

N°368
2021年
1月

月報

フランス国債庁は納税者の利益を最大化し、かつ最も安全な条件を確保して国の債務と資金を管理することを任務とします。

フランス国債庁の
ニュース

第1ページ

経済
ニュース

第2ページ

国債に関する
データ

第3ページ

流通市場

第5ページ

国の市場性
債務

第6ページ

フランス経済と
国際比較

第8ページ

フランス国債庁の
ニュース

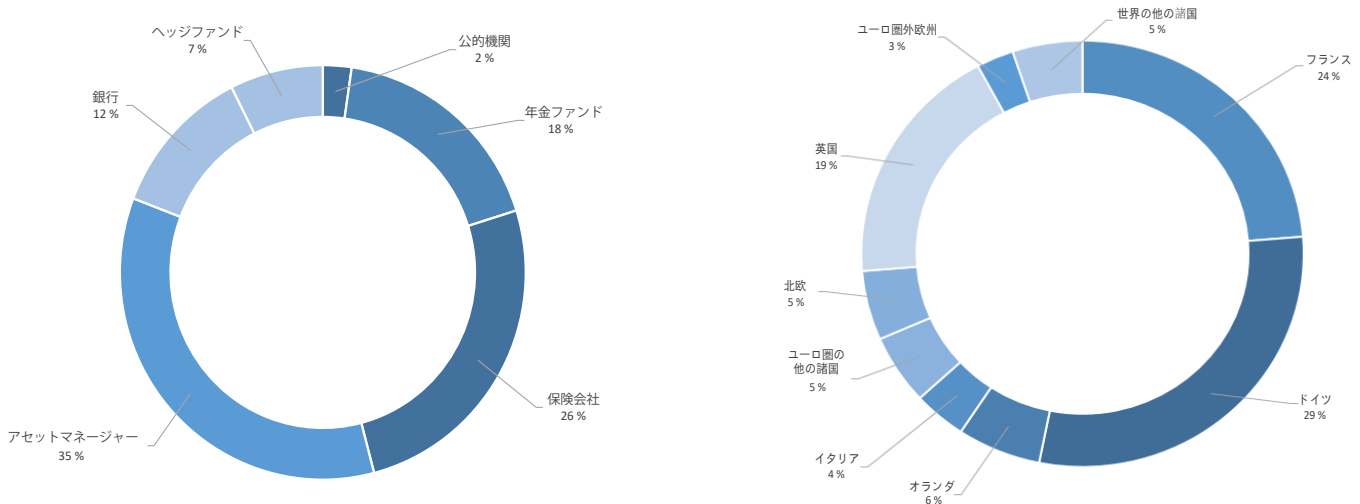
OAT 0.50% 25 MAY 2072をシンジケート団発行引受で起債70億ユーロの記録的発行額、発行時利回りは史上最低レート0.593%で、フランスは超長期債のベンチマーク発行体であることを確認

2021年1月19日、フランス国債庁は指標50年債 OAT 0.50% 25 May 2072 を新規発行し、発行額は70億ユーロでこの期限物の新記録を打ち立てました。発行時利回りは0.593%は、フランス国債庁による指標50年物超長期 OAT 発行ではシンジケート団発行引受でも公募入札でも前例のない史上最低レートで、価格は95.895となりました。またユーロ債券市場設立以来最大の金利リスク注入（発行額に債券のデュレーションをかけた積に比例）となります。

ちなみにフランスは2005年2月23日にOAT 4.00% 25 April 2055を60億ユーロ起債してユーロ建て50年債市場の幕を切り、以来2010年3月10日にOAT 4.00% 25 April 2060を50億ユーロ、2016年4月13日にOAT 1.75% 25 May 2066を30億ユーロ起債して、定期的に指標国債を発行してきました。今回のOAT 0.50% 25 May 2072は初めて投資家全体の高い関心を呼んだ発行となりました。

実際、400以上の最終投資家が応募し、受注総額はこの期限物としては記録的な750億ユーロに達し、利回りが大きく低下したにも関わらず超長期物を強く求める投資家筋が定着してきたことが実証されたのです。またこの受注総額は、割当額が大きく希釈されることを見越した一部投資家が多額の注文を入れるということ数年認められ、特にここ数か月加速した傾向をも反映するものです。

長期の投資家からの注文がほぼ100億ユーロに上り、優先的に割当を受けました。その結果、発行総額の4/5が主として欧州の保険会社・年金ファンド・アセットマネージャーに割当てられました。



出自：フランス国債庁

幹事銀行はBNPパリバ、ドイツバンク、HSBC、J.P.モルガン、ソシエテ・ジェネラルでした。全SVT（プライマリーディーラーズ）がシンジケート団に参加しました。

このオペレーションとこれに続く1月21日の中期債と指数連動債の公募入札発行も含めて、フランス国債庁の2021年1月の中長期国債発行額は322億ユーロに達し、2021年度発行計画2600億ユーロの12.4%が発行済みとなります。ちなみに2020年1月は最終発行予定額（2020年6月に増加して2600億ユーロとなった）の11%、2019年は10.3%が発行済みでした。

今回のシ団引受発行を通じて、フランスはユーロ圏の指標発行体としての地位を固め、全期限物、とりわけ超長期債の流動性を保証するために市場を賑わせる能力を確認しました。経済・保健衛生環境が悪化する中、フランス経済とフランスの発行体としての信用力に対する投資家の信頼が再認識され、市場条件は依然良好です。フランスの中長期資金調達コストの平均は2020年に初めてマイナスになり-0.14%でしたが、2021年1月末時点では-0.05%です。

