

N°369
2021年
2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

2020年度のトップ10 SVT：安定した順位が経済・保健衛生危機の中でもSVTのフランス国債庁に対するコミットメント継続を示す

フランス国債庁は1999年以来、年度毎に最も活発なSVT（国債プライマリー・ディーラーズ）のリストを公表しています。評価にあたってはSVTの任務全体を考慮に入れますが、以下の三つのカテゴリーに分けて評価し、カテゴリー毎の順位付けをします。

- 発行市場でのパフォーマンス（合計ポイントの40%）。短期国債（BTF）・中長期国債（OAT）・仏物価指数連動債（OATI）・欧州物価指数連動債（OATe）の公募入札発行におけるSVTそれぞれのマーケットシェア（デュレーションで加重した比率）と買入消却への参加比率を基に計算します。
- 流通市場でのパフォーマンス（合計ポイントの30%）。フランス国債銘柄全体について、各SVTとその最終顧客や他のマーケットメーカーとの取引量（デュレーションで加重して算出）を基に計算します（ストリップ取引とレポ取引を含む）。
- フランス国債庁に提供されたアドバイスとサービスの質（合計ポイントの30%）。フランス国債の市場取引の良好な実施への貢献、国債庁へのアドバイスの適格性、ソブリン債市場の分析の質とマーケット・リサーチやオペレーション・リサーチの質、国債庁との関係の緊密性・安定性を通じて評価します。2020年度には15社がSVTの認定を受けていましたが、上記の基準による総合点のトップ10は以下の通りです。

1	BNP Paribas	6	Citigroup
2	HSBC	7	Deutsche Bank
3	J.P. Morgan	8	Barclays
4	Crédit Agricole	9	BofA Securities Europe SA
5	Société Générale	10	Nomura

2020年度の順位付けから、上位5機関の安定が確認され、その顔ぶれは2016年度以来変わりません。BNPパリバは2008年以来連続で総合順位トップを維持し、発行市場、流通市場、サービスの質のどのクライテリアでもトップのパフォーマンスを達成しました。続くHSBCは2017年に獲得した2位の座を維持しました。JPモルガンは国債庁に対するサービスの質で2位上がって総合順位で3位の座を確認、発行市場・流通市場での順位を維持したクレディ・アグリコルが4位に続きました。

表の右側ではシティグループが国債庁へのコミットメントを強化して6位に躍進し、ドイツ銀行とバークレイズがそれぞれ1位上がって7位と8位に入りました。さらにもBofA Securities Europe SAがトップ10入りを果たし、特に発行市場で2位前進して総合で9位になりました。

総合順位が全体的に安定していることは、SVT認定機関のフランス国債庁への助言と連携の姿勢の証であり、こうした長期的なコミットメントはとりわけ危機の時期にフランス国債にとって強みとなります。同時にカテゴリー別の順位がそれぞれ異なることは、フランス国債市場における各機関の能力と戦略の多様性・補完性を示し、フランス国債全銘柄の市場における順調な消化と高い流動性の確保に寄与しているといえましょう。

発行市場		流通市場		サービスの質	
1	BNP Paribas	1	BNP Paribas	1	BNP Paribas
2	HSBC	2	J.P. Morgan	2	Société Générale
3	Crédit Agricole	3	HSBC	3	Crédit Agricole
4	J.P. Morgan	4	Crédit Agricole	4	Natixis
5	Société Générale	5	Deutsche Bank	5	J.P. Morgan
6	Citigroup	6	Citigroup	6	Citigroup
7	BofA Securities Europe SA	7	Nomura	7	Barclays
8	Barclays	8	Barclays	8	HSBC
9	Goldman Sachs	9	Société Générale	9	BofA Securities Europe SA
10	Nomura	10	NatWest Markets	10	Deutsche Bank

過熱をめぐる議論が米国で熱を帯びている。GDP損失と財政対応を比較するとユーロ圏では状況が明らかに違う。次世代EU復興基金とドラギ首相に期待がかけられるが、ECBは引締めサイクルをまたもや逃すかもしれない。

