

国庫短期証券市場について

伊豆久

はじめに

最近の国債利回りに関しては、（超）長期利回りの急騰が注目を集めているが、他方で短期の利回りについては逆に、翌日物コールレートをも下回るという異常事態が続いている。国庫短期証券利回りが上昇しないのはなぜか、本稿では、国庫短期証券市場の現状を整理する。

はじめに国庫短期証券とは何かを確認し、その発行市場の推移を見たあとで、利回りの状況を検証することとする。

1 国庫短期証券とは

国庫短期証券（Tビル）は、「短期国債（TB）」と「政府短期証券（FB）」が統合して発行され、市場に流通しているものである（図表1）。両者は、どちらも政府の短期債務であるが、その財政上国庫金管理上の意味したがってその発行の法的根拠が異なる。すなわち、TBは満期期間こそ六ヶ月、一年と短いもののその性格は一〇年物等の中長期の国債と同一で、歳入の不足を埋める

図表1 短期国債と政府短期証券

債券の名称	割引短期国債 (TB：Treasury Bill)	政府短期証券 (FB：Financing Bill)
発行目的	歳出需要を賄うため (他の年限の国債と同様)	国庫金の短期資金繰り・特別会計の一時的資金不足の補填のため
発行形態	割引発行方式	
償還期間の種類	6ヶ月・1年	3ヶ月・6ヶ月・1年
最低額面金額	5万円	
発行方法	・公募入札方式（価格競争入札・コンベンショナル方式） ・国庫短期証券として統合発行	
譲渡制限	なし	

（出所）財務省『債務管理リポート2025』79頁。

ことを目的とし財政法第四条の但し書き等⁽¹⁾を法的根拠とする。他方、F Bは、国庫や特別会計の一時的な資金繰りのために発行されるもので、財政法第七条、特別会計に関する法律等を根拠とする⁽²⁾。

国債発行は、戦後、一九六六年の一〇年債の発行によって再開されるが、七五年以降大量発行の時代が到来したことでそれまでの都市銀行と日銀による国債の囲い込みが不可能となるとともに（Ⅱ国債の流通市場の形成）、その借り換えが大きな課題となる。そこで、国債の安定的消化のために発行年限の多様化、すなわち中期債、短期債の発行が必要となるのであるが、それは金融債（一年、五年）や預貯金等の既存の金融商品との競合を意味し、金利の自由化をもたらすことになる。そうした中で、八六年にT Bの発行が始まるのである。短期債であっても国債であるため日銀引受は禁止されている。

F Bは、財務省証券と特別会計ごとのいくつかの証券に分かれるが、最近発行実績があるのは、財務省証券、食糧証券、石油証券、外国為替資金証券（外為証券）の四種のみであり、その発行額、年度末残高とも外為証券が九九%を占めている（図表2）。

図表2 政府短期証券の発行状況

		2019	2020	2021	2022	2023
政府短期証券合計	発行額 (うち公募額)	2,515,171 (2,515,171)	4,064,265 (4,064,265)	3,253,959 (3,253,959)	3,301,972 (3,301,972)	3,335,972 (3,335,972)
	償還額	△2,504,473	△3,905,463	△3,294,960	△3,318,968	△3,265,972
	年度末残高	744,188	902,990	861,989	844,993	914,993
	平残	720,576	1,135,570	942,722	991,732	940,582
		—	—	—	—	—
財務省証券	発行額	—	153,994	—	—	—
	償還額	—	△153,994	—	—	—
	年度末残高	—	—	—	—	—
	平残	—	40,207	—	—	—
		—	—	—	—	—
食糧証券	発行額	2,070	3,160	4,430	6,960	6,650
	償還額	△2,000	△2,990	△3,780	△6,410	△7,260
	年度末残高	970	1,140	1,790	2,340	1,730
	平残	539	781	1,046	1,813	1,738
		—	—	—	—	—
石油証券	発行額	43,696	46,870	39,376	37,992	33,353
	償還額	△43,806	△46,988	△39,401	△37,992	△33,353
	年度末残高	11,747	11,629	11,604	11,604	11,604
	平残	11,003	11,746	11,279	9,450	9,166
		—	—	—	—	—
外国為替資金証券	発行額	2,469,405	3,860,241	3,210,153	3,257,020	3,295,969
	償還額	△2,458,667	△3,701,491	△3,251,779	△3,274,566	△3,225,359
	年度末残高	731,471	890,221	848,595	831,049	901,659
	平残	709,033	1,082,836	930,398	980,469	929,678
		—	—	—	—	—

