

英米における国債買取スキーム（その1）

須藤 時 仁

目 次

一、はじめに

二、国債買取スキームの背景

三、買取スキームの概要

(1) 目的と買入期間・予定額

(2) 買入対象

(3) 買入方式と参加者

(4) 入札の頻度

四、買取スキームによる買入れ

(1) 国債の発行状況（以上本号）

(2) 中央銀行による国債の買入れ（以下第四九巻第

一二号）

(3) 買入銘柄の特性

五、イールド・カーブへの影響—おわりに代えて—

一、はじめに

昨年九月のリーマンショックから一年余りが経過し、世界経済も「一〇〇年に一度の金融・経済危機」といわれた状況からようやく落ち着きを取り戻しつつある。この間、先進国の中央銀行は金

融市場を支えるためにいわゆる伝統的な金融政策の枠組みを越えた手段により必死になって流動性を供給してきた。その流動性供給手段の一つとして国債の買取スキームがある。

アメリカでは二〇〇九年三月から九月までに一〇月まで延長)に最大三、〇〇〇億ドルの枠内で中・長期国債の特別買取スキームが創設された。また、イギリスでも〇九年三月五日のイングリッド銀行(BOE)の金融政策委員会により、従来あった資産買取ファシリティー(Asset Purchase Facility: APF)のスキームに国債(ギルト債)の買入れが追加された。⁽¹⁾アメリカでは三月二五日、イギリスでは三月一二日にこれらの買取スキームに基づく初めての国債買入れが行われている。

金融・経済状況が落ち着きを取り戻しつつあり、危機対応のための金融政策措置からの出口戦

略が模索されるようになる中で、その国債買取スキームも、例えばアメリカでは一〇月で終了するなど、役割を終えつつある。それでは、このような特別な買取スキームも含めて英米の中央銀行はどれだけの国債を買い入れており、その買い入れられた国債はどのような特性を持つものなのだろうか。また、この買取スキームにより国債のイーロード・カーブはどのような影響を受けたのだろうか。このような問題意識に基づき、本稿では二回に分けてアメリカの連邦準備制度理事会(FED)とイギリスのBOEによる国債買入政策について考察する。まず、本号では英米における国債買取スキームの背景と具体的な制度を概説し、次号(第四九巻第一二号)では英米中央銀行による国債買入れの状況とそのイーロード・カーブへの影響について分析する。

二、国債買取スキームの背景

今回のような金融危機の局面では、金融市場や金融機関の信用仲介機能の低下により、短期金利のコントロールを出発点とする伝統的な金融政策の波及経路の有効性が制約されてしまう。このため、多くの主要国中央銀行は、通常の波及経路の改善や他の経路の活用により新たな政策を実施しており、こうした政策の一部はしばしば「非伝統的金融政策」と呼ばれている。非伝統的金融政策に対して確立された定義はないが、日本銀行企画局「二〇〇九」はこれを二つの類型に分類・整理している。⁽²⁾ 第一は、中央銀行の資産サイドに着目し、社債やCPといった民間債務の購入など、中央銀行が従来より踏み込んで各種のリスクをとることに主眼を置く政策であり、「信用緩和

(Credit easing)」と呼ばれるものである。第二は、中央銀行の負債サイドに着目し、経済に流通する通貨の供給量を増やすことに主眼を置く政策であり、「量的緩和(Quantitative easing)」と呼ばれるものである。概して、FED、ヨーロッパ中央銀行(ECB)、日本銀行は前者の考え方に基づいて政策を遂行している。一方、BOEは自らの政策を量的緩和と表明しているが、CP・社債といった民間債務も購入対象とすることによって信用緩和的な側面も有している。以下では、FEDとBOEの考え方に焦点を絞って、国債買取スキームの背景となる信用緩和政策と量的緩和政策の概念について簡単に説明しよう。

FEDの説明によれば、信用緩和政策には概して二つの側面がある。第一は、民間による信用供与の機能を補完・活性化することである。これは、中央銀行がCP・社債等の民間債務を中央銀

行が買い入れることによって民間主体の負うべきリスクを肩代わりするとともに、民間主体が他のリスク資産に資金を振り向ける余力を創出することを意図している。さらに、必要があれば中央銀行に売却できるという安心感を与えることで、民間主体による当該金融資産の保有や取引を促す効果期待できる。