未知の領域に足を踏み入れる

2月初頭にラリー・サマーズ元財務長官は、バイデン経済対策案は「未知の領域に足を踏み入れる」もので「今の世代が経験したことがないようなインフレ圧力となるかもしれない」と評した。サマーズは議会予算局の直近の予測値をもとに極端な状況を描いてみせたのだ。実施済みの刺激策だけでも、1兆9000億ドルのバイデン案以前に予測されていた需給ギャップの3倍になる。ちなみに世界金融危機がもたらした不況時のオバマ政権における財政刺激策は需給ギャップのほぼ半分相当だった。

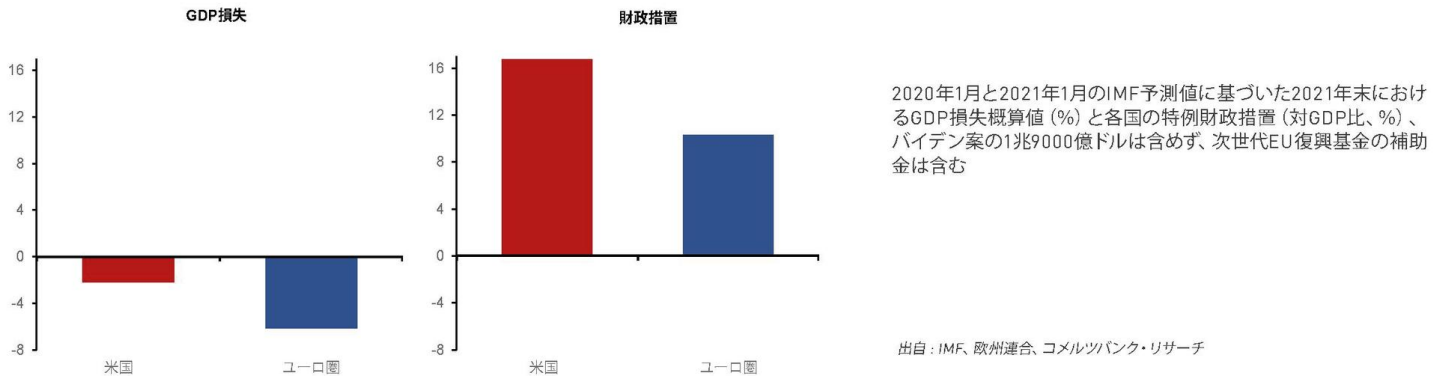
たしかに経済予測というものは不確実性が大きく、需給ギャップ予測は平常時でも難しい。パンデミックのトンネルの先に光が見え出し2月を過ぎれば物価が速やかに上昇すると見られる中で、市場はリフレ気分を逃れられないであろう。インフレ予測値はFEDの目標値2%を若干上回り、2年半後に最初の利上げが予測される。

リフレ気分が高まれば市場では次にFEDが引締めへ転じるとの期待が高まる段階に入るであろう。そうすると、これまで利回りを牽引してきたブレイクイーブンインフレ率ではなく、実質利回りの上昇を伴うことになり、高リスク資産は弱気でボラティリティーが高まるであろう。

欧州は違う

欧州の状況は今回も大きく異なる。GDP低下は米国より大きく、財政刺激策の規模はより小さかった。下のグラフは2020年1月と2021年1月のIMF予測をもとに、2021年末におけるGDPの差を概算してパンデミックによるGDP損失を示すものである。財政刺激策としてはIMF Fiscal Monitor databaseにリストアップされた各国の特例措置にユーロ圏諸国については次世代EU復興基金の補助金を加算した。バイデン案の1兆9000億ドルは含めていない。

ユーロ圏ではGDP低下が大きく財政刺激策の規模が小さい



GDP損失が大きく財政対策の規模が小さいことに加えてユーロ圏には刺激策の迅速な実施を阻む障害が多い。確かに1兆9000億ドルのバイデン案にも議会内に反対があり妥協が模索されている。しかしユーロ圏に比べると実施はしやすく、6180億ドルの共和党案が期待される合意の最低線となる。他方ユーロ圏では、今後加盟国からの復興・レジリエンス計画申請を受けて資金を提供するにあたって複雑性が表面化するであろう。またユーロ圏内では大胆な財政対策を発表した国ほどGDP損失が少ないことが分かる。しかし次世代EU復興基金による支援を含めると財政刺激策のレベルはより均衡する。

