

発行責任者 : Anthony Requin

n° 324 ● 2017年5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

OAT 30年物新規発行に記録的需要

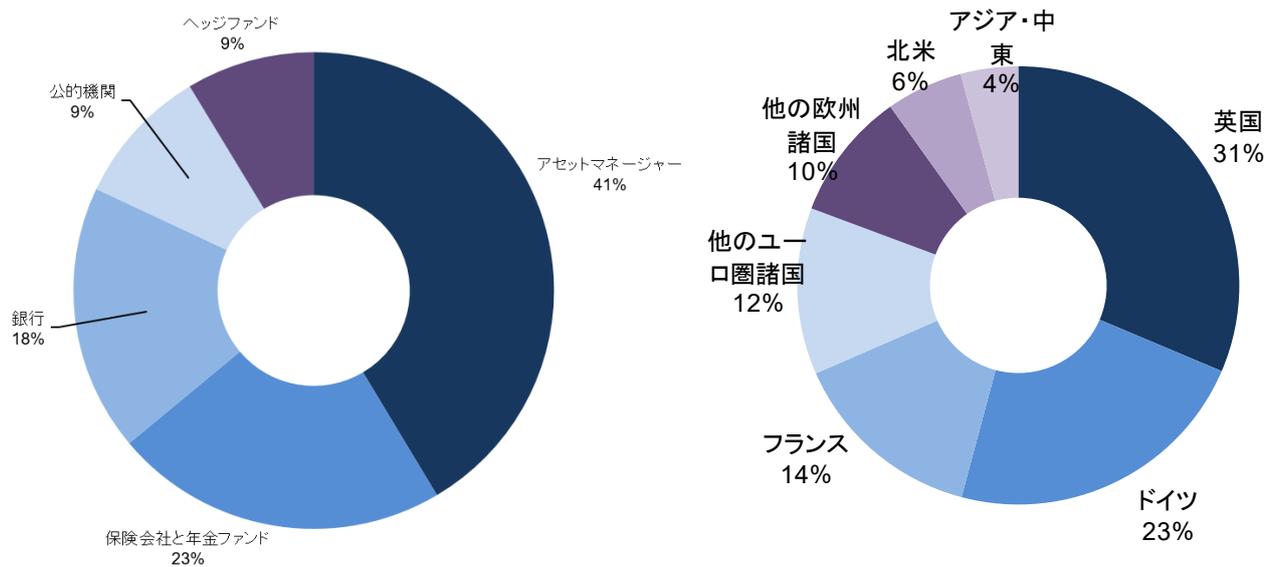
去る12月に公表された2017年度国債発行計画に従い、フランス政府は30年物指標国債を新規発行しました。OAT 2.00 % 25 May 2048発行の予告は発行前日に出され、5月16日火曜日にシンジケート団引受で、フランス国債庁の30年物新規発行としては記録的な70億ユーロの発行手続きが開始されました。シンジケート団引受発行は安定した市場条件で実施され、ブックビルディングは迅速に進みました。朝9時に価格提示があると10時20分にはオーダーブックに投資家から180億ユーロの申込がありました。今回の発行の基準となるOAT 2045との価格スプレッドが11時47分に決定されて12時16分にオーダーブックが締切られた時点では200以上のオーダー、総額310億ユーロ超の記録的な応募となっていました。多方面の投資家からの受注は、フランス国債に地域別でもカテゴリー別でも多様な投資家ベースがあることを反映するものです（30年物国債発行におけるカテゴリー別・地域別投資家配分のグラフを参照）。

このように極めて有利な市場条件下で、新発債の発行時利回りは1.997%となりました。ちなみに前回の30年物発行（2013年3月のOAT 25 May 2045シンジケート団引受発行）における発行時利回りは3.26%でした。今回の発行はフランスが低い長期金利を享受し続けることを実証し、政府に非常に長期にわたる（この国債は2048年5月に償還）コスト安な資金再調達を提供しました。

この発行によりフランスはユーロ圏における超長期国債のベンチマーク発行体としての地位を再確認しました。この指標国債発行により、フランス国債庁はその発行戦略に従い、利回り曲線は滑らかでのどの期限物でも流動性を維持するとの目標を満たしました。これはまたフランス政府の信用力に対する投資家と市場の信頼を改めて確認するものでもあり、フランスの大統領選挙も終わり、ユーロ圏の市場条件は極めて有利です。

