

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026年3月31日

## フランスのソブリン格付悪化に伴う周縁国への影響

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員  
篠原 令子  
[reiko\\_shinohara@iima.or.jp](mailto:reiko_shinohara@iima.or.jp)

### 1. フランスの政局混乱

フランスの政局混乱が続いている。2025年10月6日、ルコルニュ首相の閣僚人事に与野党が反対して内閣不信任案を提出する方針を示したことから、首相は就任から1か月足らずで辞任するに至った。しかしマクロン大統領は10日、再びルコルニュ氏を首相に指名した。ルコルニュ首相は施政方針において、年金制度改革（年金受給開始年齢引き上げ等）の一時停止を盛り込み、これを受けて社会党の支持を得られたことから、内閣不信任動議は否決された。

政局混乱の発端は、2024年6月の欧州議会選挙である。極右政党「国民連合（RN）」が得票率1位となり、マクロン大統領を支持する中道の与党連合に大差をつけた。国民連合の躍進の背景として、マクロン体制への不満（年金制度改革や物価高）が中心の選挙となったと指摘されている。また、国民連合がEU離脱等の極端な主張を控えたいわゆる「脱悪魔化」戦略の下で、移民・治安・購買力といった国民生活に身近なテーマを争点にしたことが奏功したと言われている。

欧州議会選挙の結果を受けてマクロン大統領は、極右政党の躍進の是非を国民に改めて問うために、国民議会（下院に相当）の解散と総選挙の実施を発表した。6月末に行われた第一回投票でもRNは得票率1位となったが、7月初めの決選投票では与党連合と極左を含む左派連合が選挙協力したことから、RNは失速した。ただし、RNは改選前から議席数を大きく増やした。改選後の最大勢力は左派連合となり与党連合は第2勢力に後退し、3党派ともに単独過半数に届かない結果となった。少数与党の議会運営は厳しい状況が続いており、総選挙以降、ルコルニュ首相（第1次）まで4人

の首相が辞任する事態となっている。

2027年4月に大統領選挙が実施される予定だが、憲法上の任期は2期までのためマクロン大統領は出馬できない。RNの実質的な指導者のマリーヌ・ルペン氏は公金不正流用のため出馬できない可能性が高く、党首のバルデラ氏が出馬するとみられている。

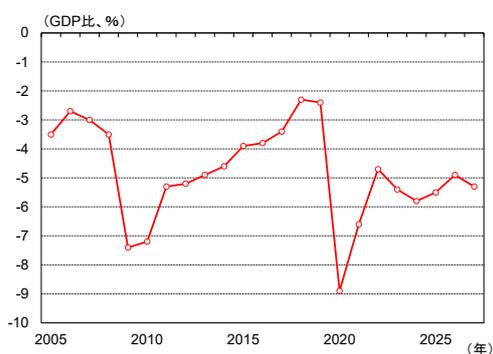
## 2. フランスの財政状況

フランスの2024年の財政赤字はGDP比（以下、同）5.8%（第1図）と2024年予算における政府目標の4.4%から赤字が拡大した。欧州連合（EU）基準の3.0%を上回るユーロ圏諸国の中で最も高い水準であり、2024年にはEUによる過剰財政赤字是正手続き（EDP：Excessive Deficit Procedure）<sup>1</sup>の勧告を受けている。また、政府債務残高も113.0%とギリシャ（153.6%）とイタリア（135.3%）に次ぐ規模に達している（第2図）。

財政赤字拡大の主な理由は、税収不足と2023年の高インフレに対する年金のスライド調整だが、近年の財政悪化は、マクロン大統領が2018年から実施した法人税の大幅減税等の減税策と、新型コロナウイルス感染拡大とロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー危機に対する大規模な支援が理由として指摘されている。

