

## 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

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では、連邦政府が設立した財政監視・管理委員会（監視委員会）が2017年5月3日、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、債務再編手続きを行う旨をプエルトリコ地区連邦地方裁判所に申請した。
2. プエルトリコをめぐるのは、デフォルトが続く中で連邦政府の関与が始まり、ようやく財政再建が進むとの期待が関係者の間であったようだが、プエルトリコが極めて深刻な財政状況に陥っていることから、結果として裁判所の関与による債務再編が選択されることとなった。その意味では、改めてプエルトリコの置かれた状況の厳しさを再認識する出来事であったと言える。
3. 一方で、連邦破産法第9章に基づく申請ではないものの、裁判所が関与することを通じて、秩序だったプロセスで債務再編が進められる可能性があるといった意味では、プエルトリコの先行きに関する不透明感がある程度軽減されることも期待できる。
4. 今後の注目材料としては、裁判所が監視委員会による申請を却下することができない120日間に、プエルトリコ政府が実効性のある債務再編計画をどの程度取りまとめることができるかであろう。ただし、プエルトリコの場合、地方債残高の大きさや上位政府による関与・支援の状況に鑑みると、例えば2013年7月に財政破綻したミシガン州デトロイト市のように迅速なスピードで債務再編プロセスが進まない可能性が想定される。
5. 金融市場では、米国地方債市場の歴史上最大規模の債務再編手続きを進めるプエルトリコへの注目は続くとみられる。ただし、連邦制国家である米国では、各州によって地方財政・地方債制度が異なる上、プエルトリコは経済・財政・法制面で特殊事情を抱えているため、今回の申請に伴う米国地方債セクター全体への波及の可能性は限定的と予想される。

## I. 全米最大規模の地方公共団体の債務再編に向けた申請

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では、連邦政府が設立した財政監視・管理委員会（監視委員会）が 2017 年 5 月 3 日、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、債務再編手続きを行う旨をプエルトリコ地区連邦地方裁判所に申請した<sup>1</sup>。2017 年 5 月 5 日には、プエルトリコ売上税金融公社（COFINA）についても同法第 3 章に基づく申請が行われている<sup>2</sup>。

今回のプエルトリコに関する申請は、米国の地方公共団体を対象とした破産法制である連邦破産法第 9 章に基づくものではない。しかし、債務残高（約 1,220 億ドル<sup>3</sup>）を抱えるプエルトリコのケースは、地方公共団体が裁判所の下で行う債務再編手続きとしては、2013 年 7 月に財政破綻したミシガン州デトロイト市（債務調整計画上の債務残高：約 180 億ドル）の 7 倍近くに上り、全米最大の事例になる見込みとなった。

## II. 裁判所への申請に至る経緯

### 1. 経済・財政・法制面の問題を抱えて目指した自力での財政再建

プエルトリコでは、(1) 1996 年からの連邦法人税の優遇措置の段階的縮小・廃止に伴う多くの多国籍企業の撤退、(2) 全米に比して高い水準のエネルギーコストや輸送コストによる産業競争力の弱体化、(3) 住宅価格の下落等を背景とした金融機関の体力低下と信用収縮、(4) 雇用環境の悪化や人口流出、を背景に、2000 年代半ばから経済状況が悪化していった。財政面でも、税収低迷や社会保障関係費の増大のみならず、プエルトリコ債が連邦、州、地方政府の所得税が免除となる「Triple Tax Exemption」（三税免除）の扱いを受けていることや均衡予算や債務上限基準といった財政規律に関連する制度が 20 世紀後半から緩められていったこともあり、財政構造の硬直化及び債務残高の増大を招くことになった<sup>4</sup>。さらに、法制面でも、プエルトリコ政府及び傘下の地方政府等が連邦破産法第 9 章の

<sup>1</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>2</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 Puerto Rico Sales Tax Financing Corporation (“COFINA”) Pursuant to Title III of PROMESA Against All Parties*, May 5 2017.