第二の側面は幅広い資産の価格に影響を与えることである。FEDは、エージェンシー債、エージェンシーMBSおよび中・長期国債の買入政策は、特定の金融資産ではなく広範な長期債券の利回りの低下を促すことによって、企業や家計を取り巻く信用状況を緩和する目的もあると説明している。したがって、国債買取スキームは明らかにこの側面・目的に沿った政策といえる。

一方、量的緩和政策とは、前述したように、経済に流通する通貨の供給量を増やすことに主眼を

置くことよって、経済主体の名目支出の回復を促す政策である。特にBOEは新たに通貨を創出して非銀行部門の民間金融機関から金融資産を購入することよって、市中銀行が保有する準備預金を増加させるとともに、非銀行部門民間主体の預金総量(通貨量)を押し上げることを企図している⁽³⁾。さらに、このようにして経済に注入された通貨は、それを保有することになった主体がリスク資産を購入する経路や、民間投資家の流動性不安を軽減することで企業の資金調達を容易にする経路を通じて、経済に刺激効果を与えるものと想定されている。この通貨を経済に注入する手段としてAPFによる国債買取スキームが設けられたのである。なお、APFでは、国債以外にCP・社債といった民間債務も買入対象としている。これは、企業金融環境を改善して企業の資金調達を容易にするとともにそのコストを引き下げることが

目的としたものであり、量的緩和政策というより前述した信用緩和政策としての性質を持つ政策である。

以上、国債買取スキームの背景となる信用緩和政策と量的緩和政策の概念について説明してきた。しかしながら、BOEもFEDをはじめとするそれ以外の主要中央銀行も潤沢な資金供給の結果、準備預金量あるいはバランスシートが拡大していることは共通しており、その点のみを取り上げれば両政策の違いははっきりしない。この点について日本銀行企画局「二〇〇九」では次のように説明している。例えば、信用緩和政策を標榜しているFEDでは、バーナンキ議長が、「一ドルの長期債券の買取りと、一ドルの銀行への貸出と、一ドルのCP市場への資金供与はそれぞれ効果が異なるものであり、FEDの政策スタンスをひとつの数字に集約することは容易でない」旨述べて

いる。また、ECBや日本銀行を含む他の多くの中央銀行も、特定の単一指標で政策スタンスを表すのではなく、政策手段ごとに導入や拡充の意図を説明している。こうした考え方の下では、中央銀行の資産サイドの項目である多様なオペや資産買入れの各手段をどのように組み合わせる金融環境の緩和を図るかが重要であり、それらを単純に足し上げたバランスシートの量の大きさや拡大ペースは政策の緩和度を表すものとならない。このように必ずしも中央銀行のバランスシートの「量」というものを政策遂行および政策成果の基準としないという点において、信用緩和政策は量的緩和政策と異なるといえよう。

三、買取スキームの概要

本節では、アメリカとイギリスの買取スキーム

図表1 英米における国債買取プログラムの概要

	アメリカ連邦準備制度	イングランド銀行	
目的	民間の信用市場の改善	マネタリーベースの拡大	
買入期間・予定額	2009年3月末-10月末の約7カ月間（最初の買入れは3月25日）で最大3,000億ドル。	2009年3月-10月までの約8カ月間で総額1,750億ポンド（民間債を含む）	
買入対象	残存期間が2-10年の名目固定利付債と物価連動債（TIPS）。	残存期間が3年以上（上限なし）名目固定利付債（ギルト債）。	
買入方式	価格競争入札（クーポンパス：利回り較差）	価格競争入札（利回り較差）	非価格競争入札
参加者	プライマリー・ディーラーのみ	BOEのギルト債買入れオペに参加している業者および、英公的債務管理庁のウェブサイトに掲げられているギルト債マーケット・メーカー業者	金融サービス市場法に基づいて認可されたすべての業者（BOEのギルト債買入れオペに参加している業者を除く）
オペの頻度	毎週1-2回	毎週3回（月・火・水曜日）	
買入れに係る制限	銘柄ごとにその残高の35%を保有上限とする	特になし	

