

N°350
2019年
7月

月報

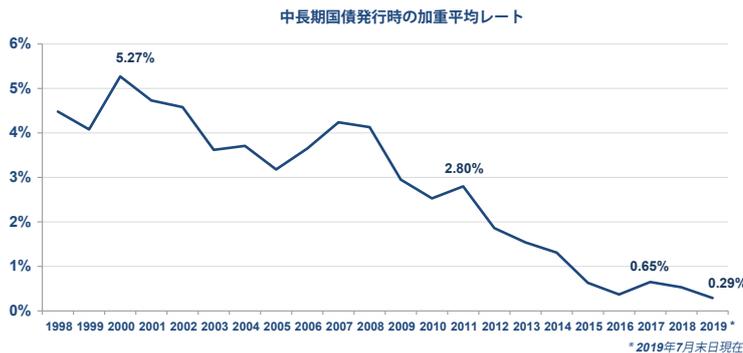
フランス国債庁は納税者の利益を最大化し、かつ最も安全な条件を確保して国の債務と資金を管理することを任務とします。

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

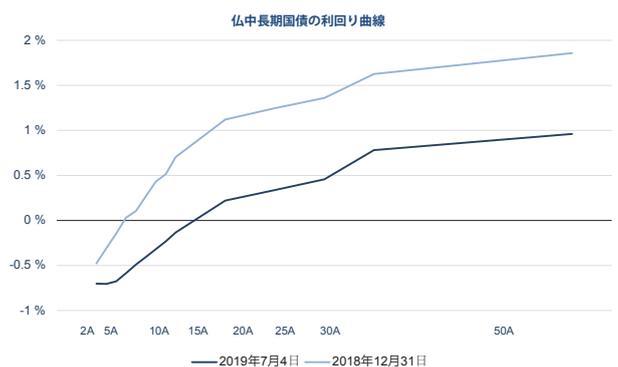
フランス国債庁のニュース

10年物国債、初のマイナス・レート発行：ユーロ圏ソブリン債市場が史上かつてない状況にあるなか、フランスの発行レートは未曾有の低レベルに

シントラで開催された欧州中央銀行フォーラムにおけるドラギ総裁のハト派的発言を受けて、6月18日にフランスの10年物指標レートが史上初めてマイナス領域に入りました。7月4日にフランス国債庁は10年物国債を未曾有の-0.13%で50億ユーロ近く発行し（6月の10年物国債発行時には0.14%だった）、同日公募入札発行した15年物（0.66%）と30年物（1.16%）も史上最低レートを記録しました。満期1年超の国債発行コストは、2019年7月末日現在0.29%となり、2018年度通年のコスト（0.53%）から半減しています。



出自：フランス国債庁



出自：Bloomberg

マイナス利回りフランス国債の発行残高は徐々に増加し、2019年7月末には10年物を含むにいたりしました。これは2012年以来欧州中央銀行が導入した非コンベンショナルな金融緩和政策、即ちTLTRO¹、公債買入プログラム、預金ファシリティ金利のマイナス領域引下げや金利についてのフォアワードガイダンス等の結果です。2019年6月30日現在、フランス国債²の73.6%がマイナス領域にあります。

このような推移は、長期にわたる長期金利低下傾向を受けたものであるとはいえ、今年の年初以来の10年物レート低下は市場の意表を突きました。2018年度は10年物金利は0.8%前後を動いていましたが、米欧で金融緩和政策が徐々に終了との展望が利上げを予測させていました。このような状況下、マクロ経済シナリオ予測の見直し（成長とインフレ）と金融政策予測反転（ECBとFRBを筆頭に）のスピードは意外で、全般的に市場参加者にとって金利予測を立てにくくするもので、ソブリン発行体もその例外ではありませんでした。

とはいえフランス国債庁は、利回りを求めて投資家が長期債に比重を移し続けることを促す環境に適応することができました。去る2月に70億ユーロ発行されたOAT 1.50 % 25 May 2050の成功（現時点での発行残高は157億ユーロ）がそれを裏づけます。ここでもフランス国債庁は、利回り曲線全期間にわたって流動性を確保し、投資家の需要に極力応え、ひいては納税者に対し借入コストを最小にするという発行戦略のレジリエンスを実証したのです。