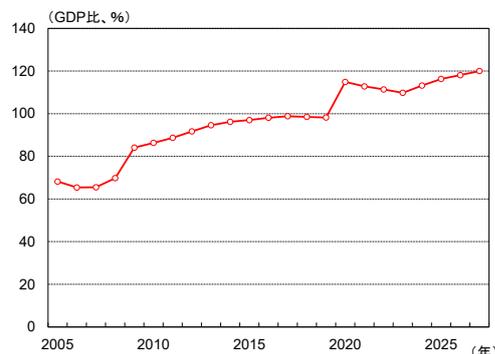
2026年度予算案では、防衛費増額の方、大企業への課税強化等や歳出削減により2026年の財政赤字を4.7%とする計画だった。しかし、協議が難航したことから予算案の審議は2026年に持ち越され、2月2日ようやく成立した。社会党への譲歩により低所得層への給付増額や学生向け支援策等を盛り込んだことから、2026年の財政赤字は5.0%と当初案からは悪化することとなった。マクロン大統領が進めてきた年金制度改革は凍結され、財政再建の遅れは避けられない。

第1図：フランスの財政収支



(注)2025年以降は欧州委員会見通し(2025年11月)。  
(資料)Eurostatより国際通貨研究所作成

第2図：フランスの政府債務残高



(注)2025年以降は欧州委員会見通し(2025年11月)。  
(資料)Eurostatより国際通貨研究所作成

<sup>1</sup> 勧告を受けた国は6ヵ月以内に必要な赤字削減策を取る必要があり、期限までに有効な措置が取られない、または加盟国が勧告に従わなかった場合、欧州理事会は当該国に対して罰金を課することができる。2024年に7ヵ国（ベルギー、フランス、イタリア、ハンガリー、マルタ、ポーランド、スロバキア）が勧告を受けている。

### 3. フランス国債の格下げ

主要格付け機関は、フランスが大きな財政赤字・債務を抱えているにも関わらず政局混乱から財政再建が進まない状況を懸念し、フランス国債の格付けを引き下げている。各機関の格下げ理由は、政治の混乱が財政運営に悪影響を及ぼし、今後の不確実性が高いとの見方で共通している。ムーディーズは2024年12月、フランス国債の格付けを「Aa2 (Negative)」から「Aa3 (Stable)」へ引き下げた。2025年9月12日にはフィッチが「AA- (Negative)」から「A+ (Stable)」と初のシングルA格に引き下げ、S&Pも10月17日、「AA- (Negative)」から「A+ (Stable)」に引き下げた。ムーディーズは10月24日、「Aa3」の格付けは維持したが見通しをStableからNegativeに変更した。

### 4. フランス格下げのスペイン、ポルトガル、ベルギーへの影響

フランスの格付けと近いランクにあるスペイン、ポルトガル、ベルギーについて、フランスの格下げが影響するかの観点でみる。

#### (1) 各国の格付け

主要格付け機関は2025年9月、スペインの格付けを引き上げ、2012年以来の高いランクとした。ポルトガルの格付けも2025年にS&Pとフィッチが引き上げた。ムーディーズは2023年に引き上げ(Baa2→A3)、その後も維持している。

スペインについて、ムーディーズは「よりバランスの取れた成長モデルや雇用市場の改善、金融部門の強化に伴って経済の強靭性が向上し、スペインの経済力が向上している」との見解を示している。ポルトガルについては、経済の強靭性と政府債務残高(GDP比)の減少をS&Pとフィッチは評価している。

他方、ベルギーの格付けは、フィッチが2025年6月に引き下げ、S&Pとムーディーズは見通しを引き下げている。フィッチは財政悪化と財政再建が不透明な点を理由として挙げており、S&Pも財政赤字への懸念を示している。