（出所） ニューヨーク連銀（NY FRB）、イングランド銀行（BOE）のホームページ（HP）に掲載の資料より作成。

について概説する（図表1）。前述したように、この買取スキームの名称は、イギリスでは資産買取ファシリテイ（APF）と呼ばれているが、アメリカでは特別な名称は付されていない。したがって、本稿ではアメリカでの国債買取スキームを国債特別買取プログラム（以下では単にプログラムと略す）と呼ぶ。なお、イギリスの制度はCPや社債といった民間債の買入れも含むが、後述するようにその中心は国債である。なお、両国の買取スキームの対象には割引短期国債（TB）を含まないため、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

前節で説明したように、一般の金融危機に対する対応スタンスとしてアメリカは信用緩和、イギリスは量的緩和を基本としている。それを反映し

て、アメリカでは民間の信用市場の改善を、イギリスではマネタリーベースの拡大を買取スキームの目的として掲げている。

買入期間は、アメリカの場合、当初二〇〇九年三月末（実際の最初の買入れは三月二十五日）から九月末までの六カ月余りを予定していたが、八月に当該期間を一〇月末まで延長することを決めている。買入予定額は最大三、〇〇〇億ドルで、これは当初から変更されていない。

一方、イギリスの場合には、買入期間を当初〇九年三月から五月までの三カ月間としていたが、買入予定額が達成されたため、五月に一〇月までの延長を決めた。また、買入予定額は、当初七五〇億ポンドであったが、五月に五〇〇億ポンド（合計一、二五〇億ポンド）、八月にさらに五〇〇億ポンド（同一、七五〇億ポンド）増額されている。ただし、この額は国債のみの買入予定額では

なく、民間のCPや社債の買入額を含むものだが、後述するように三月から九月までの国債の買入額は約一、五四六億ポンドに上り、その中心は国債である。また、アメリカの買入予定額と比較すると、約二、八〇〇億ドル（九月末一ポンド＝一・五九七八米ドルで換算）となり、民間債を含むもののほぼ同等の買入額を計画している。

(2) 買入対象

アメリカの場合、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る。これはアメリカで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。イギリスの場合には、当初、買入対象とする残存期間を五―二五年としていたが、後に三年以上（上限無し）と中期ゾーンから超長期ゾーンに至る幅広いものに拡張された。

一方、買入対象となる国債の種類だが、アメリカは名目固定利付債の他に物価連動債（TIPS）も対象としている。イギリスの買入対象は名目固定利付債のみである。ただし、両国とも次のような買入を控えるまたは対象外とする条件を設けている。

「アメリカ」

- ① 特定担保のレポ市場で高い希少価値を有するもの
- 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

これら以外でも、TB、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を買い入れる予定はないとしている。また、これは買入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、この上限規定はこのプログラムにも適用される。

「イギリス」

- ① 物価連動債（インデックス債）、ランプ銘柄、残高四〇億ポンド以下の銘柄
- ② 新発債で発行後一週間以内のもの
- ③ 英公的債務管理庁（DMO）がリオープン（ミニテンドーを含む）を表明している銘柄については、リオープン前後の各一週間は、当該銘柄を買入対象としない

④ BOEがある銘柄を特定の日に買い入れる旨を従前に公表している場合に、買入日までの間にDMOがその銘柄をリオープン（ミニテンドーを含む）すると表明したときには、当該銘柄を買入対象としない

①において「ランプ銘柄」とは、額面残高が相対的に少額（この額は確定的ではなく変更されるが、現在では概ね四・五億ポンド以下）なギルト債であり、DMOが指定した銘柄をいう。この銘柄については、ギルト債マーケット・メーカー（GEMMs）は値付け義務がない。また、GEMMsの求めに応じてDMOは特定の価格での買入札を受け入れている。また、③、④におけるミニテNDERとは、少額の発行を行うことにより入札発行を補足するために〇八年一〇月に導入された発行方式である。事前の予告を行うことは少なく、特定のギルト債銘柄に対する緊急の需要に対応するために実施される。

