

米国のコロナ危機対応財政・金融政策における 国債をめぐる動向

横山史生

一、はじめに

米国社会にとって二〇二〇年は、新型コロナウイルス感染症（COVID-19）流行による社会的・経済的危機（以下、「コロナ危機」という。）への対応と大統領選挙が同時進行する一年であった。全米各地でのCOVID-19感染者数が急速に増大した二〇二〇年春先以降、コロナ危機に対応するための追加予算法案が相次いで策定され、大統領選挙をめぐる政治状況と絡みつつ

も、基本的には非常時対応の重要性に鑑みて順次に成立し、実施された。米国では従来から長期間に渡って財政赤字が続いており、そのファイナンスのために国債（財務省証券）を主体とする公債発行に依存するところが大きい。二〇二〇年にはその状況がさらに進行することになった。また、コロナ危機を受けて、中央銀行であるFRB（連邦準備制度理事会および連邦準備銀行）も様々な対応を行ったが、その中で、既発行の国債をFRBが買い入れることによって市中に対する資金供給を拡大する、いわゆる量的緩和が大規模

に実施された。このように、コロナ危機に対応するための財政政策および金融政策を進める上で、国債は極めて重要な役割を果たしている。

また、国債の発行および流通をめぐっては、様々な民間経済主体が発行市場・流通市場での取引に参加しており、そこで形成される取引価格および金利の動向は、米国経済のみならず世界経済の様々なレベルで大きな影響を与えている。その意味でも、コロナ危機下の経済状況および経済対策について考察する上で、国債に注目する意義は大きい。

本稿ではこのような視点から、二〇二〇年以降における米国でのコロナ危機対応財政・金融政策における国債をめぐる動向について概観することとする。

二、コロナ危機対応予算の下での 財政運営および国債発行の動向

連邦政府財政上の予算措置を伴う政策を実施するためには、連邦議会で会計年度中における追加予算法案として審議・決議した上で大統領署名を経て実施・執行するというプロセスを経ることとなる。

二〇二〇年三月から二〇二一年三月までの一年間に成立した一連のコロナ危機対応策予算は、第一弾から第五弾に渡っている（第三弾に当たる予算は二次に分けて編成された）。それらの概要は図表1の通りである。本稿では、これらの審議過程および実施内容の詳細については立ち入らず、それらが成立した時期およびそれらに盛り込まれた財政支出の規模に注目する。

図表 1 米国におけるコロナ危機対応予算の概要

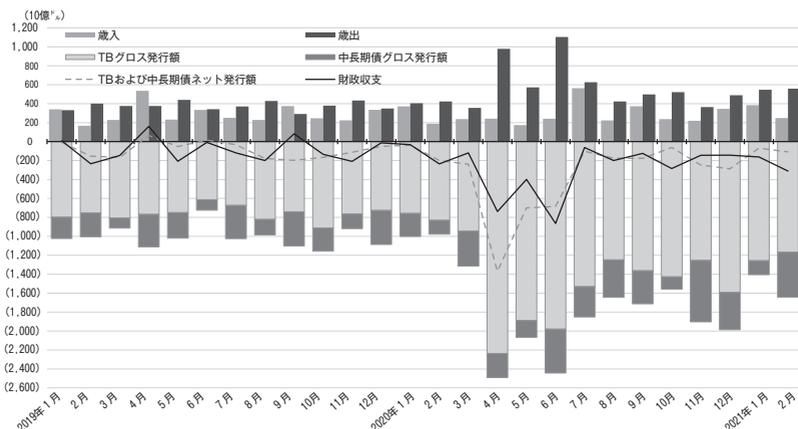
成立時期		予算法の名称	財政支出の規模			主な措置（概要）	
第1弾	2020年 3月6日	Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act	82億ドル	(トランプ政権下) 約3兆 8,085億ドル	(2020 会計年度中) 約2兆 9,085億ドル	(累計) 約5兆 7,085億ドル	ワクチン開発支援、医療体制支援、中小企業への低利融資など
第2弾	3月18日	Families First Coronavirus Response Act	1,929億ドル				給与保障（感染等による休業従業員への給与支払分にかかる税額控除）、コロナ検査無料化、各州への財政支援など
第3弾	3月27日	Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act (CARES法)	2兆2,240億ドル				個人向け現金給付（最大1,200ドル）、失業手当拡充（週600ドル上乘せ）、中小企業向け給与保護プログラム（PPP：人件費2.5か月分を融資、雇用維持により返済免除）など
第3.5弾	4月24日	Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act	4,834億ドル				PPP融資枠拡大、医療体制支援など
第4弾	12月27日	Consolidated Appropriations Act	約9,000億ドル				個人向け現金給付（最大600ドル）、失業手当の拡充・延長（週300ドル上乘せ、3月まで）、PPP再開など
第5弾	2021年 3月11日	American Rescue Plan Act of 2021	約1兆9,000億ドル (バイデン政権下)	(2021 会計年度中) 約2兆 8,000億ドル	個人向け現金給付（最大1,400ドル）、失業手当の拡充・延長（週300ドル上乘せ、9月まで）、州政府支援、ワクチン普及支援など		

〔出所〕 内閣府〔2020〕、122～126頁、ジェトロ〔2021〕のほか、各種報道資料により、筆者作成。

それらによる財政規模の累計は約五兆七、〇〇億円に上り、従来数年間の単年度予算歳出額を上回る規模となっているが、成立時期ごとに分けて整理すると、トランプ政権下（二〇二〇年一月まで）で約三兆八、〇〇〇億ドル、バイデン政権下（二〇二一年一月以降）で約一兆九、〇〇〇億ドル、二〇二〇会計年度（二〇二〇年九月まで）に約二兆九、〇〇〇億ドル、二〇二一年会計年度（二〇二〇年一月以降）に約二兆八、〇〇〇億ドルとなっている。