第1表：大手格付け機関による格付け

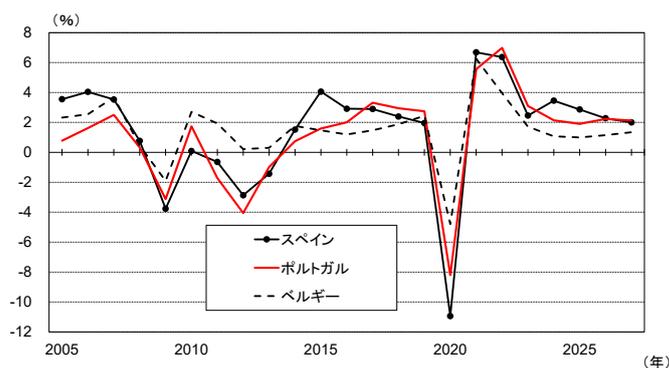
	ムーディーズ		S&P		フィッチ			
	国名	見通し	国名	見通し	国名	見通し		
投資適格級	Aaa		AAA		AAA			
	Aa1		AA+		AA+			
	Aa2		AA	ベルギー	Negative	AA		
	Aa3	フランス ベルギー	Stable Negative	AA-		AA-		
	A1		A+	フランス スペイン ポルトガル	Stable Stable Stable	A+	フランス ベルギー	Stable Stable
	A2		A			A	スペイン ポルトガル	Stable Stable
	A3	スペイン ポルトガル	Stable Stable	A-		A-		
	Baa1		BBB+			BBB+		
	Baa2		BBB			BBB		
	Baa3		BBB-			BBB-		
投機的	Ba1		BB+			BB+		
	Ba2		BB			BB		
	Ba3		BB-			BB-		
	B1		B+			B+		

(資料) 各種資料より国際通貨研究所作成

## (2) 財政収支と政府債務残高

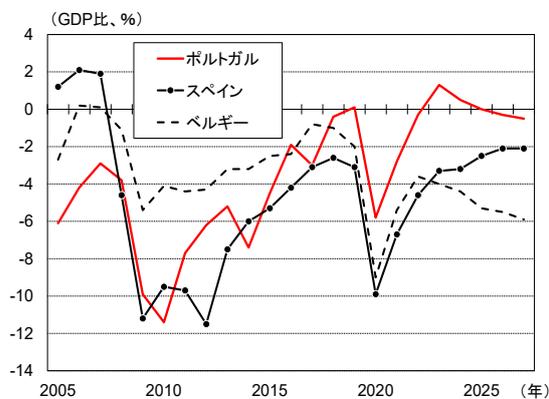
EU 各国は新型コロナウイルス感染拡大に対し、積極的な財政出動を実施した結果、2020年の財政収支（GDP比）は大きく悪化した。その後は関連支出の終了・縮小や景気回復を受けた税収増加等により財政状況は改善に向かったが、2023年からは各国で状況が異なっている。スペインとポルトガルは経済の好調を背景に改善が続いているが、ベルギーは高齢化に伴う社会保障費の増加等により財政赤字が拡大している。欧州委員会の見通し（2025年11月）では、2025年以降もスペインとポルトガルは概ね良好な財政状況だが、ベルギーは防衛費拡大も加わり、財政悪化が見込まれている。政府債務残高（GDP比）についても、スペインとポルトガルは低下傾向を辿るのに対し、ベルギーは100%を超えて増大する見込みである。EUは財政状況が悪化しているベルギーに対して、2024年7月にフランスと同じく過剰財政赤字手続き（EDP）を勧告している。

第3図：実質 GDP 成長率



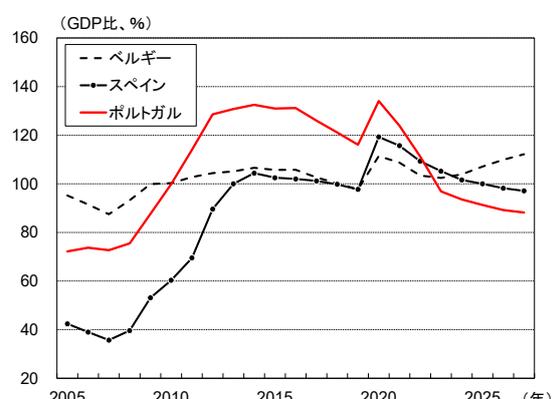
(注) 2025年以降は欧州委員会見通し(2025年11月)。  
(資料) Eurostatより国際通貨研究所作成

