

market:update

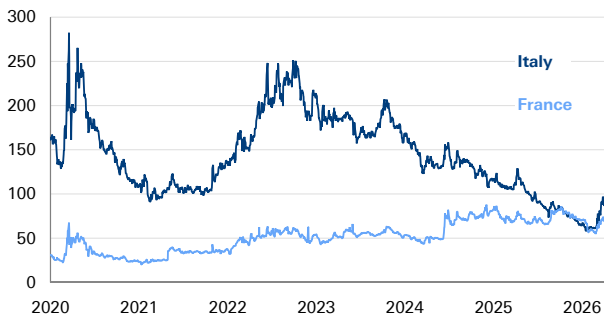
Capital Market Outlook, Week 16

2026年4月16日

過去の債務と新たな衝撃：脆弱な欧州通貨同盟

ユーロ圏では、国債利回りの上昇が顕著になると、過去に発生したソブリン債務問題の再来が想起され、とりわけ地政学的緊張が高まる局面で、一部の重債務国の脆弱性に市場関係者の懸念が向けられます。最近では、2026年3月のイタリアで、とくに顕著な動きが見られ、10年物イタリア国債と10年物ドイツ国債の利回り格差は、同2月末の約63ベースポイントから、同3月末には約94ベースポイントへと拡大しました。同時に、経済全体にとって、資金調達コストの土台となる長期国債利回りの絶対水準も大幅に上昇しました。ブルームバーグによると、2026年3月末時点で10年物ドイツ国債の利回りは3.01%、フランス国債は3.73%、イタリア国債は3.91%となりましたが、この状況から、ユーロ圏の国債市場が、インフレリスクのみならず、エネルギーショックが各国財政へ与える影響についても、再び価格に織り込み始めた可能性があると考えています。

欧州の国債市場では僅かな緊張感が見られる

各国10年物国債の対ドイツ国債利回りスプレッド
単位：ベースポイント

Sources: Bloomberg, Metzler, as of April 9, 2026

出所：ブルームバーグ、メッツラー

2026年4月6日時点

最近のユーロ圏の債券市場で、とりわけイタリアに関して神経質な動きが見られたのは偶然ではないと思われます。欧州委員会は、フランスの成長率を2026年に僅か0.9%と見込み、財政赤字を対GDP比で同4.9%、政府債務の対GDP比は同118.1%に達すると予想する一方、イタリアについては、成長率を同0.8%と僅差ながらさらに低調な予想とし、政府債務の対GDP比は2027年までに137.2%まで上昇するとの見通しを発表しています。こうした状況から、メッツラーは、ユーロ圏の両国が直面している課題は、当面の支払能力というよりも寧ろ、低調なトレンド成長、高い利払い負担、及び国債の発行

額における純増基調等の要素が相俟った経済・金融・財政上の構造自体であろうと考えています。現在、ユーロ圏の債券市場で2011年のように差し迫った危機の兆候が示されているわけではありませんが、ユーロ通貨同盟においては、平時の穏やかな時期には覆い隠されている財政上の脆弱性の問題が存在することを忘れてはならないと思われます。

先週、中東で発表された停戦は、一旦は金融市場に安堵感をもたらしたようであり、エネルギー価格は下落、欧州の債券市場は回復した他、当面の金利引き締め見直しもやや後退しました。しかし、このような一時的な反動を「事態収束の合図」と混同してはならないと考えています。2026年2月下旬の時点で、市場では依然として同年末までに金融緩和が行われることが織り込まれていたと思われ、それ以降に起きた石油・ガス価格の急騰を受けて、市場参加者は急速に予想を転換したと思われ、欧州中央銀行（ECB）が年内に3~4回の利上げを行うことを織り込むようになったと見られます。

こうした状況から、市場参加者にとっては、緊張緩和を受けて短期的にスプレッドが再び縮小するか否かということより、もし今後、新たな緊張の高まりが再び生じた際に、どのような速度でスプレッドが再び上昇するかという点の方がより重要であると思われ、ここに、ユーロ圏が抱える真の弱点が存在すると考えています。

ユーロ圏は、依然として、地政学的な要因によるエネルギーショックや信用ショックに対して、極めて脆弱な構造を抱えていることを再認識することが肝要であり、これらは、インフレ、成長、そして財政の全てに対して、同時に影響を及ぼし得る為、留意が必要と考えています。

欧州中央銀行（ECB）は法的に独立しており、主として物価の安定に尽力することが使命である他、ECBの独立性はEU基本条約において十分に保障されており、ユーロ圏にはECBに影響力を及ぼそうとする強力な中央政府は存在しないと言えることは周知の通りです。

