

発行責任者 : Anthony Requin

n° 322 • 2017年3月

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。

<http://www.aft.gouv.fr> • Bloomberg TREX<GO> • Reuters <TRESOR>

フランス国債庁の ニュース page 1	経済ニュース page 2	国債に関する データ page 3	流通市場 page 5	国の市場性 債務 page 6	フランス経済と 国際比較 page 8
----------------------------	------------------	-------------------------	----------------	-----------------------	---------------------------

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

最近の金利動向

2016年秋口から先進国全般で経済指標改善、物価上昇率とインフレ予測の回復（特に大統領選挙後の米国で）、そして金融政策正常化の展望（ユーロ圏ではまだ先のことであるが）を受けて金利は上昇傾向となった。しかし金利水準は2016年7月の英国国民投票直後に市場最低値を記録したばかりで、いまだ歴史的に見ても低い水準に留まっている。

ユーロ圏ではこうした動きに伴って国債スプレッド拡大とボラティリティー増大が2017年に選挙を控えた国で見られるが、ドイツは例外である。フランスでは大統領選挙が近づくにつれてここ数ヶ月リスクプレミアムが生じ、10年物では30~40 bp に達している。

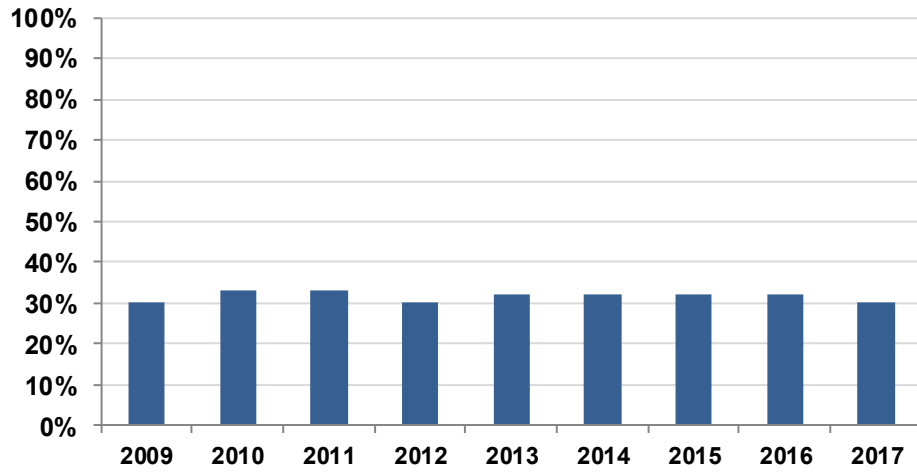
こうした緊張は派生商品市場におけるディレクショナル、時には投機的なポジションにより誇張されているかもしれないことがOAT先物市場の未決済ポジションの分析から分かる（論壇p2を参照）。ディレクショナルなポジションはフランス国債のリスクプレミアムを増大させボラティリティーを高めており、両者は従来のフランス国債投資家ベースの一部が様子見の姿勢をとる要因となりえる。日本の財務省が公表したデータによると日本の投資家が11月から1月にかけてそのように手控えているとみられるが、2016年度の買付フロー全体に対してはごくわずかな比率にしかない。逆にフランス国債の相対的価格は手頃な値でエントリーするチャンスとなっており、年初より国内のアカウントからの買付が増えている。

このような状況下、中心的なシナリオとしては、仏独スプレッドは2月末のレベルに比べて選挙終了後は30から40 bp 狭まると予測される。

普段に比べてボラティリティーが高まった環境においてもフランスは1850億ユーロに設定された2017年度資金調達計画を変更なしに実施している。3月末日現在資金調達計画の30.2%が実施済みで、例年同時期の実施率に見合うものである。



3月末日現在の年度資金調達計画達成率 (2009年度～2017年度)



出自：フランス国債庁.

OAT先物コントラクトの未決済ポジション増大の謎

Eric Oynoyan エリック・オワノヤン、金利戦略責任者、BNPパリバ銀行

直近2限月の OAT 先物コントラクトでは記録的な未決済建玉数となった。12月限コントラクトは40万ロット、3月限コントラクトは一時55万枚に達した。これらの数字はドイツ国債5年物・10年物に関する数字を大きく下回っているが、OAT の過去10限月の未決済建玉は平均23万ロットであったことと比較するべきである。

OAT 先物コントラクト未決済建玉数の継続的な増大は、その大半は投機によるもので、また一部は長期的な投資家がフランス国債にアゲインストポジションをとり、あるいは構造的ロングをヘッジするために売建てしているからだとの仮説を裏付けるものであると我々はみている。