<sup>3</sup> 公的債務残高（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>4</sup> 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。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、1917 年に制定されたジョーンズ・シャフロズ法に基づき、基本的には、連邦、州、地方政府の所得税が免除となること

適用対象外といった特殊事情も抱えている<sup>5</sup>。

このように、プエルトリコ政府は、経済、財政、法制面での問題を抱えつつも、主要格付会社からの格付けが2014年2月前半に投機的等級に引き下げられた頃から、自力での財政再建を目指していた。しかしながら、経済・財政悪化の中で流動性も逼迫した結果、公的債務が2015年8月1日から次々と債務不履行（デフォルト）となった。なお、アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事（当時）は2016年6月30日、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行っている。

## 2. 暗礁に乗り上げた連邦政府の関与下での経済・財政再建プロセス

プエルトリコの財政が危機的状況に陥る中、連邦政府・議会等でもプエルトリコに対する関与の必要性が議論されるようになり、2016年6月30日に連邦法として「プエルトリコ監視・管理・経済安定化法」が制定された。プエルトリコ政府は、同法に基づき、連邦政府が2016年6月30日に設置した監視委員会の関与の下で、経済・財政再建を目指すこととなった。プエルトリコ政府が住民に対する行政サービスを続けながら、経済財政再建計画の策定に専念することを可能とすべく、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法に基づき債権者からの訴訟が2017年5月1日まで停止されたほか、プエルトリコ政府が2017年1月に制定した「プエルトリコ緊急財政及び財政責任法」により、モラトリアム期間が2017年5月1日に延長された。

プエルトリコでは、債権者からの訴訟及び債務履行が停止している間に、リカルド・ロッセロ・ネバレス知事が2017年1月2日に就任した。そして、プエルトリコ政府が策定した財政計画は、監視委員会により2017年3月13日に承認された<sup>6</sup>。財政計画では、想定回収率の目安となる債務履行予定額に対する債務履行充当可能資金見込額の割合が2018～2026会計年度平均で約26.2%となることなどが明らかにされた。

---

から、「Triple Tax Exemption」（三税免除）との扱いになる。プエルトリコ債のように、米国地方債のうち、プエルトリコ以外で三税免除に該当するのは、グアム、北マリアナ諸島、アメリカ領バージン諸島のみであり、個人投資家を始めとして多くの投資家にとって魅力的な投資対象となっていた。そのため、プエルトリコにとっては、地方債を発行しやすい環境だったとも考えられる。また、1952年に制定された新憲法の規定により、歳入外項目である連邦政府からの財政移転、債券発行による調達資金を財源に含めることとなり、均衡予算の定義が弛緩され、経常赤字の発生を誘発することになった。一方、プエルトリコでは、債務上限は当初、課税資産価値の一定割合とされていたが、1961年に公債費の上限が税率の一定割合と変更され、債務増加を招く要因になった。（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.10）

<sup>5</sup> 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、91-105頁）

<sup>6</sup> Government of Puerto Rico, *Fiscal Plan for Puerto Rico*, March 13 2017; Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, *Oversight Board Certifies Fiscal Plan for Puerto Rico*, March 13 2017.

その後、プエルトリコ政府及び監視委員会は2017年4月13日、債務再編に関して債権者と共通点及び同意的解決を目指すべく、調停を開始した。調停は、公的債務全体の約55%を占める一般財源保証債（GO）及びプエルトリコ売上税金融公社のレベニュー債の債権者が対象とされた。プエルトリコ政府は2017年4月24日付で債務再編案を提示した<sup>7</sup>。基本的には、(1) シニア債（原則として免税債）、(2) キャッシュフロー債（財政計画の内容を上回る財政パフォーマンスとなった時のみ元利払いを実施。課税債として取り扱われる可能性あり）といった2つの債券に交換される案が示された。想定回収率については、一般財源保証債（債権額：約188億ドル）が合計77%（シニア債が52%、キャッシュフロー債が25%）、プエルトリコ売上税金融公社の債券が58%（シニア債が39%、キャッシュフロー債が19%）という形とされた。

さらに、プエルトリコ政府は2017年5月1日、一般財源保証債について反対提案を行い、想定回収率を90%（シニア債が70%、キャッシュフロー債が20%）と示した<sup>8</sup>。しかし、一般財源保証債及びプエルトリコ売上税金融公社のレベニュー債の債権者ともに、プエルトリコ政府による提案に同意しなかった。これは、(1) プエルトリコ憲法第6条第8節において、プエルトリコ政府が歳出に対して必要な財源を確保できない場合、一般財源保証債の元利払いが最優先となる旨が記されていること、(2) プエルトリコ売上税金融公社のレベニュー債の償還原資は、売上・使用税の一定割合と特定されていること、等により、プエルトリコ政府が示した想定回収率に債権者が満足できなかったことが背景にあるとみられた<sup>9</sup>。

