

フランスの財政政策の検証： 国債市場へのインプリケーション



VINCENT MORTIER
Group CIO, Amundi



MONICA DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute

With the contribution of:

DIDIER BOROWSKI,
Head of Macro Policy
Research, AII*

GUY STEAR
Head of Developed
Markets Strategy, AII*

ANNALISA USARDI
Senior Economist, Head of
Advanced Economy
Modelling, AII*

ADELE MORSA
Investment Insights and
Client Division specialist,
AII*

*Amundi Investment
Institute

- **2027 年には成長が徐々に回復、インフレも緩和する見通し**——フランスの GDP 成長率は、2026 年に 0.6%、2027 年には約 1.0%となる見込みだ。内需の緩やかな改善によって回復が牽引されると見ている。ただし、回復の可能性は高いが、そのペースは緩やかだ。インフレについては、2026 年も、原油・ガス価格の高騰が、サービス、財、食料品へ波及する形で、物価上昇圧力が続く見通しだ。ただし、2027 年には、エネルギー価格の正常化に伴い、緩和する見込みだ。
- **財政状況と債務への注目度が上昇**——公的債務は GDP 比 118%に上昇、財政赤字も GDP 比 5.1%と、コロナ禍前の水準を、依然、大幅に上回っているが、今年、安定化に向かう見込みはほとんどない。フランスの GDP に占める債務利払い比率は、米国、英国、イタリアを下回っており、中期的にも現状の債務水準が継続する可能性が高い。ただし、財政調整がなければ、債務は増え続け、債券利回りの上昇が債務動向にさらなる圧力をかけることになるため、今後 3 年間で財政調整が必要となろう。
- **2027 年度予算は市場にとって重要**——9 月 30 日に財政法案の草案が発表される見込みだ。2026 年末までに採択されなければならない 2027 年度予算において、フランスが信頼できる財政再建策に着手するかどうか、市場は注目するだろう。対策を先送りすれば、市場がフランス国債を保有するために要求するプレミアムが高まり、市場のボラティリティが上昇する可能性がある。
- **投資へのインプリケーション**——不透明な財政見通しを背景に、フランス国債の高いボラティリティは続く見込みだ。2027 年度予算で信頼できる財政再建策が示されなければ、特に長期債の利回りへの上昇圧力が継続する可能性がある。とは言え、フランス国債は、引き続き、魅力的な利回りと流動性を提供しており、ボラティリティの高い時期には投資機会が生まれる可能性がある。
- 全体として、**フランス国債は、高格付けのソブリン債としては利回りが高い水準に回帰しており、依然、魅力的な中長期的投資対象**である。しかし、選挙サイクルや予算承認プロセスに関連する不確実性、および海外投資家が他の市場へ資金をシフトさせる可能性により、ボラティリティが高まる可能性がある。

フランス経済は緩やかな成長回復軌道上にある

フランスの GDP 成長率は、ユーロ圏全体と同様、2026 年に 0.6%、2027 年には約 1.0%成長すると予想される。2026 年は、インフレ率の上昇や国内外の政策不確実性の高まりが需要の足かせとなる可能性が高いものの、2027 年には、特に、家計消費や企業投資を中心とする**国内民間需要の緩やかな回復に支えられ**、経済は一定の底堅さを示す見込みだ。

2026 年においても、最終内需は、引き続き、プラス寄与となる見込みである。ただし、エネルギー価格の上昇が実質所得を圧迫するため、家計消費の伸び率は 2025 年の 0.5%から 2026 年には 0.4%に鈍化すると予想される。インフレが進行する中で、2026 年末から 2027 年初頭にかけて例年の賃金交渉が

行われることから、年後半にはある程度の賃金キャッチアップが見込まれ、購買力の下支えとなる見込みだが、その効果は限定的だろう。

不透明な国内外の環境に加え、金利上昇による追加的な負担が、企業の積極的な投資意欲を削いでおり、2026 年上半期の総固定資本形成のデータにすでに表れている。しかし、2026 年後半からは企業投資が緩やかに回復すると予想される。

外需では、2026 年第 1 四半期に輸出が急減した後、第 2 四半期の回復も部分的なものに留まっている。ただし、今後は、輸出の伸びが回復し、一方、年間を通じて輸入の伸びは限定的であることから、**2026 年の対外貿易は、引き続き、成長にプラスに寄与すると予想される。**