これら予算に計上されている個々の具体的な諸方策を実施するための個別の執行の時期および金額の詳細を知ることが困難であるが、連邦政府の財政収支および財務省証券の発行等について財務省が公表している原資料に基づいて、二〇二〇年の各月および二〇二〇年一年間（会計年度または暦年）における財政収支および財務省証券発行

図表2 連邦政府財政収支および財務省証券発行額の月次推移



〔出所〕 歳入・歳出・財政収支は US Department of Treasury, *Monthly Treasury Statement* 各号、財務省証券（TB および中長期債）発行額は SIFMA (Securities and Financial Market Association), *US Treasury Securities Statistics*（原データは US Department of Treasury）により、筆者作成。

額の規模を把握し、従来の時期との比較等を通して、コロナ危機対応財政の実態を統計的に明らかにすることを試みたい。

(1) 二〇二〇年中の月次推移の状況

図表2は、連邦政府財政にかかる二〇一九年一月以降毎月の歳入額、歳出額、財政収支額、ネット資金調達額⁽¹⁾および財務省証券発行額（市場性財務省証券の市中発行額⁽²⁾）を示したものである。まず財政状況をみると、歳出額および財政赤字額が二〇二〇年四月から七月にかけて大幅に増加しているほか、その後も八月と十一月を除き前年同月を上回っている。歳入額については、所得税及び法人税の納付期限が例年は四月十五日であるところ、コロナ危機対策の一環として七月十五日まで猶予されたため、二〇二〇年三月は前年同月比減、同七月は同増となっている⁽³⁾。

財政赤字をカバーするための資金調達手段としては、市場性財務省証券の市中発行のほか、連邦財政における信託基金や州・地方政府など公的部門に向けた非市場性財務省証券の発行、連邦政府機関が独自に行う債券 (Agency Securities) 発行等があるため、毎月の財政収支の赤字分の額と市場性財務省証券のネットの発行額 (新規のグロス発行額から満期償還額を差し引いた額) は一致しないものの、ほぼ近似した額を示すことが多く、図表2の該当期間においてもそのようなになっている。このネット発行額を得るために新規発行された割引短期国債 (Treasury Bill: TB) および中長期債 (Treasury Notes and Treasury Bonds) のグロス発行額を、図表2の下向き積み上げ棒グラフで示している。これを見ると、二〇二〇年四月以降、前年同月を大きく上回る規模の発行が続いており、特に四月から六月には二兆ド

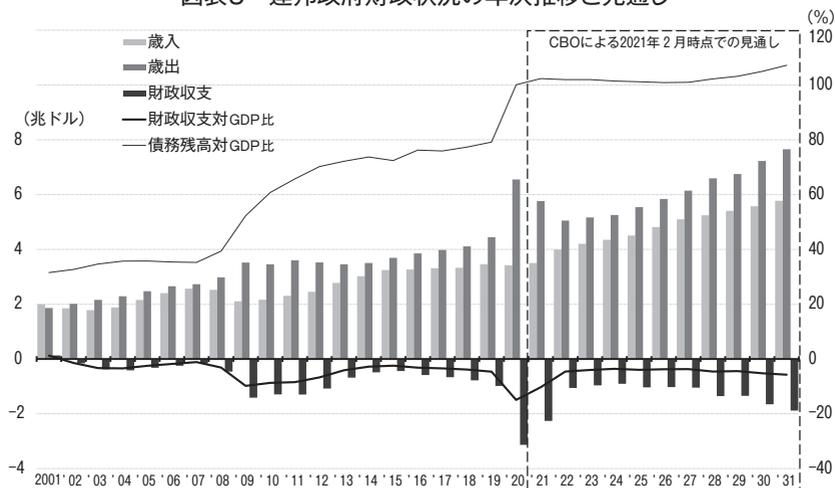
ル超となっている。年限別ではTBの大量発行が目立つが、中長期債も二〇二〇年後半以降に増加が目立ってきている。

コロナ危機対策を主眼とする財務省証券発行による資金調達の年限構成上、TBを先行させつつ中長期債にも拡大していることの背景としては、残高の拡大を避けられない債務の平均残存年限をできるだけ短くすることが望ましいとの判断を基にしながらも、事態が長期化し追加的な支出が必要となる中で、中長期債を活用せざるを得ない状況となっていること等が考えられる。また、後述のように金利水準が基本的には低位で推移していることから、中長期債の発行が容易である面も大きいとみられる。

(2) 二〇二〇年通年状況の時系列上の特徴

月次ベースでこのような推移をたどった連邦政

図表3 連邦政府財政状況の年次推移と見通し



(注) 会計年度ベース。

(出所) CBO, *Historical Budget Data*, Feb 2021. および CBO, *10-Year Budget Projections*, Feb 2021. により筆者作成。

府の歳入・歳出および財務省証券発行額は、年次（会計年度）ベースではどのような状況となったのであろうか。まず図表3を見ると、二〇二〇年度中の歳出額は六兆五、五一九億ドルと前年比二兆一、四〇九億円増加し、過去最大となった。歳入額は前年比四二八億ドル減の三兆四、二〇〇億ドルであったため、財政収支は三兆一、三一九億ドルの赤字となり（赤字幅は前年比二兆一、四七八億ドル拡大）、これも過去最大となった。財政赤字額の対GDP比でもマイナス一四・九％と、過去最大であった。二〇二〇年会計年度末（九月）時点での政府債務残高対GDP比は一〇〇・一％と、前年（七九・二％）を大きく上回った。

なお、図表3では、連邦議会予算局（Congressional Budget Office：CBO）が二〇二一年二月に公表した中期財政・経済見通し⁽⁴⁾による、二〇二