¹ TLTRO (Targeted longer-term refinancing operations) とは、欧州中央銀行が市中銀行に所定期間長期流動性を供給する目的を絞ったオペレーション。

² 中長期国債、ただし物価指数連動債は除外

EUの首脳達は7月2日、クリスティーヌ・ラガルドIMF専務理事を欧州中央銀行総裁に任命した。クリスティーヌ・ラガルドの見解には欧州中銀の金融政策を継続するであろうと推察させるものがあり、ドラギ総裁が追加的緩和措置へと最近軸足を移したことを支持するものとなろうと我々は期待する。次期総裁はこれまでIMF専務理事としてユーロ圏について定期的には発言しなかったし、彼女のスピーチ（特に金融政策についての）の多くはすでに現状に見合わなくなっているため、ユーロ圏における金融政策展望についての見解を抽出することは難しい。とはいえ、過去5年間のスピーチから以下の見解を引き出すことができる。

クリスティーヌ・ラガルドは2013年から14年にかけて「インフレとインフレ予測がさらに低下することを差止めるために、ECBが大胆な先制的緩和政策を取るよう」と強く求めていた。2015年には「QEがデフレの恐れを遠ざけ脆弱な需要を支えるために有効であった」と述べた。金融手段については、アコモデーションのためにQEとマイナス金利の両者を支持したが、その副作用には「警戒」が必要とよびかけた。政策正常化いかにについては、民間需要が完全に回復するまでECBは政策による支持を続けるべきであり、資産を売る前によりコンベンショナルな政策を調整すべきであると主張していた。

クリスティーヌ・ラガルドは、ドラギ総裁の欧州債務危機管理における「出来ることは何でも」アプローチを強く支持した。OMT国債買い切りプログラムが予告された日に、この新枠組みを「重要なステップ」として歓迎し、後日これが「通貨統合を維持し」、ユーロ危機の転換点となったと述べた。この危機は「欧州の破滅」の亡霊をよび起こし、根本的解決策が必要であったと主張した。

クリスティーヌ・ラガルドは2014年に、ユーロ圏における低インフレが成長を削ぎデフレリスクが生じるとして、低インフレが長引くリスクについて警告した。さらにインフレはリソース活用不十分の「明確なサイン」であるとして、「フィリップス曲線」に見られる関係を強調した。

金融危機以来労働市場で達成された進歩をクリスティーヌ・ラガルドは認めたと、長引く低成長は潜在的アウトプットへの負の効果を通じてさらにそれを持続させかねないと強調した。すなわち需要が長期にわたり下火であり続けるほど、失業者が労働市場を離れ肝要なスキルが消滅してしまう。この「ヒステリシス」に基づいた見解は、労働市場において完全雇用を回復するために緩和的金融政策を継続するための根拠であった。

クリスティーヌ・ラガルドは金融危機以来採択された欧州通貨統合改革の措置を概ね支持し、ユーロ圏のレジリエンスを向上させるためにさらなる財政・金融統合をと求めた。単一清算基金と共通預金保険スキームによる保障の共有の必要を強調し、これらの政策がリスク共有により「ソブリン銀行間の破滅のループ」を弱めることに注目した。資本市場連合への支持を表明したが、各国のソルバンシー制度の調和化と証券規制を含む多くの政策上の難題も認識した。クリスティーヌ・ラガルドは「潜在的財政リスクを軽減しつつ財政リスク共有を拡大」することを提唱した。リスク共有に注目しながらも、「共通の財政ルールを遵守し公的債務肥大がある国はそれを削減する」という加盟各国の責任も強調した。

以上の見解の多くはドラギ総裁のと概ね同じであるが見られても、クリスティーヌ・ラガルドの経歴はまったく異なり、経済学を専攻したわけではなく中央銀行での仕事の経験もない。こうした履歴は総裁就任にあたって二つの意味合いを持つことになる。まずECBチーフ・エコノミストのフィリップ・レインを始め、役員会のエコノミストたちがラガルド総裁任期中大きな役割を持つことを我々は期待する。レインは今月初めに、ECB政策理事会が必要ならさらなる緩和策を追加する用意をと求め、ドラギ総裁のシントラ・フォーラムにおけるスピーチを支持した。次に、将来の危機介入においてクリスティーヌ・ラガルドが効果的に支持を取り付けることを期待したい。フランスの財務大臣として、次いでIMF専務理事として多くの危機を経験したことと彼女の持つ交渉スキルは、欧州危機ピーク時のドラギ総裁の対応と同様に、将来の危機において優れた対処を可能とすると予言させるものである。

