



フランス国債利回り上昇と欧州債務危機の経験

客員研究員
古金 義洋

○フランスの国債利回り上昇が目立つが、世界的な国債利回り上昇の流れが止まったわけではない

フランスの国債利回りが上昇している。フランスで物価高対策や教育予算などを巡る大規模な抗議デモが一部で暴動化し、来年度予算案の審議が難航、財政赤字が拡大するのではないかと懸念が強まったためだ。

ただ、こうしたフランスの国債利回り上昇は、日本、米国の国債利回り上昇に引きずられた動きとも言える。図1は日本、米国に加え、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの欧州4か国の10年国債利回りの動きをみたものだ。

これをみると、まず、日本の10年国債利回りが、24年以降、年間1%ポイント弱のペースで一本調子で上昇してきた。26年に入ってから米国の国債利回りの上昇が目立つようになり、さらに、26年後半以降は、フランスやイタリアなど欧州の国債利回りが急上昇している。

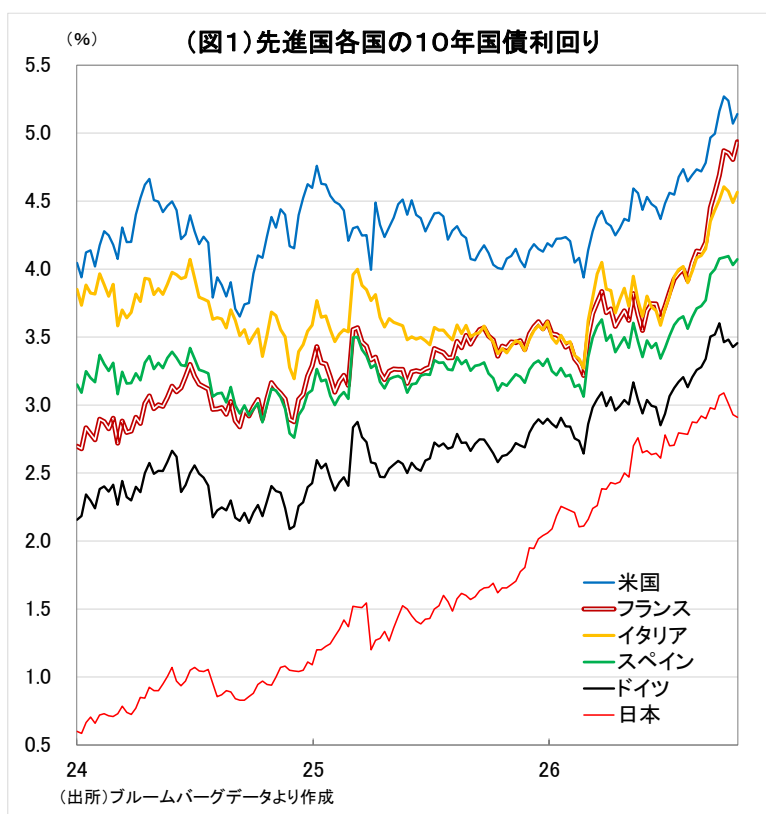
2026年7月末から10月19日までの各国国債利回りの上昇幅を比較すると、フランスが0.81%ポイントと最も大きく、イタリアが0.47%ポイント、スペインが0.38%ポイント、米国が0.34%ポイント、ドイツが0.22%ポイントと続き、日本が0.14%ポイントと最も小さい。

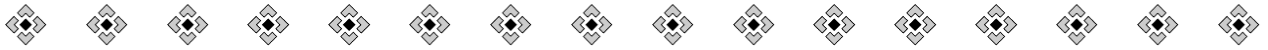
足元では欧州の国債利回り上昇が目立つが、2024年からの動きをみると、日本から米国、さらには欧州へ

と順々に地域が入れ替わりながら国債利回りが上昇していく様子がみてとれる。国債利回りが目立って上昇する地域はその時々で変わるが、世界的な国債利回り上昇（国債売り）の流れは続いていると言える。

