

プエルトリコの新財政計画の承認とハリケーン来襲からの再出発¹

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 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の新財政計画が2018年4月19日、連邦政府の財政監視・管理委員会に承認された。
2. 財政面で注目されるのは、2018～2023会計年度の公債費控除前の累積黒字が約66.98億ドルに上るとの見込みが示された点である。同期間の公債費は合計で約155億ドルに上ると推計されているため、プエルトリコの公的債務全体の想定回収率（2018～2023会計年度分）は、約43%と見込まれる。
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流れとも見受けられる。しかしながら、財政収支の改善見込みには、連邦政府からのハリケーン関連の財政支援といった一過性の項目が大きく寄与している。さらに、リカルド・ロッセロ・ネバレス知事が年金債務の取扱い等については是認できない旨を述べており、プエルトリコ政府が今後の予算策定に新財政計画の内容を適切に反映するか否かは不透明である。
4. 当面の注目点としては、プエルトリコ政府が策定予定の2019年度予算が挙げられる。最終版の2019年度予算が、保守的かつ現実的な経済・財政見通しに基づき、新財政計画に示された各種歳入確保・歳出削減策を適切に盛り込んでいるか、が焦点となろう。加えて、新財政計画を土台に策定される債務再編計画で各債権クラスの回収率がどのような水準になるかも注目される。

I. ようやく漕ぎ着けた新財政計画の承認

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の新財政計画が2018年4月19日、連邦政府の財政監視・管理委員会に承認された。

プエルトリコでは、2015年8月に公的債務が不履行（デフォルト）となり、政府が2016年9月より財政監視・管理委員会の管理下で財政再建を進めてきた。同委員会は2017年5

¹ 本稿の内容は、2018年4月末時点の事実に基づいている。

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。

そのような中、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。

その後、プエルトリコ政府は新財政計画を2018年1月24日に提出したが、財政監視・管理委員会は内容の見直しを求め、その後も複数回に渡ってプエルトリコ政府による修正及び委員会による再度見直しの要請が続き、2018年4月19日ようやく委員会による新財政計画の承認に至った。なお、同日、プエルトリコ政府関係機関であるプエルトリコ電力公社(PREPA)及びプエルトリコ上下水道公社(PRASA)、翌日にはプエルトリコ大学(UPR)、プエルトリコ高速道路・交通公社(PRHTA)及びプエルトリコ政府開発銀行(GDB)の新財政計画も承認された。

II. 承認された新財政計画のポイント

新財政計画では、経済低迷、不適切な財政運営、過大な借入れ及び政府歳出の膨張といった課題を抱えるプエルトリコにおいて、経済・財政の持続可能性を確保すべく、複数の分野に渡って構造改革及び財政改革が示された(図表1参照)。

財政面で注目されるのは、2018~2023会計年度³の公債費控除前の累積黒字が約66.98億ドルに上るとの見込みが示された点である。累積黒字の水準は、ハリケーン来襲前の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、見劣りする(図表2参照)。しかしながら、プエルトリコ政府がハリケーン来襲後初めて提出した財政見通し(2018年1月24日付、2018~2022会計年度の公債費控除前の累積赤字=約34.23億ドル)に比して、大幅に改善している。

² ハリケーン・マリアによる被害額は約800億ドル(プエルトリコの2018会計年度のGNPの約13.2%)と想定されている。(Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *New Fiscal Plan for Puerto Rico: Restoring and Prosperity*, April 19 2018, p.2)

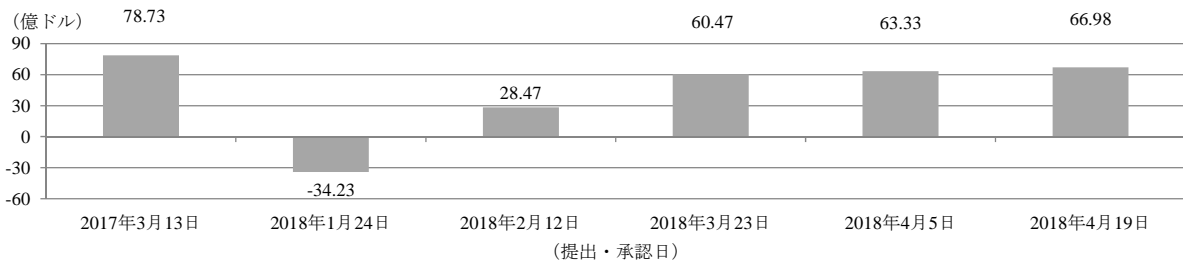
³ プエルトリコの会計年度は、7月1日~翌年の6月30日。2018会計年度の場合、2017年7月1日~2018年6月30日までである。

