

証 研

レポート

No.1751

2025年8月

国庫短期証券市場について

伊豆 久（1）

インド当局によるジェーン・ストリート処分

～SEBI暫定命令の考察～

吉川 真裕（13）

米国債取引の中央清算機関利用の義務付け

福本 葵（23）

ファイナンシャル・ウェルビーイングを巡る動向について

井戸 照喜（36）

国庫短期証券市場について

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。

伊豆
久

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、FB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⁽²⁾る。

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TB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。

FB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	2,515,171	4,064,265	3,253,959	3,301,972	3,335,972
	(うち公募額)	(2,515,171)	(4,064,265)	(3,253,959)	(3,301,972)	(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 平残	744,188 720,576	902,990 1,135,570	861,989 942,722	844,993 991,732	914,993 940,582
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
償還額		△2,000	△2,990	△3,780	△6,410	△7,260
年度末残高 平残		970 539	1,140 781	1,790 1,046	2,340 1,813	1,730 1,738
石油証券		発行額	43,696	46,870	39,376	37,992
	償還額	△43,806	△46,988	△39,401	△37,992	△33,353
	年度末残高 平残	11,747 11,003	11,629 11,746	11,604 11,279	11,604 9,450	11,604 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
償還額		△2,458,667	△3,701,491	△3,251,779	△3,274,566	△3,225,359
年度末残高 平残		731,471 709,033	890,221 1,082,836	848,595 930,398	831,049 980,469	901,659 929,678

(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。

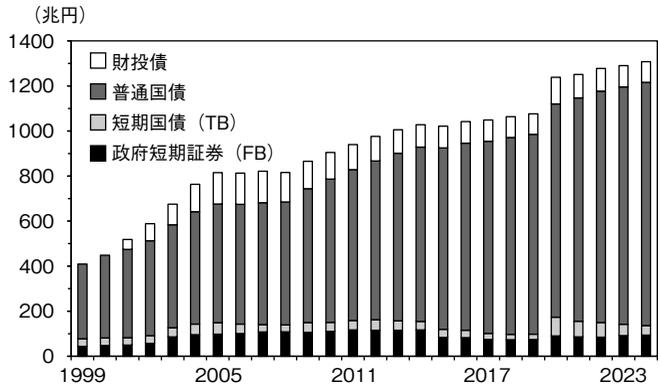
(出所) 財務省「国庫金の施策：政府短期証券発行状況の推移」。

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。

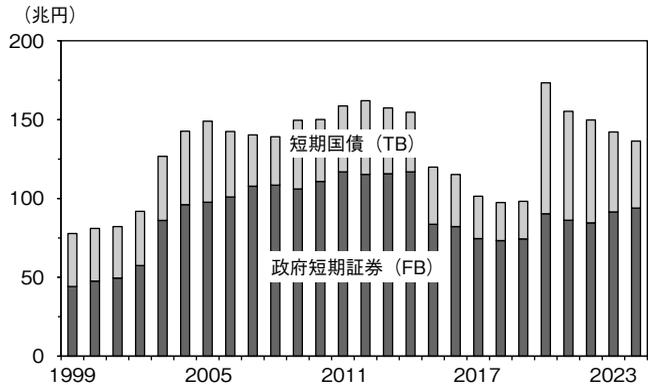
このように、T BとF Bは、その財政上国庫金管理上の機能と法的根拠は異なるが、投資家側から見れば短期の政府債務として全く同じ性格であることから、その発行・流通の円滑化のため、二〇〇九年二月より国庫短期証券（Tビル）として統合発行されるようになったのである。

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（TTB+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

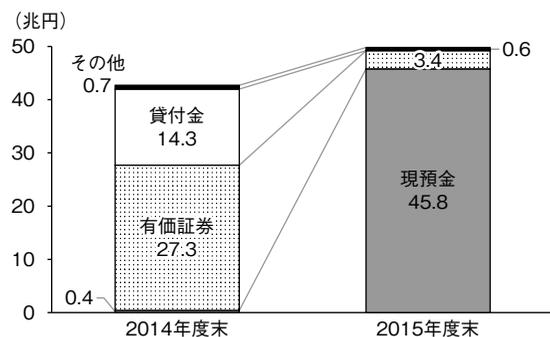
図表5 外為市場介入

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。

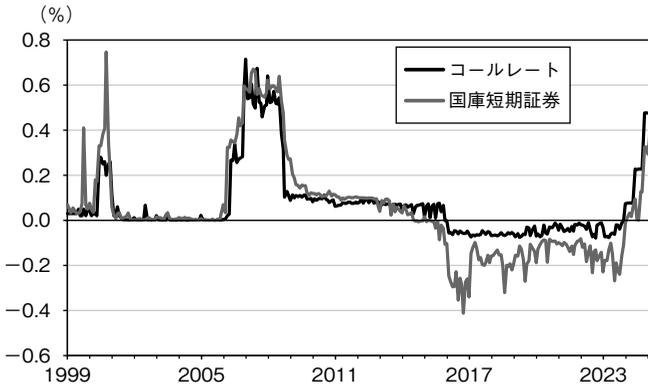
図表7は、コールレート（無担保翌日物）とTビル（三ヶ月物）の利回りの推移を並べたものであり、図表8はその差をとったものである。これらを見ると、二〇一三年を境に、コールレート \wedge Tビル利回り から、Tビル利回り \wedge コールレート へと変化していることがわかる。

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 \wedge 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。⁽⁵⁾

とほやえ、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



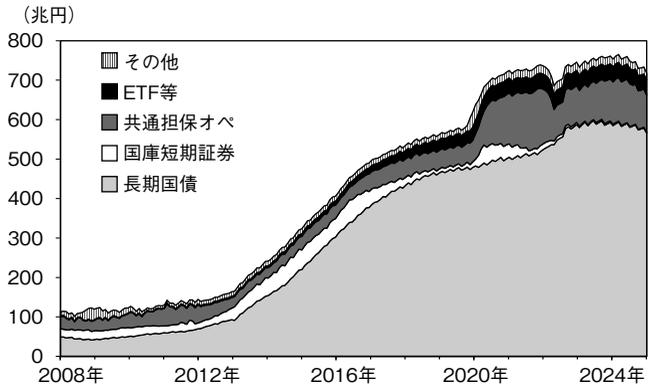
(出所) 図表7より作成。

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（二〇一三―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。

