

## ハリケーンとプエルトリコの財政再建の行方<sup>1</sup>

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 米国の自治地域（コモンウェルス）で財政危機に陥っているプエルトリコには2017年9月、複数のハリケーンが到来し、甚大な被害が及んだ。プエルトリコは、約1,220億ドルの債務残高を抱えており、裁判所の関与の下で債務再編を目指している最中である。
2. プエルトリコ債は、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り、パフォーマンスが悪化していたが、トランプ大統領が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た。しかし、「債務帳消し」については、特別の立法措置でも講じない限り、実現可能性はほとんどないと言える。
3. プエルトリコの場合、財政悪化が進む中で公共投資や警察・消防の人員を大幅に絞り込んでおり、今般の災害からの復旧・復興プロセスの遅延が懸念されている。連邦レベルでは、プエルトリコを含めたハリケーン被災地域全体を対象とした災害救済法が成立し、財政支援が実現する見込みだが、連邦政府のこれまでのスタンスに鑑みると、被災以外の部分について連邦政府がプエルトリコに対して財政支援を行う可能性は極めて低いとみられる。
4. プエルトリコの復旧・復興プロセスの遅延が続けば、信用力及び想定回収率がさらに低下することもあり得る。そのため、連邦政府による復旧・復興に向けた支援が迅速かつ十分に行われるか否かが、プエルトリコの債務再編及び経済・財政再建のカギを握ると言えよう。

<sup>1</sup> 本稿の内容は、2017年11月14日時点の事実に基づいている。

## I 債務再編を目指す中でのハリケーン被害とトランプ大統領の訪問

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に 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。プエルトリコは、約 1,220 億ドル<sup>2</sup>の債務残高を抱えており、裁判所の関与の下で債務再編を目指している最中だが、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 割にも上ると想定されている<sup>3</sup>。

連邦緊急事態管理庁（FEMA）や米軍等が復旧に向けた支援を始める中、ドナルド・トランプ大統領が 2017 年 10 月 3 日、プエルトリコを訪問し、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<sup>4</sup>。プエルトリコの一般財源保証債（GO、ベンチマーク、2035 年 7 月償還）は、2017 年 9 月 20 日のハリケーン・マリアの来襲以降、回収率に対する債権者の懸念が高まり、パフォーマンスが悪化していたが、トランプ大統領の発言を受けて、ハリケーン来襲以前の約半分となる額面 100 ドルに対して 30 ドル弱と大幅に下落した（図表 1 参照）。プエルトリコ債への保証額が大きい金融保証（モノライン）保険会社であるアシュアド・ギャランティや MBIA（子会社であるナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティによる保証）の株価やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドも弱含む傾向が観察された<sup>5</sup>。

ミック・マルバニー米行政予算局（OMB）局長やサラ・サンダース米大統領報道官は直ちにトランプ大統領による債務帳消し発言を否定したものの、本稿執筆時点でプエルトリコ債の価格が回復する兆しは見られていない<sup>6</sup>。

<sup>2</sup> 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, p.4）

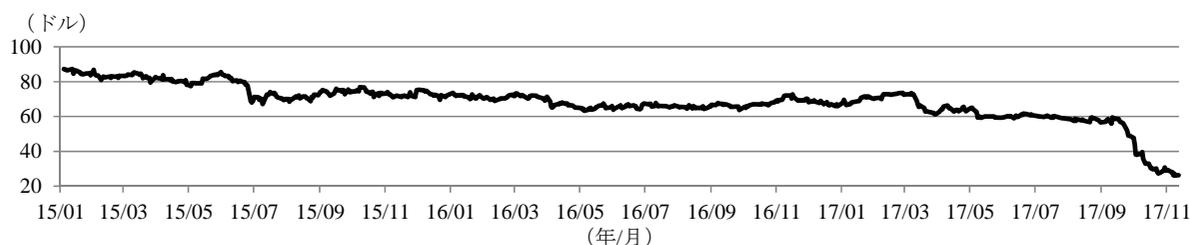
<sup>3</sup> Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority, *Puerto Rico Fact Sheet*, January 2017; “Puerto Rico Raises Hurricane’s Official Death Count to 34,” *Associated Press*, October 4 2017.

