

フランス預金供託公庫 (Caisse des Dépôts et Consignations)

ウィリアム・ハーン

クレジット・リサーチ

+44 20 7597 8321

William.Hahn@uk.daiwacm.com

	格付け*	見通し*
ムーディーズ	Aa2	安定的
S&P	AA	安定的
フィッチ	AA	ネガティブ

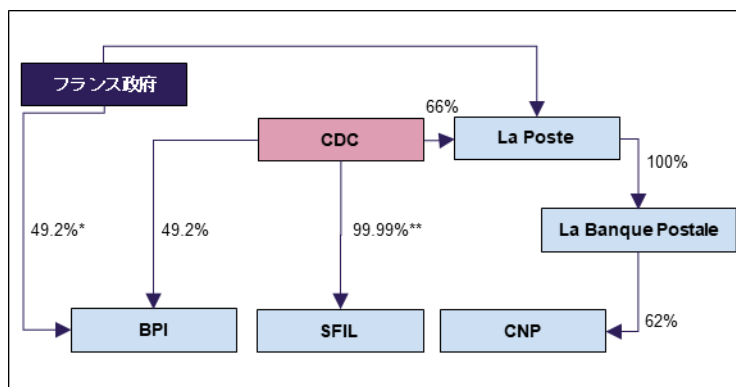
出所：ムーディーズ^(*)、S&P^(*)、フィッチ^(*)

無登録格付機関には(*)の注記を付与しています。詳細は巻末のディスクレイマーをご参照ください。

沿革と出資構造

フランス預金供託公庫 (Caisse des Dépôts et Consignations、以下CDC) はフランスの公的金融機関であり、同国政府に代わり様々な金融機能を果たしているほか、フランス国内の経済発展を支援するための長期的な投融資活動に従事する。

CDCはフランス政府の政策を支える上で重要な役割を果たしており、直近では260億ユーロのコロナ復興支援措置を策定している。この経済刺激措置は、パンデミックによる経済・社会への悪影響に対応するためのもので、計画の半分以上は既の実施されている。20年から24年の投資計画期間を通じ、住宅(110億ユーロ)、事業(80億ユーロ)、気候変動対応(63億ユーロ)、社会の一体化(5億ユーロ)への資金配賦が予定されている。



出所：CDCグループ。*EPIIC BpiFrance を通じて間接保有。**フランス政府が普通株式1株を保有。

特殊な法的地位と政府支援

CDCは、特別機関(*Etablissement Spécial*)という独特な法的位置付けを持つ自律的な公的金融機関であり、根拠法は1816年制定の特別法に遡る。CDCは株式による資本を持たない(バランスシート上の資本項目は利益剰余金や準備金のみで構成される)が、フランス議会の監督下にあり政府機関とみなされている。CDCの法的位置付けは仏通貨金融法典(*code monétaire et financier*)の第L-518条の中で定義されており、国内の破産法の適用対象外に置かれている。また、支払能力に関しても仏国内法第80-539号に基づく保護を受けており、CDCが清算された場合には、その資産や負債に関する決定の責任はフランス政府が負うことになる。フランスの政策上CDCが重要な役割を果たしていること、ならびに、フランス行政に不可分に結びついていることは、3大格付け機関の全てがCDCの格付けをフランスのソブリン格付けと同等に置いていることに反映されている。

所有権と組織再編

フランス政府は18年8月、国内の郵政事業(郵政公社(La Poste)と郵便貯金銀行(La Banque Postale))をCDCの傘下に移し新たな金融・保険グループを設立する計画を発表した。最終的な持ち株構造は20年3月に決定され、CDCは郵政公社の最大株主(66%)となり、これと引き換えにフランス政府とCDCはCNP保険の持分を郵便貯金銀行(郵政公社の子会社)に譲渡した。20年9月、CDCは地方金融公社(*Société de Financement Local*、SFIL)の持分を当初の20%から99.99%に引き上げ支配下に置いており、株式譲渡契約の下でフランス政府の持分75%と郵便貯金銀行の持分5%がCDCに譲渡された。地方自治体向けの融資業務では最大手のSFILを統合したことにより、CDCは資産規模でフランス金融セクター第7位の銀行、欧州公的部門最大のカバードボンド発行体となった。上記の事業再編は経済活動に多大な影響を及ぼすことから、フランス国家にとってCDCがいかに重要な役割を果たしているかが改めて示された。

