

# イタリアとその政府債務についての見解



アナリサ  
ウサルディ, CFA  
アムンディ投資研究所  
シニアエコノミスト



セルジオ・ベルトンチ  
ーニ  
アムンディ投資研究所  
シニア債券ストラテジスト



コジモ・マラスキウロ  
アルファ債券ユーロ部門副責任者

- **格付け会社にとって、イタリア国債に関するスケジュールは大忙しだ:** S&Pは10月20日、イタリアの格付け評価を行った。S&Pは10月20日にイタリアの信用評価を行い、イタリア債(BBB)の安定的な見通しを維持した。DBRS、フィッチ、そして特にムーディーズが今後数週間以内に下すであろう判断は注意深く監視され、イタリア国債のボラティリティを高める可能性がある。
- **2024年、イタリアの成長見通しは、金利上昇の影響とより厳しい世界環境を反映して冷え込むと予想されるが、景気後退はまだ見えない:** 弱い世界経済成長を背景に、イタリア経済は、金利上昇と物価が消費を圧迫するため、2023年と2024年に減速すると予想される。しかし、**需要の回復と次世代 EU(NGEU)投資の進展により、長期的には危機以前の潜在成長率を上回る水準まで安定化すると予測される。**インフレの減速とそれなりに健全な雇用の増加が、短期的には消費と成長の弱含みを緩和するはずである。
- **債務動態は2024年に精査されるが、その後は安定した下降軌道に乗るはずである:** イタリアの債務/GDPの下降軌道は、スーパーボーナスインセンティブ制度(住宅所有者向け税額控除優遇措置)の遺産によって影響を受けるだろう。現在の利回り水準は、債務整理にとってさらなる逆風となるが、平均的な債務コストへの反映は緩やかであるため、算術的にはそれほど悪くはないことを考慮しなければならない。我々の分析によれば、債務/GDP比率の下方軌道は短期的(特に2024年)に疑問符がつくものの、イタリアがある程度の財政規律(必ずしも積極的過ぎない)を実施すると仮定すれば、全体的な持続可能性を危うくするものではないはずである。税収減に伴うスーパーボーナス効果が薄れ次第(つまり2027年)、**債務/GDPの減少基調が再開すると予想される。**保守的な成長率と平均金利の前提を組み合わせると、イタリア政府がプライマリー・バランスの黒字を過去の平均値(2026年までの政府予測)に近づける計画を堅持すれば、**債務/GDP比率は安定した下降軌道に乗ると見られる。**
- **イタリアの国債に対する国内需要は引き続き健全であり、外国人投資家も買い手となっている:** 今年いっぱい、NGEU資金の新たな供給と10月の国債発行の成功に支えられ、イタリアの財政状況は安定を保つだろう。国内の個人投資家は、預金残高が過去の水準からみても高水準にあることから、国債の保有を増やしており、今後さらに市場に関与する可能性がある。これは、ECBの量的引き締めの影響や、財政赤字が拡大する中での発行増を緩和する可能性がある。さらに、外国人投資家は興味深い利回り、魅力的なバリュエーション、高い流動性に魅力を感じている。
- **BTP-BUND スプレッドのボラティリティは短期的に続くと予想される。** スプレッドのさらなる拡大は、投資家にチャンスをもたらす可能性がある。

## S&Pの決定と今後の格付け会社の見直し

10月20日、S&Pグローバル・レーティングスはイタリア国債の格付けを安定的な見通しで据え置くと発表した。この格付け会社の決定は、秋の信用評価の波を開始するもので、10月27日のDBRSモーニングスター、11月10日のフィッチ・レーティングス、そして11月17日のムーディーズと続く。**ムーディーズの判断は、リスクという点で最も微妙なものとなるだろう。**ムーディーズの格付けはすでに投資適格の最低ランクにあり、他の格付け会社とは逆に、2022年8月のドラギ政権崩壊後、同国のアウトルックをすでにネガティブに変更している。S&Pの判断は、他の格付け会社がどのような判断を下すかを示すものだ。現段階では、**格付けの変更よりも、イタリアのアウトルックに関する判断を示す可能性が高いと思われる。**

