

イタリア債務の持続可能性について考察する

By Katharine Neiss, グローバル・リサーチ副責任者兼欧州地域チーフ・エコノミスト

Ritush Dalmia, CFA, 欧州地域エコノミスト

イタリアでは、コロナ禍に対応するために導入された税額控除によって、同国の対 GDP 債務比率が再び上昇するという予期せぬ結果がもたらされている。2022 年には英国のミニ予算が大混乱をもたらし、6 月にはフランスで突然の国民議会選挙の実施が発表される中、投資家の間では債務の持続可能性を巡る懸念が高まっている。こうした状況下で、イタリアの債務問題に対しても注目が集まっており、今秋にはイタリア国債に対する市場の投資意欲を試すイベントが集中している。こうした緊張感はあるものの、EU が提供する実質的な「ガードレール」と足元の供給面での改善を背景に、PGIM フィクスト・インカムではイタリアに対して前向きな見通しを維持している。しかし、イタリアの債務の持続可能性は、同国の GDP 成長率と EU の結束力に左右されるだろう。

イタリアにおける「スーパーボーナス」と呼ばれる税優遇措置は、暖房や空調システムの更新など、家庭のエネルギー効率の改善に対する非常に手厚い税額控除であり、コロナ禍に成長を押し上げることを目的として導入された¹。イタリア国民はすぐさまこの補助金の制度を利用し始め、これまでの税額控除は 2,000 億ユーロを上回る水準に達している。これは、イタリアに割り当てられた「次世代の EU 基金」の総額に相当する²。別の言い方をすれば、2021、2022、2023 年の税額控除はイタリアの GDP の約 10% に相当する（図 1）。

図 1：イタリアの税額控除の急増とそれに伴う財政赤字の拡大は対 GDP 債務比率の急上昇に繋がる可能性がある



出所：マクロボンド、イタリア経済財務省。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

こうした税額控除が急速かつ長期にわたってイタリアの財政に影響を及ぼしている背景として、この制度が広く国民に利用されているということだけでなく、その原因の一部として会計規則も挙げられる。当初、税額控除の権利はエネルギー効率改善を目的とした工事を開始した時点で発行される一方、財政コストは数年にわたって分散される予定だった。しかし、EU の統計局である「ユーロスタット」は、発生主義に則って、税額控除に伴う財政コストは工事開始時点で、政府の歳出として全額計上されるべきとした。

この結果、スーパーボーナスにかかる財政コストが急上昇し、イタリア政府は 2023 年の財政赤字を対 GDP 比で 4.5%から 7.4%に上方修正し、過年度についても同様の修正を実施した。図 1 に見られる上昇に加えて、スーパーボーナスは、受給資格の厳格化が提案された 2023 年 10-12 月期に駆け込みのため大きく増加したため、同国の財政赤字はさらに上方修正される可能性もある。

加えて、税額控除に伴う歳入の減少や、これを受けた国債増発に伴う債務の増加は現金主義で計上されることから、同国の対 GDP 債務比率への影響は今後 3 年程度で最も顕著になってくるだろう。さらに、足元から成長が緩やかに減速するシナリオでは尚更である。しかし、イタリアの成長見通しについて弱気だった市場コンセンサスは改善傾向にあり、我々と同様に建設的な見方をするようになっている。我々は、同国の GDP 成長率について 2024 年は 0.8%、2025 年は 1.0%と予想している。

懸念材料

今後数週間は、フランスにおける選挙が投資家の注目を集めると予想される。一方、年後半にかけては、今後予定されている政策・政治イベントとスーパーボーナスの影響が重なることから、市場をさらに揺るがす可能性がある。まず、イタリア政府は 2024 年秋まで財政計画の公表を延期している。こうした中、同国の債務の持続可能性に対処する計画への監視の目がさらに厳しくなり、メローニ首相にとっては最初の重大な試練となるだろう。財政計画公表の期日が迫ることによる影響や、スーパーボーナスによる成長の押し上げ効果が薄れることによって、予想に反してイタリアの経済成長が鈍化する可能性があり、同国の根本的な脆弱性が浮き彫りとなる可能性がある。

メローニ首相への圧力が高まり、イタリア経済の軟化が政治にも影響を及ぼすような兆候が見られた場合、同盟（レーガ）などの他の右派勢力が反 EU の主張を強める引き金となり得る。