プエルトリコ政府は、債権者の同意を得られぬまま、2017年5月1日の一部の公的債務に関するモラトリアム期間及び債権者からの訴訟の停止期間の終了を迎え、2017年5月2日以降、債権者からの提訴が次々に行われる事態に陥った。これを受けて、監視委員会は2017年5月3日及び2017年5月5日にプエルトリコ監視・管理・経済安定化法第3章に基づく申請を裁判所に対して行ったのである。

なお、米国において連邦政府の関与の下で地方公共団体が財政再建を行ったケースとしては、1990年代半ばに財政危機に陥ったワシントンDC（コロンビア特別区）が挙げられる。ワシントンDCの場合は、格付けが一時的に投機的等級に引き下げられたものの、デフォルトは起こしておらず、連邦政府が1995年に設置した財政管理委員会の下で財政再建を進めた結果、2000年には全ての格付けが投資適格級に復帰し、同委員会も2001年9月末に解散している。しかし、プエルトリコの場合、複数の公的債務がデフォルトしていたほか、モラトリアム宣言も行われるなど、財政悪化の深刻さがワシントンDCと比べても際立つ状況で監視委員会による関与が始まったため、解決策の模索がより困難であったとみられる。そのため、監視委員会は、裁判所の下での債務再編手続きの申請を選択せざるを得なかったと解釈される。

<sup>7</sup> Government of Puerto Rico, *GO/COFINA Project Estado*, April 24 2017.

<sup>8</sup> Government of Puerto Rico, *GO Counterproposal Project Estado*, May 1 2017.

<sup>9</sup> “Puerto Rico Message: An Easy Bet Might Lose,” *New York Times*, May 5 2017.

### Ⅲ. プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第3章のスキーム<sup>10</sup>

プエルトリコ監視・管理・経済安定化法では、連邦政府がプエルトリコに財政面で関与する仕組みに加え、プエルトリコ政府及び傘下の出先機関等の債務再編プロセスが制定されている。同法第3章では、債務再編をめぐる、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、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となっている。なお、同法第6章にも債務再編に関する規定が示されているが、金融債務のみを対象としていることなどを背景に、同法第3章が選択されたとみられる。

プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第3章に基づくと、申請が可能なの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、監視委員会となる<sup>11</sup>。そして、債務者であるプエルトリコ政府及びプエルトリコ売上税金融公社については、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ることとなる<sup>12</sup>。また、申請が行われると、自動的停止 (Automatic Stay) が適用され、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ることになる<sup>13</sup>。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るが、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<sup>14</sup>。なお、裁判所は、監視委員会による申請に関して公告を行い、反対意見がある場合は聴収した上で、申請から120日を経ているれば、裁判所の判断により申請を却下することが可能である<sup>15</sup>。

プエルトリコ政府は、債権者との交渉を進めながら、債務再編計画を策定し、監視委員会が承認した上で、裁判所に提出される<sup>16</sup>。連邦破産法第9章のように、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、債務再編計画に示された内容を実行に移すことが可能になる<sup>17</sup>。

なお、プエルトリコ監視・管理・経済安定化法では、基本的に管轄する裁判所をプエルトリコの裁判所としているほか、連邦最高裁判所長官が裁判長を任命することが可能としている<sup>18</sup>。ジョン・ロバーツ連邦最高裁判所長官は2017年5月5日、ニューヨーク南部地

<sup>10</sup> 本章の参考文献は以下のとおり。Congressional Research Service, *The Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act (PROMESA; H.R.5278, S.2328)*, July 1 2016; “Why Puerto Rico Will Likely Rely on PROMESA Title III,” *Law360*, March 1 2017; 坂田和光「米国の自治体破綻と州の関与—連邦破産法第9章をめぐる一」『レファレンス』第57巻第1号、国立国会図書館調査及び立法考査局、2007年1月、76-98頁、稲生信男「自治体の再建・再生制度に関する研究—米国地方政府におけるスキームを例に—」『国際地域学研究』第7号、東洋大学国際地域学部、2004年3月、11-23頁。

