

## フランスの次の展開



**VINCENT MORTIER**  
Group CIO, Amundi



**MONICA DEFEND**  
Head of Amundi  
Investment Institute

### With the contribution of

**VALENTINE AINOUC**  
Head of Fixed Income  
Strategy Research,  
Amundi Investment  
Institute

**CLAUDIA BERTINO**  
Head of Investment  
Insights, Publishing and  
Client Development

**DIDIER BOROWSKI,**  
Head of Macro Policy  
Research, Amundi  
Investment Institute

**ERIC MIJOT**  
Head of Global Equity  
Strategy, Amundi  
Investment Institute

**MAHMOOD PRADHAN,**  
Head of Global  
Macroeconomics,  
Amundi Investment  
Institute

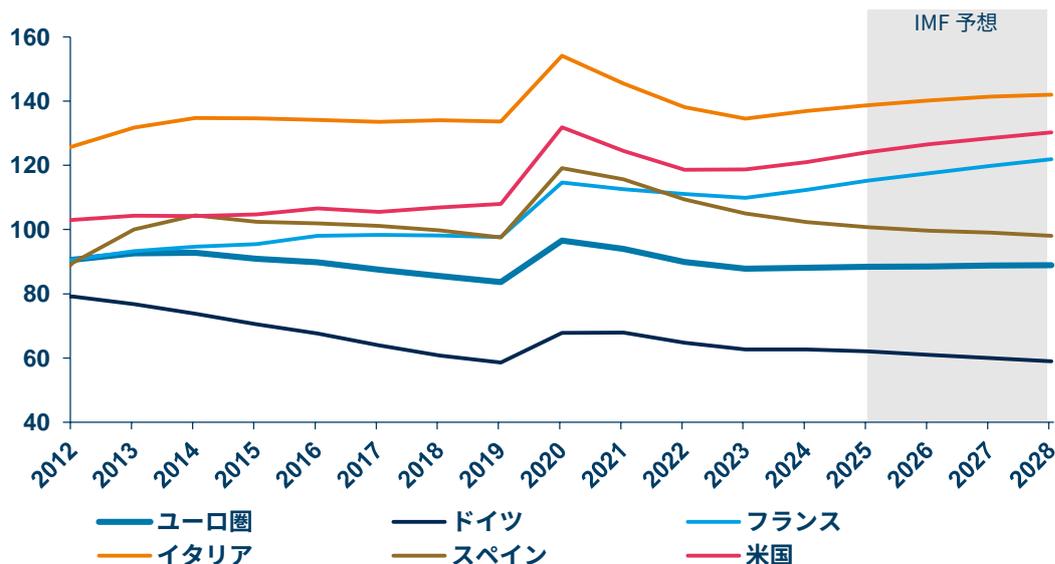
- 最近の動向：**2025年予算をめぐる意見の対立が、市場の乱高下を引き起こしている。バルニエ首相は、財政赤字を2025年に5%、2029年までに3%以下に削減することを目標とする予算を提案した。バルニエ首相は、憲法49条3項の特例を発動し、議会の採決を経ずに社会保障予算を成立させたが、野党は問責決議案を可決し、政権を崩壊させた。マクロン大統領は、現在、新首相を探している。今後、いくつかのシナリオが考えられるが、いずれにしても**フランスの制度上の枠組みは予算案が成立することを保証**しており、アムンディは2024年予算案が2025年に繰り越しになるシナリオの確率が高いと考えている。
- 市場への影響：**このような政治上の不透明感がフランス市場に重くのしかかっており、短期的には高いボラティリティが続くと予想されるが、**債務の持続可能性に関するリスクはないため、さらなる拡大はないと見ている**。フランス経済は引き続き底堅く、インフレ率は低下傾向にある。
- フランス国債の見通し：**フランス国債の利回りは、このところ対ドイツ国債で上昇しており、フランス国債とドイツ国債のイールドスプレッドは夏のピーク時の80ベースポイントをやや上回っている。しかし、**フランス国債は、市場が厚く、流動性が高いことを特徴**としており、また、S&Pは「AA-/A-1+」と安定的な見通しを維持（11月29日付）していることから、世界の投資家間で貴重な投資の選択肢となっている。また、**フランス国債は、ECBの緩和政策と、インフレ鈍化の中で欧州債券が良好な環境にあることから恩恵を受けるであろう**。現在のスプレッド水準は、すでに不透明な状況が続くことを織り込んでいるため、スプレッドがさらに拡大すれば、長期投資家にとって魅力的なエントリー・ポイントとなる可能性がある。
- フランス株式の見通し：**CAC40指数の最近のアンダーパフォームは、その構成に起因するところが大きい。CAC40指数は、一般消費財銘柄と高級品銘柄のウェイトが高く、最近、最も好調だった金融セクターとテクノロジー・セクターのウェイトが低い。したがって、フランス株式は、収益の伸びとともにいずれ回復すると予想される。