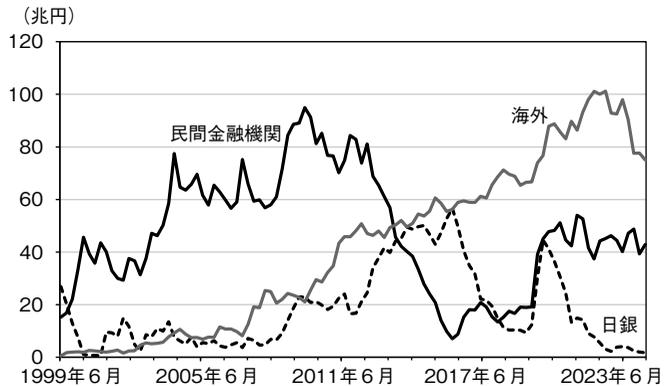
第二に、異次元緩和は、日銀による直接的な買入れ以外のルートを通じて、Tビル利回りを押し下げること

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「ポルトフォリオ・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・プレミアムの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Ⅱ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って、これを償還」しなければならぬのに対し、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。しかしそうなると、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、一三三頁）。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・日銀のマナ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、特にヘ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」(東短りサーチ株式会社編『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」、[T.Bill]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) ず ひさし・客員研究員

インド当局によるジェーン・ストリート処分

～SEBI暫定命令の考察～

吉川 真裕

二〇二五年七月四日、インド証券取引委員会（SEBI）は米自己勘定トレーディング会社ジェーン・ストリート・グループに対して株価指数オプション取引にかかわる不正取引を理由として取引停止と資産凍結を命じる暫定命令（interim order）を公表した。⁽¹⁾

ジェーン・ストリートに関してはインドの従業員の転職を巡ってアメリカで裁判がおこなわれており、部外秘で計り知れない価値のある取引戦略を盗まれたとして元従業員二人とミレニアム・マネジメントを相手取り訴訟を起こしている。この戦略がインドのオプション取引に焦点を絞ったものであることがミレニアムの弁護士による陳述で二〇二四年四月に明らかになっており、裁判所の判事はこの戦略を用いて二〇二三年に約一〇億ドルの利益をジェーン・ストリートが得たと主張していた。⁽²⁾

こうした背景からジェーン・ストリートが成長著しいインドの株価指数オプション市場でどのような取引をおこなって巨額の利益をあげていたのかというところに注目が集まっており、株式デリバティブ取引に対する規制を強化しているSEBIが他の投資家に対しても処分をおこなうことになるのかも注目されている。

本稿ではSEBIの暫定命令文書を紹介し、ジェーン・ストリアートの取引について考察する。

1 概要

一〇五ページに及ぶ暫定命令文書では二日分の取引を株価操作の事例としてあげており、二日分の利益の総額は四八四億三五七万一六八ルーピー(約八四〇億円)とされており、この金額の差し押さえをSEBIは命じている(図表1)。

詳細な手口が暫定命令文書で提示されているのは日中指数操作戦略の二〇二四年一月一七日、拡張引け値操作戦略の二〇二四年七月一日と二〇二五年五月一五日の三日分のみであるが、暫定命令文書の最後に四つの補足情報のダウンロード先が提示されており、PDFファイルで二九六ページにわたる文書では他の日の手口も図表で提示されている。

取引情報が暫定命令文書で公表されている三日分の取引のうち二〇二四年一月一七日分が四一ページ、二〇二四年七月一日分が一八ページ、二〇二五年五月一五日分が二〇ページであり、最も詳しく紹介されている二〇二四年一月一七日の取引に絞って以下では取り上げる。

図表1 不正取引の対象と特定されている期日

Table 44

Sr No.	Date	Profit (in INR)	Index	Manipulative Strategy adopted
1	31/08/2023	1,91,58,80,692	BANKNIFTY	Intra-day Index Manipulation Strategy
2	13/09/2023	2,12,17,98,622	BANKNIFTY	
3	20/09/2023	2,33,13,29,117	BANKNIFTY	
4	28/09/2023	2,41,68,87,439	BANKNIFTY	
5	04/10/2023	1,63,67,11,214	BANKNIFTY	
6	18/10/2023	3,17,32,61,362	BANKNIFTY	Intra-day Index Manipulation Strategy
7	26/10/2023	2,59,12,21,492	BANKNIFTY	
8	06/12/2023	1,50,90,17,742	BANKNIFTY	
9	03/01/2024	1,64,65,18,393	BANKNIFTY	
10	17/01/2024	7,34,92,69,578	BANKNIFTY	
11	06/03/2024	1,97,04,91,842	BANKNIFTY	
12	16/04/2024	1,70,27,29,601	BANKNIFTY	
13	08/05/2024	1,71,00,78,602	BANKNIFTY	
14	15/05/2024	1,60,71,51,918	BANKNIFTY	Intra-day Index Manipulation Strategy
15	29/05/2024	2,58,55,35,776	BANKNIFTY	
16	19/06/2024	3,22,44,61,015	BANKNIFTY	
17	03/07/2024	2,99,03,41,049	BANKNIFTY	
18	10/07/2024	2,25,35,13,656	BANKNIFTY	Extended marking the close
19	08/05/2025	3,06,65,621	NIFTY	
20	15/05/2025	1,67,52,81,113	NIFTY	
21	22/05/2025	1,99,36,24,324	NIFTY	
	Grand Total	48,43,57,70,168		

なお、暫定命令文書ではジェーン・ストリートの関連会社として四つの会社が特定され、これらの二〇二三年一月から二〇二四年三月までの損益状況が示されており、株価指数オプション取引からの利益が突出して大きく、ジェーン・ストリート・シンガポールが七割以上を占めていたことも明らかにされている（図表2）。

2 二〇二四年一月一七日の取引詳細

二〇二四年一月一七日の取引は日中指数操作戦略と分類されており、午前中に銀行株を対象としたバンクニフティ指数の構成銘柄の現物株式と個別株先物を買う一方、バンクニフティ指数のコール・オプションを売り、プット・オプションを買って、バンクニフティ指数のオプションが満期を迎える午後にはバンクニフティ指数の構成銘柄の現物株式と個別株先物売り、バンクニフティ指数の先物売るという取引であった。この日の取引でジェーン・ストリートは暫定命令文書で取り上げられている二一日分の取引で最大の七三億四九二六万九五七八ルピーの利益をあげていた（図表1）。