強力な新規の経済刺激策により、また複数のワクチンが迅速承認手続きを成功裏に通過すると見られることから、リフレトレードに拍車がかかると我々は予測している。債券名目利回り上昇の見込み（10年物米国債利回りの目標を我々は1.5%に設定している）に市場は目を据えるが、投資戦略に最も関連性が高い2つの数値として、1) 史上最低レベルにある実質利回り、2) セクター・ロテーション/株保有の分散促進に肝要な利回り曲線スティープ化を取り上げる。

年明けは政治面で多忙であったが、リフレトレードが成功する投資戦略の中心を占め、これはリスク資産に有利となっている。実際我々は9月に、各国の刺激策が大規模で幅広い（財政+金融+的を絞った政府介入）だけでなく、コロナ感染がピークを打った後も実施が継続されるとみて、物価指数連動債を格上げし、重点的な商品投資（金50%、残り50%は他の商品の複合）を維持した。とはいえ、コロナ感染は冬の流行期の到来と危険なウィルス変種の出現報告から、ピークを打つのはまだかなり先のような。それでも異なった技術に基づいた複数のワクチンの使用許可/接種開始は免疫人口が加速的に増えることを予測させ、その効果についての知見が増えれば（毎日増えている）特定のグループ（年齢等）を対象としたワクチン政策に門戸を開くことにもなる。だから2021年に集団免疫（人口の60%）を達成することは無理というWHOの予測は悲観的すぎたという結末を期待したい。

現状を一見して投資家は現在のコロナ感染の波は次の四半期の成長ひいては収益を危うくするので、リスク資産にとって向かい風となると結論するかもしれない。しかしもう一度考えてほしい。ワシントンにおける政権交代により米国政府が次々と手を打つ見込みがたったし、上院選挙の結果民主党が両院で過半数を握り大統領と足並みをそろえることになる。今や大統領の一般教書演説（執筆時点では日時が公表されていないが2月になるであろう）に皆の目が向けられている。従来大統領がその年のみならず4年間の任期中に優先する政策や改革を提示するのが一般教書演説である。我々は市場の関心が高い4つの分野、1) 医療保険に関わる変化とその影響、2) 経済を支持する財政面の政策、3) 経済「外交」、特に対中関係、4) (米国の) 技術大手に対する規制の強化、に耳を傾けるであろう。

市場レベルでは我々の戦略の主軸は変わらない。すなわち市場は終局を（正しく）見据えるべきである。ワクチンはウィルス克服を可能にし、これが経済加速の引き金となり、債券名目利回り上昇につながる。中国はすでに兆しが見えてきているが、米国では実現はまだ先である（我々の10年国債の利回りの目標は1.5%）。欧州はコロナ第2波が退いた後には（厳しいロックダウン措置を再度実施した後になるかもしれないが）米国のトレンドに感化されないことはないであろう。

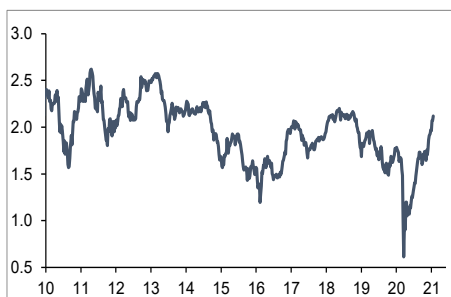
今週はポートフォリオ構築に不可欠な二つの数値を検討する。

1) インフレ予測は名目利回りより上昇のペースが速く、結果として実質利回りは極度に低下した。これはFEDの明示的目標ではなくても、株のリスクプレミアム（つまり債券の代わりに株を買うことにより毎年毎年無限年まで得る過剰リターン）が高く留まる限り、リスク資産上昇に拍車をかけることになる。株のリスクプレミアムは2020年9月以来、高い株価指数に20年第4四半期のロックダウンと債券利回り上昇が重なって、6.1%から5%へと110 bpほど下がった。

しかし現下のレベルは差が縮まったとはいえ債権に対して株安である。実質金利がかなりマイナスであるため信用スプレッドは今のところ制御され米ドル安が続いており、その反動でインフレ予測が高まり、ドルはさらに安く、商品価格は上昇し、また新興資産へ最近かなりの資金が回っている。さらなる株価ボラティリティー増大傾向が、関連する信用スプレッドに収斂を誘発し、株価上昇のペースが早まると我々は見ている。

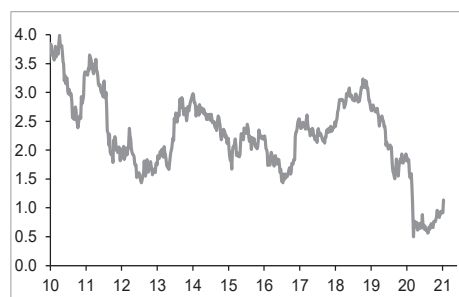
2) 米国における利回り曲線スティープ化は信用や株のテーマの一部を促進する結果となっている。ポートフォリオのデュレーションを縮小することが市場サイクルの今の時点では重要であると我々を見る。一部のセクター・ロテーションは利回り曲線が誘因であるが、成長株を売って割安株と入れ替えるロテーションは、期待するほどのリターンをもたらすには緻密さに欠けると見られる。