第4図：財政収支



(注) 2025年以降は欧州委員会見通し(2025年11月)。  
(資料) Eurostatより国際通貨研究所作成

第5図：政府債務残高



(注) 2025年以降は欧州委員会見通し(2025年11月)。  
(資料) Eurostatより国際通貨研究所作成

### (3) 欧州債務危機時との比較

フランスの財政悪化と格下げの程度は、欧州債務危機の発端となったギリシャの当時の状況と比べれば深刻度合いは小さい。

ギリシャでは2009年10月に新政権が、旧政権の財政統計の操作によって財政赤字が過小評価されていたと発表した。2008年の財政赤字の実績はGDP比5.0%から7.7%に、2009年の財政赤字見通しは3.7%から12.5%、その後さらに13.6%へ上方修正された。これを機に市場ではギリシャの財政状況への不信感が高まり、ギリシャ国債の利回りは急騰し、ドイツ国債との利回り格差は大幅に拡大した。市場の懸念は、同じく財政赤字を抱えるアイルランド、ポルトガルにも波及し、2011年夏にはスペイン、イタリアへも広がった。主要格付け機関は相次いでギリシャ国債の格付けを引き下げ、2010年にはS&Pとムーディーズ、2011年にはフィッチが投機的水準へ引き下げた。

今般、フランスの財政赤字は大きいとはいえ、当時のギリシャの財政赤字に比べれば小さく、格付けも投資適格級を維持している。スペイン、ポルトガルの財政状況は改善しており、これを受けて格付けも引き上げられている。フランスの財政悪化と格下げの他国への影響波及はこれまでのところ見られていない。

### (4) 各国の政治分極化スコア

フランスは政治不安から財政再建が進まないことが格下げにつながった。スペイン、ポルトガル、ベルギーにおいても政治不安や社会の分断が生じているか、スウェーデンのv-dem (Varieties of Democracy) 研究所の指標でみる(第6図)。

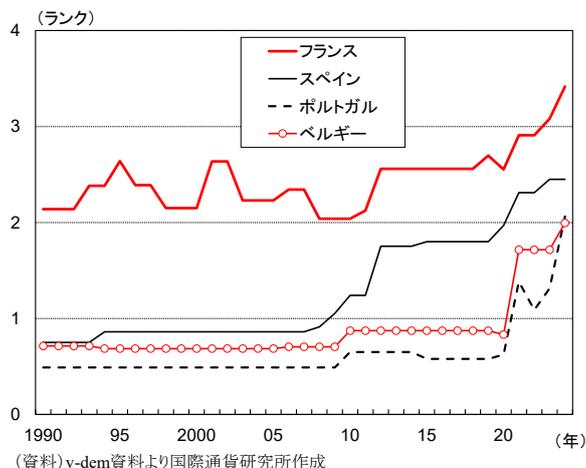
v-dem 研究所は世界各国の民主主義の度合いを示す指標を作成している他、政治の分極化を示す指標「政治分極化スコア (Political Polarization)」も発表している。人々の政治的な意見の違いが、家族関係や職場等の社会生活に悪影響を及ぼす度合いを0~4で示したもので、数値が高いほど分極化が進んでおり反対の政治陣営の支持者が敵対的な態度で接していることを示す。

v-dem 研究所によれば、米国とフランスは「政治分極化スコア」が4に近い「非常に強い分極化」に達している<sup>2</sup>。スペイン、ポルトガル、ベルギーのスコアは2020年頃から上昇しているものの、フランスと同程度で分極化が進んでいる状況ではないと捉えられる。

