

## プエルトリコ債の現状と米国地方債市場の行方

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 金融市場では、デトロイト市の財政破綻などを背景とした 2013 年中盤からの地方債市場のパフォーマンスの悪化に注目が集まっており、現在は、厳しい財政状況を抱えているプエルトリコにスポットライトが当たっている。
2. プエルトリコの場合、地方債発行残高がデトロイト市の残高の約 16 倍に達しているのみならず、「Triple Tax Exemption」といった特殊な税制の恩恵も受けて、地方債ファンドの約 7 割が保有していることもあり、米国地方債市場で注目を集めている。
3. プエルトリコは、コモンウェルスという特殊な位置付けであり、仮に財政破綻した際に連邦破産法第 9 章の適用対象外となるため、地方債等の債務がどのように取り扱われるかは未知数であるが、米国の州や諸外国のソブリンのデフォルト事例が参考になる可能性がある。

### I. プエルトリコの経済・財政悪化の背景

金融市場では、デトロイト市の財政破綻やプエルトリコの財政悪化といったヘッドラインを背景とした 2013 年中盤からの地方債市場のパフォーマンスの悪化に注目が集まっている<sup>1</sup>。プエルトリコの場合、米国でもコモンウェルスという特殊な位置付けであることに加え、地方債発行残高がデトロイト市の残高の約 16 倍に上っており、今後の動向が米国地方債市場の行方を大きく左右する可能性がある。本稿では、プエルトリコの経済財政状況を分析した上で、米国地方債市場におけるプエルトリコ債の特殊性と注目点を考察する。

カリブ海北東に位置するプエルトリコは、約 367 万人の人口を抱える米国領土の中で合衆国を構成する州ではない自治地域（コモンウェルス）である。1493 年に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

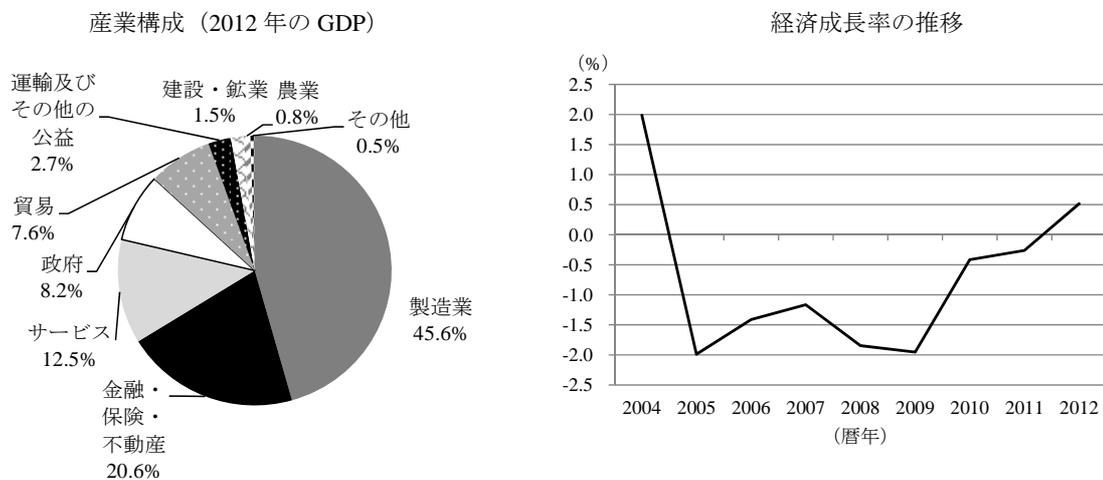
<sup>1</sup> デトロイト市の財政破綻については、江夏あかね「デトロイト市の連邦破産法第 9 章適用申請と地方債市場への影響」『野村資本市場クォーターリー』第 17 巻第 2 号（2013 年秋号）、2013 年、180-195 頁、を参照されたい。

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管轄とされている。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<sup>2</sup>。

プエルトリコの国内総生産（GDP）は、1,010 億ドル（2012 年）で、製菓等の製造業が半分弱を占めている（図表 1 左参照）。一人当たり GDP は 27,451 ドル（2012 年）となっており、米国本土に比して低い水準だが、中南米諸国に比べると高い水準にある。一方、失業率は 14%（2013 年）と高い水準に達している。

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、固有要因により大きく景気後退している。プエルトリコでは、プエルトリコ政府による優遇税制に合わせて、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（図表 1 右参照）。

図表 1 プエルトリコの産業構成及び経済成長率の推移

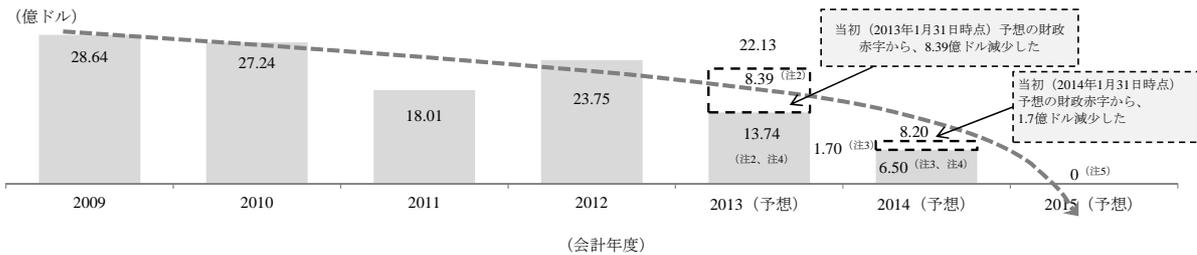


(出所) Government Development Bank for Puerto Rico, Economic Analysis Division, *Puerto Rico Fact Sheet*, December 2013; World Bank, *Puerto Rico: World Development Indicators*.  
<http://www.gdb-pur.com/economy/documents/PREconomicFactSheet2013-Dec.pdf>,  
[http://data.worldbank.org/country/puerto-rico#cp\\_wdi](http://data.worldbank.org/country/puerto-rico#cp_wdi)