グラフ1：10年物米物価連動国債の
ブレイクイーブンインフレ率



出自：Datastream, Bloomberg,
SG Cross Asset Research

グラフ2：10年物米国債の利回り



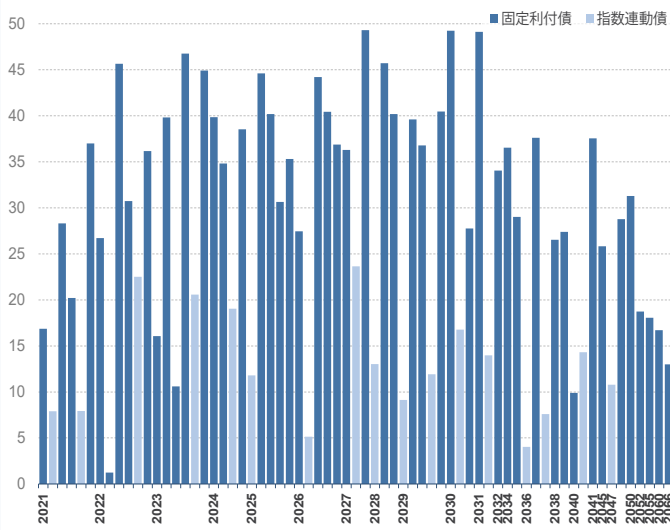
公募入札スケジュール

		短期国債					中期国債	長期国債	指数連動債
2021年2月	入札日	1	8	15	22	/	18	4	18
	払込日	3	10	17	24	/	22	8	22
2021年3月	入札日	1	8	15	22	29	18	4	18
	払込日	3	10	17	24	31	22	8	22

出自：フランス国債庁

国の市場性債務 2020年12月31日現在

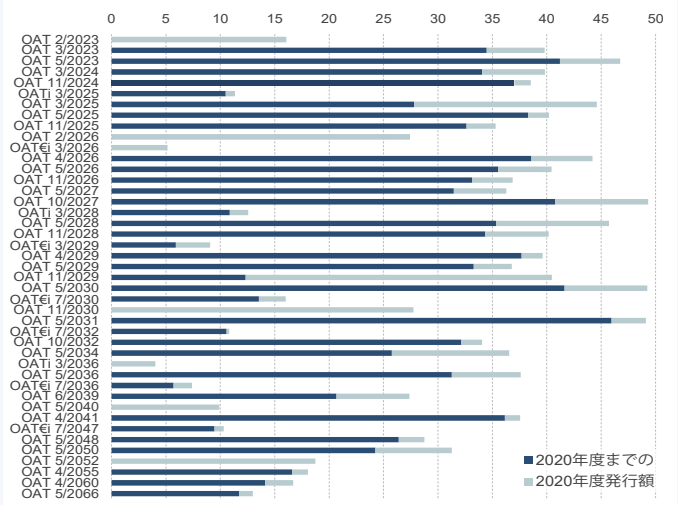
銘柄毎の現在の発行残高 単位：10億ユーロ



出自：フランス国債庁

中長期国債年初以来の発行額と累計2020年12月31日現在

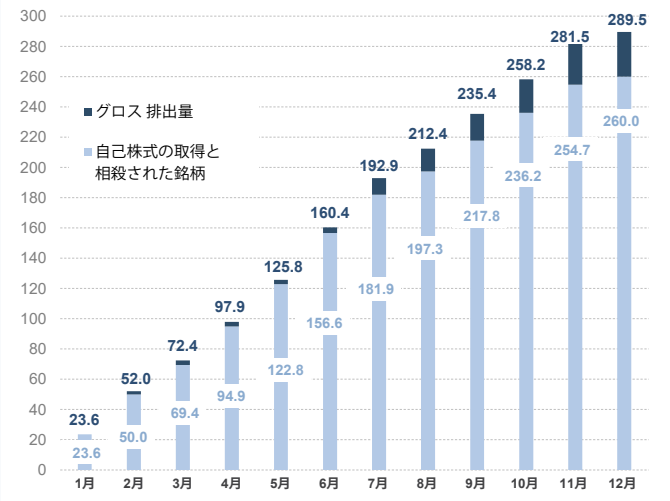
単位：10億ユーロ



出自：フランス国債庁

2020年12月31日現在の排出量

単位：10億ユーロ



出自：フランス国債庁

中長期国債償還予定表 2020年12月31日現在

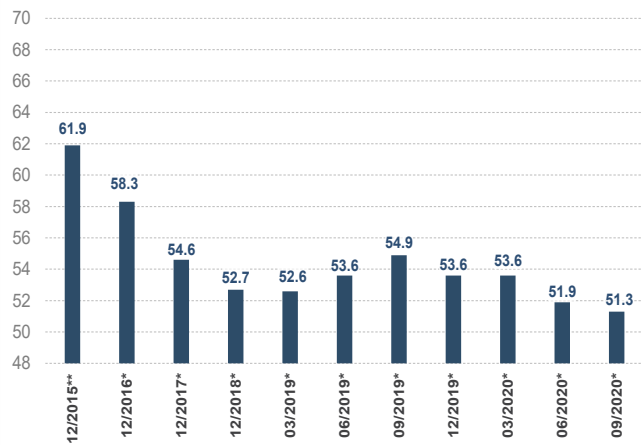
単位：10億ユーロ

月	利子	償還額
2021年1月		
2021年2月		16.8
2021年3月	0.1	7.9
2021年4月	11.6	28.3
2021年5月	8.1	20.2
2021年6月	0.5	
2021年7月	2.4	8.0
2021年8月		
2021年9月		
2021年10月	10.1	37.0
2021年11月	1.4	
2021年12月		