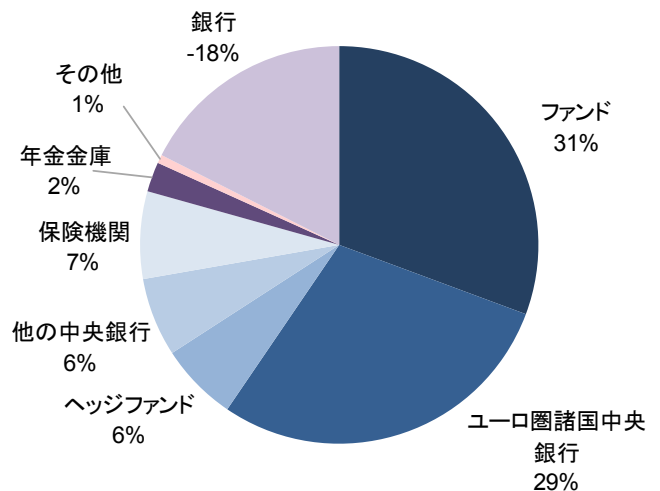
昨年第4四半期に米国大統領選挙とイタリア国民投票に先立って、投機筋が安上がりなリスクヘッジ手段としてOAT先物ショートを増大したことは疑いないと我々は考える。OAT先物の高い流動性と11月初頭までのタイトな10年物仏独スプレッドは（10月に他国の対独スプレッドが広がっていたのに対し、OATは日本からの記録的な買付があってスプレッドが縮小した）当時こうしたポジションを助長するものであったとみられる。

しかし2017年初頭には当方の統計と日本の財務省の統計から、OATが大量の売りを被っていないこと、実際にはその逆であったことがわかる。欧州中央銀行の資産買入政策はもとより、ファンドや保険機関では、そしてファーストマネーでさえ、1月・2月にはOAT買付が売りを上回っていた（グラフを参照）。最近のOAT 2017年3月限の未決済建玉増加は、ファーストマネーによる新たなショートポジションよりは、銀行が現物買いフローをヘッジするために新たなロングポジションを建てたことに結び付けられよう。2016年第4四半期とは逆に直近の10年物独仏スプレッド拡大はOAT利回り急騰

ではなくBUND利回りの低下に起因することがこれを裏付けている。

さらに3月初めのOAT先物ロールオーバーの動向も12月初頭とは逆であった。12月には限月スプレッドがロールオーバー期に拡大した16年12月限/17年12月限スプレッドは12月コントラクトの期限直前に15セント近く急騰し、ショートポジションの12月限から3月限への乗換が際立った。逆に17年3月限/17年6月限乗換では当初拡大したあと20セント近く下落し、これは17年3月限の大規模なロングポジションの6月限への乗換を反映するものであった。

1月・2月のOATネット購入者



出自：BNPパリバ・データ、PSPPも含む。

こうしたロールオーバー期のスプレッドタイト化のパターンは、OAT先物未決済建玉増大（1月半ばから2月末にかけておよそ15万ロット）が新規ロングポジションに由来するとの見方を支持するものでもある。相対価値に賭けるベアリス・トレーディング裁定取引であるのかもしれない（OAT最割安受渡銘柄のインプライド・レポレートは2月に魅力

的なレベルを回復、すなわち先物価格は最割安受渡銘柄に比して安くなりすぎ、相対価値トレーダーとレポ・デスクは現物売り vs OAT先物ポジションを実施した)。あるいは、マーケットメーカーがOAT先物ロングを建てて、ここ数週間現物市場に見られる新たなネット需要増大をヘッジしたことを反映するのかもしれない。OATに対する新たな需要に懐疑的な向きには、ドイツ国債利回り曲線に比してのOAT 10年/15年セグメントのフラット化と、それほど顕著ではないにしても5年/10年セグメントのフラット化もOAT需要増大を反映していると指摘できよう。この需要増は対独スプレッド（2014年以来最も魅力的なレベル）と利回り率そのもの（OAT 15年物は 1.5%超で、2016年度の大半を通じてクレジットを選好していた欧州の保険機関にとって魅力的になった）に起因している。

