

# 国債管理の視点から見たアメリカにおける

## 量的緩和政策

須藤 時 仁

二〇一〇年一月から実施されていたアメリカの連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和

第二弾（QE2）が一一年六月末に終了した。Q

E2は、一〇年春先からアメリカの景気回復および物価上昇のペースが鈍化したことを踏まえ、景

気回復の支えとインフレ率の信認された水準へ

の長期的な確保を目的に実施されたものであり、結果的にFRBはQE2により米国債（短期国債

（TB）を除く、以下同じ）を約七七〇〇億ドル

購入した。QE2実施後、景気回復の支えにつ

いては当初の期待通りの結果とならなかったが、

インフレ率については持ち直したこともあり、上記のようにQE2は計画通り終了した。

量的緩和第一弾（QE1）は民間部門の信用緩和を目的に〇八年一月にスタートし、エージェ

ンシー債、エージェンシーMBS（住宅ローン担保証券）、米国債合わせて約一・七五兆ドルを購

入して一〇年三月に終了した。このうち、米国債の買入れは〇九年三月から一〇月末まで行われ、

合計で三〇〇〇億ドル購入されている。

本稿では、QE1とQE2における国債の買入れに焦点を絞り、その買入れが国債管理の視点か

らどのような効果を及ぼしたのかを考えてみたい。具体的には、FRBが購入した国債の特徴を分析することにより、次の点につき考察する。第一に、国債の買入政策が米国債の発行消化にどの程度寄与したのか。第二に、買入れによる実質的な金利負担軽減効果はあったのか。最後に、買入政策による中長期金利の低下効果はあったのかという点である。これらの問題を考察する前に、QE1およびQE2における国債買入の枠組み、すなわち買入スキームについて整理しておこう。

## 一、買入スキームの概要

本節では、QE1とQE2のプログラムにおける国債の買入スキームについて概説する(図表1)。なお、これらの買入スキームではTBを買入れの対象外としているため、特に断りのない限

り以下では「国債」にTBを含まない。

### (1) 目的と買入期間・予定額

政策目的として、QE1では、〇八年九月のリーマンショックに伴う金融市場での信用収縮を食い止めるべく、民間の信用市場の改善においていた。一方、QE2の目的は、前述したように、経済の回復ペースの促進(景気回復の下支え)と信認されたインフレ率水準の確保にある。

買入期間は、QE1の場合、二〇〇九年三月(実際の最初の買入れは三月二五日)から一〇月末までの約七カ月であった。<sup>(1)</sup> 買入額は最大三〇〇億ドルが予定されており、後述するように実際にも三〇〇億ドルが購入されている。

一方、QE2の場合には、買入期間は二〇一〇年一月(実際の最初の買入れは一月二日)から二〇一一年六月末までの約八カ月であった。

図表 1 FRBによる国債買入スキームの概要

目的	QE1	QE2	QE2後
買入期間・予定額	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 09年3月～9月末で最大3,000億ドル</li> <li>— 最初の買入は3月25日</li> <li>— 8月に、買入期間を09年10月末まで延長</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 経済の回復ペースの促進</li> <li>・ 信認されたインフレ水準の確保</li> <li>・ 10年11月～11年6月末の約8カ月</li> <li>— 最初の買入は11月12日</li> <li>— 総額8,500～9,000億ドル</li> <li>— 新規買入枠：6,000億ドル</li> <li>— エージェンシー債、エージェンシーMBSの償還資金の再投資枠：2,500～3,000億ドル</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ SOMAで保有する国内債残高の維持</li> <li>・ エージェンシー債、エージェンシーMBSの償還資金の再投資</li> </ul>
買入対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 残存期間が2～10年の名目固定利付債と物価連動債(TIPS)。ただし、以下の条件に該当するものは買入れを控える。</li> <li>— 特定担保のシボ市場で高い希少価値を有するもの</li> <li>— 5週間以内に償還されるもの</li> <li>— 直近限月の国債先物契約で受渡適格(最割安)であるもの</li> <li>・ 短期国債、ストリップズ債、発行日前取引の市場で取り引きされているものは対象外</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 残存期間が1½～30年の名目固定利付債と物価連動債(TIPS)。ただし、以下の条件に該当するものは買入れを控える。</li> <li>— 特定担保のシボ市場で高い希少価値を有するもの</li> <li>— 直近限月の国債先物契約で受渡適格(最割安)であるもの</li> <li>・ 短期国債、ストリップズ債、発行日前取引の市場で取り引きされているものを買い入れる予定はない。</li> </ul>	
買入方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 価格競争入札(クローピングパス：利回り較差)</li> </ul>		
参加者	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ プライマリー・デインロー</li> <li>— プライマリ・デインロー以外の顧客は当該デインローを通じてオペに参加する。</li> </ul>		
オペの頻度	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 毎週2～3回</li> <li>— 毎週1～2回に変更(8月12日)</li> <li>— 隔週の水曜日に2週間分のオペの予定と、買入対象の満期セクターが発表される。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ほぼ毎営業日に1回</li> <li>— 1日に2回のオペを実施する場合もある</li> <li>— 毎月の8営業日前後に、当月中旬から来月中旬にかけて行うオペの予定、買入予定額、買入対象銘柄の属性等が公表される。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 1カ月に7回</li> <li>— 毎月の8営業日前後に、当月中旬から来月中旬にかけて行うオペの買入予定額が公表される。</li> </ul>
買入に係る制限	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 銘柄ごとにその残高の35%を保有上限とする。</li> </ul>		