2017年の年初から5月末までにフランス政府は1041億ユーロの中長期債を発行し、1月から4月までの買入消却額65億ユーロを差引いて、年間発行予定総額1850億ユーロの52.8%が発行済みとなりました。

OAT 2.00 % 25 May 2048発行におけるカテゴリ一別でも、地域別でも多様な投資家配分



出自：フランス国債庁



物価指数連動債市場はユーロ圏債券市場の重要な一部となっている。1999年にフランス国債庁が物価指数連動債発行の先鞭を切って以来大きな市場に発展し、ドイツ・イタリア・スペインそして最近ではアイルランドのソプリン債発行体がこの市場に参入している。こうしてインフレリスクに対するヘッジも完備された国債市場へのアクセスをユーロ圏市場参加者に提供してきた。また発行体には外貨建て発行を経ずに発行政策を多様化する手段を提供している。

しかし2016年度には物価指数連動市場には大きな変化があった。予想インフレ率が市場最低のレベルとなったからである。2016年夏に9年先1年フォワード・レートは1.5%に近辺まで低下し、これは史上初めてのことであったのみならず、欧州中銀のインフレ目標値を50ポイント下回るものであった。5年先1年フォワード・レートは1%以下である。このように低い予想はエコノミストの直感的な見方に逆行する。大概のマクロモデルは2年以上の予想ではインフレ目標値への平均回帰性を想定しているものである。これは単なる想定ではなく、経済安定化特性でもある。

このような低い予想インフレ率からある実態が市場参加者に明らかになった。すなわち物価指数市場はインフレに関する市場ではなく、物価上昇率の価格付けに関する市場だということだ。世界各国の物価上昇率に価格を付けるには、各国で将来ありえる物価上昇率の分布に注目し、これらに主観的な確率を付与していくことが必要となる。2015年度の物価上昇率分布では右側に比して左側の密度が非対称的に高まり、マイナスのインフレ・リスク・プレミアムが増大するという前代未聞の現象が発生した。

エネルギー価格がマイナスに寄与したことに加えて基礎インフレ率が異常に低かったために2015年初頭に物価上昇率はマイナス領域に入った。そのため一時的デフレが生じ、これがデフレが長引くリスクを増大させた。物価指数連動市場においてデフレは当然最悪のシナリオとなる。従って市場参加者がデフレに客観的重要度を上回る主観的重要度を付与して、予想インフレ率より低い市場価格（これがマイナスのインフレ・リスク・プレミアムの定義となる）を設定する用

意があったとしても驚くことではない。

短期金利の実効下限レート低下が困難を増大させた。欧州中銀では金融政策のさらなる緩和は不可能であったから物価上昇率に対するマイナスショックを緩衝する策はなかった。だから物価上昇率分布はさらに左に偏り、マイナスのインフレ・リスク・プレミアムは増大した。その一方でマイナスのインフレ・リスク・プレミアムは実質利回りを過度に押し上げ、金融当局の迅速な対応を迫った。

金融政策の変更がデフレリスクを大きく低下させたが、インフレ・リスク・プレミアムを正常なレベルに戻すには未だ至っていない。物価指数連動市場はデフレではないがインフレ目標超過リスクもないという範囲内に留まり、5年先5年フォワード・レートは1.6%で、最近の最低レートをわずか5bp上回るのみである。

物価指数連動債発行体にとってはマイナスのインフレ・リスク・プレミアムは新規発行を控えさせるよう働く。しかし最近デフレの恐れがあった時期に明らかになったように、マイナスのインフレ・リスク・プレミアムは国債名目利回りの記録的低レートを伴うものでもあり、全般的に実質利回りが記録的低レートとなり、フランス国債庁の多様化戦略が的確であることが確認されるのである。物価指数連動市場の投資家には予想インフレ率分布の非対称的偏りが徐々に解消し価格に織りこまれていくのを気長に待つことが求められている。

ユーロ圏のインフレ予想（フォワード）



国債に関する

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6月	入札日	6	12	19	26	/	15	1	15
	払込日	8	14	21	28	/	19	5	19
2017年7月	入札日	3	10	17	24	31	20	6	20
	払込日	5	12	19	26	2/8	24	10	24

