SOVEREIGNS AND CENTRAL BANKS

JCTB: グリーニアムが明確化する傾向

Jeannette Leong*、Josephine Richardson | 2026 年 11 月 12 日 | 読了時間：5 分

要約

- 11 月の 5 年物 JCTB の入札は、グリーニアムが 2.1bp 織り込まれる水準で条件決定された。入札時のグリーニアムがプラスとなったのは、今回で 4 回連続である。
- 今年に入って流通市場でもグリーニアムはプラスに転じ、残存 11 銘柄の利回りはいずれも通常の利付国債（同年限）を下回る水準で推移している（11 月 11 日時点）。
- 2026 年度発行分の資金使途としては、系統用蓄電池、水素ハブ、産業設備の転換に加え、新たな 3,873 億円規模のフィジカル AI プログラムが想定されている。

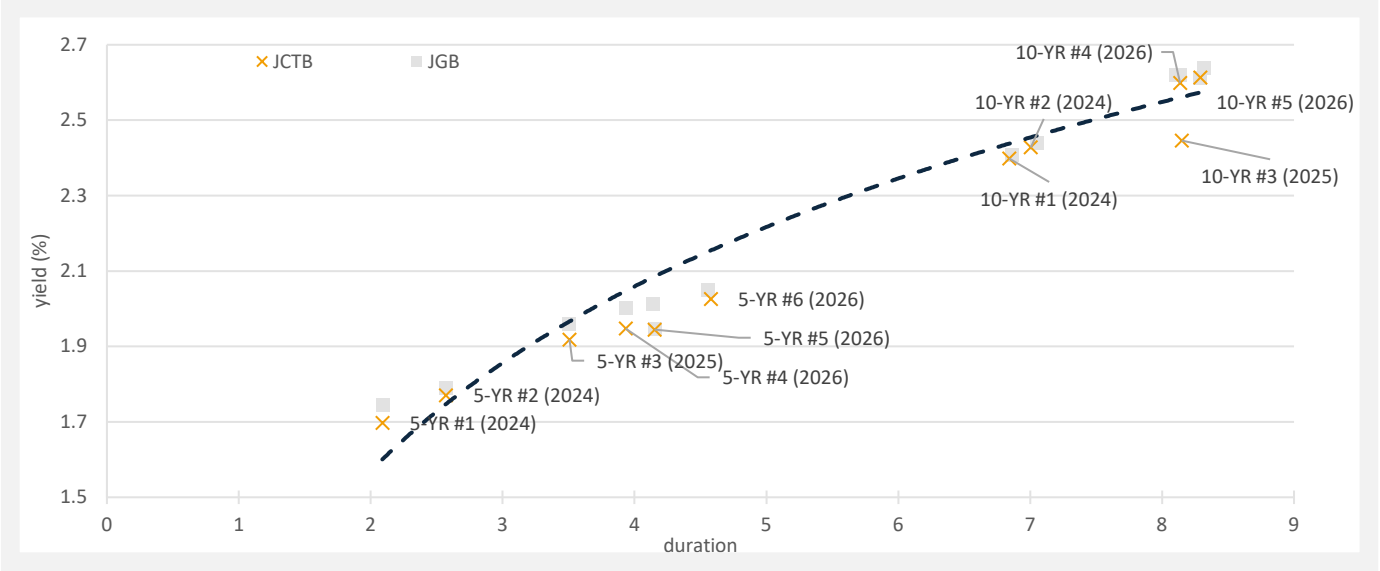
日本の「クライメート・トランジション利付国債（JCTB）」市場では、最近の入札において、通常の利付国債との利回り格差を示す「グリーニアム」が明確にプラスとなる傾向が続いている。今回で 6 回目となる 5 年物 JCTB の入札は 11 月 2 日に行われ、通常の利付国債（同年限）を 2.1bp 下回る、2.20%の利回り（額面発行）で条件決定された[1]。3 月の入札以降、グリーニアムがプラスになる傾向が続いている。

流通市場においても、残存 11 銘柄の利回りはいずれも、通常の利付国債（同年限）を下回る水準で推移している（本稿執筆時点、図 1 参照）。相対的な需要の強さ、発行額の減少、日銀の気候変動対応オペの存在が、下支え要因となっている可能性がある。