(出所) ニューヨーク連邦準備銀行ホームページ(HIP)に掲載の資料より作成。

買入予定額は総額八五〇〇―九〇〇億ドルであったが、後述するように実際の購入額は額面ベースで約七七〇億ドル、落札額ベースで約八〇〇億ドルである。買入れの原資は、新規購入分（六〇〇億ドル）とニューヨーク連邦準備銀行のシステム・オープン・マーケット・アカウン  
ト（SOMA）が保有しているエージェンシー債およびエージェンシーMBSの償還資金の再投資分（二五〇―三〇〇億ドル）に分かれる。<sup>②</sup>なお、買入れた国債はSOMAで管理されるが、買入オペにおいてもSOMAでの管理においてもいずれの原資で購入された国債かは特に区分されていない。

## (2) 買入対象

QE1の場合、残存期間が二一〇年の比較的中期の国債を買入対象としていた。ただし、後述

するように、実際にはこの残存期間を外れる国債も買入総額の二割程度購入されている。QE2では、購入する国債の残存期間を一・五―三〇年の広範囲に設定している。さらに、残存期間レンジごとの購入予定比率（額面ベース、物価連動国債（TIPS）については物価調整前の額面）が公表されており（図表2）、これを見るとやはり中心レンジは二一〇年となっている。これは、アメリカでは発行される国債総額の概ね九割以上が一〇年以下の年限債で占められることを考慮したためであろう。

一方、買入対象となる国債の種類は、QE1、QE2とも、名目固定利付債とTIPSであるが、次のような買入れを控えるまたは対象外とする条件を設けている。

① 特定担保のレポ市場で高い希少価値を有するもの

図表2 QE2による国債の残存期間別買入れ予定割合

国債種別	名目固定利付債							物価連動債
	1½-2½	2½-4	4-5½	5½-7	7-10	10-17	17-30	
残存期間 (年)	1½-2½	2½-4	4-5½	5½-7	7-10	10-17	17-30	1½-30
購入比率 (%)	5	20	20	23	23	2	4	3

(注) 1. 新発7年債の購入は5½-7年のレンジで、新発10年債の購入は10-17年のレンジで計算する。

2. 物価連動債の購入比率は物価調整前の額面額に基づく。

(出所) 図表1に同じ。

- ② 五週間以内に償還されるもの
  - ③ 直近限月の国債先物契約で受渡適格(最割安)であるもの
  - ④ T B、ストリップス債、発行日前取引の市場で取り引きされている銘柄
- 上記のうち②の条件はQE2では適用されない。
- また、買入れの除外規定ではないが、アメリカでは元来、公開市場操作により買い入れた国債の保有上限を銘柄ごとにその残高の三五%としており、この上限規定はQE1でも適用されていた。
- しかしこの規定はQE2では緩和され、QE2終了後も緩和が継続している。これは、オペに柔軟性を与え、相対価値に基づいて最適な銘柄を購入できるようにすることが目的であると説明されている。ただし、無制限に購入できるわけではない。SOMAがオペの実施以前に特定の個別銘柄の発行残高の何%を保有しているかに応じて、当