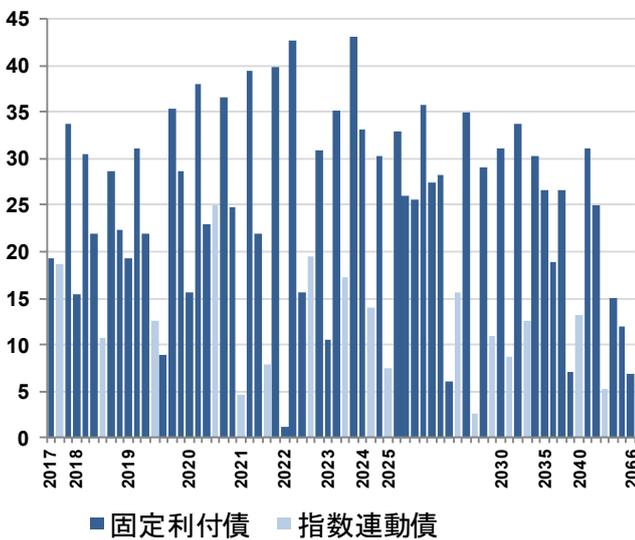
日にち変更(祭日等)

出自：フランス国債庁

国の市場性債務

2017年4月30日現在

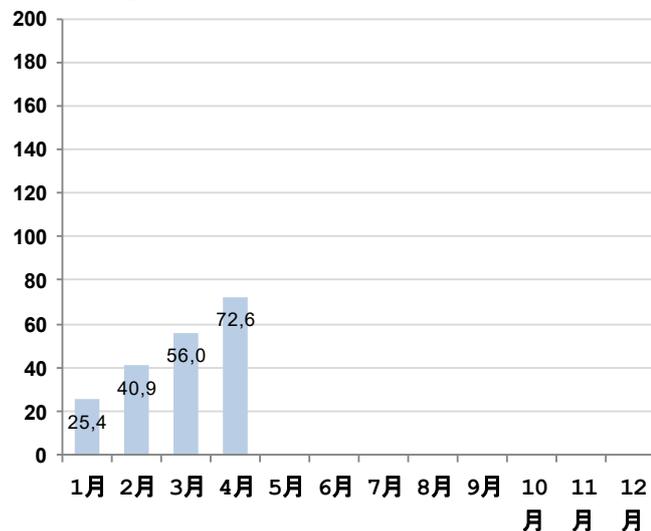
銘柄毎の現在の発行残高 単位：10億ユーロ



出自：フランス国債庁

2017年4月30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

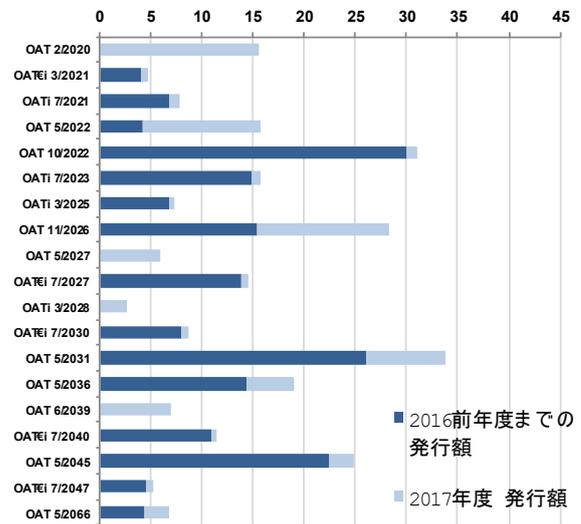


出自：フランス国債庁

中長期国債 年初以来の発行額と累計

2017年4月30日現在

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4月30日現在

単位：10億ユーロ

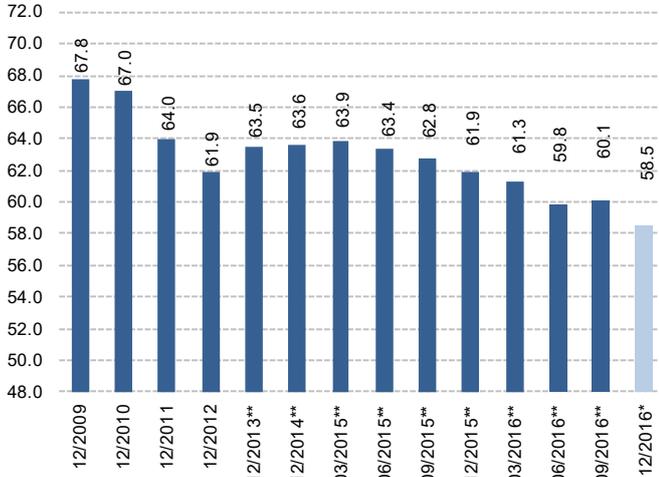
月	利子	償還額
2017年5月	4.6	
2017年6月	0.1	
2017年7月	3.1	38.2
2017年8月		
2017年9月		
2017年10月	14.8	33.7
2017年11月	1.3	
2017年12月		
2018年1月		
2018年2月		15.5
2018年3月	0.0	
2018年4月	14.2	30.4

