

# 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  
シニア・ストラテジスト



## フランス格下げ、まずは政治による対応が必要

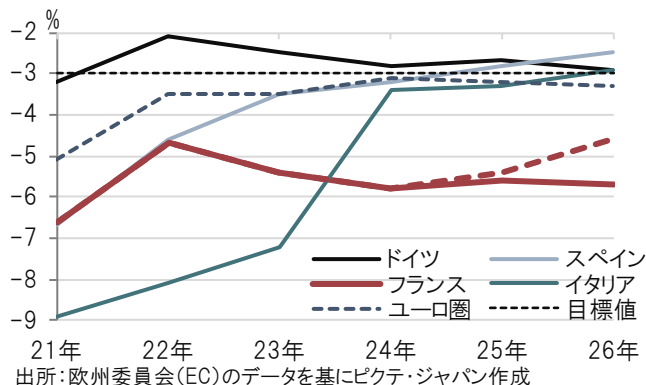
格付け会社フィッチはフランス国債の格付けをAA-からA+へ引き下げ、見通しは「安定的」とした。背景はフランスの財政赤字や政治の混乱であり、今後も他社による格付け見直しが続く見通し。フランス国債利回りには信用低下が示唆されている。欧州中央銀行は現時点での特別対応は不要とするも、フランス自身の財政改革を期待しているが、26年度予算など課題は多く、解決の道筋は不透明である。

### ■ フィッチ、フランスの国債格付けをシングルAプラスに引き下げ

格付け大手フィッチ・レーティングス(フィッチ)は9月12日、財政懸念などを背景にフランス国債の格付けをAA-からA+へ引き下げたと発表した(図表1参照)。フィッチはフランスの格付けを引き下げたが、格付け見通しは従来の「弱含み」から「安定的」に変更した。フランスでは9月8日に行われたバイル内閣(当時)の信任投票が否決され、フランス政治の分裂が示された。フィッチは政治の不安定さを格下げ理由の1つとしている。フランスの財政赤字対GDP(国内総生産)比率はユーロ圏主要国の中でも改善が遅れており、同比率を目標の3%に戻すことが危ぶまれている。

図表1: ユーロ圏の主な国の財政赤字対GDP比率の推移

年次、期間: 2021年~2026年、24年以降はECの予測値(25年5月19日に公表された「25年春の経済見通し」を参照した。フランスの赤線のうち点線は政府の目標。ユーロ圏の財政目標は対GDP3%以内



### ■ フランスで新首相が指名されたが財政改革の道筋は不透明

フランスのマクロン大統領は9日、新たな首相にルコルニュ前国防相を指名した。ルコルニュ首相は分断された議会において、懸案となっている26年度の予算案成立に向けた重責を負うこととなった。フランスの税収入対GDP比率はユーロ圏の中ではすでに高水準なことなど財政改善余地に乏しい。ルコルニュ首相が妙案を出せる可能性は低く、当面は厳しい政策運営を迫られそうだ。

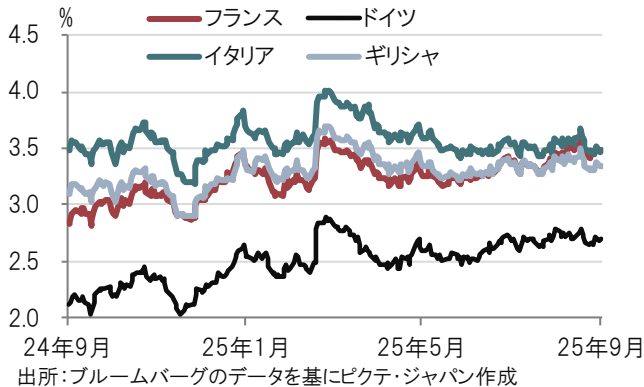
フィッチは格付け発表予定日の12日に格下げを発表したが、他の主要格付け会社の発表も今後控えている。ムーディーズ・レーティングスは10月24日、S&Pグローバル・レーティングは11月28日にフランスの格付けレビューの結果を発表予定だ。