<sup>2</sup> 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。

プエルトリコの財政状況を見ると、政府の一般基金（General Fund、日本の一般会計の概念に該当）の財政赤字が税収低迷等を受けて膨らみ、2009 会計年度には過去最大となる 28.64 億ドルを計上するに至った<sup>3</sup>（図表 2 参照）。その後、プエルトリコの財政赤字は、様々な歳出削減・歳入確保策を通じて、縮小傾向にある。しかしながら、例えば 2012 会計年度の場合、財政赤字の規模が歳入の 3 割弱にも上る水準となっている。

図表 2 プエルトリコの財政赤字の推移と見通し



- (注) 1. 2013～2014 会計年度の数値は変更となる可能性がある。2009 及び 2010 会計年度は各々約 4.42 億ドル及び約 5,000 万ドルの非経常経費に係る部分を除く。
2. 現政権による是正策が導入されてから、2013 会計年度の財政赤字は、当初の 22.13 億ドル（2013 年 1 月 31 日時点）から、16.02 億ドル（2013 年 4 月 30 日時点）、12.90 億ドル（2013 年 6 月 30 日時点）に修正された。2014 年 1 月 24 日に監査を通じて 8,400 万ドルの追加費用が 2013 会計年度に計上され、2013 会計年度の財政赤字は、13.74 億ドルとなった。
3. 財政赤字が予算赤字だが、現時点までの歳入が当初以上かつ歳出が当初以下であり、2014 会計年度の歳出を 1,700 万ドル減少させるための法案が成立することを前提に算出。
4. 暫定予測に基づくため、変更する可能性がある。
5. 予算均衡に基づく。

(出所) The Common Wealth of Puerto Rico, *Update on Fiscal and Economic Progress: Investors Webcast*, February 2014, p.14.

(<http://www.gdb-pur.com/documents/2014-02-18-UpdateonFiscalandEconomicProgressWebcast-Final.pdf>)

このような状況下、プエルトリコでは近年、財源確保における赤字地方債への依存度が高まっていった。また、2006 年 5 月の立法に基づき設立したプエルトリコ売上税金融公社（Puerto Rico Sales Tax Financing Corporation、COFINA）による売上税レベニュー債（売上税及び使用税の一定部分が償還原資になる地方債）の発行を開始するなど、資金調達需要の高まりを受けて、商品性の多様化も進められていった。さらに、長期債の起債環境が悪化する中、キャッシュフローを確保するために、長期債借換予定証券<sup>4</sup>（Bond Anticipation Notes、BANs）等の短期債の発行も相次いで行われた。その結果、プエルトリコの公的債務は、2013 年 6 月末時点で 700 億ドルを超えており、プエルトリコの GDP（2012 年）の約 69%に該当する規模となっている（図表 3 参照）。プエルトリコの債務（対 GDP 比）は、

<sup>3</sup> プエルトリコの会計年度は、7 月 1 日～翌年の 6 月 30 日。2009 会計年度の場合、2008 年 7 月 1 日～2009 年 6 月 30 日までである。

<sup>4</sup> 長期債借換予定証券（BAN）は、将来的に起債予定がある場合に、短期の資金需要を満たすために発行される短期債。将来の起債による調達資金が実質的な担保となる。

米国の州（2%）やBa格ソブリン（39%）に比しても突出した水準となっている<sup>5</sup>。加えて、職員退職制度（Employee Retirement System、ERS）等に関する年金債務も積立不足が大きく膨らみ、2012年6月末時点の積立不足額は約370億ドルにも上っている<sup>6</sup>。

プエルトリコは2014年2月18日、2014会計年度に少なくとも合計で28.6億ドル規模の一般財源保証債（General Obligation [GO] Series 2014A）を発行することを発表した<sup>7</sup>。そして、2014年3月11日には、額面35億ドル（表面利率8.0%、2035年7月1日償還、免税債）の起債を行った。当該一般財源保証債は、定時償還方式を採用しているため、平均償還年限は16.61年となっている。また、応募者利回りは8.727%（額面に対して93%）であった。

調達資金は、(1)プエルトリコ政府開発銀行（Government Development Bank for Puerto Rico）からの信用枠を通じた借入の返済、(2)COFINA関連のBANの償還、(3)プエルトリコの特定の一般財源保証債の借換えや当該一般財源保証債に付随するスワップ契約の解除、等に充当される予定となっている<sup>8</sup>。また、プエルトリコの流動性は、この資金調達を通じて、2015年6月まで確保される予定となっている<sup>9</sup>。

図表3 プエルトリコの公的債務（2013年6月末現在、億ドル）

プエルトリコ政府が元利償還の全責任を負う（full faith and credit）債券及び証券	105.99
プエルトリコ政府が元利償還の全責任を負うことを保証した債券及び証券	56.34
小計：プエルトリコ政府が元利償還の全責任を負う債券及び証券若しくは保証債券及び証券	162.33
プエルトリコ政府の税収及び歳入の裏付けのある債券	40.43
税収及び歳入充当証券	—
小計：一般基金により償還される債務	202.76
プエルトリコ政府の売上税により償還される債券及び証券（COFINA）	152.24
公社等により調達された債務	255.75
地方政府により調達された債務	38.82
年金調達債券（雇用主が職員退職制度〔ERS〕に拠出する分）	29.48
その他の特定財源債務及びノンリコース債務	21.38
小計：その他の公的債務	497.67
公的債務合計	700.43

（注）一部の例外を除く。合計は四捨五入により必ずしも一致しない。

（出所）The Commonwealth of Puerto Rico, *Financial Information and Operating Data Report*, October 18 2013, p.61. (<http://www.gdbpr.com/spa/documents/commonwealthreport.pdf>)

<sup>5</sup> Moody's, *US State and Local Municipal Credit Overview*, February 2014, p.71.