出自：フランス国債庁

国債に関する

国の市場性債務 非居住者保有比率、2016年第4

市場性債務（市価ベース）に対する%



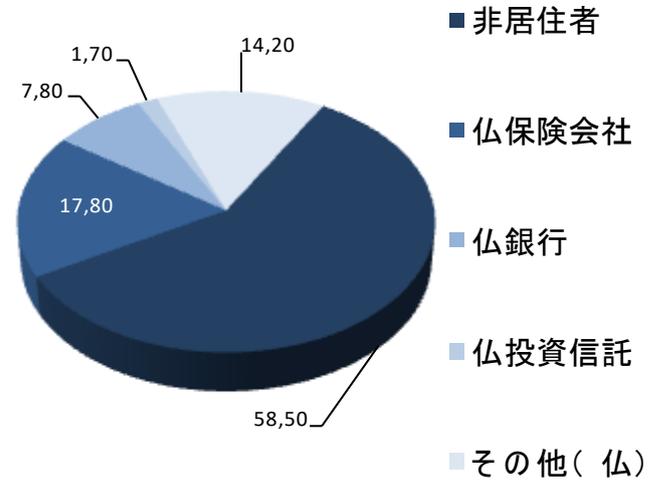
* 四半期ポジションをもとに作成した比率

** 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4月30日現在

単位：ユーロ

中長期国債合計	1,516,170,369,232
ストリップス債残高	62,216,209,100
平均残存期間	8年 114日
短期国債合計	146,846,000,000
平均残存期間	114日
総発行残高	1,663,016,369,232
平均残存期間	7年 221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4月30日現在

単位：10億ユーロ

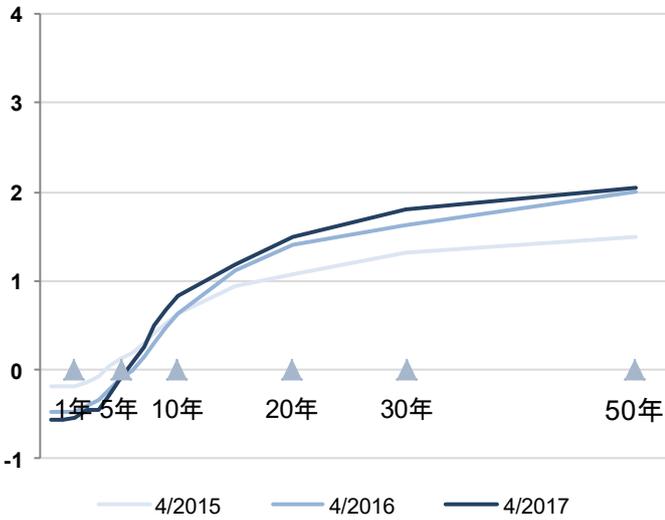
	2014年 末日	2015年 末日	2016年 末日	2017年 3月末	2017年 4月末
市場性債務残高	1,528	1,576	1,621	1,674	1,663
うち 指数連動債	189	190	200	205	207
中長期国債	1,352	1,424	1,487	1,526	1,516
短期国債	175	153	134	148	147
スワップ契約残高	6	6	1	1	1
市場性債務の平均残存期間					
スワップ前	6年 363日	7年 47日	7年 195日	7年 195日	7年 221日
スワップ後	6年 362日	7年 47日	7年 195日	7年 195日	7年 221日

