Morgan Stanley
INVESTMENT MANAGEMENT

Caron's Corner

フランス国債利回り上昇の背景：欧州全体への波及リスクはあるのか

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての見解ではありません。



2026年10月19日

サマリー

- 世界的に国債利回りが上昇する中、とりわけフランス国債利回りの上昇が目立っている
- 今回の問題はフランス固有のものであり、欧州全体への波及リスクは限定的と考えている
- ECB（欧州中央銀行）は状況を注視しており、必要に応じて対応する用意がある
- 波及の可能性を完全に排除することはできないが、現時点では局所的なソブリン債務問題との見方を維持している

今回のテーマはフランス国債利回りです。世界の主要な国債市場では利回りが総じて上昇しています。中でも、フランス国債は利回りの上昇幅が最も大きく、市場で懸念が広がっています。

フランス国債利回り上昇の背景には、財政赤字への懸念に加え、赤字を補うために必要な資金を、国債発行によってどのように調達するかという問題があります。特に注目されているのは、フランス国債と指標となるドイツ国債との利回り格差です。このスプレッドは歴史的な水準まで拡大しており、一見すると危機の兆候にも見えます。

しかし、私たちはそのようには考えていません。むしろ重要なのは、市場が今回の問題を、他国への波及が比較的限られるフランス固有の問題として捉えている点です。イタリアやスペインといった周辺国の国債市場では大きな混乱は見られず、市場はおおむね落ち着いて推移しています。

そこで今回は、ロンドンを拠点とする当グループの欧州債券・株式ストラテジストであるUmar Malikを迎えます。

Umar、今回は何がこれまでと異なるのでしょうか。なぜイタリアやスペインなどでは、フランスの問題が波及するとの懸念が高まらず、国債市場も比較的落ち着いているのでしょうか。

フランス国債利回り上昇はこれまでと何が違うのか

Umar：欧州国債市場の観点から、世界金融危機（GFC）後と現在の状況を比べたとき、最大の違いは、ギリシャ、スペイン、ポルトガルといった国々が既に財政再建を進め、現在では財政黒字を計上し、欧州の中核国を大きく上回る経済成長率を実現している点です。

SPEAKER



JIM CARON

マネージング・ディレクター
ポートフォリオ・ソリューションズ・グループ CIO

そのため、利回り上昇局面においても、これら周辺国の財政の先行きは引き続き良好であり、マクロ経済面から見た波及リスクは限定的です。

もう一つの大きな違いは、欧州の銀行システムがGFC後と比べてはるかに健全になっていることです。

2010年代初頭には、いわゆる「ドゥーム・ループ（負の連鎖）」がしばしば発生していました。財政不安によって国債利回りが上昇すると、銀行が時価評価の対象となるポートフォリオで大量に保有する国債の価値が下落します。これによって銀行の資金調達コストが上昇し、収益性が悪化します。そして、政府が銀行支援を迫られるとの懸念が高まり、結果として財政問題がさらに悪化するという悪循環です。

現在は状況が大きく異なります。銀行の自己資本は充実し、収益性も改善しています。また、銀行の時価評価の対象となるポートフォリオで保有する国債の額も、過去に比べて大幅に減少しています。

その結果、この負の連鎖が生じるリスクは大幅に低下しています。さらに、経済全体のレバレッジが低下していることに加え、財政刺激策の効果が経済に広がっていることも、これらの銀行の貸出の伸びを支えています。

こうした要因から、他国の国債市場だけでなく、欧州経済全体への波及リスクも過去よりかなり低くなっていると考えています。

ECBは対応可能なのか

Jim：非常に興味深い話です。確かに2011年や2012年に経験したような状況とは異なるようです。

ただ、今回は民間部門の問題というよりも、政府債務に関わる問題のように見えます。フランス国債の弱含みが欧州全体へ波及するのを抑える仕組みは存在するのでしょうか。

Umar：まず考えられる対応は、ECBが利上げのペースを緩めることでしょう。国債利回りの上昇自体が金融環境を引き締めているためです。

ここ数週間には、すでにそうした動きの兆しも見られます。また、量的引き締め（QT）のペースを緩めることも、ECBが初期段階で検討し得る対応の一つでしょう。

加えて、ECBは長年にわたり、こうした望ましくない波及を防ぐための様々な政策手段を整備してきました。

仮に、他国の国債スプレッドの拡大が金融政策スタンス全体に影響を及ぼしているとECBが判断した場合には、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の再投資枠の柔軟な活用や、Transmission Protection Instrument（TPI）などの手段を利用する可能性があります。

これらは、ECBが他国の国債市場に介入し、スプレッドの拡大を抑えるための仕組みです。

一方で、フランスへの直接的な介入を行うかは分けて考える必要があると思います。フランスの場合、巨額の財政赤字に加え、経済成長と利払い負担のバランスが悪化していることから、利回りの上昇にはファンダメンタルズの面で理由があります。

ECBは、フランス政府が、より責任ある財政運営に取り組む姿勢を示すまでは、介入に慎重になる可能性が高いでしょう。

ただし、利回りが上昇すること自体ではなく、上昇の速さや市場の変動の大きさによって、市場が秩序を失うような場合には、ECBが介入を正当化しやすくなる可能性があります。