**イタリア経済の見通し: 2024年の成長は乏しいが、景気後退はない。**

1 プロの顧客専用のマーケティング資料、投資サービス・プロバイダー、その他金融業界のあらゆる専門家。

「イタリアの成長見通しは、金利上昇の影響とより厳しい世界環境を反映して冷え込むと予想されるが、景気後退はまだ見えない」。

2023年の成長率は政府予想と一致し、2022年の3.8%から0.8%に減速すると予想される。この減速は主に個人消費支出の鈍化によるもので、内需の牽引役が金利と物価の上昇によって制約されているためである。物価上昇は減速しているものの、賃金調整が追いついていないため、実質所得は引き続き蝕まれている。インフレの減速とそれなりに健全な雇用の増加が消費を緩和するはずで、消費は鈍化するものの、完全に縮小することはないと予想される。

2024年の予測はより保守的でコンセンサス予想に沿ったものだが、政府目標を下回る。エネルギー支援策の撤回と、内需を制限する全体的な財政制限スタンスにより、成長率は0.5%前後(潜在成長率を下回る)にとどまると予想する。次世代EU(NGEU)資金の配備によって上振れする可能性もあるが、その短期的な影響は予想以上に大きくなる可能性がある。来年の失業率は8.1%から8.4%に上昇する可能性があるが、金融危機以前の水準よりは大幅に低く、世界金融危機直後に観測された12.9%をはるかに下回る。賃金圧力も引き続き緩やかで、昨年観測された範囲にとどまるだろう。

他の欧州諸国と比較すると、イタリアのインフレ圧力は、複数年にわたる労働協約交渉の時期が異なることと、エネルギーを除いた賃金インデクセーションベンチマークの使用によって緩和されている。したがって、賃金調整はまだほとんど追いついていないため、これらの賃金政策によるインフレのさらなる影響は予想されない。全体として、インフレ率は大幅に低下すると予想される。石油ショックやエネルギー・ショックがない限り、2024年の調和されたヘッドラインCPIはECBの目標にほぼ一致するはずである。

2025-26年を展望すると、不測のショックがなければ、金融政策の正常化、外需の回復、NGEU投資の実施に向けた進展に牽引され、成長率は金融危機前の潜在成長率を上回り、1%前後で安定するとみられる。これらの進展は、実際の成長率と潜在成長率の両方を押し上げるはずであり、2027年以降の潜在成長率は控えめに見積もっても0.7~0.8%程度となる。

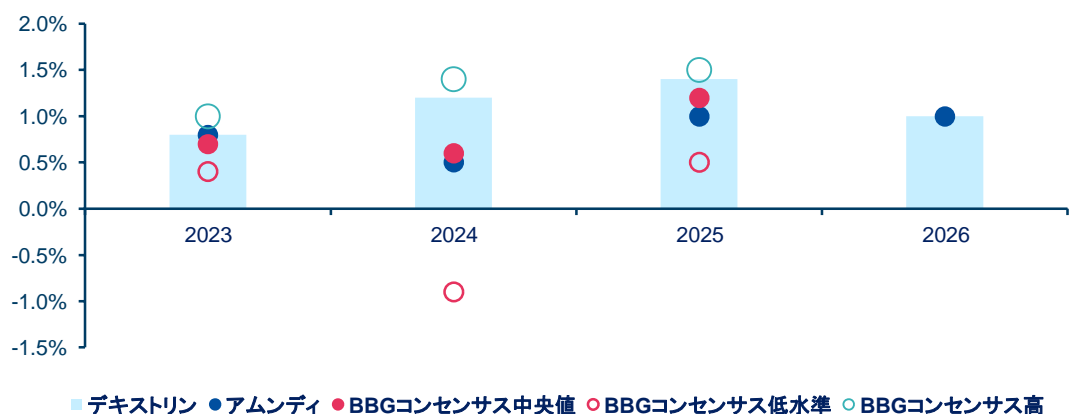


図 1: イタリアの年間成長率予想

出典: アムンディ投資研究所予測。ブルームバーグのデータは2023年10月18日現在。BBG(ブルームバーグ・コンセンサス); DBP、政府予想。

住宅取得者向けの税額控除優遇措置が債務力学に重くのしかかっているが、財政コミットメントは維持されている。

イタリア政府が新たに発表した2023-26年のマクロ経済・財政予測では、今年と来年の赤字目標が悪化することが明らかになった。2023年の赤字目標はGDP比4.5%から5.3%に引き上げられたが、これは住宅所有者向けの税額控除「スーパーボーナス」によるもので、GDPの約1%に相当する。2024年の赤字目標はGDP比3.7%から4.3%に引き上げられたが、このうち約0.5%は低所得世帯を対象とした新たな財政措置によるものである。