(3) 買入方式と参加者

買入方式は、アメリカでは価格競争入札（クーポンパス）のみだが、イギリスでは価格競争入札

以外にも非競争入札も併設している。以下では、まず価格競争入札から説明していく。

価格競争入札は、いずれも、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。また、入札された価格を利回りに変換し、当該銘柄の市場利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は、アメリカが一〇〇万ドル、イギリスが五〇〇万ポンドであり、追加単位は各々一〇〇万ドル、一〇〇万ポンドである。銘柄ごとの入札数はアメリカでは五に制限されているがイギリスには制限がない。また、イギリスの場合、各入札において参加者から買入れるギルト債の総額に上限は設けられていないが、BOEは受け入れた他の入札も考慮して、入札の全部または一部を拒否する権限および最高入札価

格（最低利回り）を設定する権限を留保している。

イギリスの非競争入札については、それに割り当てられる銘柄と総額が入札当日の午後一時に公表される。ただし、買入れの対象となる銘柄及び買入れ総額は当日午前九時に発表され、参加者は当日の正午までに入札しなければならぬ。参加者は非競争入札の対象とされる各銘柄の額面総額を入札し、落札された場合には、競争入札で割り当てられた（落札された）当該銘柄の価格の加重平均価格で買入れられる。各銘柄に対する入札の最小入札額および追加単位は一〇〇万ポンドである。

次に入札参加者について見ていこう。アメリカでは、ニューヨーク連邦準備銀行（NYFRB）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・ディーラーのみが入札に参加することが

できる。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。一方、イギリスの価格競争入札には、当初BOEのギルト債買入れオペに参加している業者であることが参加条件であった。しかし、後に、DMOのウェットサイトに掲げられているGEMMsが追加され、さらに、同一グループ内からは、一業者のみが参加を申請できることとした。

また、イギリスの非競争入札の場合には、二〇〇〇年金融サービス市場法に基づいて金融サービス機構により適切に認可されたすべての金融サービス業者が参加することができる。ただし、BOEのギルト債買入れオペに参加している業者には参加資格がない。なお、同一グループ内の異なる法人は、異なる種類の業務（例えば銀行業務と資産管理業務）を行っている場合には、競争入札お

よび非競争入札に各々参加を申請することができ
る。

このように、イギリスにおいて通常の金融調節
オペの参加者以外に入札への参加資格を広く定め
ている背景には、預金取扱機関以外からも国債等
を買い入れることによって、マネタリーベースの
みならずマネーサプライも同時に増加させるとい
う狙いがあり、正に量的緩和を意図した措置であ
る。

(4) 入札の頻度

アメリカでは、当初、入札が毎週二〜三回行わ
れていたが、八月にその頻度は毎週一〜二回に変
更された。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る。

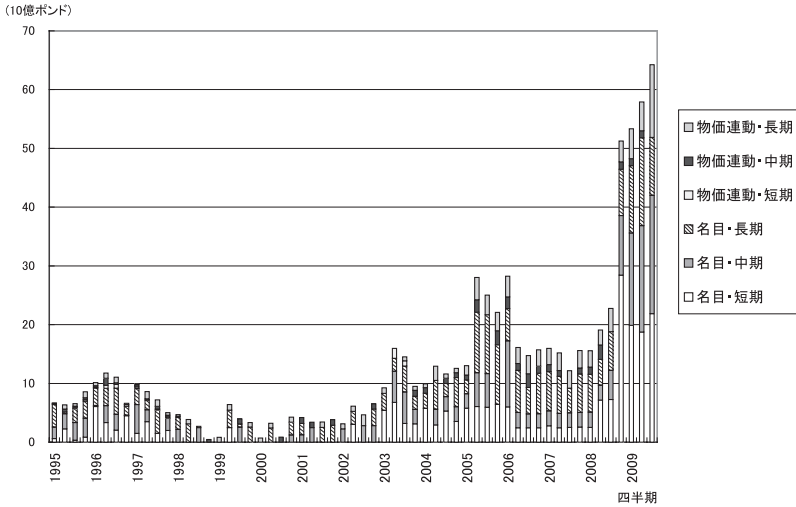
一方イギリスでは、当初は毎週二回（月・水曜
日）に行われていたが、後に週三回（月・火・水

曜日）に変更されている。毎週木曜日の午後四時
に、翌週に行う入札の規模と買入銘柄が公表さ
れ、各入札の詳細は当日の午前九時に公表され
る。また、当初は、各入札において、残存期間五
―一〇年のゾーンまたは同一〇―二五年のゾーン
のいずれかを対象としていたが、前述したように
買入銘柄の対象とする残存期間が三年以上（上限
なし）に拡張されたことに伴い、この残存期間の
区分は三―一〇年、一〇―二五年、二五年超に変
更されている。

