

## プエルトリコの財政危機と債務再編への道

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のアレハンドロ・ガルシア・パディラ知事は 2015 年 6 月 29 日、財政再建と経済再生を両立すべく、2015 年 8 月 30 日までに約 720 億ドルに上る債務の再編計画を策定することを表明した
2. プエルトリコをめぐっては、2000 年代半ば頃から経済・財政状況の悪化が進み、綱渡りの財政運営を続けてきたが、過去 1 年ほどで資金調達環境の悪化が顕著となっており、債務再編に向けた法整備の動きが活発化している。
3. 米国には、地方公共団体を対象とした破綻法制として連邦破産法第 9 章があるが、プエルトリコが適用可能な破綻法制は現時点で存在しないため、仮に債務再編が行われる場合、プロセスは諸外国ソブリンのデフォルト事例でも見られるように複雑化し、場合によっては長期間を要する可能性も否定できない。
4. プエルトリコは、1,000 億ドルを超える地方債発行残高の大きさのみならず、地方債市場でも信用プロファイルや特殊な地方債税制の存在もあり、今後のプロセスに金融市場での注目が集まることになろう。また、プエルトリコ債にはモノライン保険会社による保証が付与された銘柄もあるため、投資家がモノライン保険会社の財務の健全性に関して着目する傾向が当面続くとみられる。ただし、地方債市場や金融市場全体に波及するような伝染リスク（Contagion Risk）が顕在化する可能性はあまり高くないと考えられる。

## I. プエルトリコ知事による債務再編計画策定に関する表明

米国の自治地域（コモンウェルス）であるプエルトリコのアレハンドロ・ガルシア・パディラ知事は 2015 年 6 月 29 日、財政再建と経済再生を両立すべく、2015 年 8 月 30 日までに約 720 億ドルに上る債務の再編計画を策定することを表明した（図表 1 参照）。同日、プエルトリコ政府の顧問であるアン・クルーガー氏（元国際通貨基金〔IMF〕筆頭副専務理事）等がプエルトリコの財政状況を分析したレポートを公表し、財政赤字が予想以上に膨らんでおり、今後数年間に渡り発生見込みの収支不足を解消するため、債務再編が必要

であることなどを指摘した<sup>1</sup>。プエルトリコ政府は同日、公債費（約 15 億ドル、歳出全体の約 15%に該当）などを盛り込んだ新年度予算（約 98 億円）を可決し、7 月 1 日には一般財源保証債（GO）及びプエルトリコ電力公社（PREPA）の債券に係る支払い（合計約 10.6 億ドル）を履行した。しかし、金融市場では引き続きプエルトリコの財政状況を懸念する見方が続いている。

図表 1 プエルトリコの公的債務残高（2015 年 3 月末現在、億ドル）

種類	残高
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	130.55
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	55.11
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	185.66
プエルトリコ政府の税収及び予算の裏付けのある債券	40.38
税収及び歳入充当証券	12.00
小計：一般基金により償還される債務	238.04
プエルトリコ政府の売上・使用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	241.02
地方政府により調達された債務	41.14
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	20.13
小計：その他の公的債務	484.00
公的債務合計	722.04

（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, *Quarterly Report*, May 7 2015, p.56.

(<http://www.gdb-pur.com/documents/CommonwealthQR-5-7-15.pdf>)

## II. プエルトリコの財政をめぐる最近の動き

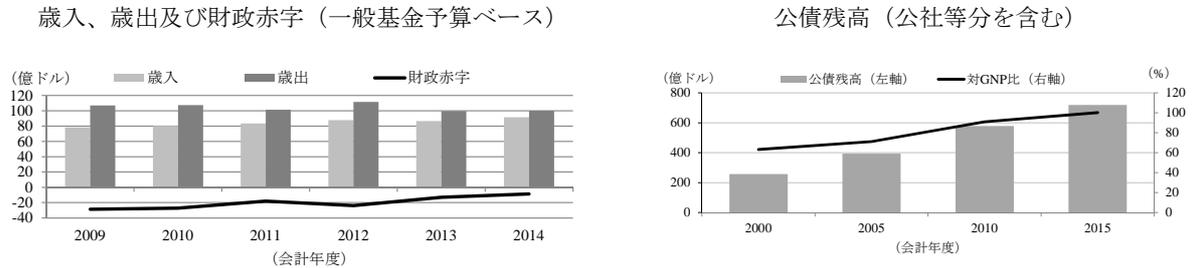
プエルトリコは、連邦政府による在プエルトリコ企業に対する優遇税制の縮小やエネルギー価格の高騰により、2000 年代半ばから経済状況の悪化、財政赤字及び債務残高の拡大が顕著となっていた<sup>2</sup>（図表 2 参照）。さらに、2013 年 7 月にミシガン州デトロイト市が財政破綻した<sup>3</sup>頃から、プエルトリコの財政悪化に対する注目が高まり、プエルトリコ債の金利も上昇圧力に晒されるようになった（図表 3 参照）。そして、2014 年 2 月には各格付会社が相次いでプエルトリコの一般財源保証債の格付けを投機的等級に引き下げ、その後も格下げが続いていた（図表 4 参照）。