欧州中央銀行（ECB）は長年にわたり、欧州各国の国債を様々な形で支援してきた。その一つであるパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の再投資は 2024 年 7-9 月期から段階的に縮小し、年内に終了する予定である。**このように ECB が国債購入から手を引くと、市場は大量のイタリア国債を吸収する必要がある。**イタリアの資金調達ニーズは足元で約 1,500 億ユーロ程度となっており、今後数年間にわたって、コロナ禍前の平均である約 500 億ユーロに比べて非常に高い水準で推移することが見込まれている。

もう一つの支援策である ECB の伝達保護措置（TPI）は依然として曖昧であることに加え、今のところ使用実績はなく、発動された場合、市場では不透明感が高まる可能性がある。ECB による利下げ開始はイタリアにとっては好材料であるものの、利下げ幅、ペースともに期待された程ではない可能性がある。これによって、イタリアは過去に発行した債務に対処する中でさらなる圧力を受けることになる（図 2）。

図 2：利下げの不透明感と高利回り環境がイタリア国債利回りを押し上げてきた



出所：マクロボンド

長期的には楽観的な見方

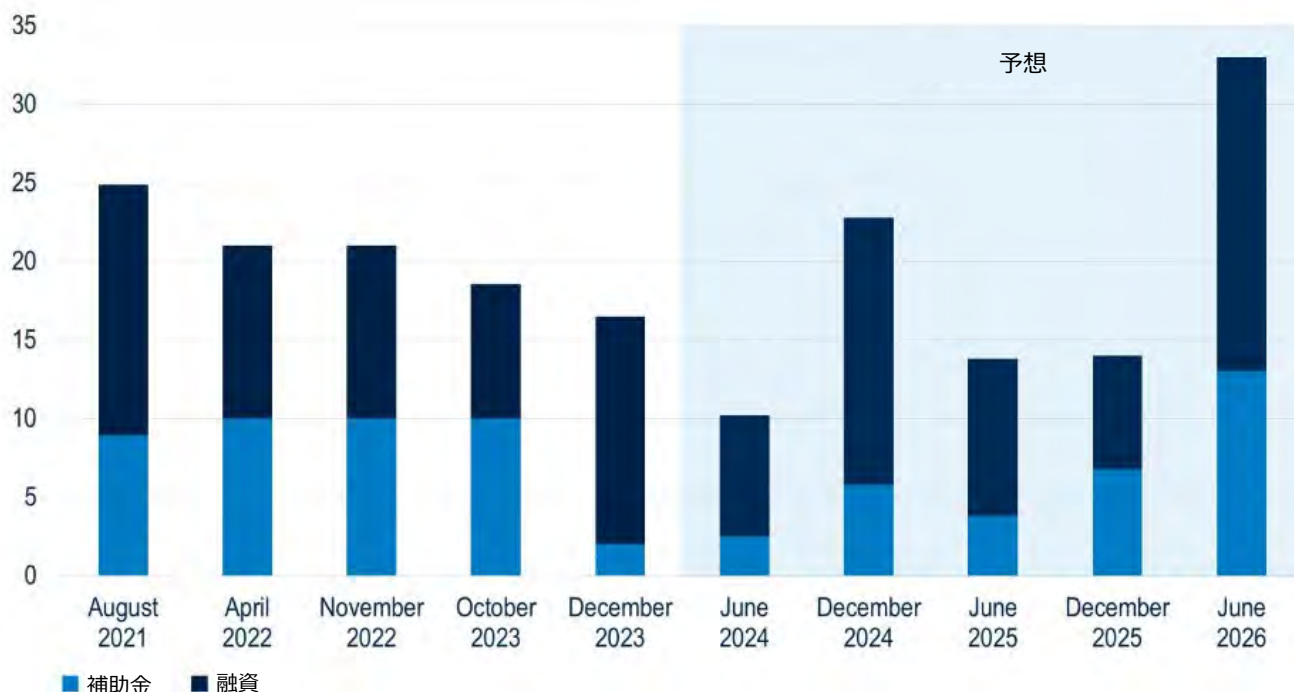
我々が長期的にはイタリアに対して楽観的な見方をしている前提として、過去に EU の不安定さが高まった局面に比べて、現在のイタリアは全く状況が異なっているという点が挙げられる。まず、同国の政治は相対的に安定しており、対 EU という側面では、「EU ガードレール」からの目に見える恩恵を受ける中で、反 EU の機運は高まっていない。