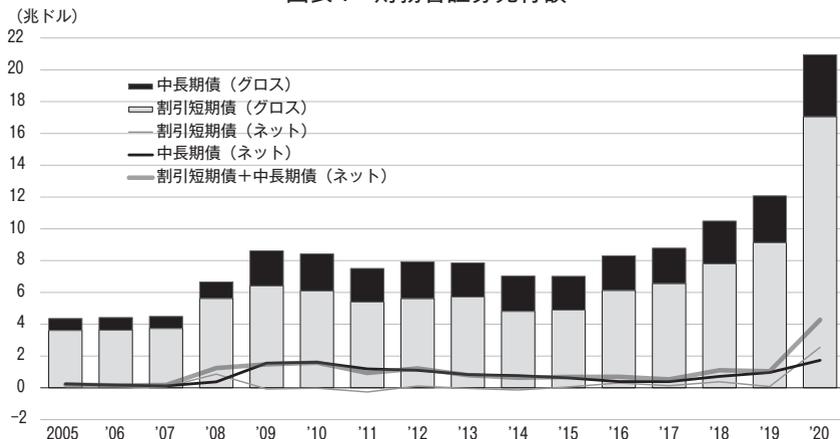
一〇二〇三一年度にかかる諸指標の試算値も示している。それによると、二〇二一年度については、歳出額（五兆七、六四三億ドル）および財政赤字額（二兆二、五八三億ドル）がいずれも二〇二〇年度をやや下回るものの引き続き巨額となり、政府債務残高対GDP比は一〇二・三％と二〇二〇年度をさらに上回るものと試算されているが、この試算には、二〇二一年三月にバイデン政権下で成立したコロナ危機対策予算に基づく約一兆九、〇〇〇億ドルの財政支出による影響は含まれていないことに留意する必要がある。二〇二二年以降は、コロナ危機対策関連の財政支出が減少する一方で低金利状況が続くとの想定から、数年間は財政赤字幅がやや縮小するものの、その後は少子高齢化の進行などによる社会保障関連費用の増加や金利コストの上昇から、再び財政状況が悪化するものと見込まれている。

図表4は、市場性財務省証券（市中発行分）の暦年ベースでのグロスおよびネットの発行額を、TBと中長期債に分けて示している。まずグロスベース（新規発行額）でみて、二〇二〇年における市中発行額全体は二〇兆九、五一五億ドルと前年比八兆八、八〇一億円増加し、過去最大となった。中でもTBが一七兆〇、五五七億ドルと、前年の二倍弱（八七％増）にまで増大したことが目立つ。中長期債は三兆八、九五八億ドルと、前年比三三％増であった。ネットベース（新規発行額マイナス満期償還額）では、全体が三兆二、四一六億ドルと前年（一兆一、〇四九億ドル）の四倍以上にまで増加しているが、内訳ではやはりTBの大幅な増加（二兆五、四七四億ドルと、前年の約三三倍）が顕著である。中長期債は一兆七、三四二億ドルと、前年の一・八倍であった。

このような国債発行額の大幅増加の結果、国債

米国のコロナ危機対応財政・金融政策における国債をめぐる動向

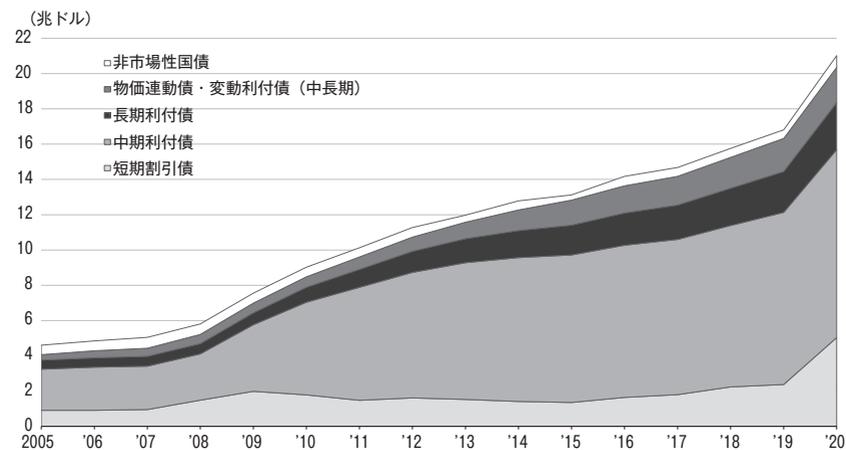
図表4 財務省証券発行額



(注) 暦年中発行額（非市場性国債は含まない）。グロスは新規発行額、ネットは新規発行額－満期償還額。中長期債は固定利付債・変動利付債および物価連動債の合計。発行年限は、中期債 (Notes) は2年、3年、5年、7年、10年、長期債 (Bonds) は20年、30年。

[出所] SIFMA, *Statistics/U. S. Treasury Issuance, Gross and Net* により筆者作成。原データ出所は US Department of Treasury。

図表5 財務省証券現存額



(注) 会計年度末（9月末）。

[出所] US Department of Treasury, *Treasury Bulletin* 各号掲載 “TABLE FD-2: Debt Held by the Public” により筆者作成。

の現存額も拡大している。図表5は、図表4の対象である市場性財務省証券（市中発行分）に、非市場性財務省証券（連邦財政における信託基金や州・地方政府など公的部門による保有を前提として行われる発行のほか、個人向け貯蓄性国債等を含む）を加えたベース⁽⁵⁾での、会計年度末（毎年九月末）時点での現存額を示しているが、二〇二〇年九月末には全体で二一兆〇、一九〇億ドルと、史上初めて二〇兆ドル台に乗せた。これは政府債務残高の大幅増加を意味するものであり、上述（図表3）のように、二〇二〇年会計年度末（九月）時点での政府債務残高対GDP比は一〇〇・一％と、歴史的な高水準となった。