インフレ率を見ると、消費者物価は、原油・ガス価格の高止まりを反映して、引き続き、高い水準で推移すると予想される。総合インフレ率は、2026 年の平均は 2.1% となる見通しであるが、エネルギー価格の上昇と、それがサービス、財、食品価格に及ぼす間接的な影響、さらに農産物や肥料価格の上昇の見通しを背景に、**2026 年第 3 四半期から第 4 四半期にかけて前年比で約 2.6% のピークに達すると予想される。**ただし、その後は、エネルギー価格の下落に伴い緩和され、2027 年第 4 四半期には 1.7% となる見込みである。

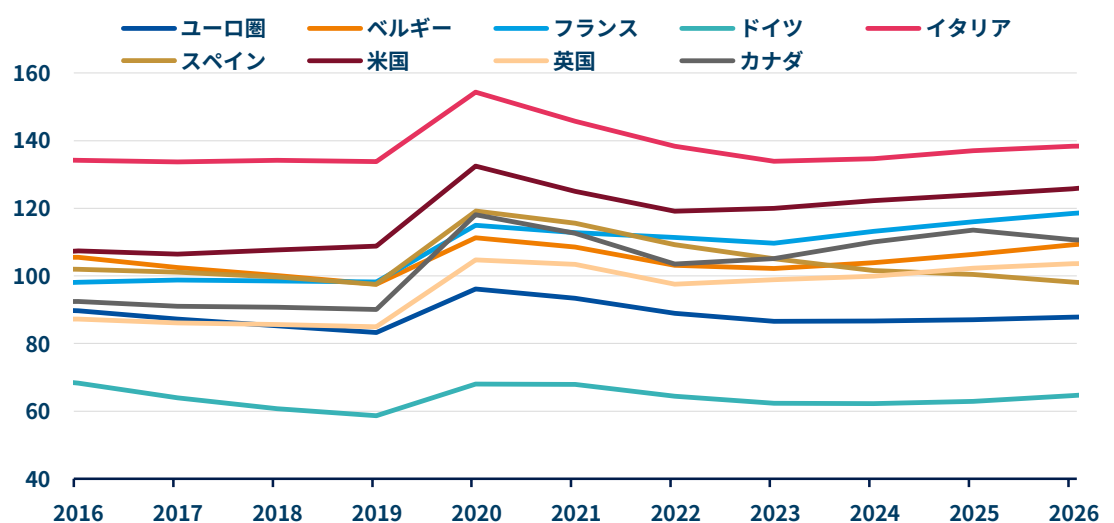
フランスの公的債務は持続可能だが、財政政策の見直しが必要

フランスの公的債務は 3.54 兆ユーロと、GDP 比で 118% に達している。2019 年以降、1.1 兆ユーロ以上増加しており、過去 1 年間（2025 年第 1 四半期から 2026 年第 1 四半期）でも、対 GDP での債務比率は、さらに 4% ポイント上昇した。この間の欧州連合（EU）全体の債務比率の上昇は 1.5% ポイント上昇であることから、それよりも速いペースである。

他の EU 加盟国の公的債務も、依然、高水準にある。対 GDP での債務比率は、イタリアはさらに高く、また、ベルギーとスペインでも 100% を超えている。同時に、米国などの主要国の債務比率も現在 120% を超えており、高い水準にある。

主要国の政府債務はコロナ禍前を上回る水準

対 GDP での債務比率



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、IMF。2026 年 8 月 5 日時点。2026 年のデータは IMF の予想値。

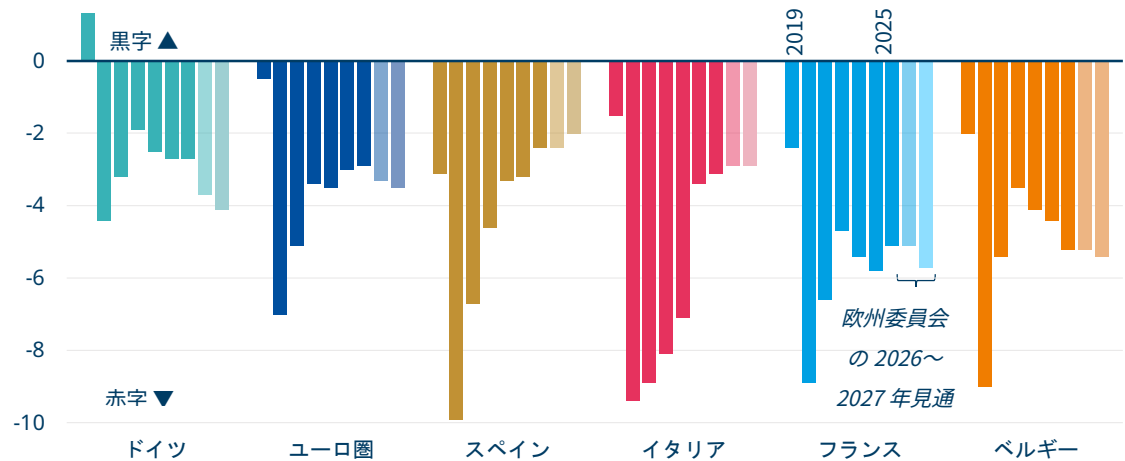
「近年、フランスの債務は増加しており、借入コストの上昇が財政への圧力をさらに強めている。」