図表 1 新財政計画における構造改革及び財政改革の概要

構造改革	
人的資本及び雇用改革	低水準の労働参加率を解消すべく、(1) スペイン語、英語及び科学・技術・工学・数学分野の熟練度の向上、(2) 職業訓練の機会提供、(3) 雇用関連法の改正を通じた雇用の柔軟性及び関連コストの低減の実現、等に向けた対策を実施
ビジネス環境改革	プエルトリコの産業競争力を向上し、新規参入の喚起や産業流出を回避すべく、(1) 世界銀行におけるビジネス環境ランキングにおける特定の目標の設定、(2) 行政サービスのデジタル化及び固定資産登記プロセスの現代化、(3) 規制に関する負担の軽減、等を実施
エネルギー・セクター改革	プエルトリコの企業及び家庭に対し、手ごろな価格で信頼できる電力を提供すべく、(1) 1KWhあたりの電力料金 20 セント未満を実現、(2) 回復力のあるインフラの再構築、(3) 燃料構成の分散化及び技術更新を通じた電力料金の低減、等を実施
インフラ改革	インフラの現代化や道路の質の改善を通じて、物品、サービス、人のフローを容易化すべく、(1) 政府における投資の順位付け、(2) インフラ再建プロセスの加速化、(3) 持続可能な資金調達モデル及び戦略の構築、等を実施
財政改革	
政府規模の適性化	政府の効率化等を通じて、住民に不可欠な行政サービスを提供すべく、(1) 政府関係機関のサービスの統合及びシェアードサービスの活用、(2) 人員削減、(3) 調達プロセスの見直し、等を実施
ヘルスケア改革	ヘルスケアに係る高コスト体質を改善し、ヘルスケア・サービスを向上すべく、(1) 一地域における制度の統一化、(2) ヘルスケア関連機関の統合、(3) 新技術の活用、等を実施
税制優遇措置	税源の拡大、税制の不公平性の解消及びコンプライアンスの改善を目指すべく、(1) 適切に納税を行っていない者からの税徴収、(2) 単一納税制度の構築、(3) 売上税徴収の仕組みの改善、等を実施
年金改革	受益者が確実に年金を受給し、個人の選択肢を充実化させるべく、(1) 個人保有勘定における従業員による拠出の保全、(2) 年金給付の確実化、(3) 最低水準の年金に対する削減対象からの排除、(4) 大多数の退職者に対して予定給付の 95%を実現、(5) プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第 3 章に基づく再編、を実施
最高財務責任者 (CFO) のオフィス	透明性を確保した財政均衡予算及び財政管理を達成すべく、(1) 会計・資金・予算管理の一元化、(2) 流動性、予算決算乖離等の開示、(3) 期日通りの監査済み財務書類の公表、(4) ベストプラクティスに基づく会計処理、を実施

(出所) Financial Oversight & Management Board for Puerto Rico, *New Fiscal Plan: Roadmap to a Better Future for Puerto Rico*, April 19 2018、より野村資本市場研究所作成
(<https://juntasupervision.pr.gov/wp-content/uploads/wpfd/50/5ad908722fbcf.pdf>)

図表 2 プエルトリコの公債費控除前の累積収支見通しの変遷



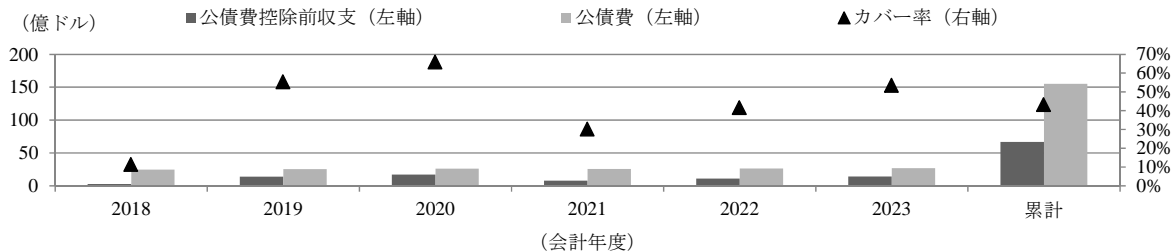
(注) 公債費控除前の累積黒字見通しは、2017年3月13日分は2017~2026会計年度分、2018年1月24日分は2018~2022会計年度分、それ以外は2018~2023会計年度分。

(出所) プエルトリコ政府及び財政監視・管理委員会による財政計画、より野村資本市場研究所作成

累積黒字が見込まれた背景としては、連邦政府からのハリケーン関連等の財政移転の存在(6年間合計で約340.43億ドル)に加え、税制優遇措置の見直しや公務員年金の給付削減(2020年から平均で約10%削減)等が挙げられる。しかし、約66.98億ドルの累積黒字を計上しても、同期間の公債費は合計で約155億ドルに上ると見込まれているため、債務の元利償還に必要な財源の約43%しかカバーされないことが示唆されている(図表3参照)。言い換えると、プエルトリコの公的債務全体の想定回収率(2018~2023会計年度分)は、約43%と見込まれている。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4.0%の新債券と交換するのであれば、約193.67

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。

図表3 プエルトリコの公債費控除前収支及び公債費の見通し



(注) カバー率は、公債費控除前収支を公債費で除した数値。

(出所) Financial Oversight & Management Board for Puerto Rico, *New Fiscal Plan: Restoring Growth and Prosperity*, April 19 2018, p.126、より野村資本市場研究所作成