出自：フランス国債庁



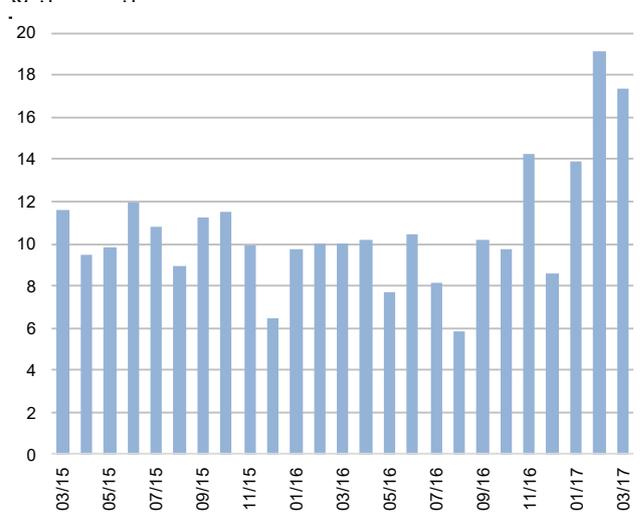
フランス国債利回り曲線

月末の値、%



出自：Bloomberg

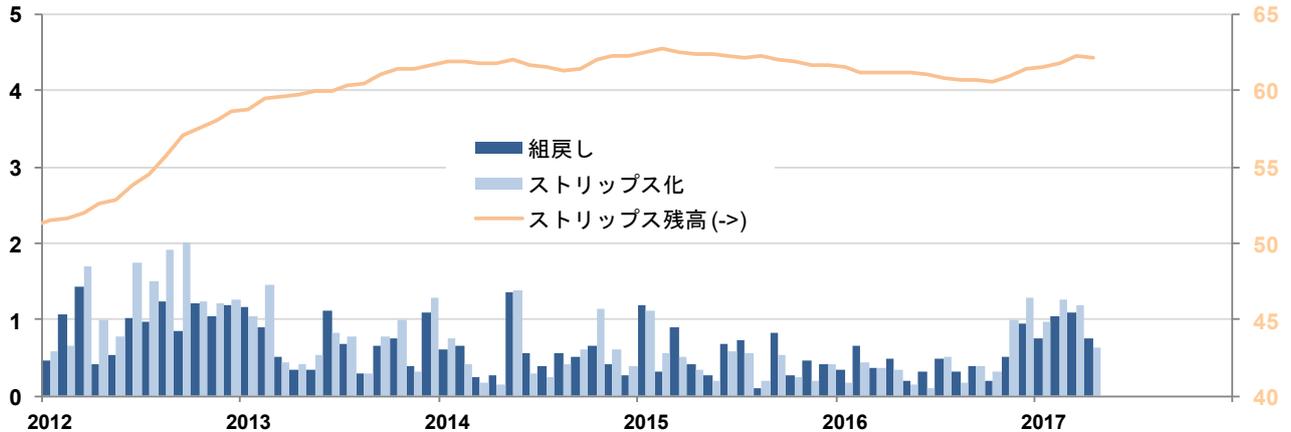
中長期国債一日平均出来高



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

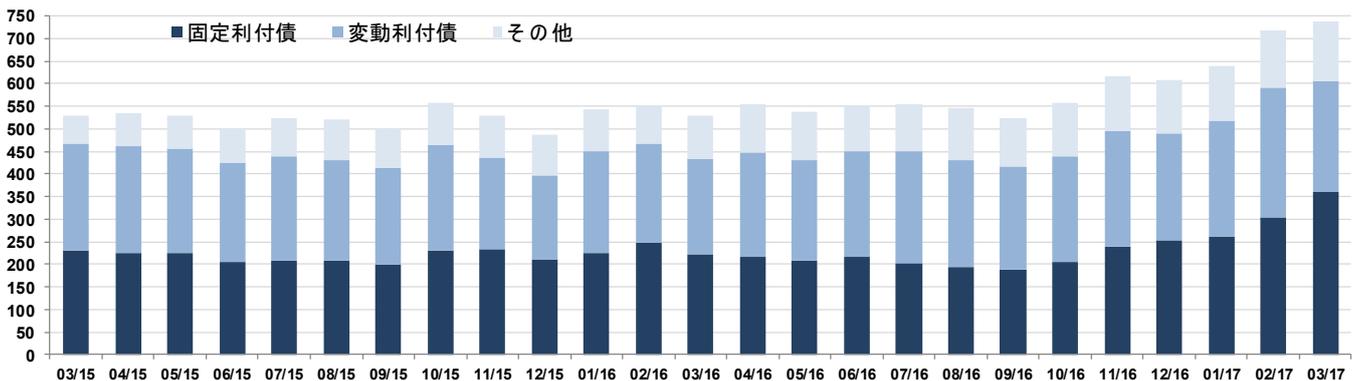
単位：10億ユーロ



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4月30日現在

	期日	発行残高(€)
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	31 May 2017	7 464 000 000
BTF	08 June 2017	5 267 000 000
BTF	14 June 2017	7 183 000 000
BTF	21 June 2017	4 571 000 000
BTF	28 June 2017	6 546 000 000
BTF	05 July 2017	7 990 000 000
BTF	12 July 2017	7 113 000 000
BTF	19 July 2017	3 979 000 000
BTF	26 July 2017	3 774 000 000
BTF	02 August 2017	6 682 000 000
BTF	17 August 2017	5 088 000 000
BTF	30 August 2017	5 465 000 000
BTF	13 September 2017	5 871 000 000
BTF	27 September 2017	3 109 000 000
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	6 936 000 000
BTF	28 February 2018	7 133 000 000
BTF	28 March 2018	6 272 000 000

中長期国債 (2017-2020償還物) : 2017年4月30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		71 702 602 060			
FR0120746609	BTAN 1% 25 July 2017	19 340 000 000			-
FR0010235176	OATi 1% 25 July 2017	18 672 602 060 (1)	1,13899	16 394 000 000	0
FR0010517417	OAT 4.25% 25 October 2017	33 690 000 000			0
2018年 償還物		129 524 438 955			
FR0012634558	OAT 0% 25 February 2018	15 459 000 000			0
FR0010604983	OAT 4% 25 April 2018	30 437 000 000			0
FR0011394345	OAT 1% 25 May 2018	22 016 000 000			0
FR0011237643	OAT€i 0.25% 25 July 2018	10 655 438 955 (1)	1,04583	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		158 012 273 688			
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	21 960 000 000			0
FR0010850032	OATi 1.3% 25 July 2019	12 583 753 800 (1)	1,07187	11 740 000 000	0
FR0000570921	OAT 8.5% 25 October 2019	8 844 392 893			5 591 885 100