<sup>1</sup> Anne O. Krueger, Ranjit Teja and Andrew Wolfe, *Puerto Rico—A Way Forward*, June 29 2015.

<sup>2</sup> プエルトリコの財政悪化については、江夏あかね「プエルトリコ債の現状と米国地方債市場の行方」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春、を参照されたい。

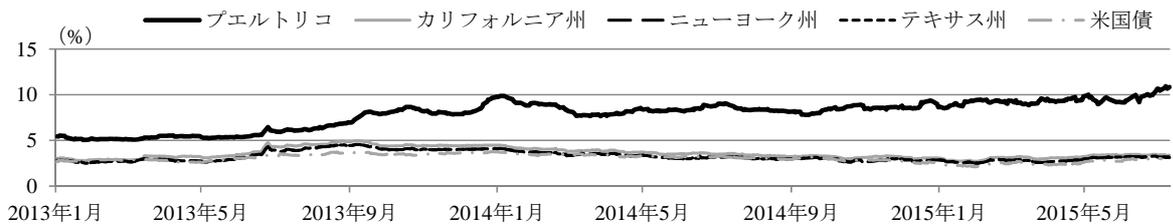
<sup>3</sup> デトロイト市の財政破綻については、江夏あかね「デトロイト市の連邦破産法第 9 章適用申請と地方債市場への影響」『野村資本市場クォーターリー』第 17 巻第 2 号（2013 年秋号）、2013 年、180-195 頁、江夏あかね「デトロイト市の債務調整計画案と地方債の取扱い」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春、江夏あかね「人口減少から財政破綻に至ったデトロイト市に関する一考察」『野村資本市場クォーターリー』第 18 巻第 2 号（2014 年秋号）、184-195 頁、江夏あかね「デトロイト市の破産手続き完了と再生に向けた道」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬、を参照されたい。

図表2 プエルトリコの財政状況



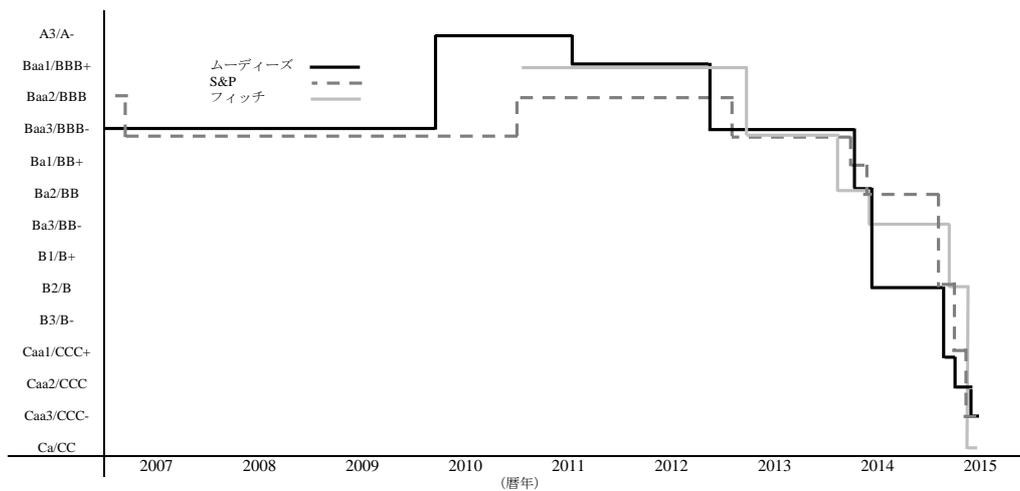
(注) 2014 会計年度以降の数値は、プエルトリコ政府による見込み。  
 (出所) The Commonwealth of Puerto Rico, *Quarterly Report*, May 7 2015, p.36; Anne O. Krueger, Ranjit Teja and Andrew Wolfe, *Puerto Rico—A Way Forward*, June 29 2015, P.9  
 (<http://www.gdb-pur.com/documents/CommonwealthQR-5-7-15.pdf>, <http://www.gdb-pur.com/documents/PuertoRicoAWayForward.pdf>)

