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



フランス国債利回り上昇、何がそうさせたのか

フランス10年国債利回りが上昇傾向で、ドイツ国債とのスプレッドは2012年半ば以来の水準に拡大した。背景は、フランスの財政赤字拡大、不安定な議会運営、来年の大統領選を控えた不確実性がある。財政赤字対GDP比率は、ドイツやスペインより悪化しており、財政改革も難航している。政治的には緊縮財政を掲げる与党と反緊縮を掲げる国民連合・左派が対立し、財政改革への信認が揺らいでいる。

■ フランス国債とドイツ国債利回りの格差が歴史的水準にまで拡大した

9月30日の欧州金融市場では、フランスの長期金利の指標となる10年国債利回りが4.86%程度にまで上昇した（図表1参照）。前日の利回りを5ベーシスポイント（bp、1bp＝0.01%）程度上回った。一方、ユーロ圏の国債利回りの指標とみられることが多いドイツ国債の30日の利回りは3.59%程度と前日を4bp下回った。その結果、両国の利回り差（スプレッド）は2012年半ば以来の歴史的水準にまで拡大した。

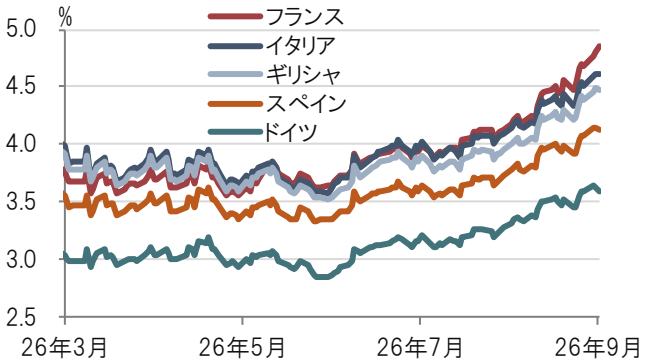
フランス国債は、財政赤字を巡る不安と過去最高となる国債発行への懸念、議会の分裂と大統領選を控えた政治的混乱や不確実性、信用力悪化懸念などを背景に売り圧力が高まっている。

■ フランスの財政赤字対GDP比率は財政規律基準から逸脱

フランス国債利回りは足元、上昇（価格は下落）傾向で、ドイツ国債とのスプレッドが拡大している。また、フランスの利回り水準は、イタリアを上回り、経済が堅調なスペインを大幅に上回っている。欧州債務危機で財政悪化が際立ったものの、危機後は財政改革を継続してきたギリシャの利回りも、フランスが上回っている。フランス国債利回りを上昇させているいくつかの要因について確認する。

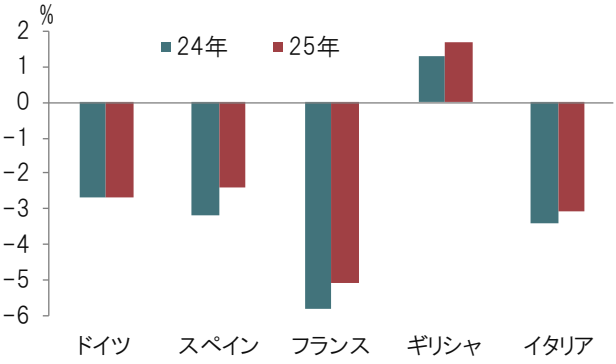
まず、財政状況の悪化だ。一つの例として財政赤字対GDP（国内総生産）比率をユーロ圏の主な国についてみると、フランスは2025年が5.1%と、ドイツの2.7%、スペインの2.4%と比べ赤字幅が大きい（図表2参照）。ギリシャは1.7%の黒字で財政

図表1：ユーロ圏の主な国の10年国債利回りの推移
日次、期間：2026年3月31日～2026年9月30日



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

図表2：ユーロ圏の主な国の財政赤字対GDP比率の比較
年次、期間：2024年～2025年、マイナスは財政赤字、プラスは財政黒字



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

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

改革の成果がうかがえる。

図表2をみると、ユーロ圏の主な国の中で、フランスの財政赤字の大きさは突出している。そのうえ、政府の予想では2026年が5.4%程度と、さらなる悪化が見込まれている。なお、ルコルニュ首相は9月17日に、政府の27年度予算案で540億ユーロ規模の歳出削減や同比率の5%への引き下げをを表明し、を維持はしている。

