

直近の 5 年 JCTB 入札は市場のボラティリティにもかかわらず好意的な反応を得た

Rose Choy (*)

7 月 15 日に発行された日本の 5 度目のクライメート・トランジション・ボンド（JCTB）（再発行を含め 7 度目の発行）は、強い需要に応えたものである（詳細は表 1 を参照）。この新たな 5 年 JCTB（1% 6/20/2030）は、ビッド/カバーレシオがほぼ 4 倍に達し、5 年日本国債利回りが 3 月以来の高水準に達する中での発行となった。[1] これまでの平均ビッド/カバー率は 3.2 倍であり、10 年 JCTB トランシェは比較的人気が低かった。

日本は、2024 年 2 月に、世界初となる JCTB を発行し、[2] 以来総額 3.3 兆円を発行している。これらの JCTB は、日本の国債と本質的に同じ政府保証と信用を持っているが、クライメート・トランジション・ボンドの枠組に基づいたラベル付きフォーマットに準じるものである。その GX 政策は、日本をクリーンエネルギー経済に移行させることを目的としており、日本が 2050 年までにネットゼロを達成するための主要な戦略である。この計画の資金調達のため、日本は 2023 年度から 10 年間で 20 兆円の JCTB を発行する予定である。

JCTB の流動性は同等の日本国債に比べて低く、これらの国債の発行やテイクアップに支障をきたすおそれのあることが指摘されている。ただし、この直近の JCTB 発行は、過去最高の申し込み数を記録している。これは、現在の市場環境と、現時点で投資家が短期物を好む傾向を反映している可能性がある。本稿では、現在発行されている JCTB のパフォーマンスと流動性を評価するとともに、今後の JCTB 発行に向けたアプローチについて検討する。これには、次のことが考えられる：

- より機敏で機会主義的なアプローチにより、より広範な投資家層を開拓する。例えば、JCTB をリテール形式やハードカレンシー形式、統合発行形式で発行するなど。

[1] ビッド/カバーは、発行規模に対する総オーダーブックの比率を表し、債券需要の尺度である。
[2] リンクする負債の使用に関する補完提案については、次を参照のこと：「Transition Linkers（トランジション・リンカー）」, AFII, 18 Nov 2024.

投資アドバイスではありません。2025 年 7 月 18 日初版。重要な免責事項は本書の最後に記載されています。
(*) Anthropocene Fixed Income Institute (www.anthropocenefii.org).連絡先著者: rco@anthropocenefii.org

- 証券をすべての投資家にとってより魅力的にし得る、より大規模な発行。

表 1. 発行済日本クライメート・トランジション・ボンド. 出典： Bloomberg, accessed 16 Jul 2025.

ISIN	発行体名	発行日	Cpn	発行高（10 億円）	満期	シリーズ	通貨	ビッド/カバー	日銀所有
JP1480011Q23	Japan Government Ten Year Bond	15/2/2024	0.7	799.5	20/12/2033	1	JPY	2.90	42.10%
JP1470011Q24	Japan Government Five Year Bond	28/2/2024	0.3	799.8	20/12/2028	1	JPY	3.39	40.14%
JP1480021Q54	Japan Government Ten Year Bond	29/5/2024	1	699.6	20/3/2034	2	JPY	3.31	39.57%
JP1470021Q71	Japan Government Five Year Bond	19/7/2024	0.5	699.4	20/6/2029	2	JPY	3.19	35.66%
JP1470031R78	Japan Government Five Year Bond	16/7/2025	1	299.8	20/6/2030	3	JPY	3.98	NA

JCTB 取引の課題

市場参加者は、JCTB が最初に発行された後、取引が限定的であることに着目している。この流動性の欠如は、投資家がポジションの手じまいのしやすさに確信が持てない場合、そもそも投資しないことを選択する可能性があることから、さらなる投資を妨げるおそれがある。

市場参加者と話した限りでは、流動性の欠如の要因としては、以下のようなものが考えられる。

1) JCTB 発行サイズが小さい。平均的な JCTB サイズが 3500~7000 億円であるのに対し、一般国債は 2.5 兆円を超えている。この小さなサイズは、投資家によっては購入意欲が削がれるおそれがある。