したがって我々は、2016年第4四半期とは逆に、最近のOAT先物未決済ポジションの増大は現物市場におけるOAT新規買付増加が理由であると考えます。

国債に関する
データ

公募入札スケジュール

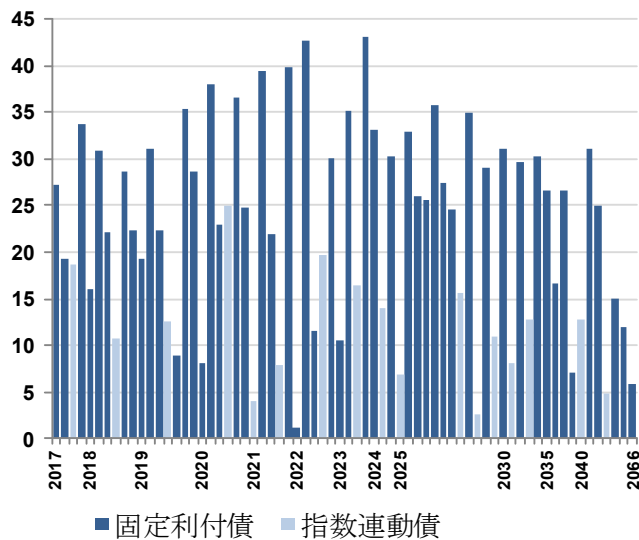
		短期国債					中期国債	長期国債	指数連動債
2017年4月	入札日	3	10	18	24	/	20	6	20
	払込日	5	12	20	26	/	24	10	24
2017年5月	入札日	2	9	15	22	29	18	4	18
	払込日	4	11	17	24	31	22	8	22

■ 日にち変更 (祭日等)

出自：フランス国債庁

国の市場性債務
2017年2月28日現在

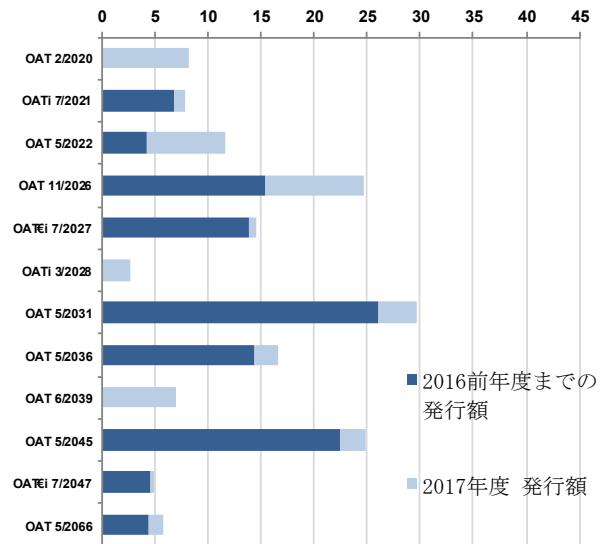
銘柄毎の現在の発行残高 単位：10億ユーロ



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
2017年2月28日現在

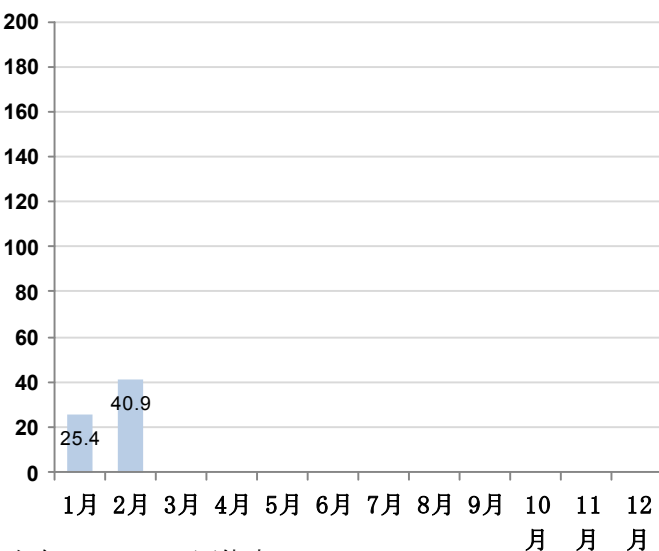
単位：10億ユーロ



出自：フランス国債庁

2017年2月28日現在の正味発行残高 (買入消却を
差引いた額)

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
2017年2月28日現在

単位：10億ユーロ

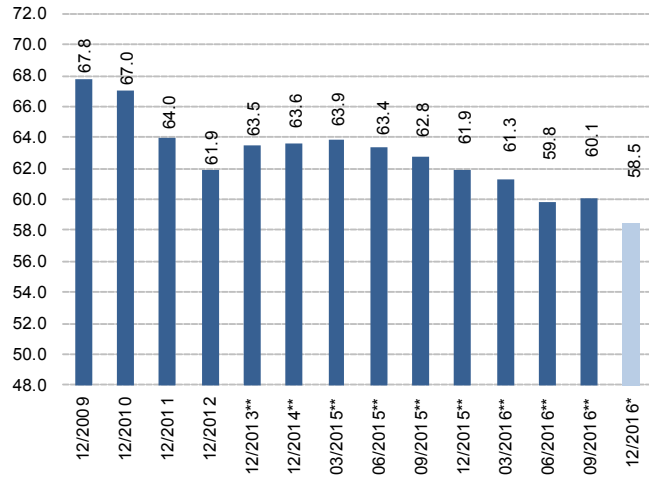
月	利子	償還額
2017年3月	0.0	
2017年4月	15.3	27.1
2017年5月	4.5	
2017年6月	0.1	
2017年7月	3.1	38.2
2017年8月		
2017年9月		
2017年10月	14.8	33.7
2017年11月	1.3	
2017年12月		
2018年1月		16.0
2018年2月		

