

プエルトリコの債務再編手続き完了と財政破綻からの実質的脱却 — 3 つの特殊事情と財政の持続可能性 —

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 米国の自治地域（コモンウェルス）であるプエルトリコは 2022 年 3 月、330 億ドル超の債務を約 70 億ドルに削減する債務調整計画が発効し、財政破綻状態から実質的に脱却した。
2. プエルトリコをめぐっては、近年の米国地方公共団体の財政破綻の事例の中で、負債総額の大きさが際立っているほか、財政破綻から実質的な脱却までに相対的に長期間を要した。これは主に、（1）米国本土とは異なる固有要因に伴う経済悪化・低迷、（2）連邦破産法第 9 章適用対象外の団体としての財政再建の模索、（3）自然災害の頻発、といった特殊事情が関係していると考えられる。
3. プエルトリコの債務調整計画に関する特徴として、（1）330 億ドル超の公的債務を対象とした大幅な債務削減、（2）回収率のばらつき、（3）従来より厳格な債務管理方針、が挙げられる。特に、ムーディーズが算定した推定最終回収率に基づく、プエルトリコ金融公社（PFC）の 5%未滿から、プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）のシニア債の 82%にまで幅がある状況となっている。
4. プエルトリコは公的債務のデフォルトから 7 年近くを経て、ようやく財政破綻状態から実質的に脱却して、再出発を図ることとなった。プエルトリコが今後、持続可能な財政運営、そして金融資本市場へのアクセスを維持するには、（1）財政規律の維持、（2）プエルトリコ経済の立て直し、が不可欠と考えられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・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（ウェブサイト版）。
- ・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（ウェブサイト版）。
- ・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）。

I 米国地方債市場の歴史に刻んだプエルトリコの事案

米国の自治地域（コモンウェルス）であるプエルトリコは2022年3月、330億ドル超の債務を約70億ドルに削減する債務調整計画が発効し、財政破綻状態から実質的に脱却した¹。

プエルトリコは、米国地方債市場の代表的な発行体の1つだが、2000年代半ば頃から財政状況が悪化し、2015年8月から公的債務が次々と不履行（デフォルト）となった²。約1,220億ドル³に上る債務残高を抱え、持続可能な財政運営を行うことが極めて難しい状況に陥った。プエルトリコは、2016年9月より連邦政府が設置した財政監視・管理委員会（FOMB）の管理下で財政再建を進め、同委員会が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章に基づく債務再編手続きをプエルトリコ地区連邦地方裁判所（以下、連邦地方裁判所）に申請した⁴。その後、債権者との調整を続けてきたが、2022年1月に連邦地方裁判所より債務調整計画の承認を受け、同年3月に債務再編の実施に至った。

本稿では、米国地方債市場の歴史に刻まれたプエルトリコの事案について、財政破綻をめぐる3つの特殊事情や債務調整計画の特徴を概観した上で、今後の論点を考察する。

II プエルトリコの財政破綻をめぐる3つの特殊事情

プエルトリコをめぐるのは、近年の米国地方公共団体の財政破綻の事例の中で、負債総額の大きさが際立っているほか、財政破綻から実質的な脱却までに相対的に長期間を要した（図表1～2参照）。これは主に、（1）米国本土とは異なる固有要因に伴う経済悪化・低迷、（2）連邦破産法第9章適用対象外の団体としての財政再建の模索、（3）自然災害の頻発、といった特殊事情が起因していると考えられる。

¹ Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, “Commonwealth Plan of Adjustment that Drastically Cuts Puerto Rico’s Debt Now Effective,” March 15, 2022; The Financial Advisory and Fiscal Agency Authority, “The Government of Puerto Rico Puts an End to Bankruptcy after Restructuring Debt,” March 15, 2022.