2025 年のフランスの財政赤字は GDP 比 5.1%に縮小し、当初目標の 5.4%を下回った。

しかし、この数値は、依然、コロナ禍前の水準を大幅に上回っており、2026 年に赤字がさらに縮小する可能性は低い。これは、構造的な基礎的財政赤字（2025 年、フランスとベルギーはユーロ圏内で最も高い景気調整済み基礎的財政赤字を記録した国々の一つであり、それぞれ GDP 比-2.5%、-2.6%であった）に加え、**過去数年間の国債利回りの上昇に伴う利払い費の増加**も影響している。

現状の財政政策が継続されれば、今後、債務比率はさらに急上昇することになる。

欧州委員会の 2019～2027 年の年間財政赤字（GDP 比）

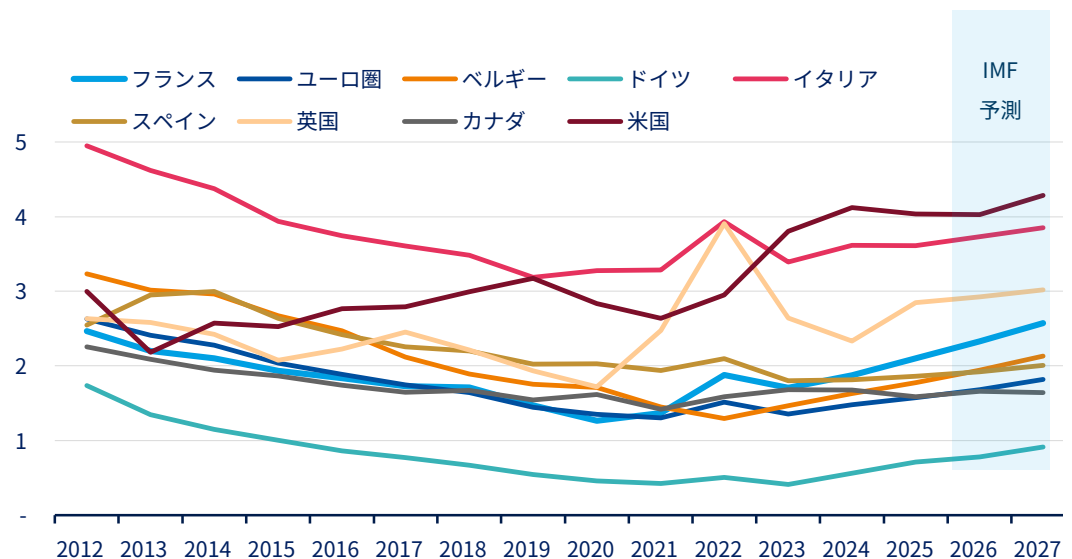


出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、欧州委員会春季見通し（2026 年 5 月）。2026 年 8 月 4 日時点。

フランスは、引き続き、健全かつ流動性の高いソブリン発行体ではあるが、債務を長期的に持続可能な軌道に乗せるためには、プライマリー赤字の削減が不可欠となる。

政府全体での債務の利払い額

名目 GDP に占める割合



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、IMF『フィスカル・モニター』（2026 年 4 月）

2027 年度予算が注目される中、行動を起こすべき時期が迫っている

フランスにおいては、今後、公的財政への対応がますます重要になる。**適切に財政赤字削減措置を講じなければ、フランスの債務は 2030 年までに GDP 比 130%を超える可能性がある。**これは、フランス政府の委託を受けて報告書をまとめた独立タスクフォース「ジャラヴェル・ラゴ・タヴェルニエ・ヴァラ（JRTV）」が最近指摘したポイントである。時間の経過とともに、債務の利払い額は増加し、名目 GDP 成長率を上回る恐れがある。対 GDP での債務比率を安定化させるために必要な財政努力は、2027 年から 2031 年にかけて約 1,260 億ユーロと推計されている。これは達成不可能な数字ではないが、もはや対応を先送りすることはできない。