出自：フランス国債庁

国債に関する
データ

国の市場性債務 非居住者保有比率、2016年第4
四半期

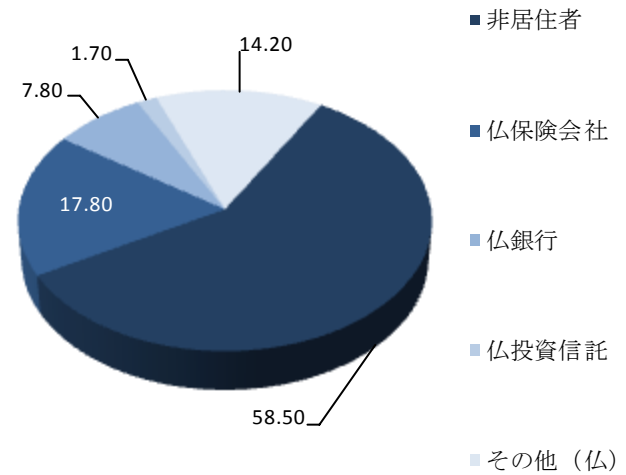
市場性債務（市価ベース）に対する%



* 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 2016年第4 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 2017年2月28日現在

単位：ユーロ

中長期国債合計	1,512,123,887,213
ストリップス債残高	61,849,422,100
平均残存期間	8年 103日
短期国債合計	138,653,000,000
平均残存期間	112日
総発行残高	1,650,776,887,213
平均残存期間	7年 223日

出自：フランス国債庁

国の市場性債務と金利スワップ契約、2017年2月28日現在

単位：10億ユーロ

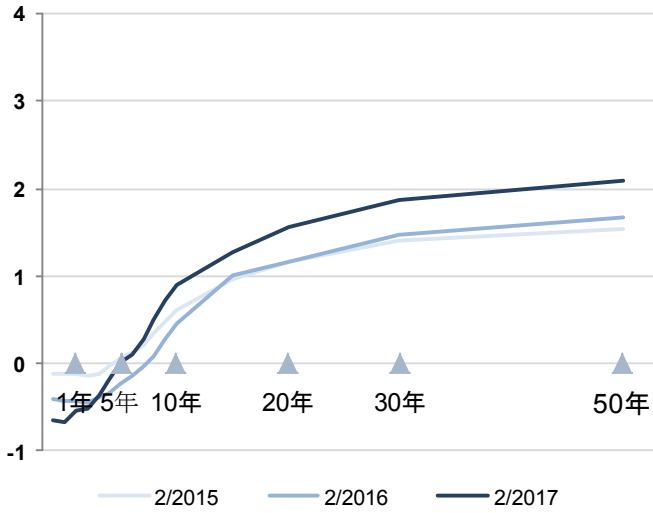
	2014年 末日	2015年 末日	2016年 末日	2017年 1月末	2017年 2月末
市場性債務残高	1,528	1,576	1,621	1,649	1,651
うち指数連動債	189	190	200	201	204
中長期国債	1,352	1,424	1,487	1,512	1,512
短期国債	175	153	134	137	139
スワップ契約残高	6	6	1	1	1
市場性債務の平均残存期間					
スワップ前	6年 363日	7年 47日	7年 195日	7年 215日	7年 223日
スワップ後	6年 362日	7年 47日	7年 195日	7年 215日	7年 223日