<sup>11</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第302条及び第304条。

<sup>12</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第303条。

<sup>13</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第301条、連邦破産法第362条。

<sup>14</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第301条、連邦破産法第928条(a)。

<sup>15</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第304条。

<sup>16</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第312条。

<sup>17</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。

<sup>18</sup> プエルトリコ監視・管理・経済安定化法第307条及び第308条。

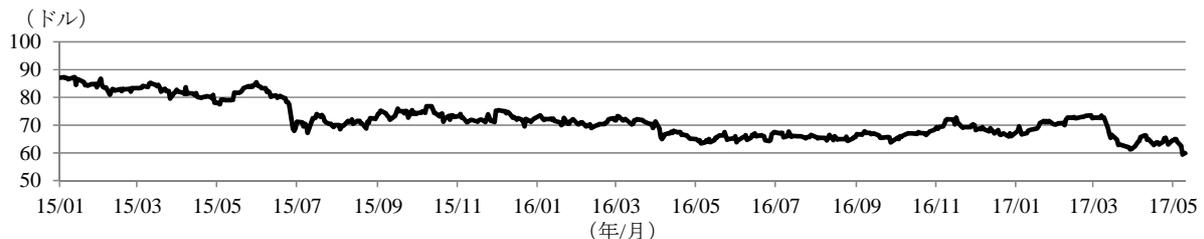
区の判事ローラ・テイラー・スウェイン氏を裁判長に任命した<sup>19</sup>。申請に関する最初の審理は、プエルトリコ地区連邦地方裁判所にて2017年5月17日に実施される予定となっている<sup>20</sup>。

#### IV. 今後の見通し

プエルトリコをめぐるのは、デフォルトが続く中で連邦政府の関与が始まり、ようやく財政再建が進むとの期待が関係者の間であったようだが、プエルトリコが極めて深刻な財政状況に陥っていることから、結果として裁判所の関与による債務再編が選択されることとなった。その意味では、改めてプエルトリコの置かれた状況の厳しさを再認識する出来事であったと言える。一方で、連邦破産法第9章に基づく申請ではないものの、裁判所が関与することを通じて、秩序だったプロセスで債務再編が進められる可能性があるといった意味では、プエルトリコの先行きに関する不透明感がある程度軽減されることも期待できる。各格付会社は、今回の裁判所への申請を受けて、プエルトリコのクレジットに関するコメントを公表しているが、特に格付変更は行っていない<sup>21</sup>。

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、2035年償還）をめぐるのは、監視委員会により財政計画が承認された2017年3月半ば頃までは額面100ドルに対して70ドル前後で推移していたが、その後債権者との交渉の難航及び今回の裁判所への申請のヘッドライン等に反応して価格が下落し、60ドル近辺で推移している（図表1参照）。

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

<sup>19</sup> Chief Justice of the United States John Roberts, *Designation of Presiding District Judge under Title 48§2168 of the United States Code*, May 5 2017.

<sup>20</sup> United States District Court for the District of Puerto Rico, *Notice of Hearing on First Day Motions*, May 9 2017.

<sup>21</sup> Moody's, *Federal Oversight Board Starts Judicial Process to Restructure General Obligation Debt*, May 4 2017; S&P, *Puerto Rico PROMESA Title III Filing Unlikely To Have An Impact On Commonwealth Ratings*, May 3 2017; Fitch, *Puerto Rico's Ratings Unchanged by Title III Bankruptcy Filing*, May 5 2017.

一方、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〕<sup>22)</sup>については、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドや株価は2017年4月下旬頃から弱含む傾向が見られたが、2017年5月上旬に発表された2017年第1四半期決算に基づく業績が前年同期に比して改善傾向にあったこと等を背景に、一時的な影響に留まっているようである<sup>23)</sup>。