<sup>6</sup> The Commonwealth of Puerto Rico, *Financial Information and Operating Data Report*, October 18 2013, p.96.

<sup>7</sup> The Commonwealth of Puerto Rico, *Update on Fiscal and Economic Progress: Investors Webcast*, February 2014, p.12.

<sup>8</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *Preliminary Official Statement: \$3,000,000,000 Commonwealth of Puerto Rico: General Obligation Bonds of 2014, Series A*, March 6 2014, p.23.

<sup>9</sup> Bloomberg, *Puerto Rico Increases Bond Offering by 17% to \$3.5 Billion (4)*, March 11 2014.

## Ⅱ. 米国地方債市場におけるプエルトリコ債の特殊性と注目点

米国地方債市場でプエルトリコが大きな注目を集める背景としては、財政状況の厳しさのほかにも、(1) プエルトリコ債の特殊な位置付け、(2) プエルトリコの地方債発行残高の大きさ、(3) プエルトリコが連邦破産法第9章の適用対象外であること、といった点が挙げられる。

### 1. プエルトリコ債の特殊な位置付け：「Triple Tax Exemption」と最近の米国地方債市場への影響

米国の地方債は、原則として免税債とされ、その利子について連邦所得税を課税されない<sup>10</sup>。また、連邦政府による課税免除に加えて、自州内で発行された債券の利子についても、州税等が非課税とされることもある。さらに、プエルトリコ（及びプエルトリコ政府の政治上の下部組織及び公社）が発行した債券の場合、基本的には、連邦、州、地方政府の所得税が免除となることから、「Triple Tax Exemption」（三税免除）との扱いになる<sup>11</sup>。

米国では、地方債を含む債券の利子所得は、他の所得と合算して総合課税されるため、所得税率が高い階層になるほど、免税措置による地方債購入のメリットが発揮される<sup>12</sup>。そのような中、プエルトリコ債のように、三税が免除になるケースはあまりないことから、個人投資家、特に高額所得者層にとって魅力的な投資に映っていた可能性がある<sup>13</sup>。さらに、金融危機以降、米国債券市場の金利が全般的に低下する中、米国地方債市場の約3割を占めているファンドにとっては、運用利回りを向上させるために比較的金利水準の高いプエルトリコ債をポートフォリオに組み入れているケースも多く、地方債ファンドの約7割がプエルトリコ債を保有していると報じられていた<sup>14</sup>（図表4左参照）。

しかし、2013年5月に米連邦準備制度理事会（FRB）のベン・バーナンキ議長（当時）が金融緩和政策縮小（テーパリング）の可能性を示唆した頃から、地方債を含めた債券のファンドから資金流出が見られていた<sup>15</sup>（図表4右参照）。そのような中、2013年7月のミシガン州デトロイト市の連邦破産法第9章の適用申請、同年同月のムーディーズによるシカゴ市の一般財源保証債の格付けの3ノッチ引き下げといったヘッドラインが続き、米国地方債市場のパフォーマンスが大きく悪化していった<sup>16</sup>（図表5参照）。

<sup>10</sup> 米国地方債の税制の詳細に関しては、江夏あかね『『財政の崖』回避をめぐる議論と米国地方債市場』『野村資本市場クォーターリー』第16巻第3号（2013年冬号）、2013年、117-132頁、を参照されたい。

<sup>11</sup> The Commonwealth of Puerto Rico, *To the Investor*.

<sup>12</sup> 免税債と課税債で同水準の利回りを享受しようとした場合、限界税率が高い所得者層のほうが高い利回りの課税債を保有する必要があるため、高額所得者層にとって免税措置による地方債購入のメリットがより発揮されることを意味する。

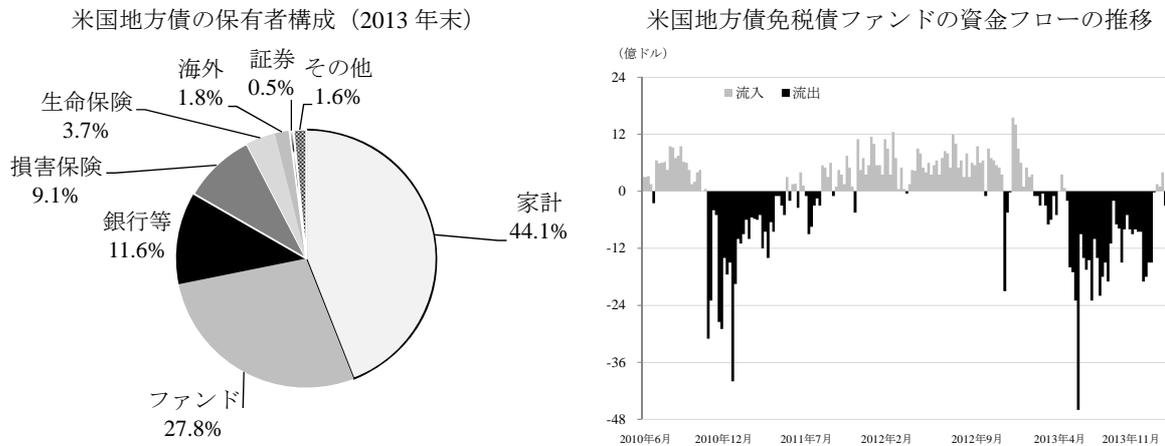
<sup>13</sup> 「Triple Tax Exemption」を享受できる地方債の発行地域は、プエルトリコのほか、グアム、北マリアナ諸島、アメリカ領バージン諸島がある。（Securities Industry and Financial Markets Association, *The Fundamentals of Municipal Bonds (sixth edition)*, John Wiley & Sons, Inc., 2011, p.148）

<sup>14</sup> Bloomberg, *Puerto Rico Has Credit Rating Cut One Step to Junk by S&P*, February 5 2014.