<sup>4</sup> “Trump Says Puerto Rico’s Debt Will Have to be Wiped Out,” *Reuters*, October 4 2017.

<sup>5</sup> アシュアド・ギャランティのプエルトリコへのグロス・エクスポージャーは約 54.35 億ドルで、支払余力は約 121.52 億ドル（連結、2017 年第 2 四半期決算ベース）。ナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティのプエルトリコへのグロス・エクスポージャーは約 35.44 億ドルで、支払余力は約 46.07 億ドル（単体、2017 年第 2 四半期決算ベース）。（Assured Guaranty Ltd., *Financial Supplement*, June 30 2017; MBIA Inc., *Quarterly Operating Supplement*, June 30 2017）

<sup>6</sup> “No U.S. Bailout for Puerto Rican Debt, Trump’s Budget Chief Says,” *Bloomberg*, October 4 2017; “Trump Wants Puerto Rico Debt Handled in Court, Not Wiped Out,” *Bloomberg*, October 6 2017.

図表1 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

## II 背景にあるプエルトリコの債務問題

プエルトリコは、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、長らく連邦法人税の優遇措置の恩恵を受け、多くの多国籍企業が参入していた。しかしながら、連邦政府の財政悪化の中で連邦法人税の優遇措置が1996年から段階的に縮小・廃止されたため、企業の撤退が続き、人口も流出した。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、2000年代半ば頃からプエルトリコ経済は落ち込み始め、債務残高が大きく膨らみ、財政悪化も進んでいった。主要格付会社が格付けを投機的等級に引き下げた2014年2月頃から資金繰りも悪化した結果、自力での財政運営が困難な状況に陥り、2015年8月からは公的債務が次々と不履行(デフォルト)となっている。

プエルトリコは2016年9月以降、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、同委員会が連邦法である「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<sup>7</sup>。プエルトリコをめぐるのは、裁判所での債権者からの意見聴取等を通じて、債務調整に向けた道筋が模索されている最中である。

トランプ大統領が示唆した「債務帳消し」をめぐる、現行法では、各債権クラスの債権者数にして過半数かつ債権額について3分の2以上の賛成を得るなどの要件を満たし、裁判所から承認を得る必要がある<sup>8</sup>。そのため、特別の立法措置でも講じない限り、実現可能性はほとんどないと言える。

とはいえ、ムーディーズは2017年10月11日、プエルトリコの一般財源保証債の格付

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第301条及び第314条、連邦破産法第1126条及び第1129条。

けを、「Caa3」から「Ca」に引き下げた<sup>9</sup>。ハリケーン・マリアにより想定回収率が 65～80%から 35～60%に低下したこと等が背景である<sup>10</sup>。さらに、プエルトリコでは、インフラが正常稼働しない中で徴税等の機能も停止し、歳入確保も困難となっているため、ハリケーン・マリアの直撃前に保有していた約 16 億ドルの資金が枯渇しつつあり、予断を許さない状況となっている<sup>11</sup>。

### III 今後の見通し

自然災害に伴う公的セクターの信用力への影響という観点から、2005 年 8 月に米国南東部を襲ったハリケーン・カトリーナの事例では、発生直後に被害に伴う経済への影響等を懸念し、ルイジアナ州ニューオーリンズ市周辺の複数の地方公共団体の格付けが引き下げられたものの、連邦政府による財政支援が講じられたこともあり、デフォルトは発生せず、約 1 年後には信用力が回復している<sup>12</sup>。また、中南米のソブリン（国）で 2000 年代半ばに経済が低迷する中でハリケーンの影響も相まってデフォルトしたドミニカ共和国、グレナダ、ベリーズにおける国債の回収率は約 65～95%と比較的高い<sup>13</sup>（図表 2 参照）。

しかしながら、プエルトリコの場合、既に財政破綻している点でニューオーリンズ市や中南米ソブリンと状況が異なる。また、プエルトリコでは、財政悪化が進む中で、道路等の公共投資を 2012 年の約 24 億ドルから 2016 年には約 9 億ドルと 4 割未満に絞りこんだ結果、必要なインフラ更新ができていない上、警察・消防の人員も 2008 年の 21,654 人から 2016 年の 15,791 人と 3 割近く削減しており、今般の災害からの復旧・復興プロセスの遅延が懸念されている<sup>14</sup>。