同比率（3%未満）は欧州連合（EU）の安定・成長協定が定める財政規律の基準の一つ（他に債務残高比率60%）であり、EU加盟国に遵守が求められている。EUは2年前、フランスに対し「過剰赤字手続き（EDP）」を開始した。EDPに基づきフランス政府は29年までに同比率を3%未満へ戻すことが理事会勧告で求められている。ただ、景気回復は鈍いうえ、少数与党による議会運営で予算協議は難航し、緊縮財政路線の困難さが想定される。

次に、財政悪化に伴い、フランスの格下げも懸念材料だ。信用力の目安であるクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）スプレッドは9月になり急上昇（信用力の悪化を反映）している。フランスの長期債格付けを確認すると、ムーディーズ・レーティングス（ムーディーズ）はAa3（AA-に相当）、S&Pグローバル・レーティング（S&P）はA+としている。なお、ムーディーズはフランスの格付け見通しを、1年ほど前から中期的な格下げを示唆する「弱含み（ネガティブ）」としているためフランスがダブルA格を維持できるとみる市場関係者は多くない。その分、仮に10月の見直しで実際に格下げとなっても比較的ショックは小さいかもしれない。一方、すでにフランスをシングルA格としているS&Pは、格付け見通しを「安定的」としている。格付け会社はあらかじめ公表された見直し時期に、格付け変更を行うことが通例だ。また、格付け変更の場合、事前に見通し変更などでアナウンスするのが普通だ。 S&Pのフランスの次回見直しは11月が予定されている。格付け見通しを弱含みに引き下げる可能性がありそうだ。もっとも、S&Pは25年10月に、見直しが予定されていない時に、（想定外の）格下げを実施した。当時、フランスの政治状況の悪化から、財政再建の前提が崩れたことが格下げの背景だった。フランス国債の格下げリスクは、利回り上昇要因として、注視する必要がありそうだ。

■ フランスの政治的対立の背景に財政緊縮派対反緊縮派の構図がある

フランスの政治的な混乱も国債利回りの上昇要因だろう。政治不安には様々な背景があるが、27年度予算法案をめぐる「緊縮派」と「反緊縮派」の対立を1つの軸として検討する。

緊縮派はマクロン大統領率いる少数与党で、予算案でも緊縮財政が基本だ。国民の人気は低い。反緊縮派は事実上ルペン氏が率いる極右政党・国民連合（RN）が挙げられる。なお、「左派」も年金の支給年齢引き上げに反対するなど反緊縮派である。その点で与党とは対立している。

国民連合の支持率は上昇傾向だ。足元の世論調査をみても大統領選挙第1回投票についてルペン氏は3割以上の支持を集めている。国民連合が支持されるようになった理由は様々だが、過去の主張であったEU離脱など過激な主張を捨て現実路線に舵を切ったことが大きい。離脱でなく、EU内部にとどまりつつ財政規律の緩やかな適用を求める戦略は財政緊縮の必要性を低下させる。また、フランスのEU拠出金負担は2番目の大きさだが、対価に乏しいと考える国民が多い。そこで拠出金削減を訴える国民連合に支持が集まっているようだ。

親EUの与党は緊縮政策による財政改善を訴えるが、国民の支持が高いとはいいがたい。27年度予算案の行方は、緊縮派と反緊縮派の駆け引きの場となっているが、来年には大統領選挙も控えるだけに、妥協点を見いだすのは容易でないだろう。

足元の世論調査では、来年の大統領選挙では、決選投票に進むのは国民連合と、左派（不屈のフランス）となる可能性もある。仮にこれらの反緊縮財政を掲げる勢力同士の争いとなれば、財政改革は期待しにくいのではないか。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

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、投資者の皆様の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 (2026年9月30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。■当資料に掲載されている内容に関する著作権その他の知的財産権は、原則として、当社、ピクテ・グループまたは正当な権利者に帰属します。無断での使用、複製、転載、改変、翻訳、配布等は禁止されています。マーケット・データのご利用に関する詳細は、当社ウェブサイト「会社情報」の「運用・方針等」内の「マーケット・データ利用規約」をご参照ください。

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:一般社団法人資産運用業協会　日本証券業協会