確かに、直近で、利回り上昇幅が最も大きかったフランスでは、政治・財政不安が国債利回りを上昇させた。

2009～12年の欧州債務危機時にはスペインやイタリアなど欧州の中核国まで金融危機が伝染した。この時、スペイン、イタリア両国の10年国債利回りはそれぞれ7%台に上昇し、信用格差を表わすドイツ10年国債利回りとの金利差は5～6%ポイントまで拡大した





(図2 参照)。

これに対して、欧州債務危機時のフランスの10年国債利回りは最も上昇した局面でも3.6%程度と比較的落ち着いていた。ドイツとの金利差も最大で1.5%ポイント程度とさほど拡大しなかった。当時は、スペインやイタリアにまで危機が波及したが、フランスは危機の波及を何とか免れていた。

フランスの国債利回りは、その後もイタリアやスペインの国債利回りを下回っていたが、2024年秋にスペインの国債利回りを上回り、さらに、今年8月以降はイタリアの国債利回りをも上回るようになった。

利回り逆転はフランスが財政規律を遵守できていないことが主因とみられる。IMF"World Economic Outlook"によれば、2025年のフランスの一般政府（中央・地方政府及び社会保障基金）の財政赤字の対GDP比は5.1%と、イタリア（同3.1%）、

ドイツ（同2.9%）、スペイン（同2.4%）を上回る。また、2025年末のフランスの政府債務残高（純債務）の対GDP比は108%で、イタリアの128%より低いものの、スペインの86%、ドイツの47%を上回る。

欧州連合（EU）の安定・成長協定が定める財政規律基準では、財政赤字の対GDP比は3%未満、債務残高の対GDP比は60%とされ、EU加盟国に遵守が求められている。

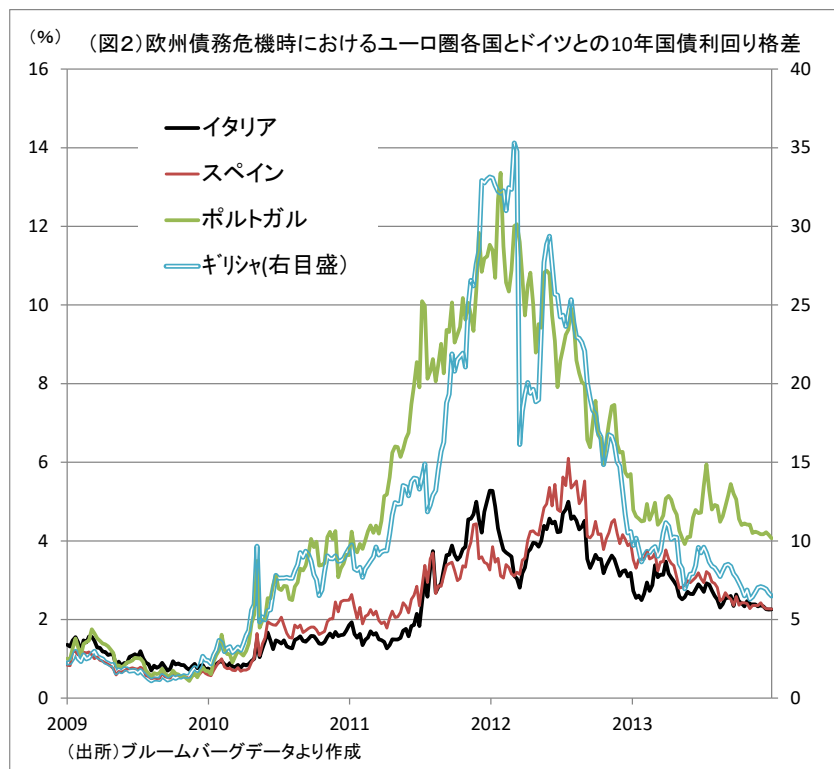
しかし、欧州債務危機時に危機を免れたフランスでは、タガが緩んだようだ。危機に直面したイタリア、スペインと危機を免れたフランスの間で、その後

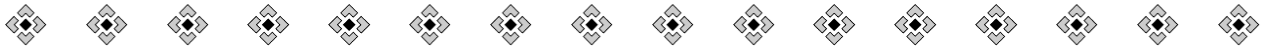
の政府の財政規律遵守の姿勢に差が生じた。

フランスにおいて財政規律が遵守できない理由として挙げられているのが、政治の混迷だ。マクロン仏大統領は緊縮財政を唱えるが、政治的には少数与党にすぎず、緊縮財政には世論の支持も少ない。これに対して、ルペン氏が率いる極右政党・国民連合（RN）や、年金の支給年齢引き上げなどに反対する極左政党・不服従のフランス（LFI）など、反緊縮派が国民の支持を集めている。