² 2015年8月のプエルトリコの公的債務のデフォルトの詳細については、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（ウェブサイト版）、を参照されたい。

³ 地方債残高（約740億ドル）及び未積立年金債務（約480億ドル）の合計。（Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, “Petition for Relief by The Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico on behalf of the Commonwealth of Puerto Rico Pursuant to Title III of PROMESA Against All Parties Filed by The Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico,” May 3, 2017）

⁴ プエルトリコのPROMESA第3章に基づく債務再編に向けたプエルトリコ地区連邦地方裁判所への申請の詳細については、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（ウェブサイト版）、を参照されたい。

図表1 プエルトリコの財政等をめぐる主な動き

時期	詳細
2000年代後半～	プエルトリコの経済・財政状況が悪化
2014年2月	プエルトリコの主要格付会社からの格付け、投機的等級に引き下げ
2015年8月～	プエルトリコの公的債務が債務不履行(デフォルト)
2016年6月	アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事(当時)、2016年4月に制定された「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、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実施
2016年6月	連邦政府、「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」(PROMESA)を制定
2016年9月	プエルトリコ政府、PROMESAに基づき、連邦政府が設置した財政監視・管理委員会(FOMB)の関与の下で、経済・財政再建を目指すことに
2017年3月	FOMB、プエルトリコ政府が策定した財政計画を承認
2017年5月	FOMB、プエルトリコ及びプエルトリコ売上税金融公社(COFINA)について、PROMESA第3章に基づき、債務再編に向けたプエルトリコ地区連邦地方裁判所への申請を実施
2017年9月	複数のハリケーンが到来し、インフラ等に甚大な被害が発生
2019年2月	プエルトリコ地区連邦地方裁判所、FOMBが2019年1月に提出したCOFINAの債務調整計画を承認
2019年5月	プエルトリコ電力公社(PREPA)に関する再建支援計画(RSA)を債権者と締結
2019年9月	FOMB、プエルトリコの債務調整計画をプエルトリコ地区連邦地方裁判所に提出
2019年12月～ 2020年1月	プエルトリコ南部で断続的に強い地震が発生。ワンダ・バスケス・ガルセド知事(当時)が2020年1月、非常事態を宣言
2021年11月	FOMB、プエルトリコの第8次債務調整改革案をプエルトリコ地区連邦地方裁判所に提出
2022年1月	プエルトリコ地区連邦地方裁判所、プエルトリコの債務再編計画を承認
2022年3月	ペドロ・ピエールルイシ知事、PREPAのRSAの無効化を公表 プエルトリコ、債務調整計画が発効し、財政破綻状態から実質的に脱却

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

図表2 近年の米国の地方公共団体の破産手続きの所要期間と負債規模

地方公共団体	破産申請	破産手続き 終了	所要期間	負債総額 (概算、億ドル)
カリフォルニア州バレーホ市	2008年5月	2011年11月	3年6ヵ月	2
ロードアイランド州セントラルフォールズ	2011年8月	2012年10月	1年2ヵ月	1
アラバマ州ジェファーソン郡	2011年11月	2013年12月	2年1ヵ月	42
カリフォルニア州ストックトン市	2012年6月	2015年2月	2年8ヵ月	10
カリフォルニア州サンバーナーディーノ市	2012年8月	2017年6月	4年10ヵ月	5
ミシガン州デトロイト市	2013年7月	2014年12月	1年5ヵ月	180
プエルトリコ	2017年5月	2022年3月	4年10ヵ月	740

(注) 1. プエルトリコは、「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」(PROMESA)第3章に基づく債務再編手続き。プエルトリコ以外の地方公共団体は連邦破産法第9章に基づく破産手続き。
2. プエルトリコの負債総額は、公的債務総額のため、一般政府以外も含む。

(出所) 犬丸淳「デトロイト市の破綻と財政再建プロセス」『産研論集』第44号、関西学院大学産業研究所、2017年3月、各種資料、より野村資本市場研究所作成

1. 米国本土とは異なる固有要因に伴う経済悪化・低迷

プエルトリコの財政破綻は、プエルトリコの地理的・歴史的背景が大きく関係している。プエルトリコは、カリブ海北東に位置し、約326万人の人口(2021年7月時点)を抱える

米国領土の中で合衆国を構成する州ではないコモンウェルスである。1493年にクリストファー・コロンブスによって発見され、19世紀終盤までスペインの統治下にあったが、1898年12月に米国に移譲された。