ムーディーズはフランスの格付けをAA-に相当するAa3、S&PはAA-としている。特にS&Pはフランスの格付け見通しを25年2月から「弱含み」としており、財政改善の見通しが厳しいと判断したならば、格下げがあっても不思議ではない状況だ。

財政不安、政治の混乱、格下げ懸念などを反映してフランス国債利回りは上昇(価格は下落)傾向となっている(図表2参照)。財政悪化で注目されることが多いイタリアの10年国債利回りを足元で上回る局面も見られるなど、フランスの信用低下は国債利回りに明確に示されている。

図表2:ユーロ圏の主な国の10年国債利回りの推移

日次、期間:2024年9月17日~2025年9月17日



## ■ 格下げを理由にECBがフランス国債を購入する可能性は足元、低そうだ

欧州中央銀行(ECB)は9月11日に政策理事会の結果を発表し、市場予想通り政策金利を据え置いた。理事会後の記者会見ではフランスについての質問が複数あった。ECBのラガルド総裁は個別国の財政について一切コメントしない方針を貫いた。しかし、ユーロ加盟国の国債利回りの格差(スプレッド)の変化が金融システムに与える影響や、その対応方法である国債購入政策について若干発言した。

ラガルド総裁の発言内容を要約すると、現在活用可能な国債購入政策であるTPI(伝達保護措置)の発動について、現段階では必要性は低いとの考えを示し、フランス自身による問題解決への期待をにじませた(図表3参照)。

図表3:ECBによる主な国債購入政策

主な国債購入政策	期間	注目点
SMP(証券市場プログラム)	10年5月~12年9月	スプレッド対応
OMT(無制限国債購入策)	12年9月~現在	支援プログラムの履行が必要 発動実績ゼロ
APP(PSPP)	15年3月~22年(途中中断)	量的金融緩和
PEPP(パンデミック緊急購入プログラム)	20年3月~22年3月	コロナ対応
TPI(伝達保護措置)	22年7月~現在	スプレッド対応

出所:ECB、各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

ECBの国債購入政策は資産購入プログラム(APP、その大半は公的部門購入プログラム(PSPP))のように量的金融緩和を主体としたものと、TPIのようにユーロ加盟国のファンダメンタルズから正当化できない金利格差(スプレッド)を抑制するための政策に大別される。現存する主なスプレッド対応策としてはOMTとTPIがあるが、OMTを利用するには財政支援(ESMなど)を受け入れる必要があり、フランスに適用されるのは現実的でない。そもそもその厳しい前提条件からOMTは実績がない。

TPIも実績は見当たらない。発動の条件としてユーロ圏の財政枠組み(財政基準)に準拠していることや、深刻な不均衡の発生、財政の持続性などは求められるが、裁量的な面もありOMTと比べればハードルは低いとみられる。ラガルド総裁の会見で記者の質問が集中したのがTPIであったのは、そのような背景があるからだろう。

なお、ラガルド総裁はコロナ禍の影響が残る22年3月12日の政策理事会後の会見で、「ドイツとイタリアの長期金利スプレッドを縮小するのはECBの任務ではない」と発言し、当時懸念されていたイタリアとドイツのスプレッドがさらに拡大するという事態となった。これを受けてECBは1週間ほど後の3月18日に緊急の政策理事会を開催してPEPP導入を決めたという苦い経験もある。

今回の会見でラガルド総裁はECBの使命は物価安定だが、そのためには金融の安定性は必須であり、市場動向に注意を払っていると指摘した。そのうえで、現状は何らの対応をする段階ではないこと、(フランスが)財政改善に取り組むことが先決であることを強調した。TPIの発動には個別の国の財政改革への取り組みが求められる中、現状はフランス政治への期待を述べるにとどめた格好だ。

フィッチのフランス格下げでECBが慌てる様子はなく、その必要もないと判断しているようだ。ただ、26年度予算を含め、フランスの財政問題の解決は全く道筋が見えていないだけに、注意は怠れない。

## 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(2025年6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