

プエルトリコの新財政計画と債務再編の道筋¹

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 2015年8月に公的債務が不履行（デフォルト）となったプエルトリコは、2018年1月24日に修正版財政計画を連邦政府の財政監視・管理委員会に提出した。しかし、同委員会が見直しを要請したため、同年2月12日に再修正版財政計画（新財政計画）を提出した。新財政計画には、連邦政府からの約180億ドルの財政支援が盛り込まれ、2018～2023会計年度までの公債費控除前（臨時項目勘案後）の収支が約28.47億ドルの累積黒字と見込まれた。
2. プエルトリコのベンチマーク債は、ハリケーン来襲以降、回収率に対する債権者の懸念が高まっていたため、価格が大幅に下落していたが、2018年2月12日提出の新財政計画において、同年1月24日の修正版財政計画に比して公的債務の回収率向上の可能性が示されたことを受けて、価格が額面100ドルに対して30ドル近辺まで回復した。
3. 今回の動きは、新財政計画で公的債務の回収率向上の可能性が示唆されたため、プエルトリコにとってポジティブな動きとも見受けられるが、連邦政府からの財政支援はあくまでもハリケーン被害対応向けで、プエルトリコの経済再生関連で恒常的に続くものではないこと等に鑑みると、プエルトリコの信用力への影響を判断するのは時期尚早と考えられる。プエルトリコが財政監視・管理委員会のみならず債権者及び裁判所からも信認を得るべく、財政規律の遵守、透明性及び説明責任を確保しながら、経済財政再建の道筋を描くことが債務再編実現に向けて不可欠になると言える。
4. 今後については、財政監視・管理委員会が新財政計画の内容を精査し、適切な内容であれば2018年3月末までに承認することとなる。当面は、財政監視・管理委員会が新財政計画をどのように判断するかが焦点となる見込みである。

¹ 本稿の内容は、2018年2月末時点の事実に基づいている。

I. 連邦政府の財政支援を含む新財政計画への道のり

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は、2015年8月に公的債務が不履行（デフォルト）となり、2016年9月より連邦政府の財政監視・管理委員会の管理下で財政再建を進めている。同委員会は2017年5月、連邦法である「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」（PROMESA）第3章に基づき、プエルトリコの債務再編手続きをプエルトリコ地区連邦地方裁判所に申請した。これを受けて、裁判所での債権者からの意見聴取等を通じ、プエルトリコの債務再編に向けた道筋が模索されている最中である。

1. 財政破綻の中でのハリケーン来襲と修正版財政計画の策定要請

プエルトリコには2017年9月、複数のハリケーンが到来し、電力網や通信システム等のインフラが破壊されるなど、甚大な被害が及んだ²。財政監視・管理委員会はプエルトリコが策定した財政計画を2017年3月13日に条件付きで承認していたが、プエルトリコ政府に対して2017年10月31日、ハリケーンの影響等を踏まえて修正することを求めた³。同委員会は当初、財政計画の提出期限を2017年12月22日としていたものの、プエルトリコ政府は複数回に渡って期限を延長し、2018年1月24日に修正版財政計画を委員会に提出した⁴。

修正版に示された財政収支見通しでは、2018～2022会計年度⁵の公債費控除前の累積赤字が約34.23億ドルに上る見込みが示された。単年度収支では2022会計年度によりやく黒字転換が見込まれており、それまでは債務履行が行われない可能性が示唆されている。すなわち、2017年3月13日に承認された計画上の数値（2017～2026会計年度の累積黒字＝約78.73億ドル）に比べて、対象時期は異なるものの、大きく悪化した⁶。

2. 連邦政府の財政支援を含めた新財政計画の提出

財政監視・管理委員会は2018年2月5日、リカルド・ロッセロ・ネバレス知事に対し、2018年1月24日に提出した修正版財政計画の見直しを求めた⁷。主なポイントとしては、(1) 連邦政府からのハリケーン関連の財政支援を見通しに反映、(2) 緊急対応基金として今後10年間で13億ドル積立て、(3) 雇用等の改革の内容精査、(4) 債務の持続可能性分

² ハリケーンによる被害額は約900億ドルとプエルトリコのGDP（2015年、1,029億ドル）の約9割にも上ると推計されている。（Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, *Puerto Rico Fact Sheet*, January 2017; “Puerto Rico Raises Hurricane’s Official Death Count to 34,” *Associated Press*, October 4 2017）

³ Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Announces Certification Processes for Revised Fiscal Plans*, October 31 2017.