2) 日本銀行（BOJ）の保有規模が大きい。現在、日本銀行は発行済み JCTB の約 35~42%を保有しており、そのフリーフロートをさらに引き下げている。

3) 日本国債と比較して、JCTB のブックランナーによるスポンサーシップはない。ただし、政府は国内外の銀行 12 行を「プロモーター」に指名している。[3]

4) ディーラーや銀行、トッププレーヤーなどの証券市場参加者は、JCTB がサブシクエント・コラテラル・アロケーション・レポに入ることを阻んでいる。このことは、通常の日本国債と比較して、透明性のある方法で市場価格を見積もるディーラーの能力に影響を与えるおそれがある。

[3] "JGB/GX Promoter（JGB/GX プロモーター）", Ministry of Finance Japan, 31 Jul 2024.

5) JCTB の満期が比較的短いことから、資産負債マッチング目的のためには、より長期の債券に対する投資が好まれるため、発行会社からの需要はこれまで限定的である。

市場での価格決定

市場で取引されているすべての JCTB の取引に負のグリーニアムが存在することは、同様の満期やクーポンの一般国債と比較して、JCTB の保有に必要な、ある種の非流動性「プレミアム」を示している。

図 1. JCTB シリーズ No.1～2 の過去取引は、同じ満期の日本国債と比較して、負のグリーニアムを示している. このグラフは、各 JCTB と日本国債の利回り差を示している. 出典： Bloomberg, 17 Jul 2025.

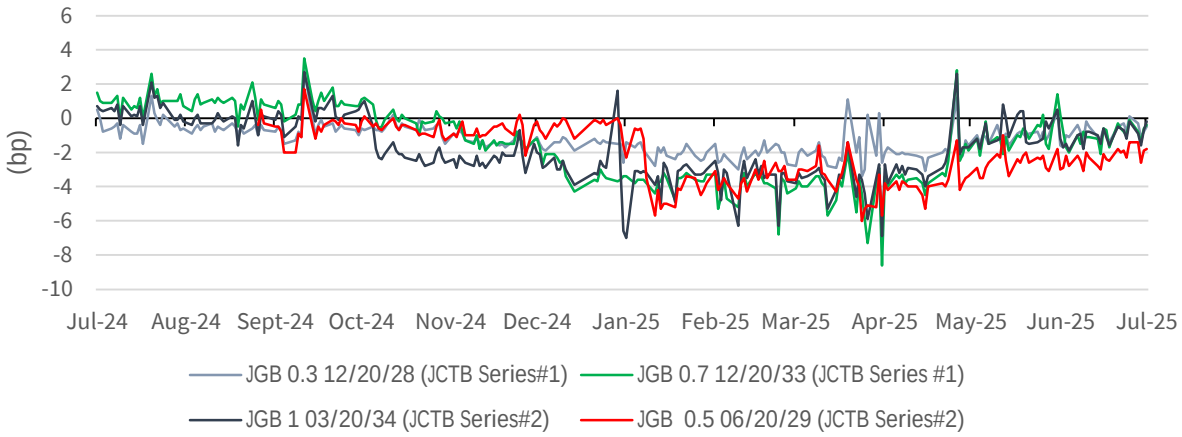
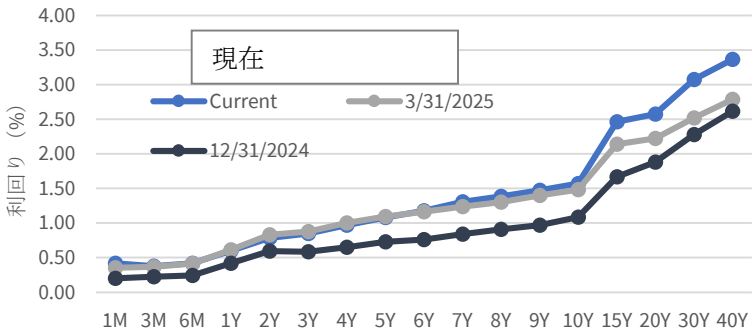


