、若年者、障がい者、低所得者等）であるステークホルダーの保護、(6) 成長を可能とする持続可能な債務水準、(7) 成長創出に向けた連邦政府との協働体制、といった7つの基本原則が掲げられた。

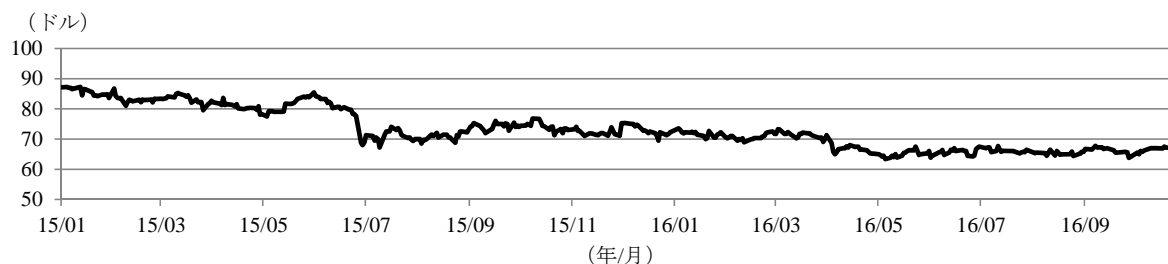
これらのうち、持続可能な債務水準の部分で、公的債務の具体的な取扱いに関しては、監視委員会との意見交換や勧告が今後実施される予定であることから、現時点では時期尚早として示されなかった。ただし、債務水準を管理する上での原則として、(1) 各債権者の利害が対立しているため、総合的な解決法を見出す必要があること、(2) 経済成長に向けた時間及び財源のキャパシティを確保した上で財政再建計画を策定すべきこと、(3) 公債費は財政黒字（公債費を除く）を上回らない水準にすべきこと、(4) 財政再建計画が実現し、経済成長の効果が出現した際には、債権者とその効果を共有すること、(5) 地元の債権者に対して経済的にネガティブな影響が出ないように配慮すること（地元の債権者は少なくとも約 60 億ドルの公的債務を保有）、(6) 新たな借入の禁止（履行可能な水準の債務のみ認めること）、が挙げられた。

III. 今後の見通し

米国地方債市場で、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年半ば頃から、価格が下げ止まる傾向が続いている（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（アシユアド・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）のスプレッドも比較的堅調に推移している。これは、連邦政府による関与を通じて、プエルトリコの債務再編が透明性を確保しつつ、秩序立ったプロセスで行われ、先行き不透明感がやや排除される可能性があるとして受け止められていることが背景とみられる。

今回提出された財政再建計画では、プエルトリコの財政状況が厳しいことが改めて露呈された。しかしながら、全般的に大きなサプライズはなかった上、公的債務の具体的な取扱いについては示されなかったこともあり、プエルトリコ債等のパフォーマンスへの影響はほとんど見られなかった。

図表3 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

金融市場で財政再建計画に対して特段反応が観察されなかった背景としては、プエルトリコで2016年11月8日に予定されている知事選挙の影響も大きいとみられる。現職のアレハンドロ・ガルシア・パディラ知事は出馬を予定していないが、有力候補であるプエルトリコ新進歩党の候補者であるリカルド・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、を明らかにした⁷。プエルトリコの新聞エル・ヌエヴォ・ディア紙が2016年10月12日に公表した調査結果によると、知事選挙の候補者への支持率は、ロッセロ氏が43%と、他の有力候補者であるプエルトリコ国民民主党のデービッド・バーニエ氏の28%を上回っている⁸。つまり、現職の知事の下で策定された財政再建計画の内容が知事選挙の結果によっては大幅に変更になる可能性が示唆されており、多くの投資家が様子見姿勢を維持しているとみられる。

プエルトリコの将来を見据える上では、まずは2016年11月の知事選挙の結果、そして2017年1月末に控えるモラトリアム期間の終了までに監視委員会主導でプエルトリコ政府がどの程度現実的かつ具体的な財政再建・経済再生策を投資家に提示できるかがポイントになる。ただし、今回提示された財政再建計画でも改めてプエルトリコの経済・財政状況の厳しさが露呈されたように、仮に監視委員会の下で財政再建が進められても、連邦政府がプエルトリコに対して本格的な経済支援策を講じない限り、プエルトリコが再び財政危機に陥ることもあり得る。その意味では、金融市場でプエルトリコの行方が注目される状況が当面続くと想定される。

⁷ “Puerto Rico Gubernatorial Candidate Seeking to Pay Bond Interest,” *Bloomberg*, October 14 2016.

⁸ “Confunde la Papeleta al Votante,” *El Nuevo Día*, October 12 2016.