⁴ Government of Puerto Rico, *New Fiscal Plan for Puerto Rico*, January 24 2018.

⁵ プエルトリコの会計年度は、7月1日～翌年の6月30日。2018会計年度の場合、2017年7月1日～2018年6月30日までである。

⁶ Government of Puerto Rico, *Fiscal Plan for Puerto Rico*, March 13 2017.

⁷ Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Requires Changes to Government’s Proposed Fiscal Plans*, February 5 2018; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Hon. Ricardo A. Rosselló Nevares*, February 5 2018.

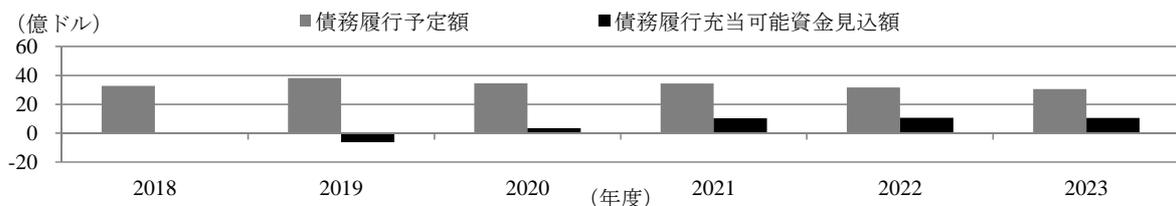
析で、マクロ経済及び年金債務関連費用等について30年間の見通しを提示、(5) 財政収支見通しを2023会計年度まで延長、などが挙げられた。

これを受けて、プエルトリコ政府は2018年2月12日、再修正版財政計画(新財政計画)を同委員会に提出した⁸。新財政計画における財政収支見通しでは、2018~2023会計年度までの公債費控除前(臨時項目勘案後)の収支が約28.47億ドルの累積黒字と見込まれた。

2018~2023会計年度の累積黒字を通じて、約202.35億ドルの債務履行予定額のうち、約14%が履行可能な見込みであることが示唆された(図表1参照)。また、新財政計画では、プエルトリコ政府本体の債務(約410億ドル)について、債務再編を通じて金利4.5%の新債券と交換するのであれば、約190.58億ドル分について元金が償還可能であることが示された。

財政収支が修正版から黒字転換した大きな要因は、連邦政府からのハリケーン関連の財政支援(約180億ドル)の存在である⁹。約180億ドルの財政支援は、(1)2018年2月9日に成立した連邦法(2018年超党派予算法)に基づくハリケーン等自然災害向け措置(合計約165億ドル、低所得者向け医療費補助制度[メディケイド]用支援[約48億ドル]及びコミュニティ開発包括補助金プログラム[CDBG]による支援[約117億ドル])、(2)コミュニティ自然災害包括補助金再生基金(CDBG-DR、約15億ドル)で構成されている。その他、新財政計画には、緊急対応基金として毎年1.3億ドル積み立てることなどが盛り込まれている。

図表1 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



(注) 債務履行予定額は、2017年3月13日に承認された財政計画に基づく。債務履行充当可能資金見込額は、2018年2月12日に提出された財政計画に基づく。

(出所) Government of Puerto Rico, Fiscal Plan for Puerto Rico, March 13 2017, p.27; Government of Puerto Rico, New Fiscal Plan for Puerto Rico, February 12 2018, p.49、より野村資本市場研究所作成

(<https://junta.pr.gov/wp-content/uploads/wpfd/50/58c71815e9d43.pdf>, <http://www.aafaf.pr.gov/assets/newfiscalplanforpr-02-12-2018.pdf>)