プエルトリコに関して、外交・軍事といった対外事項は連邦政府、連邦権限外となる内政は自治政府が担っているが、米国の一般の州とは異なる税制や連邦政府からの財政移転の仕組みを有している。特に、プエルトリコの住民は、米国の市民権を有するものの、基本的に連邦所得税が免除されている一方で、米国の社会保障制度の対象とされている。他方、米国大統領選挙には投票を行わないほか、米国連邦議会議員の選出も行わない⁵。

プエルトリコ経済は、米国本土経済と密接に結びついているものの、2006年以降、固有要因により景気が低迷している。プエルトリコでは、プエルトリコ政府による優遇税制に加えて連邦法人税の優遇措置があったため、多くの多国籍企業が参入していたが、連邦政府の優遇措置が財政悪化の中で1996年から10年間に渡って段階的に縮小・廃止されたため、企業が撤退するケースが散見されるようになった。さらに、エネルギー価格の高騰等も相まって、産業競争力が相対的に弱まり、プエルトリコの経済状況が大きく悪化していった。

このような特殊事情もあり、プエルトリコ政府では、税収低迷の中で財政赤字や債務残高が膨らみ、財政破綻に至った。プエルトリコの一人当たり所得（2020年、1万3,318ドル）や貧困率（2020年、43.4%）は、全米（各々3万5,384ドル、11.4%）に比べて見劣りする水準で、財政破綻に伴い生活インフラの質も低下する中、住民の米国本土への人口流出も続くなど、地域経済は厳しい状況が続いている⁶。

2. 連邦破産法第9章適用対象外の団体としての財政再建の模索

米国には、地方公共団体を対象とした連邦破産法第9章があり、地方公共団体が同法を適用した上で債務再編を進めるケースもあれば、同法を適用せずに債権者と債務再編について合意に達することもある⁷。プエルトリコの場合、コモンウェルスという特別な存在であることも起因し、プエルトリコ政府のみならず傘下の地方公共団体（公社等）を含めて、連邦破産法第9章の適用対象外となっている。そのため、従来は債務調整を行う場合も、法律の枠組みを用いずに債権者と交渉する手段しか有していなかった⁸。しかし、

⁵ ただし、プエルトリコは、米国連邦議会に対して、発言権を有するものの、投票権を有しない常駐代表を送っている。

⁶ United States Census Bureau, “Quick Facts.”

⁷ 例えば、2013年7月に連邦破産法第9章を適用申請したミシガン州デトロイト市は、同法の下で債務再編を進め、2014年12月に破産手続きを完了した。一方、2010年に財政破綻したペンシルベニア州ハリスバーグ市は、同法を適用せずに債務再編を行った。

⁸ プエルトリコの場合、プエルトリコ政府自体は、連邦破産法第9章が制定されて以降、同法の適用対象外だった。また、1984年に制定された「連邦破産法改正及び連邦裁判官法」により、連邦破産法第9章を適用する傘下の地方公共団体に対して承認を与えることが可能な州と同様の位置付けではなくなり、傘下の地方公共団体を含めて連邦破産法第9章の適用対象外となった。（江夏あかね「プエルトリコの財政破綻と債務再編—連邦破産法第9章の適用可能性を中心に—」『年報財務管理研究』第27号、日本財務管理学会、2016年5月）

2015年8月からの公的債務のデフォルト等の財政危機を受け、2016年6月に連邦法として、PROMESAが制定された⁹。同法第3章では、債務再編をめぐり、債務者が債務再編計画を策定し、債権者による投票を経て、連邦地方裁判所から承認を得る際の要件が記されており、連邦破産法第9章と一定程度類似した仕組みが示されている。

PROMESA第3章に基づく流れを概観する。連邦地方裁判所への適用申請は、債務者であるプエルトリコ政府及び傘下の出先機関等ではなく、FOMBが2017年5月に行った¹⁰。債務者であるプエルトリコ政府は、政治行政上の権能が保持され、住民に対して行政サービスの執行を続けた¹¹。また、申請後は、自動的停止（Automatic Stay）が適用となり、債権者による債権回収が禁止され、債務者の資産が保全された¹²。一般財源保証債は、一般債権として取り扱われ、自動的停止の下で履行停止となったが、レベニュー債の債権者については、充当対象の事業より担保される歳入を原資に履行が継続することとなった¹³。