2027年度予算審議を巡って、緊縮財政を唱える与党と反緊縮を唱える極右および極左政党の対立は必至で、先行きが見通せない状況だ。

さらに、来年4月に予定される大統領選挙では中道勢力がまとまらず、上位2名の決選投票では国民連合のルペン氏と不服従のフランスのメラニョン氏の対決となることが有





力視されている。そうなった場合、財政規律を重視した政策は望めなくなる。このようなフランスの政治状況が足元で、フランスの国債利回り上昇に拍車をかけているようだ。

このように、フランス特有の政治・財政問題が直近のフランス国債利回りを相対的に大きく上昇させたという点はあるにせよ、図1にみる通り、先進国の国債利回りの上昇傾向は続いており、フランスの国債利回り上昇は、世界的な国債利回り上昇の一環としてとらえた方がいいだろう。

リーマンショック、コロナショックという二度の大きな経済ショックに対応して、先進国各国は財政支出を増やし、そのために政府債務残高の対GDP比率などでみた財政指標はどの国も大幅に悪化した。

一方、世界のマクロ経済環境をみると、デフレ・デシインフレ状況からインフレ状況に転換した。デフレ・デシインフレ状況に対応して非伝統的な金融緩和政策が模索されていた2010年代頃と異なり、現在の経済は世界的にインフレ懸念が高まっている状況だ。各国中銀は国債大量購入による量的金融緩和政策を停止し、金融の正常化、あるいは金融引き締めが必要になっている。

国ごとに多少の差はあるにせよ、投資家は、インフレ期待の高まりとそれに対応した利上げを予想し、中銀による国債買い支えがもはや見込めないなかで、財政悪化懸念からみた国債の信用リスクに応じた、相応の高い利回りを求めていく必要に迫られている。

○欧州債務危機では、単なるギリシャの財政赤字過少報告が、欧州主要国の財政、不良債権の複合危機、さらにはユーロ分裂の危機に広がっていった

現在の欧州の状況は2009～12年の欧州債務

危機で危機を免れたフランスが特に問題になっているわけだが、フランスの危機が欧州全体の危機に波及する可能性はゼロではない。欧州債務危機の当時、どういうことが起こったのかを振り返ってみよう。

欧州債務危機は2009年10月のギリシャの政権交代を機に、同国の財政赤字過少報告が明るみに出たことで始まった。

当初はユーロ圏のなかでも小国であるギリシャの財政の問題にすぎなかった。しかし、問題が長期化していくにつれ、単に財政赤字の問題ではなく、財政赤字と銀行不良債権の複合的な危機につながるのではないかと懸念に変わっていった。すなわち、財政赤字問題と金融システム不安のリンケージ（銀行不良債権増加による経営悪化→政府救済による財政赤字拡大→国債値下がり→銀行保有国債損失）が問題視されるようになった。

さらに、その後、単一通貨ユーロの構造的な欠陥が指摘されるようになり、欧州の政治（財政）統合が進まず、ユーロはいずれ分裂するのではないかと懸念論が危機を深刻化させた。

そもそも、単一通貨ユーロには、以下のような構造的な欠陥が指摘されていた。

- ① 欧州域内の労働力移動がスムーズでないため単一通貨になじまない（ノーベル経済学賞を受賞したマンデル氏によれば、域内に生じた経済格差が労働力の移動によって円滑に調整されることが、単一通貨圏としてふさわしい条件としているが、ユーロ圏内の各国は言語や文化が異なるため、労働力の移動がスムーズでない）
- ② 金融政策が1つであるのに財政政策が1つでない。単一通貨としての地位を維持するためには、金融面の統合だけ