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		162 700 807 200			
FR0013232485	OAT 0% 25 February 2020	15 538 000 000			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	OAT€i 2.25% 25 July 2020	24 922 807 200 (1)	1,22712	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4月30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(€)
2021年 償還物		113 718 660 880			
FR0013140035	OAT€i 0.1% 1 March 2021	4 705 880 880 (1)	1,00596	4 678 000 000	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	7 917 780 000 (1)	1,01510	7 800 000 000	0
FR0011059088	OAT 3.25% 25 October 2021	39 891 000 000			0
2022年 償還物		110 204 327 510			
FR0000571044	OAT 8.25% 25 April 2022	1 243 939 990			463 268 400
FR0011196856	OAT 3% 25 April 2022	42 703 000 000			0
FR0013219177	OAT 0% 25 May 2022	15 727 000 000			0
FR0010899765	OAT€i 1.1% 25 July 2022	19 558 387 520 (1)	1,09088	17 929 000 000	0
FR0011337880	OAT 2.25% 25 October 2022	30 972 000 000			0
2023年 償還物		106 357 987 103			
FR0000571085	OAT 8.5% 25 April 2023	10 606 195 903			5 387 540 200
FR0011486067	OAT 1.75% 25 May 2023	35 237 000 000			0
FR0010585901	OATi 2.1% 25 July 2023	17 329 791 200 (1)	1,10416	15 695 000 000	0
FR0010466938	OAT 4.25% 25 October 2023	43 185 000 000			428 585 000
2024年 償還物		77 281 604 080			
FR0011619436	OAT 2.25% 25 May 2024	33 135 000 000			0
FR0011427848	OAT€i 0.25% 25 July 2024	13 911 604 080 (1)	1,02156	13 618 000 000	0
FR0011962398	OAT 1.75% 25 November 2024	30 235 000 000			46 000 000
2025年 償還物		91 903 416 678			
FR0012558310	OATi 0.1% 1 March 2025	7 421 488 560 (1)	1,00644	7 374 000 000	0
FR0012517027	OAT 0.5% 25 May 2025	32 870 000 000			0
FR0000571150	OAT 6% 25 October 2025	26 039 928 118			2 999 464 400
FR0012938116	OAT 1% 25 November 2025	25 572 000 000			0
2026年 償還物		91 560 000 000			
FR0010916924	OAT 3.5% 25 April 2026	35 814 000 000			0
FR0013131877	OAT 0.5% 25 May 2026	27 522 000 000			0