図表3 SOMAの35%保有上限ルールの例外措置

特定銘柄の発行残高に対するSOMAでの保有割合 (オペの実施前)	オペにおける当該銘柄の最大買入額 ( (A) または (B) による計算額のいずれか少ない額 )	
	(A)	(B)
0—30%	—	発行残高の35%からSOMAによる保有割合を引いた分に相当する額
30—47.5%	発行残高の5%に相当する額	発行残高の50%からSOMAによる保有割合を引いた分に相当する額
47.5—59%	発行残高の2.5%に相当する額	発行残高の60%からSOMAによる保有割合を引いた分に相当する額
59—70%	発行残高の1%に相当する額	発行残高の70%からSOMAによる保有割合を引いた分に相当する額
70%超	買入れ不可	

(出所) 図表1に同じ。

該銘柄のオペでの最大買入額が制限される。図表3は三五%ルールの例外措置を整理したものである。例えば、オペ以前に、ある特定銘柄の発行残高に対するSOMAでの保有割合が三五%であれば、オペで購入できる額は(A)当該銘柄の発行残高の5%に相当する額、または(B)発行残高の五〇%からSOMAによる保有割合を引いた分(この例では一五%)に相当する額のいずれか少ない額であり、この場合は(A)に相当する額が当該銘柄のオペでの買入上限額となる。

### (3) 買入方式と参加者

買入方式と参加者の条件は、QE1、QE2ともほとんど同じである。まず、買入方式は価格競争入札(クーポンパス)である。これは、入札価格が落札対象となるコンベンショナル方式である。具体的には、入札された価格を利回りに変換

し、当該銘柄の市場回りまたは理論利回りとの較差（利回り較差）に基づいて、その較差が大きいものから落札される。

各銘柄に対する最低入札額および追加単位はとも一〇〇万ドルである。銘柄ごとの入札数の制限はQ E 1では5であったが、Q E 2では9に拡張された。これは、プライマリー・ディーラーを通じた顧客の入札参加を促すためである。

次に入札参加者は、ニューヨーク連邦準備銀行が実施する公開市場操作に参加資格があるプライマリー・ディーラーのみである。プライマリー・ディーラー以外の国債保有者（顧客）は当該ディーラーを通じて入札に参加することとなる。

#### (4) 入札の頻度

Q E 1では、当初、入札が毎週二〜三回行われていたが、〇九年八月にその頻度は毎週一〜二回

に変更された。入札のスケジュールについては、隔週の水曜日に二週間分の入札の予定と買入対象の満期セクターが発表されていた。

一方Q E 2では、ほぼ毎営業日に一回、場合によっては一営業日に二回入札を行っており、入札頻度は格段に上がっている<sup>(3)</sup>。これは、前述したようにQ E 2はQ E 1に比べて買入期間が約一カ月しか変わらない一方、買入予定額は二倍以上であるため、入札頻度をQ E 1と同様にして一回の買入額を多くすると国債市場への影響が大きくなるためであろう。

入札のスケジュールについては、毎月の八営業日目前後に当月中旬から翌月中旬にかけて行う買入オペの予定が公表される（これはQ E 2後も継続されている）。その予定には、当該計画期間中に買入される国債の総額が、新規購入分とエージェンシー債・エージェンシーMBSの償還資金

の再投資分とに分けて記される。<sup>(4)</sup>さらに、オペの実施日、決済日、購入する証券のタイプ（名目利付債または物価連動債）、購入対象の満期レンジ、各オペでの購入予定規模のレンジが掲載される。

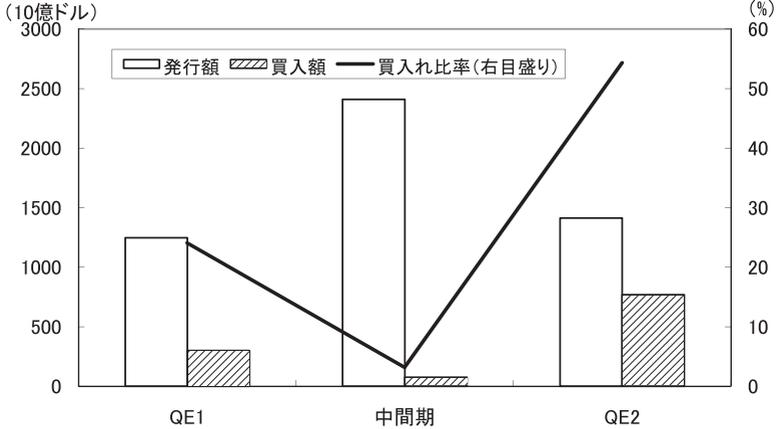
## 二、国債買入の分析

買入スキームの概要を述べたところで、次にQE1およびQE2での国債買入の特徴を分析してみよう。買入れの特徴を分析する視点は多々あるが、本稿では国債管理との関係を考慮して、国債の発行額と買入総額との関係、買い入れた国債銘柄の残存期間ならびにその発行時期に注目した。また、本節の最後でQE1とQE2による買入政策が各実施期間のイールド・カーブにどのような変化を及ぼしたのか考察している。