「赤字の構成は、歳入減と慎重な歳出抑制のバランスをとりながら財政規律を守る必要性を政府が理解していることを示している」。

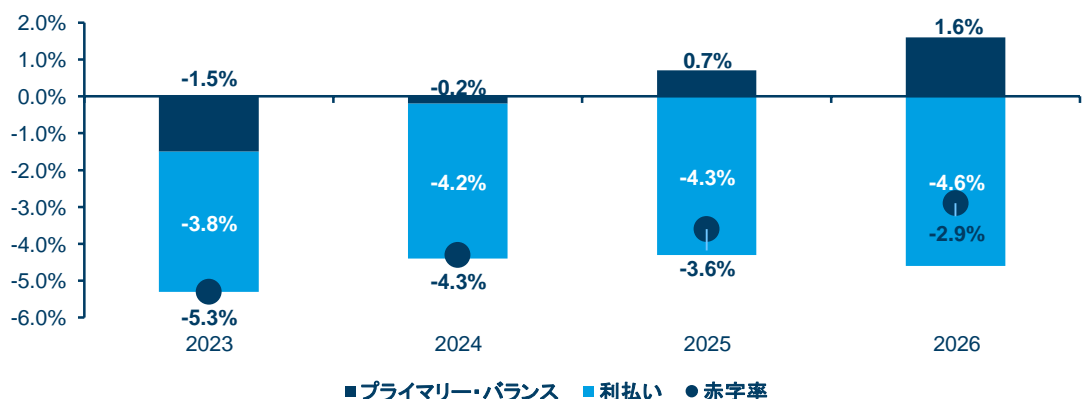
財政赤字は 2026 年までマーストリヒト条約の基準値である 3%を下回らないと予想されており、安定成長協定 (SGP) 改革と新たな EU 財政ルールが合意されなければ、(フランスを含む他の加盟国と同様、イタリアでも) 財政規律を強制するために過剰赤字手続き (EDP) が発動されるのではないかと懸念をかき立てている。プライマリーバランスの黒字化に向けた持続的かつ漸進的な道筋を示す政府のコミットメントと見通しが列挙されており、多少の安心感を得ることができる。

しかし、赤字国債の利払いが増加し、2026 年には GDP 比 4.6%に達すると予測されているため、赤字国債の動態は悪影響を受ける。これは、基礎的財政収支の均衡を維持するための多大な努力を相殺するもので、早ければ来年 (GDP 比-0.2%) には均衡に近くなり、2025 年と 2026 年には徐々にプラスに転じると予想され (それぞれ GDP 比 0.7%と 1.6%)、財政健全化への相当なコミットメントを表している。赤字の構成は、歳入減と慎重な歳出抑制のバランスを取りながら財政規律を守る必要性を政府が理解していることを示している が、赤字の動態は、財政の滑りよりも金利の上昇と連動している。

その結果、債務残高対 GDP 比は、2023 年の 140.2%から、2024 年には 140.1%、2025 年には 139.9%、2026 年には 139.6%と、小幅な減少にとどまると予想される。このシナリオにおける重要な要因は、今後数年間に使用されるスーパーボーナスの繰延税額控除による影響である (予備的試算によると、2024~2027 年の間に年間約 240 億ユーロ、2027 年には 20~80 億ユーロと推定される)。この影響がなければ、債務/GDP の軌跡はより持続的な減少傾向を示し、1%ポイント減少したであろう (2024-2025 年まで)。

成長ダイナミクスが政府予測に対して不利に動いた場合、債務/GDP の軌道が上向きリスクはまだある。我々のシミュレーションによれば、2024 年の実質成長率が政府予測と乖離しているのと同様に、見通しが悪化した場合、基礎的財政収支は-0.5%に近づき、財政赤字は 4.8%に近づき、債務は 2023 年の予想 140.2%から 140.7%に押し上げられる可能性が高い。