日本政府は今年 1 月、2023 年度発行分の全額と 24 年度発行分の 88.8%（25 年 11 月時点）に関する資金充当レポートを公表した。26 年度のプロジェクトとしては、新興技術への支援と並行して、エネルギー・インフラや産業転換への配分拡充が想定されている。

このレポートでは、JCTB の価格動向を検証するとともに、資金使途の開示情報をもとに、JCTB プログラムがトランジション・ファイナンスにおいて果たす役割について考察する。

図 1. JCTB の流通市場利回りと通常の利付国債（同年限）との比較。出所: Bloomberg Finance L.P.（2026 年 11 月 11 日アクセス）



[1] 「Auction Result of 5-year Climate Transition JGBs on November 2, 2026（5 年クライメート・トランジション利付国債の入札結果）」財務省、2026 年 11 月 2 日。

*著者の連絡先：jle@anthropocenefii.org. 重要な免責事項をご参照ください。

直近の JCTB 入札においてグリーニアムはプラスを維持

今回で 6 回目となる 5 年物 JCTB の入札は 11 月 2 日に行われ、グリーニアムは 2.1bp の水準で条件決定された。今回は、2026 年度（2026 年 4 月 1 日～27 年 3 月 31 日）に予定される 4 回の JCTB 入札のうち、3 回目にあたる。財務省は、競争入札で提示された 9,599 億円の応札額のうち、2,498 億円を落札した。応札倍率は 3.84 倍となり、前回 5 月の 5 年債入札時の 4.62 倍から低下する結果となった [2]。今年度 4 回目の入札（10 年物）は、2027 年 2 月に予定されている [3]。

入札時のグリーニアムは、通常の利付国債（同年限）の市場利回りから、JCTB の落札最高利回りを差し引いて算出される（ベーシスポイント（bp）表示）。5 年物 JCTB（第 6 回）が 2.20%の利回り（額面発行）で条件決定される一方で、同年限（2031 年 9 月償還）の通常の利付国債の利回りは 2.221%であった。グリーニアムがプラスということは、JCTB の利回りが比較対象となる国債より低い水準で条件決定されたことを意味する [4]。

表 1 で示したように、入札時のグリーニアムは 5 回連続でマイナスを記録した後、2026 年 3 月以降はプラスで推移している。11 月の水準は 2.1bp と、前回 5 月の 5 年債入札時の水準（4.1bp）を下回る結果となった [5]。

表 1. JCTB の入札結果とグリーニアムの水準（2024 年 2 月～26 年 11 月）。出所: 財務省、Bloomberg Finance L.P.、AFII による計算。

年限	回号	入札日	発行額 (10 億円)	応札倍率	JCTB	同年限 JGB	同年限 JGB 利回り (%)	入札時 JCTB 利回り (%)	入札時グリーニアム(bp)
10 年	1	14 Feb 2024	799.5	2.9	JGB 0.7 12/20/33	JGB 0.6 12/20/33	0.756	0.740	1.60
5 年	1	27 Feb 2024	799.8	3.39	JGB 0.3 12/20/28	JGB 0.3 12/20/28	0.350	0.339	1.10
10 年	2	28 May 2024	349.6	3.15	JGB 1 03/20/34	JGB 0.8 03/20/34	1.031	1.040	-0.90
5 年	2	18 Jul 2024	349.6	4.04	JGB 0 1/2 06/20/29	JGB 0.6 06/20/29	0.587	0.595	-0.80
5 年	3	15 Jul 2025	299.8	3.98	JGB 1 06/20/30	JGB 1 06/20/30	1.074	1.098	-2.40
10 年	3	21 Oct 2025	299.8	3.56	JGB 1.6 09/20/35	JGB 1.7 09/20/35	1.644	1.680	-3.60
5 年	4	26 Jan 2026	299.9	3.49	JGB 1.6 12/20/30	JGB 1.6 12/20/30	1.675	1.684	-0.90
10 年	4	13 Mar 2026	299.9	3.42	JGB 2.1 12/20/35	JGB 2.1 12/20/35	2.203	2.195	0.80
5 年	5	25 May 2026	250	4.62	JGB 1.9 03/20/31	JGB 2 03/20/31	1.982	1.941	4.10
10 年	5	24 Aug 2026	249.9	3.5	JGB 2.8 06/20/36	JGB 2.7 06/20/36	2.875	2.863	1.20
5 年	6	2 Nov 2026	249.8	3.84	JGB 2.2 09/20/31	JGB 2.4 09/20/31	2.221	2.200	2.10