図表3 プエルトリコの一般財源保証債等の利回り



(注) 20年の利回り（ミッド・プライス）のブルームバーグ・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、2014 年末の発行残高が多い3州を選択）  
 (出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

図表4 プエルトリコの一般財源保証債の格付け



(注) 格付けは、2015年7月13日現在。  
 (出所) ムーディーズ、S&P、より野村資本市場研究所作成

綱渡りの財政運営を続けてきたプエルトリコだが、過去 1 年ほどで資金調達環境の悪化が顕著となっており、債務再編に向けた法整備の動きが活発化している。プエルトリコ政府は 2014 年 3 月 11 日、一般財源保証債（額面 35 億ドル、表面利率 8.0%、2035 年 7 月 1 日償還、免税債）の発行を実施し、当面の流動性を確保した。そして、金融保証保険会社（モノライン保険会社）等の主要債権者と、債務返済期限の延期や返済の一時猶予契約（Forbearance Agreement）の延長等について交渉を続け、一部については合意に達してきた。

一方、プエルトリコ政府は、さらなる財政構造改革の一環で、従来の売上・使用税の税率を引き上げた後、付加価値税に置き換えるといった税制改正等に取り組んだほか、プエルトリコ政府本体の財政負担ともなっている公社等の債務問題の解決を目指した法整備に着手した。具体的には、連邦破産法の適用外となっている公社等を対象として「プエルトリコ公社債務執行・回復法」（The Puerto Rico Public Corporation Debt Enforcement and Recovery Act）を制定した<sup>4</sup>。一般財源保証債の保全を図りつつ公社等の債務再編について 2 つの方法を示した同法律は 2014 年 6 月 28 日に成立したものの、2015 年 2 月 6 日にプエルトリコ地方裁判所より無効との判決を受けた。この判決への対応策として、米連邦議会プエルトリコ常駐代表のペドロ・ピアルイシ氏は 2015 年 2 月 11 日、「連邦破産法第 9 章においてプエルトリコを州に準ずる取扱いに統一するための法案」（Puerto Rico Chapter 9 Uniformity Act of 2015, H.R.870）を連邦下院議会に提出した<sup>5</sup>。同法案には、プエルトリコの地方政府等の債務再編を可能とすべく、プエルトリコを州として取り扱うこと等が盛り込まれているものの、2015 年 7 月 13 日現在、成立していない。

さらに、2015 年 6 月 24 日には、プエルトリコ下院議会が下院法案 2542 号（H.B. 2542）を可決し、翌日には上院議会が修正した上で可決した。同法案には、プエルトリコ政府の流動性を確保すべく、（1）プエルトリコ政府が 2016 会計年度に発行を予定している税収入先行債券<sup>6</sup>（TRANSs、最大 12 億ドル）について、公社等による投資を可能とすること、（2）プエルトリコ政府が必要な資金を確保できない場合、一般財源保証債の償還資金を確保するための基金への積立を一時停止すること、等が盛り込まれた。現状、プエルトリコ政府は、連邦破産法第 9 章の対象外となっているほか<sup>7</sup>、プエルトリコ憲法第 6 条第 8 節で

<sup>4</sup> 米国連邦破産法において、公社に関しては、地方政府等を対象とした再生型手続きの第 9 章、民間企業等を対象とした再生型手続きの第 11 章や清算型手続きの第 7 章の適用対象外となっている。詳細は、江夏あかね「プエルトリコの公社債務執行・回復法と米国地方債市場の焦点」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏、を参照されたい。

<sup>5</sup> プエルトリコでは、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が、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。

<sup>6</sup> 税収入先行証券（Tax Revenue Anticipate Notes、TRANSs）は、会計年度内の資金不足に充当すべく発行されるもので、通常は会計年度初めに発行され、年度末に満期を迎える。

<sup>7</sup> 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。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。