図 2: イタリア政府の財政予測



「金利の安定化と将来の ECB の緩和策により、イタリア国債の金利支払い圧力は緩和されるだろう」。

出典 2023 年経済財政文書 (NADEF, 2023) の更新に関するアムンディ投資研究所。

現在の利回り水準は、債務の平均コストに上昇圧力をかけている。しかし、イタリアの総額 24 億ユーロの債務のうち、年間ベースで借り換えが行われているのは約 10%に過ぎない。その結果、利回り上昇の平均負債コストへの波及は緩やかなものとなり、将来の ECB 緩和策によって緩和される可能性がある。

**国内投資家は追加の債務負担を吸収している。**

イタリアの財政状況は、NGEU 資金の第 3 トランシェ (185 億ユーロ) を最近受領したことや、10 月に 170 億ユーロの「BTP ヴァローレ」国債の発行に成功したこともあり、今年いっぱい引き続き支援的である。2024 年には、財政赤字の拡大と ECB の公共部門買取プログラム (PSPP) の引き締めにより、純債務供給は量的緩和前の水準と同程度の 1,100 億~1,200 億ユーロになるはずである。ECB がパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の縮小を予想より早く決定した場合、イタリアでは年間 300 億ユーロ規模の新規債務を市場が吸収しなければならなくなる。注目すべきは、ECB

3 プロの顧客専用のマーケティング資料、投資サービス・プロバイダー、その他金融業界のプロフェッショナル向けのマーケティング資料です。

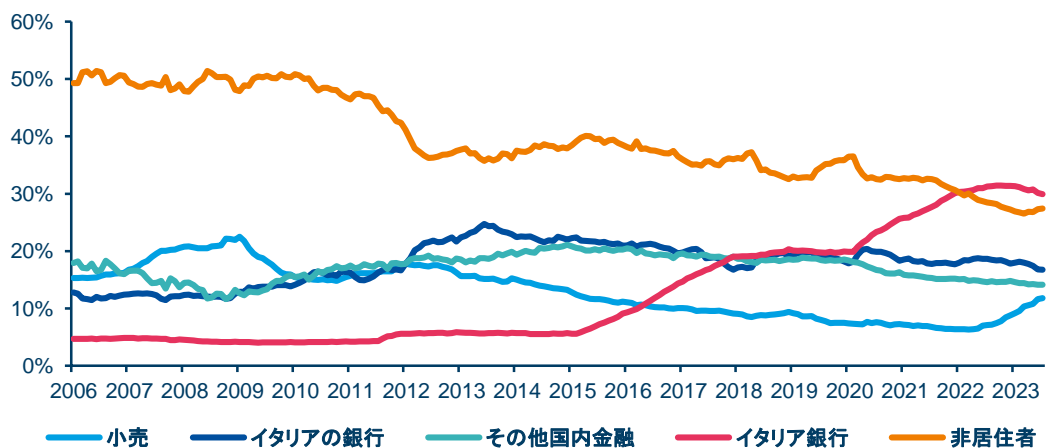
が PEPP プログラムにおけるイタリア国債の保有額を年初来で 50 億ユーロ近く増加させており、PEPP の再投資戦略に柔軟性があることを示していることである。

「個人投資家が市場において存在感を増すための未開拓の可能性を見ている。

現在、バリュエーションが魅力的な水準にあることから、国内の個人投資家はイタリア国債の保有額を約 1,100 億ユーロ増加させ、流通可能なイタリア国債の保有者に占める比率を約 11%に押し上げ、2022 年上半期の低水準である 6%(約)のほぼ 2 倍とした。さらに、ソブリン債は現在、家計ポートフォリオの 5%近くを占めている。イタリア銀行(BOI)が発表した金融商品別の保有残高の詳細な内訳を見ると、イタリアの家計は過去とは異なり、主に 2~5 年の満期レンジに焦点を当て、短期手形(Bots)や変動利付債(CCTs)ではなくイタリア国債(BTPs)に投資している。預金フローの変化は、要求払い預金から BTP へ、さらに最近では(BTP より程度は低いものの)定期預金へのシフトを示している。しかし、預金量は過去の水準から見れば依然として高く、現在は長期的なトレンドに近い。