出自：フランス国債庁



フランス国債利回り曲線

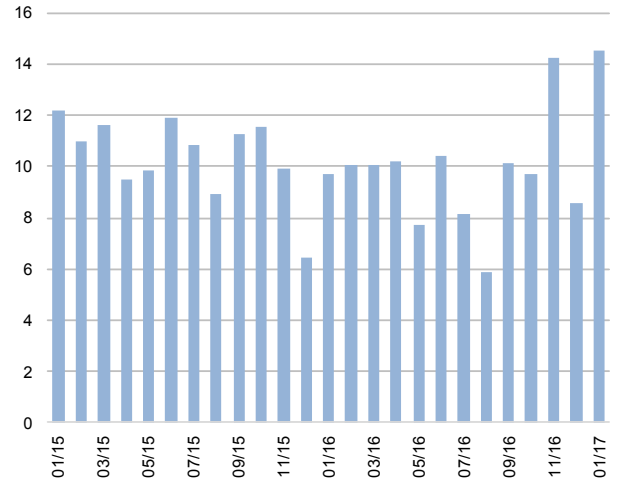
月末の値、%



出自：Bloomberg

中長期国債一日平均出来高

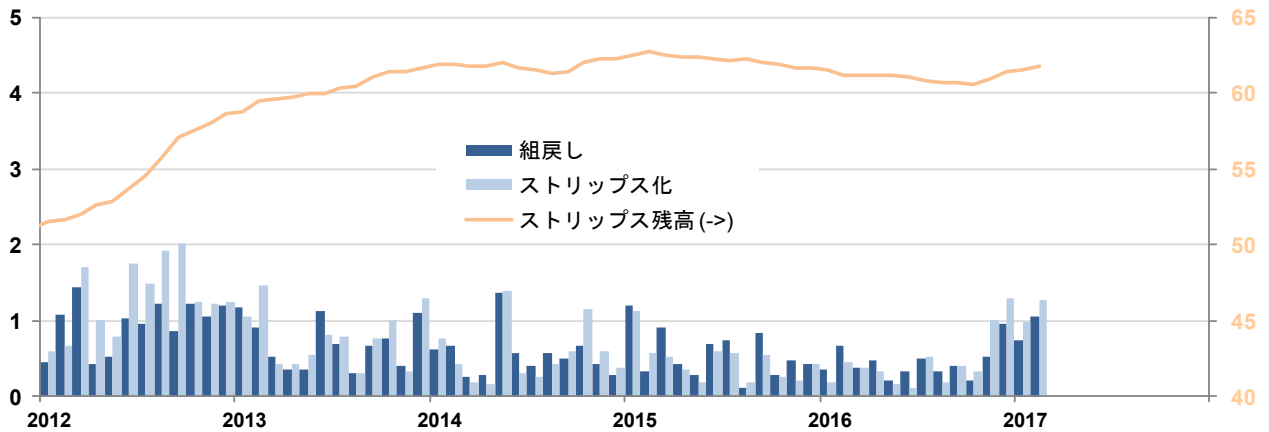
単位：10億ユーロ



出自：SVTの申告、但しユーロシステムの公債買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

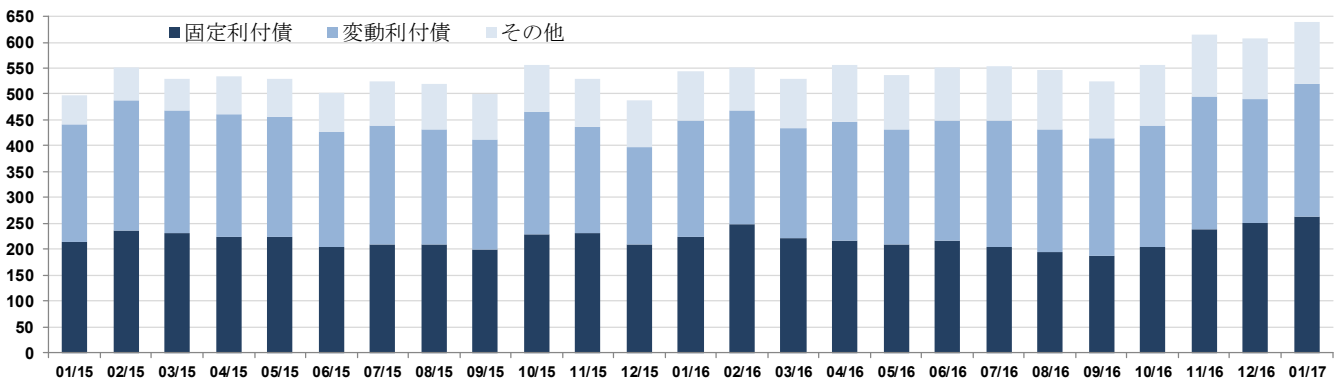
単位：10億ユーロ



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、2017年2月28日現在

	期日	発行残高 (€)
BTF	01 March 2017	6,366,000,000
BTF	08 March 2017	7,387,000,000
BTF	15 March 2017	6,090,000,000
BTF	29 March 2017	6,135,000,000
BTF	05 April 2017	7,180,000,000
BTF	12 April 2017	6,122,000,000
BTF	20 April 2017	8,256,000,000
BTF	26 April 2017	5,030,000,000
BTF	04 May 2017	8,322,000,000
BTF	11 May 2017	5,276,000,000
BTF	17 May 2017	6,829,000,000
BTF	24 May 2017	4,972,000,000
BTF	08 June 2017	5,267,000,000
BTF	21 June 2017	4,571,000,000
BTF	05 July 2017	7,990,000,000
BTF	19 July 2017	3,979,000,000
BTF	02 August 2017	1,593,000,000
BTF	17 August 2017	5,088,000,000
BTF	13 September 2017	5,871,000,000
BTF	11 October 2017	6,152,000,000
BTF	08 November 2017	6,440,000,000
BTF	06 December 2017	8,412,000,000
BTF	31 January 2018	5,325,000,000