プエルトリコ政府は、債権者との交渉を進めながら、債務調整計画案を策定し、FOMBが承認した上で、2019年9月に連邦地方裁判所に提出された。その後、同案は7回にわたって修正された後、2022年1月に連邦地方裁判所から承認を得て、同年3月に同計画が発効し、債務再編が実施された。

プエルトリコは、連邦破産法第9章の対象外という特殊事情もあり、公的債務のデフォルトからPROMESA第3章の適用申請まで2年弱を要し¹⁴、同法の下での至上初の財政再建プロセスを歩むこととなった。

3. 自然災害の頻発

プエルトリコがPROMESA第3章に基づく財政再建を進めている最中に、自然災害が同地域を襲った。2017年9月には複数のハリケーン（イルマ及びマリア¹⁵）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、被害想定額（プエルトリコ政府試算）は約1,320億ドルに上った¹⁶。

さらに、プエルトリコ南部では、2019年12月～2020年1月にかけて断続的に強い地震が発生し、ワンダ・バスケス・ガルセド知事（当時）が2020年1月に非常事態を宣言す

⁹ PROMESAの詳細については、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（ウェブサイト版）、を参照されたい。

¹⁰ プエルトリコ監視・管理・経済安定化法（PROMESA）第302条及び第304条。

¹¹ PROMESA第303条。

¹² PROMESA第301条、連邦破産法第362条。

¹³ PROMESA第301条、連邦破産法第928条(a)。

¹⁴ 例えば、ミシガン州デトロイト市の場合、2013年6月に到来した年金関連のリース購入契約参加証書（COPs）がデフォルトし、翌月に連邦破産法第9章を適用申請している。（江夏あかね「デトロイト市の連邦破産法第9章適用申請と地方債市場への影響」『野村資本市場クォーターリー』第17巻第2号〔2013年秋号〕）

¹⁵ プエルトリコに2017年9月に到来したハリケーンをめぐり動向の詳細については、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。

¹⁶ United States Government Accountability Office, “Puerto Rico Hurricanes: Status of FEMA Funding, Oversight, and Recovery Challenges,” March 2019.

るに至った。同知事は地震による被害想定額を約 1.1 億ドルと明らかにした¹⁷。

連邦政府からの支援の観点から、例えば、連邦緊急事態管理庁（FEMA）は、プエルトリコにおける自然災害に加え、同地域でも 2020 年 3 月頃から深刻化した新型コロナウイルス感染症問題に対応すべく、公的支援交付金として 2021 年 1 月 15 日時点で約 238 億ドルの提供を決定している¹⁸。しかし、プエルトリコの場合、財政悪化により必要な維持更新ができていなかった中で、自然災害により電力、水道、学校等のインフラが壊滅的被害を受けたこともあり、再建に時間を要している。さらに、プエルトリコの地理的要因¹⁹も背景に、地震は 2020 年 1 月以降も発生しており、住民の本土流出に歯止めがかかっている。プエルトリコにおける自然災害等による外部環境の大きな変化は、財政再建の道筋を描き直すことを余儀なくされ、債務調整計画の確定までに時間を要したと考えられる。

III プエルトリコの債務調整計画の特徴

プエルトリコの債務調整計画に関する特徴として、（1）330 億ドル超の公的債務を対象とした大幅な債務削減、（2）回収率のばらつき、（3）従来より厳格な債務管理方針、を概観する。

1. 330 億ドル超の公的債務を対象とした大幅な債務削減

プエルトリコの公的債務残高は前述のとおり、2016 年時点で 720 億ドル以上に上っている。債務調整計画が発効した 2022 年 3 月時点では、プエルトリコ電力公社（PREPA）を始めとした一部の発行体については債務調整に関して債権者との合意に至らなかったが、一般政府を中心とした 330 億ドル超の公的債務については合意に至り、同計画を通じて約 70 億ドルに削減されることとなった（図表 3 参照）。これにより、課税権を担保に償還する債務の年間の公債費は債務削減前の最大約 39 億ドルから約 11.5 億ドルに縮減された。