図表2 ジェーン・ストリートの損益概要

Table 4

Profit/ (Loss) Summary (in ₹ crore)							
Name	PAN	Total profit	Total profit in 'Index Options'	Total profit in 'Index Futures'	Total profit in 'Stock Options'	Total profit in 'Stock Futures'	Total profit in 'Stocks' i.e. cash segment
Jane Street Asia Trading Limited	AAECJ7368M	6,929.56	7,650.34	(85.62)	34.82	(668.87)	(1.12)
JSI2 Investments Private Limited	AAGCJ5786R	(168.67)	(168.67)	—	—	—	—
JSI Investments Private Limited	AAFCJ0285L	4,104.61	4,392.03	0.00	(0.37)	0.00	(287.05)
Jane Street Singapore Pte Limited	AAGCJ1682G	25,636.62	31,415.63	(105.19)	865.54	(6,539.36)	0.00
Total		36,502.12	43,289.33	(190.81)	899.99	(7,208.23)	(288.17)

Source: NSE

図表3は二〇二四年一月七日の取引量を前日の一月一六日の取引と翌日の一月一八日の取引と比較しており、現物株・個別株先物・バンクニフティ指数先物のいずれにおいても非常に大きかったことがわかる。

図表4は二〇二四年一月一七日午前のバンクニフティ指数構成銘柄の現物株式の取引状況を表わしている。最右欄のジェーン・ストリートによる取引比率をみると最上段のHDFCBANKの値を除いて多くは二〇%を越えており、非常に大きかったことがわかる。

図表5は二〇二四年一月一七日午前のバンクニフティ指数構成銘柄の個別株先物の取引状況を表わしている。最右欄のジェーン・ストリートによる取引比率をみるといずれの値も大きいですが、最上段のHDFCBANKは四〇%と非常に大きく、図表4で値が小さかったことを補っているようであることがわかる。

図表6は二〇二四年一月一七日午後のバンクニフティ指数構成銘柄の現物株式の取引状況を表わしている。最右欄のジェーン・ストリートによる取引比率をみると図表4の午前の取引と似ていることがわかる。

図表7は二〇二四年一月一七日午後のバンクニフティ指数構成銘柄の個別株先物の取引状況を表わしている。最右欄のジェーン・ストリートによる取引比率をみるといずれの値も大きいですが、最上段のHDFCBANKは二二%で他の銘柄に比べてそれほど大きくはなかったことがわかる。

図表8は二〇二四年一月一七日午後のバンクニフティ指数先物の取引状況を表わしている。最右欄のジェーン・ストリートによる取引比率をみると一九%と現物株式や個別株先物並みに大きかったことがわかる。

図表9は二〇二四年一月一七日午前のバンクニフティ指数オプションの取引状況を表わしている。最右欄のデルタ・エクスపోジチャーをみると、全ての銘柄で値下がり利益が生じるマイナスにはなっていないものの、四七二〇〇のプット・オプションを中心に全体では大きなマイナスになっていたことがわかる。

図表3 1月17日前後のジェーン・ストリートによる取引

Table 25

Day	Dates	GTV in INR Crores			
		Cash(A)	Stock Futures(B)	BANKNIFTY	Total GTV (A)+(B)+(C)
		(12 Constituents)	(12 Constituents)	Index Futures(C)	
T-1	16-Jan-2024	214.41	1,935.77	—	2,150.18
T	17-Jan-2024	3,710.42	6,102.58	844.33	10,657.33
T+1	18-Jan-2024	626.24	1,956.86	—	2,583.10

図表4 1月17日午前中のジェーン・ストリートによる現物株取引

Table 7

Script ⁶	Buy start time	Buy end time	Open	High	Low	Close	No. of buy trades - JS	Buy trade quantity - JS	Buy side TV ⁷ in INR Crs. - JS (A)	No. of buy trades - Market - wide	Buy trade quantity - Market - wide	Buy side TV in INR Crs. - Market - wide (B)	JS's buy traded value relative to market - wide traded value (in%) (A/B)
HDFCBANK	09:15:43	11:06:05	1586.2	1596.8	1570.1	1574.6	22,283	19,99,785	316.41	7,50,562	3,47,95,972	5,506.76	5.75%
ICICIBANK	09:15:45	11:20:15	994.2	1007.8	985.05	987.75	34,673	44,62,505	445.03	2,63,502	1,91,31,083	1,907.26	23.33%
AXISBANK	09:15:43	11:20:12	1094.1	1115	1091.9	1100.3	34,343	25,10,272	277.13	1,93,128	1,04,51,176	1,153.12	24.03%
SBIN	09:15:45	11:20:11	627.1	636.8	626.5	628.7	27,894	34,45,606	217.67	1,75,825	1,36,62,409	862.53	25.24%
KOTAKBANK	09:15:43	11:20:09	1819.15	1834.7	1795	1799.9	35,815	10,48,868	190.26	1,44,328	45,20,879	819.78	23.21%
INDUSINDBK	09:15:43	11:19:54	1647.15	1677.1	1645.3	1653.4	21,172	7,20,721	119.66	92,866	28,84,264	478.48	25.01%
FEDERALBNK	09:15:47	11:07:41	146.75	149.5	146.25	147	16,363	39,16,350	57.94	1,22,840	1,81,73,024	268.48	21.58%
BANKBARODA	09:15:47	11:08:00	227.45	232.35	227.25	230.55	13,767	31,54,397	72.64	71,584	1,36,09,188	294.70	24.65%
IDFCFIRSTB	09:15:50	11:07:40	87.05	89.65	86.8	87.2	5,515	67,54,912	59.56	82,395	4,27,89,694	376.65	15.81%
AUBANK	09:15:45	11:20:08	763.55	783.95	747.85	758.2	18,274	5,73,988	43.76	79,577	23,03,461	175.45	24.94%
PNB	09:15:57	11:07:28	97	98.9	96.8	97.95	4,940	52,38,342	51.53	74,739	3,17,55,556	311.79	16.53%