こうした背景から、**2026 年末までに可決される必要がある 2027 年度予算は極めて重要となる。**しかし、その対応は、政治的な日程によってさらに複雑化している。**2027 年 4 月 18 日と 5 月 2 日に大統領選挙が予定されており、さらに、事前の解散がなければ、国会の選挙が 2027 年 5 月下旬から 6 月上旬にかけて実施される見込みである。**

とは言え、いずれは、歳出の削減や凍結、増税、構造改革を組み合わせた対策は避けられなくなるだろう。赤字を削減できる措置はいくつか存在するが、メディアの最近の報道によると、最も富裕な世帯の年金をインフレ率から切り離すという案が再浮上している。これは、テクニカル的には、短期でも実施しやすいが、選挙まであと数ヶ月という状況では、やはり、困難を伴う。

今回の予算案は 9 月 30 日に提出される見込みだが、全体としては赤字削減に寄与すると見込まれている。メディアの報道によると、政府は来年度の公的赤字を GDP 比 4.9%に削減する措置を導入する意向である。しかし、もし現在の債務継続が確認されることになれば、フランス国債市場のボラティリティはさらに高まる可能性がある。

フランス国債は、多少ボラティリティが上昇する可能性はあるが、依然、魅力的

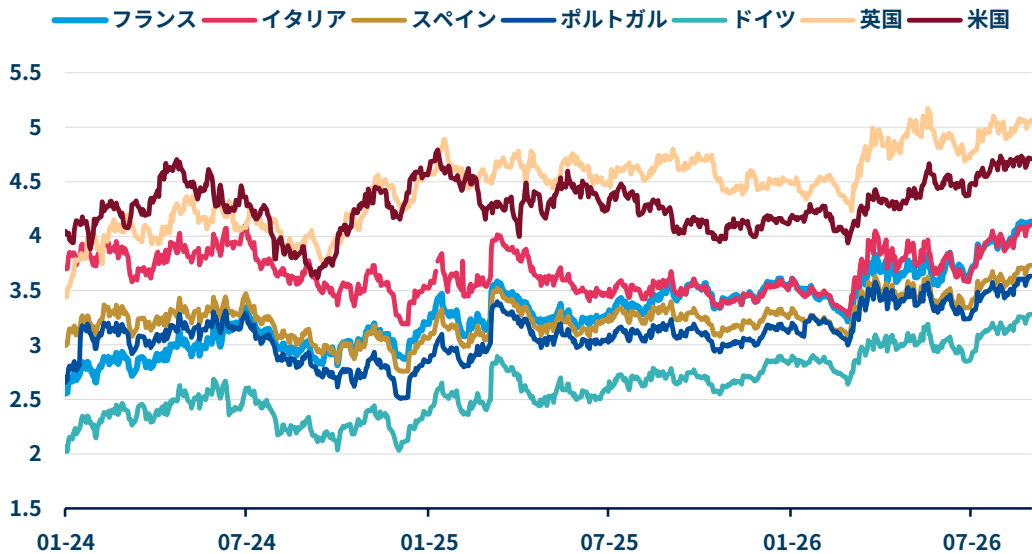
フランス長期債の利回りは、最近、**2008 年以来の最高水準に達した。**8 月 28 日時点では 30 年債が 4.9%近くに、10 年債が 4.1%をわずかに上回る水準にまで上昇した。この上昇の多くは、この夏、米国、日本、ドイツの利回りがすべて上昇した、債券市場全体のトレンドによるものである。

しかし、市場は、**フランスの財政赤字と債務の先行きの不透明さを賄うため、より高いリスクプレミアムを求めている。**10 年債でのフランス国債とドイツ国債の利回りスプレッドは、2026 年 8 月 28 日時点で約 85bp となっており、2026 年初頭の約 55bp から拡大している。資金調達環境は、引き続き、安定しているが、利回りの上昇により、満期を迎える債務の借り換えコストが増加するため、フランスの財政赤字はわずかに拡大することになる。

「債務を長期的に持続可能な軌道に乗せるためには、財政調整が不可欠である。」

国債利回りの上昇

10 年国債利回り (%)