は一般財源保証債の保有者を第1優先債権者として必要な財源への遡及が認められている<sup>8</sup>。下院法案2542号は2015年7月13日現在、成立していないが、仮に同法案が成立した場合、公社等の債券のみならず、プエルトリコ政府発行の一般財源保証債の償還確実性が低下する可能性が示唆された。

なお、2015年6月には元・連邦破産裁判所の判事でデトロイト市の破産ケースに携わったスティーブン・ローズ氏がプエルトリコのアドバイザーとして着任し、プエルトリコの債務再編の可能性を検討している。

図表5 プエルトリコをめぐる最近の主な動き

時期	出来事
1996年	10年間をかけて連邦法人税の優遇措置の段階的縮小・廃止
2009会計年度	過去最大規模となる財政赤字(28.64億ドル)を計上
2014年2月前半	各格付会社、プエルトリコの格付けを投機的等級に引き下げ
2014年3月11日	一般財源保証債(35億ドル)を起債
2014年4月7日	プエルトリコ開発銀行(GDB)、債務再編を目的に、ギリシャ政府による2012年の債務再編に携わった弁護士事務所(クリアリー・ゴットリーブ・スティーン・アンド・ハミルトンLLP)と契約を締結したことを表明
2014年6月28日	アレハンドロ・ガルシア・パディラ知事、「プエルトリコ公社債務執行・回復法」に署名し、同法律が成立
2014年8月15日	プエルトリコ電力公社(PREPA)の資産再編の猶予決定。プエルトリコ電力公社向け銀行ローンの返済期限を2015年3月まで延期し、最高再編責任者を任命することで合意
2014年12月2日	プエルトリコ上院議会、プエルトリコ開発銀行の流動性と公共交通事業の資金の確保を目的とした29億ドルの資金調達を可決
2015年2月6日	プエルトリコ地方裁判所、「プエルトリコ公社債務執行・回復法」を無効と判決
2015年2月11日	米連邦議会プエルトリコ常駐代表のペドロ・ピアルイシ氏、「連邦破産法第9章においてプエルトリコを州に準ずる取扱いに統一するための法案」を連邦下院議会に提出
2015年3月15日	プエルトリコの下院議員、一般財源保証債及び公社の債務の再編を可能とすることを目的とした憲法改正を行うための住民投票を行うことを提案
2015年4月21日	プエルトリコ政府高官、3ヵ月以内に政府の流動性が枯渇し、閉鎖される可能性があると言
2015年4月30日	プエルトリコ下院、知事が提案した従来の売上・使用税を付加価値税に置き換える提案を拒否
2015年5月29日	従来の売上・使用税の税率を引き上げた上、2016年3月末に付加価値税に置き換えることを盛り込んだ法案、成立
2015年6月上旬	元・連邦破産裁判所の判事でデトロイト市の破産ケースに携わったスティーブン・ローズ氏がプエルトリコのアドバイザーに着任
2015年6月24日	プエルトリコ下院議会、下院法案2542号(H.B. 2542)を可決(翌日、上院議会も修正した上で可決)。同法案には、(1)プエルトリコ政府が2016会計年度に発行を予定している税収入先行債券について、公社等による投資を可能とすること、(2)プエルトリコ政府が必要な資金を確保できない場合、一般財源保証債の償還資金を確保する基金への積立を一時停止すること、等が盛り込まれている
2015年6月29日	知事、2015年8月30日までに約720億ドルに上る債務の再編計画を策定することを表明。政府顧問、プエルトリコの財政状況を分析したレポートを公表
2015年7月1日	一般財源保証債及びプエルトリコ電力公社に係る支払い(合計約10.6億ドル)を履行
2015年7月6日	プエルトリコ政府の法律顧問がボストンにある連邦巡回控訴裁判所に「プエルトリコ公社債務執行・回復法」の有効性を確認したが、2015年2月6日のプエルトリコ地方裁判所の意見を支持するとの回答を得た