出自：フランス国債庁

国の市場性債務 非居住者保有比率、2020年第3四半期

市場性債務（市価ベース）に対する%



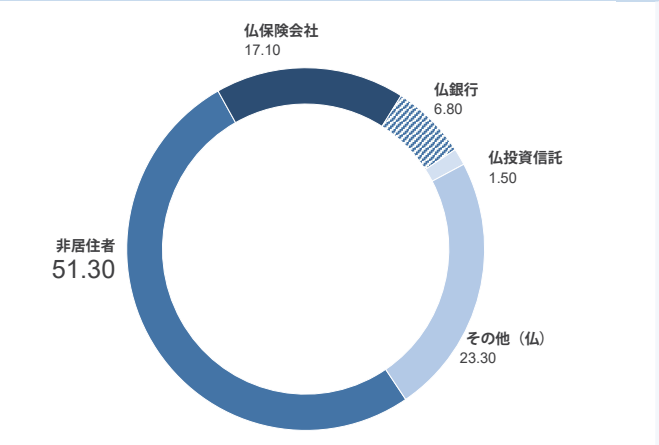
* 四半期ポジションをもとに作成した比率

** 最新年次報告書のポジションで見直した数値

出自：フランス銀行

国債保有者カテゴリー別内訳 2020年第3四半期

カテゴリー毎の%市価ベース



出自：フランス銀行

国の市場性債 2020年12月31日現在

単位：ユーロ

中長期国債合計	1 839 406 134 752
ストリップス債残高	58 408 459 600
平均残存期間	8年325日
短期国債合計	161 608 000 000
平均残存期間	122日
総発行残高	2 001 014 134 752
平均残存期間	8年73日

出自：フランス国債庁

2017年度末から2020年12月31日までの国の市場性債務

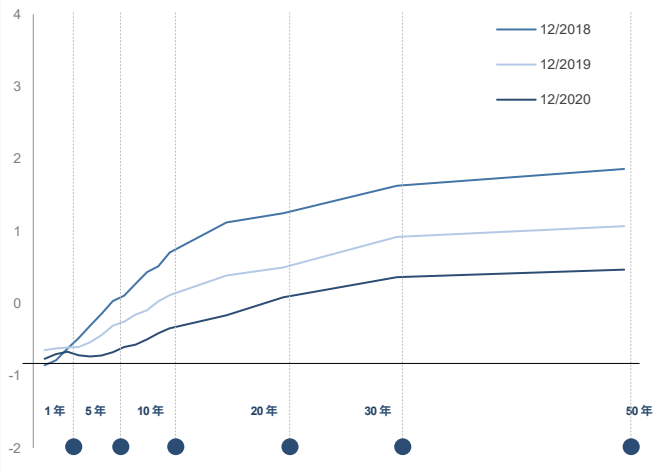
単位：10億ユーロ

	2018年 末日	2019年 末日	2020年 末日	2020年 11月末	2020年 12月末
市場性債務残高	1 756	1 823	2 001	1 999	2 001
うち指数連動債	220	226	220	220	220
中長期国債	1 644	1 716	1 839	1 834	1 839
短期国債	113	107	162	165	162
市場性債務の平均残存期間					
	7 年	8 年	8 年	8 年	8 年
	336 日	63 日	73 日	78 日	73 日