主な結論と戦略

- 過熱化の議論は高まっているが数ヶ月中に決着がつくものではないであろう。インフレ率が2月末までに上昇しなければ、5年先5年のインフレ予測値が2014年以降のピークに近づいた後、米国債利回りの「弱気な傾斜化 (ベア・スティーピング)」は一休止するであろう。弊社のエコノミストの予測によると、夏場にパンデミックが収束しコアインフレ率がにわかに2.5%に上昇すると、リフレ気分は再度高まると見られる。
- 現下のインフレ予測値はFEDの新インフレ平均目標値と合う。インフレ予測がさらに上昇すると買入縮小と引締め策への期待が高まるであろう。このような市場段階は実質利回りをさらに高め、高リスク資産は弱気でさらにボラティリティーが高まるであろう。
- ユーロ圏では経済打撃はより大きく財政対策の規模はより小さく長引くであろう。したがって金融政策の役割は大きく、ユーロ圏は新たな引締めサイクルを見送るとの予測が高まると我々は見ている。
- 周縁国ではGDP低下がより大きく「財政余地」がより小さいことから、ユーロ圏では経済回復は国によりペースが異なると考えられる。とはいえパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) を通じたECBの弾力的なサポートと次世代EU復興基金からの移転という要因がある。市場との関連性が最も大きいのは大規模な共同資金調達による政治的シグナルと、直近ではドラギ政権による幅広い支援策が、より深みのある迅速なユーロ圏統合への期待を高めていることである。従ってユーロ圏利回り収斂の余地が広がり、スプレッド・タイト化の圧力は利回り曲線の全期間において退くと我々は予測している。

ご注意：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。従ってこの記事は著者の見解を反映するものであり、フランス国債庁や経済財務復興省の見解とみなされるべきものではありません。ここに表明された意見はリサーチ・アナリストである著者の個人的見解であり、コメルツバンクの公式見解ではありません。この文書に表明された意見はいかなる場合でも、ある政府の政策・声明やコメルツバンクのイニシアチブに対する支持や批判とみなされるべきものではありません。

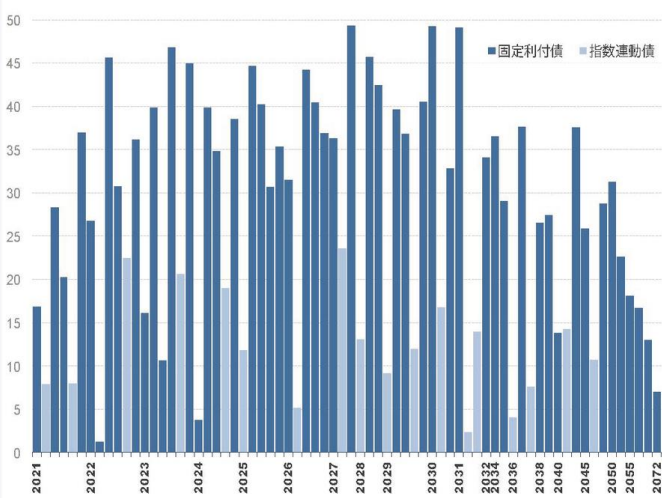
公募入札スケジュール

		短期国債					中期国債	長期国債	指数連動債
		1	8	15	22	29	18	4	18
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
2021年4月	入札日	5	12	19	26	/	15	1	15
	払込日	3	10	17	24	/	19	5	19