(注) 年度、億円。「原子力損害賠償支援証券」「財政融資資金証券」は、この期間発行がなかった。

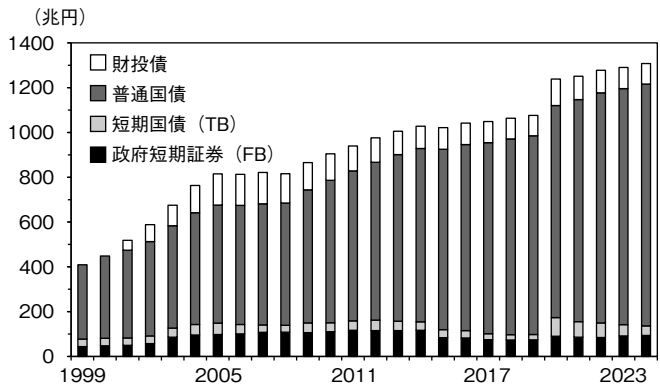
(出所) 財務省「国庫金の施策：政府短期証券発行状況の推移」。

したがって、以下で述べるF Bの動きもそのほとんどすべては外為証券による。

F Bは、戦後、全額日銀引受によって発行されていた⁽³⁾。一九五六年より定率公募残額日銀引受方式となったが、公募の利回りが市場実勢以下であったためそのほとんどは日銀によって引き受けられていた。それが、九九年度から一年かけて公募入札に移行し現在に至る。

このように、T BとF Bは、その財政上国庫金管理上の機能と法的根拠は異なるが、投資家側から見れば短期の政府債務として全く同じ性格であることから、その発行・流通の円滑化のため、二〇〇九年二月より国庫短期証券（Tビル）として統合発行されるようになったのである。

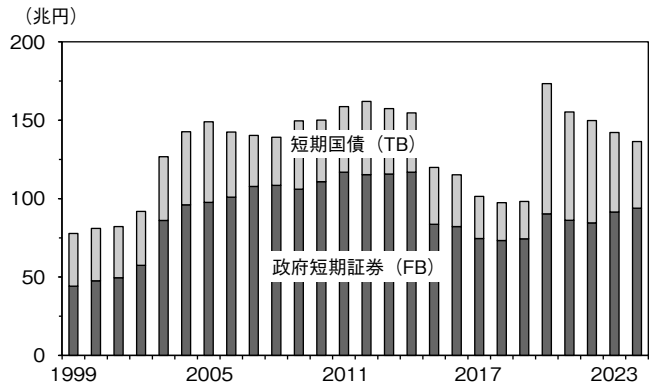
図表3 国債等の発行残高



(注) 年度末。普通国債と財投債は短期国債を除く。

(出所) 財務省「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」より作成。

図表4 国庫短期証券の発行残高



(注) 年度末。

(出所) 図表3に同じ。

2 国庫短期証券の発行状況

Tビルの発行状況を見る前に、それらを含む国債全体の残高の推移を確認しておこう（図表3）。これを見るとやはり短期債を除いた中長期の普通国債がほとんどを占め、その割合は近年さらに上昇していることがわかる。そして、Tビル（ $\text{TB} + \text{FB}$ ）の残高はあまり変化していないように見えるが、それを取り出してみると（図表4）、それでも以下のような特徴や変化を確認することができる。

①まず、TBの残高はほとんど変化せず、Tビル残高の変化はFBの変化によること、②FBは、二〇〇三年度に大きく増え、一五年度に大きく減っていること、③ただしTBも二〇年度に大きく増加しその後漸減していること、がわかる。