注: 上記は各 JCTB シリーズの当初入札時の水準を表す（追加発行時の水準を含まない）。入札時のグリーニアムは、通常の利付国債（同年限）の利回りから、JCTB の落札最高利回りを差し引いて算出される。プラスの数字は JCTB の利回りの方が低いことを意味する。通常の利付国債（同年限）の利回りは Bloomberg から入手したものであり、今回の考察で独自に見直ししていない。

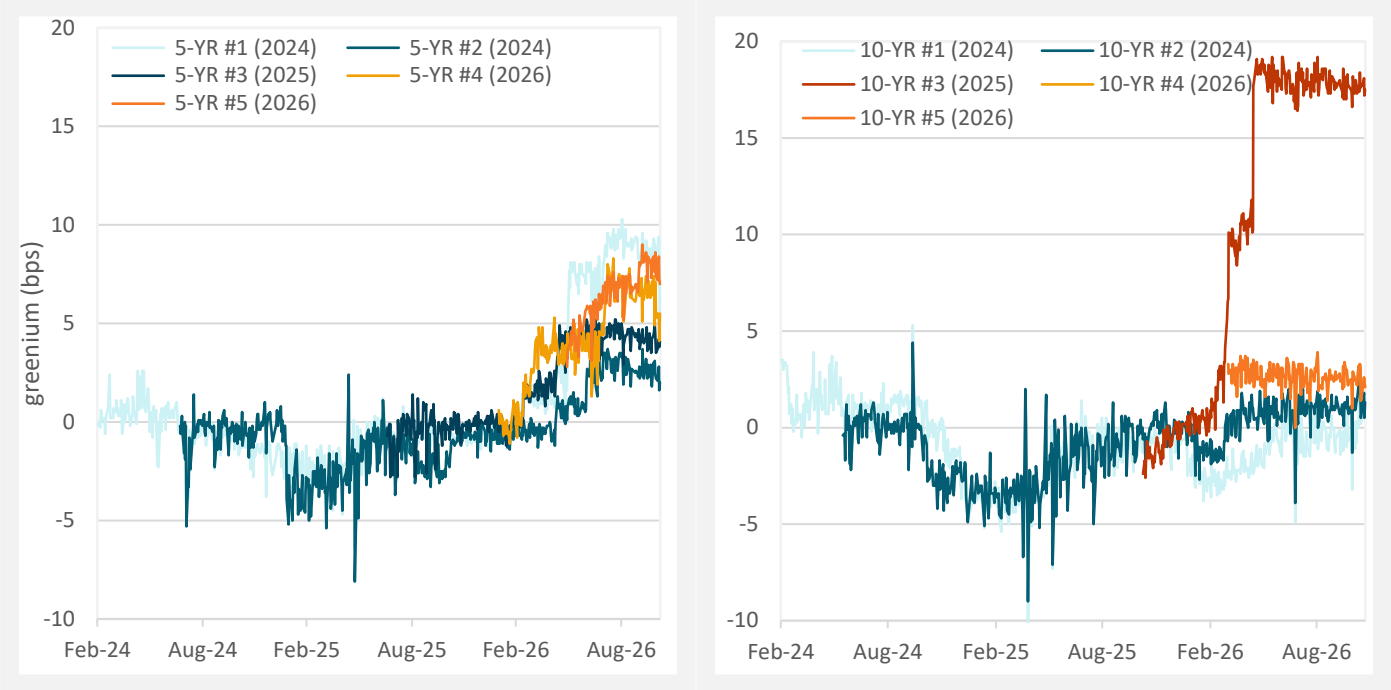
[2] 「Auction Result of 5-year Climate Transition JGBs on May 25, 2026（5 年クライメート・トランジション利付国債の入札結果）」財務省、2026 年 5 月 25 日。
[3] 「Highlights of FY2026 JGB Issuance Plan（令和 8 年度国債発行計画概要）」財務省、2025 年 12 月 26 日。
[4] JCTB と通常の利付国債ではクーポンの水準が小幅に異なるケースが一般的であり、年限は同一でも完全な“ツインボンド”ではない点に留意されたい。ツインボンドに関する詳細な分析は「Twin bonds: recap ahead of Denmark's EuGB issuance（ツインボンド: デンマークの EuGB 発行に先立つ要約）（AFII、2025 年 9 月 19 日）」を参照。
[5] 「JCTB: latest auction shows greenium is back（JCTB: 直近の入札においてグリーニアムが復活）」AFII、2026 年 6 月 6 日。