免責事項：フランス国債庁はこの論壇をエコノミストが自由に意見を発表する場として提供しています。ここに表明された意見は著者の見解であり、フランス国債庁や経済財務省の責任が問われるものではありません。

ここに表明された意見は著者たちのリサーチアナリストとしての見解であり、ゴールドマン・サックスの公式見解ではありません。グローバル投資リサーチ報告はいかなる場合でも、政府の政策・声明・イニシアチブに対するゴールドマン・サックスの支持や批判とみなさせるべきものではありません。

公募入札スケジュール

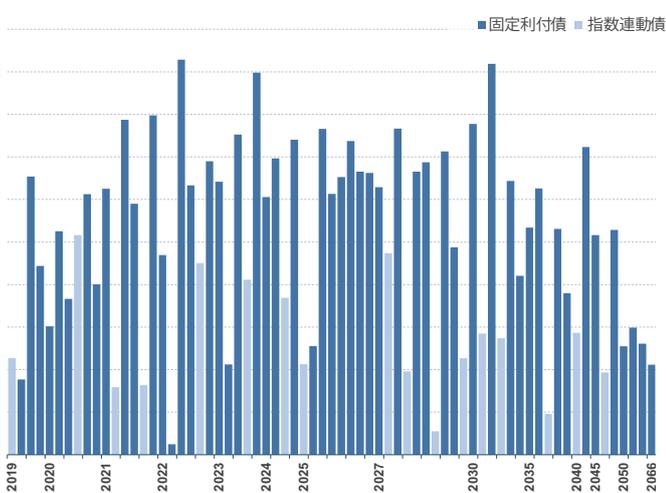
		短期国債					中期国債	長期国債	指数連動債
2019年8月	入札日	5	12	19	26	/	1	1	1
	払込日	7	14	21	28	/	5	5	5
2019年9月	入札日	2	9	16	23	30	19	5	19
	払込日	4	11	18	25	2/10	23	9	23