主な事業活動

CDCは複数の公益事業を営んでおり、その一部は連結対象だが、フランス政府に代わって行うCDCの連結対象でない事業もある。連結対象の事業には以下が含まれる。

- **法務関連預金と銀行サービス**：CDCは、フランス国内法で保護の対象となる資金を独占的に管理する。これらの資金は主として法律サービス関連の預金である。CDCはまた、フランスの社会保障システム(ACOSS)やその他の公益団体を対象に銀行サービスを提供する。

- **地域開発**：フランス政府と地方自治体を支援するため、CDC は住宅や公共交通機関、再生可能エネルギー、デジタル・インフラ等の分野における公共開発事業に対しエクイティ・ファイナンスを提供する。さらに、CDC は新規事業や地方の雇用創出スキームも支援し、中小企業向けにプライベート・エクイティ (PE) ・ファイナンス、長期の公益事業向けにインフラファイナンスを提供する。
- **関連会社および戦略的株式保有**：CDC は戦略的な株式保有を通じて関連会社に長期的に投資し、フランス政府の政策を支援する。郵政公社の統合以降、かかる事業は5つの事業ユニットの下で組織されている。
 - **郵政公社グループ**：郵政公社や郵便貯金銀行、CNP 保険、流通部門の GeoPost を通じて郵便・郵便貯金事業を展開するほか、産業・商業法人向けサービスを提供する。
 - **Banque des Territoires**：フランスの海外領土で公営住宅支援や持続可能な地域開発を提供するプラットフォーム。
 - **Bpifrance**：技術革新や中小企業貸付の分野で効率的な融資を行うことを目的とする開発銀行。
 - **戦略的株式保有と資産運用**：CDC は不動産および観光業の事業体、エンジニアリングサービスや長期のインフラプロジェクト、輸送に特化した企業に持分を有している。CDC はまた、6つの子会社と CDC が主要株主である事業体を通じて資産運用業務も行う。

上記に加え、CDC はフランス政府に代わり以下の事業を非営利ベースで行う。これらの事業は CDC の他の事業から厳格に分離されており、グループの連結対象ではない。

- **貯蓄ファンドの管理運用**：CDC は、フランス国内のリテール銀行に預け入れられた規制対象の非課税貯蓄性預金（「リブレ A (Livret A)」等の金融商品）を一元的に管理運用する。上記貯蓄資金は主として公営住宅事業の原資に充当される。
- **年金基金の管理運用**：CDC は複数の公的退職給付プログラムの運用を行うほか、フランスの公的年金基金準備金の管理運営にも責任を負う。

財務指標

収益性：保有有価証券の規模が大きいため、CDCの収益性は元来変動が激しい。21年度のグループ連結の純利益は54億ユーロで、前年度の4.1億ユーロから急激に拡大した。この大幅増益の背景には、金融商品からの収入が大幅に増加したこと（前年比236%増の149億ユーロ）、ならびにパンデミック関連の影響が後退するに伴いリスクコストが大きく減少したこと（前年比71%減少の2.83億ユーロ）がある。グループ連結の純利益にCDCが占める割合は19%で10億ユーロ相当と前年の4.2億ユーロから低下し、パンデミック前の19年の水準近辺に回帰した。また、Bpiフランスと郵政公社はともにリスクコストの増大を一因に損失を計上した20年度から回復して利益を計上し、連結純利益にそれぞれ8.94億ユーロ、17億ユーロへの寄与を果たした。

資産の質：21年度末時点のCDCグループの連結総資産は1兆600億ユーロにのぼるが、これに対し19年度末時点の総資産はわずか1,810億ユーロであった。CDCのバランスシートは郵政公社グループ、ならびにSFILとの統合を経て著しく拡大しており、フランス郵政公社グループがCDCグループ全体の総資産の75%、SFILが9%を占める一方、CDC単体が全体に占める割合は15%となっている。総資産の大半（総資産の25%）はその他の包括利益を通じて公正価値で測定する金融資産（FVOCI）に分類され、主に債券、負債性証券、政府証券で構成されており、主要機関投資家としてのCDCの役割を反映している。これに、損益を通じて公正価値で測定される区分（FVTPL）に分類される金融資産（総資産の23%）、顧客貸出（18%）、信用機関向けの貸出（9%）、現金および現金同等物（中銀預け金、7%）が続く。CDCは、カウンターパーティーの信用格付けを通じて金融資産の信用リスクの集中を記録している（カウンターパーティーの大半（55%）は投資適格の格付けを有している）。