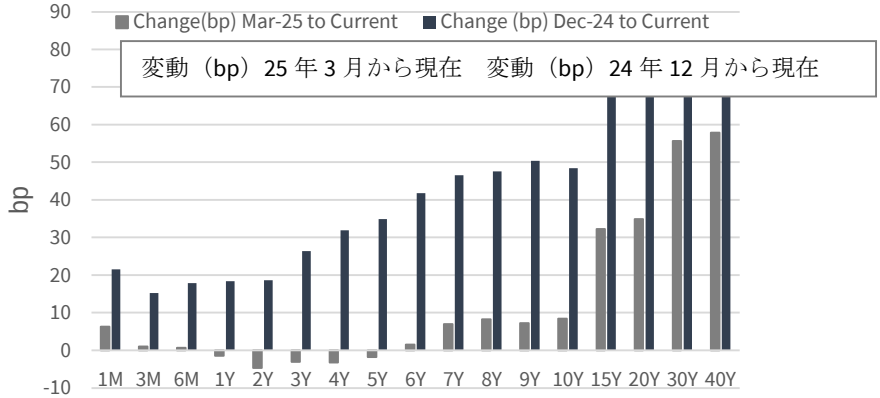
図 1 は、4 つの JCTB と、同じ満期の国債との利回りの差を示している。これらの JCTB は、開始以来平均マイナス 1.5bps~2.9bps を示しているが、4 月に日本銀行が JCTB 0.7% 33s を売却した時には、最悪の-8.6bps まで低下した。もし投資家が、大きな負のグリーニアムが生じた日に JCTB を購入できたなら、それは非常に有利な取り組みとなったと思われる。

日本国債市場の状況

日本は昨年から金利正常化への道を歩み始めたが、道は険しい。日本国債市場は、全体的には年初来、上向きにシフトしているものの、4 月と 5 月には、大きなボラティリティが発生し、イールドカーブの勾配が急に大きくなった（3 月 31 日以降、10 年債は 9bps、30 年債は 54bps 上昇した）。

図2 および3.（上）日本国債カーブ.（下）日本国債の利回り変化カーブ. 出典： Bloomberg, 17 Jul, 2025.





この 4 月から 5 月にかけての長期ゾーンにおける価格や利回りのボラティリティは、米国の関税ボラティリティや生命保険のデュレーションデマンドの変化、投資家ポジションのシフトなどの要因が重なり、需給バランスが深刻化したことが原因である。そして、これは、財務省による 6 月の超長期日本国債発行の減少幅を予想以上に押し上げた。しかしながら、長期日本国債の猶予期間は短かった。市場は現在、日本の財政の持続可能性を注視しており、国債に対する格付け引き下げの可能性に備えている。7 月 20 日の参議院選挙の結果はなかなか言うことはできないが、日本国債市場の最大のリスクは、財政支出の増大に直面して財政規律が欠如していると受け止められていることである。

JCTB の機会

日本国債市場の長期ゾーンでの変動が継続していることを考えると、現在の JCTB 発行が 5 年債や 10 年債を中心に据えていることは理にかなっている。現在、JCTB は国内投資家にのみ発行されている。しかし、日本が投資家層を多様化する方法はある。

未開拓市場の一つに、日本国債利回りの上昇に伴い最近活発化している小売市場がある。一般世帯は一般に国債市場には参加しておらず、2024 年 12 月 31 日時点で日本国債の保有割合は約 1.2%に過ぎない。[4] しかしながら、利回りが上昇する中で、国内小売市場は、JCTB を保有し、国のグリーン・トランジションに積極的に参加する傾向が強まる可能性がある。加えて、JCTB トランシェの流動性の低さやサイズの小ささは、一般の個人投資家にとってマイナス要因ではないかもしれない。

日本国債や世界債券市場のダイナミックかつ急速に進化する性質を踏まえると、発行形態を柔軟に選択するメリットもある。JCTB は、例えば「トランジション・リンカー」としてな

[4] "Japanese Government Bonds（日本国債）", Ministry of Finance, Japan, Apr 2025.