出自：フランス国債庁

国の市場性債務 2021年1月31日現在

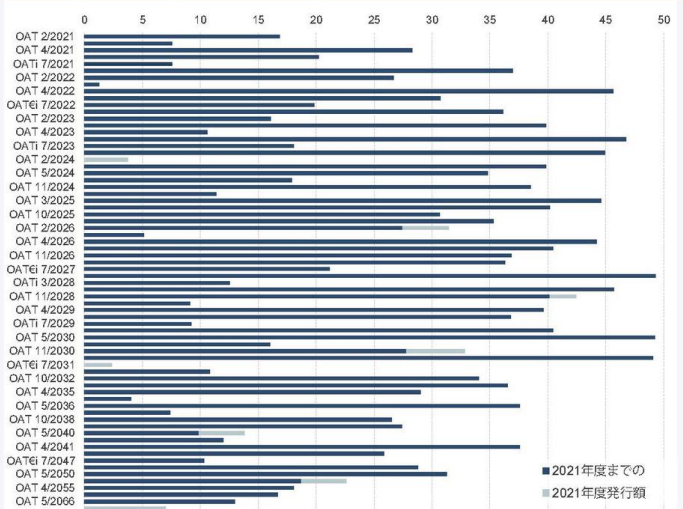
銘柄毎の現在の発行残高 単位：10億ユーロ



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2021年1月31日現在

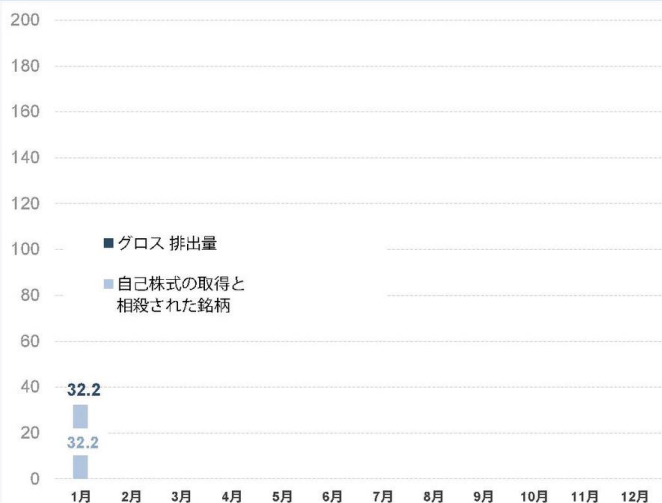
単位：10億ユーロ



出自：フランス国債庁

2021年1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 2021年1月31日現在

単位：10億ユーロ

月	利子	償還額
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	8.2	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		
2022年1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、2021年第3四半期

市場性債務（市価ベース）に対する%



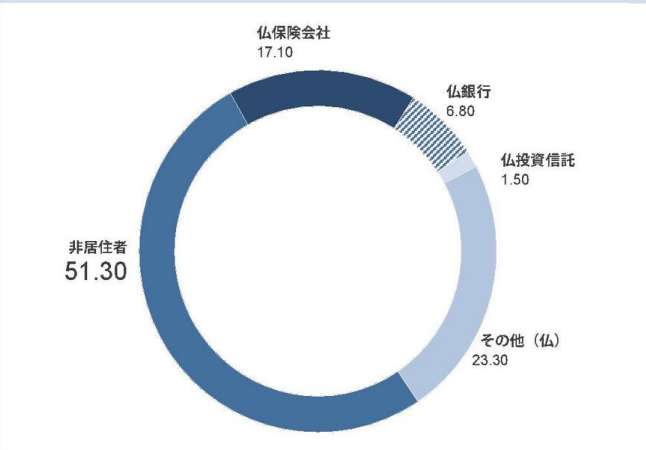
* 四半期ポジションをもとに作成した比率

** 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 2021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 2021年1月31日現在

単位：ユーロ

中長期国債合計	1 871 129 237 173
ストリップス債残高	57 881 359 600
平均残存期間	9年7日
短期国債合計	161 285 000 000
平均残存期間	118日
総発行残高	2 032 414 237 173
平均残存期間	8年120日