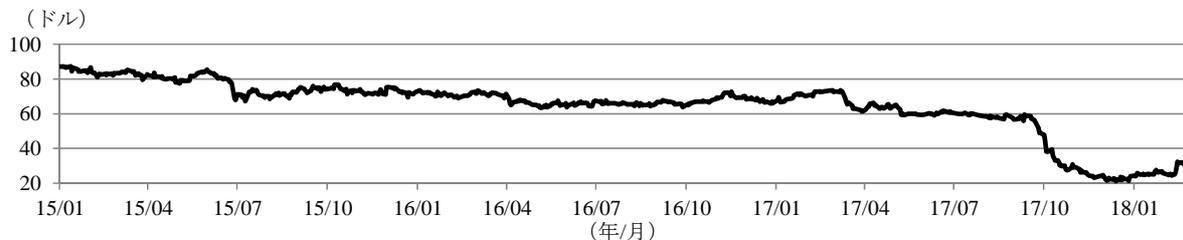
⁸ Government of Puerto Rico, *New Fiscal Plan for Puerto Rico*, February 12 2018.

⁹ Gobernador de Puerto Rico, *Reduce el Déficit el Plan Fiscal Revisado Presentado por el Gobierno de Puerto Rico*, February 13 2018.

Ⅱ. 市場の反応と今後の見通し

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、2017年9月のハリケーン・マリアの来襲以降、回収率に対する債権者の懸念が高まっていた上、ドナルド・トランプ大統領が2017年10月3日、プエルトリコの復興プロセス促進のためにプエルトリコの債務を「帳消し」(wipe out)にする可能性を示唆したことを受けて、価格が大幅に下落し、額面100ドルに対して20ドル近くにまで割り込む傾向が見られた¹⁰。しかし、2018年2月12日提出の新財政計画において、2018年1月24日の修正版財政計画に比して公的債務の回収率向上の可能性が示されたことを受けて、額面100ドルに対して30ドル近辺まで回復した（図表2参照）。

図表2 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

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 спреッドについても、2018年2月12日提出の新財政計画の内容を受けてパフォーマンスが向上する傾向が見られている。

今回の動きは、新財政計画で公的債務の回収率向上の可能性が示唆されたため、プエルトリコにとってポジティブな動きとも見受けられるが、(1) 連邦政府からの財政支援はあくまでもハリケーン被害対応向けで、プエルトリコの経済再生関連で恒常的に続くものではないこと、(2) 新財政計画の前提となった財政状況の開示状況や経済・財政見通し等が必ずしも債権者を納得させる内容ではないこと、等に鑑みると、プエルトリコの信用力への影響を判断するのは時期尚早と考えられる。

¹⁰ 詳細は、江夏あかね「ハリケーンとプエルトリコの財政再建の行方」『野村資本市場クォーターリー』第21巻第3号（2018年冬号）、を参照されたい。

特に、新財政計画は債務再編計画の土台になるとみられるが、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法の下では、債務再編計画は財政監視・管理委員会が承認した上で、裁判所に提出される。その後、各債権クラスで投票を行い、各々債権者数にして過半数かつ債権額にして3分の2以上の賛成を得るなどの要件を満たした場合、裁判所から承認を得て、同計画に示された内容を実行に移すことが可能になる¹¹。これを踏まえると、プエルトリコが財政監視・管理委員会のみならず債権者及び裁判所からも信認を得るべく、財政規律の遵守、透明性及び説明責任を確保しながら、経済財政再建の道筋を描くことが債務再編実現に向けて不可欠になると言える。

今後については、財政監視・管理委員会が新財政計画の内容を精査し、適切な内容であれば承認することとなる。同委員会は2018年2月16日、承認目標日として2018年3月末を挙げた¹²。当面は、財政監視・管理委員会が新財政計画をどのように判断するかが焦点となろう。いずれにせよ、米国地方債市場の歴史上に刻まれる大規模の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。

¹¹ プエルトリコ監視・管理・経済安定化法に関する詳細は、江夏あかね「米国連邦政府の監視委員会、プエルトリコの債務再編手続きを裁判所に申請」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号、を参照されたい。

¹² “Puerto Rico Oversight Board Extends Fiscal Plan Certification Timeline,” *Reuters*, February 16 2018.