<sup>15</sup> 米国地方債ファンドの資金は、2012年にはネットベースで534億ドルが流入した一方、2013年には584億ドルが流出した。（Morningstar, *2013 Global Flows Report: The Tide Turns Toward Equities*, March 2014, p.8）

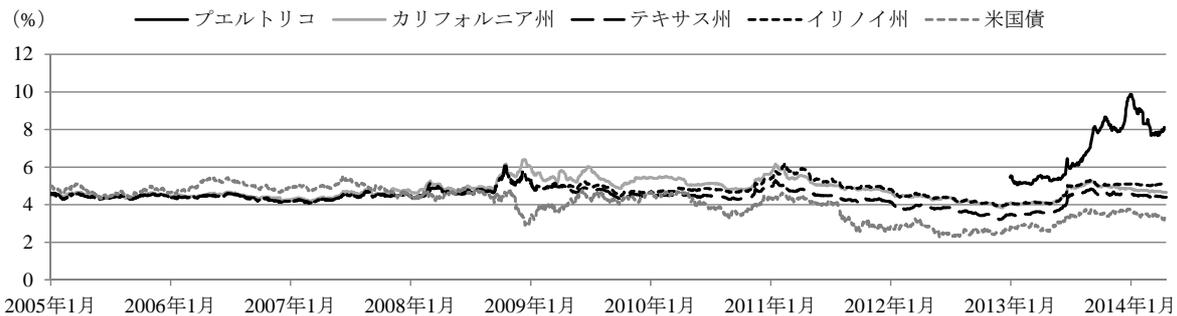
<sup>16</sup> Moody's, *Moody's downgrades Chicago to A3 from Aa3, affecting \$8.2billion of GO and sales tax debt; outlook*

図表4 米国地方債の保有者構成と米国地方債免税債ファンドの資金フローの推移



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings (Fourth Quarter 2013)*, March 6 2014、AMG Data Services、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current/z1.pdf>)

図表5 プエルトリコ債等の流通利回りの推移



(注) 20年の利回り(ミッド・プライス)のインデックス・データ。地方債は、一般財源保証債のデータ(プエルトリコ以外は、2013年末の発行残高が多い3州を選択)。プエルトリコは「BMSTPR20」(2012年12月以前のデータはなし)、カリフォルニア州は「165M20Y」、テキサス州は「169M20Y」、イリノイ州は「177M20Y」、米国債は「C08220Y」。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

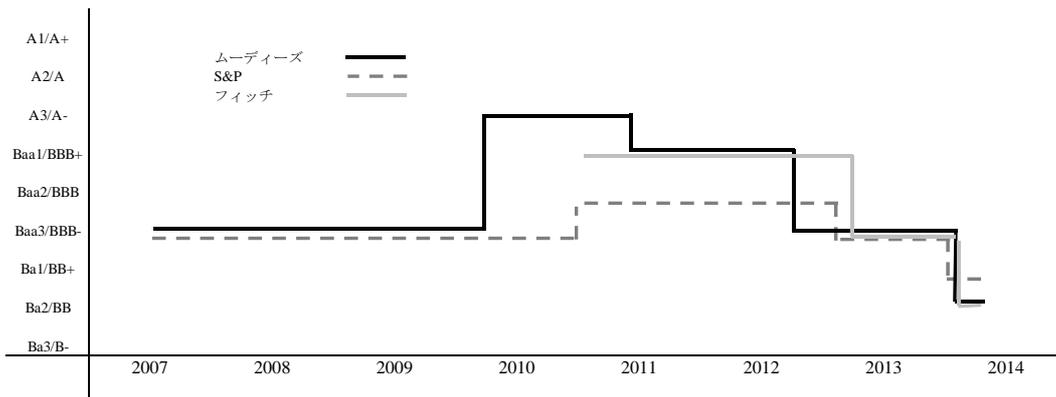
デトロイト市の財政破綻があった頃から、プエルトリコの財政悪化に米国地方債市場における注目が高まり、プエルトリコ債の金利も上昇圧力に晒されていった。さらに、プエルトリコを巡っては近年、格付けの引き下げが続いていたが、各格付会社が2014年2月に入って相次いで、プエルトリコの債務残高の多さや固定費用の増加等に起因した財政の硬直化、流動性の低下や資本市場へのアクセスが制約されていること等を背景に、プエルトリコの一般財源保証債の格付けを投機的等級に引き下げた<sup>17</sup>(図表6参照)。

*negative*, July 17 2013; United States of Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *City of Detroit Bankruptcy Filing*, July 18 2013.