FBの発行額が二〇〇三年度に急増したのは、当時の巨額の円売りドル買い介入に伴う外為証券の発行によると思われる（図表5）。外為証券の発行によって市場から円を調達し円売り介入が実施される。また、一五年度には残高が三三兆円減少しているが、それは日銀のマイナス金利政策の発動（一六年二月）前後より、T

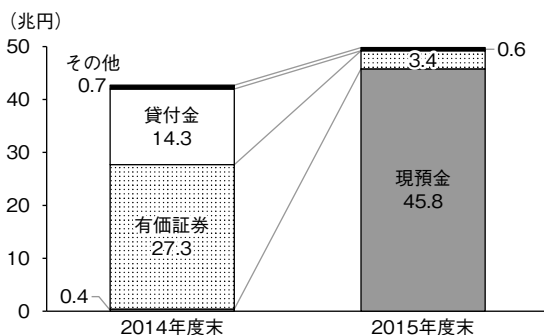
図表5 外為市場介入

年度	兆円
1999	8.6
2000	1.5
2001	3.2
2002	6.4
2003	32.9
2004－09	0.0
2010	2.8
2011	13.6
2012－21	0.0
2022	－9.2
2023	0.0
2024	－15.3

（注）円売り介入（マイナス表示は円買い）。

（出所）財務省「外国為替平衡操作の実施状況」より作成。

図表6 国債整理基金特別会計貸借対照表（資産）



（注）貸付金＝日銀との国債買現先。

有価証券27.3兆円＝国庫短期証券約17兆円＋日本郵政株式約10兆円等。

（出所）財務省『特別会計ガイドブック』各年版、54頁、国債整理基金特別会計貸借対照表より作成。

ビルの利回りもマイナスとなり、一般的な投資家（その意味は後述）は運用対象から外さざるをえなくなったためであろう。例えば、図表6は、国債整理基金の資金運用を示したものであるが、一四年度に一七兆円あったTビル投資が（日銀との現先とともに）翌年度にはなくなり、預金に振り替わっている。マイナス金利で運用するわけにはいかないからである。そして、そうした事情を受けてF Bの発行自体が抑制されたのではないかと推測される。

他方T Bについては、その残高が二〇二〇年度に急増したのは、コロナ対策による予算の膨張を（消化が比較的容易な）T Bの発行で賄ったためである。⁽⁴⁾そしてそれは時間をかけて長期国債に借り換えられている。

3 国庫短期証券の利回り

では、こうしたTビルの利回りにはどのような特徴があるのだろうか。

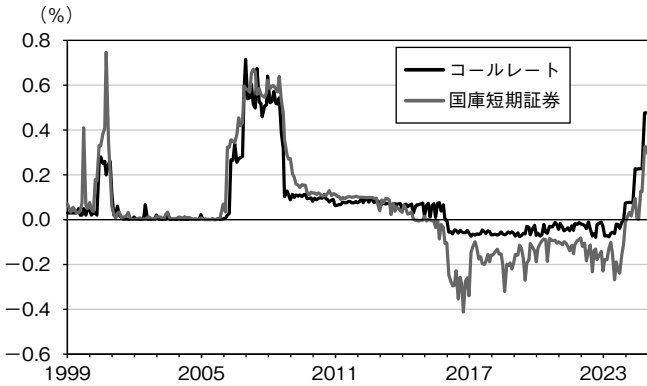
図表7は、コールレート（無担保翌日物）とTビル（三ヶ月物）の利回りの推移を並べたものであり、図表8はその差をとったものである。これらを見ると、二〇一三年を境に、コールレートとTビル利回りから、Tビル利回りへコールレートへと変化していることがわかる。

コールレートは銀行の信用リスクを含み、Tビル利回りはリスクフリーレートであるため、特にストレス時にはその違いを無視することはできないが、通常時には期間の差のほうが圧倒的に大きな意味をもつ。したがって、コールレートとTビル利回りとなるのが当たり前なのであるが、それが二〇一三年以降逆転していることになる。その理由は何だろうか。すぐに思い浮かぶ答えは、同年から始まった異次元緩和であるが、しかし、図表7・8を見ると、それだけでは十分な答えとは言えない。

