

Europe Trends

発表日: 2020年4月30日(木)

土俵際のイタリア国債格付け

～フィッチがイタリアの国債格付けをBBB-に引き下げ～

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)

◇ フィッチは28日にイタリアの国債格付けを投資適格級で最も低いBBB-に引き下げた。これで大手3社の格付け方針が出揃い、目先の同国債のジャンク債転落の可能性は遠退いた。だが、6月1日までの稼働を目指すESMの融資枠と雇用対策の融資基金は何れも返済を前提とする融資。復興基金の支援形態も返済不要の補助金か、返済を前提とする融資かを巡って南北欧州間の対立が続いている。復興基金も融資となれば、来年以降もイタリアの公的債務比率の高止まりが予想され、将来的な格下げリスクが燻り続ける。

格付け会社フィッチ・レーティングス（以下、フィッチ）は28日、イタリアの長期外貨建て国債格付けをBBBからBBB-に1ノッチ引き下げた（図表1）。引き下げ後の格付けは投資適格級で最も低い水準で、格付け見通しは「安定的」。フィッチは新型コロナウイルスの感染拡大がイタリアの経済や財政ポジションに与える影響を考慮。2020年の同国の実質GDP成長率を8%のマイナス成長と予想するが、この見通しも下振れリスクが大きいと指摘。同年末の公的債務残高の対GDP比率は156%に達すると予想する。そのうえで、格付け見通しを「安定的」とした背景を、ECBの資産買い入れが少なくとも短期的には資金調達コストを低水準にとどめ、借り換えリスクを軽減するためと説明する。政府が信頼に足る景気浮揚策や財政政策を採用し、公的債務比率が低下経路を辿らない場合、将来的に格下げ圧力が高まると指摘している。

(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	DBRS		
投資適格	A1	A+	A+	A(high)		
	A2	A	スペイン	A	スペイン(+)	
	A3	A-	スペイン	A(low)		
	Baa1	スペイン	BBB+	BBB+	BBB(high)	イタリア ポルトガル
	Baa2		BBB	イタリア(-) ポルトガル	BBB	ポルトガル
	Baa3	イタリア ポルトガル	BBB-	BBB-	BBB(low)	キプロス(+) キプロス
投機的	Ba1	BB+	BB+	BB(high)		
	Ba2	BB	BB	BB	ギリシャ	
	Ba3	BB-	ギリシャ	BB-	BB(low)	ギリシャ
	B1	B+	B+	B(high)		

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

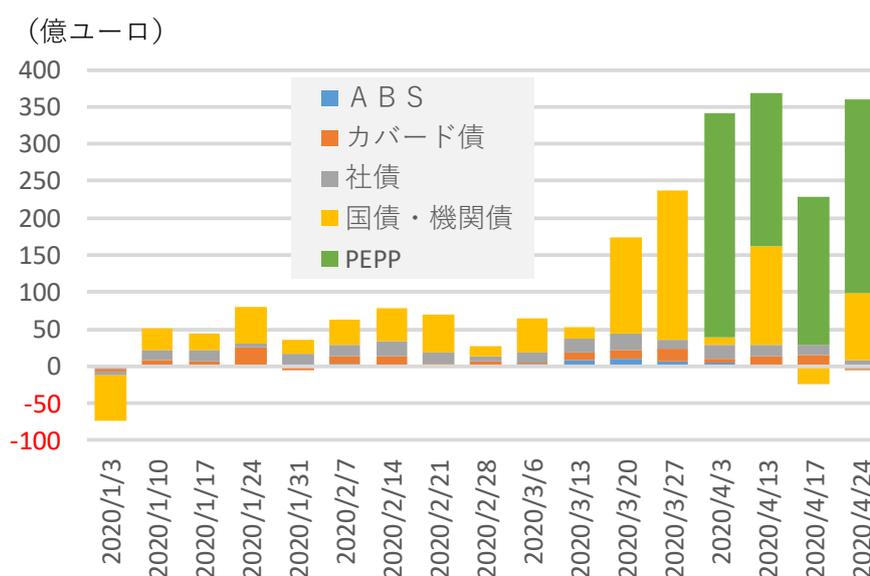
出所：格付け機関資料より第一生命経済研究所が作成

フィッチの格下げに先駆け、S & Pグローバル・レーティングス（以下、S & P）は24日に同国の国債格付けをBBBに据え置き、5月8日に格付けのレビューを予定するムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下、ムーディーズ）も既に目先の格下げに否定的な見解を表明している。これで大手3社の格付け判断が出揃い、イタリアの国債格付けは、2社が投資適格級で最も低い水準に、1社が投資適格級で2番目に低い水準となった。ECBが外部格付けに利用するのは、この3社に加え、DBRSモーニングスター（以下DBRS）の4社。DBRSは同国の国債格付けを投資適格級で3番目に低いBBB (high)とし、過去の格付け推移も3社に遅れる傾向がある。