実際、イタリアの政府高官は、ロシアによるウクライナ侵攻によって一時的に停止し、2024 年後半に再び発効を控える EU の財政規則を遵守する意向を示している。イタリアは過剰財政赤字の是正措置（EDP）の下に置かれることになるが、改正された EU のフレームワークでは、対象国は予算案について EU からの承認が得られると同時に、多くの財政余地を与えられることになる。

ECB の TPI プログラムには曖昧さがあり、活用された実績もないが、イタリアは引き続き同プログラムの適格国となっている。TPI のトリガーは曖昧であるが、「無秩序な市場動向に対抗するために」発動される可能性があり、例えば、イタリア国債の対ドイツ国債スプレッドが過度に拡大した場合が挙げられる。TPI の利点は、その国が制御できない事象によってスプレッドが拡大する場合にも使用可能な点にあり、その影響が市場に伝播していくリスクを軽減することで投資家にさらなる安心感を提供できる。例えば、フランスの国民議会選挙の結果を受けてイタリアのスプレッドがさらに拡大するリスクを軽減するために、TPI を発動させることもできる。

同国の財政赤字が大幅修正された後も、財政面の精査が続けられている。イタリア政府は 2024 年にかけて財政赤字を 4.3%まで改善させることを表明しており、メロニ首相にとっては難しい決断が待ち構えている。しかし、スーパーボーナスの影響がようやく一段落する可能性があるほか、今後に向けては支援材料もある。スーパーボーナスの受給資格者は厳格化され、4 月のデータからは税額控除の申請件数が激減していることが示された。税額控除の（わずかであるが）一部は、対 GDP 債務比率への影響を平準化させるために再編成される可能性もある。支援材料としては、2024 年と 2025 年は「次世代の EU 基金」からの資金配分がピークを迎え、足元までに大きな遅れやリスクが生じる兆しは見られないことが挙げられる。

図 3 : 次世代の EU 基金からの資金配分



出所：欧州委員会

結論

本稿で述べてきたリスクは想定されるものの、イタリアの債務の持続可能性は同国の GDP 成長と EU の結束が鍵を握っており、後者は EU の新しい財政ルール、次世代の EU 基金、そして ECB によって下支えされる。

何よりも、イタリアの対 GDP 債務比率は改善された水準にあり、スーパーボーナスからの景気の押し上げが見られれば、2024 年の成長率は上方修正される可能性もある。スーパーボーナスの効果が薄まった場合には成長鈍化がもたらされる可能性があることを指摘したが、一方で輸出とサービス部門は、建設部門に加えて足元の堅調な成長の牽引役となっている。また、労働参加率が上昇して失業率は数十年来の低水準にある中、イタリアの供給面における潜在力が改善している兆しも見られている。

1. イタリアの税額控除プログラムである「スーパーボーナス」は 2020 年に導入され、控除率は 110%。
2. PGIM フィクスト・インカムが 2022 年 11 月 1 日に発行した "Italy : Europe's Sleeping Beauty" を参照。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 6 月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIM リミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIM ネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM ネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定の EEA 諸国では、それが認められる場合には、英国の EU 離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIM リミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIM リミテッドまたは PGIM ネーデルラント B.V.によって、FCA の規則が定めるプロの投資家、および/または第 2 次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社 PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。**日本**では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIM ジャパン株式会社が情報を提供しています。**韓国**では、投資顧問サービスのライセンスを有する PGIM インクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。**香港**では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業である PGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されている PGIM インクに委託されることがあります。**オーストラリア**では、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州 2001 年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアは PGIM リミテッドの代理人であり、PGIM リミテッドは金融サービスに関して豪州 2001 年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIM リミテッドは英国法に基づき FCA の監督下であり (登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009 が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。**南アフリカ**では、PGIM インクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。

(ライセンス番号：49012) **カナダ**では、情報開示基準である NI 31-103 における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIM インクは次の事項について通知しています。(1) PGIM インクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103 に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIM インクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIM インクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州における PGIM インクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、**ブリティッシュコロンビア州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、**オンタリオ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、**ノバスコシア州**：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、**アルバータ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2024 PFI and its related entities.
2024-5045

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"Anything But a "Superbonus" for Italy's Debt Sustainability"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC の登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

本資料は、プロの投資家を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ109681

3672811-20240628