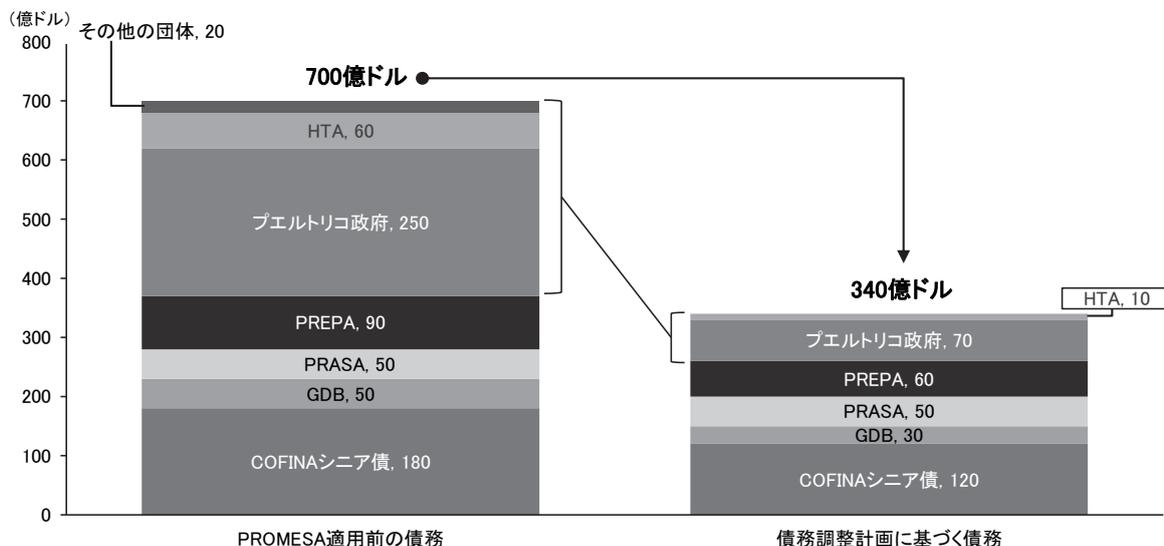
さらに、プエルトリコ政府は上記の公的債務とは別に 500 億ドル近くの年金債務を抱えているが、債務調整計画では新たに約 14 億ドルの年金準備信託を設定するとともに、今後 10 年間に 100 億ドル以上を同信託に積み立てることとされた。

¹⁷ “Earthquake Damage Estimates USD 110 mn, Says Puerto Rican Governor,” *Business Standard*, January 12, 2020.

¹⁸ United States Government Accountability Office, “Puerto Rico Recovery: FEMA Made Progress in Approving Projects, But Should Identify and Assess Risk to the Recovery,” May 2021.

¹⁹ プエルトリコは、北米とカリブ海のプレートの境界に挟まれているが、プエルトリコ海溝、プエルトリコ北部及び米領バージン諸島は海底断層帯になっている上、北米のプレートがカリブ海のプレートの下に沈み込んでおり、地震を引き起こす地滑りの可能性があると言われている。（“Why are So Many Earthquakes Happening in Puerto Rico?,” *New York Times*, January 11, 2020）

図表3 プエルトリコの債務調整計画に基づく債務状況（年金債務を除く）



- (注) 1. 合計数値は、四捨五入の関係で必ずしも一致しない。
 2. HTA はプエルトリコ高速道路公社、PREPA はプエルトリコ電力公社、PRASA はプエルトリコ上下水道公社、GDBはプエルトリコ開発銀行、COFINA はプエルトリコ売上税金融公社。
 3. PREPA の債務調整計画に基づく債務は、2019年5月に締結された再建支援計画（RSA）に基づく。ただし、同 RSA は2022年3月に無効化されている。
 (出所) Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, “Commonwealth Plan of Adjustment”、より野村資本市場研究所作成

2. 回収率のばらつき

プエルトリコの債務調整計画の対象となった債務の回収率は、単純計算で約 21%（約 70 億ドル／330 億ドル超）であり、ムーディーズが算定した米国地方債の平均推定回収率（1970～2021年、約 52% [推定発行額加重平均]²⁰）に比して低い。各発行体や債務の優先劣後関係によって水準にかなりのばらつきがある。ムーディーズが算定した推定最終回収率に基づく、プエルトリコ金融公社（PFC）の 5%未満から、プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）のシニア債の 82%にまで幅がある状況となっている（図表 4 参照）。

²⁰ Moody's, “US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2021,” April 21, 2022.