図表5 1月17日前後のジェーン・ストリートによる個別株先物取引

Table 8

Script	Expiry	Buy start time	Buy end time	Open	High	Low	Close	No. of buy trades - JS	Buy trade quantity - JS	Buy side TV in INR Crs. - JS (A)	No. of buy trades - Market - wide	Buy trade quantity - Market - wide	Buy side TV in INR Crs. - Market - wide (B)	JS's traded value relative to market - wide traded value (in%) (A/B)
HDFCBANK	25-Jan-24	09:57:43	09:58:05	1587.7	1589.1	1587.1	1589	52	42,350	6.73	152	1,11,650	17.73	37.93%
ICICIBANK	25-Jan-24	09:15:05	11:46:50	990	1008.7	982	983.2	6,751	64,82,000	646.09	33,274	2,78,70,500	2,777.55	23.26%
AXISBANK	25-Jan-24	09:15:08	11:46:55	1097.8	1115.7	1094.2	1094.8	4,051	31,53,125	348.26	19,070	1,35,62,500	1,496.74	23.27%
SBIN	25-Jan-24	09:15:07	11:46:18	630.6	637.2	626.7	628.85	3,116	57,97,500	366.75	15,173	2,64,58,500	1,672.65	21.93%
KOTAKBANK	25-Jan-24	09:15:05	11:46:59	1820	1837.5	1789.3	1791.9	3,685	19,20,400	349.02	16,879	79,68,800	1,448.38	24.10%
INDUSINDBK	25-Jan-24	09:15:08	11:46:55	1649.35	1678	1644.3	1650.2	2,206	12,51,000	208.02	9,629	52,62,000	874.01	23.80%
FEDERALBNK	25-Jan-24	09:15:05	11:46:28	146.85	149.7	145.65	146.35	1,215	71,35,000	105.51	6,476	3,61,90,000	534.59	19.74%
BANKBARODA	25-Jan-24	09:15:06	11:46:47	228.6	233.95	226.95	232.15	1,798	61,60,050	142.49	7,892	2,68,25,175	619.89	22.99%
IDFCFIRSTB	25-Jan-24	09:15:05	11:46:50	87.3	89.8	86.75	86.9	1,293	1,29,45,000	113.95	8,667	7,84,05,000	689.96	16.52%
AUBANK	25-Jan-24	09:15:16	11:46:56	758	777	747	751.8	1,196	15,85,000	120.52	5,647	67,66,000	513.98	23.45%
PNB	25-Jan-24	09:15:06	11:41:32	96.85	100.25	96.3	99.3	977	1,12,72,000	111.13	6,560	6,56,16,000	647.31	17.17%

図表6 1月17日午後のジェーン・ストリートによる現物株取引

Table 16

Scrip	Sell start time	Sell end time	Open	High	Low	Close	No. of Sell trades - JS	Sell trade quantity - JS	Sell side TV in INR Crs. - JS (A)	No. of Sell trades - Market - wide	Sell trade quantity - Market - wide	Sell side TV in INR Crs. - Market - wide (B)	JS's traded value relative to market - wide traded value (in%) (A/B)
HDFCBANK	11:49:59	15:28:41	1561.7	1568	1528.4	1541.4	42,769	21,17,418	330.29	10,64,168	3,79,33,287	5,875.44	5.62%
ICICIBANK	11:50:12	15:22:49	981.8	988.55	978.6	980	37,817	44,63,170	438.84	2,45,447	1,76,98,802	1,740.55	25.21%
AXISBANK	11:50:01	15:12:04	1093	1097	1080.9	1082.7	48,465	25,11,466	273.58	2,77,040	1,04,76,341	1,141.31	23.97%
SBIN	11:49:59	15:29:22	626.4	629.6	623.4	626.35	35,956	34,48,238	215.88	2,21,753	1,38,70,654	868.51	24.86%
KOTAKBANK	11:50:09	15:28:49	1788.05	1789.2	1776.1	1777.6	29,263	11,34,123	202.07	1,94,508	54,62,480	973.25	20.76%
INDUSINDBK	11:50:13	15:29:08	1642.05	1651.5	1631.9	1642.8	16,021	6,97,721	114.48	1,25,051	32,62,605	535.68	21.37%
FEDERALBNK	11:50:34	13:54:05	145.95	146.9	143.85	146.45	7,931	39,16,350	56.84	81,092	1,53,81,092	223.29	25.45%
BANKBARODA	11:50:06	14:38:07	230.55	231.15	225.1	225.9	7,354	31,54,523	71.81	55,521	1,23,84,340	282.06	25.46%
IDFCFIRSTB	11:50:25	14:19:11	86.6	86.75	85.55	85.9	8,104	67,54,912	58.08	60,654	2,63,66,766	226.78	25.61%
AUBANK	11:50:15	15:28:48	750.4	760.75	744.2	755.05	20,810	6,05,639	45.69	87,139	27,42,704	206.96	22.08%
PNB	11:50:14	13:14:50	99	99.1	97	97.55	3,663	52,38,342	51.15	37,282	2,04,63,561	199.93	25.58%
BANDHANBNK	11:51:39	11:51:39	224.65	224.65	224.65	224.65	3	3,025	0.07	3	3,025	0.07	100.00%