<sup>17</sup> Moody's, *Moody's Downgrades Puerto Rico GO and Related Bonds to Ba2, Notched Bonds to Ba3 and COFINA bonds to Baa1, Baa2; Outlook Negative*, February 7 2014; S&P, *Puerto Rico GO Rating Lowered To 'BB+'; Remains*

地方債市場では、プエルトリコの格下げを受けて、資金調達環境のさらなる悪化を懸念する声も聞かれていた。しかし、2014年3月11日の起債は、投機的等級の発行体による調達規模としては米国地方債市場で最大級であったものの、魅力的な金利水準や免税債として発行されたこともあり、幅広い投資家層からの需要に下支えされ、順調に消化されたようだ<sup>18</sup>。

図表6 プエルトリコ（一般財源保証債）の格付けの推移



(注) 格付けは、2014年4月25日現在。

(出所) ブルームバーグ、ムーディーズ、S&P、フィッチ、より野村資本市場研究所作成

## 2. プエルトリコの地方債発行残高の大きさ

2013年7月に財政破綻したデトロイト市の場合、債務調整計画上の債務残高（約179.8億ドル）のうち、地方債残高は約63.8億ドル程度であった<sup>19</sup>。しかし、プエルトリコの場合、2013年末の地方債発行残高（長期債・短期債を含む）が約1,035.8億ドルと、デトロイト市の規模の約16倍に達している<sup>20</sup>（図表7左参照）。さらに、米国各州の地方債発行残高を見ると、プエルトリコは7番目に大きく、米国地方債市場で中核的な位置付けを有していることは言うまでもない。

米国地方債市場には、(1) 基本的に安全志向が強い家計が4割強を保有している上、家計の資金がファンドを通じて流入していることもあり、ネガティブ・ヘッドラインに対して、想定されるリスク以上に過敏に反応する傾向にあること<sup>21</sup>、(2) 金融保証保険会社（モノライン保険会社）による保証の仕組みがあること、といった特徴がある（図表4左参照）。

*On Watch Negative*, February 4 2014; Fitch, *Fitch Downgrades Puerto Rico and Related Debt Ratings to 'BB'*; *Outlook Negative*, February 11 2014.

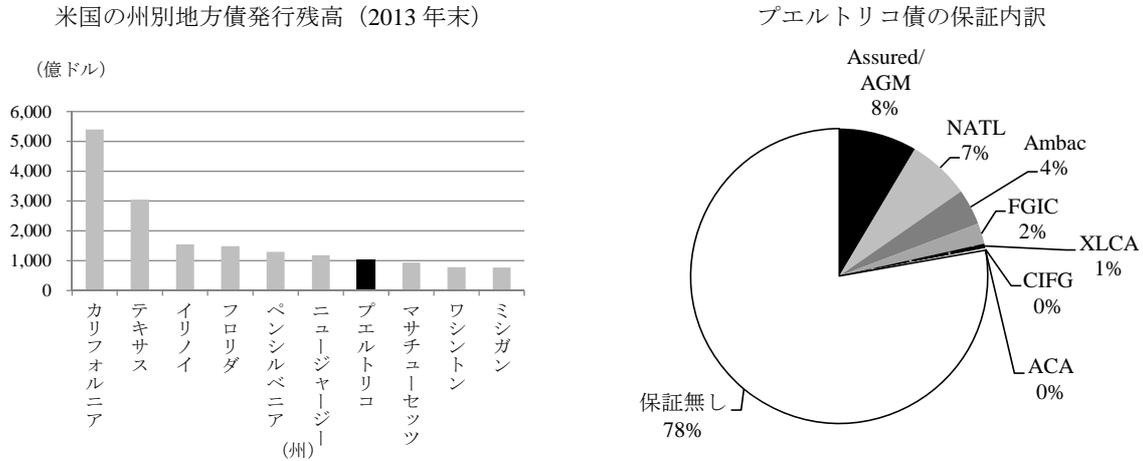
<sup>18</sup> Bloomberg, *Puerto Rico Increases Bond Offering by 17% to \$3.5 Billion (4)*, March 11 2014; Bond Buyer, *Market Close: Oversubscribed Puerto Rico Bonds Buy Island Time to Build*, March 11 2014; Reuters, *Update 4- Puerto Rico's 'Junk' Label No Hurdle in \$3.5bln Bond Sale*, March 11 2014.

<sup>19</sup> United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan Southern Division, *Disclosure Statement with Respect to Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, February 21 2014, p.28.

<sup>20</sup> Securities Industry and Financial Markets Association, *Municipal Bond Credit Report: Fourth Quarter 2013*, February 19 2014, p.13.

<sup>21</sup> Daniel Bergstresser and Randolph Cohen, "Why Fears about Municipal Credit are Overblown", *Working Paper 11-129*, Harvard Business School, June 2011, p.4.

図表 7 米国の州別地方債発行残高とプエルトリコ債の保証内訳



- (注) 1. 残高は、長期債・短期債を含む。州別地方債発行残高は、上位 10 州を表示 (プエルトリコは、州ではないが統計上含めている)。  
 2. 保証内訳は、ブルームバーグより、プエルトリコ債 (公社等を含む) のデータを抽出。2 社以上が保証している銘柄は保証を行っている会社の数で按分して換算。
- (出所) Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, Fourth Quarter and Full Year 2013*, February 19 2014, pp.13-15、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成  
<http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589947654>

前者については、プエルトリコの 2014 年 3 月 11 日の起債は大きな問題もなく市場に吸収されたようであるが、さらなる財政悪化を通じて、仮に債務不履行 (デフォルト) が視野に入る状況になった場合、家計を中心とした投資家がネガティブ・ヘッドラインに敏感に反応し、地方債市場全般に影響を及ぼす規模の資金流失が起きる可能性も否めない。

後者について、モノライン保険会社をめぐっては、昨今の金融危機において、証券化商品に対する保証に伴い財務状況が大きく悪化したことは記憶に新しい。プエルトリコ債を保証しているモノライン保険会社のうち、保証額の大きい 2 社 (Assured Guaranty Group 及び National Public Guarantee Corporation) は 2013 年末現在、各々約 5 億ドル前後のエクスポージャーがある (図表 7 右参照)。そして、プエルトリコ債の保証額はデトロイト市の規模の約 3 倍に上る<sup>22</sup>。ただし、デトロイト市の場合、連邦破産法第 9 章申請時の地方債発行残高の約 8 割がモノライン保険会社によって保証されていた一方、プエルトリコの場合、地方債発行残高の約 2 割程度のみが保証付となっている。さらに、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は 2014 年 1 月、上記の 2 社についてプエルトリコの信用力の低下が進めば適正資本を積み増す必要があるとみているものの、2012 年末の財務諸表に基づく 2 社ともに十分な資本上のクッションを有しているとの分析結果を発表している<sup>23</sup>。

モノライン保険会社の契約は通常、保証対象債券の元利金支払いを約定スケジュール通

<sup>22</sup> ブルームバーグにより、公社等を含んだデータを抽出。プエルトリコの保証額は約 156 億ドルに対し、デトロイトの保証額 (連邦破産法第 9 章適用申請時) は約 54 億ドル。

<sup>23</sup> S&P, *Bond Insurers' Capital Adequacy Is Sufficient To Handle Potential Credit Deterioration In Puerto Rico*, January 29 2014.