資金調達と流動性：CDCの原資は主に保管業務の一環としてCDCが法的権利を有している預金であり、これには公証人や法律サービス関連の預金、未請求の銀行口座、生命保険基金が含まれる。公証人の預金は不動産市場と密接に関連しているため、季節変動や不動産取引の様々な変化に左右されやすい。CDCはまた、発行上限185億ユーロのEMTNプログラムを通じて資本市場への十分なアクセスも維持しており、このプログラムの下で年限2～30年の債券を年間30億～50億ユーロ発行することが見込まれている。発行済みのベンチマーク債は大半がユーロ建て（全体の58.5%）と米ドル建て（20.5%）で、これらを補完する形でスイスフラン、英ポンド、ノルウェークローネ、円建ての小規模なベンチマーク債が発行されている。そのほか、CDCは1,000万～3億ユーロ規模の私募債をさまざまな通貨建てで年間約40銘柄発行している。CDCの資金調達と流動性のニーズをさらに支えるものとして、上限200億ユーロのNEU CP (Negotiable European Commercial Paper) プログラム（21年12月末時点の発行残高は140億ユーロ）と、上限300億ユーロのグローバルCPプロ

グラム (同120億ユーロ) がある。21年度末時点では、顧客預金が株式以外の負債総額の32%を占め、これに負債性証券 (13%)、銀行間調達資金 (5%) が続いた。

ESG債の起債

CDCは19年にグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの発行を可能にする独自の[サステナブル・ボンド・フレームワーク](#)を策定し、その後22年4月にそれを更新している。このフレームワークは、ムーディーズ ESG ソリューションズからセカンドパーティ・オピニオンを取得していることから、信頼性が高く、かつ国際資本市場協会 (ICMA) のグリーンボンド原則とソーシャルボンド原則、サステナビリティボンド・ガイドラインに記される4つの核となる要素に適合するとみなされている。ブルームバーグのデータによると、CDCはESG関連債を3銘柄発行しており、発行残高は15億ユーロにのぼる。CDC初のグリーンボンドは17年に発行され、22年3月に満期償還を迎えた。CDCは、年間最低10億ユーロのベンチマーク規模のESG関連債の発行を通じて、この市場における常連の発行体という立場を維持することに注力する意向を明らかにしている。また、CDCが設置している260億ユーロのコロナ復興支援計画は、中期的にESG関連債の安定した供給ルートとなることを見込まれる。

自己資本の状況：CDCは銀行ではないため、銀行再生・破綻処理指令 (BRRD) の規制対象ではないが、20年以降、フランスの銀行監督機関である健全性監督破綻処理機構 (ACPR) の監督下に置かれている。これは「企業の成長・変革のための行動計画に関する法律 (PACTE 法)」に規定されており、同法ではまた、フランス政府に代わって公益に資するというCDCの任務も明記されている。CDCの内部健全性モデルはPACTE法が施行される前に定められており、グループ全体の事業モデルと活動に適切かつふさわしいとの評価をACPRから得ている。S&Pは、CDCではこの内部モデルが今後も引き続き、規制上の標準的な支払能力比率に優先して利用されると指摘している。出資者に帰属する資本の合計額は21年度末に481億ユーロとなり、20年度末の390億ユーロから大きく拡大したが、これは主に実現利益の増大を反映している。純資産 (少数株主持分を含む) を資産で除した自己資本比率は21年度末で6.5% (20年度末は6%) となった。フランス郵政公社との統合を受け、CDCの連結レベルでの資本構成は大きく変化している。これは、金融負債への依存度がCDCより高い同事業体がグループに加わったため、その結果、上記の自己資本比率は19年度末の25%から急激に低下した。

格付け機関の見解

ムーディーズ (*)：格付けは21年12月末に「Aa2/安定的」に据え置かれた。ムーディーズはCDCを政府系発行体とみなしている。信用力のリスク特性について、CDCのガバナンス構造やその任務、事業の進め方は、フランス (「Aa2/安定的」) とCDCの密接な関係を反映して評価されている。このため、CDCの格付けは、ムーディーズの政府系発行体に対する格付け手法に則り、フランスのソブリン格付けと同等に置かれている。

S&P (*)：21年5月時点の格付け (「AA/安定的」) は、CDCが政府系機関 (GRE) であり、財政難に陥った際にはフランス国家からの緊急支援がほぼ確実に期待できるとのS&Pの見解を反映している。こうした見解の根底には、CDCが、主要な一般公益事業の遂行を通じてフランス政府にとって極めて重要な役割を担っており、高度に保護された法的地位を有する公的機関として政府と不可分にかかわっているとS&Pの評価がある。