でなく、政治・財政の統合が必要だが、政治・財政統合は、当初の目論見通りに進まなかった

そうした構造的な欠陥がユーロ懐疑論につながった。

一方、焦点が財政問題から他の問題に広がるだけでなく、地理的にみても、危機はギリシャだけにとどまらず、欧州から世界全体に広がった。欧州では、ギリシャからアイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアなどに伝染した。なお、2011年8月には、米国でも財政問題や債務上限をめぐる政治的対立を背景に、S & Pが米国の長期国債格付けを引き下げている。

金融危機は借り手側の問題だけで起きるわけではない。借り手側に必ずしも責められるべき問題点がなかったとしても、貸し手側（投資家側）の心理が悪化することで、危機は伝染する。

欧州債務危機は世界景気を悪化させた。言うまでもなく、欧州債務危機により、ユーロ圏の景気は大きく悪化した。当時のユーロ圏の実質GDP成長率（前年同期比）は2011年1～3月の3.0%から12年1～3月にはマイナス0.5%とマイナスに転じ、マイナス幅は13年1～3月には1.2%にまで拡大した。

世界経済も少なからず影響を受けた。米国の成長率は、2010年7～9月の前年比3.3%から11年7～9月に0.9%へと減速した。中国でも成長率は、2010年1～3月の前年比12.2%から12年7～9月に7.5%へと減速した。

日本の成長率は、2010年7～9月の前年比6.2%から11年の震災の影響もあって11年に一時マイナス成長となったあと、12年には一時持ち直したが、12年10～12月に再びゼロ%と落ち込んだ。日本では、公式に2012年4月～同年11月が景気後退局面だったとされる

が、震災のほか、欧州債務危機の影響が大きかったと考えられる。

○欧州債務危機では何度かの危機的なフェーズがあり、注目点が少しずつ変わっていった

欧州債務危機は長期にわたって続いたわけだが、時系列でより詳しくみていくと、何度かの危機的なフェーズ（山）があったことがわかる。

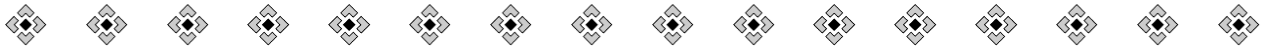
第1フェーズはギリシャの財政危機に端を発し、財政赤字問題が広がっていった局面だ。

2009年10月にギリシャの財政赤字過少報告などが発覚した。ギリシャは債務返済が不可能であるとの見方が強まり、2010年4月にかけてギリシャ国債利回りが二ケタ台に急上昇した。ギリシャはデフォルト危機に際し、EU、IMFなどから支援を受けた（第1次ギリシャ支援は2010年5月）。

ただ、リーマン危機後に財政赤字が増大したのは、ギリシャだけではなく、ユーロ圏各国も同様だった。ポルトガルでは財政再建に取り組もうとしたが、政治的な反対が大きく、失敗した。格付け会社による格下げにより、ギリシャ同様、財政赤字幅の大きかったアイルランドやポルトガルの国債利回りが上昇し、資金調達が困難になった。結局、ギリシャに続き、アイルランドが2010年11月に、ポルトガルが11年5月に、EU、IMFからの支援を受けることになった。

ただ、この局面では、欧州債務危機は一部の地域の限定的な問題だった。ユーロ圏経済全体への影響も、この時点ではまだ小さく、実際、ECBはなおインフレ重視姿勢を変えず、利上げを継続していた（政策金利は2011年4月1.0→1.25%、同年7月1.25%→1.5%）。

第2フェーズは、ギリシャ、アイルランド、



ポルトガルからスペイン、イタリアなどユーロ圏の中核国へ危機が広がっていった局面だ。

EUは、2011年10月に民間投資家が保有するギリシャ国債の50%カット、欧州銀行の資本増強などの対策を打ち出したが、危機は広がり、同年11月に、スペイン、イタリアの国債利回りが危機ラインとされる7%近くまで上昇した。

スペインやイタリアはギリシャなどと違い、もともと債務返済が困難な国ではなく、責められるべき点はなかったが、国債利回り上昇（→利払い費急増）による財政破綻が意識され始めた。