図表7 1月17日午後のジェーン・ストリートによる個別株先物取引

Table 17

Scrip	Expiry	Sell start time	Sell end time	Open	High	Low	Close	No. of Sell trades - JS	Sell trade quantity - JS	Sell side TV in INR Crs. - JS (A)	No. of Sell trades - Market - wide	Sell trade quantity - Market - wide	Sell side TV in INR Crs. - Market - wide (B)	JS's traded value relative to market - wide traded value (in%) (A/B)
HDFCBANK	25-Jan-24	12:19:16	15:29:58	1570.95	1571.3	1531.7	1547	8,118	61,55,600	956.30	42,843	2,79,93,350	4,344.02	22.01%
ICICIBANK	25-Jan-24	11:49:22	15:29:51	983.15	988.85	976.75	978.85	8,129	67,23,500	661.15	33,471	2,68,02,300	2,635.67	25.08%
AXISBANK	25-Jan-24	11:50:26	15:29:53	1094.6	1097.3	1080	1081	3,861	29,70,000	323.10	16,611	1,17,85,625	1,282.23	25.20%
SBIN	25-Jan-24	11:55:54	15:29:54	627.6	631.45	624.7	626.4	3,776	66,88,500	419.67	15,564	2,63,55,000	1,653.75	25.38%
KOTAKBANK	25-Jan-24	11:49:15	15:29:54	1793.65	1794.1	1775.9	1778.3	3,556	18,41,600	328.53	15,490	72,12,000	1,286.77	25.53%
INDUSINDBK	25-Jan-24	11:51:58	15:29:50	1648.55	1656	1636	1645	2,354	13,71,500	225.58	9,100	51,06,000	839.92	26.86%
FEDERALBNK	25-Jan-24	11:56:52	15:28:27	146	147.25	144.3	146.2	1,319	74,00,000	107.83	5,905	3,50,40,000	510.79	21.11%
BANKBARODA	25-Jan-24	11:56:28	15:29:52	230.65	230.65	225.1	226.15	1,656	62,27,325	141.81	11,059	3,84,14,025	873.36	16.24%
IDFCFIRSTB	25-Jan-24	11:56:50	15:29:54	86.8	86.9	85	85.4	1,581	1,39,27,500	119.76	8,880	7,65,15,000	657.82	18.21%
AUBANK	25-Jan-24	11:57:18	15:29:45	748.4	760.7	744.2	750.3	1,380	14,55,000	109.37	5,292	57,83,000	434.75	25.16%
PNB	25-Jan-24	11:56:41	15:29:01	98.55	98.6	96.85	97.55	1,016	1,07,68,000	105.12	5,792	5,72,00,000	558.52	18.82%

図表8 1月17日午後のジェーン・ストリートによるバンクニフティ指数先物取引

Table 18

Scrip	Expiry	Sell start time	Sell end time	Open	High	Low	Close	No. of Sell trades - JS	Sell trade quantity - JS	Sell side TV in INR Crs. - JS (A)	No. of Sell trades - Market - wide	Sell trade quantity - Market - wide	Sell side TV in INR Crs. - Market - wide (B)	JS's traded value relative to market - wide traded value (in%) (A/B)
BANKNIFTY	25-Jan-24	14:46:14	15:08:45	46314.8	46337.9	46051	46081.6	2,203	92,850	428.81	16,486	4,82,760	2,229.85	19.23%

図表9 1月17日午前のジェーン・ストリートによる指数オプション取引

Table 15

Call Option							PUT Option								
Strike	Call long (09:15 to 09:22)			Call short (09:15 to 09:22)			Delta Exposure	Strike	Put long (09:15 to 09:22)			Put short (09:15 to 09:22)			Delta Exposure
	Premium			Premium					Premium			Premium			
	Min	Max	Qty	Min	Max	Qty		Min	Max	Qty	Min	Max	Qty		
44500			—			—	—	39500			0.55	1.15	1,82,340	—	
45700			—			—	—	40000			0.75	1.10	34,920	—	
45800			—			—	—	40500			0.65	1.25	17,400	—	
46000	1225	1225	570			—	2,66,81,135	41000			0.70	1.10	16,425	—	
46100			—			—	—	41500	0.95	0.95	900	0.85	1.65	1,29,705	—
46200			—			—	—	42000	0.9	0.9	6,300	0.85	1.80	1,23,690	—
46300			—			—	—	42500	1.05	1.15	13,500	0.75	1.75	1,06,575	—
46400			—	750	800	960	-4,17,79,323	43000	1.05	1.05	5,400	0.85	2.00	1,33,230	—
46500	730	770	4,425	700	722	2,250	9,99,05,552	43500	1.2	1.35	5,400	1.10	2.65	69,105	—
46600	593.55	677.5	1,005	591	861	3,420	-9,53,84,440	44000	1.8	1.8	4,500	1.25	3.15	1,39,050	—
46700	508.65	585	3,330	500	781	4,920	-5,95,22,805	44200			—	1.60	2.65	47,925	—
46800	429.65	527.9	15,825	427	690	31,995	-50,48,16,880	44300			—	1.50	2.85	1,02,420	—
46900	357.55	477.3	24,735	362	600	38,265	-37,13,47,831	44400			—	1.65	2.95	82,080	—
47000	287.5	606.3	69,210	287	660	2,11,710	-3,43,82,45,169	44500	2.1	2.35	8,100	1.70	2.80	1,39,020	—
47100	229.8	421	40,140	228	417	4,31,280	-9,21,87,45,105	44600	2.3	2.3	900	1.90	3.00	55,995	—
47200	146.9	422.95	50,055	177	328	7,90,050	-14,68,92,82,417	44700			—	2.00	2.95	1,18,980	—
47300	136.05	313	32,940	131	249	4,24,620	-6,36,15,71,301	44800	2.55	2.55	900	2.20	3.00	79,770	—
47400	98.05	275.7	17,670	96	253	2,32,995	-1,56,62,44,094	44900			—	2.15	2.55	1,20,330	—
47500	69	235.3	40,950	61	193	97,710	-60,45,18,616	45000			—	2.65	3.15	1,68,210	—
47600	47.95	152.7	12,780	47	134	30,960	-15,81,54,968	45100			—	3.00	3.35	21,750	—
47700	32.15	92	10,665	31	82	25,200	-8,92,97,401	45200			—			—	—
47800	21.55	44.25	28,050	21	43	15,135	3,84,59,253	45300			—			—	—
47900	15.4	23.4	12,660	17	33	6,180	1,69,83,757	45400			—			—	—
48000	12	16.75	36,180	14	17	5,355	5,59,55,527	45500			—	4.25	4.95	1,72,290	19,40,671
48100	4.3	14.5	24,510	10	15	4,185	2,30,22,245	45600			—	5.90	6.95	92,025	26,00,992
48200	9.8	12	40,935	11	13	1,740	2,52,97,750	45700			—	5.80	6.20	23,175	14,19,205
48300	2.1	12	2,94,990			—	13,17,67,178	45800			—			—	—
48400	1.65	9.1	4,05,510			—	11,22,84,731	45900	44.6	44.8	900			—	-10,57,529
48500	2.15	7.15	3,15,690			—	4,06,94,634	46000	16.4	72.85	4,095	16.95	24.00	6,105	14,33,894
48600	2	6.2	1,11,975			—	73,35,299	46100	14.5	29.1	7,425	27.55	32.45	465	-61,15,749
48700	2	5.45	1,14,150			—	37,64,471	46200	12.7	34.95	8,250	20.00	38.00	7,050	18,18,323
48800	1.8	6.15	1,58,700			—	29,87,458	46300	14.5	86.65	11,925	16.60	48.70	1,875	-1,73,22,677
48900	2.75	6.35	2,59,860			—	21,25,892	46400	18.95	60.35	11,265	24.15	60.00	7,800	-11,18,168
49000	2.25	4.8	5,040			—	—	46500	25.15	90.2	31,260	28.45	76.60	76,890	24,55,07,410
49100			—			—	—	46600	33.25	93.05	38,205	33.15	94.00	62,295	17,46,06,081
49200			—			—	—	46700	43.75	118.5	56,385	43.95	113.30	75,645	22,84,86,317