### (1) 国債の発行額と買入総額

QE1およびQE2での買入予定総額は前述したが、実際の買入額はQE1で三〇〇億ドル（二〇〇九年四月から一〇月までの月平均で約四二九億ドル）、QE2では約七六七億ドル（二〇一〇年一月から二〇一一年六月までの月平均で約九二九億ドル）であった（図表4）。QE1での買入額は予定額どおりだが、QE2のそれは予定額を一〇〇〇―一五〇〇億ドル程度下回っている。しかし、月平均の買入額で比較すると、QE2はQE1の約二・二倍である。一方、QE1とQE2の期間中の国債発行額は各々一兆二四六〇億ドル（月平均一七八〇億ドル）、一兆四一三〇億ドル（同、約一七六六億ドル）であった。したがって、各期間における発行額に対する買入額の比率は、QE1で二四・一%、QE2で五四・三%と、QE2での比率の高さが顕著である。

図表 4 国債発行額とオペ買入額



(注) 1. 発行額はQE1、中間期(QE1終了後QE2開始以前)、QE2の各期間に発行された中長期債の発行額。

2. 発行額、買入額とも額面ベース。

3. 買入比率は発行額に対するオペ買入額の比率。

(出所) 米財務省HP、ニューヨーク連邦準備銀行HPに掲載の資料より作成。

## (2) 買入国債の残存期間別特徴

図表5は残存期間の分布から買入国債の特徴を見たものである。残存期間の区分がFRBが公表している買入計画のそれ(図表2)と異なっているが、これは残存期間とQE1、QE2の各期間における年別発行額と対比できるようにするためである。つまり、このように区分することによって、イールド・カーブ上の各残存期間ゾーンにおける供給とFRBによる需要との関係がわかりやすくなると考えたためである。図表2に示した残存期間の区分と異なるため、正確な比較はできないが、実際の購入構成比は概ね計画通りである。それでは、まず、QE1での特徴から見ていこう。

QE1の当初計画では、残存期間が二一〇年の国債を中心に購入するとしており、実際の買入も計画通り名目債ベースで見て同期間の買入額

図表5 残存期間別買入額と年限別発行額

(単位：10億ドル、%)

QE1 (09/3/25～10/31)					
残存期間	買入額	構成比	年限	発行額	構成比
2年以下	18.3	6.1	2年債	287.0	23.0
2年超3年以下	60.1	20.0	3年債	254.0	20.4
3年超5年以下	79.1	26.4	5年債	259.0	20.8
5年超7年以下	61.2	20.4	7年債	188.0	15.1
7年超10年以下	34.2	11.4	10年債	141.0	11.3
10年超20年以下	34.7	11.6			
20年超(30年以下)	7.8	2.6	30年債	75.0	6.0
TIPS	4.6	1.5	TIPS	42.0	3.4
合計	300.0	100	合計	1,246.0	100
QE2 (10/11/12～11/6/30)					
残存期間	買入額	構成比	年限	発行額	構成比
2年以下	25.1	3.3	2年債	280.0	19.8
2年超3年以下	146.5	19.1	3年債	256.0	18.1
3年超5年以下	159.7	20.8	5年債	280.0	19.8
5年超7年以下	179.5	23.4	7年債	232.0	16.4
7年超10年以下	187.0	24.4	10年債	177.0	12.5
10年超20年以下	22.4	2.9			
20年超(30年以下)	23.3	3.0	30年債	113.0	8.0
TIPS	23.9	3.1	TIPS	75.0	5.3
合計	767.4	100	合計	1,413.0	100

(注) 1. 発行額、買入額とも額面ベース。

2. TIPSとは物価連動債をいう。

(出所) 図表4に同じ。

が全体の約七八%を占める。二年超から一〇年以下の残存期間ごとの買入構成比と三年債から一〇年債の各発行構成比と比べても、概ね各期間で両者は近い値となっている(ただし、三年超五年以下、五年超七年以下の買入構成比は、五年債、七年債の発行構成比より五%ポイントほど高い)。