---

<sup>2</sup> V-Dem Institute [2025], “Democracy Report 2025”, March 2025 ([https://v-dem.net/documents/61/v-dem-dr\\_2025\\_lowres\\_v2.pdf](https://v-dem.net/documents/61/v-dem-dr_2025_lowres_v2.pdf))

第6図：政治分極化スコア



各国の政権運営の状況は以下の通りである。スペインとポルトガル、ベルギーいずれも連立政権だが、財政政策運営に大きな影響は生じていないとみられる。

①スペイン：中道左派のスペイン社会労働党（PSOE）党首サンチェス氏が2023年11月に首相に再選され、左派スマール（Sumar）と連立政権を樹立した。両党合わせても過半数議席に満たない少数与党であるため、閣外協力を得ているカタルーニャ州やバスク州等の地域政党の利害調整をしながら政権運営しており、政権基盤は脆弱である。

②ポルトガル：2025年5月の総選挙で、ルイス・モンテネグロ首相が率いる「社会民主党（PSD）」と「人民民衆党（CDS-PP）」による中道右派連合「民主同盟（AD）」が勝利したが、過半数には届かなかった。ポルトガルでは長らく PSD と「社会党（PS）」の二大政党が中核となってきたが、最近では極右政党「シェーガ（Chega）」が台頭している。S&P は、AD と PS は財政規律の重要性についてコンセンサスがあるため政策が大きく転換する可能性は低いと指摘している。政治分極化スコアが大きく上昇しているのは、長年、二大政党体制が続いてきた中で極右政党が台頭してきたことを反映しているとみられる。

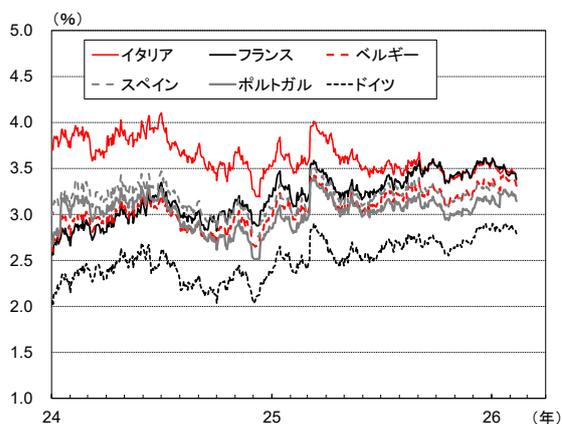
③ベルギー：2025年2月、5党連立政権が発足した。5党は、「新フランダース同盟（N-VA）」（中道右派）、オランダ語系社会党（Vooruit）（中道左派）、オランダ語系キリスト教政党（CD&V）（中道右派）、フランス語系自由党「MR」（中道）、仏語系キリスト教政党（Les Engagés）（中道右派）。首相には N-VA のドウ＝ウェーヴェル氏が就任した。政治分極化スコアが2021年に大きく上昇しているのは、2020年の7党連立政権が発足が背景にあるとみられる。

## (5) 長期金利の動向

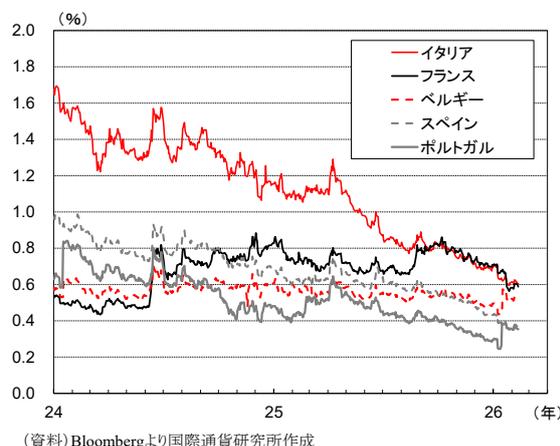
欧州債務危機が深刻化した2010～2012年はイタリア、スペイン、ポルトガル等の南欧諸国の長期金利（10年物国債利回り）が急騰した一方で、フランスについては上昇が限定的だった。その後も南欧諸国の長期金利はフランスを上回って推移してきた。