公募入札発行は任意

出自：フランス国債庁

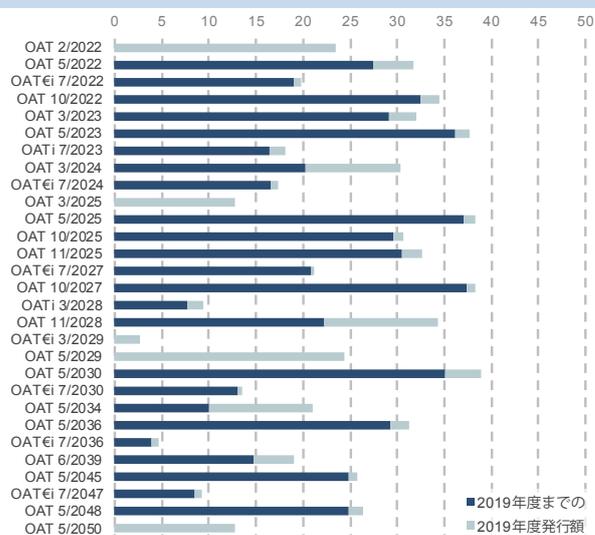
国の市場性債務 2019年6月30日現在

銘柄毎の現在の発行残高 単位：10億ユーロ



中長期国債年初以来の発行額と累計2019年6月30日現在

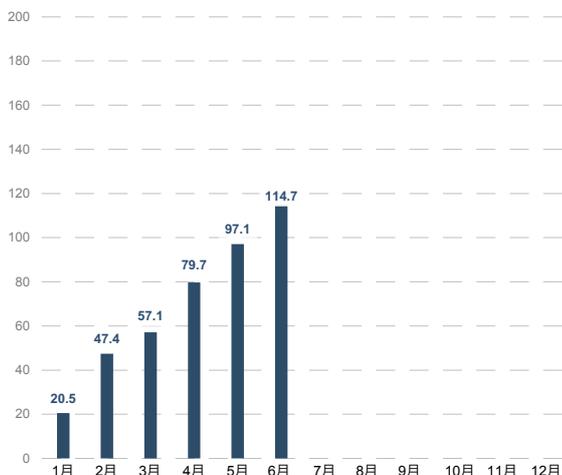
単位：10億ユーロ



出自：フランス国債庁

2019年6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

出自：フランス国債庁

中長期国債償還予定表 2019年6月30日現在

単位：10億ユーロ

月	利子	償還額
2019年7月	3.1	11.4
2019年8月		
2019年9月		
2019年10月	12.5	41.5
2019年11月	1.5	22.2
2019年12月		0.0
2020年1月		
2020年2月		15.1
2020年3月	0.0	
2020年4月	12.1	26.3
2020年5月	6.5	18.3
2020年6月	0.3	

出自：フランス国債庁

国の市場性債務 非居住者保有比率、2019年第1四半期

市場性債務（市価ベース）に対する%



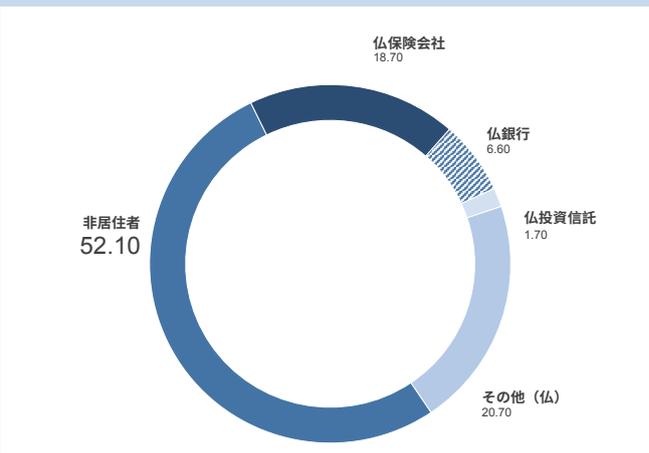
* 四半期ポジションをもとに作成した比率

** 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 2019年第1四半期

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 2019年6月30日現在

単位：ユーロ

中長期国債合計	1,704,691,009,090
ストリップス債残高	62,775,134,700
平均残存期間	8年196日
短期国債合計	109,537,000,000
平均残存期間	115日
総発行残高	1,814,228,009,090
平均残存期間	8年15日

出自：フランス国債庁

2015年度末から2019年6月30日までの国の市場性債務

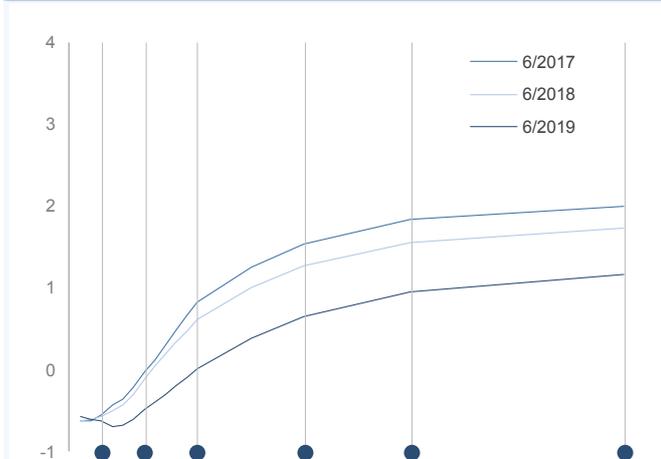
単位：10億ユーロ

	2016年 末日	2017年 末日	2018年 末日	2019年 5月末	2019年 6月末
市場性債務残高	1,621	1,686	1,756	1,793	1,814
うち指数連動債	200	202	220	229	230
中長期国債	1,487	1,560	1,644	1,687	1,705
短期国債	134	126	113	105	110
市場性債務の平均残存期間	7年	7年	7年	8年	8年
	195日	296日	336日	27日	15日