一方、残存期間二年以下の国債(銘柄)の買入構成比は低く、二年債の発行構成比が比較的高いことと比べるとアンバランスである。これは、QE1において「五週間以内に償還される国債は買入対象としない」という条件も影響しているように、後述するようにこの条件が削除されたQE2でも残存期間二年以下の国債の買入構成比が低いことから、このオペの基本的な考え方として、償還の近い国債は買入対象としないとしているのであろう。つまり、後述するように、むしろ発行後間もない国債を対象とすることによって国債消化

に協力しているということである。また、残存期間一〇年超の買入構成比は合計で一四％と、絶対的な水準で見ても、三〇年債の発行構成比との比較で見ても高い。これは、後述する金利負担の軽減を意図したものと推測される。

次にQE2での特徴だが、その全体的な傾向はQE1と似ている。QE1との主な相違点を挙げれば、次の二点が指摘できる。第一に、残存七年超一〇年以下のゾーンの買入構成比がかなり大きいことである。これは、中間期（QE1終了後QE2開始以前）に発行された一〇年債を重点的に購入していたことを示している。第二に、一〇年超ゾーンの買入構成比は合計で約六％であり、三〇年債の発行構成比と見合っているものの、かなり低い。特に、残存期間が一〇年超二〇年以下のゾーンの割合が急低下している。米財務省が発行している *Treasury Bulletin* で民間部門が保有す

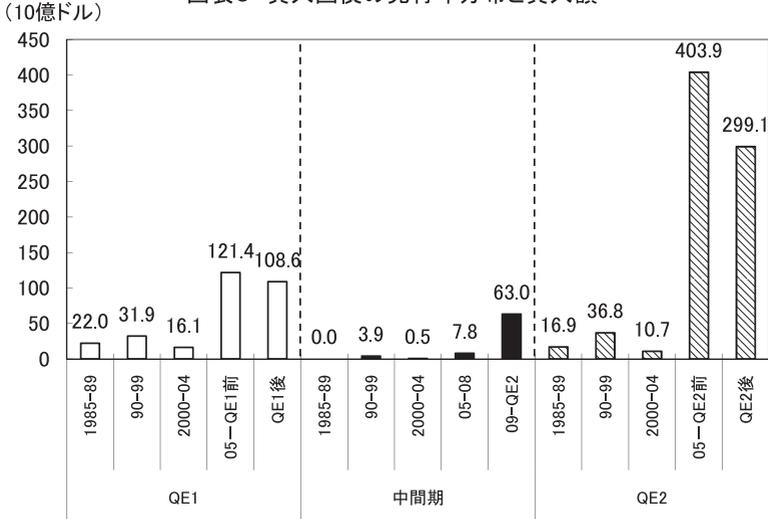
る市場性利付国債の残存期間分布を見ると、国債残高全体に占める残存一〇年超二〇年以下の国債の残高比が、QE1直後の〇九年三月末の六・二％から、QE2直前の一〇年九月末には四・四％にまで低下しており、このゾーンの国債の市場保有を低下させることはイールド・カーブに悪影響を与えると判断したためではないであろうか。

### (3) 買入国債の発行時期別特徴

次に、買入れた国債がいつ発行されたものであるかといった観点から買入国債の特徴をみてみよう（図表6）。

まず、QE1で買入れた国債の発行年を見ると、〇五年以降に発行された国債の買入れが多い。〇五年以降に発行された国債の買入額（額面ベース）は合計で約二三〇〇億ドルであり、買入合計額の七六・七％にも上る。また、QE1期間

図表6 買入国債の発行年分布と買入額



(注) 額面ベース。中間期の定義は図表5に同じ。  
 (出所) 図表4に同じ。

中（〇九年三月二十五日—〇九年一月三〇日）に発行された国債の買入額は約一〇八六億ドル、全買入額の三六・二％である。一方、QE2においては、QE1と同様に〇五年以降に発行された国債の買入れが多い。〇五年以降に発行された国債の買入額（額面ベース）は合計で約七〇三〇億ドルであり、買入合計額に占める割合は九一・七％にも上る。また、QE2期間中（一〇年一月一日—一一年六月三〇日）に発行された国債の買入額は約二九一億ドル、全買入額の三九・〇％である。

これらの考察から、QE1、QE2とも近年に発行された国債を重点的に買い入れており、この特徴は特にQE2で顕著に現れていることがわかる。つまり、このことから、QE1とQE2、特にQE2での国債買入は、単なる市場への資金供給のみならず、国債の発行消化の役割を担ってい