図表5における財務省証券現存額の種類別内訳を、TBと中長期債がそれぞれ占める比率でみると、従来、中長期債が八〜九割、TBが一〜二割で推移しており、発行額、とくにグロスベースで

の構成比とは逆の姿になっているが、二〇二〇年九月末にはTBが約二四％と、金融危機時以来の大きさとなっており、上述のような発行額の大幅増加を映している。その結果、現存する財務省証券全体について財務省が算出している平均残存期間の長さが、二〇一七年以降数年間は五年六カ月程度であったところ、二〇二〇年春以降に短縮し、九月末には四年八カ月となっている⁽⁶⁾。

三、コロナ危機下でのFRBによる国債等購入の動向

コロナ危機に対して中央銀行による広義の金融政策としてFRB（連邦準備制度理事会および連邦準備銀行）が実施してきている諸施策は多岐に渡っており、それらを、(1)政策金利の大幅な引き下げ、(2)財務省証券中長期債および公的MBS等

の大量の買い入れ（資産購入）によって長期金利を引き下げ市場全体に潤沢な資金を供給する量的緩和、(3)業態別の市場参加者に直接資金が行き届くようにするための融資や資産購入（それらを実施する主体としての特別目的事業体（SPV）の設置を含む）、の三つの類型に整理することができよう。⁽⁷⁾ 本稿ではこのうち(2)に注目する。

F R Bが財務省証券中長期債等の大規模な買い入れによって量的緩和（Quantitative Easing：QE）を実施するのは、二〇〇八年金融危機（いわゆるリーマン・ショック）時以来のことであり、規模はその時を大幅に上回っている。その状況を把握するために、二〇〇八年以来一四年間のF R B保有資産構成の推移（図表7）を、F R Bによる財務省証券中長期債および公的M B Sの買い入れ等の方法・規模に関する連邦公開市場委員会の方針の推移（図表6）とともに概観しておきた

い。

二〇〇八年金融危機対応策の一環としての量的緩和は、二〇〇八年一月から二〇〇九年三月（QE I）、二〇一〇年一月から二〇一一年六月（QE II）、二〇一二年九月から二〇一四年一〇月（QE III）の三次に渡って実施され、財務省証券中長期債、公的M B S、政府関連機関債の市中央の買い入れが行われた。F R B保有資産総額は、二〇一四年一二月には四兆五、〇〇〇億ドルを上回る既往最大規模に達した。QE III終了後には新たな買い入れは行われなくなったものの、保有資産のうち財務省証券中長期債および公的M B Sの満期償還金の全額再投資が引き続き行われたことから、保有資産総額は二〇一五年から二〇一七年にかけてほぼ横ばいで推移した。