### フランス政治の最近の動向は？

フランスの財政状況はコロナ後に悪化し、公的債務の対GDP比は、米国（120%超）よりは低いとはいえ、今やドイツやスペインを含むユーロ圏の平均的な水準を上回っている。

バルニエ首相が率いるフランス政府は、2025年に財政赤字を5%まで削減し、2029年までに3%以下にすることを目標とする2025年予算案を提案した。欧州委員会は、フランスが依然として財政赤字規制における赤字過剰の対象国であるにもかかわらず、この予算案が、赤字削減に適合しており「信頼できる」と判断した。

## 政府債務残高の対 GDP 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。データは2024年12月2日現在。

しかし、政府は、マリーヌ・ルペン氏が率いる国民連合（RN）を含む野党との間で、予算に関する合意に達することができなかった。そこで、バルニエ首相は憲法第 49 条第 3 項を発動し、予算の一部である社会保障予算（PLFSS）を議会の採決なしで可決した。この枠組みを使うと、首相は議会の採決なしで法案を進めることができるが、野党は不信任案を提出することもできる。そして、野党はこの動議を提出し、昨夜可決された。

## 次に何が起こり、赤字にどのような影響を及ぼす可能性があるか？

前例のない時代になっている。フランス憲法は、このような状況を想定して書かれたものではないが、不信任案採決後、少なくとも以下の3つのシナリオが考えられる：

1. **最も可能性が高いのは、憲法第 45 条に基づき、2024 年の予算案を 2025 年に繰り越す採決である。**これは、新政権のもとで実施されるか、現政権が管理人的な役割で実施するかのどちらかとなる。このシナリオでは、財政赤字は GDP の 6%から 6.5%に上昇すると思われる。税収は増加するであろうが、社会保障支出もおそらく増加し、赤字は2024年の水準に近づくであろう。
2. **国会が 70 日以内に予算案を可決しなければ、政府は憲法 47 条を利用して、バルニエ首相が提案した 2025 年予算を採決なしで可決することもできる。**
3. **マクロン大統領が憲法第 16 条を発動し、政令で予算を成立させる。**しかし、これは非常に可能性の低いシナリオであることに変わりはない。

「様々なシナリオが浮上しているが、最も可能性が高いのは、2024年の予算が2025年に繰り越されるというものである。」

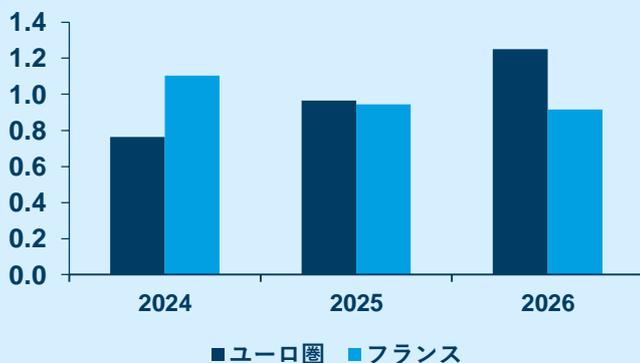
しかし、憲法上の手続きは非常に複雑である。というのも、特定の条項を利用するための条件や期限は解釈次第となっているからだ。最終的には、今後数週間のうちに採決される可能性のある特定の条項の合法性について、憲法評議会が裁定を下すことになるだろう。

現政府は退陣することになったものの、当面の課題に対処し、「国民生活の継続」のために必要な措置をとることができる。この「国民生活の継続」は憲法の基本であり、12月31日までに予算を採択することができる見込みである。

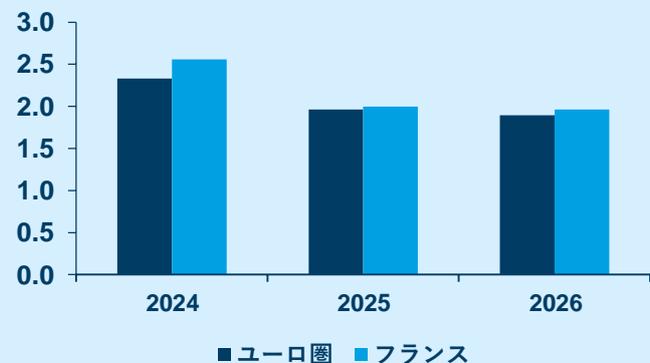
2025年までに予算を確保するためのあらゆる努力が失敗に終わった場合、最後の手段として、大統領は憲法第16条を利用することができる。憲法第16条は、憲法評議会の審査を条件として、大統領（単独で）に期間限定の例外的な行政執行権を与えている。