入札時のグリーニアムが復活する一方で、流通市場においても広範な変化が観察され、足元では、通常の利付国債（同年限）より低い利回りで取引される JCTB が増加している。

今年に入って流通市場でもグリーニアムはプラスに転じる

AFII が今年 2 月に行ったレビューでは、ほとんどの JCTB が通常の利付国債とほぼ同じ水準で取引されていた。10 年債の 2 銘柄については、比較対象となる同年限の利付国債より 1~2bp 高い利回りで取引されていた[6]。2026 年 11 月 11 日時点では、残存 11 銘柄の利回りはいずれも、通常の利付国債（同年限）を下回る水準で推移している。図 2 は、2024 年以降の推移を示したものである。

図 2 グリーニアムの推移（5 年/10 年 JCTB）。出所: Bloomberg Finance L.P.（2026 年 11 月 11 日アクセス）



1 月時点でグリーニアムがマイナス（月間中央値ベース）だった複数の銘柄も、6 月までにはプラスに転じている。5 年債のグリーニアムは 1.6bp~8.3bp のレンジとなり、新発の第 6 回債は 1.8bp と下限に近い水準で推移している。一方、10 年債については、5 銘柄のうち 4 銘柄が 1.7bp~3.7bp のレンジを形成しているが、第 3 回債（1.6%、2035 年 9 月償還）の利回り（2.586%）は同年限の利付国債（2.763%）を 17.7bp 下回っている。

10 年物の第 3 回債は例外的な存在であり、条件決定時（2025 年 10 月）のグリーニアムは、残存銘柄の中で最もマイナス幅が大きい水準であった（前ページの表 1 参照）。今年に入って、JCTB 市場全体でグリーニアムがプラスに転じるなか、同銘柄は大幅にアウトパフォームし、グリーニアムは 20bp 弱と、これまでの水準を大幅に上回る水準まで拡大している。

[6] 「Japan transition bonds（日本のトランジションボンド市場）」AFII、2026 年 2 月 24 日。

グリーニアムは多くの要因の影響を受けるため、JCTB と通常の利付国債のペアは、条件が完全に一致する真の「ツインボンド」ではない点に留意すべきである。両銘柄は償還日が同一ながら、クーポンは異なる。結局、グリーニアムは両銘柄の需給関係を反映する指標と位置づけられる。

このため、JCTB と通常の利付国債のペアごとの需給の違いが、銘柄間のグリーニアムのばらつきを生むことも十分に想定される。償還日が同一であるにしても、クーポンや流動性、レポ市場における調達しやすさなどの違いが、スプレッドに影響することも考えられる。10 年物の第 3 回債のグリーニアムが 17.7bp と大幅に拡大している背景には、同銘柄に対する高い需要があるとみられる。特定の投資家に保有が集中していることで、流通市場における取引可能額が限られている可能性もある。2026 年 10 月 30 日時点の日銀の保有比率を確認すると、同銘柄が 6.8%であるに対し、その他の残存銘柄（10 年物 JCTB）では 24.8～42.1%であった [7]。日銀の保有比率が低いことは、同銘柄の相当部分が市場で取引可能ではないことを示唆し、それがグリーニアムの拡大につながっている可能性がある。

グリーニアムの説明要因

AFII は 6 月に公表したレポートにおいて、JCTB に対する需要に与える 2 つの潜在的な影響を指摘した [8]。第 1 に、国債利回りの上昇によって、短期年限の債券の魅力が高まった可能性があり、第 2 に、日銀の気候変動対応オペが、オペ対象行による JCTB の保有を促した可能性があると指摘した。これに加えて、日銀が 8 月に公表したレビューでは、当該債券の買い手層に関するデータが得られ、発行額の減少も要因の 1 つになった可能性が示唆されている。また、前述のように、個々の銘柄の市場流動性が、銘柄間のグリーニアムの違いを生む理由の 1 つであると考えられる。