出自：フランス国債庁

フランス国債利回り曲線

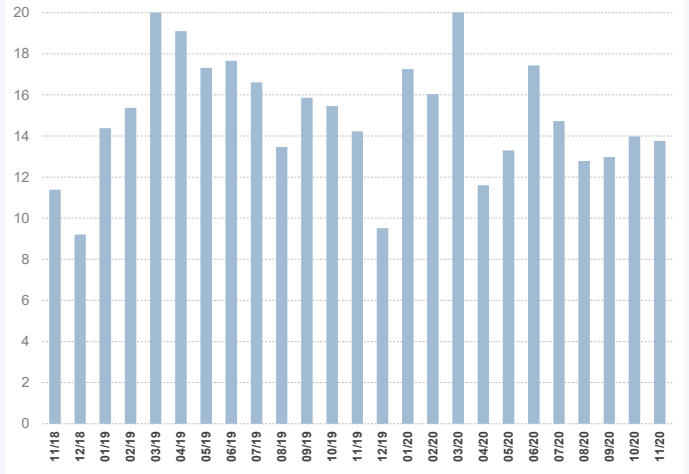
月末の値、%



出自: Bloomberg

中長期国債一日平均出来高

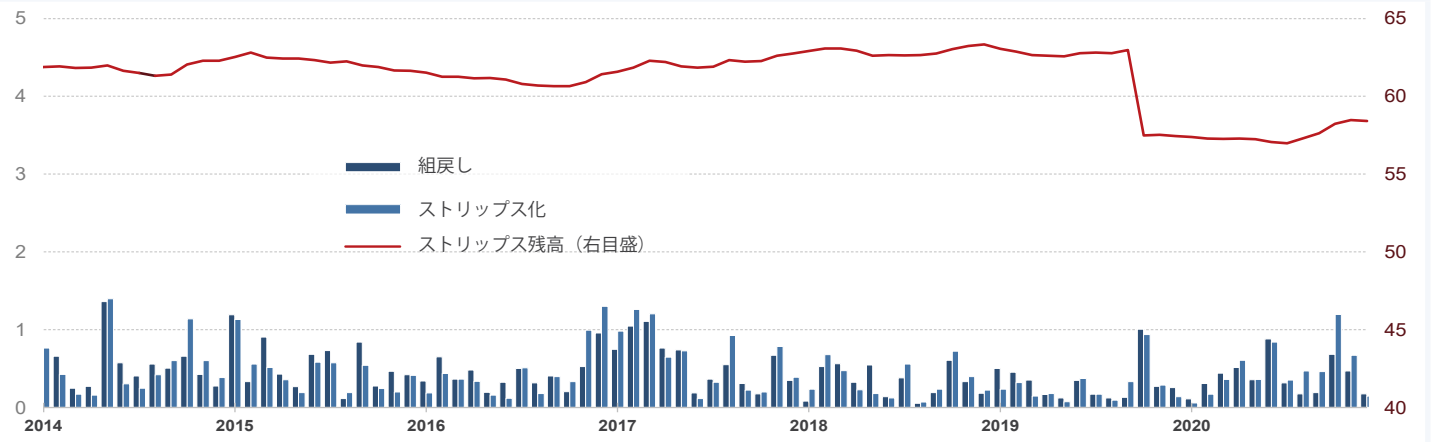
単位: 10億ユーロ



出自: SVTの申告、但しユーロシステムの公債購入プログラムに係る取引は除外

ストリップス債と組戻しの出来高

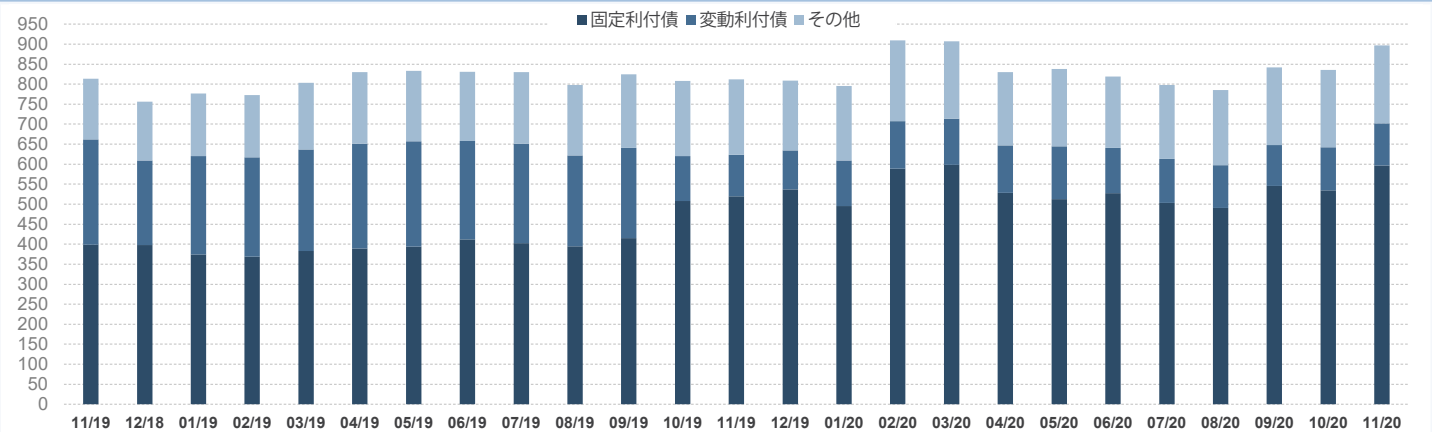
単位: 10億ユーロ



出自: Euroclear

月末のSVTレポ取引高

単位: 10億ユーロ



出自: SVT (プライマリーディーラー) の申告

短期国債、2020年12月31日現在

ISINコード	期日	発行残高(€)
FR0126310244	BTF 6 January 2021	6 901 000 000
FR0126310251	BTF 13 January 2021	8 020 000 000
FR0126461591	BTF 20 January 2021	4 640 000 000
FR0125848673	BTF 27 January 2021	5 477 000 000
FR0126461609	BTF 3 February 2021	6 897 000 000
FR0126310269	BTF 10 February 2021	6 617 000 000
FR0126461617	BTF 17 February 2021	6 743 000 000
FR0125848681	BTF 24 February 2021	6 755 000 000
FR0126461625	BTF 3 March 2021	9 417 000 000
FR0126310277	BTF 10 March 2021	6 283 000 000
FR0125848699	BTF 24 March 2021	8 170 000 000
FR0126461658	BTF 8 April 2021	7 307 000 000
FR0126001785	BTF 21 April 2021	10 971 000 000
FR0126461666	BTF 5 May 2021	7 411 000 000
FR0126001793	BTF 19 May 2021	8 329 000 000
FR0126001801	BTF 16 June 2021	10 585 000 000
FR0126310285	BTF 14 July 2021	7 449 000 000
FR0126310293	BTF 11 August 2021	6 688 000 000
FR0126310301	BTF 8 September 2021	8 685 000 000
FR0126461682	BTF 6 October 2021	6 595 000 000
FR0126461690	BTF 4 November 2021	8 022 000 000
FR0126461708	BTF 1 December 2021	3 646 000 000