(出所) 各種報道等に基づき、野村資本市場研究所作成

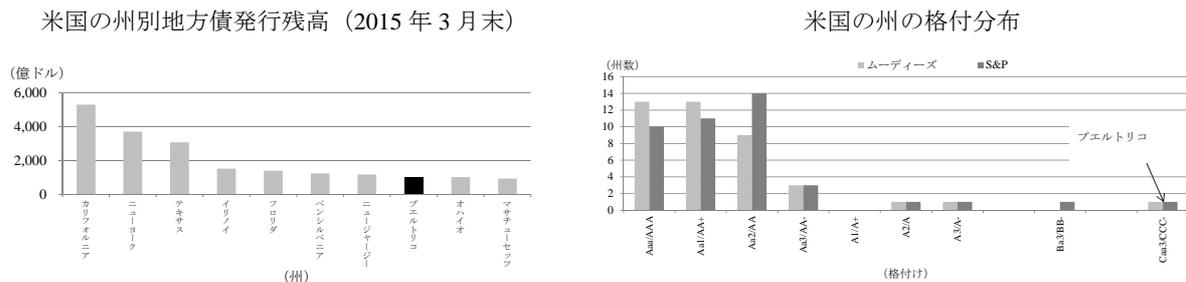
<sup>8</sup> なお、プエルトリコの法令第39号では、一般財源保証債の毎月償還基金として今後1年の元金支払予定額の12分の1及び次の半期毎の利払予定額の6分の1を積み立てることが義務付けられている。

### Ⅲ. 米国地方債市場におけるプエルトリコ債をめぐる注目点

#### 1. プエルトリコ債が注目を集める事情—地方債残高の規模と特殊な地方債関連税制

プエルトリコの地方債発行残高（2014 年末、長期債・短期債を含む）は約 1,044.8 億ドルに達している。これは、米国各州の地方債残高の中で、8 番目に大きい規模の上、2013 年 7 月に財政破綻したデトロイト市の地方債残高（債務調整計画上、約 68.2 億ドル）の約 15 倍に達している<sup>9</sup>（図表 6 左参照）。確かに、プエルトリコ債の残高は米国地方債市場の規模（約 3 兆 6,524 億ドル）の約 3%に過ぎないものの、米国の場合、そもそも地方債市場の規模が国債市場の約 3 分の 1（2014 年末）と日本の同比率（2014 年度末、約 7%）と比べて大きいこともあり、地方債の主要発行体であるプエルトリコのヘッドラインに大きく注目が集まっていた<sup>10</sup>。

図表 6 米国の州別地方債発行残高と格付分布



- (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. 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、2015 年 7 月 13 日現在。
- (出所) Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, First Quarter 2015, May 12 2015*, p.10、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  
(<http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589954650>)

規模の他にも、プエルトリコ債が米国地方債市場で注目を集める理由としては、特殊な地方債関連税制の存在が挙げられる。米国の地方債は、原則として利子に対する連邦所得税が非課税となっているが、プエルトリコ債（プエルトリコ政府及びその政治上の下部組織及び公社が発行した債券）をめぐるのは、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）という特殊な取扱いになっており、従来から幅広い投資家層に保有されてきた<sup>11</sup>。特に、米国では、地方債を含む債券の利子

<sup>9</sup> United States Bankruptcy Court, Eastern District of Michigan, *Eighth Amended Plan for the Adjustment of Debts of the City of Detroit*, October 22 2014.

<sup>10</sup> Securities Industry and Financial Markets Association, *US Bond Market Issuance and Outstanding*, June 11 2015 及び日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」に基づき、野村資本市場研究所算出。

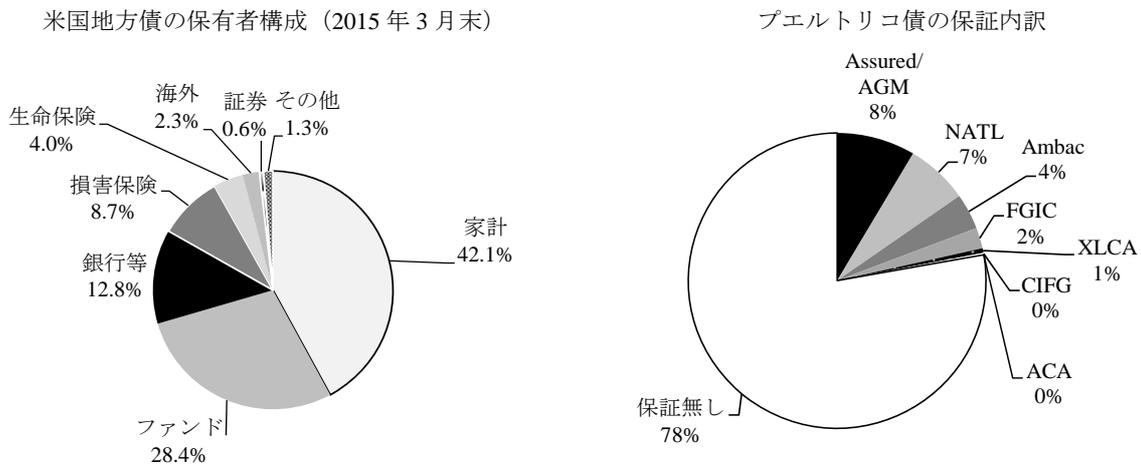
<sup>11</sup> 「Triple Tax Exemption」を享受できる地方債の発行地域は、プエルトリコのほか、グアム、北マリアナ諸島、アメリカ領バージン諸島がある。米国地方債の税制及び三税免除の詳細に関しては、江夏あかね「『財政の崖』