発行予定額の減額

発行額の減額は、JCTB がアウトパフォームする要因の 1 つとなっている可能性がある。財務省の発行計画によると、2026 年度の JCTB 発行額は、2025 年度の実績（1.2 兆円）を下回る 1 兆円になる見通しである。需要が持続する限り、新規供給の減少によって JCTB の価格は下支えされる可能性がある。6 月のレポートでも指摘したように、利回りの上昇を受けて、一部の投資家が 5 年債を選好するようになり、それが 5 月の入札における需要の強さの一因となった可能性がある。

日銀気候変動対応オペの適格銘柄としての JCTB の位置づけ

JCTB は、日銀の気候変動対応オペにおいて、気候変動関連投資の適格銘柄とされている。オペ対象行は、JCTB を借入枠の算定対象に含めることが可能であり、また、JCTB 以外の適格資産を担保として差し入れることもできる。このオペでは、原則として 1 年間の資金が供給され、日銀が定める条件に従って借り換えることも可能である。一方、日銀は 2025 年度に、通常の短期共通担保資金供給オペとして、2 週間の資金を供給していた。このため、銀行にとって気候変動対応オペは、借り換えの頻度を抑えつつ、長期にわたって円資金を安定的に確保する手段となっている。日銀によると、一部の参加者はこのオペについて、「低利・安定調達手段や流動性指標の改善手段」とし

[7] 「Japanese Government Bonds Held by the Bank of Japan（日本銀行が保有する国債の銘柄別残高）」 日本銀行、2026 年 11 月 4 日。
[8] 「JCTB: latest auction shows greenium is back（JCTB: 直近の入札においてグリーニアムが復活）」 AFII、2026 年 6 月 4 日。

て有用と考えられていた[9]。対象投融資全体について、資金供給残高は2025年3月の14.2兆円から2026年3月には21.1兆円へ増加している[10]。

2026年9月以前には、借り入れ実行時の日銀の当座預金金利にて、借入金利を固定することが可能であった。改正後の規定では、新規の借入金利は期中の当座預金金利の平均値に基づいて決定されるため、コストは当該金利の変動に応じて増減することになる[11]。既存の借り入れについては、当初の条件が返済時まで維持されることになる。引き続き、オペ対象行は期間1年の資金を調達できるものの、オペを利用することでコストを抑制できるかどうかは、比較対象となる1年物円資金を市場で調達する場合のコスト次第となる。

銀行や海外投資家の需要

日銀は、2025年度下期にJCTBの利回りが通常の利付国債対比で低下した一因として、「*相対的な割安感に着目した銀行や海外投資家の需要がみられた*」と指摘している[12]。相対的な投資妙味に着目した投資家の動きが、利回り格差の縮小を後押しした可能性がある。

JCTBの応札倍率は通常の利付国債対比で上昇

JCTBが低水準の利回りで取引されているということは、需要が旺盛な状況を示している。ここでは、各銘柄に対する需要を計測する指標として、応札倍率にも注目した[13]。2024年度のJCTBの平均応札倍率は、5年債、10年債とも通常の利付国債を下回った。2025年度に入ると、この関係は逆転し、2026年度（~26年11月4日）には両者の差がさらに拡大している。この傾向は、5年債において顕著に見られる（表2参照）。

表2. JCTBと通常の利付国債の入札時における平均応札倍率（年度、年限別）。出所: 財務省、AFIIによる計算。

会計年度	5年JCTB	5年利付国債	10年JCTB	10年利付国債
2023年度（2024年2~3月）	3.39x	3.71x	2.90x	3.44x
2024年度	3.61x	3.81x	3.23x	3.25x
2025年度	3.73x	3.49x	3.49x	3.28x
2026年度（~26年11月4日）	4.23x	3.50x	3.51x	3.25x