りに全額行うことを「無条件 (unconditional) 且つ取消不能 (irrevocable)」な条件で債券所有者に対して保証するものである。つまり、仮に保証した債券がデフォルトした場合も、元利金が一気に発生するわけではなく、当初保証債券が予定していたスケジュール通りの元利払いをモノライン保険会社が行えば良く、モノライン保険会社のキャッシュフローが短い期間に大きく悪化するようなケースはほとんどないと考えられる。デトロイト市が2013年7月に連邦破産法第9章適用を申請した際には、金融市場でモノライン業界の環境悪化が懸念されたものの、特に大きな混乱は観察されなかった。プエルトリコが今後、仮にデフォルトが視野に入るほど財政悪化が進んだ場合も、プエルトリコ債の債務構成が短期に極端に集中するなど大幅に変化しない限り、比較的落ち着いて市場に受け止められると予想される。

### 3. 連邦破産法第9章の適用対象外であるプエルトリコ

プエルトリコを巡っては、財政状況が今後、仮に大幅悪化し、危機的な状況に陥った場合、(1) 連邦政府がプエルトリコに対して何らかの財政支援を行い、破綻を回避する可能性はあるのか、(2) 仮に財政破綻をした場合、債務はどのように取り扱われるか、といった論点が注目される場所である。

#### 1) 連邦政府による特別の財政支援の可能性

日本の場合、地方公共団体が財政危機に陥った場合、地方公共団体の財政の健全化に関する法律（地方公共団体財政健全化法）の下、財政再生団体として、国（中央政府）等の関与により確実な財政再建が促されるほか、国等が財政面の適切な配慮を行うこととされている<sup>24</sup>。一方、米国の場合、連邦制国家であるため、州が傘下の地方政府に対して、財政破綻を回避すべく、財政面や技術面で関与・支援を行う仕組みが州によっては整備されているが、日本の地方公共団体財政健全化法に基づく財政健全化制度で見られるような中央政府（連邦政府）による配慮の仕組みは基本的にはない。ただし、過去には例外的にニューヨーク市やデトロイト市といった中央政府による配慮事例が存在している<sup>25</sup>。

<sup>24</sup> 「再生振替特例債の資金に対する配慮等、財政再生計画の円滑な実施について国及び他の地方公共団体は適切な配慮を行う」とされている。なお、夕張市の財政再生計画の国・北海道等の対応においては、(1) 地方交付税総額を増額確保するとともに、夕張市を含む条件不利地域や小規模の市町村において、必要な行政サービスを実施できるよう、段階補正及び人口急減補正の見直しを行うことにより、結果として財政状況が改善、(2) 再生振替特例債の利子の一部を国・北海道が負担、(3) 地方債資金については、公的資金（財政融資資金、地方金融機構資金）の配分について配慮（再生振替特例債には財政融資資金を全額配分。地方金融機構資金もその他の事業債等に配分し、夕張市の再生を支援）、(4) その他、道の支援として、市町村振興基金貸付金の借換制度の創設、職員派遣、一部市道の除雪の実施など、といった措置が挙げられている。（総務省「夕張市財政再生計画の概要」2010年3月9日、2頁）

<sup>25</sup> 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する法案を1978年に可決した。2013年7月に連邦破産法第9章を適用申請したデトロイト市をめぐっては、2013年9月にオバマ政権がデトロイト市を訪問した際に、大部分が連邦政府からの交付金プログラムの一環と

仮に、地方公共団体が財政危機に陥った場合、連邦政府が何らかの特別支援を行うか否かは、米国を含めた諸外国の過去の事例に基づくと、当該国（ソブリン）にとって、その地方公共団体が政治的・経済的・地政学的にどの程度重要な位置付けかといった点が影響する傾向にあるようだ。プエルトリコを巡っては、米国連邦議会議員の選出を行わないものの、米国にとって大切な存在であるとも考えられる。例えば、米国大統領のタスクフォースは、2000年から定期的にプエルトリコの位置付けについて検証している。タスクフォースによる最新のレポートでは、経済面で20の分野（連邦交付金の管理を含めた政府部門の機能向上、教育への投資、雇用市場への参加を促進するインセンティブ等）、産業競争力の向上で9の分野（再生可能エネルギーやエネルギー効率化戦略、統合バイオ製油所プロジェクト等）をはじめとした政策提案が行われているが、基本的には連邦政府による関与の下、進めるべき旨が記されている<sup>26</sup>。

さらに、連邦政府は厳しい財政状況を抱え、プエルトリコに対する税制面での優遇策を近年、縮小してきたものの、一定の要件を満たしたプエルトリコの住民は連邦所得税が免除になる一方、米国の社会保障制度を享受できることをはじめとした、50州にはない財政面での優遇措置が未だに数多く存在している。このような連邦政府のプエルトリコに対する関与・支援のスタンスに鑑みると、米国ソブリンの財政状況や政治の行方にもよるが、プエルトリコが財政危機に陥らないように連邦政府が関与・支援する可能性や、仮に財政危機に陥った場合に何らかの財政支援を行う可能性は、ゼロでないと思われる。