四、買取スキームによる買入れ

本節では、前節で説明した買取スキームによる
ものも含めて、中央銀行が実施した国債の買入れ
状況を分析する。しかし、その前に英米における
国債（TBを除く）の発行状況について概観して

図表2 国債発行額の推移(イギリス)



(注) 割引短期国債(TB)を含まず。

(出所) 英公的債務管理庁(DMO)のHPに掲載のデータより作成。

おこよう。

(1) 国債の発行状況

(a) イギリス

一九九五年以降の発行額を四半期ベースで見ると、〇五年度(当年四月～翌年三月)に発行額が増加したものの、その後は一旦低下した(図表2)。しかし、景気の頭打ちが現れ始めた〇八年第1四半期(以下1Qと略す)から基調は増加に転じ、金融危機が顕現化した同年3Q以降は五〇〇～六五〇億ポンドへ跳ね上がっている。

次に発行の内訳を見よう。イギリスの発行政策の特徴として、日本やアメリカのように、例えば五年債といった特定の年限債を定期的に発行するシステムを採っていない。その代わり、例えば、新発時に三〇年債として発行した銘柄を満期までの間に何度もリオープンする。したがって、

国債の発行統計は、新発・リオープンにかかわらず、満期までの残存期間に応じて短期（残存期間一〜七年）、中期（同七〜一五年）、長期（同一五年超）に分けて公表されている。

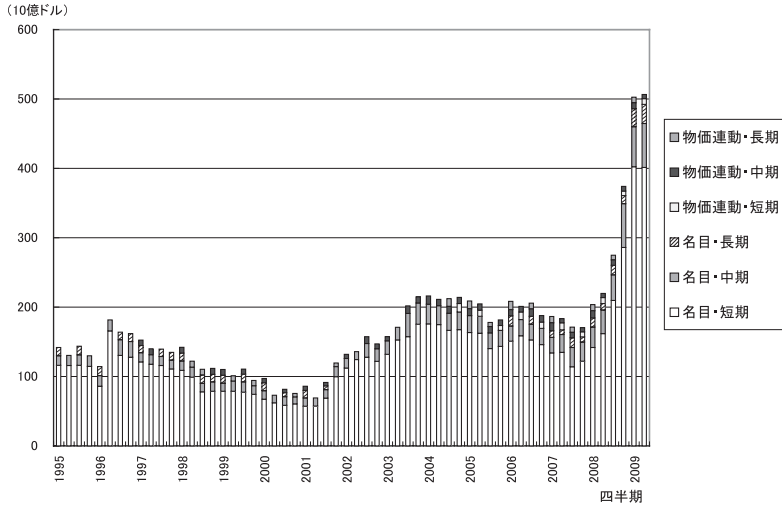
名目固定利付債（以下、単に「名目債」と略す）と物価連動債（インデックス債）に分けてみると、金融危機以前（〇八年3Q以前）の発行構成比は、平均で前者八〇%に対して後者二〇%であったが、危機以降の平均は各々八七%、一三%と、名目債の発行にウエイトが移っている。これは、発行額を急増させざるをえなかった一方で、物価連動債の流動性（需要）が名目債に比べて低いためであろう（物価連動債は長期保有の商品性を有しているため、需要者が保険会社、年金基金といった長期保有を志向する機関投資家に偏っている）。

さらに、名目債と物価連動債の発行内訳を先に

定義した短期、中期、長期に分けて、金融危機前後で発行構成比（平均）を比較してみよう。名目債については、危機以前の構成比（名目債全体で八〇%）は平均で短期二五%、中期二二%、長期三三%と、やや長期にウエイトが置かれているものの三者でバランスが取れていた。しかし、危機以降（同八七%）になると、短期三九%、中期二八%、長期二〇%と、残存期間が短いものに発行の重点が明確に移っている。これは、やはり、金融危機に伴いリスクを回避するために残存期間が短い債券の需要が高まっているためであろう。

一方、物価連動債について同様に短・中・長期の平均構成比を金融危機前後で比べると、危機以前の構成比（物価連動債全体で二〇%）は平均で短期一%、中期六%、長期一三%、危機以降（同一三%）のそれらは各々〇%、二%、一一%となっている。つまり、危機前後で比べても物価連