二〇一六年にマイナス金利政策が始まると、Tビル利回りのマイナスは一層深くなり、コールレートとの差はさらに大きくなっていく。そして、昨年（二四年）三月にマイナス金利政策が解除されると、Tビル利回りもプラス圏に戻るのであるが、しかし現在においても図表8が示すように、コールレートとの逆転現象は解消されていないのである。異次元緩和だけでは利回りの逆転を説明できないことになるが、ではその理由は何だろうか。

とは言いえ、やはり第一には、異次元緩和によるまたコロナ対応による、日銀によるTビルの買入れである。異次元緩和では、図表9が示すように長期国債の大量の買入れが中心的政策手段であったが、Tビルの買入れも一定の規模に達してお

図表7 国庫短期証券利回りとコールレート



(注と出所) 1999年4月～2025年6月。
 コールレート：無担保翌日物（月次、月末）。日銀時系列統計データより作成。
 短国利回り：3ヶ月物、各月最終入札時の落札平均利回り。財務省国債等関係諸資料（国庫短期証券の入札結果）より作成。

図表8 国庫短期証券利回りとコールレートの差



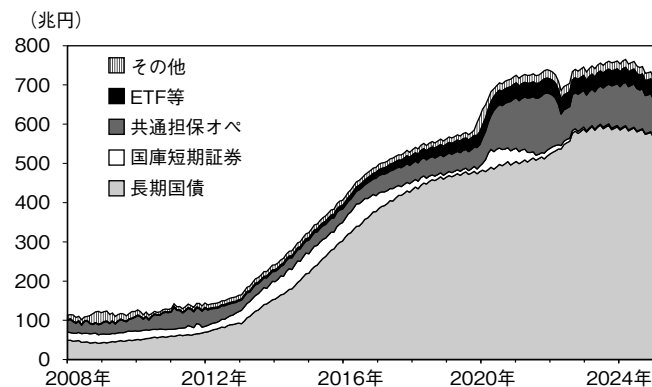
(出所) 図表7より作成。

り、Tビル市場の側から見るとそのインパクトの大きさは明らかである。図表10が示すように、金融機関保有が急減し日銀保有が急増している（二〇一六一六年）。しかも異次元緩和は、（二〇一六年九月のYCCへの移行までは）マネタリーベース拡大のために（利回りに関係なく）一定額の国債買入れを目標としたため、市場

では、日銀への売却を前提に財務省の入札に参加するといった動き（いわゆる「日銀トレード」）が一般化し、利回りはコールレートなど他の市場金利との合理的な関係を離れて下落したのである。