## 2) 仮に財政破綻した場合の債務の取扱い

米国の地方財政制度には、破綻法制として連邦破産法第9章が存在し、地方債のデフォルト事例もある。連邦破産法第9章は、地方公共団体が財政危機に陥った場合、一定の条件を満たせば、適用の申請をすることができるという仕組みである。しかしながら、連邦破産法を適用できるのは、一定の要件を満たした地方政府（municipality、政治的下部組織〔political subdivision〕または州の公的機関〔public agency〕・出先機関〔instrumentality〕）に限られており、州は対象とはなっていない<sup>27</sup>。さらに、プエルトリコは、コモンウェルスという特別な位置付けとなっているが、基本的には州に準ずる扱いとなり、連邦破産法の適用対象外とされている<sup>28</sup>。

このような状況を踏まえると、プエルトリコの実例を見る場合、米国の州や、諸外国ソブリンのデフォルト事例を参照する必要があると言える。まず、米国の場合、19世紀前半

---

して、合計約3.2億ドルの支援（空家解体・都市再生等に約1.5億ドル、公共安全の確立・犯罪減少等に約0.3億ドル、交通システムの改善等に約1.4億ドル）を行うことを明らかにした。（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、CBS Detroit, *White House Details Obama's \$300M Plan to Help Detroit*, September 27 2013、Bloomberg, *Obama Commits \$320 Million to Aid Bankrupt Detroit*, September 27 2013）

<sup>26</sup> President Task Force on Puerto Rico, *Report by the President's Task Force on Puerto Rico's Status*, March 2011.

<sup>27</sup> United States Courts, *Municipality Bankruptcy*.

<sup>28</sup> Government Development Bank for Puerto Rico, *Preliminary Official Statement: \$3,000,000,000 Commonwealth of Puerto Rico: General Obligation Bonds of 2014, Series A*, March 6 2014, p.9.

に地方債の発行が始まったとされているが<sup>29</sup>、恐慌等を背景にして、1840～1930年代にかけて複数の州のデフォルト事例がある（図表8参照）。

図表8 米国の州のデフォルト事例

州	デフォルト	回復	詳細
アラバマ	1870年		
アーカンソー	1841年1月	1869年7月	債券の一部は履行拒否（1884年）
アーカンソー	1933年3月1日	1941年	
フロリダ	1841年1月	1842年2月	領土、債務の履行拒否
フロリダ	1870年		
ジョージア	1870年		
イリノイ	1842年1月	1846年7月	
インディアナ	1841年7月	1847年7月	
ルイジアナ	1843年2月	1844年	債券の一部は履行拒否
ルイジアナ	1933年3月1日	1933年5月20日	Hibernia Bankの破綻に伴う
メリーランド	1842年1月	1848年1月	
ミシガン	1841年7月	1849年7月	債券の一部は元本の3割で償還
ミネソタ	1860年		
ミシシッピ	1841年3月	1852年11月	殆ど履行拒否
ミズーリ	1870年		
ノース・カロライナ	1870年		
ペンシルベニア	1842年8月	1845年2月	
サウス・カロライナ	1870年		
サウス・カロライナ	1932年7月15日		元利償還金の毀損なし。償還は現金ではなく、新証券と交換された
テネシー	1870年		
テキサス	1930年		元利償還金は指定された州の管理勘定に送金されなかった。個人投資家は影響を受けなかったようだ。
バージニア	1870年		
ウェスト・バージニア	1870年		

(出所) William B. English, "Understanding the Cost of Sovereign Default: American State Debts in the 1840's, *American Economic Review* Vol.86, No.1, March 1996, pp.259-275; Marc Joffe, "The Safety of State Bonds: A Historical Perspective", *PublicSectorCredit.Org*, May 14 2012.

1930年代以降、州のデフォルト事例は存在せず、当時と現在の資本市場は大幅に変化している。とはいえ、過去の州のデフォルトの傾向を見ると、デフォルトから状況から回復されるまでの期間は短いもので2ヵ月程度で長いものでは約28年を要している。一方、債務の取扱いを巡っては、履行拒否（Repudiation）されたものから、全額償還されたものまで、様々なパターンがある。

一方、諸外国ソブリンの事例を見ると、立法権を有しているほか、課税権、通貨発行権（多くの国の場合）といった企業にはない多数の権限を有しているといった特徴を背景に、デフォルトの発生頻度は相対的に低い。とはいえ、19世紀からのみでも、大恐慌、戦争、

<sup>29</sup> 米国において、都市の借入れは17世紀にまでさかのぼるが、地方債が入念に記録されるようになったのは1843年になってからとされている。米国における州及び地方公共団体の起債は、1820年代に遡るとの説もある。（地方債協会『米国地方債の基礎 全米公共債協会（P.S.A）編』1992年、53頁、自治体国際化協会「アメリカの地方債」CLAIR REPORT NUMBER 014、1990年6月28日、2頁）

金融危機等を背景にデフォルト事例が複数発生している<sup>30</sup>。ソブリンのデフォルト時には、2012年3月にデフォルトしたギリシャのケースのように、既発の国債と、条件を変更（元利減免、償還年限の長期化等）した新証券を交換するパターンが近年は多い傾向にある。

そして、ムーディーズの統計<sup>31</sup>に基づく、デフォルト時もしくは救済目的の債務交換時の取引価格に基づいて算出した発行体ベースのデフォルトを起こしたソブリン債の回収率は、全体の平均（1983～2012年の発行体ベース加重平均、平均売買価格）では49%となっているが、サンプル数も少なく、1998年のロシアや2000年のコートジボアールの18%から2005年のドミニカ共和国の95%まで回収率に大きなばらつきがある状況となっている（図表9参照）。他方、ソブリンの債務再編に関しては、債務再編完了までに要する平均期間は約10ヵ月で、再編が完了するまでに時間が短いほうが回収率が高くなる傾向が観察されている<sup>32</sup>。