次ページへ続く

Table 15

Call Option							PUT Option								
Strike	Call long (09:15 to 09:22)			Call short (09:15 to 09:22)			Delta Exposure	Strike	Put long (09:15 to 09:22)			Put short (09:15 to 09:22)			Delta Exposure
	Premium			Premium					Premium			Premium			
	Min	Max	Qty	Min	Max	Qty			Min	Max	Qty	Min	Max	Qty	
49300			—			—	—	46800	57.8	155.1	52,515	58.10	135.80	94,665	51,49,86,836
49400			—			—	—	46900	76.25	209.1	41,070	76.65	218.55	71,070	48,01,59,801
49500			—			—	—	47000	100.75	241.75	2,46,195	101.00	199.20	1,62,300	-2,26,56,00,282
49600			—			—	—	47100	131.45	262.2	4,70,610	131.45	262.15	92,595	-9,04,41,62,846
49700	2.55	2.9	4,740			—	—	47200	158.55	290	9,21,255	151.45	287.90	78,045	-24,17,29,92,687
49800	2.55	2.8	1,665			—	—	47300	179.9	344.55	3,83,520	216.90	341.75	62,565	-9,95,98,83,243
49900	2.55	3.2	1,27,380			—	—	47400	208.85	400	1,69,980	273.45	404.40	25,260	-5,71,55,84,334
50000	2.5	2.85	18,570	3	3	3,600	—	47500	219.05	472.55	60,075	201.55	471.95	42,540	-69,06,65,853
50100	2.35	3	31,125	3	3	9,000	—	47600	311.4	555	21,780	228.75	500.00	5,580	-65,67,66,281
50200	2.3	3.1	46,695	3	3	1,800	—	47700	220.45	630	7,320	493.95	608.60	1,665	-23,61,13,773
50300	2.35	3.15	42,900	3	3	1,800	—	47800	604.55	680	2,805	352.05	690.00	2,280	-2,16,95,752
50400	2.25	3.15	85,395	2	3	6,300	—	47900	740	759.15	1,590	713.35	815.25	8,055	28,81,84,338
50500	2.15	2.9	80,880	3	3	1,800	—	48000	830	900	6,075	791.80	905.75	5,970	-57,50,522
50600	2.15	3.2	92,610	2	2	8,040	—	48100	925	1000	4,080	868.30	974.35	2,655	-6,62,90,669
50700	2.2	3.15	92,520	2	2	2,370	—	48200	1050	1100	2,775	998.00	1,055.65	570	-10,27,00,477
50800	2.1	3.1	45,030	2	2	4,500	—	48300	1115	1150	465			—	-2,17,26,730
50900	1.9	3.15	1,36,770			—	—	48400	1269.9	1269.9	30			—	-14,07,192
51000	1.6	2.9	2,16,555			—	—	48500			—	1,261.20	1,333.40	3,135	14,73,20,646
51100	1.75	3	66,795	2	2	3,600	—	48600			—			—	—
51200	1.7	3.05	42,150			—	—	48700			—			—	—
51500	1.5	2.7	64,770	1	1	15	—	48800			—			—	—
52000	1.55	2.45	55,890			—	—	48900			—			—	—
52500	1.65	2.3	21,645			—	—	49000			—			—	—
53000	1.45	2.2	21,345			—	—	49100			—			—	—
53500	1.25	2.1	17,355			—	—	49200			—			—	—
54000	1.25	1.8	11,520			—	—	49300			—			—	—
54500	1	1.7	10,455			—	—	49400			—			—	—
55000	0.9	1.4	43,440			—	—	49500			—			—	—
55500	0.9	1.3	35,100			—	—	49600			—			—	—
							—	49700			—			—	—
							—	49800			—			—	—
							—	49900			—			—	—
							—	50000			—			—	—
							—	50500			—			—	—
Grand Total			35,45,850			24,01,755	-36,61,16,45,465	Grand Total			26,07,750			30,73,485	-50,89,84,90,248

3 暫定命令文書の評価

ジェーン・ストリートはSEBIの指摘する取引は裁定取引であると反論していると伝えられているが、説得力はない。通常の指数オプションに関する裁定取引は指数オプションと指数先物でおこなわれるが、その形跡はない。また、指数構成銘柄（または指数構成銘柄の個別株先物）と株価指数で裁定取引をおこなう場合にはこの両者を用いるが、その形跡もない。そして、なによりも裁定取引で一日にあれだけ巨額の利益をあげられるとは考え難い。

暫定命令文書によれば二〇二四年四月にアメリカでの裁判報道からジェーン・ストリートに対する調査を開始し、二〇二四年八月二〇日にジェーン・ストリートに説明を求めた。その後、ジェーン・ストリートはバンクニフティ指数オプションにかかわる大きな取引を停止した模様であるが、二〇二五年五月になってニフティ五〇指数オプションにかかわる取引を再開した（図表1）。そして、SEBIは二〇二五年七月四日に暫定命令を公表し、ジェーン・ストリートの資産凍結と取引停止を公表した。

こうした状況証拠から考えてもジェーン・ストリートの取引は株価指数オプションの満期日における株価指数操作にあたりと考えるのが妥当な解釈であろう。ただし、ジェーン・ストリートが株価操作にかかわったとしても毎週満期のあったバンクニフティ指数オプションで図表1によれば月に一回位程度の頻度の取引であったからいつも簡単に操作ができたとは考えにくい。当日の市場状況等を勘案し、タイミングを見計らって取引をおこなっていた可能性が高いと考えられる。また、今回の処分は同様の取引をおこなう可能性のあるものに対する警告の意味合いもあるのではないかと考えられる。