ど、新たな方法で構築することができるかもしれない。[5] 外国投資家の関心を高めるために、それらをハードカレンシー建てとすることもできるかもしれない。財務省は、今年のノンディール・ロードショーで、中央銀行を含む国際投資家との対話も行っている。こうした潜在的な新規投資家に対してハードカレンシー建て JCTB を打診することは有益なフィードバックにつながるかもしれない。

JCTB 発行のもう一つの形式は、従来の日本国債の一部として「統合発行」形式とすることであり、[6] このことにより、JCTB がより代替可能な商品となると思われる。

結び

2024 年以降の日本の JCTB 発行は、その GX トランスフォーメーションプログラムのための資金として活用することに成功している。

しかしながら、国内投資家向けに 5 年債と 10 年債を小さなトランシェで発行することに重点を置いているため限界が生じており、このことは、取引流動性や、保険会社などの幅広い投資家へのアクセス性に関連する場合に最も明白となる。このことは、債券の構造とサイズを調整すれば、より多くの資本を調達できる可能性があることを示唆している。

今年も日本の金利正常化への道筋は困難に直面しており、長期ゾーンでの極端な変動が続いている。日本国債市場は、当面の財政の持続可能性への懸念が重荷となる恐れがある。これにより、財務省による資金調達は、定期的な国債発行であれ、JCTB による GX トランスフォーメーションであれ、より困難になるだろう。

JCTB の投資家層を国内個人投資家と外国人投資家の両方に拡大することは検討する価値がある。また、従来の国債と同様の、リテールを対象とした JCTB やハードカレンシー JCTB、統合的な発行構造などの代替的なフォーマットを検討することもよいであろう。

[5] “Transition linkers（トランジション・リンカー）”, AFII, 18 Nov 2024.
[6] “Japan’s Spending Plan for Climate and Energy 2025（日本の気候とエネルギー支出計画 2025）”, Climate Integrate, Apr 2025.

重要な免責事項：

このレポートは、情報提供および教育を目的としたものです。*Anthropocene Fixed Income Institute*（「*AFII*」）は、税務、法律、投資、会計、規制に関する助言やサービスを提供していません。このレポートは、税務、法律、投資、会計、規制上の助言やサービスを提供することを意図したものではなく、それらについて依拠すべきものではありません。このレポートの内容は次のことを意図するものでは決してありません：（*i*）投資アドバイス、売買の申し込みや勧誘、証券、会社、発行体、ファンドの推奨、保証、スポンサーシップ（*ii*）金融商品や発行者に関する特定の投資提案を表明すること（*iii*）金融商品に関する特定の投資決定や、金融商品の現在または将来の価値または価格に関する意見を提案すること（*iv*）投資戦略を提案すること。

AFII は、あなたの投資判断について一切の責任を負いません。投資に関するリサーチや投資判断は、あなた自身の責任で行ってください。このレポートは、投資に関する一般的な指針とすることを意図するものではなく、特定の投資推奨の情報源とすることを意図するものではありません。他の人に帰属する場合を除いて、表明された意見はあくまで私たちの現時点での意見です。*AFII* は、あなた自身の状況や資産を考慮に入れておらず、*AFII* は、あなたが行ういかなる投資判断についても、直接的または間接的な責任や義務を負わず、あなた自身の調査、法規制の遵守、および決定については、常にあなたがすべての責任を負うものとします。

提示された情報の中には、第三者から得られたものがある可能性があります。*AFII* は、そのような第三者情報が信頼できるものであると考えており、公開された記録を可能な限り検証していますが、その正確性、適時性および完全性を保証するものではなく、予告なしに変更されることがあります。

発行体の信用力や、現在または将来の市場におけるプラスまたはマイナスのパフォーマンスの可能性に関する言及は、純粋に観察に基づくものであり、それらの発行体や証券の推奨、保証またはアドバイスと解釈すべきものではありません。

AFII は債券投資家に、野心的な気候・自然目標にそのポートフォリオを合わせるのに必要な洞察とツールを提供する非営利団体です。当機関の詳細は、*www.anthropocenefii.org* をご覧ください。

