

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
ストラテジスト



フランス混乱、マクロン大統領の賭けはどうであるか

フランスの政治不安を背景に、ユーロ圏の債券市場が混乱、フランス国債とドイツ国債とのスプレッドが急拡大しました。欧州議会選挙では極右政党が躍進し、マクロン大統領は国民議会の解散・総選挙を決定しました。極右政党の躍進は増加する移民への対応を求める声を反映した面があります。フランスは財政状況の悪化も深刻な問題です。議会選挙の結果は財政問題の方向性にも影響を与えそうです。

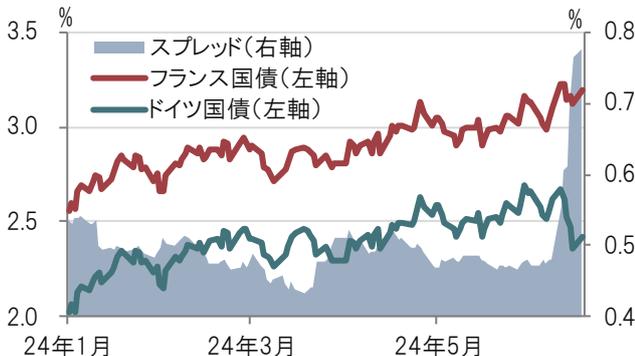
■ フランスの政治不安を背景に、国債利回りは対ドイツ国債比で急上昇

フランスの政治不安が欧州債券市場の波乱要因となっています。ユーロ圏で最も安全とみなされるドイツ債とフランス国債との利回りの差（スプレッド）は6月になり拡大傾向です（図表1参照）。フランスとドイツのスプレッドは年初から6月までおおむね0.5%前後の比較的狭い範囲で推移していました。しかし、足元ではスプレッドが0.8%近辺にまで拡大しています。

ユーロ圏では、独仏と並び称されるようにフランス国債の安全性は高いと認識されていましたが、17日のフランス国債の利回りは約3.2%で、ポルトガル国債の3.16%を上回り、スペイン国債の3.31%に近づきつつあります。

図表1：フランスとドイツ10年国債利回りとスプレッドの推移

日次、期間：2024年1月月初～2024年6月17日、スプレッドはフランス国債利回り－ドイツ国債利回り



出所：ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

■ 欧州議会選挙の結果を受けマクロン大統領は解散・総選挙を決断

フランスの最近の出来事（イベント）を振り返りながら、フランスの政治不安の背景を整理し今後のポイントを述べます。

まず、5月31日にS&Pグローバル・レーティングはフランス国債を格下げしました（図表2参照）。フランス国債市場は格下げ自体への反応は限定的でしたが、S&Pが格下げの理由にあげたフランスの財政状況は、その悪さが浮き彫りとなりました。

フランスが24年3月に発表した23年の財政赤字対GDP（国内総生産）比率は約5.5%、債務残高対GDP比率は約110.6%でした。政府見通し（各々4.9%、109.7%）を上回り財政状況の悪化が示されました。深刻なのはフランスでは大統領支持会派が議会で過半数を持たず議会運営に

図表2：フランスの最近（5月末～6月）の主なイベント

月日	イベント	注目点など(要約・抜粋)
5月31日	フランス国債格下げ	S&Pグローバル・レーティングはフランス国債を「AA」から「AA-」に格下げ
6月9日	欧州議会選挙	フランスとドイツの与党が欧州議会選挙で敗北、一方右翼政党が躍進
6月9日	国民議会、解散・総選挙	欧州議会選挙の結果を受けマクロン大統領は国民議会解散・総選挙を表明
6月11日	フランス国債大幅下落	マクロン大統領が辞任の可能性を議論したとの観測報道
6月13日	左派系政党が結束	緑の党、社会党、共産党、「不屈のフランス」を含む左派系政党が候補者の一本化などで合意(社会党が表明)