しかし、近時の地政学的状況では、ロシアによる攻撃や米国によるグリーンランドの占領等の動き次第で、欧州がより脆弱な立場に追い込まれることが想像される為、将来的に、欧州の国債市場で混乱が生じた場合、ECBは何らかの介入措置を検討する可能性は相応に高いと見られます。ECBは、米連邦準備制度理事会（FRB）と比較すると、独立性の観点から、より恵まれた立場にあるとの見方も可能ですが、実際には、ECBもまた、将来、欧

market:update

州ソブリン債務危機が再来するような状況下で、政治的な制約が優先されることで、インフレ目標を無視せざるを得なくなる可能性を否定できないことは念頭に置く必要があると考えています。

2022年に創設された「金融政策伝達メカニズム保護措置（TPI）」は、例えば ECB の利上げによって財政基盤の弱い国の国債利回りが急騰する等、ファンダメンタルズでは説明できない「無秩序な」市場動向が、金融政策の伝達を脅かす（ユーロ圏各国の金利条件に著しい格差が生じる）市場混乱に備えて設計されたものです。

TPI は放漫財政国を無条件で支援する救済メカニズムではありませんが、市場の混乱が ECB の金融政策の適切な伝達を阻害し、かつ ECB の見解において、当該国が原則として健全な財政・経済政策を推進していると判断された場合にのみ、これを適用することで、ECB が最後の買い手になる可能性を示した点に意義が大きいと考えています。ECB は、TPI 適用に際し、以下の4点を検討します：

1. **EU の財政規則：**当該国は、過剰財政赤字是正手続き（EDP）の対象となっておらず、少なくとも、EU の勧告に対して効果的な措置を講じていない国と見なされていない。
2. **マクロ経済不均衡：**当該国はマクロ経済の過剰不均衡是正手続きの対象となっていない。
3. **債務の持続可能性：**ECB は、当該国の政府債務の推移が持続可能であると評価できる。
4. **政策の実施：**当該国は、概して、自国の「国家復興・レジリエンス計画」の要件および EU からの財政政策の提言を遵守すべき。最終的には ECB 理事会の裁量により決定。

フランスへの適用：

フランスは、TPI の適用条件を完全に満たしているわけではないが、現在、過剰財政赤字是正手続き（EDP）が進行中である。2025年6月、欧州委員会はフランスの EDP を次の警告的な段階的に引き上げることはせず、「保留」とし、今後も必要に応じてさらなる是正措置を講じる準備をするよう求められたに過ぎない。

肯定的な側面：現在の評価において、フランスはマクロ経済の不均衡が確認された国には含まれていない。フランスの財政回復計画の実施は順調に進んでおり、国別報告書によると、目標の82%が達成されている。

マイナス面：欧州委員会は、フランスの中期的な財政持続可能性に高いリスクがあると見ており、国別報告書によれば、2026年に政府債務の対 GDP 比率が118.4%に上昇すると予測されている。

イタリアへの適用：

イタリアも、TPI の適用条件を明確に満たしているわけではないが、過剰財政赤字是正手続き（EDP）の対象となっている。2025年の欧州委員会による最新の公式レビューでは、関連する純支出が上限内に留まっていたことで、追加制裁や次の警告段階への移行はなく、EDP は一時停止され、監視のみ継続とされた。分類上、イタリアは現在、マクロ経済不均衡が継続している国とみなされているが、過度な不均衡を抱える国とはみなされていない。債務状況は依然として厳しく、2024年のイタリア政府債務の対 GDP 比率は135.3%であり、中期的な財政リスクは「高」と分類され、ベースラインシナリオでは債務の推移は上昇を続けている。

ここで、イタリアはフランスよりも TPI の基準に近いものの、完全に満たしているわけではない点に留意が必要です。イタリアは過剰財政赤字是正手続き（EDP）の監視対象となっており、最新の EU 公式レビューによれば政府債務の持続可能性もより脆弱ではあるものの、是正措置の進捗状況はフランスよりも良好であり、「過度な不均衡」には該当していません。以上から、イタリアは TPI の適用対象となり得ますが、それは ECB が、長期債利回りの看過できない急騰など市場の反応を不当であると判断した上で、同国の債務状況における高いリスクにもかかわらず、依然として十分に持続可能であると見なす場合に限られるとの解釈が可能です。

注目の経済指標

今週は中国で数多くの主要経済指標が公表される予定であり、輸出入統計では引き続き黒字基調が維持される中、2026年第1四半期の経済成長率をとくに注視しています。

米国では、地区連銀経済報告「ページブック」が発表されますが、原油価格の急騰による影響の他、昨年来の関税や移民政策が米国経済に具体的な影響を及ぼしているか、同報告書がこれらの問題をどの程度取り上げるか等が注目されます。

market:update



メッツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 8.) 害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 資産運用業協会

W26-012