注: 2023年度は2024年2~3月。2026年度は26年11月4日までの数字。各入札における応札倍率の平均を表す。

JCTBは通常の利付国債よりも発行額が小さい傾向にあるため、応札総額が少なくても、応札倍率は高くなる可能性がある。また、入札方式にも違いがある。JCTBが単一の利回りで落札される一方、通常の5年物および10年物の利付国債の入札では、競争入札で落札した投資家は自身が提示した価格で買うことになる。このような入札方式の違いが、投資家の応札行動に影響することも考えられる。したがって、応札倍率は、応札総額や条件決定時の利回りと並んで、入札需要を測る1つの指標にすぎない。

[9] 「Market Operations in Fiscal 2025（2025年度の金融市場調節）、P47」日本銀行、2026年8月。
[10] 「Market Operations in Fiscal 2025（2025年度の金融市場調節）、P63」日本銀行、2026年8月。
[11] 「Amendment to 'Principal Terms and Conditions of the Funds-Supplying Operations to Support Financing for Climate Change Responses（「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の一部改正等について）」日本銀行、2026年9月18日。
[12] 「Market Operations in Fiscal 2025（2025年度の金融市場調節）、P20」日本銀行、2026年8月。
[13] 応札倍率とは、特定の債券に対する投資家の総需要額を最終的な発行額で割った比率を指す。詳細な分析は「Sustainable labelling and EUR-denominated primary book cover（AFII、2026年9月9日）」を参照。

JCTB の資金使途と資金充当優先順位の変化

AFII は 2 月に公表したレポートにおいて、2022~25 年度の GX（グリーン・トランスフォーメーション）関連支出（実績・計画）約 4.65 兆円を分析した結果、資金は産業サプライチェーンや技術開発、特に蓄電池、半導体、製造業の脱炭素化の分野に優先して配分されていると指摘した [14]。

日本政府が 2026 年 1 月に公表した資金充当レポートでは、JCTB 発行による調達資金の活用状況について、より明確な全体像を把握することができる [15]。2023 年度に調達された 1 兆 5,947 億円については、2024 年度末までに全額が配分されることとなった。また、2024 年度に調達された 1 兆 3,920 億円については、2025 年 11 月時点で 1 兆 2,358 億円（88.8%）が配分済みであり、残る 1,562 億円は未配分とされている。

2024 年度の資金配分は引き続き産業サプライチェーンに集中し、蓄電池の製造に 4,958 億円、次いでパワー半導体の生産に 2,806 億円、GX 推進機構に 1,200 億円が配分されることとなった。これらを合わせると、2024 年度に配分された調達資金の約 73%を占める。

こうした資金配分の状況は、JCTB が当初、国内の産業基盤への資金供給を優先していたとの AFII の先行調査の結果を、おおむね裏付けるものである。次に注目されるのは、その後の政策方針のもとで、この重点がどのように変化していくかである。

2026 年度の支出計画は優先順位の変化を示す: エネルギー・システムおよび AI

政府が 2026 年度に計画する資金充当プロジェクトからは、新興技術への継続的な支援に加え、特定のエネルギー・インフラや産業の脱炭素化プログラムへの支出を、拡大する方向性がうかがえる（表 3 参照）[16,17]。

表 3. 2025/26 年度充当予定事業における主要プログラム。出所: 日本政府。

プログラム	2025 年度（10 億円）	2026 年度（10 億円）	変化率
系統用蓄電池	15.0	43.0	+187%
低炭素水素ハブ	5.7	41.5	+628%
産業プロセス転換	25.6	41.7	+63%

最大の新規プログラムは、AI ロボット・フィジカル AI を見据えたマルチモーダル基盤モデル開発事業向けの 3,873 億円である。政府は、エネルギー効率の高い AI 基盤モデルの研究開発および利活用を通じて脱炭素化を推進することを、このプログラムの目的としている。2025 年度の資金充当計画では、幅広い AI 基盤モデルに加え、先端半導体、ポスト 5G 通信、エッジ AI チップなどが含まれていたのに対して、2026 年度のプログラムは、ロボティクスなどの物理的な用途を対象とするモデルに重点が置かれている。このように対象範囲が異なるため、年度間で予算額を比較することは容易でない。2026 年度の計画には、このほか、先進原子炉の開発および関連する技術・サプライチェーン支援向けに、1,280 億円が盛り込まれている。