出所：各種報道等を参考にピクテ・ジャパン作成

四苦八苦していることです。マクロン政権は、年金改革など重要法案で、批判の多い憲法49条3項の特例（議会採決なしに法案を成立させる）を活用してきました。昨年マクロン政権は国民の反対が根強かった年金改革（支給年齢引き上げ）で、下院の審議を打ち切り、法案を成立させる荒っぽい手段に打って出たため国民の反発を招きました。6月6日～9日（フランスは9日）に行われた欧州議会選挙では極右政党が票を伸ばしました。ルペン前党首らが率いるフランス「国民連合(RN)」はフランス政党への票の31.4%を獲得した一方で、マクロン大統領の政党「再生」の得票率は14.6%にとどまりました。コロナ禍の終わり、ウクライナでの戦闘を受け急増している欧州への移民に対する政策への期待が極右政党への支持を押し上げた面もありそうです。

欧州議会選挙の結果を受け、マクロン大統領は国民議会（下院）の解散・総選挙を決断しました。第1回投票は6月30日、決選投票（第1回投票で決定しない場合）は7月7日と短期決戦を仕掛けました。極右の台頭や政権奪取に国民は、最後は反対するだろうという読みが、誰も予想できなかった解散・総選挙を決断した背景と見られます。しかし、解散・総選挙という賭けに出たマクロン氏にとっての誤算は左派系勢力の結束です。緑の党、社会党、共産党、「不屈のフランス」を含む左派系政党（左派連合）が小選挙区制で争われる第1回投票で各選挙区に出馬する候補者の一本化で合意しました。マクロン氏は他の政党の選挙準備が整う前に、解散・総選挙を仕掛け、極右台頭への嫌悪感を利用する作戦だったと思われるのですが、当ては外れたように思われます。

■ マクロン大統領は解散・総選挙の賭けに出たが、状況は不透明

国民議会（下院）選挙の行方は混とんとしていますが、大きく3つのグループ、①「国民連合」と共和党の一部などによる極右政党、②左派連合、

③「再生」などによる大統領支持会派に分かれます。支持率を見ると、①の極右政党が30%超とリードし、②の左派連合が20%超、③の大統領支持会派は15%超、となっています。欧州議会選挙の得票率と大差ない状況です。

国民議会（下院）選挙の結果を予想するのは困難です。選挙は第1回と決選投票で行われ、第1回投票で絶対過半数、かつ有権者の25%以上の票を獲得した候補者は当選しますが、これに満たない場合は、決選投票で上位2名に加え、一定の得票を獲得した候補により争われます。第1回投票で極右政党の候補が3割程度を獲得しても、決選投票では敗れる可能性もある仕組みで、獲得議席数の読みは複雑です。

そのような票読みの難しさはあるなか、市場では主に2つのシナリオが想定されています。1つ目は現在の支持率を反映した議席分布となり、どの勢力も過半数に達しない（ハング・パーラメント）ケースです。この場合、政策毎に離合集散を繰り返すなど不安定な議会運営が懸念されます。一方で、連立工作が進展することも期待されるなど選挙後のシナリオも描きにくいケースが想定されます。

2つ目は現在最も支持率の高い極右政党などが過半数を確保して極右政権が生まれるシナリオです。今回は議会選挙であるため、マクロン大統領は（辞任しなければ）地位を維持しますが、大統領（中道）と首相（右派か極右）というねじれ状態の「コアビタシオン（共存）」となります。フランスでは過去20年以上見られない体制です。コアビタシオンではマクロン大統領の権限縮小が想定されず。その場合、市場が懸念するのは財政改革の遅れです。先の年金改革でもマクロン政権の支給年齢引き上げは、手法に問題はありますが、財源確保、年金維持に必要と思われる。一方、極右の国民連合は支給年齢引き下げを支持するなど財政へのスタンスは正反対です。なお、国民連合は欧州連合（EU）離脱など反EU色を弱めてはきていますが、EUはフランスに財政規律を求めているだけに不安の種は尽きません。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2024年3月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様へに帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・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380号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会