出自：フランス国債庁

2018年度末から2021年1月31日までの国の市場性債務

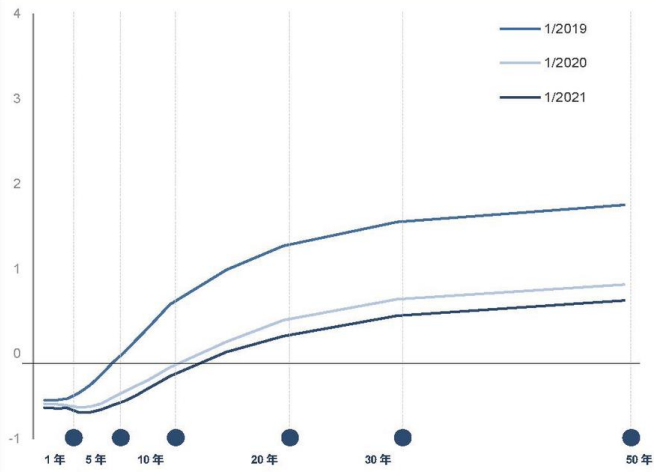
単位：10億ユーロ

	2018年 末日	2019年 末日	2020年 末日	2020年 12月末	2021年 1月末
市場性債務残高	1 756	1 823	2 001	2 001	2 032
うち指数連動債	220	226	220	220	222
中長期国債	1 644	1 716	1 839	1 839	1 871
短期国債	113	107	162	162	161
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	73日	120日