出自：フランス国債庁

フランス国債利回り曲線

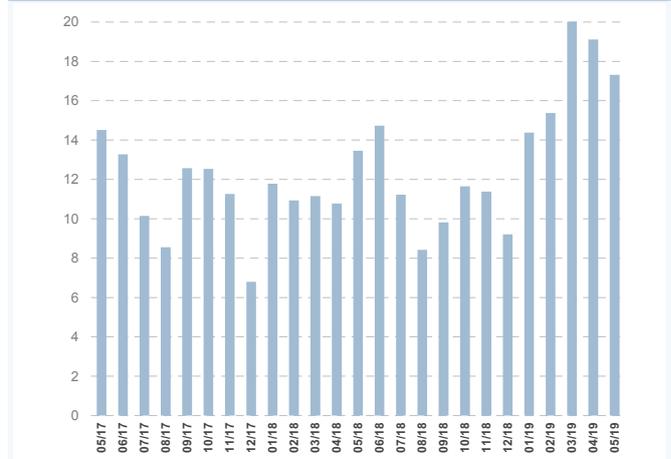
月末の値、%



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

ストリップ債と組戻しの出来高

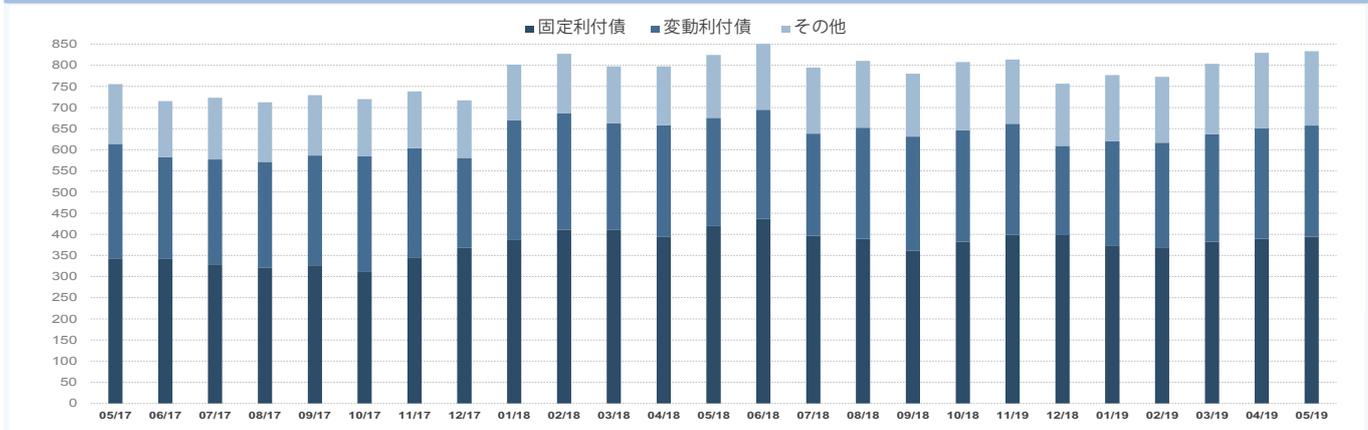
単位: 10億ユーロ



出自: Euroclear

月底国債一級交易商SVT交易额

10亿欧元



出自: SVT (プライマリーディーラー)の申告

短期国債、2019年6月30日現在

ISIN コード	期日	発行残高 (€)
FR0125375065	BTF 03 July 2019	3,731,000,000
FR0125533028	BTF 10 July 2019	5,323,000,000
FR0125064875	BTF 17 July 2019	4,369,000,000
FR0125533036	BTF 24 July 2019	5,961,000,000
FR0125375073	BTF 31 July 2019	4,648,000,000
FR0125533044	BTF 07 August 2019	5,242,000,000
FR0125064883	BTF 14 August 2019	4,634,000,000
FR0125533051	BTF 21 August 2019	5,192,000,000
FR0125375081	BTF 28 August 2019	3,965,000,000
FR0125533069	BTF 04 September 2019	5,464,000,000
FR0125064891	BTF 11 September 2019	4,510,000,000
FR0125533077	BTF 18 September 2019	5,798,000,000
FR0125533036	BTF 25 September 2019	4,285,000,000
FR0125218257	BTF 09 October 2019	4,848,000,000
FR0125533093	BTF 23 October 2019	4,101,000,000
FR0125218265	BTF 06 November 2019	4,204,000,000
FR0125533101	BTF 20 November 2019	3,767,000,000
FR0125375099	BTF 02 January 2020	4,991,000,000
FR0125375107	BTF 29 January 2020	4,165,000,000
FR0125375115	BTF 26 February 2020	4,483,000,000
FR0125533119	BTF 25 March 2020	5,415,000,000
FR0125533127	BTF 22 April 2020	4,456,000,000
FR0125533135	BTF 20 May 2020	4,669,000,000
FR0125533143	BTF 17 June 2020	1,316,000,000