中長期国債 (2017-2020償還物) : 2017年2月28日現在

コード	銘柄	発行残高(€)	連動係数	額面発行残高(€)	ストリップ プス債(€)
2017年 償還物		98,859,357,000			
FR0010415331	OAT 3.75% 25 April 2017	27,132,000,000			0
FR0120746609	BTAN 1% 25 July 2017	19,340,000,000			-
FR0010235176	OATi 1% 25 July 2017	18,697,357,000 (1)	1.14050	16,394,000,000	0
FR0010517417	OAT 4.25% 25 October 2017	33,690,000,000			0
2018年 償還物		130,575,483,340			
FR0012634558	OAT 0% 25 February 2018	15,959,000,000			0
FR0010604983	OAT 4% 25 April 2018	30,787,000,000			0
FR0011394345	OAT 1% 25 May 2018	22,166,000,000			0
FR0011237643	OATei 0.25% 25 July 2018	10,706,483,340 (1)	1.05084	10,188,500,000	0
FR0010670737	OAT 4.25% 25 October 2018	28,692,000,000			0
FR0011523257	OAT 1% 25 November 2018	22,265,000,000			15,000,000
2019年 償還物		158,428,944,488			
FR0013101466	OAT 0% 25 February 2019	19,313,000,000			0
FR0000189151	OAT 4.25% 25 April 2019	31,128,000,000			0
FR0011708080	OAT 1% 25 May 2019	22,360,000,000			0
FR0010850032	OATi 1.3% 25 July 2019	12,600,424,600 (1)	1.07329	11,740,000,000	0
FR0000570921	OAT 8.5% 25 October 2019	8,844,392,893			5,304,885,100
FR0010776161	OAT 3.75% 25 October 2019	35,410,000,000			0
FR0011993179	OAT 0.5% 25 November 2019	28,737,000,000			0
FR0000570954	OAT cap. 9.82% 31 December 2019	36,126,995 (2)		6,692,154	-
2020年 償還物		155,376,230,000			
FR0013232485	OAT 0% 25 February 2020	8,094,000,000			0
FR0010854182	OAT 3.5% 25 April 2020	37,927,000,000			0
FR0012557957	OAT 0% 25 May 2020	22,969,000,000			0
FR0010050559	OATei 2.25% 25 July 2020	25,042,230,000 (1)	1.23300	20,310,000,000	0
FR0010949651	OAT 2.5% 25 October 2020	36,562,000,000			0
FR0012968337	OAT 0.25% 25 November 2020	24,782,000,000			0

