

Europe Trends

発表日：2020年4月27日(月)

イタリアの格下げ回避とECBの次の一手

～PEPP増額やジャンク債買い入れは？～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL:03-5221-4527)

- ◇ S & Pは24日にイタリアの国債格付けをBBBに据え置いたが、ECBによる巨額の国債買い支えがなくなれば、イタリアの格下げリスクが再燃しよう。EUは復興基金の財源としてコロナ債の発行を見送る方針で、次の焦点は復興基金からの資金支援が、政府の借金増加につながる融資か、借金増加につながらない補助金のどちらになるか。ECBの次の一手は、来年以降もPEPPを継続することが可能か、半年足らずで資金が枯渇するPEPP増額の有無、資産買い入れの対象にジャンク債を含めるかどうか。早ければ30日のECB理事会で決定される可能性がある。

格付け会社S & Pは24日、イタリア国債の格付け評価の見直しを行い、長期国債格付けを投資適格級で下から2番目に低いBBBに、格付け見通しを「ネガティブ」に据え置いた(図表1)。新型コロナウイルスの感染防止を防ぐ政策対応の影響でイタリアの政府借入が大きく増加するが、ECBによる巨額の国債買い入れがこれを支えていると指摘。イタリア経済が予想より堅調に推移し、想定より健全な財政状況につながった場合や、銀行部門が不良債権の大幅増加や資本基盤の脆弱化を回避し、コロナ危機を乗り越えた場合、格付け見通しを「安定的」に変更する可能性があるとは指摘する。イタリア政府は2020年のイタリアの実質GDP成長率が10.4%の大幅マイナス成長に、公的債務残高の対GDP比率が155.7%に上昇すると予想する。S & Pはその一方で、公的債務比率が今後3年間で明確な減少軌道を描けない場合や、借入条件が悪化し、公的債務の持続可能性が危ぶまれる場合、信用格付けを引き下げる可能性があるとは指摘している。

(図表1) 南欧諸国の外貨建て長期国債格付け

	ムーディーズ	S & P	フィッチ
投資適格	A1	A+	A+
	A2	A	スペイン
	A3	A-	スペイン
	Baa1	スペイン	BBB+
	Baa2	BBB	イタリア (-)
	Baa3	イタリア	BBB-
投機的	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	ギリシャ
	Ba3	BB-	ギリシャ
	B1	B+	B+

注：(+)は格付け見通しがポジティブ、(-)は格付け見通しがネガティブ

出所：格付け機関資料より第一生命経済研究所が作成

ECBが先月中旬にパンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）を創設し、一時1.2%台に低下していたイタリアの10年物国債利回りは、共同債発行を巡る南北欧州間の対立が続くなか、ECBの買い支えにもかかわらず再び2%台に上昇していた（図表2）。その後、当面の格下げが回避されたことを受け、1.8%台に低下している。格付け会社ムーディーズも23日、コロナ危機による経済下押しは一時的なもので、イタリアの国債格付けへの影響は概ねないと指摘している。ムーディーズはイタリアの長期国債格付けを投資適格級で最も低いBaa3に、格付け見通しを「安定的」に設定している。次の格付けレビューはムーディーズが5月8日に、フィッチが7月10日に予定されている。