中長期国債 (2020-2023償還物):2020年12月31日現在

ISIN コード	銘柄	発行残高(€)	連動係数	額面発行残高(€)	ストリップス債(€)	CAC*
2021年償還物		118 180 760 520				
FR0013311016	OAT 0.00 % 25 February 2021	16 847 000 000			0	x
FR0013140035	OAT€i 0.10 % 1 March 2021	7 910 782 620 (1)	1.04557	7 566 000 000	0	x
FR0010192997	OAT 3.75 % 25 April 2021	28 307 000 000			0	
FR0013157096	OAT 0.00 % 25 May 2021	20 209 000 000			0	x
FR0011347046	OATi 0.10 % 25 July 2021	7 915 977 900 (1)	1.04778	7 555 000 000	0	
FR0011059088	OAT 3.25 % 25 October 2021	36 991 000 000			0	
2022年償還物		163 010 668 450				
FR0013398583	OAT 0.00 % 25 February 2022	26 720 000 000			0	x
FR0000571044	OAT 8.25 % 25 April 2022	1 243 939 990			310 888 400	
FR0011196856	OAT 3.00 % 25 April 2022	45 642 000 000			0	
FR0013219177	OAT 0.00 % 25 May 2022	30 738 000 000			0	x
FR0010899765	OAT€i 1.10 % 25 July 2022	22 509 728 460 (1)	1.13382	19 853 000 000	0	
FR0011337880	OAT 2.25 % 25 October 2022	36 157 000 000			0	
2023年償還物		178 726 501 503				
FR0013479102	OAT 0.00 % 25 February 2023	16 070 000 000			0	x
FR0013283686	OAT 0.00 % 25 March 2023	39 815 000 000			0	x
FR0000571085	OAT 8.50 % 25 April 2023	10 606 195 903			5 335 565 200	
FR0011486067	OAT 1.75 % 25 May 2023	46 748 000 000			0	x
FR0010585901	OATi 2.10 % 25 July 2023	20 569 305 600 (1)	1.13970	18 048 000 000	0	
FR0010466938	OAT 4.25 % 25 October 2023	44 918 000 000			440 085 000	

(1) 額面連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

* 2013年1月1日以降発行された債券は、すべてのユーロ圏発行債券がそうであるように、集団行動条項 (CAC) があるため、2012年末日までに発行された債券に統合することはできません。