FR0013200813	OAT 0.25% 25 November 2026	28 224 000 000			0
2027年 償還物		56 638 715 780			
FR0013250560	OAT 1% 25 May 2027	5 980 000 000			0
FR0011008705	OAT€i 1.85% 25 July 2027	15 629 715 780 (1)	1,07502	14 539 000 000	0
FR0011317783	OAT 2.75% 25 October 2027	35 029 000 000			0
2028年 償還物		2 622 473 720			
FR0013238268	OATi 0.1% 1 March 2028	2 597 304 600 (1)	1,00476	2 585 000 000	0
FR0000571226	OAT ゼロクーポン債 28 March 2028	25 169 120 (3)		46 232 603	-
2029年 償還物		40 085 984 218			
FR0000571218	OAT 5.5% 25 April 2029	29 091 880 458			3 191 719 100
FR0000186413	OATi 3.4% 25 July 2029	10 994 103 760 (1)	1,25875	8 734 144 000	0
2030年 償還物		39 815 501 170			
FR0011883966	OAT 2.5% 25 May 2030	31 023 000 000			0
FR0011982776	OAT€i 0.7% 25 July 2030	8 792 501 170 (1)	1,00843	8 719 000 000	0
2031年 償還物		33 749 000 000			
FR0012993103	OAT 1.5% 25 May 2031	33 749 000 000			103 000 000
2032年 償還物		42 916 555 400			
FR0000188799	OAT€i 3.15% 25 July 2032	12 632 232 800 (1)	1,24333	10 160 000 000	0
FR0000187635	OAT 5.75% 25 October 2032	30 284 322 600			11 661 857 400
2033年 以降償還物		187 376 020 790			
FR0010070060	OAT 4.75% 25 April 2035	26 678 000 000			5 038 967 000
FR0013154044	OAT 1.25% 25 May 2036	18 954 000 000			0
FR0010371401	OAT 4% 25 October 2038	26 534 000 000			4 902 811 400
FR0013234333	OAT 1.75% 25 June 2039	7 000 000 000			0
FR0010447367	OAT€i 1.8% 25 July 2040	13 213 683 560 (1)	1,15172	11 473 000 000	0
FR0010773192	OAT 4.5% 25 April 2041	31 111 000 000			7 282 439 000
FR0011461037	OAT 3.25% 25 May 2045	24 908 000 000			1 181 600 000
FR0013209871	OAT€i 0.1% 25 July 2047	5 288 337 230 (1)	1,00367	5 269 000 000	0
FR0010171975	OAT 4% 25 April 2055	14 926 000 000			7 497 588 000
FR0010870956	OAT 4% 25 April 2060	11 918 000 000			6 318 384 100
FR0013154028	OAT 1.75% 25 May 2066	6 845 000 000			106 100 000