二〇一七年一〇月には、満期償還金の再投資の規模を順次に減額する（すなわち、いわゆる「満

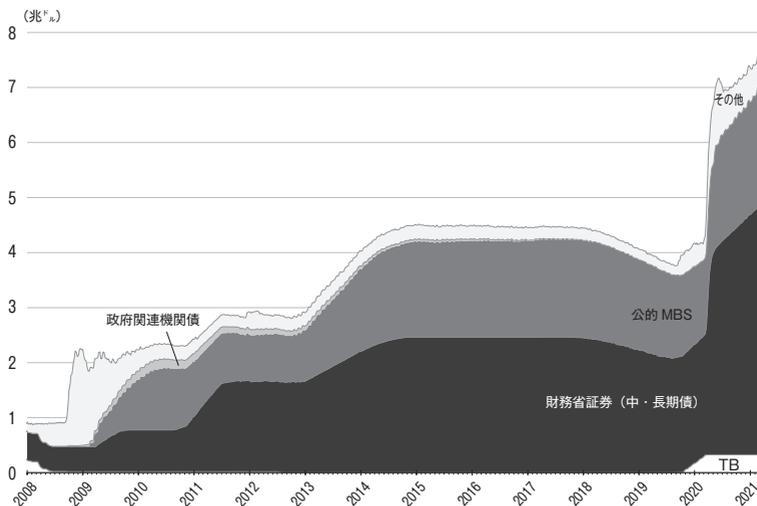
図表6 FRBによる財務省証券および公的MBSの購入等の方針・規模の推移

政策・方針	時期	財務省証券	公的MBS
第1次LSAP(QE1)	2008年11月		今後数四半期間に5,000億ドル購入
	2009年3月	今後6か月間に3,000億ドル購入	上記に7,500億ドル追加
	2009年9月	上記購入を2009年10月に終了	上記購入を2010年3月まで延長
	2009年11月		
	2010年3月		上記購入を終了
満期償還金の全額再投資	2010年8月	毎月の満期償還金全額の再投資を開始	毎月の満期償還金全額の財務省証券への再投資を開始
第2次LSAP(QE2)	2010年11月	2011年6月までに6,000億ドル購入	
	2011年6月	上記購入を終了	
満期拡張プログラム (オペレーション・ツイスト)	2011年9月	2012年6月までに、残存期間6～30年の財務省証券4,000億ドル購入、同3年以下の財務省証券4,000億円を売却	毎月の満期償還金全額の公的MBSへの再投資を開始
	2012年6月	上記を2012年12月まで延長	
第3次LSAP(QE3)	2012年9月		毎月400億ドル購入を開始
	2012年12月	毎月450億ドル購入を開始	
テーパリング	2013年12月～ 2014年10月	月間購入額を順次に減額	月間購入額を順次に減額
	2014年10月	上記購入を終了	上記購入を終了
	2017年10月	満期償還金再投資の減額を開始、再投資しない額を毎月60億ドルに設定	満期償還金再投資の減額を開始、再投資しない額を毎月40億ドルに設定
満期償還金再投資の減額	2018年1月	上記金額を120億ドルに設定	上記金額を80億ドルに設定
	2018年4月	上記金額を180億ドルに設定	上記金額を120億ドルに設定
	2018年7月	上記金額を240億ドルに設定	上記金額を160億ドルに設定
	2018年11月	上記金額を300億ドルに設定	上記金額を200億ドルに設定
	2019年5月	上記金額を150億ドルに設定	
満期償還金全額再投資の再開	2019年8月	毎月の満期償還金全額の再投資を開始	毎月の満期償還金全額の再投資を開始 (200億ドルまでを財務省証券に、200億ドルを越える額を公的MBSに再投資)
債券購入の再開	2020年3月	今後数か月間に最低5,000億ドルを購入	今後数か月間に最低2,000億ドルを購入
	2020年3月	購入額を無制限(円滑な市場機能を支え、広範にわたる金融環境と経済に対し金融政策を効果的に伝達することを支援する上で必要な額)に設定	政府関連機関保証付き商業用不動産担保証券(CMBS)の購入を開始
	2020年6月 (FRBNY)	月間購入額を800億ドルに設定	月間購入額を400億ドルに設定
	2020年12月	月間購入額を800億ドルに設定	月間購入額を400億ドルに設定

(注) LSAPは「資産の大規模な購入 (Large Scale Asset Purchases)」。QE1では上記の他に政府関連機関債の購入も行われた。

[出所] FRB ウェブサイト掲載 連邦公開市場委員会 (FOMC) 議事録 (Minute) 各号ほかにより筆者作成。

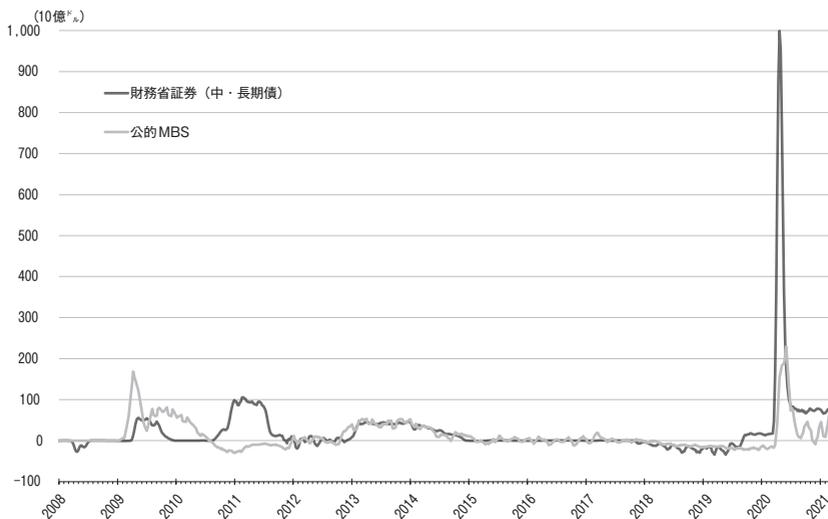
図表7 FRB保有資産残高構成



(注) 数値は週次(毎週水曜日)。

[出所] FRBウェブサイト掲載 *Factors Affecting Reserve Balances* データベースにより筆者作成。

図表8 FRBによる財務省証券・公的MBS保有残高の月間増加額



(注) 毎週水曜日の残高の4週前からの増加額の4週移動平均。

[出所] FRBウェブサイト掲載 *Factors Affecting Reserve Balances* データベースにより筆者作成。

期落ち」の金額を順次に拡大する)措置が取られたことから、保有額は縮小し始めた。このことは、これに先立ち二〇一五年一二月から実施された政策金利の引き上げと共に、金融政策の「正常化」として受け止められ、保有資産総額は二〇一九年八月には三兆七、六〇〇億ドル程度にまで縮小した。

しかし、二〇一九年には、米中貿易摩擦による国内景気悪化懸念等を背景に、FRBは保有資産の縮小ペースを緩め、同年八月には財務省証券中長期債および公的MBSの満期償還金の再投資が再開されることとなり、保有資産の縮小という意味での「正常化」にストップがかかる形となった。なお、同年九月には、短期金融市場において発生した一時的とはいえ大幅な金利上昇を受け、FRBはTBの買い切りオペとレポを実施することによって短期金融市場への資金供給を増加させ

たが、景気や物価の見通しに新たな変化はなく、問題はあくまで短期市場における技術的なものであったため、市中への資金供給総額と表裏一体である資産総額は増加したものの、長期金利の抑制を目指した従来の量的緩和(QE)とは性格が異なる、というのがFRBの説明であった。⁹⁹⁾

その半年後、コロナ危機の発生とともに状況は一変した。FRBは二〇二〇年三月一五日に、「今後数カ月で、財務省証券中長期債保有額が少なくとも五、〇〇〇億ドル以上、公的MBS保有額が少なくとも二、〇〇〇億ドル以上、それぞれ増加するように買い入れる」旨を公表し、金融危機時における一連のQEと同様の量的緩和が再開されることとなった。さらに同月二三日には、買入額の数量的な目安を示すことをやめて、「円滑な市場機能を支え、広範にわたる金融環境と経済に対し金融政策を効果的に伝達することを支援す

る上で必要な額」とする旨を示し、事実上、買入れ額が無制限とされることとなった。また、買入れ対象として、政府系機関の保証したCMB S（商業不動産ローン担保証券）が加えられた。