(<https://juntasupervision.pr.gov/wp-content/uploads/wpfd/50/5adde0792e4e3.pdf>)

Ⅲ. 今後の見通し

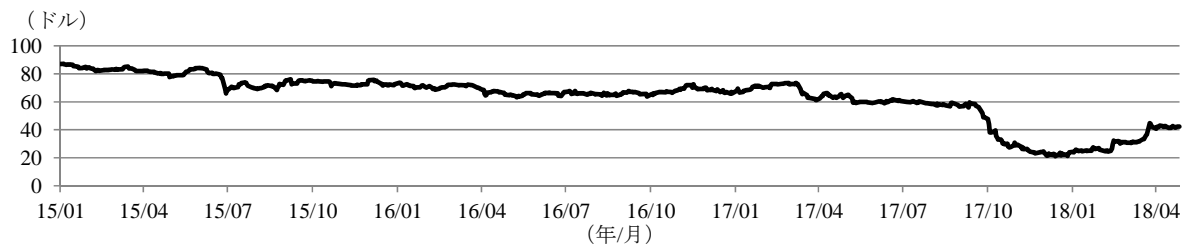
米国地方債市場において、プエルトリコのベンチマーク債（一般財源保証債〔GO〕、2035年償還）をめぐっては、2017年9月のハリケーン・マリアの来襲以降、回収率に対する債権者の懸念が高まっていた上、ドナルド・トランプ大統領が2017年10月3日、プエルトリコの復興プロセス促進のためにプエルトリコの債務を「帳消し」（wipe out）にする可能性を示唆したことを受けて、価格が大幅に下落し、2017年12月末頃に額面100ドルに対して20ドル近くにまで割り込む傾向が見られた⁴。しかし、2018年2月12日に提出された新財政計画以降、収支見通しが改善傾向にあることを受けて、額面100ドルに対して42ドル近辺まで回復した（図表2及び図表4参照）。ベンチマーク債の価格は、上述のプエルトリコの公的債務全体の想定回収率（2018～2023会計年度分、約43%）に近い水準となっている。

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）保険会社であるアシュアド・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ッドについても、新財政計画の内容や連邦政府によるハリケーン関連の財政支援等を受けて、2018年4月上旬頃から基本的にパフォーマンスが改善する傾向が見られている⁵。

⁴ 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。

⁵ 米国連邦政府の住宅都市開発省（HUD）は2018年4月10日、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の一環で、コミュニティ自然災害包括補助金再生基金（CDBG-DR）を通じて、プエルトリコに約184.38億ドルの財政支援を行うことを明らかにした（U.S. Department of Housing and Urban Development, *HUD Award Record \$28 Billion to Help Hard-Hit Areas in Nine States, Puerto Rico and U.S. Virgin Island Recover from Major Disasters*, April 10 2018）。

図表4 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

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流れとも見受けられる。しかしながら、財政収支の改善見込みには、連邦政府からのハリケーン関連の財政支援といった一過性の項目が大きく寄与している。さらに、リカルド・ロッセロ・ネバレス知事が年金債務の取扱い等については是認できない旨を述べており、プエルトリコ政府が今後の予算策定に新財政計画の内容を適切に反映するか否かは不透明である⁶。

当面の注目点としては、プエルトリコ政府が策定予定の2019年度予算が挙げられる。財政監視・管理委員会は2018年4月24日、ロッセロ知事に対して、2019年度予算案をまずは2018年5月4日に提出するよう求め、最終的に2018年6月29日までの委員会、議会及び知事による承認を目指している旨を明らかにした⁷。これまでの財政監視・管理委員会とプエルトリコ政府の関わりを踏まえると、複数回修正されることになると思われるが、最終版の2019年度予算が、保守的かつ現実的な経済・財政見通しに基づき、新財政計画に示された各種歳入確保・歳出削減策を適切に盛り込んでいるか、が焦点となろう。

一方、前述のとおり、新財政計画では、プエルトリコの公的債務全体の想定回収率(2018~2023会計年度分、約43%)が示された。この水準は、米国地方債の平均回収率(ムーディーズによる統計[1970~2016年]=66%⁸)よりは低いが、新財政計画を土台に策定される債務再編計画で各債権クラスの回収率がどのような水準になるかも注目される点である。

プエルトリコ政府は、新財政計画の承認を受け、ハリケーン来襲からの再出発を行うことになった。今後についても、予算や債務再編の動きなど、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。

⁶ リカルド・ロッセロ・ネバレス知事は新財政計画の承認を受けて行われた2018年4月19日の会見にて、年金給付の削減について、財政監視・管理委員会が年金受給者をまるで無担保債権者として扱っており、プエルトリコの法制や連邦法を踏まえてもそのような扱いを是認できない旨を表明した(Gobierno de Puerto Rico, Governor Rosselló Encourages the Financial Oversight and Management Board to Reflect on the Impact of the Certified Fiscal Plan, April 19 2018)。

⁷ Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *The Honorable Ricardo A Rosselló Nevares*, April 24 2018.

⁸ Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2016*, June 27 2017.