## フランスの経済見通し

### 実質GDP成長率(%)



### インフレ率(%)



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート 2024年11月30日時点の予測

### 2024年の成長は底堅いが、2025年は減速する可能性が高い

- フランス経済は、金融引き締めと外需の減少に直面しながらも、比較的底堅く推移している。フランスの対米商品輸出は輸出全体の7.3%を占める（2023年）。潜在的な関税の影響は、ディスインフレとクレジット状況の緩和から恩恵を受ける内需によって部分的に相殺される可能性がある。

### インフレは低下

- フランスとユーロ圏ではディスインフレが続くと予想される。
- インフレ率（2024年は2.6%と予測、下方修正のリスクあり）は2025年には2.0%まで低下する見込み（ユーロ圏全体も同様）。

「フランス債券市場では、政治的リスク・プレミアムが継続する可能性が高い。」

### 投資への影響

解散総選挙と新分裂政権の樹立が発表されて以来、フランス資産は不確実性の高まりに直面し、市場は過剰反応に陥った。フランスの政治情勢に対する不透明感から、フランス10年債の対ドイツ国債での上乗せ金利は2012年以来の高水準となった。不確実性の高い環境が続いているため、政治的なリスク・プレミアムはある程度残ると予想されるが、ユーロ圏全体への波及はないと見ている。フランスの経済成長は底堅いが、財政は弱体化しているため、株式よりも、フランス国債でのプレミアムが継続する可能性が高い。フランス国債は国内要因の影響は受けにくい、今後の関税動向の影響を受けやすくなる可能性がある。

### 債券：高いボラティリティは続くが、投資のエントリー・ポイントの可能性は拡大

最近、フランス国債の利回りはドイツ債に比べて上昇しており、フランス国債とドイツ国債のイールドスプレッドは夏のピーク時の80bpをやや上回っている。これは、財政政策の行方をめぐる政治的不確実性の継続を反映している。

にもかかわらず、10年フランス国債の利回りは3%前後で安定しているため、債券投資にとって有利な状況が続いている。インフレ率の2%近くまでの低下を踏まえると、ECBの金融政策は欧州の経済活動にとってあまりにも抑制的であるため、ECBは政策金利の引き下げを継続すると予想される。欧州債券に対する需要は引き続き底堅く、投資家はECBがさらに金利を引き下げる前に、金利上昇があれば、そのタイミングを利用したいと考えている。

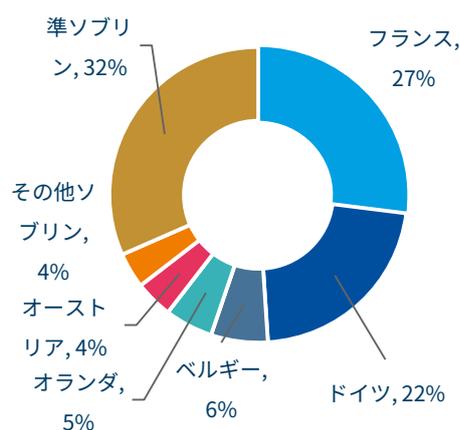
フランス国債は、ハイ・クオリティのソブリン市場、および準ソブリン市場において大きなシェアを占めている。フランス国債の市場は厚く、流動性が高いことを特徴としており、海外投資家の間でも貴重な投資の選択肢となっている（現在、フランス国債の約55%を保有）。また、S&Pは「AA-/A-1+」と安定的な見通しを維持している（11月29日付）。

さらに、ドイツ、および周縁国とのイールドスプレッドも安定している。周縁国の資金調達コストは低下し、スプレッドは過去3年間における最低水準に近づいている。

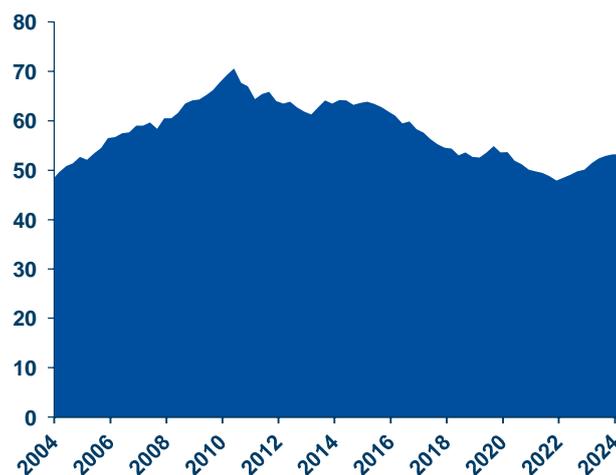
今後の国債市場は、(1) 予算案の採決の遅れと政情不安のリスク、(2) ECBの金融政策、(3) 格付け機関の次の動き、の3つの主要テーマによって変動すると予想される。短期的には、フランス国債の政治的なリスク・プレミアムは継続し、フランス政府が大幅な財政赤字削減に対処できなければ、スプレッドのボラティリティはさらに高まると予想される。