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。2026 年 8 月 28 日時点。

重要なポイントは、今後 5 年間にわたって財政動向がどのように推移するかという点である。

とはいえ、フランスは過去 10 年間にわたって異例に低い金利の恩恵を受けてきたため、比較的強固な立場で、この局面に臨んでいる：

- フランスは、引き続き、**高水準のソブリン信用格付けを維持している**。フィッチからは A+（見通し：安定的）、ムーディーズからは Aa3（見通し：ネガティブ）の格付けを受けており、十分に「投資適格」のカテゴリーに位置づけられている。格付け機関は、一貫して、経済の規模と多様性、ならびに制度の強みを評価の根拠として挙げている。主な強みとしては、緩やかな成長、健全な金融システム、そして信頼性の高い財政再建の道筋を支える改革を実施する能力が挙げられる。しかし、2027 年度予算において大幅な財政再建措置が発表されない場合、フランスのソブリン信用格付けは引き下げられる可能性が高い。
- **フランス国債市場は、ユーロ建てのソブリン債市場の中で最も流動性の高い市場の一つ**である。この市場は深みがあり、流動性が高く、投資家からの需要が、依然、高い。その規模の大きさから、フランス国債はユーロ圏の最高水準のソブリン債（格付け AAA～A）の 30% 以上を占めている。フランス国債の入札は引き続き応募超過が続いている。例えば、2026 年春には、入札総額が割り当て額を大幅に上回った（応募倍率約 2 倍）。中長期の流通債残高は 2.6 兆ユーロを超え、流通市場では活発な取引が続いている。フランス国債はユーロ圏における主要なベンチマークであり、クオリティの高い担保として頻繁に利用されているため、構造的な需要が支えられている。
- **満期は長く、金利リスクはアクティブに管理運営されている**。中長期債務の平均残存期間は約 8.5 ～9 年であり、これにより「リファイナンス・ウォール」のリスクや、金利上昇による直近のエクスポージャーが抑制されている。フランス国債イールドカーブは、包括的に、短期債から超長期債（最長 50 年）まで幅広くカバーしており、これにより財務省は償還プロファイルを平準化し、さ

「フランスの国債は、引き続き、ソブリン格付けで安全と見なされているにもかかわらず、利回りが高水準に回帰していることから、中長期での投資対象として魅力的であり続けている。しかし、2027 年度予算および 2027～2030 年の財政見通しをめぐる議論については、より一層の注意が必要となろう。」

さまざまな投資家の好みに合わせて発行を調整することが可能となっている。金融商品の多様化（従来型の国債、インフレ連動型国債、グリーン国債）と相まって、このアクティブな管理運営は、長期にわたる債務負担の安定化と投資家層の拡大に寄与している。

- **強固な制度的枠組みは、政府の困難な決断を後押ししている。**現在の制度的枠組み（欧州の監督機関、会計検査院、高等評議会、および「政策変更なし（現状維持）」の場合の推移（軌道）の評価を通じた透明性の改善）は、フランスが是正措置を講じることができるという確信を投資家に与えるガバナンス環境を提供している。
- **海外投資家による保有比率の高さは、信頼の表れであると同時に脆弱性の要因でもある。**フランスの債務保有構造を見ると、海外投資家が約 56%という大きな割合を占めており、これはフランスの信用力に対する継続的な信頼を反映している。近年、ECB がバランスシートの縮小を開始したことに伴い、この割合は上昇しており、フランスの債務は海外投資家の投資意欲の影響をより受けやすくなっている。フランス国債は、国内投資家によって他の資産や負債に対するヘッジ手段として利用されることが多いが、海外投資家の需要は、より広範な投資機会の有無に直接的に左右される。世界的に債券利回りが上昇する中、海外投資家は他の場所でより良い投資機会を探すか、あるいは政治的な不確実性が高まった場合には、投資を継続するためにより高い利回りを要求する可能性がある。

全体として、フランスの国債は債券投資家にとって、引き続き、魅力的な中長期投資対象であり、高格付けのソブリン債としては利回りが高い水準に戻っている。しかし、選挙サイクルや予算承認プロセスに関連する不確実性、および海外投資家が他の市場へ資金をシフトさせる可能性により、ボラティリティが高まる可能性が高い点には注意が必要だ。

Amundi Investment Institute

In an increasingly complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella: the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications that anticipate developments and foster innovation for the benefit of investment teams and clients alike.

Discover more from Amundi at www.amundi.com or visit us on



Definitions

- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 28 August 2026. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 1 September 2026.

Document ID: 5883574

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

CHIEF EDITORS	EDITORS
MONICA DEFEND Head of Amundi Investment Institute	CLAUDIA BERTINO Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute
VINCENT MORTIER Group CIO, Amundi	LAURA FIOROT Head of Investment Insights and Client Division, Amundi Investment Institute

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 350 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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

5898403