フィッチ (*)：フィッチは21年11月にCDCの格付けを「AA/ネガティブ」に据え置いた。フィッチは、CDCをフランス (「AA/ネガティブ」) の政府関係機関 (GRE) とみなしており、その格付けをフランスのソブリン格付けと同じ水準に置いている。これは、CDCとフランス国家の非常に強固な関係性と、必要に応じてCDCを支援する強いインセンティブがフランス政府にあることを反映しており、結果として、CDCの総合的スコアはGREの格付基準において55ポイントとなる。格付アウトルック「ネガティブ」はフランスの格付アウトルックを反映している。

無登録格付機関には(*)の注記を付与しています。詳細は巻末のディスクレイマーをご参照ください。

CDC ・ 主要データ		
バランスシート (100万ユーロ)	21年度	20年度
総資産	1,066,670	1,015,044
顧客貸出金	187,681	186,855
顧客預金	319,639	310,674
負債性証券	132,599	128,521
劣後債	10,104	10,325
総資本	69,810	61,441
損益計算書 (100万ユーロ)	21年度	20年度
総収入	44,249	34,501
総費用	-38,705	-33,854
純利益	5,396	410
CDC 寄与分	1,006	420
子会社寄与分	4,390	-10
<i>Bpi</i> フランスグループ	894	-48
<i>郵政公社グループ*</i>	2,869	17
<i>戦略的株式保有**</i>	627	21

出所：CDC 資料。* (郵政公社、郵便貯金銀行、CNP 保険)、** (SFIL、不動産・観光業、インフラ・輸送)

ベンチマーク債の最近の発行状況

発行日	債務序列	年限	通貨	発行額 (100万)	表面利率	利回り	発行スプレッド (bps)
2022年1月19日	無担保シニア債	3年	USD	1,000	1.375%	1.493%	SOFR MS + 21
2022年1月11日	無担保シニア債	2024年12月償還	GBP	300	1.125%	1.225%	G + 36
2021年11月9日	無担保シニア債	3年	USD	1,000	0.875%	0.886%	SOFR MS + 19
2021年5月25日	無担保シニア債 (ESG債)	5年	EUR	500	0.01%	-0.234%	OAT + 13
2021年1月18日	無担保シニア債	5年	GBP	250	0.25%	0.273%	G + 26

出所: BondRadar

本資料は発行体情報であり、事実のみを記述しています。全ての記述はフランス預金供託公庫 (CDC) の決算資料に基づくものであり、以下のリンクから閲覧が可能です。

<https://www.caissedesdepots.fr/en/you-are-investor>

Credit Research

Key contacts

London

Head of Research

•

Head of Translation, Economic and Credit
Research Assistant

Chris Scicluna +44 20 7597 8326
William Hahn +44 20 7597 8355

Mariko Humphris +44 20 7597 8327
Katherine Ludlow +44 20 7597 8318

Tokyo

Domestic Credit

Chief Credit Analyst, Financials, Power, Communication, Wholesale Trade, Air Transportation
Local government, Government agency
Electronics, Non-Banks, Real Estate, REIT, Retail trade, Chemicals, Iron & Steel, Marine
Transportation, Pulp & Paper, Oil, Land Transportation
Automobiles, Foods, Heavy equipment, Construction, Machinery

Toshiyasu Ohashi +81 3 5555 8753
Koji Hamada +81 3 5555 8791
Takao Matsuzaka +81 3 5555 8763
Kazuaki Fujita +81 3 5555 8765
Ayumu Nomura +81 3 5555 8693

International Credit

Non-Japanese/Financials
Non-Japanese/Financials
Non-Japanese/Corporates

Fumio Taki +81 3 5555 8787
Hiroaki Fujioka +81 3 5555 8761
Stefan Tudor +81 3 5555 8754

ESG

Chief Securitisation Strategist
Strategist
Strategist

Koji Matsushita +81 3 5555 8778
Shun Otani +81 3 5555 8764
Takao Matsuzaka +81 3 5555 8763

RESP DAIR <GO>

ロンドン及びニューヨークのリサーチチームが作成した全レポートの英語版は当社のブルームバーグ・ページ RESP DAIR <GO>、日本語版は RESP DAIL <GO>でご覧頂けます。アクセスできない場合は、Katherine Ludlow (電話: +44 207 597 8318) までご連絡ください。

当社リサーチの最新レポートがご覧になれます (英語)