中長期国債 (2019-2022償還物) : 2019年6月30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 プス債(€)	CAC*
2019年償還物		75,099,948,611				
FR0010850032	OATi 1.30% 25 July 2019	11,339,985,000 (1)	1.10634	10,250,000,000	0	
FR0000570921	OAT 8.50% 25 October 2019	8,844,392,893			5,590,585,100	
FR0010776161	OAT 3.75% 25 October 2019	32,695,000,000			0	
FR0011993179	OAT 0.50% 25 November 2019	22,177,000,000			5,000,000	×
FR0000570954	OAT cap.9.82% 31 December 2019	43,570,718 (2)		6,692,154	-	
2020年償還物		136,124,298,600				
FR0013232485	OAT 0.00% 25 February 2020	15,090,000,000			0	×
FR0010854182	OAT 3.50% 25 April 2020	26,261,000,000			0	
FR0012557957	OAT 0.00% 25 May 2020	18,332,000,000			0	×
FR0010050559	OAT€i 2.25% 25 July 2020	25,801,298,600 (1)	1.27666	20,210,000,000	0	
FR0010949651	OAT 2.50% 25 October 2020	30,622,000,000			0	
FR0012968337	OAT 0.25% 25 November 2020	20,018,000,000			3,000,000	×
2021年償還物		156,112,798,620				
FR0013311016	OAT 0.00% 25 February 2021	31,275,000,000			0	×
FR0013140035	OAT€i 0.10% 1 March 2021	7,918,348,620 (1)	1.04657	7,566,000,000	0	×
FR0010192997	OAT 3.75% 25 April 2021	39,352,000,000			0	
FR0013157096	OAT 0.00% 25 May 2021	29,504,000,000			0	×
FR0011347046	OATi 0.10% 25 July 2021	8,172,450,000 (1)	1.04775	7,800,000,000	0	
FR0011059088	OAT 3.25% 25 October 2021	39,891,000,000			0	
2022年償還物		159,813,308,220				
FR0013398583	OAT 0.00% 25 February 2022	23,452,000,000			0	×
FR0000571044	OAT 8.25% 25 April 2022	1,243,939,990			618,888,400	
FR0011196856	OAT 3.00% 25 April 2022	46,422,000,000			0	
FR0013219177	OAT 0.00% 25 May 2022	31,666,000,000			0	×
FR0010899765	OAT€i 1.10% 25 July 2022	22,531,368,230 (1)	1.13491	19,853,000,000	0	
FR0011337880	OAT 2.25% 25 October 2022	34,498,000,000			0	

(1) 額面連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

(2) 2018年12月31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。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 (2023-2033償還物) : 2019年6月30日現在