FRBが週次に公表している保有資産のデータによると、財務省証券中長期債保有額は三月一日に二兆三、一九七億ドルであったが、二週間後の四月一日には早くも六、九五〇億ドル多い三兆〇、一四十八億ドルに達したし、公的MBS保有額は、三月一日に一兆三、六六七億ドルであったものが、四週間後の四月一日に二、〇一五億ドル多い一兆五、六八二億ドルに達しており、三月一日に設定された「今後数カ月」というタイムフレームが、同二三日に表明された量的な「無制限」化によって大幅に前倒し短縮されたことがわかる。

このような状況を、保有額の一カ月（四週間）

ごとの増加幅の推移で観察してみたい。図表8は、財務省証券中長期債および公的MBSの週次の保有額が四週前からどれほど増加したか（月間増加幅）を示したものである。その規模は、二〇二〇年四～五月に極めて大きくなっており、財務省証券中長期債は四月中旬に一兆一、〇〇〇億ドル程度、公的MBSは五月下旬に二、四〇〇億ドル程度に上っている。金融危機後の三次に渡るQE時¹⁰⁾と比較すると、異次元ともいえるべき大きさである。その後は減少したものの、財務省証券中長期債保有額の月間増加幅は六月以降、六百億ドル程度から九百億ドル程度のレンジで推移している。このことは、FRBが設定する月間購入額の規模が、六月以降、財務省証券中長期債について月間八百億ドル程度と公表されていることと合致する。規模としては、QEⅡが実施されていた二〇一〇年一月から二〇一一年六月にかけての時

期に匹敵するものである。公的MBSについては、FRBによる六月以降の月間購入額公表値は四百億ドル程度であるが、図表8ベースでの月間増加幅は振れが大きく、多いときで一、一〇〇億ドル程度である一方、マイナスとなっている時期もある。

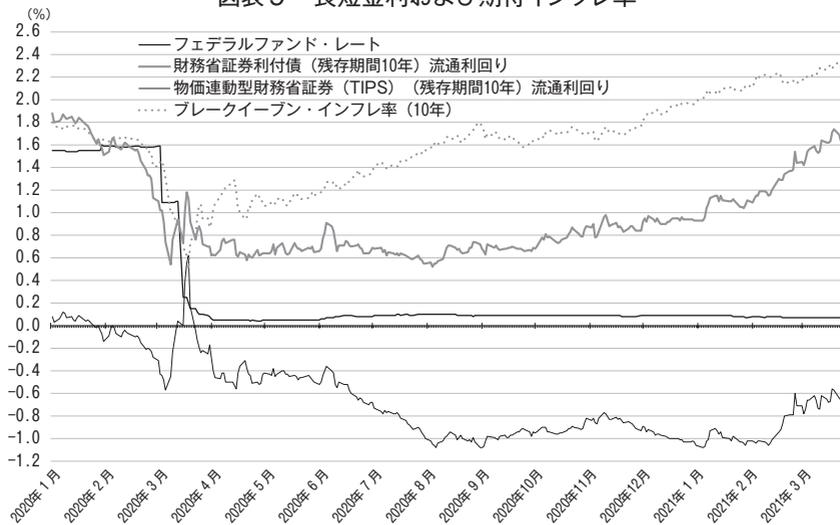
以上のような量的緩和により、FRB保有資産額は順次過去最高を更新してきており、二〇二一年三月二四日現在、財務省証券中長期債四兆五、九五三億ドル、公的MBS二兆二、三四八億ドル、資産総額七兆七、一九六億ドルとなっている。

四、コロナ危機下での長期金利および期待インフレ率の動向

このようなコロナ危機対策目的の広義の金融政

策が実施されるもとで、長期金利（典型的には、残存年限一〇年の財務省証券流通利回り）はどのように推移したのであろうか（図表9）。政策金利引き下げは、二〇二〇年三月中に二度に渡って実施された。すなわち、フェデラルファンド・レート誘導目標範囲が、三月三日に〇・五〇%引き下げられて一・〇〇〜一・二五%となり、次いで同一五日に一・〇〇%引き下げられて〇・〇〇〜〇・二五%となった。さらにその後、上述のような大規模な量的緩和として財務省証券中長期債および公的MBSの買い入れが開始されたことから、長期金利は急速に低下した。残存期間一〇年の財務省証券利付債流通利回りは、三月九日には既往最低の〇・五四%をつけた。中旬には方向性の不透明感などからいったん一・一%台にまで上昇したものの、下旬から再び低下し、四月から一〇月にかけて概ね〇・六〜〇・八%という低

図表9 長短金利および期待インフレ率



(注) ブレークイーブン・インフレ率(10年) = 財務省証券利付債(残存期間10年)流通利回り - 財務省証券インフレ連動債(TIPS)(残存期間10年)流通利回り

〔出所〕 FRB ウェブサイト掲載 Selected Interest Rates データベースにより作成。

位のレンジ内で推移した。

このような長期金利の低下は、FRBによる国債の大量買い入れによる効果として現われている面が大きい。また、この時期はコロナ危機の収束が見通しにくい段階であったため、経済活動の縮小が懸念されていたこと、物価に関しても当面はインフレに向かう可能性は低いとの見方が根強かったことも、影響しているとみられる。

しかし、二〇二〇年一〇月以降には、長期金利は徐々に上昇傾向を示すようになった。残存期間一〇年の財務省証券利付債流通利回りは、二〇二〇年一二月月上旬に〇・九%台、二〇二一年一月上旬に一パーセント台に乗せた後に上昇ペースを速め、三月下旬には一年二カ月ぶりに一・七パーセント台をつけている。