第二に、異次元緩和は、日銀による直接的な買入れ以外のルートを通じて、Tビル利回りを押し下げること

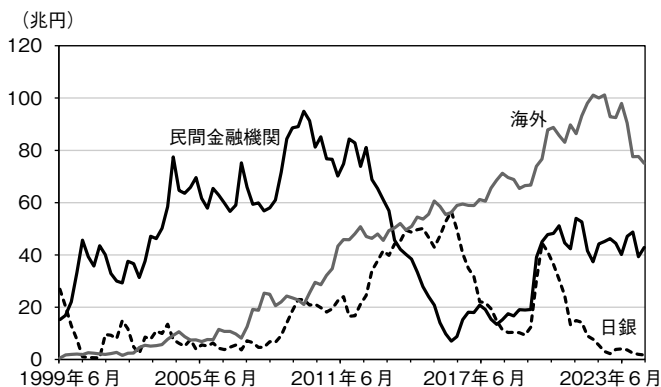
図表9 日本銀行の資産



（注）2008年1月～25年6月、月次、月末。

（出所）日銀時系列データより作成。

図表10 国庫短期証券の保有者別残高



（注）1999年6月末～2025年3月末、四半期。政府等その他の保有者は省略。

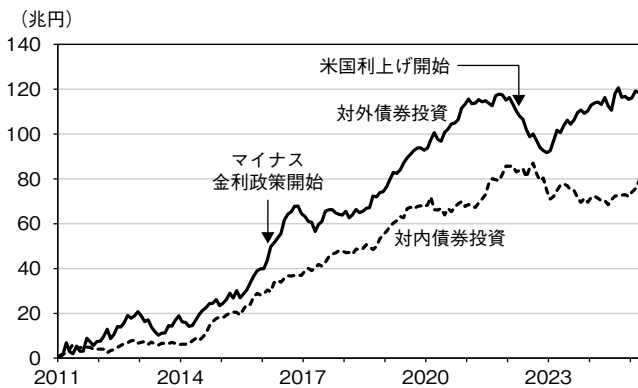
（出所）日銀時系列データより作成。

になった。異次元緩和とりわけマイナス金利政策の実施（二〇一六年二月）は中長期の金利をもマイナス圏に低下させ、その結果利回りを求める投資家は外債投資を活発化させることになる（図表11）。それは、異次元緩和が求めた「ポートフォリオ・リバランス」効果の一つでもある。

外債投資の急増は、その為替リスクヘッジのための短期の円投ドル調達を増大させ、ドル調達に特別のコストを生じさせるに至った。そしてそれはドルをベースとする投資家の円調達には逆にマイナスのプレミアムを生じさせることを意味した。海外の投資家からすると、TB利回りがマイナスでもドル投の円調達コストが大幅にマイナスであるため、全体としての投資利回りはプラスとなる。そこで、信用リスクがなく短期のため金利リスクも小さいTビルが恰好の投資対象となり、その結果その利回りは、銀行間での無担保貸借金利であるコールレートをも下回る水準まで下落することになったのである。

こうした現象は、一九九〇年代末の日本の金融危機時にも見られたが（ジャパン・プレミアムⅡ銀行の信用リスク上昇によるドル調達コストの上昇）、二〇一〇年代には金融危機は発生しておらず、金融機関のドル調達にプレミアムが発生する理由はないはずである。しかしながら、異次元緩和による長期金利

図表11 対外・対内債券投資



（注）中長期債。2011年初めを0とする純増額（＝取得－処分）の累積値。
2011年1月～25年5月、月次。

（出所）財務省『債務管理レポート2016』18頁、図c 2-4を参考に、財務省
「国際収支状況：対外・対内証券投資の総括表」より作成。

の低下・マイナス化が、異例の外債需要を発生させ、結果的に、Ｔビルを、事実上日銀と海外投資家にしか保有できない証券としたのである（図表10）。

さらに、リーマンショック後の米国の金融規制の強化が米国市場における短期のドル供給能力を低下させたことも、上記のドル調達コストをさらに押し上げることになった。例えばMMFの民間債投資への規制強化は銀行発行のCP等への投資を抑制し、銀行の自己資本比率規制の強化は為替ディーラーのマーケットメイクを制約し、（米国から見た）海外銀行のドル調達コストを高めることになった。

二〇一六年九月のYCCへの移行後、日銀は量的な目標にもとづく国債買入れ政策を事実上放棄し、Ｔビルの保有額もその後減少している。しかし、二〇年のコロナ対策によるTBの大量発行のもとでは、銀行も（一時的に）日銀もその保有額を増加させている（図表10）。

また、Ｔビルに対しては、市場での取引また日銀との取引における担保としてのニーズが基底的に存在するが、特に二〇一三年六月からの日銀の貸出増加支援供給（一六年三月からは金利〇％、同年六月からはさらに借入額の二倍を日銀預金におけるゼロ金利枠に加算）はそうした需要をさらに強めることになったと思われる。

そして、マイナス金利政策の解除（短期金利のプラス化）は、国内の一般投資家のＴビル投資を復活させることにもなった。証券投資家の待機資金の受け皿となっているMRF（マネーリザーブファンド）は、マイナス金利政策の下では（同政策の発動から一ヶ月遅れではあったが）その例外として、同資金を運用する信託銀行の日銀預金の金利を（マイナス〇・一％ではなく）ゼロ%とすることが認められていたが、短期金利がプラス化することで再び市場での運用が可能となった。MRFは投資信託の一種として有価証券での運用比率を原則として五〇％以上とするルールがあり、一般的にCPでの運用比率が高いが、そのポートフォリオの中で一定程度Ｔビル