出自：フランス国債庁

フランス国債利回り曲線

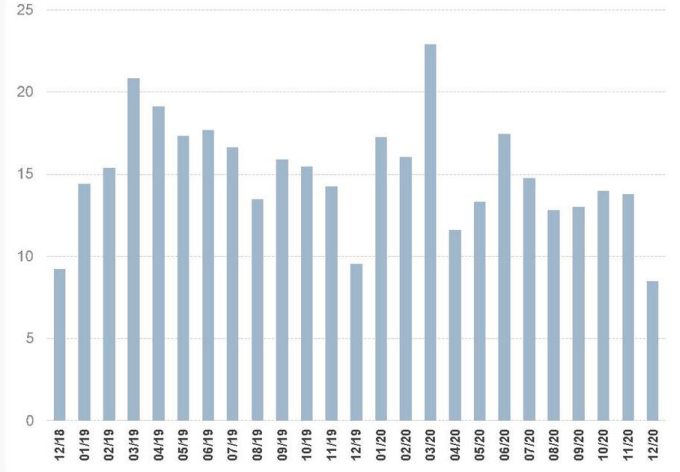
月末の値、%



出自: Bloomberg

中長期国債一日平均出来高

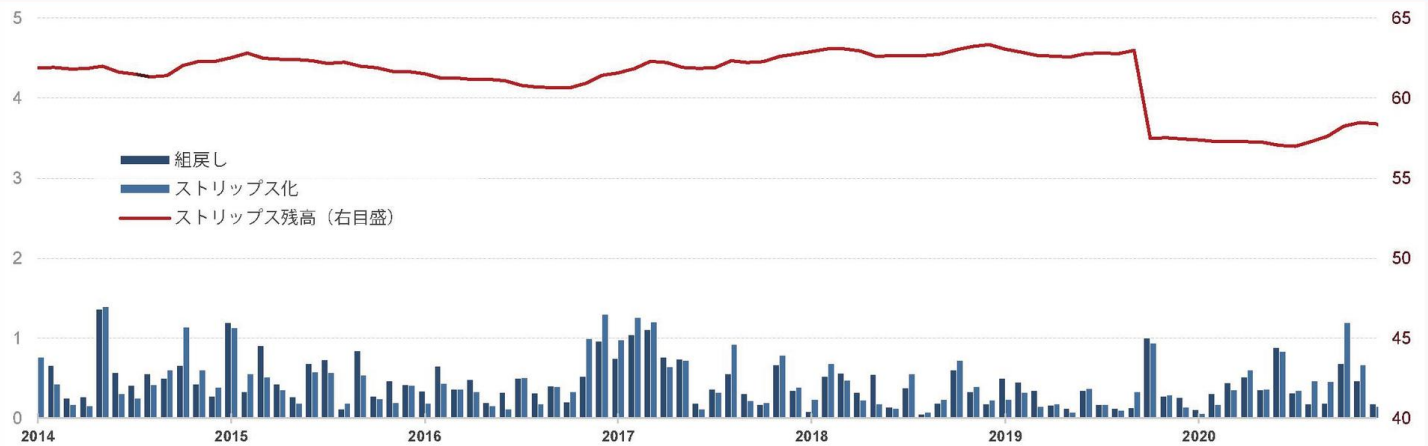
単位: 10億ユーロ



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

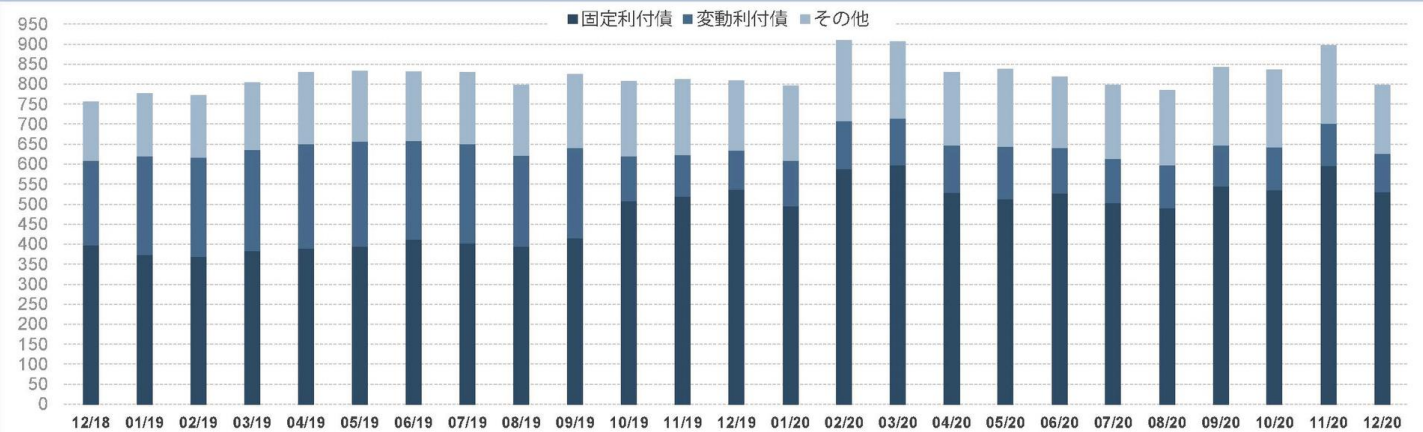
単位: 10億ユーロ



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、2021年1月31日現在

ISINコード	期日	発行残高(€)
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
FR0126461724	BTF 14 April 2021	8 495 000 000
FR0126001785	BTF 21 April 2021	10 971 000 000
FR0126461732	BTF 28 April 2021	2 895 000 000
FR0126461666	BTF 5 May 2021	7 411 000 000
FR0126001793	BTF 19 May 2021	8 329 000 000
FR0126001801	BTF 16 June 2021	13 871 000 000
FR0126461781	BTF 30 June 2021	3 035 000 000
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	4 389 000 000
FR0126461815	BTF 15 December 2021	6 261 000 000

中長期国債 (2021-2024償還物): 2021年1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		118 161 455 560				
FR0013311016	OAT 0.00 % 25 February 2021	16 847 000 000			0	
FR0013140035	OAT€ 0.10 % 1 March 2021	7 883 469 360 (1)	1.04196	7 566 000 000	0	
FR0010192997	OAT 3.75 % 25 April 2021	28 307 000 000			0	
FR0013157096	OAT 0.00 % 25 May 2021	20 209 000 000			0	
FR0011347046	OATi 0.10 % 25 July 2021	7 923 986 200 (1)	1.04884	7 555 000 000	0	
FR0011059088	OAT 3.25 % 25 October 2021	36 991 000 000			0	
2022年償還物		162 933 043 220				
FR0013398583	OAT 0.00 % 25 February 2022	26 720 000 000			0	
FR0000571044	OAT 8.25 % 25 April 2022	1 243 939 990			248 888 400	
FR0011196856	OAT 3.00 % 25 April 2022	45 642 000 000			0	
FR0013219177	OAT 0.00 % 25 May 2022	30 738 000 000			0	
FR0010899765	OAT€ 1.10 % 25 July 2022	22 432 103 230 (1)	1.12991	19 853 000 000	0	
FR0011337880	OAT 2.25 % 25 October 2022	36 157 000 000			0	
2023年償還物		178 747 256 703				
FR0013479102	OAT 0.00 % 25 February 2023	16 070 000 000			0	
FR0013283686	OAT 0.00 % 25 March 2023	39 815 000 000			0	
FR0000571085	OAT 8.50 % 25 April 2023	10 606 195 903			5 347 565 200	
FR0011486067	OAT 1.75 % 25 May 2023	46 748 000 000			0	
FR0010585901	OATi 2.10 % 25 July 2023	20 590 060 800 (1)	1.14085	18 048 000 000	0	
FR0010466938	OAT 4.25 % 25 October 2023	44 918 000 000			445 085 000	
2024年償還物		135 886 273 090				
FR0014001N46	OAT 0.00 % 25 February 2024	3 741 000 000			0	
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€ 0.25 % 25 July 2024	18 960 273 090 (1)	1.05811	17 919 000 000	0	
FR0011962398	OAT 1.75 % 25 November 2024	38 536 000 000			42 000 000	