とはいえ、ECBの介入によって状況が改善するには、その前に事態が相当悪化する必要があるとみられます。

注目すべきリスクシグナル

Jim：過去の危機を経たことで、ECBにはTPIをはじめとする様々な対応手段が整備されているということですね。

今回は銀行セクターや民間部門がストレスを増幅させる構図ではなく、むしろ、政府債務に関わる固有の問題のように見えます。そのため、これらの政策手段がより効果を発揮しやすいのかもしれません。

最後に、投資家は何に注意すべきでしょうか。欧州周辺国への波及が起こる兆候として、どのような指標を監視すべきですか。

Umar：まず注目すべきは、他国の国債スプレッドそのものです。現時点では拡大は比較的限定的です。

しかし、スプレッド拡大が持続的かつ急速に進むのであれば、投資家が、欧州の債務全般に対して、より高いリスクプレミアムを求め始めている可能性があります。

その意味で最も重要なのはイタリアでしょう。現在は財政黒字を維持し、政治環境も比較的安定していますが、依然として債務残高は大きく、最初に問題が表面化する国となる可能性があります。

次に注目すべきは、ユーロの対米ドル相場です。

現在の欧州経済を取り巻く不透明感を考慮すれば、一定のユーロ安は自然な動きです。ただし、ユーロが一段と大きく下落する場合には、流動性の逼迫が進んでいる可能性があり、より注意が必要です。

最後に、欧州の銀行セクターも引き続き注視すべきでしょう。

先ほど述べた通り、銀行の健全性は過去より大幅に改善しています。しかし、銀行のクレジットスプレッドが大幅に拡大したり、資金調達コストが大きく上昇したりするようであれば、それは金融ストレスが実体経済の成長見通しに影響し始めている兆候と考えられます。

ただし、そうした動きが見られない限り、今回の事象は欧州全体の問題ではなく、フランス固有のソブリン問題として捉えるのが適切だと考えています。

Jim：いずれも重要なポイントですね。

特に流動性逼迫についての指摘には同意します。過去に市場の波及リスクが高まった局面では、ドル需要の急増と流動性逼迫が同時に発生する傾向がありました。

私たちは、FXスワップ・ベーシスなどにも注目しています。ドル建てで資金調達している発行体は、債務を返済するためにドルを確保する必要があります。そのため、先渡し市場でドル買いが増え、ドルの先渡し価格が上昇することがあります。

しかし、現時点ではそうした動きは見られず、これは安心材料といえるでしょう。

また、欧州の銀行も、それほど大きな問題には直面していないようです。

確かにフランス国債とドイツ国債のスプレッド拡大やフランス国債利回りの上昇は懸念材料であり、フランスの財政状況を反映したものです。しかし現時点では、その影響は比較的限定的であり、フランス固有の問題にとどまっているように見えます。

とはいえ、引き続き動向を注視する必要があります。

重要事項

本資料は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが作成した情報に基づき作成又はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものであり、情報提供のみを目的としたもので、法令に基づく開示資料ではありません。本資料と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。

本資料は特定の金融商品、有価証券、投資戦略又はサービスの取得、売買若しくは申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。

本資料に含まれる情報は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性又は有用性を保証するものではありません。本資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。本資料に記載された見解、意見、予測及び分析は作成時点のものであり、市場、経済その他の状況により予告なく変更されることがあります。また、それらが実現することを保証するものではありません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

本資料中の図表、数値、シミュレーション及び過去の実績は、将来の運用成果又は投資成果を示唆若しくは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントに帰属します。当社の事前の承諾なく、本資料の全部又は一部を複製、転載、配布又は第三者へ提供することはできません。

投資一任契約に関する事項

本資料は、当社の投資一任契約及び投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当運用チームに一任し、当運用チームがこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当運用チームに委任し、当運用チームは委任された権限を行使するにあたっては、当運用チームの投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

リスクについて

オルタナティブ投資は投機性が高く、高度なリスクを伴います。投資家は投資元本の全部又は相当部分を失う可能性がある場合があります。オルタナティブ投資は一般に流動性が低く、長期間にわたり資本が拘束される場合があります。また、レバレッジその他の投機的手法を利用する場合があり、その結果、価格変動リスク及び損失リスクが高まる可能性があります。さらに、評価価格の不確実性、投資先事業の業績悪化、規制変更、金利及び信用環境の変化等の影響を受け大きな損失が生じる可能性があります。オルタナティブ投資に係る報酬及び費用は伝統的資産への投資に比べ高く、かかる報酬や費用は投資家が実現できるリターンを押し下げます。運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属し、投資元本は保証されておりません。

受託資産の運用は、株式、債券、不動産関連証券、コモディティ関連資産及びオルタナティブ資産等を含む幅広い資産クラスに投資する場合があり、これらの受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスクや株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク、流動性リスク、金利変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、デリバティブ取引に伴うリスク及びオルタナティブ投資に伴うリスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失又は受託資産に関して行われる取引に際し預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれがあります。

受託資産の運用は、個別の受託資産ごと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、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組入有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

RO 6046295 Exp.10/31/2027