図表 2 ハリケーン等の影響により債務不履行したソブリン債発行体の回収率

デフォルト年	デフォルト国	平均取引価格（額面に対する割合、%）
2004	グレナダ	65
2005	ドミニカ共和国	95
2006	ベリーズ	76
発行体ベース平均回収率		54
金額ベース平均回収率		30

（注） 平均取引価格は、デフォルトから 30 日後若しくは債務交換の価格。平均回収率は、ムーディーズが格付けを付与しているソブリン債発行体のデフォルト時の回収率（1983～2016 年）。

（出所） Moody's, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2016*, June 30 2017, p.15、より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> Moody's, *Moody's Downgrades Puerto Rico GOs, COFINA and Other Debt After Hurricane Maria; Outlook Negative*, October 11 2017.

<sup>10</sup> "Puerto Rico Has \$31 Billion of Bonds Dropped Deeper into Junk," *Bloomberg*, October 12 2017.

<sup>11</sup> "Puerto Rico is Running Out of Money," *Bloomberg*, October 5 2017.

<sup>12</sup> Moody's, *Katrina Credit Update: Watchlists Lead to 29 Credit Downgrades*, December 2005; Moody's, *Katrina: One Year Later*, August 2006.

<sup>13</sup> Moody's, *Sovereign Defaults and Interference: Perspectives on Government Risks*, August 2008, p.15; Moody's, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2016*, June 30 2017, p.15.

<sup>14</sup> "Puerto Rico's \$74 Billion Burden Left It Helpless When Maria Hit," *Bloomberg*, October 10 2017.

連邦レベルでは 2017 年 10 月 26 日、プエルトリコを含めたハリケーン被災地域全体を対象とした災害救済法が成立し、プエルトリコ等に対する約 49 億ドルの緊急融資を含む財政支援（合計 365 億ドル）が実現することとなった<sup>15</sup>。財政監視・管理委員会は裁判所に対して、連邦政府からの財政支援を債権者の支払いに充当せず、プエルトリコ政府及び FEMA が指定した事業の費用のみにしか充当できないよう、要請している<sup>16</sup>。なお、米国の連邦政府のこれまでのスタンスに鑑みると、被災以外の部分について連邦政府がプエルトリコに対して財政支援を行う可能性は極めて低いとみられる<sup>17</sup>。

プエルトリコの復旧・復興プロセスの遅延が続けば、信用力及び想定回収率がさらに低下することもあり得る。そのため、連邦政府による復旧・復興に向けた支援が迅速かつ十分に行われるか否かが、プエルトリコの債務再編及び経済・財政再建のカギを握ると言えよう。

---

<sup>15</sup> White House, *President Donald J. Trump Signs H.R. 2266 and S. 585 into Law*, October 26 2017; “US Senate to Approve Credit Line Today,” *El Nuevo Día*, October 24 2017; “Measure in Trump’s Hand,” *El Nuevo Día*, October 25 2017.

<sup>16</sup> “Puerto Rico Asks Judge to Protect Disaster Cash From Creditors,” *Bloomberg*, October 16 2017.

<sup>17</sup> ただし、例外的には、ニューヨーク市に対する連邦政府による配慮事例が存在する。ニューヨーク市が 1975 年に財政危機に陥ったことを受け、連邦議会は「一時的資金調達法（Seasonal Financing Act of 1975）」という 3 年間の時限立法を可決し、ニューヨーク市が毎年末の支払い時に金融市場から 23 億ドルの信用貸し（クレジット）を利用できるようになった。さらに、連邦議会は、1982 年にニューヨーク市が財政的に自立するまで行われた合計 45 億ドルの包括的支援の一部として、約 16.5 億ドルの長期債発行の保証を行う法案を 1978 年に可決した。ニューヨーク市の場合、デフォルトに陥った時点で地方債発行残高が全米で発行されていた地方債の総残高の約 3 分の 1 に達していたことも連邦政府による支援につながった可能性がある。（自治体国際化協会「米国における地方公共団体の財政再建制度—財政規律維持に関する制度と運用—」CLAIR REPORT NUMBER321、2008 年 2 月 22 日、41-44 頁、ムーディーズ『グローバル格付分析』金融財政事情研究会、1994 年、642 頁）