しかし今般のフランス政局混迷の局面では、2025年9月下旬にフランスの長期金利がイタリアを上回った（第7図）。それ以前にスペインとポルトガル、ベルギーの長期金利は2024年後半にフランスを下回っている。ドイツ国債との利回り格差についても、2025年後半にフランスが拡大した局面でスペイン、ポルトガル、ベルギーは拡大しておらず影響波及はみられない（第8図）。足許のドイツ国債との利回り格差は、フランスとイタリアではほぼ同水準となっている。

第7図：長期金利



第8図：ドイツ国債とのスプレッド



## 5. ECBの政策手段とフランス情勢についての見解

### (1) TPI (Transmission Protection Instrument)

欧州中央銀行（ECB）の「市場の分断化」（＝域内の利回り格差が拡大して金融政策の効果を妨げること）対策手段として、2022年7月に11年振りの利上げ決定と同時に導入した「伝達保護手段（TPI：Transmission Protection Instrument）」が存在する。TPI導入の背景として、当時ECBの利上げ観測が高まる中で、財政赤字の大きい南欧諸国、特にイタリアは政局不安もあって長期金利が上昇していたことがある。ECBは、不当で無秩序な市場の変動により域内の金利差が拡大した場合、残存期間1～10年の国債等を買入れるが、発動に際しては対象国が4つの厳格な基準：①EUの財政規律の遵守、②深刻なマクロ経済の不均衡が存在しないこと、③財政の持続可能性、④健全で持続可能なマクロ経済政策、を満たす必要がある。

実際に金利急騰時にTPIが発動されるためには、対象国が経済・財政運営の厳格な基準を満たす必要があるためハードルは高いものの、バックストップとしてTPIが存

在することが市場にとって安心材料となっているとみられる。

## (2) フランス情勢と他のユーロ圏の国への波及に関する見解

ラガルド ECB 総裁は 2025 年 9 月の金融政策決定会合後の記者会見で、フランス政局混乱や長期金利の上昇に関する質問に対し、個別国についてコメントしないとし、TPI の発動に関しては「ユーロ圏の国債市場は秩序があり、良好な流動性を備えて円滑に機能している。ユーロ圏の他の加盟国とドイツ国債とのスプレッドは限定的となっている」、「TPI については理事会で一切議論されなかった」と発言している。

また、ECB は 2025 年 11 月公表の「Financial Stability Review」<sup>3</sup>において、フランス情勢の波及に関連する事項に関し、以下の見解を示している。

- ✓ 「国のバランスシートにとっての中期的なリスクは 2 つ、①必要とされる防衛費増加に伴う財政拡大、②デジタル化、低生産性、人口高齢化、気候変動など持続的な構造的課題。同時に、一部のユーロ圏諸国における財政基礎は弱く、特に政治的な多数派が脆弱な国々において投資家の信頼を試す可能性がある」。
- ✓ 「平均的なユーロ圏の国債スプレッド（フランスを除く）は下降傾向にある。最近の国債スプレッドの縮小は、ドイツの利回りの変動よりも他の国々の利回り低下によるところが大きく、現段階ではフランスの展開が他のユーロ圏の国債への波及がないことを示唆している。しかしながら、財政健全化の努力に対する失望、入札における需要の弱さ、さらなる政治的不安定は、特に現在のスプレッドがタイトな水準にあることを考慮すると、ユーロ圏のソブリンリスクのより広範な再評価を引き起こす可能性がある」。
- ✓ 加えて、予想外の格下げや世界のベンチマーク債券市場のストレス等もユーロ圏のソブリンリスクの再評価を引き起こす契機になり得ると指摘している。