(1) 額面×連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

(3) 2017年03月28日現在の価値。公募対象外。

フランス経済

最新景気指標

鉱工業生産	前年同期比	0.4%	03/2017
家計の消費*	前年同期比	0.4%	04/2017
失業率 (ILO)		9.6%	03/2017
消費者物価	前年同期比		
全品目		1.2%	04/2017
たばこを除く全品目		1.1%	04/2017
貿易収支	FOB-FOB、	-54億	03/2017
季節調整済み		-64億	02/2017
経常収支、	季節調整済み	-30億	03/2017
		-35億	02/2017
10年コンスタント・マチュリテ		0.75%	30/5/2017
イールド (TEC 10)			
3ヵ月金利 (Euribor)		-0.33%	26/5/2017
ユーロ / ドル		1.1173	30/5/2017
ユーロ / 円		123.97	30/5/2017

*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

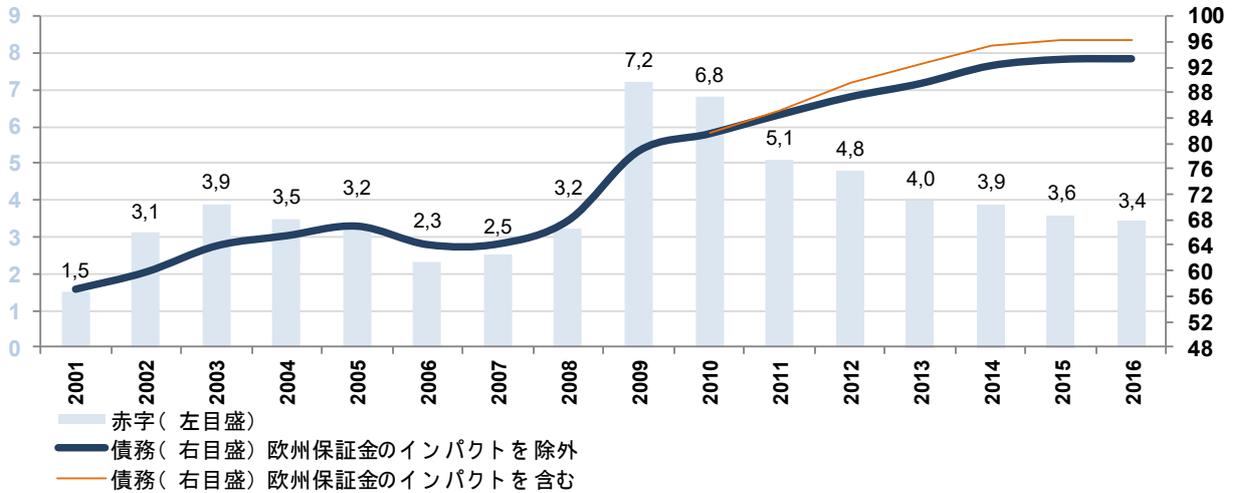
単位：10億ユーロ

	3月末のレベル				
	2015	2016	2015	2016	2017
一般予算収支	-72.15	-75.80	-14.28	-9.01	-10.11
歳入	299.66	304.02	74.25	76.69	78.34
歳出	371.80	379.82	88.53	85.70	88.45
国庫特別勘定収支	1.62	6.80	-12.01	-18.48	-19.45
予算執行総収支	-70.52	-69.00	-26.29	-27.49	-29.56

出自：経済財務省

公共財政：赤字と債務

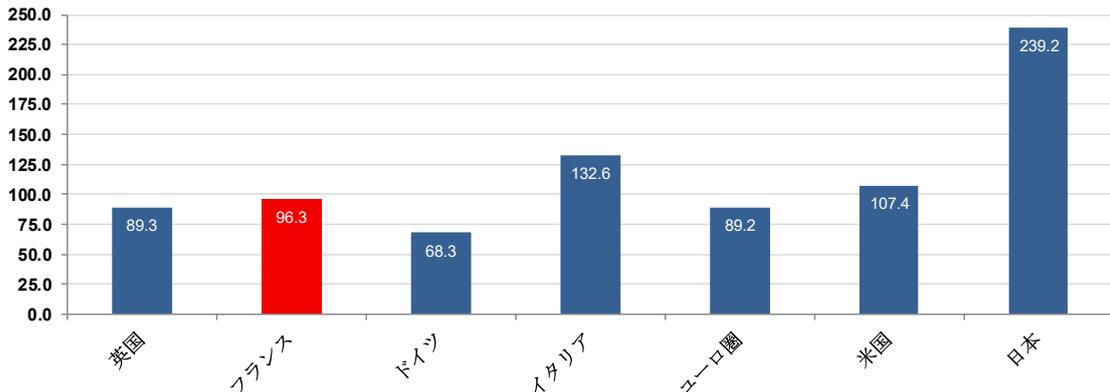
対GDP %



出自：Eurostat, Insee (国立統計経済研究所)

2016年度の一般政府債務

対GDP %



出自：Eurostat (2017年), IMF (2016年), Insee (国立統計経済研究所) (2017年)

フランス経済指標公表日程

2017年 6月		2017年 7月	
8	4月の貿易統計-金額ベース	7	5月の貿易統計-金額ベース
8	4月の国際収支	7	鉱工業生産：5月の指数
9	鉱工業生産：4月の指数	7	5月の国際収支
13	2017年第1四半期の賃金雇用	13	6月の消費者物価指数
15	5月の消費者物価指数	13	6月のネット外貨準備高
15	5月のネット外貨準備高	17	6月の調和化物価指数
16	5月の調和化物価指数	25	産業界の景気観測：7月の月例調査
22	産業界の景気観測：6月の月例調査	25	産業界の景気観測：7月の四半期調査
23	2017年第1四半期の国民所得勘定：細目	25	工業の生産者価格と輸入価格：6月の指数
26	5月の求職者数	25	6月の求職者数
28	家計の景況感：6月の調査	26	家計の景況感：7月の調査
28	5月の住宅建設	28	2017年第2四半期 GDP 1次速報値
30	2017年第1四半期の一般政府債務（マーストリヒト基準による）	28	6月の家計の財の消費支出
30	工業の生産者価格と輸入価格：5月の指数	28	6月の住宅建設
30	5月の家計の財の消費支出		

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