ISIN コード	銘柄	発行残高(€)	連動係数	額面発行残高(€)	スプリック プス債(€)	CAC*
2023年償還物		145,806,960,063				
FR0013283686	OAT 0.00% 25 March 2023	32,076,000,000			0	×
FR0000571085	OAT 8.50% 25 April 2023	10,606,195,903			5,393,665,200	
FR0011486067	OAT 1.75% 25 May 2023	37,638,000,000			0	×
FR0010585901	OATi 2.10% 25 July 2023	20,568,764,160 (1)	1.13967	18,048,000,000	0	
FR0010466938	OAT 4.25% 25 October 2023	44,918,000,000			434,585,000	
2024年償還物		120,568,956,800				
FR0013344751	OAT 0.00% 25 March 2024	30,288,000,000			0	×
FR0011619436	OAT 2.25% 25 May 2024	34,810,000,000			0	×
FR0011427848	OATeī 0.25% 25 July 2024	18,445,956,800 (1)	1.0628	17,356,000,000	0	×
FR0011962398	OAT 1.75% 25 November 2024	37,025,000,000			42,000,000	×
2025年償還物		125,021,002,288				
FR0012558310	OATi 0.10% 01 March 2025	10,655,074,170 (1)	1.03881	10,257,000,000	0	×
FR0013415627	OAT 0.00% 25 March 2025	12,777,000,000			0	×
FR0012517027	OAT 0.50% 25 May 2025	38,297,000,000			0	×
FR0000571150	OAT 6.00% 25 October 2025	30,653,928,118			2,861,064,400	
FR0012938116	OAT 1.00% 25 November 2025	32,638,000,000			0	×
2026年償還物		103,265,000,000				
FR0010916924	OAT 3.50% 25 April 2026	36,867,000,000			0	
FR0013131877	OAT 0.50% 25 May 2026	33,274,000,000			0	×
FR0013200813	OAT 0.25% 25 November 2026	33,124,000,000			0	×
2027年償還物		93,457,767,200				
FR0013250560	OAT 1.00% 25 May 2027	31,451,000,000			0	×
FR0011008705	OATeī 1.85% 25 July 2027	23,665,767,200 (1)	1.11842	21,160,000,000	0	
FR0011317783	OAT 2.75% 25 October 2027	38,341,000,000			45,543,600	
2028年償還物		77,438,812,891				
FR0013238268	OATi 0.10% 1 mars 2028	9,780,701,480 (1)	1.03708	9,431,000,000	0	×
FR0000571226	OATゼロク - 28 March 2028	28,111,411 (3)		46,232,603	-	
FR0013286192	OAT 0.75% 25 May 2028	33,272,000,000			0	×
FR0013341682	OAT 0.75% 25 November 2028	34,358,000,000			0	×
2029年償還物		74,103,529,247				
FR0013410552	OATi 0.10% 01 March 2029	2,746,986,880 (1)	1.00696	2,728,000,000	0	×
FR0000571218	OAT 5.50% 25 April 2029	35,644,880,458			2,602,346,100	
FR0013407236	OAT 0.50% 25 May 2029	24,364,000,000			0	×
FR0000186413	OATi 3.40% 25 July 2029	11,347,661,909 (1)	1.29923	8,734,144,000	0	
2030年償還物		53,099,190,980				
FR0011883966	OAT 2.50% 25 May 2030	38,876,000,000			0	×
FR0011982776	OATeī 0.70% 25 July 2030	14,223,190,980 (1)	1.04914	13,557,000,000	0	×
2031年償還物		45,948,000,000				
FR0012993103	OAT 1.50% 25 May 2031	45,948,000,000			54,500,000	×
2032年償還物		45,854,231,800				
FR0000188799	OATeī 3.15% 25 July 2032	13,691,909,200 (1)	1.29352	10,585,000,000	0	
FR0000187635	OAT 5.75% 25 October 2032	32,162,322,600			11,154,357,400	
2033年以降償還物		292,977,203,770				
FR0013313582	OAT 1.25% 25 May 2034	21,014,000,000			0	×
FR0010070060	OAT 4.75% 25 April 2035	26,678,000,000			4,780,137,000	
FR0013154044	OAT 1.25% 25 May 2036	31,286,000,000			0	×
FR0013327491	OATeī 0.10% 25 July 2036	4,784,989,500 (1)	1.02903	4,650,000,000	0	×
FR0010371401	OAT 4.00% 25 October 2038	26,534,000,000			4,732,931,400	
FR0013234333	OAT 1.75% 25 June 2039	19,001,000,000			0	×
FR0010447367	OATeī 1.80% 25 July 2040	14,315,014,870 (1)	1.19821	11,947,000,000	0	
FR0010773192	OAT 4.50% 25 April 2041	36,152,000,000			6,597,699,000	
FR0011461037	OAT 3.25% 25 May 2045	25,824,000,000			1,364,710,000	×
FR0013209871	OATeī 0.10% 25 July 2047	9,669,199,400 (1)	1.04419	9,260,000,000	0	×
FR0013257524	OAT 2.00% 25 May 2048	26,409,000,000			742,800,000	×
FR0013404969	OAT 1.50% 25 May 2050	12,748,000,000			54,600,000	×
FR0010171975	OAT 4.00% 25 April 2055	14,926,000,000			7,661,118,000	
FR0010870956	OAT 4.00% 25 April 2060	13,055,000,000			7,376,704,100	
FR0013154028	OAT 1.75% 25 May 2066	10,581,000,000			658,900,000	×