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ことから、高額所得者層にとってプエルトリコ債が長らく魅力的な投資対象として映っていた可能性がある。

米国地方債の保有者構成は約4割が個人投資家、約3割がファンドとなっているが、プエルトリコ債のみの保有者構成は明らかにされていない（図表7左参照）。しかし、個人投資家は基本的に安全志向が強く、2014年2月に投機的等級に格下げされていたプエルトリコ債をそのまま保有しているケースはあまり多くないと考えられる。

他方、米国の場合、個人投資家の資金がファンドを通じて地方債市場に流入しているケースも多い。米国では確定拠出年金（DC）が浸透しているため、地方債ファンドの選択肢も多いほか、上場投資信託（ETF）に地方債が組み込まれているケースも散見される。米国債券市場の金利が低位に推移する中、ファンドが運用利回りを向上させるためにプエルトリコ債を組み入れているケースも多く、地方債ファンド（オープン・エンド型）の約52%が保有していると報じられている<sup>12</sup>。そして、プエルトリコの財政悪化のヘッドラインを受けて、過去8週間に渡って合計19億ドルの資金が流出しているとの報道も見られる<sup>13</sup>。

図表7 米国の地方債の保有者構成とプエルトリコ債の保証内訳



(注) 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) ブルームバーグ、Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings (First Quarter 2015)*, June 11 2015、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current/z1.pdf>)

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、江夏あかね「プエルトリコ債の現状と米国地方債市場の行方『野村資本市場クォーターリー』2014年春、を参照されたい。

<sup>12</sup> “Puerto Rico’s Slide”, *Bloomberg*, July 1 2015.

<sup>13</sup> “Puerto Rico at Precipice Piles on Muni Market Hampered by Crises”, *Bloomberg*, July 1 2015.

## 2. 米国金融市場における反応—地方債市場よりもモノライン保険会社が焦点になる傾向

プエルトリコ債は、他の州等に比べてかなり高い金利水準に達している（図表3参照）。知事による債務再編計画策定に関する表明があった2015年6月末頃から、プエルトリコ債の利回りはさらに上昇し、ボラティリティも高まっている。ただし、米国地方債市場では、信用力の低い一部の地方債銘柄のパフォーマンス悪化が観察されているが、全体としては安定している。これは、(1) 連邦制国家である米国では、日本とは違い、地方財政・地方債制度が州毎によって異なるため、プエルトリコの影響が他の発行体に波及する可能性は極めて低いこと、(2) プエルトリコの財政状況や信用力は、他の州等の発行体と大きくかけ離れていること、等が背景と考えられる。

その一方で、金融市場では、モノライン保険会社の財務健全性等に注目が集まり、各社の株式やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のパフォーマンスが悪化した。モノライン保険会社による保証付プエルトリコ債は全体の2割強と、デトロイト市が連邦破産法第9章申請時の状況（地方債残高の約8割）と比べると少ないものの、保証額の規模はデトロイト市のケースの約3倍にも上る<sup>14</sup>（図表7右参照）。

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、保証額が最も大きいアシュアード・ギャランティ（アシュアード、Assured/AGM）は約49億ドル、2番目に大きいナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ（ナショナル、NATL）は約45億ドルのエクスポージャーがある<sup>15</sup>（図表7右参照）。しかし、2社のキャッシュフローや財務内容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。これは、(1) アシュアードが約104億ドル、ナショナルが約49億ドルの支払余力（Claims-Paying Resources、2015年3月末）を有すること、(2) モノライン保険会社の契約に鑑みると、元利金の履行を一斉に行わなければならないわけではないこと<sup>16</sup>、(3) プエルトリコ債の回収率は、発行体によって異なるものの、一定程度見込める可能性があること<sup>17</sup>、(4) 米国家定会計基準では、モノライン保険会社の保証に損失が生じるような出来事（支払いのデフォルト等）が起きた場合若しくは起きる可能性が特定できる場合、引当を積むこととされており<sup>18</sup>、プエルトリ