<http://www.uk.daiwacm.com/ficc-research/research-reports>

本資料は大和証券株式会社及び/またはその関連会社によって作成され、大和証券キャピタル・マーケットズヨーロッパリミテッドによって欧州連合、アイスランド、リヒテンシュタイン、ノルウェー、スイスに配布されたものです。大和証券キャピタル・マーケットズヨーロッパリミテッドは英国金融行為監督機構 (Financial Conduct Authority、以下「FCA」) の認可・規制を受けており、ロンドン証券取引所及びユーロネクスト証券取引所 (Eurex Exchange) の会員資格を有します。大和証券キャピタル・マーケットズヨーロッパリミテッド及びその関連会社は法律の範囲内で時折、本資料に記載された証券 (以下「証券」) の発行体とともに他の金融取引に参加または投資、当該発行体に対するサービスの提供または当該発行体からの取引の勧誘、当該証券またはオプションのポジションを保有、或いは行使する可能性があり、過去 12 カ月間において当該証券の発行体の引き受けを行った可能性があります。さらに、大和証券キャピタル・マーケットズヨーロッパリミテッド及び関連会社の従業員が当該証券のポジションまたはオプションを保有、または行使する可能性があり、当該発行体に経営参加することがあります。大和証券キャピタル・マーケットズヨーロッパリミテッドは、当該の英国内法並びに当該のその他の法律または規制の範囲内で、本資料が受領者に向けて発行される前に当該の証券の取引を実行することがあります。

本資料は欧州の第2次金融商品市場指令 (MiFID 2) で分類されるプロフェッショナル (又は同等の) 顧客向けに作成されたものであり、よってリテール顧客への配布を禁じます。英国外の大和証券キャピタル・マーケットズヨーロッパリミテッドの関連会社との間で行われる投資取引については、英国の規制システムにより与えられた保護、特に、金融サービス補償スキームが適用されないことがあります。

大和証券キャピタル・マーケットズヨーロッパリミテッドは大和証券グループのグループ会社です。大和証券グループ、その子会社或いは関連会社、または左記各社の取締役や役員、従業員は随時、リサーチの対象となっている発行体が発行した証券に関し、マーケットメイキングやデリバティブ等に係わる自己勘定取引や売買ポジションその他の権利を有することがあり、当該証券の発行に際し投資銀行業務を含む役務を提供した可能性もあります。大和証券グループ、その子会社或いは関連会社は、本資料で言及された発行体その他の企業と取引関係にあるか取引関係を追求していません。従って、投資家の皆様には、利益相反が存在する可能性を認識されますようお願い申し上げます。

大和証券キャピタル・マーケットズヨーロッパリミテッドは利益相反の防止と回避を図るため、社内措置を導入しています。この方針については、<http://www.uk.daiwacm.com/about-us/corporate-governance-regulatory> をご参照ください。また、投資銀行業務に係る関係に関する規制上の開示に関しては、<http://www.us.daiwacm.com/> をご参照ください。

開示事項

【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後12ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

- 1 (買い) =15%以上上回る
- 2 (アウトパフォーマンス) =5%~15%上回る
- 3 (中立) =±5%未満
- 4 (アンダーパフォーマンス) =5%~15%下回る
- 5 (売り) =15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：STOXX Europe 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200 指数

【目標株価について】

目標株価は、アナリストによる当該企業の業績予想をもとに算出しています。目標株価に達しないリスク要因は、当該企業の業績動向の急激な変化や、想定を超えたマクロ環境の変化等です。

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

【当社に関するディスクロージャー】

利益相反関係の可能性、保有株式等、主幹事を担当した会社、個別銘柄に関するその他の開示事項、(株)大和証券グループ本社の現地法人等が主幹事を担当した会社につきましては、https://lzone.daiwa.co.jp/l-zone/disclaimer/j_disclaimer.pdf をご参照ください。本件につき情報が必要な方は、大和証券リサーチ・プロダクション部までお問合せ下さい。

【無登録格付に関する説明書】

レポート本文中に注記のある格付けは、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていない格付業者が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては「無登録格付業者が付与した格付に関する留意事項」<https://www.daiwa.jp/risk/unregistered.html> を必ずご確認ください。

【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

- ・株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗(支店担当者)経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大1.26500%(但し、最低2,750円)の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000%の国内取次手数料(税込)に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- ・株式等の売買等にあたっては、価格等の変動(裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます)による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほか、為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- ・信用取引を行なうにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- ・債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価(購入対価・売却対価)のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- ・取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- ・外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会