すでに大幅に増加しているとはいえ、個人投資家が市場での存在感を高める可能性はあると見ている。

図 3: イタリアの債券保有者別



出所 2023年8月時点のイタリア銀行のデータに基づくアムンディ・インベストメント・インスティテュート。

長引く資金流出の後、外国人投資家もイタリア国債の純購入者となり、今年 1~7 月の資金流入額は 350 億ユーロのプラスとなった。さらに、短期債の純売却額は 170 億ユーロに達し、長期債の購入額は 520 億ユーロに達した。外需がさらに拡大する可能性は、イタリアが EU の財政要件にコミットし、国家復興強靱化計画(NRRP)の実施が進展するかどうかにかかっている。来年の財政赤字がブリュッセルとの深刻な対立につながるとは予想されないが、今後の格付け会社の見直しによって、より詳細な洞察が得られるだろう。

対照的に、イタリアの銀行は今年、ソブリン債の保有を若干減らし、より魅力的なバリュエーションに後押しされた非国内債券を購入することでポートフォリオを多様化している。ターゲット長期リファイナンス・オペレーション(TLTRO)の満期は、国内銀行の市場回帰を制限するもう 1 つの要因となっている。

市場に対する ECB の影響力は徐々に低下しているが、それでも市場性債務の 30%を占めており、イタリアの銀行とその他の国内金融機関が 31%を占めている。非居住者投資家の比重は過去最低水準まで低下している。イタリアの投資家が海外で運用する資産から非居住者の保有分を差し引くと、外国人投資家の比重は 20%近くになる。

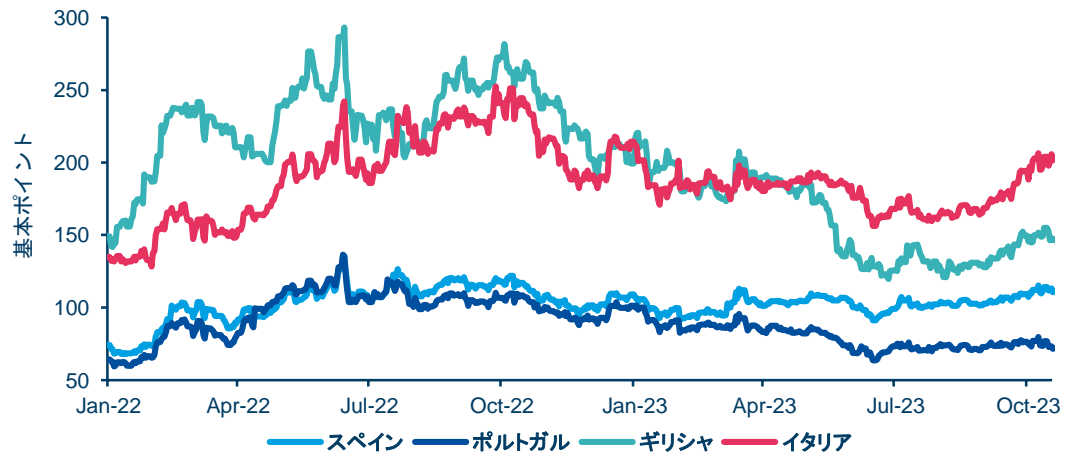
4 プロの顧客専用のマーケティング資料、投資サービス・プロバイダー、その他金融業界のプロフェッショナル向けのマーケティング資料です。

「金利ボラティリティの低下は、特に周辺国でのキャリートレードの復活を促すだろう。中でもイタリアは、魅力的なバリュエーションと流動性が混在している点で際立っている。」

#### 金利と10年物BTP-BUNDスプレッドの見通し。

10年物BTP-BUNDスプレッドが200bpに達した最近のリプライスは、主にリスク回避マインドやリスクフリー利回りの上昇など、システムティックな要因によるものであった。その程度は低いだが、2024年の供給見通しが厳しく、同国の財政赤字が拡大していることや、マクロ経済環境が悪化する中でECBが量的引き締めを実施したことも影響した。昨年のTPI(Transmission Protection Instrument)の発表とドラギ政権の崩壊後、スプレッドは急速に240bpに達した。2024年の需給バランスが悪化し、格付機関による見通しの変更された場合、スプレッドはこの水準まで上昇する可能性があるというのが我々の見方である。投資家は魅力的な利回り水準に惹かれる可能性があるため、この水準は安定化する領域と考える。市場にさらなるストレスが生じた場合にも、ECBのセーフティネットは有効である。