(1) 額面×連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

(2) 2016年12月31日現在の元本組入利子を含む。公募対象外。



中長期国債（2021年以降償還物）：2017年2月28日現在

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 (€)
2021年 償還物		113,149,313,960			
FR0013140035	OAT€i 0.1% 1 March 2021	4,126,003,960 (1)	1.01078	4,082,000,000	0
FR0010192997	OAT 3.75% 25 April 2021	39,352,000,000			0
FR0013157096	OAT 0% 25 May 2021	21,852,000,000			0
FR0011347046	OATi 0.1% 25 July 2021	7,928,310,000 (1)	1.01645	7,800,000,000	0
FR0011059088	OAT 3.25% 25 October 2021	39,891,000,000			0
2022年 償還物		105,199,916,890			
FR0000571044	OAT 8.25% 25 April 2022	1,243,939,990			437,468,400
FR0011196856	OAT 3% 25 April 2022	42,703,000,000			0
FR0013219177	OAT 0% 25 May 2022	11,549,000,000			0
FR0010899765	OAT€i 1.1% 25 July 2022	19,651,976,900 (1)	1.09610	17,929,000,000	0
FR0011337880	OAT 2.25% 25 October 2022	30,052,000,000			0
2023年 償還物		105,459,920,343			
FR0000571085	OAT 8.5% 25 April 2023	10,606,195,903			5,388,040,200
FR0011486067	OAT 1.75% 25 May 2023	35,237,000,000			0
FR0010585901	OATi 2.1% 25 July 2023	16,431,724,440 (1)	1.10562	14,862,000,000	0
FR0010466938	OAT 4.25% 25 October 2023	43,185,000,000			434,585,000
2024年 償還物		77,348,196,100			
FR0011619436	OAT 2.25% 25 May 2024	33,135,000,000			0
FR0011427848	OAT€i 0.25% 25 July 2024	13,978,196,100 (1)	1.02645	13,618,000,000	0
FR0011962398	OAT 1.75% 25 November 2024	30,235,000,000			46,000,000
2025年 償還物		91,362,981,678			
FR0012558310	OATi 0.1% 1 March 2025	6,881,053,560 (1)	1.00777	6,828,000,000	0
FR0012517027	OAT 0.5% 25 May 2025	32,870,000,000			0
FR0000571150	OAT 6% 25 October 2025	26,039,928,118			3,002,464,400
FR0012938116	OAT 1% 25 November 2025	25,572,000,000			0
2026年 償還物		87,938,000,000			
FR0010916924	OAT 3.5% 25 April 2026	35,814,000,000			139,513,000
FR0013131877	OAT 0.5% 25 May 2026	27,522,000,000			0
FR0013200813	OAT 0.25% 25 November 2026	24,602,000,000			0
2027年 償還物		50,733,591,630			
FR0011008705	OAT€i 1.85% 25 July 2027	15,704,591,630 (1)	1.08017	14,539,000,000	0
FR0011317783	OAT 2.75% 25 October 2027	35,029,000,000			0
2028年 償還物		2,624,558,207			
FR0013238268	OATi 0.1% 1 March 2028	2,600,742,650 (1)	1.00609	2,585,000,000	0
FR0000571226	OAT ゼロクーポン債 28 March 2028	23,815,557 (3)		46,232,603	-
2029年 償還物		40,100,482,897			
FR0000571218	OAT 5.5% 25 April 2029	29,091,880,458			3,191,219,100
FR0000186413	OATi 3.4% 25 July 2029	11,008,602,439 (1)	1.26041	8,734,144,000	0
2030年 償還物		39,156,438,020			
FR0011883966	OAT 2.5% 25 May 2030	31,023,000,000			0
FR0011982776	OAT€i 0.7% 25 July 2030	8,133,438,020 (1)	1.01326	8,027,000,000	0
2031年 償還物		29,727,000,000			
FR0012993103	OAT 1.5% 25 May 2031	29,727,000,000			108,000,000
2032年 償還物		42,977,007,400			
FR0000188799	OAT€i 3.15% 25 July 2032	12,692,684,800 (1)	1.24928	10,160,000,000	0
FR0000187635	OAT 5.75% 25 October 2032	30,284,322,600			11,645,857,400
2033年 以降償還物		183,106,465,260			
FR0010070060	OAT 4.75% 25 April 2035	26,678,000,000			5,064,967,000
FR0013154044	OAT 1.25% 25 May 2036	16,609,000,000			0
FR0010371401	OAT 4% 25 October 2038	26,534,000,000			4,870,311,400
FR0013234333	OAT 1.75% 25 June 2039	7,000,000,000			0
FR0010447367	OAT€i 1.8% 25 July 2040	12,713,328,780 (1)	1.15723	10,986,000,000	0
FR0010773192	OAT 4.5% 25 April 2041	31,111,000,000			7,288,539,000
FR0011461037	OAT 3.25% 25 May 2045	24,908,000,000			1,155,600,000
FR0013209871	OAT€i 0.1% 25 July 2047	4,892,136,480 (1)	1.00848	4,851,000,000	0
FR0010171975	OAT 4% 25 April 2055	14,926,000,000			7,395,588,000
FR0010870956	OAT 4% 25 April 2060	11,918,000,000			6,256,384,100
FR0013154028	OAT 1.75% 25 May 2066	5,817,000,000			105,000,000

(1) 額面×連動係数（連動係数が1未満の場合は額面）

(3) 2016年03月28日現在の価値。公募対象外。

フランス経済 と国際比較

最新景気指標

鉱工業生産 前年同期比	0.8%	01/2017
家計の消費* 前年同期比	0.5%	01/2017
失業率 (ILO)	10.0%	12/2016
消費者物価 前年同期比		
全品目	1.2%	02/2017
たばこを除く全品目	1.2%	02/2017
貿易収支 FOB-FOB、 季節調整済み	-79億	01/2017
	-36億	12/2016
経常収支、季節調整済み	-70億	01/2017
	-12億	12/2016
10年コンスタント・マチュリテ ィーレート(TEC 10)	0.97%	30/3/2017
3カ月金利(Euribor)	-0.33%	28/3/2017
ユーロ/ドル	1.0737	30/3/2017
ユーロ/円	119.39	30/3/2017