図表9 ムーディーズ：デフォルトを起こしたソブリン債発行体の回収率（1983～2012年）

デフォルト年	国	平均売買価格 <sup>(注2)</sup> (額面に対する%)	新証券のキャッシュフローの 現在価値の比率 <sup>(注3)</sup> (%)
1998	ロシア	18	50
1999	パキスタン	52	65
1999	エクアドル	44	60
2000	ウクライナ	69	60
2000	コートジボアール <sup>(注1)</sup>	18	NA
2001	アルゼンチン	27	30
2002	モルドバ	60	95
2003	ウルグアイ	66	85
2004	グレナダ <sup>(注1)</sup>	65	NA
2005	ドミニカ共和国	95	95
2006	ベリーズ	76	NA
2008	ニカラグア	NA	50
2008	セーシェル <sup>(注1)</sup>	30	NA
2008	エクアドル	28	NA
2010	ジャマイカ	90	80
2012	ギリシャ	24	29
2012	ギリシャ	37	40
2012	ベリーズ	40	65
発行体ベースの回収率		49	62
金額ベースの回収率		26	32

- (注) 1. デフォルト時にムーディーズは格付けを付与していなかった。1999年のトルコ、2003年のドミニカ、2004年のカメルーンについては価格情報は入手不能であった。  
 2. デフォルト後30日の価格、もしくは債務交換前の価格。  
 3. 当初に約束されていたキャッシュフローの現在価値に対する、債務交換の結果得られるキャッシュフローの現在価値の比率。割引率にはデフォルト直前の最終利回りを用いている。(Bank of England, "Resolving Sovereign Debt Crises: The market-based Approach and the Role of the IMF", *Financial Stability Review*, June 2005)。

(出所) Moody's, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2012*, June 12 2013, p.15.

<sup>30</sup> Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis, *NBER Working Paper 13882*, National Bureau of Economic Research, March 2008.

<sup>31</sup> Moody's, *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2012*, June 12 2013.

<sup>32</sup> 1997年からの事例が対象 (Moody's, *Sovereign Defaults Series: The Aftermath of Sovereign Defaults*, October 2013, p.31 and p.38)

なお、米国地方債の平均回収率（1970～2012年）を見ると、62%とソブリンの平均回収率よりも高い結果となっている<sup>33</sup>。ソブリンよりも地方公共団体の平均回収率が高くなっているのは、地方公共団体に課されている財政規律が財政の裁量性を制約していることに伴い、地方公共団体は一般的にソブリンより収支ギャップが小さい傾向になること等の財政上の特徴が影響しているとみられる。他方、世界のシニア無担保債（1987～2013年、発行体ベース）の平均回収率は37.2%と、ソブリンの平均回収率を下回る水準であった<sup>34</sup>。ちなみに、日本の再生型の倒産法における弁済率の平均は、会社更生法が11.5%（2004年1月～2011年10月、一般更生債権）、民事再生法が12.4%（2008年、一般再生債権）となっている<sup>35</sup>。

### Ⅲ. 今後の焦点

プエルトリコは、2014年3月11日の起債を経て当面の流動性が確保されたものの、今後についても厳しい経済環境の中で硬化化した財政を健全化しなければならない状況には変わりはない。

プエルトリコの場合、地方債発行残高が大きい上、「Triple Tax Exemption」といった特殊な税制の恩恵も受けて、地方債ファンドの約7割が保有していることもあり、米国地方債市場で大きな注目が集まった。一方、プエルトリコは、コモンウェルスという特殊な位置付けであり、仮に財政破綻した際に連邦破産法第9章の適用対象外となるため、地方債等の債務がどのように取り扱われるかは未知数であるが、米国の州や諸外国のソブリンのデフォルト事例が参考になる可能性がある。

2013年の米国地方債市場では、デトロイト市の財政破綻等のネガティブ・ヘッドラインに伴い、厳しい財政状況をここ数年に渡って抱えていたプエルトリコにスポットライトが当たるようになり、市場全体のパフォーマンス悪化を喚起したという意味で、伝染リスク（Contagion Risk）が顕在化したとも考えられる。日本の地方債市場においても、2006年上半期に、再生型破綻法制の導入が検討されている中で、夕張市が財政再建団体指定申請を正式表明し、地方債のクレジットに対する懸念が高まり、財政状況が厳しい団体の銘柄を中心に、地方債市場のクレジット・スプレッドが全般的に大きく拡大したという事例を経験している。日本の地方債市場においては、地方財政・地方債制度が異なるため、米国地方債市場と同様のケースに直面することは想定しがたい。しかしながら、地方債の投資に当たっては、個別の地方公共団体のクレジット・ファンダメンタルズや地方財政全体の状況を注意深く分析し、ヘッドライン・リスクの芽が何処にあり、仮にそれが顕在化した場合に市場全体にどの程度影響を及ぼす可能性があるのかを踏まえた上で銘柄選択を行うことが、投資パフォーマンス向上に必要と考えられる。

<sup>33</sup> Moody's, *U.S. Municipal Bond Defaults and Recoveries 1970-2012*, May 7 2013, pp.24-26.

<sup>34</sup> Moody's, *Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2013*, February 28 2014, p.7.

<sup>35</sup> 帝国データバンク「特別企画：会社更生法の弁済率調査」2011年10月24日、2頁、帝国データバンク「特別企画：民事再生法施行9年間の申請動向、08年の弁済率動向調査」2009年4月8日、4頁。