への投資も復活しているのである。

こうした条件が、異次元緩和の下で、またマイナス金利の解除後も、Tビル利回りを異例の低水準に押しとどめているものと思われる。

おわりに

では、今後はどうだろうか。

やはり最も大きな課題はドル調達プレミアムの縮小であるが、それはドル建て債券投資の適正化によって、結局は中長期国債利回りの正常化によってもたらされるものであろう。日銀は、国債買入れの縮小にも、政策金利の引上げにも極めて慎重な姿勢を続けているが、それは円債市場の魅力回復を遅らせ、投資家に海外投資を余儀なくさせている。それは、長期金利への危険な圧力を高めるだけでなく短期市場の正常化を遅らせることになっているのではないだろうか。

注

- (1) 財政法第四条「国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる」この但し書きはいわゆる建設国債について規定したものであり、公共事業費等以外の財源に充てることはできない。その場合には、別途法律を制定することになる（赤字国債≡特例国債）。

- (2) 財政法第七条「①国は、国庫金の出納上必要があるときは、財務省証券を発行し又は日本銀行から一時借入金をなす

ことができる。②前項に規定する財務省証券及び一時借入金は、当該年度の歳入を以て、これを償還しなければならない」(財務省証券)。

特別会計に関する法律第八三条「①外国為替資金に属する現金に不足がある場合には、外国為替資金特別会計の負担において、一時借入金をし、融通証券を発行し、又は国庫余裕金を繰り替えて使用することができる。⑤第一項の規定による一時借入金、融通証券・・・は、一年内に償還し・・・なければならぬ」(外国為替資金証券)等。

財務省証券が「当該年度内の歳入を以て、これを償還」しなければならないのに対し、外国為替資金証券等は「一年内に償還」でよい。そのため、財務省証券の年度末残高は常にゼロであるのに対して、外為証券等は年度末を越えることが可能となる。しかしそうすると、その性格はTBに近づく。

(3)

FBの歴史は一八八六年発行の大蔵省証券にさかのぼるが、当初より日銀引受が原則だったわけではない。むしろ逆に、「政府は平時においては極力短期証券の公募並びに市中転売を促進する努力をしているのであって、日露戦争前の明治三〇年代においては、公募方式として最も進歩した形と考えられる入札公募方式によってのみ短期証券の発行が行われた時期があるとともに、株式取引所における短期証券の上場という事態すら見られたのである」(「政府短期証券起債方法の変遷(その一)」日本銀行『調査月報』一九五六年六月、二三頁)。戦後、日銀引受が原則となったのは一九四六年一月発出のGHQの覚え書き「政府借入並びに支出削減に関する件」が、国債の日銀引受を禁止するもののFBは例外としたことに由来する(中島将隆『日本の国債管理政策』東洋経済新報社、一九七七年、一三七―一三九頁)。

(4)

コロナ期の、TBの発行増を含む財政・日銀のマネーフローの変化については、拙稿「コロナ対応策と資金フロー」本誌二〇二二年六月号参照。

(5)

Tビル利回りの低下、特にハドル調達コストの上昇↓海外投資家にとつての円調達コストの低下↓海外投資家のTビル投資の増加↓Tビル利回りの（マイナス圏への）低下↓という現象については、多くの指摘・解説がある。①寺田寿明「国庫短期証券（Tビル）市場」（東短リサーチ株式会社編『東京マネー・マーケット第八版』有斐閣選書、二〇一九年、第三章）、②服部孝洋『日本国債入門』金融財政事情研究会、二〇二三年、二八四―二九九頁、③「短期国債、上がらぬ利回り 海外中銀・MRF買いで品薄に」『日本経済新聞電子版』二〇二四年九月三日等の他、④財務省の『債務管理レポート』も二〇一六年版以降ほぼ毎年、「ベース・スワップ・スプレッドのマイナス幅の拡大」、「TBIに対する需要について」等のコラムでこの点を取り上げている。

(い) はず ひさし・客員研究員