注

- (1) SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA, "INTERIM ORDER UNDER SECTIONS 11(1), 11(4), 11B(1) and 11D OF THE SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA ACT, 1992," 4 July 2025 (<https://dl1e00ek4ebabms.cloudfront.net/production/uploaded-files/1751584518593-219afcc4-a953-4940-b810-934df0e131a9.pdf>), なお、interim orderは法律において正式な判決が下されるまでの間に状況の維持または一時的な解決を図るための裁判命令を指す。
- (2) Chiranjivi Chakraborty, Ishika Mookerjee, Abhishek Vishnoi, 「シホン・スナリートの秘密戦略露呈か、法廷闘争に市場参加者釘付け」、ブルンバーグ、二〇二四年四月三三日。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)

米国債取引の中央清算機関利用の義務付け

福本 葵

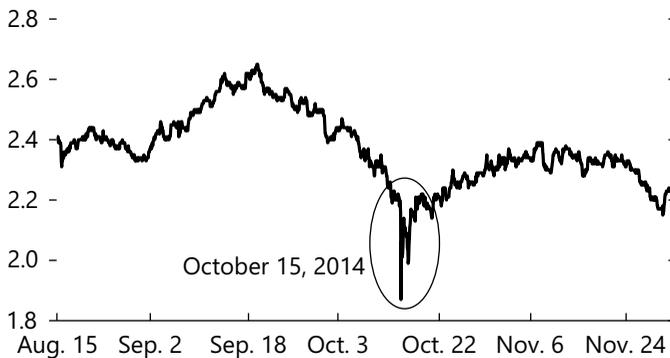
はじめに

二〇二五年一月二〇日、米国証券取引委員会（SEC）のデンスラー委員長が退任した。デンスラー氏は、長年懸案とされながら実行に移されてこなかったいくつかの制度改革に関し、その実現に向けて、最終規則の採択にこぎつけた。その一つが、国債取引の中央清算機関（CCP、Central Counter Party）利用の義務付けである^①。

米国債の発行規模は世界最大であり、米国債取引はこれまで流動性も安定的に高かった。また、米国債のレポ取引も拡大している。しかし、近年、その米国債市場に混乱をもたらし、市場の脆弱性が懸念される事態が発生している。その一つが、二〇一四年一〇月一五日に発生した、いわゆるフラッシュ・ラリーである（図表1）。その後、二〇一九年にはレポ・レートが急騰し、二〇二〇年のコロナ危機の際には、急激に流動性が

図表1 フラッシュ・ラリー

Figure 1.19. The October 15 Flash Rally in U.S. Treasuries
1. U.S. 10-Year Treasury Yields (Percent)



Source: Bloomberg, L.P.

(出所) IMF, "Global Financial Stability Report April 2015", 32ページ

低下する等、イレギュラーな事態が発生している。

このような混乱の際には、カウンターパーティーリスクが高まり、他の取引参加者に伝播するいわゆるシステムックリスクの発生も危惧される。これらのリスクは、中央清算機関が取引のカウンターパーティーになり、債権債務を引き受けることで軽減することができる。

ところが、かつては高かった米国債取引における中央清算機関の利用率は、近年、現物取引では一三%、レポ取引では約二〇%と低い⁽²⁾。金融危機以前は、米国債取引における主たる取引者は証券会社や銀行等のプライマリー・ディーラーであったが、その後、新たな取引者が台頭したことが、この低い利用率の原因の一つであると⁽³⁾考えられる。プライマリー・ディーラーは中央清算機関の会員であるが、新たな取引者は非会員であることが多い⁽⁴⁾。

本稿では、米国債取引の中央清算機関利用義務付けの規則改正について、背景およびその内容を考察する。

1 米国債市場の重要性と混乱の発生

米国債の発行残高の市場価値は、二七兆ドルを越えており、流動性も安定的に高い⁽⁴⁾（図表2）。また、米国債のレポ取引も拡大しており、一日当たりの取引量は約四兆ドルに上る⁽⁵⁾。

当時のSEC委員長であったゲンスラー氏は最終法案の声明で「米国債は、世界中の投資家にとって安全で流動性が高く、信頼できる資産として認識されている。米国債市場は、世界の基軸通貨としてのドルにとって不可欠な存在である。」と述べている⁽⁶⁾。

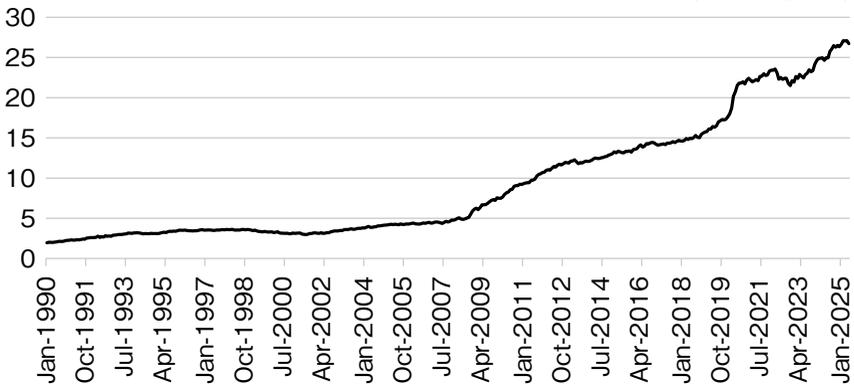
しかし、近年、米国債取引に混乱をもたらし、その脆弱性が懸念される事態が発生している。その一つが、二

〇一四年一〇月一日に発生したいわゆるフラッシュ・ラリーである。この時、約一二分間という短期間であるものの、特に明確な原因なく、米国債利回りが急激に変動した。さらに、二〇一九年九月二四日、米国債担保レポ市場の翌日物金利が突如として高水準に急騰し、連邦準備制度理事会（FRB）は金利パラメータを回復させるために介入する事態となった。また、二〇二〇年三月、コロナ危機で国債の流動性が極端に低下し、米国債の金利は乱高下した。この際、取引参加者のシステムリスクへの対応策の必要性が認識された。さらに、二〇二五年初頭にもフェイルが増加し、二〇二五年四月上旬にも、長期金利の急増がみられた。