たといえよう。

QE1とQE2に共通するもう一つの特徴として、八〇年代後半及び九〇年代に発行された国債も二〇〇〇年代前半と同等若しくはそれ以上に買入れていることが挙げられる。この意図として政府の国債発行に伴う金利負担の軽減への支援が考えられる。そもそも、金融機関への貸付やオペで購入した国債等の保有からの金利収入により生じる各地区連銀の純利益は、各地区連銀に出資している銀行へその出資額の六%を配当として支払った後、剰余金として政府（国庫）に納付される。したがって、八〇年代後半から九〇年代に、現在に比べて高金利の時代に発行された長期国債を買い入れ、その一方で現在の低金利で長期国債を発行（つまりスイッチング）すれば、財政上の金利負担を軽減することができるというわけである。この点を検証するために、QE1ならびにQ

QE2の期間中に購入された国債と発行された国債の各々の表面金利を年限債別に比較したものが図表7である。これを見ると、予想通り、一〇年債と三〇年債、特に後者で買入れによる金利負担の軽減効果が働いていることがわかる。

#### (4) イールド・カーブへの影響

以上、アメリカのFRBによる国債の買入プログラム（QE1、QE2）の概要とその各プログラムによる国債の買入れ状況について説明してきた。最後に、これらの国債買入が各プログラム実施期間中のイールド・カーブにどのような影響を及ぼしたのかについて概観してみよう。

図表8、9は各々QE1とQE2について、プログラム実施直前から実施二カ月後、五カ月後、プログラム最終日にかけてのイールド・カーブの変化を追ったものである。まず、QE1での変化

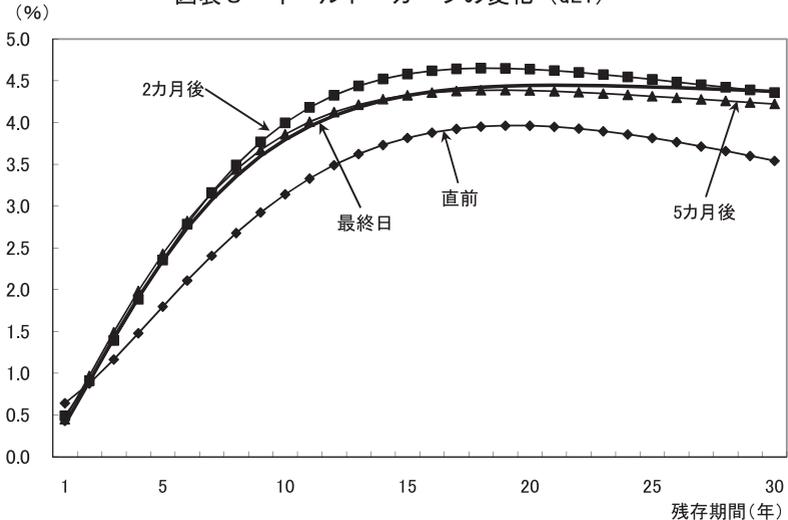
図表7 買入国債と新規発行国債の表面金利（年限債別）

（単位：10億ドル、%）

QE1 (09/3/25~10/31)						
年限	買入額	表面金利	発行額	表面金利	金利差	
2年債	26.9	1.194	287	0.965	0.229	
3年債	43.0	1.466	254	1.516	-0.050	
5年債	78.1	2.881	259	2.282	0.600	
7年債	36.8	2.949	188	2.976	-0.027	
10年債	50.1	4.366	141	3.301	1.065	
30年債	60.7	7.465	75	4.380	3.085	
TIPS	4.6	1.902	42	1.777	0.125	
QE2 (10/11/12~11/6/30)						
年限	買入額	表面金利	発行額	表面金利	金利差	
2年債	17.0	0.583	280	0.531	0.052	
3年債	142.5	1.020	256	0.969	0.052	
5年債	159.0	2.009	280	1.891	0.118	
7年債	174.3	2.710	232	2.578	0.132	
10年債	171.7	3.612	177	3.125	0.487	
30年債	79.0	6.972	113	4.468	2.504	
TIPS	23.9	1.962	75	1.168	0.794	