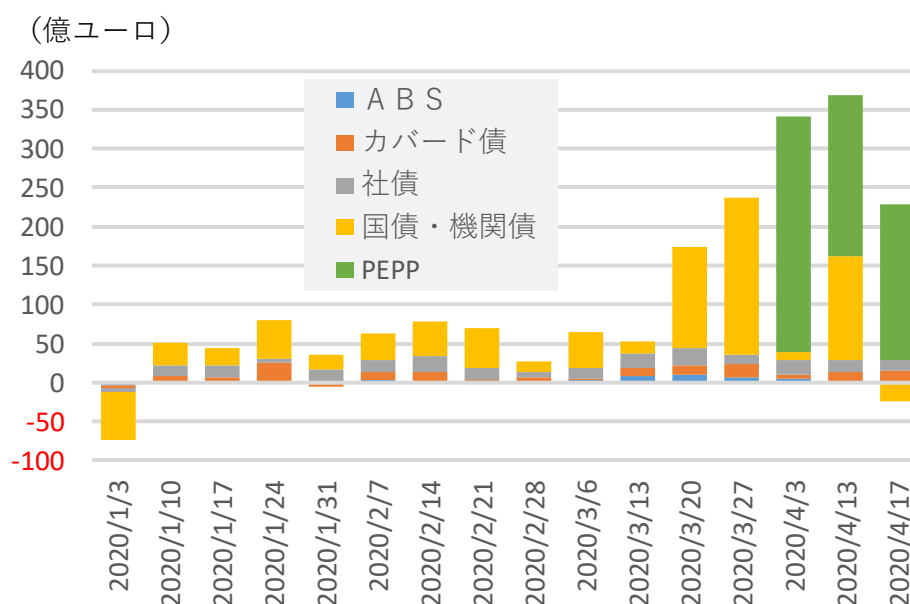
（図表2）イタリア10年物国債利回りの推移



出所：Thomson Reutersより第一生命経済研究所が作成

当面の格下げが回避され、ジャンク債転落のリスクが遠退いたことで、イタリアの財政状況を巡る不安心理はひとまず後退しそうだ。だが、中長期的にはイタリアの債務返済能力の悪化が引き続き金融市場の緊張材料となる。PEPP開始以降、ECBは1日当たり47億ユーロのペースで資産買い入れを続けている（図表3）。このままのペースで買い入れを続ければ、7500億ユーロのPEPPの買い入れ枠は10月末には枯渇する。金利上昇圧力の緩和で買い入れペースを緩めることができたとしても、PEPPは年内いっぱいでの買い入れ終了を予定する。PEPP創設時のプレスリリースでは、PEPPを通じた資産買い入れは、コロナ危機の局面が終わったと判断された時点で停止するが、いずれにせよ2020年末まで継続するとある。コロナ危機後の経済復興を支えるため、イタリアは今後さらに政府の借金を積み上げる可能性がある。こうしたなか、コロナ危機を理由としたPEPPによる買い入れを感染終息後も継続する場合、法的論争に発展する恐れもある。

(図表3) ECBの資産購入額の推移(週次残高の前週差)



出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

23日のEU首脳会議では復興基金の規模と財源を巡る結論が見送られたが、現在、EU予算を増額し、それを裏づけに債券を発行して基金の原資に充てることが検討されている。イタリアなどが要求していたコロナ債の発行は、オランダなどの反対で実現が難しい。問題は財政資金が不足する国が復興基金から受け取る資金が、返済を前提としない補助金なのか、返済を前提とする融資なのかだ。補助金の場合、イタリアの政府債務は増加しないが、融資の場合、政府債務は増加する。来年以降もECBがイタリア国債を買い支えるか、復興基金からの資金支援が返済を前提としない補助金とならない限り、イタリアの財政悪化と格下げリスクが燻り続けそうだ。

こうしたなか、30日に行われるECB理事会では、PEPPの延長や増額をするか、買い入れ対象資産の条件見直しが行われるかが焦点となる。ECBは22日に流動性供給オペの差し出し担保として受け入れる資産の格付け条件を見直し、4月7日時点で適格担保の対象だった資産については、その後格下げされた場合も投機的な水準で上から2番目のBB以上の格付けを維持している限り、適格担保として認める決定をした。コロナ危機による財政悪化に見舞われた国債が将来的に格下げされる場合に備えるとともに、財務基盤の悪化に見舞われた企業の格下げ増加で、流動性供給オペの利用が損なわれないための措置だ。企業の資金繰りを支えるとともに、今後の資産買い入れ継続や買い入れ強化を視野に入れば、ジャンク債に転落した国債や社債を時限的に買い入れ対象に加える決定が近く行われる可能性がある。米FRBは4月9日に2.3兆ドルの資金供給策を発表し、BB格までの社債を買い入れ対象にすることを決定した。当面の危機対応では、ECBが最後の防波堤としての役割を求められそうだ。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。