中長期国債 (2024償還物) : 2020年12月31日現在

ISIN コード	銘柄	発行残高 (€)	連動係数	額面発行残高(€)	ストリップス債(€)	CAC*
2024年償還物		132 211 035 820				
FR0013344751	OAT 0.00 % 25 March 2024	39 839 000 000			0	×
FR0011619436	OAT 2.25 % 25 May 2024	34 810 000 000			0	×
FR0011427848	OAT€i 0.25 % 25 July 2024	19 026 035 820 (1)	1.06178	17 919 000 000	0	×
FR0011962398	OAT 1.75 % 25 November 2024	38 536 000 000			42 000 000	×
2025年償還物		162 571 687 448				
FR0012558310	OATi 0.10 % 1 March 2025	11 791 759 330 (1)	1.03883	11 351 000 000	0	×
FR0013415627	OAT 0.00 % 25 March 2025	44 618 000 000			0	×
FR0012517027	OAT 0.50 % 25 May 2025	40 197 000 000			0	×
FR0000571150	OAT 6.00 % 25 October 2025	30 653 928 118			2 801 064 400	
FR0012938116	OAT 1.00 % 25 November 2025	35 311 000 000			0	×
2026年償還物		154 100 000 000				
FR0013508470	OAT 0.00 % 25 February 2026	27 435 000 000			0	×
FR0013519253	OAT€i 0.10 % 1 March 2026	5 151 000 000 (1)	0.99614	5 151 000 000	0	×
FR0010916924	OAT 3.50 % 25 April 2026	44 202 000 000			0	
FR0013131877	OAT 0.50 % 25 May 2026	40 437 000 000			0	×
FR0013200813	OAT 0.25 % 25 November 2026	36 875 000 000			0	×
2027年償還物		109 252 914 400				
FR0013250560	OAT 1.00 % 25 May 2027	36 296 000 000			0	×
FR0011008705	OAT€i 1.85 % 25 July 2027	23 642 914 400 (1)	1.11734	21 160 000 000	0	
FR0011317783	OAT 2.75 % 25 October 2027	49 314 000 000			61 943 600	
2028年償還物		98 946 388 330				
FR0013238268	OATi 0.10 % 1 March 2028	13 017 679 200 (1)	1.03710	12 552 000 000	0	×
FR0000571226	OATゼロクーポン債28 March 2028	29 709 130 (3)		46 232 603	-	
FR0013286192	OAT 0.75 % 25 May 2028	45 707 000 000			0	×
FR0013341682	OAT 0.75 % 25 November 2028	40 192 000 000			0	×
2029年償還物		137 919 093 961				
FR0013410552	OAT€i 0.10 % 1 March 2029	9 123 323 310 (1)	1.00599	9 069 000 000	0	×
FR0000571218	OAT 5.50 % 25 April 2029	39 618 880 458			2 302 646 100	
FR0013407236	OAT 0.50 % 25 May 2029	36 778 000 000			0	×
FR0000186413	OATi 3.40 % 25 July 2029	11 933 890 193 (1)	1.29926	9 185 144 000	0	
FR0013451507	OAT 0.00 % 25 November 2029	40 465 000 000			0	×
2030年償還物		93 768 272 520				
FR0011883966	OAT 2.50 % 25 May 2030	49 233 000 000			0	×
FR0011982776	OAT€i 0.70 % 25 July 2030	16 774 272 520 (1)	1.04813	16 004 000 000	0	×
FR0013516549	OAT 0.00 % 25 November 2030	27 761 000 000			0	×
2031年以降償還物		490 718 811 800				
FR0012993103	OAT 1.50 % 25 May 2031	49 107 000 000			51 900 000	×
FR0000188799	OAT€i 3.15 % 25 July 2032	13 977 192 320 (1)	1.29227	10 816 000 000	0	
FR0000187635	OAT 5.75 % 25 October 2032	34 059 322 600			10 851 757 400	
FR0013313582	OAT 1.25 % 25 May 2034	36 541 000 000			0	×
FR0010070060	OAT 4.75 % 25 April 2035	29 004 000 000			4 164 737 000	
FR0013524014	OATi 0.10 % 1 March 2036	4 042 000 000 (1)	0.99388	4 042 000 000	0	×
FR0013154044	OAT 1.25 % 25 May 2036	37 601 000 000			0	×
FR0013327491	OAT€i 0.10 % 25 July 2036	7 596 187 560 (1)	1.02804	7 389 000 000	0	×
FR0010371401	OAT 4.00 % 25 October 2038	26 534 000 000			4 686 841 400	
FR0013234333	OAT 1.75 % 25 June 2039	27 375 000 000			0	×
FR0013515806	OAT 0.50 % 25 May 2040	9 905 000 000			0	×
FR0010447367	OAT€i 1.80 % 25 July 2040	14 301 275 820 (1)	1.19706	11 947 000 000	0	
FR0010773192	OAT 4.50 % 25 April 2041	37 558 000 000			5 960 299 000	
FR0011461037	OAT 3.25 % 25 May 2045	25 824 000 000			1 028 810 000	×
FR0013209871	OAT€i 0.10 % 25 July 2047	10 770 833 500 (1)	1.04318	10 325 000 000	0	×
FR0013257524	OAT 2.00 % 25 May 2048	28 759 000 000			649 900 000	×
FR0013404969	OAT 1.50 % 25 May 2050	31 274 000 000			112 300 000	×
FR0013480613	OAT 0.75 % 25 May 2052	18 736 000 000			241 000 000	×
FR0010171975	OAT 4.00 % 25 April 2055	18 061 000 000			9 353 518 000	
FR0010870956	OAT 4.00 % 25 April 2060	16 696 000 000			8 743 304 100	
FR0013154028	OAT 1.75 % 25 May 2066	12 997 000 000			1 269 900 000	×

(1) 額面連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

(3) 2019年03月28日現在の価値。公募対象外。

* 2013年1月1日以降発行された債券は、すべてのユーロ圏発行債券がそうであるように、集団行動条項 (CAC) があるため、2012年末日までに発行された債券に統合することはできません。

最新景気指標

鉱工業生産 前年同期比	-4.8 %	11/2020
家計の消費* 前年同期比	-18.8 %	11/2020
失業率 (ILO)	9.0 %	2020年第3四半期の
消費者物価 前年同期比		
・全品目	0.0 %	12/2020
・たばこを除く全品目	-0.3 %	12/2020
貿易収支、FOB-FOB、季節調整済み	-36 億	11/2020
" "	-46 億	10/2020
経常収支、季節調整済み	-14 億	11/2020
" "	-38 億	10/2020
10年コンスタント・マチュリティーレート (TEC 10)	-0.28 %	29/1/2021
3か月金利 (Euribor)	-0.54 %	29/1/2021
ユーロ/ドル	1.21	29/1/2021
ユーロ/円	127.09	29/1/2021