これにより、イタリアの国債格付けがすぐに投機的な水準に転落する可能性は今のところ低い。今後も格下げが続いた場合も、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、その後に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。また、3月に開始したパンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）では、格付け条件（上記4社のいずれかが投資適格級）を満たしていないギリシャ国債を買い入れ対象に追加した。仮にイタリア国債が投機的格付けに転落した場合、通常の資産買い入れプログラム（APP）の対象から除外される可能性が高いが、PEPPを通じた買い入れが継続される公算が大きい。

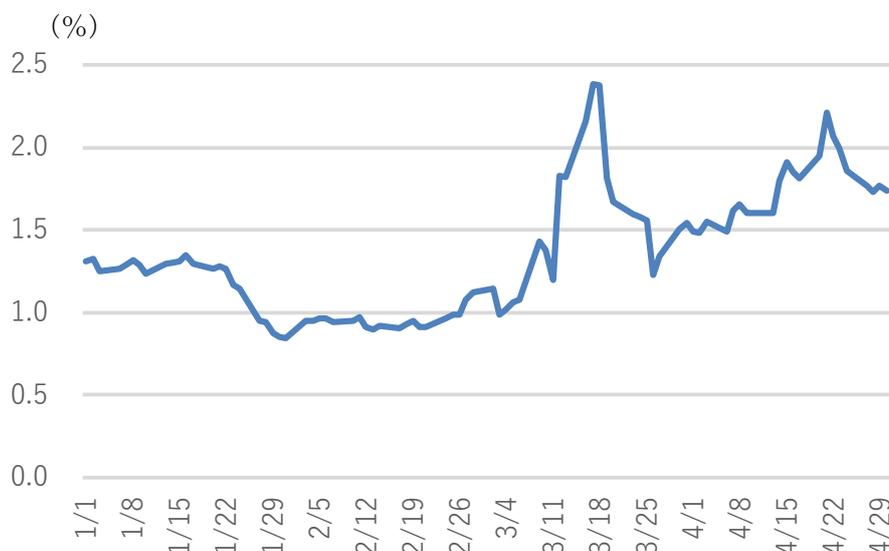
4月24日までの1週間のPEPP利用額は260億ユーロと前週からやや加速し、引き続きハイペースの買い入れが続いている（図表2）。3月下旬の買い入れ開始以降、1日当たりの買い入れ額は平均で48億ユーロに上る。このままのペースで買い入れを続ければ、10月末には7500億ユーロの買い入れ枠を使い果たす計算となる。S & Pの格下げ回避後、イタリアの10年物国債利回りは1.7%台で推移している（図表3）。国債市場の緊張はやや和らいでいるようにも見えるが、これはECBによる巨額の国債買い入れに支えられている面も大きい。

（図表2）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

(図表3) 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

4月23日にEU首脳会議で合意済みのESM融資枠と雇用対策の融資基金は何れも返済を前提とした融資で、6月1日までの稼働開始を目指している。今後イタリア政府がこうしたスキームの利用を開始すれば、政府債務の増加要因となる。また、EU首脳会議で結論が見送られた復興基金は、EU予算を裏付けに発行する債券を原資に支援が行われることが検討されている。基金の財源としてコロナ債を発行する可能性が遠退き、支援形態が返済不要の補助金か、返済が必要な融資かを巡って南北欧州間の対立が続いている。コロナ危機発生以前から巨額の公的債務を抱えるイタリアには財政運営の自由度がほとんどない。EUや加盟国政府の高い信用力を背景に、復興基金はイタリア政府よりも有利な条件で資金を調達することが可能だ。感染終息後の経済復興に充てる財政資金を融資で受け取る場合も、イタリア政府が自前で調達するより返済負担は軽微になるとみられるが、それでも借金が増えることには変わりがない。これまで以上に緊縮的な財政運営を行わない限り、来年以降、イタリアの公的債務比率は高止まりする公算が大きい。

PEPPの資金枠枯渇とPEPP終了後の国債市場の不安再燃を未然に防止するのであれば、ECBは30日の理事会でPEPPの増額や延長を決定することになるだろう。資金枯渇までにはまだ時間があり、ECBが先回りして動くことがかえって財政当局の危機意識後退につながると考えるのであれば、30日の段階ではひとまず静観し、対立が続く復興基金の議論の前進を促す選択肢もある。その他の理事会での注目点としては、資産買い入れプログラムの格付け要件の見直し（ジャンク債に転落する国債や社債の買い入れが可能か）、PEPPの買い入れ対象資産の見直し（残存期間の短い証券の買い入れが可能か）、信用緩和策の強化（TLTRO3のさらなる利用条件見直しなど）、ESM融資枠の利用がOMT（債務危機時に創設したECBの無制限の国債購入策）発動につながるかなど。

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。