### フランス国債は、海外投資家が関心を寄せるハイ・クオリティのソブリン、および準ソブリン・ユーロ債市場で大きなシェアを占めている

欧州におけるAAA-AAソブリンおよび準ソブリン・ユーロ債市場のシェア



非居住者が保有するフランス国債の割合



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、Bloomberg、Banque de France。データは2024年9月30日現在。左図は、2024年6月末現在のICE BofAユーロ・ブロード市場におけるAAAおよびAA格のソブリンおよび準ソブリン市場セグメントのシェアを示す。

「ECBの政策緩和とインフレ鈍化を背景に欧州債券が有利な環境にあることから、フランス債券も恩恵を受けるであろう。」

フランス10年国債のドイツ国債に対するスプレッドがさらに拡大すれば、保険会社や年金基金などの長期投資家にとって魅力的なエントリー・ポイントとなる可能性がある。より高い利回りを確保できるとともに、現在の市場環境が正常化に向かえば、さらに利益を得ることができる。一方、この動きが他国にも広がり、ECBの金融政策の影響に混乱が生じる恐れが出てきた場合、介入する可能性が高い。

### フランスとドイツの10年国債利回り格差（スプレッド）は2012年以来の高水準



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。データは2024年12月4日現在

このような状況下、クレジット市場は極めて底堅く推移しており、ユーロ投資適格債指数とユーロ・ハイ・イールド債指数では、10月末につけた安値以降、スプレッドの拡大はわずかなものにとどまっている。

**フランス株は厳しい環境に置かれているが、期待される収益の伸びとともに回復する見込み**  
フランス株は、このような政治的不透明性に苦しんでおり、CAC40指数は年初来で約-4%とマイナス圏にある。フランスの早期選挙が発表されて以来、パフォーマンスの差は顕著に拡大している。

### 欧州株価指数の年初来のパフォーマンス



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。価格指数はユーロ、データは2024年12月3日現在。過去の実績は将来の実績を保証するものではない。

「業績予想が改善しているにも関わらず、市場価格は優良企業の真の強さを反映していない可能性があるため、フランス株はいずれ回復すると予想している。」

予想外の選挙の発表が、このアンダーパフォームの一因であることは明らかだが、インデックスの構成も大きく影響している。

フランスの株価指数は、一般消費財銘柄と高級品銘柄へのウェイトが高く、特に中国への高いエクスポージャーが悪影響を及ぼしている。逆に、CAC40は、Eurostoxx50に比べて、今年欧州で好調なパフォーマンスを示した金融セクターのウェイトが低く、また、DAXと比べて、テクノロジー株へのエクスポージャーを非常に低い。

今後12ヶ月間のCAC40の収益予想は、Eurostoxx50のそれに近く、+7%と予想されている（Ibes）。しかし、この数字は+10%のDAXを下回るとともに、+14%が予想される米S&P500をも大きく下回る。

バリュエーションを見ると、この利益成長を前提としたCAC40の株価収益率（PER）は現在12.8倍で、10年間の過去平均13.8倍を1ポイント下回っている。このことは、2025年末までに、CAC40が予想される利益の伸びとほぼ一致するプラスのパフォーマンスに戻る可能性があることを示唆している。

長期投資家として、アムンディは優良企業に幅広く分散したポートフォリオを維持することを目指している。ボラティリティの高い局面では、市場価格が、これらの企業の長期的な強さを反映していないような投資機会を探る。

### セクター配分の比較

	Eurostoxx 50	DAX 40	CAC 40
金融	21	20	10
一般消費財	13	10	18
IT	12	19	4
資本財	19	25	27
素材	5	6	6
エネルギー	4	-	8
ヘルスケア	7	6	11
生活必需品	6	2	9
通信サービス	5	7	3
公益	6	3	3
不動産	1	2	1

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、データストリーム。2024年11月30日現在。緑=上位3セクター。

## AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

Discover Amundi Investment Insights at [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

### 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 5 December 2024. 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: 5 December 2024.

Document ID: 4074554.

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](http://www.amundi.com).

### Chief editors

#### Monica DEFEND

Head of Amundi Investment Institute

#### Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

### Editors Amundi Investment Institute

#### Claudia BERTINO

Head of Investment Insights, Publishing and Client Development

#### Laura FIOROT

Head of Investment Insights and Client Division

## 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：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

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

4077206