プエルトリコをめぐる今後の注目材料としては、裁判所が監視委員会による申請を却下することができない120日間に、プエルトリコ政府が実効性のある債務再編計画をどの程度取りまとめることができるかであろう。例えば、デトロイト市の場合、(1)連邦破産法第9章を適用申請（2013年7月18日）、(2)連邦破産裁判所が適用を決定（2013年12月3日）、(3)デトロイト市が最初の債務調整計画案を裁判所に提出（2014年2月21日）、(4)デトロイト市が債権者との交渉を続ける中で計画案を8回修正し、裁判所が第8修正案を承認（2014年11月7日）、(5)ミシガン州知事がデトロイト市の破産手続き完了を発表（2014年12月10日）、と迅速に進んだとはいえ、全てのプロセスに約1年5ヵ月を要した。一方、プエルトリコの場合、地方債残高の大きさや上位政府による関与・支援の状況に鑑みると、デトロイト市のように迅速なスピードで債務再編プロセスが進まない可能性が想定される。

すなわち、プエルトリコの場合、地方債残高（2017年3月末：約1,006億ドル〔長期債・短期債を含む〕）がデトロイト市（債務調整計画上：約68.2億ドル）の約15倍にも上る上、三税免除の存在もあり、ヘッジファンドやプエルトリコの投資家を含めて幅広い投資家層を抱えている。さらに、プエルトリコの場合、地方債残高の約8割がモノライン保険会社による保証付だったデトロイト市と異なり、保証が付与されている地方債は全体の約2割に留まっているため、債務再編の影響を直接受ける投資家の数がより多くなると解釈される。

加えて、デトロイト市の場合、上位政府であるミシガン州による関与・支援を受けて財政再建を進めた<sup>24)</sup>。一方、プエルトリコの場合、上位政府である連邦政府の設置した監視委員会の関与の下で財政再建を進めているが、財政支援については、米国地方財政の過去の経緯や最近のドナルド・トランプ大統領の発言等を踏まえても、プエルトリコの財政危

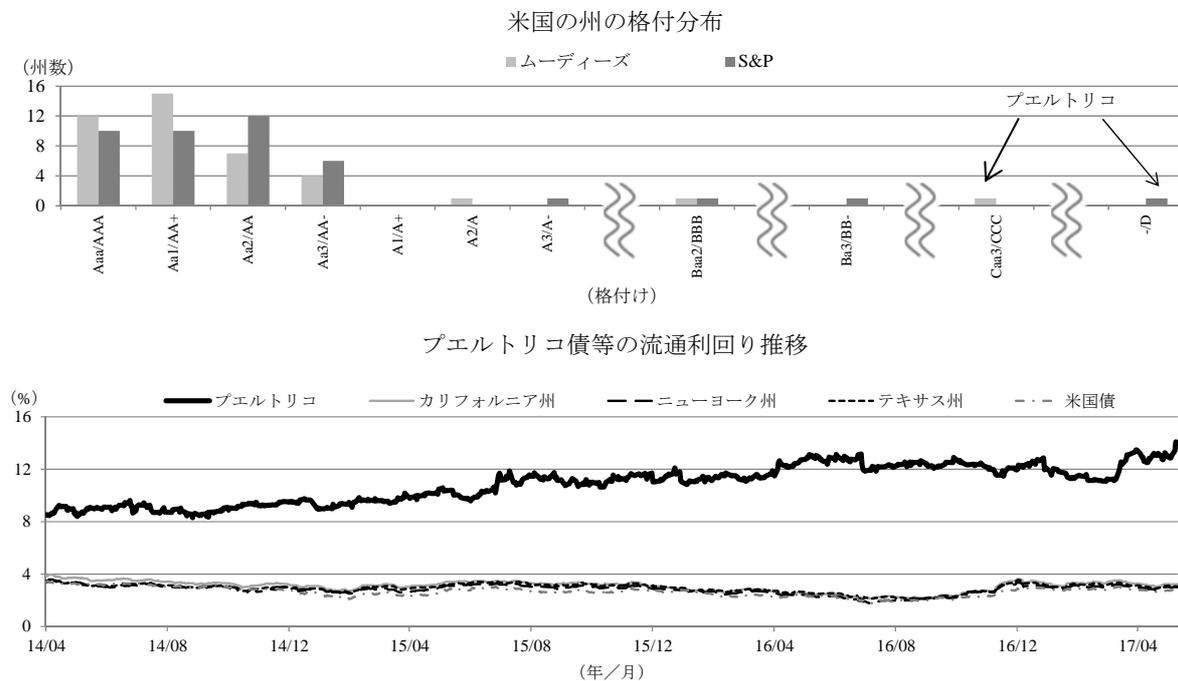
<sup>22)</sup> プエルトリコ関連の保証額は、アシュアドが約54億ドル（うち、一般財源保証債が17.5億ドル）で、ナショナルが約36億ドル（うち、一般財源保証債が8.81億ドル）（Assured Guaranty Corp, Assured Guaranty Municipal Corp, and National Public Finance Guarantee Corporation, *Adversary Complaint*, May 3 2017, p.2.）