(1) 額面連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

(3) 2018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。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	4.0%	05/2019
家計の消費* 前年同期比	-0.7%	06/2019
失業率 (ILO)	8.7%	2019年第 1四半期の
消費者物価 前年同期比		
・全品目	1.2%	06/2019
・たばこを除く全品目	1.0%	06/2019
貿易収支 FOB-FOB、季節調整済み	-33億	05/2019
"	-49億	04/2019
経常収支、季節調整済み	3億	05/2019
"	-12億	04/2019
10年コンスタント・マチュリティーレ ート(TEC 10)	-0.13%	29/7/2019
3ヵ月金利(Euribor)	-0.38%	25/7/2019
ユーロ/ドル	1.11	29/7/2019
ユーロ/円	120.81	29/7/2019

*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

	5月末のレベル				
	2017	2018	2017	2018	2019
一般予算収支	-73.35	-76.91	-39.48	-32.19	-61.40
歳入	313.59	313.79	127.83	132.55	109.77
歳出	386.94	390.69	167.31	164.74	171.17
国庫特別勘定 収支	5.53	0.82	-26.97	-22.89	-22.50
予算執行 総収支	-67.67	-76.00	-66.45	-55.07	-83.90

出自: 経済財務省

公共財政: 赤字と債務

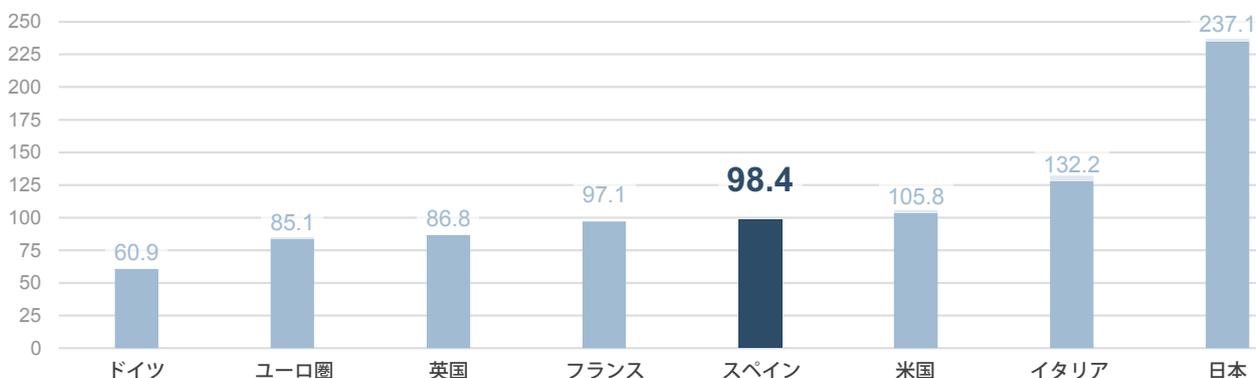
対GDP%



出自: Insee (国立統計経済研究所) 国民勘定

2018年度の一般政府債務

対GDP%



出自: Eurostat, FMI, Insee

2019年8月 

7 6月の貿易統計- 金額ベース	7 6月の国際収支	9 2019年第2四半期の 賃金雇用迅速推計	9 鉱工業生産： 6月の指数	14 7月の消費者 物価指数	14 7月のネット外貨 準備高
19 7月の調和化物価 指数	27 産業界の景気観 測：8月の月例調査	27 家計の景況感：8月 の調査	27 産業界における投資 8月の調査	28 7月の住宅建設	29 2019年第2四半期の 国民所得勘定：細目
29 7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：7月の指数				

2019年9月 

6 鉱工業生産： 7月の指数	6 7月の貿易統計- 金額ベース	10 7月の国際収支	10 2019年第2四半期の 賃金雇用	12 8月の消費者物価 指数	13 8月のネット外貨準 備高
18 7月の調和化物価 指数	24 産業界の景気観 測：9月の月例調査	25 家計の景況感： 9月の調査	27 2019年第2四半期の 一般政府債務 (マーストリヒト基準 による)	27 工業の生産者価格と 輸入価格：8月の指数	27 8月の家計の財の 消費支出
27 8月の住宅建設					

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