[14] 「Japan's transition bonds（日本のトランジションボンド市場）」AFII、2026 年 2 月 24 日。
[15] 「Allocation and Impact Report for FY2023 Issuance / Allocation Report for FY2024 Issuance”（クライメート・トランジション・ボンド　令和 5 年度発行分 資金充当・インパクトレポート　令和 6 年度発行分 資金充当レポート）」日本政府、2026 年 1 月。
[16] 「Potential Allocation Projects (FY2025)（令和 7 年度充当予定事業）」日本政府。
[17] 「Potential Allocation Projects (FY2026)（令和 8 年度充当予定事業）」日本政府。

系統用蓄電池、水素インフラ、産業プロセス転換向けの予算増額は、エネルギー・システムや産業転換に向けた技術の導入を、今後さらに支援していく方向性を示唆している。一方、AI 関連の候補プロジェクトに 3,873 億円が計上されていることは、日本の GX 関連支出において、産業・技術開発が引き続き重要な位置づけであることを示している。今後の報告では、AI プログラムが脱炭素化に具体的な形でどのように貢献するかについて、詳細な内容が明らかにされる可能性がある。

2026 年度の数字は、JCTB の資金使途として確定したものではなく、プロジェクトへの配分見込み額を示したものであり、財務省も、実際の配分額が異なりうることを明記している。したがって、こうした優先分野の変化が、実際の資金使途や具体的な成果にどのように結びつくかを把握するには、今後の追加的な報告を待つ必要がある。

結論

グリーニアムがプラスに戻ったことは、日本の GX 戦略における資金調達手段として、JCTB を活用する意義を裏づけている。調達コスト面でのメリットは依然として小さく、持続性が不透明とはいえ、投資需要が持続する限り、日本が長期的なトランジションの目標に向けたファイナンスを進めるなかで、継続的な発行を支える可能性がある。

もっとも、このプログラムが脱炭素化に貢献するかどうかは、調達条件の優位性のみによって決まるわけではない。調達資金は、短期的な排出削減と、より長期的な産業・技術開発の双方に充てられるため、気候変動対策としての効果が顕在化する時期や、その効果をどの程度測定できるかは、プロジェクトごとに異なる。資金充当やインパクトに関する報告がより詳細に行われるようになれば、投資家は資金調達が具体的な脱炭素化の成果につながっているかどうかを、評価しやすくなるであろう。

Version log

Date	Comment
12 Nov 2026	Document published

Important disclaimer:

This report is for information and educational purposes only. The Anthropocene Fixed Income Institute ('AFII') does not provide tax, legal, investment, accounting, or any regulatory or regulated advice or services. This report is not intended to provide, and should not be relied on for, tax, legal, investment, accounting, or regulatory or regulated advice or services. Nothing in this report is intended (i) as investment advice, as an offer or solicitation of an offer to buy or sell, or as a recommendation, endorsement, or sponsorship of any security, company, issuer, or fund or (ii) to express a particular investment proposal in respect of a financial instrument or an issuer, or (iii) to propose a particular investment decision in respect of a financial instrument or an opinion as to the present or future value or price of any financial instrument or (iv) to recommend or suggest any investment strategy.

AFII is not responsible for any investment decision made by you. You are responsible for your own investment research and investment decisions. This report is not meant as a general guide to investing, nor as a source of any specific investment recommendation. Unless attributed to others, any opinions expressed are our current opinions only. AFII does not take into account your own circumstances or assets and AFII assumes no direct or indirect responsibility or liability for any investment decisions you make, and you remain fully responsible for your own research, legal and regulatory compliance, and decisions.

Certain information presented may have been sourced from third parties. AFII believes that such third-party information is reliable, and has checked public records to verify it wherever possible, but does not guarantee its accuracy, timeliness or completeness; and it is subject to change without notice. Any reference to an issuer's creditworthiness or likelihood of positive or negative performance in the current or future market is purely observational and should not be taken as a recommendation, endorsement or advice in relation to such issuer or its securities. AFII is a non-profit organisation that provides fixed income investors with the insights and tools they need to align their portfolios with ambitious climate and nature targets.

For more information about the Institute, please visit www.anthropocenefii.org.