FRBによる財務省証券中長期債および公的MBSの買い入れが継続しているにもかかわらず、

長期金利がこのように上昇傾向に転じつつあることの背景としては、まず、財務省証券の大量発行が今後も継続するという見通しがある。本稿の前半でみたように、連邦財政の運営において、当面はコロナ危機対策を継続する必要があり、また中長期的にも財政収支の大幅な改善は見通せないことから、財務省証券のある程度以上の規模の発行が今後も続く可能性が高く、そのため発行市場におけるいわゆる需給悪化懸念が出ることにより、財務省証券流通価格の低下、すなわち財務省証券利回りの上昇につながっている。

また、経済活動面についても、コロナ危機が完全に収束したわけではないものの、新型コロナウイルスの国民への接種が開始された中で、それが順調に進めば経済活動の本格的な回復に資するとの期待の強まりや、また財政支出による各種給付が行われている一方、消費水準が縮小してきた中

で、潜在的購買力が高まっているとの指摘もある。そのような諸動向が今後に物価水準の上昇につながる可能性があるとの見方が強まりつつあり、消費者物価指数が徐々に上昇してきていることも確かである。米国経済においては従来、インフレは抑制されてきている経緯があることから、今後の物価上昇予測に関しては、急激なインフレ進行には当然のこととして警戒感が示されるものの、穏やかなものであるならば实体经济の回復に連動して経済活動を活気づけるものとして、歓迎感が示される場合もある。

このような物価上昇への受け止め方は、債券市場において成り立つ期待インフレ率の動向とも、ある程度一致する面がある。財務省証券の一つとして、元本が消費者物価指数の動きに連動して増減する仕組みとなっている、いわゆる物価連動国債が発行されている（正式名称は「財務省インフ

レ防衛証券 (Treasury Inflation-Protected Securities : TIPS)」。市場において将来の物価上昇への予測が強い場合、TIPSが買い進まれるため、TIPSの価格は上昇し、流通利回りは低下する。理論上、同年限のプレーンな財務省証券の利回り (いわゆる長期金利) からTIPS利回りを引いた値であるブレークイーブン・インフレーション (Break-even Inflation Rate : BEI) は、債券市場における期待インフレーションを示し、また、TIPS利回りは実質金利 (名目金利マイナス期待インフレーション) に近似している。これらの推移を図表9によって見ると、二〇二〇年四月から八月にかけてTIPS利回りが低下する一方で長期金利は低位で安定的に推移しているが、これは、FRBによる財務省証券の大量購入によるところが大きい。この時期には上述のように経済状況に関して物価上昇懸念は出ていなかったにも関わらずT

IPS利回りが急低下したことについては、TIPSがFRBによる購入対象に含まれていたため、発行額・現存額の少ないTIPSの市場での取引がひっ迫したことによるとの指摘もある¹³⁾。二〇二〇年秋以降については、TIPSの低い利回りが期待インフレーションの上昇として長期金利の上昇に反映されるようになったとみることができるとも、長期金利の上昇ペースが速まるにつれて、足元ではTIPS利回りが上昇に転じている。米国の実体経済の回復への確信が徐々に強まる中で、景気および物価上昇の過熱に対する先取りの警戒感が出てきていることを示すものとも考えられ、長期金利の先行きについて強弱両様の要因がせめぎ合う環境が現時点での地合いになっているともいえよう。

五、おわりに

以上みてきたように、米国では二〇二〇年以降のコロナ危機対応として、連邦政府による財政政策において臨時的な支出の大幅拡大をファイナンスするための国債（財務省証券）の大量発行を行いつつ、中央銀行による広義の金融政策においては、市中への資金供給の拡大と長期金利の上昇の抑制を目的として国債等の大規模な購入（量的緩和）が実施されている。このような手法・内容による財政政策と金融政策の双方は、国債の大量発行とそれに伴う長期金利上昇圧力への対応という点で相互補完性を持っているが、そのメカニズムは現在の国債発行市場・流通市場において概ね順調かつ円滑に進行しているとみることができるとは、これらの政策パターンが、既に二〇〇八

年金融危機後の数年間に実施されたところと基本的には共通であり、その経験が政策当局と市場当事者の双方に蓄積され、いわば習熟していることによる面もある。

ただ、国債の大量発行が中長期の財政運営にとって大きな制約要因であることは否定できず、今後の国債管理政策上、慎重な対応が必要となるであろうし、それはまた、財政健全化の観点からは、所得階層別の所得税課税のあり方や、所得格差の拡大・少子高齢化の進行等に対応した社会保障・社会政策面での財政支出のあり方など、財政政策の根幹に関する政治的判断と深く関わるものでもある。

また、コロナ危機が現実にいづどのような形で収束を迎えるのかが未だに見通し難い状況にある中で、实体经济および物価水準の動向と密接な相互関係を持つ長期金利（国債流通利回り）水準が

今後どのように推移するのかを見極めることが、金融政策の遂行上、従来以上に重要かつ困難になるものとも考えられる。

さらに、コロナ危機対応のための財政・金融政策のあり方は、米国だけでなく、少なくとも先進国に関しては他国とも共通する面が多いことから、⁰⁴ 国債をめぐる制度・市場のあり方を含めて各国の状況の相互比較検討を行うことも重要な研究課題となろう。

(注)

(1) 連邦政府の月次の財政収支の状況は、U. S. Department of the Treasury, Bureau of the Fiscal Service (連邦財務省理財局) にある Monthly Treasury Statement (財政月報) 各号所収の Table 1, Summary of Receipts, Outlays, and the Deficit/Surplus of the U. S. Government および同じく理財局による Treasury Bulletin (財政季報) 各号(四半期刊行) 所収の Table FFO (Federal Fiscal Operations)-1, Summary of Fiscal Operations に示されている。また、理

財局ウェブサイト上では、これら一連の数値がダウンロード可能な時系列データの形で掲載・公表されている (Monthly Receipts, Outlays and Deficit or Surplus, Fiscal Years 1981-2021 (<https://www.fiscal.treasury.gov/files/reports-statements/mts/mts.xls>))。