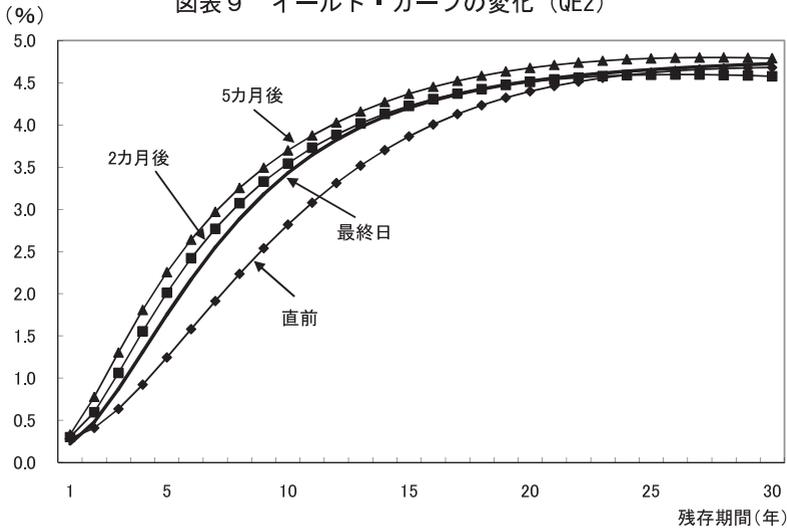
- (注) 1. 発行額、買入額とも額面ベース。  
 2. 表面金利は買入額または発行額に基づく加重平均金利。  
 3. 金利差は買入国債の表面金利から発行国債の表面金利を差し引いた値。  
 (出所) 米財務省 HP、ニューヨーク連邦準備銀行 HP に掲載の資料より作成。

図表8 イールド・カーブの変化 (QE1)



- (注) 直前:09年3月24日、2ヵ月後:09年5月29日、5ヵ月後:09年8月31日、最終日:09年10月30日。  
 (出所) 米連邦準備制度理事会 (FRB) のHPに掲載のデータより作成。

図表9 イールド・カーブの変化 (QE2)



(注) 直前:10年11月10日、2カ月後:10年12月31日、5カ月後:11年3月31日、最終日:11年6月30日。  
(出所) 図表8に同じ。

から説明していこう。直前から二カ月後にかけては、QE1による国債の買入れが行われたにもかかわらず、イールド・カーブは残存九年以下のゾーンでその傾きが急になっており、またそれ以上の残存期間のゾーンでは並行的に上方にシフトしている。さらに、二カ月後から五カ月後および最終日にかけては、残存九年以下のゾーンはほとんど変化していない。残存一〇年以上のゾーンでは、並行的に下方にシフトしたものの、直前の水準よりかなり高い。さらに、五カ月後から最終日にかけて、残存一七年以上のゾーンで上方シフトした結果、このゾーンの水準が高くなっただけではなく、カーブの傾きが実施直前よりむしろ急になってしまっている。

では、QE2の期間はどうかであろうか。まず、直前から二カ月後の時期にかけては、イールド・カーブは残存一〇年以下のゾーンで傾きが

急になる反面、それ以上の残存期間のゾーンでは傾きが逆に緩やかとなり、残存二五年以上のゾーンではむしろ水準が低下している。これは、長期ゾーンにおいて買入れによる金利低下効果らしきものが見られることを示している。その後、二カ月から五カ月後にかけてはイールド・カーブがほぼ並行的に上方シフトしたが、五カ月後から最終日にかけての期間は、逆にほぼ並行的に下方シフトした。ただし、残存期間一〇年以下のゾーンでは他のゾーンより低下幅がやや大きい。

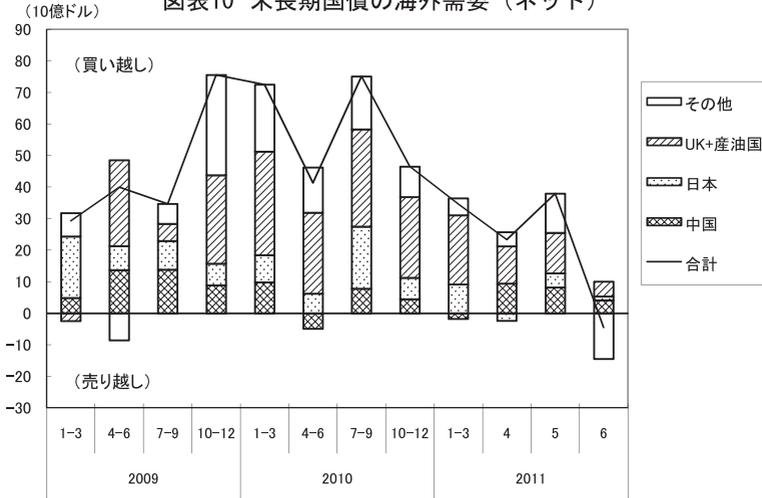
QE1ならびにQE2の各期間におけるイールド・カーブの変化を見ると、総じて言えば、買入れによる金利低下効果（金利の期待理論を通じても、ターム・プレミアムへの影響を通じても）は特に認められない。さらに、イールド・カーブの傾きが急になった（ステイプ化した）ため、残存一〇年以下のゾーンではプログラム実施直前の