* 工業製品

出自: Insee (国立統計経済研究所)・経済財務省・フランス銀行

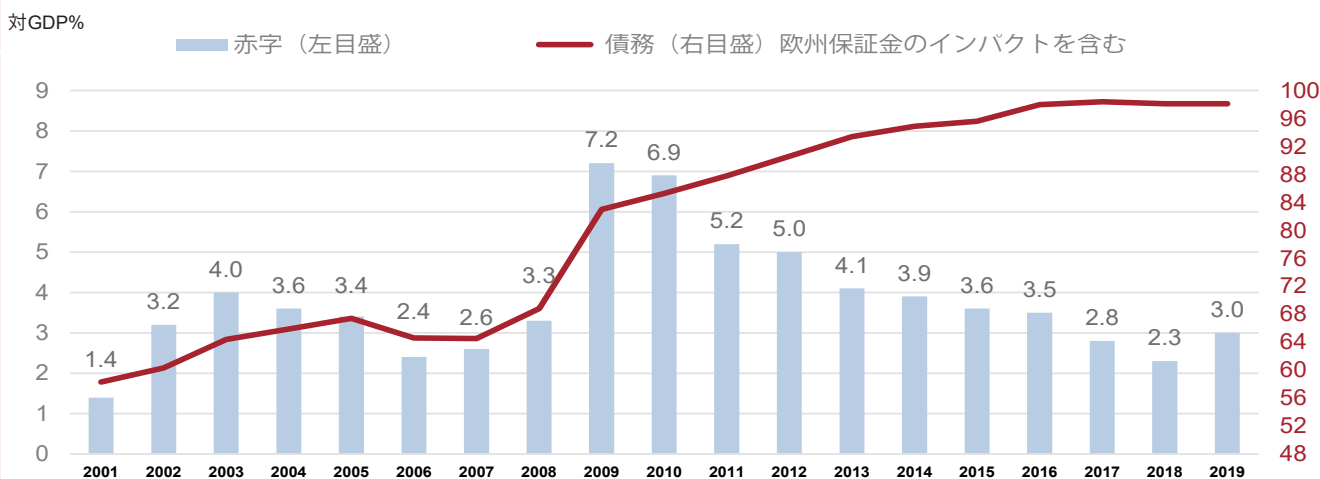
月毎の政府予算状況

単位: 10億ユーロ

			11月末のレベル		
	2018	2019	2018	2019	2020
一般予算収支	-76.91	-96.91	-88.88	-109.72	-171.38
歳入	313.79	301.07	272.21	256.39	238.95
歳出	390.69	397.98	361.10	366.11	410.33
国庫特別勘定 収支	0.82	4.06	-6.76	-4.21	-5.46
予算執行 総収支	-76.00	-92.69	-95.64	-113.93	-176.85

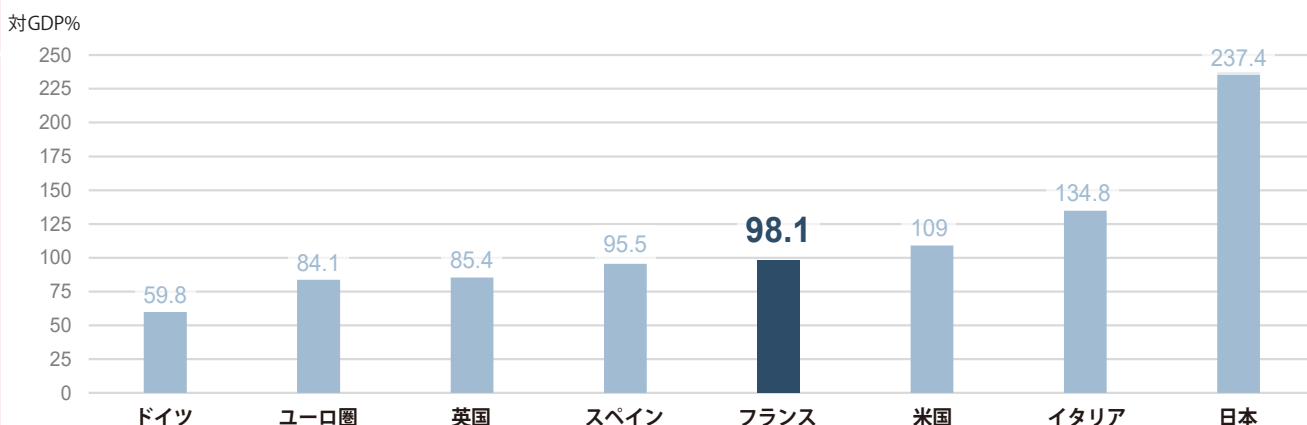
出自: 経済財務省

公共財政: 赤字と債務




出自: Insee (国立統計経済研究所) 国民勘定


2019年度の一般政府債務



出自: Eurostat, FMI, Insee

2021年2月 

5 2020年第4四半期の 賃金雇用	16 1月の消費者 物価指数	19 産業界の景気 観測：2021年2月の 月例調査	23 1月の調和化 物価指数	24 家計の景況感： 2021年2月の調査	25 1月の家計の 財の消費支出
26 2020年第4四半期の 国民所得勘定：細目	26 工業の生産者価格と 輸入価格：1月の指数				

2021年3月 

5 1月の国際収支	15 2月のネット 外貨準備高	16 2月の消費者 物価指数	17 2月の調和化 物価指数	25 産業界の景気 観測：3月の 月例調査	26 2020年第4四半期の 一般政府債務 (マーストリヒト基準 による)
26 家計の景況感： 3月の調査	31 2月の家計の 財の消費支出	31 工業の生産者価格と 輸入価格：2月の指数			

出自：Insee (国立統計経済研究所)、Eurostat

発行責任者： Anthony Requin
執筆： Agence France Trésor
仏語・英語・アラブ語・中国語・スペイン語・日本語・ロシア語版があります。

www.aft.gouv.fr

Bloomberg : TREX<GO> • REUTERS : <TRESOR> • in

ご注意：

この刊行物はAgence France Trésor (フランス国債庁)の独占的所有物であり、その構成要素は全て知的所有権法典の規定、特に著作権に関わる規定により保護されています。この文書の内容の全部又は部分的な無断複製・転載は、どのような手段によるものであれ、禁止されます。

従ってこの著作物の内容の複製・転載は、非商業的利用に限定され、且つ権利者の許諾をいかなる場合でも得なければなりません。

許諾申請にあたっては、発行責任者に電子メールを送って (contact@aft.gouv.fr)、英語または仏語で許諾を求めて下さい。

再利用にあたっては、出所、複製の日付とコピーライト表示@Agence France Trésorを明記してください。

翻訳：経済財務省翻訳センター



AGENCE
FRANCE TRÉSOR