(2) 財務省証券の個々の銘柄の発行額(公募入札における落札額)等は、Treasury Bulletin 各号所収の Table PDO (Public Debt Offerings) にある Table PDO-2 の TBA 定額入札発行分およびそれ以外の発行分が、それぞれ示されている。また、この統計を原資料として証券金融市場協会 (Securities and Financial Markets Association : SIFMA) が加工し、債券種類ごと (T B、中期利付債、長期利付債、中長期のインフレ連動債および変動利付債) の月間のクロス発行額およびネット発行額の形に集計した時系列データが、SIFMA ウェブサイトに掲載されている (<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2021/02/US-Treasury-Securities-Statistics-SIFMA.xlsx>)。

(3) 内閣府 [10110]、1110頁を参照。

(4) CBO [2021]。CBO は、独自の経済計量モデルを用いて算出した経済予測および財政推計(試算)に基づき、今後一〇年間にかかる「財政・経済見通し」(The Budget and Economic Outlook)を毎年二回(二月および八月)、今後

- 三〇年間にかかる「長期財政見通し (The Long-Term Budget Outlook)」を毎年一回 (三月)・公表している。また、歳入・歳出の総額および内訳の概要、財政収支、財政収支対GDP比等にかかる一九六二年以降の年次の数値を、ダウンロード可能な時系列データの形でウェブサイト上に掲載・公表している。(https://www.cbo.gov/about-products/budget-economic-data)
- (5) Treasury Bulletin 各号所収の Table FD (Federal Debt) -2, Debt Held by the Public における Total public debt securities outstanding (公債残高総額) 項目による。
- (6) Treasury Bulletin 各号所収の Table FD-5, Maturity Distribution and Average Length of Marketable Interest-bearing Public Debt Held by Private Investors による。
- (7) 伊豆 [二〇一〇]、三四、三八頁、内閣府 [二〇一〇]、一三三〜一四〇頁、日本銀行 [二〇一〇]、二七頁等を参照。このうち(3)に分類できる具体的な施策は、①米国内銀行を対象とする窓口貸出の実施、②プライマリー・ディーラー (大手証券会社) 向け融資である PDCF、③MMF から資産を買い取る金融機関に対する融資を通してMMF の換金ニーズを円滑化するMMFL、④ノンバンク向けABS (資産担保証券) 担保融資であるTALF、⑤C/P 発行体から直接にC/P等を買入れるC/PFF、⑥信用格付
- けが優良な民間企業による新規発行社債の買入れまたはシンジケートローンへの参加を行うPMCCF、⑦信用格付けが優良な既発行社債および社債組み入れ型上場投資信託(ETF)の買入れを行うSMCCF、⑧中堅・中小企業向け民間銀行新規融資の九五%を買い取るMSLP、⑨州・地方政府が発行する地方債を引き受けるMLF、⑩外国通貨当局を対象とする為替スワップおよび財務省証券担保レポ・ファシリテイ、等、多岐に渡る。
- (8) FRBウェブサイト掲載統計データ H.41 "Factors Affecting Reserve Balances" (https://www.federalreserve.gov/releases/h41/) による。
- (9) 伊豆 [二〇一九] はその背景を、財政資金の取り扱いに関する制度変更がFRBによる資金管理を難しくしていたうえ、金融危機後の流動性規制やMMF規制の強化によって、短期金融市場での裁定が機能しにくい状況が生じていたこと等に求めている。
- (10) 伊豆 [二〇一九]、二四頁を参照。
- (11) 注(8)と同じ。
- (12) QE I 期間中には財務省証券中長期債が最大六百ドル程度、公的MBSが同一、七〇〇億ドル程度、QE II 期間中には財務省証券中長期債が同一、〇〇〇億ドル程度、QE III 期間中には財務省証券中長期債、公的MBSともに同四

百数十億ドル程度であった。

- (13) Aramonte, S. and Avalos, F. [2021], pp. 12-13.
(14) IMF [2020], pp. 1-5, 10-22.

参考文献

- 伊豆久 [二〇一九]「米国の金利急騰とFRBの負債構造」
日本証券経済研究所『証研レポート』一七一七号、二二二頁
伊豆久 [二〇二〇]「FRBのコロナ危機対応策—リーマン危機との比較—」日本証券経済研究所『証研レポート』一七一九号、四月

ジエトロ [二〇二二]「ビジネス短信(米国): バイデン米大統領、一・九兆ドルの新型コロナウイルス対策法案に署名、ワクチンの普及加速を次の目標に」三月一六日 (<https://www.jetro.go.jp/biznews/2021/03/e3786c43b1d339e1.htm>)

内閣府 [二〇二〇]『世界経済の潮流二〇二〇年—新型コロナウイルス感染症下の世界経済』、十一月

日本銀行 [二〇二〇]『金融システムレポート』四月

Aramonte, S. and Avalo, F. [2021] "What drove the recent increase in the US inflation break-even rate?" in BIS[2021],

Quarterly Review, March.

Congressional Budget Office (CBO) [2021], *The Budget and*

Economic Outlook: 2021 to 2031, February.

IMF [2020] *Fiscal Monitor: Policies for the Recovery*, October.

U. S. Department of the Treasury, Bureau of the Fiscal Service, *Monthly Treasury Statement*, Various Issues, (<https://www.fiscal.treasury.gov/reports-statements/mts/current.html>)

U.S. Department of the Treasury, Bureau of the Fiscal Service, *Treasury Bulletin*, Various Issues. (<https://www.fiscal.treasury.gov/reports-statements/treasury-bulletin>)

（よこざき せいじ 京都産業大学教授
当研究所客員研究員）