水準と比べた最終日の水準の上昇が他のゾーンより大きくなっている。図表5にも示されているように、残存一〇年以下の買入れ額の発行額に対する比率で見たとき、QE1では二二・四%に対してQE2では五七・〇%と大幅に上昇させたにもかかわらず、この残存一〇年以下のゾーンでQE2による金利低効果が明確に見られなかったことは注目される。ただし、これは逆にいえば、QE2が実施されなかった場合に、この一〇年以下のゾーンの金利が相当に上昇していた可能性を示唆しよう。

### 三、結びに代えて～米国債消化の行方

本稿では、国債管理の観点からFRBによるQE1およびQE2の政策効果について考察してき

図表10 米長期国債の海外需要（ネット）



(注)1. 2011年1-3月期までは3カ月平均の数値。

2. 産油国は、アジアおよびアフリカの産油国、エクアドル、ベネズエラとした。

(出所) 米財務省HPに掲載の資料より作成。

た。その結果、QE1、QE2の政策効果としては中長期金利低下よりむしろ政府の金利負担削減と国債発行の消化促進、特に消化促進を一義的なものとして挙げることができよう。

一方、アメリカの場合、政府部門による非市場性国債の保有を除けば、国債の主たる保有者は海外（非居住者）である。特に、国別には中国（六月末で海外保有額全体の二五・九％）、日本（同二〇・二％）、イギリス（チャネル諸島とマン島を含む。UKと表記する。）および産油国（合わせて同一二・九％）の保有が多い<sup>(5)</sup>。しかし、これらの地域による中長期米国債のネットの買越額は趨勢的に鈍化してきている（図表10）。さらに、一年八月五日にはスタンダード&プアーズが米国債の長期格付けを史上初めてトリプルAからダブルAプラスに一段階引き下げた。これによって、今後中国や日本を始めとした非居住者による

米国債の購入の低迷が続く可能性がある。

F R Bは国債の大規模な買入れによって供給圧力を緩和することを通じて金利低下を意図したのであるが、結果的にその意図はQ E 1のみならずQ E 2でも達成できなかった。特に、Q E 2ではそのプログラム期間における国債発行額に比べて買入額を大幅に引き上げたにもかかわらずこのような結果に終わってしまった。Q E 2の終了に加え、上述した米国債に対する海外の需要状況を考えると、今後は米国債市場に対する供給圧力の上昇、つまり金利上昇圧力は高まることが予想される。量的緩和策はインフレ率上昇という弊害があり、物価安定の責務を追うF R Bは量的緩和策第三弾(Q E 3)の発動が困難な環境にある。しかし、米経済ならびに雇用の回復のためには財政政策は不可欠であり、少なくとも国債管理の観点、特に発行国債の消化と金利上昇圧力の緩和という

観点からQ E 3の実施は必要ではないだろうか。

(注)

- (1) 当初の計画では九月末までであったが、八月の連邦公開市場委員会(F O M C)で一カ月間延長された。
- (2) エージェンシー債およびエージェンシーM B Sの償還資金を国債に再投資することについては二〇一〇年八月のF O M Cで決定されており、この再投資はQ E 2終了後も継続している。また、同F O M Cでは、償還を迎える国債のロールオーバー継続も確認されている。
- (3) 実際には、一〇年一月二日から一一年六月三〇日までの間に一三六営業日で入札を行っている。さらに、一〇年一月と一一年六月の一営業日、一〇年二月の二営業日には一日に二回入札を実施している。
- (4) 当該計画期間に予定していた購入額と実際の購入額との差異が生じた場合には、その差額は次期計画期間の購入額で調整される。
- (5) 産油国とは、エクアドル、ベネズエラ、インドネシア、バレーン、イラン、イラク、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、アルジェリア、ガボン共和国、リビア、ナイジェリアをいう。

(すじょう) ときひと・当研究所主任研究員