<sup>23)</sup> なお、2社ともに2017年第1四半期決算にてプエルトリコ関連の想定損失額を積み増しているが、数値は開示していない。（Assured Guaranty, *Assured Guaranty Ltd. Reports Results for First Quarter 2017*, May 4 2017; MBIA, *MBIA Inc. Reports First Quarter 2017 Financial Results*, May 10 2017）

<sup>24)</sup> ミシガン州によるデトロイト市に対する関与としては、(1)州独自の財政再建制度の存在、(2)破産申請時における州知事の承認、(3)破産申請後における年金等に対する財政支援、(4)事後的な監視制度としての財政監視委員会の設置（最低13年間）、が挙げられる。（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、2017年3月、137頁）

機を抜本的に救済するような支援を期待することは困難である<sup>25</sup>。ただし、財政支援関連では、トランプ大統領が2017年5月5日に署名して成立した2017年9月末までの連邦政府予算に、プエルトリコに対して2018会計年度までを対象とした2.95億ドルのメディケイド（低所得者用公的医療保険制度）向け財源の供与が含まれた。ただし、2.95億ドルの供与が実現しても、メディケイド運営にさらに3億ドル必要と見込まれているため、抜本的な解決策というよりは、連邦政府の僅かではあるものの財政支援スタンスが示されたという意味合いが大きい<sup>26</sup>。

図表2 米国の州の格付分布とプエルトリコ債等の流通利回り推移



- (注) 1. 格付けには、州以外にプエルトリコとグアムを含めている。格付けは、2017年5月10日現在。  
 2. 地方債のうち、プエルトリコは、一般財源保証債（表面利率: 8%、最終償還日: 2035年7月1日〔定時償還条項付〕）。プエルトリコ以外は、2017年3月末の発行残高が多い3州の一般財源保証債（20年）のブルームバーグ・インデックス。米国債は20年のブルームバーグ・インデックス。

(出所) ムーディーズ、S&P、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

<sup>25</sup> 米国の地方財政制度では、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）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、連邦政府が例外的に財政支援を行った事例として、1975年に財政破綻したニューヨーク市が挙げられる。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。2017年4月28日付ロイターによると、トランプ大統領はロイターとのインタビューにおいて、プエルトリコへの財政支援について他州に対して不公平になるとして、否定的な考え方を示している。（“Exclusive: ‘If There’s a Shutdown, There’s a Shutdown,’ Trump Says,” *Reuters*, April 28 2017）

<sup>26</sup> “US Congress to Give Puerto Rico Short-term Medicaid Help,” *Reuters*, May 1 2017; White House, *Statement by President Donald J. Trump on Signing H.R. 244 into Law*, May 5 2017.

これらを踏まえると、プエルトリコの場合、裁判所の関与の下で債務再編手続きを進め  
ても、債権者との交渉や経済・財政再生の道筋を見出すのに相当の時間を要する可能性も  
否めない。また、プロセスに時間を要した場合、プエルトリコ債の想定回収率がこれまで  
示されたものよりも低下する可能性も視野に入ろう<sup>27</sup>。

金融市場では、米国地方債市場の歴史上最大規模の債務再編手続きを進めるプエルトリ  
コへの注目は続くとみられる。ただし、プエルトリコ債は、米国の州に比しても突出して  
低い格付水準、流通利回りも突出して高い水準となっている（図表2参照）。また、連邦  
制国家である米国では、各州によって地方財政・地方債制度が異なる上、プエルトリコは  
経済・財政・法制面で特殊事情を抱えているため、今回の申請に伴う米国地方債セクター  
全体への波及の可能性は限定的と予想される。

---

<sup>27</sup> 例えば、地方公共団体と同じ公的セクターの国（ソブリン）の場合、債務再編に要した時間と回収率に一定の  
相関が観察されるとの指摘がある。（Moody's, *Sovereign Defaults Series: The Aftermath of Sovereign Defaults*,  
October 2013, p.38）