(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 (2025償還物) : 2021年1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*
2025年償還物		162 583 605 998				
FR0012558310	OATi 0.10 % 1 March 2025	11 803 677 880 (1)	1.03988	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		158 105 000 000				
FR0013508470	OAT 0.00 % 25 February 2026	31 440 000 000			0	
FR0013519253	OATeï 0.10 % 1 March 2026	5 151 000 000 (1)	0.99270	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		109 171 236 800				
FR0013250560	OAT 1.00 % 25 May 2027	36 296 000 000			0	
FR0011008705	OATeï 1.85 % 25 July 2027	23 561 236 800 (1)	1.11348	21 160 000 000	0	
FR0011317783	OAT 2.75 % 25 October 2027	49 314 000 000			61 943 600	
2028年償還物		101 206 567 930				
FR0013238268	OATi 0.10 % 1 March 2028	13 030 858 800 (1)	1.03815	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	42 439 000 000			0	
2029年償還物		137 899 748 922				
FR0013410552	OATeï 0.10 % 1 March 2029	9 091 853 880 (1)	1.00252	9 069 000 000	0	
FR0000571218	OAT 5.50 % 25 April 2029	39 618 880 458			2 309 646 100	
FR0013407236	OAT 0.50 % 25 May 2029	36 778 000 000			0	
FR0000186413	OATi 3.40 % 25 July 2029	11 946 014 584 (1)	1.30058	9 185 144 000	0	
FR0013451507	OAT 0.00 % 25 November 2029	40 465 000 000			0	
2030年償還物		98 748 338 040				
FR0011883966	OAT 2.50 % 25 May 2030	49 233 000 000			0	
FR0011982776	OATeï 0.70 % 25 July 2030	16 716 338 040 (1)	1.04451	16 004 000 000	0	
FR0013516549	OAT 0.00 % 25 November 2030	32 799 000 000			0	
2031年償還物		51 477 000 000				
FR0012993103	OAT 1.50 % 25 May 2031	49 107 000 000			53 900 000	
FR0014001N38	OATeï 0.10 % 25 July 2031	2 370 000 000 (1)	0.99424	2 370 000 000	0	
2032年以降償還物		456 209 710 910				
FR0000188799	OATeï 3.15 % 25 July 2032	13 928 952 960 (1)	1.28781	10 816 000 000	0	
FR0000187635	OAT 5.75 % 25 October 2032	34 059 322 600			10 841 757 400	
FR0013313582	OAT 1.25 % 25 May 2034	36 541 000 000			0	
FR0010070060	OAT 4.75 % 25 April 2035	29 004 000 000			4 054 637 000	
FR0013524014	OATi 0.10 % 1 March 2036	4 042 000 000 (1)	0.99489	4 042 000 000	0	
FR0013154044	OAT 1.25 % 25 May 2036	37 601 000 000			0	
FR0013327491	OATeï 0.10 % 25 July 2036	7 569 956 610 (1)	1.02449	7 389 000 000	0	
FR0010371401	OAT 4.00 % 25 October 2038	26 534 000 000			4 685 841 400	
FR0013234333	OAT 1.75 % 25 June 2039	27 375 000 000			0	
FR0013515806	OAT 0.50 % 25 May 2040	13 785 000 000			0	
FR0010447367	OATeï 1.80 % 25 July 2040	14 251 815 240 (1)	1.19292	11 947 000 000	0	
FR0010773192	OAT 4.50 % 25 April 2041	37 558 000 000			5 865 299 000	
FR0011461037	OAT 3.25 % 25 May 2045	25 824 000 000			894 510 000	
FR0013209871	OATeï 0.10 % 25 July 2047	10 733 663 500 (1)	1.03958	10 325 000 000	0	
FR0013257524	OAT 2.00 % 25 May 2048	28 759 000 000			616 700 000	
FR0013404969	OAT 1.50 % 25 May 2050	31 274 000 000			111 300 000	
FR0013480613	OAT 0.75 % 25 May 2052	22 615 000 000			246 000 000	
FR0010171975	OAT 4.00 % 25 April 2055	18 061 000 000			9 301 018 000	
FR0010870956	OAT 4.00 % 25 April 2060	16 696 000 000			8 679 304 100	
FR0013154028	OAT 1.75 % 25 May 2066	12 997 000 000			1 274 900 000	
FR0014001NN8	OAT 0.50 % 25 May 2072	7 000 000 000			0	