図表3 国債発行額の推移(アメリカ)



(注) 図表2に同じ。

(出所) U.S. Department of the Treasury, *Treasury Bulletin* より作成。

動債については長期の発行が大部分を占めているという点は変化していない。これは、前述したように、その購入主体がある程度固定されているためであろう。

(b) アメリカ

九五年以降の発行額の推移を見ると、〇一年3Q以降増加・高水準横ばいが続いた後、〇六年4Qから〇七年4Qにかけてやや低下した(図表3)。しかし、イギリスの場合と同様に景気の頭打ちが現れ始めた〇八年1Qから基調は増加に転じ、金融危機が顕現化した同年4Q以降三、七四一億ドルから五、〇〇〇億ドル超へ跳ね上がっている。

発行額の内訳をイギリスの場合と同様に名目債、物価連動債(TIPS)に分け、さらに各々について発行年限に応じて短期(一〜七年)、中

期（七～一五年）、長期（一五年超）に分けて分析してみよう。なお、アメリカの場合には発行年限が明確であり、かつリオープンも新発後六カ月以内に行われるだけなので、ここでは残存期間ではなく発行年限で区分している。

まず、名目債と物価連動債の発行構成比は、金融危機以前の平均で前者九四％、後者六％と、名目債が発行全体の大部分を占めている。一方、危機以降の平均も前者九七％、後者三％と、同様の傾向を示している。これは、やはり前述した物価連動債の商品性によりその流動性が低いためである。特に、アメリカの場合には落札ベースで見るとときに物価連動債の主たる需要者がプライマリー・ディーラーと投資ファンドのシェアが大きく、年金基金と保険会社のシェアが小さいことから、金融商品としての位置づけがイギリスよりも名目債に近いものとして取引されているのではな

いだらうか。

このように発行全体の大半を名目債が占めることから、以下では名目債のみについて短期、中期、長期の内訳を危機前後の平均で比較してみよう。すると、危機以前の構成比（名目債全体で九四％）は短期七九％、中期一二％、長期三％に対して、危機以降（同九七％）は各々七九％、一三％、五％と、中期と長期の構成比がわずかに上昇しただけで危機前後の構成比にほとんど変化がない。つまり、危機前後にかかわらず、アメリカの場合には二・三・五・七年債の発行が大半を占めることとなる。⁽⁴⁾

（注）

- (1) APFの導入は〇九年一月一九日に公表され、実際に二月一九日から民間債務（CP）の買入れが開始されていた。
- (2) 本節の説明は主に日本銀行企画局「二〇〇九」に依っている。信用緩和および量的緩和の概念について詳しくは、F

EDのバーナンキ議長の講演録 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/benanke20090113a.htm>)、Benford et al. [2009]等を参照された。

- (3) イギリスにおいて量的緩和政策が正式に導入されたのは〇九年三月五日の金融政策委員会(MPC)である。それ以前(同年二月一九日から三月五日)にもBOEにより民間債務(CP)が買い入れられていたが、その購入資金は英公的債務管理庁(DMO)による割引短期国債(TB)の発行によって賄われていた。これでは実質的に準備預金量が増えないため、通貨量の増加には必ずしも結びつく政策ではなかった。しかし、同年三月一二日以降は本論で説明したようにBOEが新たな通貨を創出する形で民間負債ならびに国債(ギルト債)を買い入れている。これにより準備預金量の増加を通じて通貨量の増加につながるようになる。

- (4) 三年債は〇七年六月以降発行が中断されていたが、〇八年一月から毎月発行されるようになった。また、七年債も〇八年一〇月に六年七カ月物、六年一〇カ月物、六年四カ月物が各々一〇〇億ドル発行されたあと、〇九年二月から七年物が毎月発行されている。

(参考文献)

日本銀行企画局「二〇〇九」「今次金融経済危機における主要

中央銀行の政策運営にこころ」*BOJ Reports & Research Papers*, 11009年七月。

Benford, J. S. Berry, K. Nikolov, C. Young and M. Robson [2009] "Quantitative easing," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Volume 49, No. 2 (2009 Q2).

(すとう) ときひと・当研究所主任研究員