図表 4 プエルトリコ政府関連のデフォルト及び推定最終回収率の状況

発行体	デフォルト日	推定最終回収率	債務残高 (億ドル)
プエルトリコ金融公社(PFC)	2015年8月3日	5%未満(推定)	11.97
プエルトリコインフラ金融公社(PRIFA)	2016年1月1日	9%(推定、ただし27%にまで 引き上がる可能性あり)	16.43
プエルトリコ政府開発銀行(GDB)	2016年5月1日	保留中、35%未満(推定)	41.26
プエルトリコ政府(一般財源保証)	2016年7月1日	53%(推定、ただし60%にまで 引き上がる可能性あり)	176.49
プエルトリコ高速道路・交通公社(HTA、劣後)	2016年7月1日	保留中	0.52
プエルトリコ売上税金融公社(COFINA、シニア)	2017年6月1日	82%	76.66
プエルトリコ売上税金融公社(COFINA、劣後)	2017年6月1日	50%	99.14
プエルトリコ産業開発会社(PRIDCO)	2017年7月3日	39%	1.56
プエルトリコ電力公社(PREPA)	2017年7月3日	保留中	89.56
プエルトリコ政府職員退職制度(PERS)	2017年7月3日	10%(推定)	31.56
プエルトリコ高速道路・交通公社 (PRHTA、シニア)	2017年7月3日	保留中(1968年決議分は18% 〔推定〕、1998年決議分は2%〔推 定〕、ただし全体で76%にまで 引き上がる可能性あり)	42.752
プエルトリココンベンションセンター地区公社 (CCDA)	2017年7月3日	19%(推定、ただし30%にまで 引き上がる可能性あり)	3.86

(注) ムーディーズが格付対象としている発行体のみ。推定最終回収率はムーディーズによる。

(出所) Moody's, "US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2021," April 21, 2022、より
野村資本市場研究所作成

PFC はプエルトリコ政府が 1984 年 12 月に設立した組織（プエルトリコ開発銀行〔GDB〕の子会社）で、プエルトリコの政府関係機関の資金調達機能を担っていたが、プエルトリコの公的債務関連で最初にデフォルトを起こした発行体である²¹。デフォルトした債券は、予算割当債（Appropriation Bonds）というプエルトリコ政府が当該債務の公債費を予算計上する仕組みのもので、2016 会計年度に必要な額が予算手当されず、約 5,800 万ドルの支払額のうち、前会計年度予算に計上された額の残余に当たる約 62.8 万ドルのみ元利払いが履行された。

予算割当債は議会の承認を得て必要額が予算手当される内容のもので、必ず予算手当される前提ではないこともあり、債券保有者による異議がなかった。PFC の債務については、PROMESA 第 6 章の下で債務再編に関する交渉プロセスが進められた結果、PFC 配分資金（約 405 万ドル）が債権者に現金で支払われれば推定最終回収率は約 2%、さらに PFC の親会社の GDB の債務の回収状況にもよるものの、GDB 債権回収基金が実現すれば同回収率は約 5%にまで引き上がる可能性がある。

一方、最も推定最終回収率が高いのは、プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）の優先債務である。COFINA は GDB 及び PFC による公的債務の元利払い等を行うために 2006 年に設立されたプエルトリコの政府関係機関である。COFINA は、上記の債務の元利払いのために、レベニュー債を発行しており、償還原資は売上・使用税（SUT）の一部とされていた。SUT（税率 10.5%）のうち 5.5%分は、COFINA のレベニュー債の償還原資とし

²¹ プエルトリコ金融公社は、プエルトリコ政府が 1984 年 12 月に設立した組織（プエルトリコ開発銀行〔GDB〕の子会社）で、プエルトリコの政府関係機関の資金調達機能を担っていた。プエルトリコ金融公社のデフォルトについては、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（ウェブサイト版）、を参照されたい。

て、最優先で確保されてきた²²。COFINAの債務調整計画は2019年2月に連邦地方裁判所に承認され、優先債務保有者に93%、劣後債保有者に56%の回収率となるように債務交換が行われた。しかし、ムーディーズは、新債券のパフォーマンスはプエルトリコ経済回復・財政再建に依拠しているため、最終推定回収率はそれぞれ約82%、約50%と算定している。