* 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

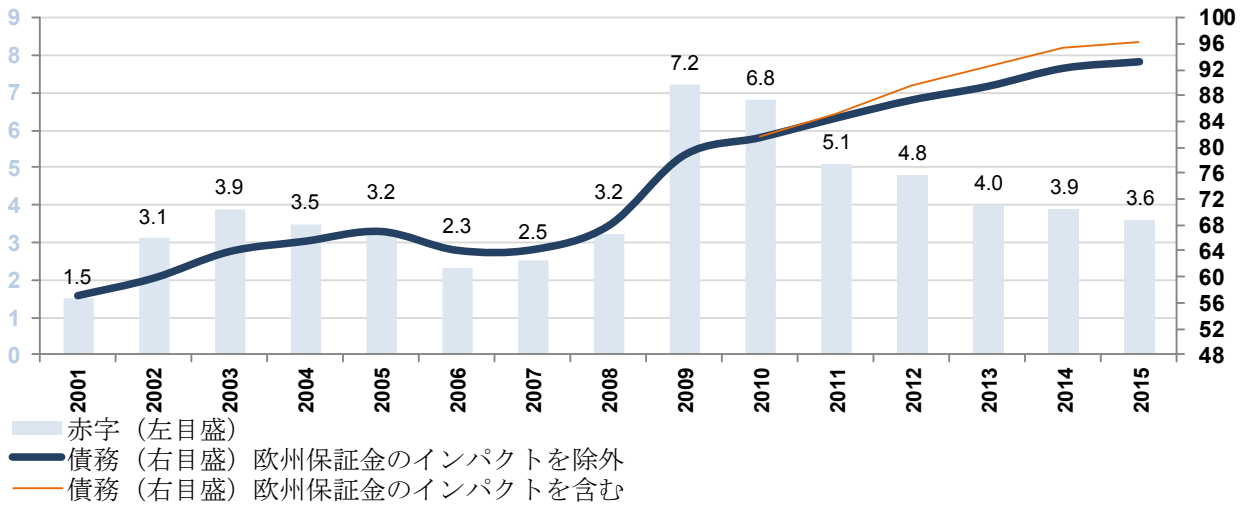
単位：10億ユーロ

			1月末のレベル		
	2015	2016	2015	2016	2017
一般予算収支	-72.15	-75.80	-6.33	-5.16	-7.96
歳入	299.66	304.02	24.76	26.40	25.42
歳出	371.80	379.82	31.09	31.56	33.38
国庫特別勘定 収支	1.62	6.82	-3.07	-4.00	2.57
予算執行 総収支	-70.52	-68.98	-9.40	-9.17	-5.40

出自：経済財務省

公共財政：赤字と債務

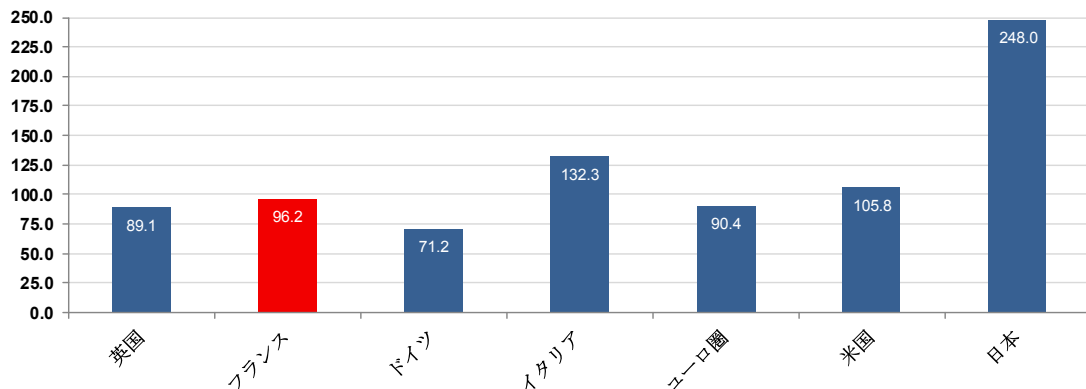
対GDP %



出自：Eurostat, Insee（国立統計経済研究所）

2015年度の一般政府債務

対GDP %



出自：Eurostat, IMF, Insee（国立統計経済研究所）

フランス経済指標公表日程

2017年4月		2017年5月	
7	2月の国際収支	4	産業界における投資 4月の調査
7	鉱工業生産：2月の指数	10	3月の貿易統計-金額ベース
7	2月の貿易統計-金額ベース	10	3月の国際収支
11	ユーロ圏経済見通し- 2017年第2四半期	10	鉱工業生産：3月の指数
13	3月の消費者物価指数	12	賃金雇用：2017年第1四半期 暫定値
14	3月のネット外貨準備高	15	4月のネット外貨準備高
19	3月の調和化物価指数	16	4月の消費者物価指数
25	産業界の景気観測：4月の四半期調査	17	4月の調和化物価指数
25	産業界の景気観測：4月の月例調査	18	2017年第1四半期の求職者数
26	家計の景況感：4月の調査	23	産業界の景気観測：5月の月例調査
26	3月の求職者数	24	4月の求職者数
28	2017年第1四半期 GDP 1次速報値	30	4月の住宅建設
28	工業の生産者価格と輸入価格：3月の指数	30	4月の家計の財の消費支出
28	3月の家計の財の消費支出	30	家計の景況感：5月の調査
28	3月の住宅建設	30	2017年第1四半期 GDP 2次速報値
		31	4月の消費者物価指数

出自：Insee（国立統計経済研究所）、Eurostat

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