<sup>14</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151億ドルに対し、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>15</sup> 2015年3月末の数値。

<sup>16</sup> モノライン保険会社の契約は通常、保証対象債券の元金支払いを約定スケジュール通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という内容である。

<sup>17</sup> ムーディーズによる各発行体若しくは証券の想定回収率は、以下の通り。

1. 73～82%（一般財源保証債〔及びプエルトリコ政府保証債〕、プエルトリコ売上税金融公社〔COFINA〕優先債務、プエルトリコ産業開発公社〔PRIDCO〕一般目的レベニュー債）
2. 60～72%（プエルトリコ売上税金融公社〔COFINA〕劣後債務、プエルトリコ地方金融公社〔MFA〕、プエルトリコ電力公社〔PREPA〕、プエルトリコ大学〔UPR〕システムレベニュー債）
3. 60%未満（プエルトリコ大学〔UPR〕学校施設レベニュー債、予算割当支援債、プエルトリコ政府開発銀行〔GDB〕債券、プエルトリコ高速道路・交通公社〔PRHTA〕、プエルトリコ高速道路・交通公社〔PRHTA〕劣後レベニュー債、プエルトリコインフラ金融公社〔PRIFA〕、職員退職制度〔ERS〕年金調達債券、プエルトリココンベンションセンター地区公社宿泊税レベニュー債）

（Moody's, *Puerto Rico (Commonwealth of): Study Advising Debt Restructuring Casts Doubt on GO Bond Protections*, June 30 2015）

<sup>18</sup> Moody's, *FAQs: Assured Guaranty and MBIA Exposures to Puerto Rico Are Manageable in Localized Default Scenarios*, November 17 2014, p.4.

コについても対応が進んでいる可能性が高いとみられること、が背景である。

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やプエルトリコの格付けが投機的等級に引き下げられた2014年2月頃には、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ていない。プエルトリコ債をめぐって今後、仮にデフォルトが現実味を帯びた場合においても、(1) 全ての発行体がデフォルトし、かつ想定回収率が市場予想を大幅に下回るようなこと、(2) 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すること、(3) モノライン保険会社のエクスポートが多い地方債の発行体が相次いで連邦破産法第9章を適用申請すること、等がない限り、モノライン保険会社の経営状況について金融市場において比較的落ち着いて受け止められると予想される<sup>19</sup>。

#### IV. 今後の焦点

プエルトリコは、2015年8月30日までに債務再編計画を策定することになる。プエルトリコには、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があるものの、米国には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が基本的にはない<sup>20</sup>。さらに、米国においては連邦破産法第9章といった地方公共団体を対象とした破綻法制があるものの、プエルトリコが適用することが可能な破綻法制は現時点で存在しない状況のため、仮に債務再編が行われる場合も、プロセスは諸外国のソプリンのデフォルト事例でも見られるように複雑化し、場合によっては長期間を要する可能性も否定できない。いずれにせよ、地方債発行残高の大きさのみならず、地方債市場でも信用プロファイルや地方債関連税制等を含めて特異な存在であることから、今後のプロセスに金融市場での注目が集まることになろう。また、プエルトリコ債にはモノライン保険会社による保証が付与された銘柄もあるため、投資家がモノライン保険会社の財務の健全性に関して着目する傾向が当面続くとみられる。ただし、地方債市場や金融市場全体に波及するような伝染リスク（Contagion Risk）が顕在化する可能性はあまり高くないと考えられる。

<sup>19</sup> ムーディーズは、2014年11月17日付レポートで、アシュアードとMBIA（ナショナルの属する企業グループ）について、プエルトリコ債へのエクスポートの額は比較的大きいが、システムミック・デフォルトでも起きない限り、信用力を大幅に毀損することなく、損失を吸収することが可能との見方を示している。（Moody's, *FAQs: Assured Guaranty and MBIA Exposures to Puerto Rico Are Manageable in Localized Default Scenarios*, November 17 2014）

<sup>20</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する法案を1978年に可決した。（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）