図4: ドイツBUNDに対する各国10年債スプレッド



出所アムンディ投資研究所、ブルームバーグ、2023年10月25日現在。

中央銀行が利上げサイクルのピークに達した可能性が高く、来年半ばには利下げを開始するはずであり、その背景にはマクロ経済の悪化と、金融政策の実体経済への伝播の進行によるインフレ率の低下がある。金利ボラティリティの低下は、特に周辺国でのキャリートレードの復活を促すだろう。なかでもイタリアは、魅力的なバリュエーションと流動性を兼ね備えている点で際立っている。

## アムンディ投資研究所

ますます複雑化し、変化する世界において、投資家は、資産配分を決定し、ポートフォリオを構築するために、投資環境や投資手法の進化をよりよく理解する必要性を強く訴えています。アムンディ・インスティテュートは、グローバルな投資プロセスの中心に位置し、販売会社、機関投資家、企業など、アムンディのすべてのお客様に対し、あらゆる資産に関するソート・リーダーシップの提供、アドバイスの強化、トレーニング、日常的な対話の促進を目的としています。アムンディ・インスティテュートは、アムンディのリサーチ、市場戦略、投資洞察、アセット・アロケーション・アドバイザリー活動を統合したものです。アムンディ・インスティテュートは、アムンディの見解や投資推奨を発信することを目的としています。

### アムンディ・インベストメント・インスティテュートを知る



#### 定義

- **ベースポイント (bp)** : 1 ベース・ポイントは、1%ポイントの 100 分の 1 (0.01%) に相当する単位。
- **クレジット・デフォルト・スワップ (CDS)** : クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) とは、貸し倒れなどの信用事由が発生した場合に、CDS の売り手が買い手に補償するという金融スワップ契約である。
- **ターム・プレミアム** : ターム・プレミアムとは、長期債の利回りが短期債の利回りを上回る額のことである。このプレミアムは、投資家がより長い期間の貸し出しに対して期待する補償額を反映している。長期債のクーポンを回収する期間が長い場合、満期までの利回りは高くなる。期間プレミアムの額は、個々の債券の金利に依存する。
- **ボラティリティ** : ある証券または市場指数のリターンの変動幅を統計的に測定したもの。通常、ボラティリティが高いほど、その証券／市場はリスクが高い。

#### 重要なお知らせ

本資料は情報提供のみを目的としたものです。本資料は、いかなる証券またはその他の商品もしくはサービスの販売、購入の勧誘、推奨を構成するものではありません。言及されている証券、商品、サービスは、あなたの法域の関連当局に登録されていない可能性があり、あなたの法域の政府当局または類似の当局によって規制または監督されていない可能性があります。本資料に含まれるいかなる情報も、お客様の内部使用にのみ使用することができ、いかなる形式であれ、複製または再販することはできず、また、いかなる金融商品、商品または指数の根拠または構成要素として使用することはできません。さらに、本書のいかなる内容も、税務、法律、投資に関するアドバイスを提供することを意図したものではありません。別段の記載がない限り、本資料に含まれるすべての情報はアムンディ・アセット・マネジメント S.A.S.によるものであり、**2023年10月25日現在のものです**。分散投資は利益を保証するものでも、損失から保護するものでもありません。本資料は「現状有姿」で提供されるものであり、本情報の利用者は本情報を利用した場合の全リスクを負うものとします。過去のデータおよび分析は、将来のパフォーマンス分析、予測、または予測を示唆または保証するものではありません。市場および経済動向に関する見解は、執筆者のものであり、必ずしもアムンディ・アセット・マネジメント S.A.S.のものではありません。また、市場その他の状況により随時変更される可能性があり、国、市場、セクターが期待通りに推移する保証はありません。これらの見解は、投資助言、証券の推奨、またはアムンディの商品の売買の指示として依拠されるべきものではありません。投資には、市場リスク、政治リスク、流動性リスク、為替リスクなどのリスクが伴います。さらに、アムンディはいかなる場合においても、その使用による直接的、間接的、特別、偶発的、懲罰的、結果的(逸失利益を含むがこれに限定されない)またはその他の損害について責任を負いません。

最初の使用日 2023年10月27日

アムンディ・アセット・マネジメント(資本金 1,143,615,555 ユーロ、SAS)により発行された書類: 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

#### 編集長

##### モニカ・ディフェンド

アムンディ・インスティテュート代表

##### ヴァンサン・モルティエ

グループ最高投資責任者

##### マッテオ・ジェルマーノ

グループ・チーフ・インベストメント・オフィサー  
ー代理