(1) 額面連動係数 (連動係数が1未満の場合は額面)

(3) 2020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	-3.8 %	12/2020
家計の消費* 前年同期比	4.5 %	12/2020
失業率 (ILO)	8.0 %	2020年第4四半期の
消費者物価 前年同期比		
・全品目	0.6 %	01/2021
・たばこを除く全品目	0.3 %	01/2021
貿易収支、FOB-FOB、季節調整済み	-34 億	12/2020
"	-38 億	11/2020
経常収支、季節調整済み	-12 億	12/2020
"	-20 億	11/2020
10年コンスタント・マチュリティー ーレート(TEC 10)	0.02 %	26/2/2021
3ヵ月金利 (Euribor)	-0.54 %	26/2/2021
ユーロ/ドル	1.21	26/2/2021
ユーロ/円	128.99	26/2/2021

*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

			12月末のレベル		
	2018	2019	2018	2019	2020
一般予算収支	-76.91	-96.91	-76.88	-96.91	-172.68
歳入	313.79	301.07	313.79	301.07	282.69
歳出	390.69	397.98	390.69	397.98	455.37
国庫特別勘定 収支	0.82	4.06	0.82	4.08	-5.42
予算執行 総収支	-76.00	-92.69	-76.05	-92.84	-178.10

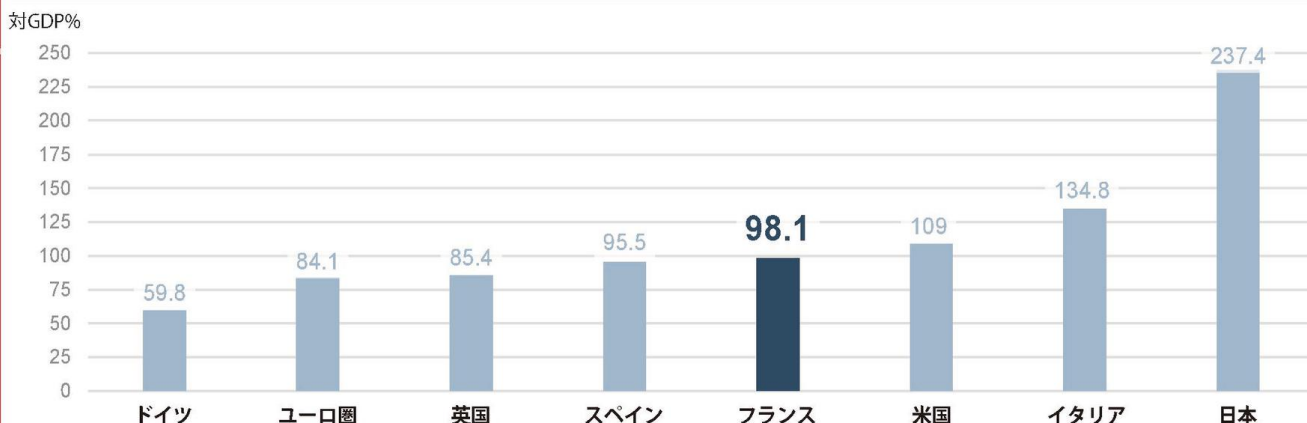
出自: 経済財務省

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