また、ECB のデギンドス副総裁のインタビュー<sup>4</sup>では、「Financial Stability Review」で指摘した「財政悪化は、特に政治的多数派が脆弱な国において投資家の信頼を試す可能性がある」との見解に関して「政治的多数派の脆弱さという言及はフランスだけでなくスペインも該当するか」との質問があった。それに対してデギンドス副総裁は「特定の国についての言及ではない」とし、「予算承認に必要な政治的安定性の欠如は、中期予算計画の信頼性に影響を与える可能性がある」と答えている

リスクシナリオである経済的ショックへの耐久性については、「ポルトガル、ギリシャ、イタリア、スペイン等の国々の評価は向上しており、より競争力が高まってい

<sup>3</sup> ECB [2025], “Financial Stability Review”, November 2025 (<https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/index.en.html>)

<sup>4</sup> ECB [2025], “Interview with Luis de Guindos, Vice-President of the ECB, conducted by Pablo Allendesalazar”, 1 December 2025 (<https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2025/html/ecb.in251201~4a97e50661.en.html>)

る。ユーロ圏経済は1~1.5%の潜在的成長を下回っているものの、ショックに対して非常に強靱になっている。しかし常に不確実性が存在するため、最も関連性の高い項目を分析している」と述べている。

## おわりに

スペインとポルトガルは欧州債務危機の時に財政赤字が問題視され、それが金融問題へ波及したが、現在では財政状況は改善しており、格付けも引き上げられている。また、ベルギーは財政赤字と政府債務残高は大きいですが、政局面から懸念される動きはみられない。フランスの政治不安の根本は、国民のマクロン体制への不満であり、他国で同程度の政治分極化は進んでいないと捉えられる。

現時点では、フランスの格下げがユーロ圏のソブリンリスクの再評価につながる可能性は小さいが、ECBはソブリンリスクの再評価の発生について警戒を怠っておらず、さらなる政治不安や財政健全化への失望といった欧州が抱える懸念に加え、主要先進国の財政が悪化する中、世界的な債券市場の動揺もリスク要因として注視が必要である。

フランスは2027年の大統領選挙に向けて政局混迷と強い先行き不透明が続くと予想される。RNのバルデラ党首が立候補した場合は優勢との調査結果が発表されており<sup>5</sup>、金融市場では、与野党の次期大統領候補の経済・財政政策、EUとの関係等を警戒する姿勢が続くと見込まれる。

(本稿は2026年2月15日までの情報に基づき作成)

以 上

## <主な参考資料>

石川雄介 [2025]、「解説 ポルトガル総選挙：二大政党の後退と極右の台頭」、地形学研究所、2025年5月21日

菅野泰夫 [2024]、「仏極右政権の財政政策リスクがEUに突きつける課題 フランス版トラスショックか、第2次ギリシャ債務危機の再来か?」、大和総研、2024年7月4日 ([https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20240704\\_024481.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20240704_024481.html))

日本貿易振興機構 [2025]、「「スペインは左から追い抜く」― 右傾化に対抗する左派政権」、2025年2月28日 (<https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/special/2024/0701/ed112b01e552e03e.html>)

Matthias Matthijs [2024], “What Does France’s Political Instability Mean for Europe?”,

<sup>5</sup> ロイター、「27年仏大統領選、極右バルデラ氏が優勢＝世論調査」、2025年11月25日、(<https://jp.reuters.com/world/europe/OZ2BHHWALFONROGQLQ3BB5Y5DE-2025-11-25/>)

Council on Foreign Relations, December 17 2024 (<https://www.cfr.org/expert-brief/what-does-frances-political-instability-mean-europe>)

POLITICO [2024], “4 ways the EU election could reshape French politics”, POLITICO, June 5 2024 (<https://www.politico.eu/article/four-ways-eu-parliament-election-reshape-france-politics/>)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>