3. 従来より厳格な債務管理方針

プエルトリコの債務調整計画の発効を通じて、プエルトリコの債務残高/域内総生産(GDP)は101%から53%に低下する見込みとなった²³。しかし、同比率の経済協力開発機構(OECD)加盟国の地方公共団体(州政府を除く)の平均(8.6%)や日本の地方公共団体の平均(40.5%)と比べても明らかなように、厳しい財政状況が続く可能性がある²⁴。

債務調整計画では、債務削減とともに、今後のプエルトリコの債務履行を確実にすべく、従来より厳格な債務管理方針が含まれている。

同方針は、プエルトリコが財政破綻に至った要因について、FOMBが第三者であるコブレ・アンド・キム法律事務所に調査委託し、取りまとめられた報告書²⁵に基づき策定されており、例えば収支不足を補うための起債は認めない、いわゆる建設公債の原則²⁶等が記されている(図表5参照)。そして、(1)2年以内の償還開始、(2)債務負担が増えない形によってのみ借り換えを認める、(3)借換時の償還期間の限定、といった償還確実性を高める方策が記されている。

図表5 プエルトリコの債務管理方針

- ・ 新規借入は公共事業のみ可能で、収支不足を補うためには認められない。これにより、プエルトリコ政府は、プエルトリコの財政責任の回復を義務付けるPROMESAに沿って、均衡予算を達成し、維持することが確保される。公共事業には、建物、道路、公園等のインフラ整備、情報技術システムやその他の機器の購入等が含まれる。債務は、均衡予算達成のために借入を行うことはできない
- ・ 新規債務は一部の例外を除き、発行日から2年以内に定時償還を開始しなければならない
- ・ 債務の借り換えは、支払金利が減少し、元本残高が増加しない場合にのみ認められる
- ・ 新規債務の満期について30年超は認められず、借換債務は既存債務の償還期間から延長することはできない(公営住宅等の例外を除く)

(出所) Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, “Fact Sheet: Debt Management Policy”, より
野村資本市場研究所作成

²² 売上・使用税の残りの4.5%分はプエルトリコ政府、0.5%分は地方管理基金(FAM)に配分される。(Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority et al., “Cofina Fiscal Plan,” September 7, 2018)

²³ The Financial Advisory and Fiscal Agency Authority, “The Government of Puerto Rico Puts an End to Bankruptcy after Restructuring Debt,” March 15, 2022.

²⁴ 総務省「国・地方の債務残高(GDP比)の国際比較【2020】」。

²⁵ 建設公債の原則は、公共事業費などの投資的経費は、社会的生産力の拡大に寄与し、現在世代のみならず、将来世代も公債の元利償還のための租税負担という形でその費用を負担すべきという、利用時払い原則(いわゆる「pay-as-you-go」原則)の考え方に基づくもの。(永廣頭「公債と公債管理政策」金澤史男編『財政学初版第5刷』有斐閣、2011年)

²⁶ Kobre & Kim LLC, “The Financial Oversight & Management Board for Puerto Rico Independent Investigator: Final Investigative Report,” August 20, 2018.

債務調整計画に基づくと、同方針は債務調整計画の発効日の翌日から新規の一般財源保証債（GO）の残高がなくなるまで適用されることになる。なお、同方針は、適用期間中に債券市場の環境に応じて修正されることはあり得るが、修正に際しては FOMB による書面による承認が必要とされている。

IV 今後の論点

プエルトリコは公的債務のデフォルトから7年近くを経て、ようやく財政破綻状態から実質的に脱却して、再出発を図ることとなった。プエルトリコ債をめぐっては、高い利回りを背景に投機的等級の免税地方債を専門とする投資信託が足元で保有を増やしているほか、プエルトリコ政府が2022年6月、COFINAの借り換えに向けて投資銀行のシンジケート団を選定したことを公表するなど、足元では金融資本市場へのアクセスに大きな問題がないようにも見受けられる²⁷。