一方、2011年11月にECB新総裁に就任したドラギ氏は、当初「ECBが政府への最後の貸し手となることはECBに付託された権能ではない」と述べていた。

この発言で、ユーロ圏には「最後の貸し手」が存在せず、スペイン、イタリアの国債利回り上昇が放置されるのではないかと不安が高まった。

ただ、ECBドラギ新総裁はその後、金融緩和に向けて思い切って舵を切った。2011年7月に1.5%まで引き上げられていた政策金利は、1.25%（11年11月）→1.0%（同12月）→0.75%（12年7月）→0.5%（13年5月）→0.25%（同11月）と引き下げられていった。また、量的金融緩和策として、ECBは2011年12月、12年2月と2度の長期資金供給オペ（LTRO）実施に踏み切った。

金利面、量的面からの金融緩和がスペイン、イタリアなどの国債利回りを低下させ、危機は小康状態となった。

第3フェーズは、ギリシャの再選挙（2012年6月）を契機として、ギリシャのユーロ離脱懸念が高まっていった局面だ。

ギリシャは2010年5月、12年3月とEU、IMFからの支援を受け、財政緊縮政策を続けたが、国内は緊縮疲れの状態となり、政治的に緊縮政策を続けることが難しくなった。

2012年6月の総選挙は「緊縮策継続かユーロ離脱か」を国民に問う選挙になり、金融市場は再び動揺した。「緊縮策継続かユーロ離脱か」を問うギリシャ総選挙をきっかけに、金融市場では、忘れられていたユーロ分裂・崩壊の懸念が台頭した。

一方、2012年6月には、不動産バブル崩壊で危機に陥っていたスペインの銀行救済が必要となり、EUが救済措置に動かざるをえなくなった。

そうしたなかで、スペイン、イタリアの国債利回りは再び7%程度に上昇したが、ギリシャの総選挙で財政緊縮派が勝利し、さらに、ECBドラギ総裁の「やれることは何でもやる」（2012年7月）との発言をきっかけに危機は徐々に沈静化していった。

○欧州債務危機の経験からわかることは？

こうした欧州債務危機の経験からわかることは、時間の経過とともに、金融危機は広がり、伝染していくという点だ。借り手側に必ずしも責められるべき問題点がなかったとしても貸し手（投資家）側の心理悪化が危機を伝染させる。しかも、投資家が懸念する問題は、時間の経過とともに変化していく。

前述した通り、現在の世界的な国債利回りの上昇は、

- ① 世界経済がデフレ・ディスインフレ状況からインフレ状況に変化したこと
- ② それに応じて各国中銀は量的金融緩和政策（国債買い支え）をやめ、金融政策を正常化させていること
- ③ リーマン、コロナの二度のショックに



応じた各国の巨額な財政支出の結果、
どの国でも政府債務残高などの指標か
らみた財政指標が悪化していること

などを背景に、投資家がインフレや財政懸念
などのリスクに応じて、高めの利回りを求め
始めているからだと思われる。

ただ、米10年国債のタームプレミアムは10
月16日時点で0.8%程度(ニューヨーク連銀に
よる推計)と、リーマンショック以前の水準
に比べ低い。

米10年国債のタームプレミアムは、1998年
～2007年の10年間の平均値で1.3% (最低が
0.1%、最高が2.9%)、1988年～2007年の20
年間の平均値で1.9% (最低が0.1%、最高が
4.3%) と高かった。

現時点では、少なくとも、中銀の量的金融
緩和政策などによって低くなり過ぎた利回り
の水準訂正は終わっていないと思われる。世
界的な国債利回りの上昇傾向は続くとみられ
る。

そして、各国国債利回りの上昇傾向が続け
ば、それは、以下のような問題を起こす可能
性がある。

- ① 最大の債務部門である政府は、利払い
増による財政赤字拡大に直面すること
になり、財政悪化と金利上昇の悪循環
による財政破綻のリスクがある
- ② 国債を多く保有する各国金融機関は、
金利上昇による保有国債の値下がり
で、バランスシートが悪化し、金融不
安に見舞われるおそれがある
- ③ 金利上昇はA I ブームで上昇している
株式市場を動揺させ、バブル崩壊を通
じた信用収縮につながるおそれがある

これらは現時点でも容易に想像できること
だ。だが、欧州債務危機の経験から言えば、
当初、予想しえないような展開になって、金

融危機が深刻化していくこともあるというこ
とは考えておくべきだろう。

以上