しかしながら、プエルトリコが持続可能な財政運営、そして金融資本市場へのアクセスを維持するには、（1）財政規律の維持、（2）プエルトリコ経済の立て直し、が不可欠と考えられる。1点目について、プエルトリコの財政基盤は債務負担が大幅に軽減され、財政の硬直性もある程度緩和された状態で再出発することとなった。そして、債務管理方針の下で、確実な債務履行を目指すことになる。しかしながら、前述のとおり、プエルトリコの経済状況や人口動態に鑑みると歳入が大幅に増加することは期待できず、これ以上の人口流出を回避する水準の行政サービスを維持しながら、さらなる歳出削減を進めなければならない。そして、現状では FOMB がプエルトリコの財政運営を監視しているが、将来的に金融資本市場に本格的に復帰するためには、プエルトリコ政府そのものがしっかりとした財政規律の下で運営を行えることを、投資家を含めたステークホルダーに示していくことが大切と考えられる。

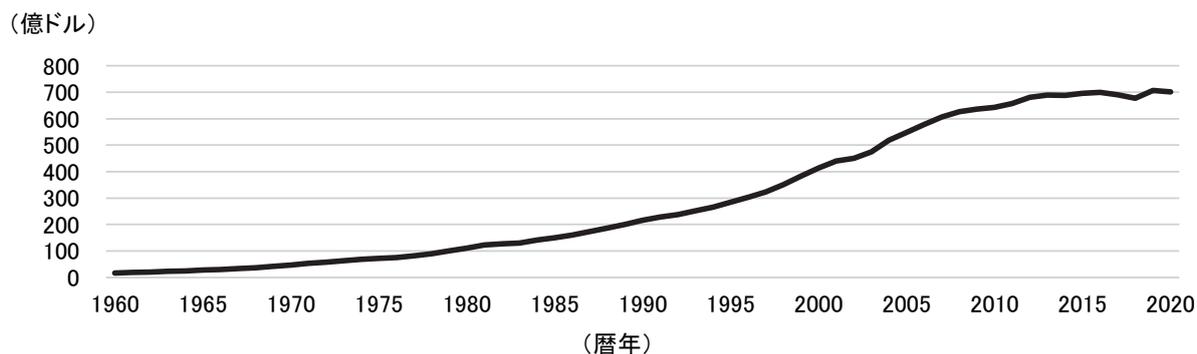
2点目について、プエルトリコの国民総所得（GNI）は財政破綻の中でも一時的に回復が観察されている（図表6参照）。しかしながら、前述のとおり貧困率や失業率の高さの中、過去10年で30万人以上の人口が米国本土に流出し、ハリケーンの影響もあり、2024会計年度までにさらに約17.9万人（全人口の約8.2%に相当）が流出する可能性がある指摘されている²⁸。また、GNIの一時的な回復についても、ムーディーズは、ハリケーンに対する連邦政府による財政支援による要素が大きく、債務削減の度合いに関わらず、連邦政府によるメディケイド（米国の低所得者向け公的医療保険制度）等の財政支援の継続や経済改革がない限り、プエルトリコの格付けは投機的等級にとどまる可能性が高いと指摘している²⁹。

²⁷ “Puerto Rico Bond Yield Surge as US Recession Fears Loom,” *Bloomberg*, June 16, 2022; Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, “Notice of Appointment of Investment Banking Syndicate to Explore Potential Refinancing Transactions: Puerto Rico Sales Tax Financing Corporation Restructured Sales Tax Bonds,” June 10, 2022.

²⁸ Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, Government of Puerto Rico, “Revised Fiscal Plan for Puerto Rico,” March 10, 2019.

²⁹ Moody’s, “Puerto Rico Faces Daunting Economic Challenges Even After Debt Restructuring,” October 31, 2019.

図表6 プエルトリコの国民総所得（GNI）の推移



(出所) World Bank, “GNI (Current US\$)- Puerto Rico”、より野村資本市場研究所作成

プエルトリコは、ようやく再出発を図るための第1歩に辿り着いたところである。真に持続可能な財政運営や金融資本市場へのアクセスを維持できるか否かはプエルトリコ政府の経済財政運営の手腕にかかっている。米国地方債市場の歴史に刻まれる大規模のデフォルトを起こした発行体であるプエルトリコの動向への注目は続くとみられる。