このような混乱は、中央清算機関が利用されていれば、発生していなかった、という訳ではない。しかし、このような事態が発生しても、中央清算機関が債権債務を引き受けることによって、カウンターパーティーリスクが軽減される。また、中央清算機関を利用すれば、ネットイングによって、決済における所要流動性を節約でき、流動性リスクを管理することができる。⁽⁷⁾これは、市場の安定性や信頼性確保につながる。

図表2 米国債の発行残高
Marketable Treasury debt

(単位：兆ドル)



(出所) <https://www.dallasfed.org/research/econdata/govdebt#data> より作成

2 中央清算機関利用率の低さ

現在、米国債取引において中央清算機関を通じた取引の割合は低い。ニューヨーク連銀が後援する「Treasury Market Practice Group（以下、TMPG、国債市場慣行グループ）」⁽⁸⁾は、二〇一七年前半、国債流通市場において中央清算機関を経由した現物取引は一三%に過ぎないと発表した。⁽⁹⁾また、FRBは、二〇二二年までにすべてのレポの約二〇%が、中央清算機関を介して集中決済されていると述べている。⁽¹⁰⁾これは、先に、中央清算機関の利用が義務化された店頭デリバティブ取引に比べても低い数字となっている。

この利用率の低さには、いくつかの要因があると考えられる。これまで、米国債取引の主たる当事者は、プライマリー・ディーラーであり、それらは中央清算機関の会員であった。そのため、中央清算機関を利用してきた。また、米国債取引は、業者間取引、業者対顧客取引のいずれにおいても、従来、電話を介して約定等が行われてきたが、九〇年代以降、インターディーラーブローカー（IDB）の運営する電子取引システムを利用することが増えている。市場の中間に位置するインターディーラーブローカーは、それらのプラットフォーム上の取引の片側だけを中央清算機関に持ち込んでいることが多い。⁽¹¹⁾先に述べたTMPGの報告書でも、約一九%が「ハイブリッド清算」であるとされている。ハイブリッド清算とは、インターディーラーブローカーの運営するプラットフォーム上で、片方の当事者が中央清算機関会員であり、もう一方の当事者が中央清算機関非会員のブローカーである二者間で清算する形態を指す。この場合、中央清算機関会員との取引は中央清算機関に回送するが、中央清算機関非会員との取引はバイラテラル清算（相対）で行う。

また、インターディーラーブローカーが台頭し、その後、それを活用するPTF（Proprietary or Principal Trade Firm）と呼ばれる投資家が台頭した。PTFは債券市場において、HFT（高頻度取引）を主たる取引

戦略とする投資家である。近年、中央清算機関の会員ではないPTFの取引が増加したことも清算機関を介する取引割合が低下したことの⁽¹²⁾一因であろう。二〇二四年二月にPTFに証券ディーラーとしてのSECへの登録を義務付ける規則が採択され、その後、二〇二四年一月二一日、テキサス州北部地区裁判所がこの規則を無効とする判決を下したため、実行には移らなかつたが、これも、今回の中央清算機関利用の義務付けと合わせて、米国債市場の流動性改革に関する金融当局の対応策の一つであるといえよう。⁽¹³⁾

さらに、近年、ベシス取引が増加していることも利用率が低い一因と考えられる。ベシス取引とは、レポ市場で資金を借りて現物債を買う一方で国債先物売り、現物と先物の価格形成のズレ（価格差、ベシス）を利用して収益の確保を狙う取引である。年金基金等の機関投資家による大量の先物購入等が原因で、先物価格が理論価格を上回っている場合、ヘッジファンド等が、先物価格が割高であると考えて、先物を売建て、同時に現物を購入する。その後、先物価格が下がってきたところで先物の買戻し・現物債売りを執行し、差益を得る（買裁定）。反対に、先物価格が理論価格を下回っている場合（先物価格が割安であると考えて）先物を買建てると同時に現物の空売りを行う。値上がりしたところで先物の転売・現物債の買戻しを執行し、差益を得る（売裁定）。ベシス取引による利益は小さいため、保有している国債を担保にレポ市場で多額の資金を借り入れ、資金を調達する。

ヘッジファンドが主たる借り手となつて行われているベシス取引は、高いレバレッジを利かせることもあり、不透明性も高い。この取引は通常、当事者間で行われ、中央清算機関を介さないことが多い。そのため、ヘッジファンド等の借り手の損失が大きく計上され、リスクが伝播する可能性がある。

3 SECの規則改正の概要

国債取引に中央清算機関利用を義務付ける規則改正の当初案は、二〇二二年九月に提出された。SECは当初案について、広くコメントを受け付けた結果、二〇二三年二月二三日、最終案 (Proposed Rule 17ad-22)(e)(18) (IV)(A)) が採択された。この改正は、国債の現物取引、レポ取引について原則、中央清算機関を利用することを義務付けるものである。⁽¹⁴⁾

当初案では、現物取引において、ヘッジファンドも規制の対象としていたが、最終規則では、その範囲が縮小され、現物取引については、ヘッジファンドは除外された。一方、最終規則においても、レポ取引については、ヘッジファンドに対しても中央清算機関の利用を義務付けることとなった。

中央清算機関を利用することによって、市場が不安定であってもカウンターパーティーリスクを回避できる。これまで国債取引において、利用率の低かった中央清算機関の役割および影響力が増すと考えられる。また、バイラテラル清算やハイブリッド清算が行われると、中央清算機関は、その会員参加者がどのようなリスクを抱えているかを把握することが困難であるが、中央清算機関に、より多くの取引情報が集約される等、中央清算機関が市場にもたらす利益を増加させることができる。

しかし、政権交代によって、これらの動きがややトーンダウンしたことは否めない。最終規則採択時、実施時期については、現物取引が二〇二五年末、レポ取引は二〇二六年六月三〇日とされていたが、二〇二五年二月二五日、現物取引が二〇二五年から二〇二六年二月二三日、レポ取引が二〇二六年から二〇二七年六月三〇日と、それぞれ一年延期された。これは取引参加者が要請したためであるが、SEC内部にも急ぎすぎとの声もあつたとされる。

4 清算機関義務化の規制の対象者・対象取引

SECは、一九三四年証券取引所法を改正し、Covered Clearing Agency (CCA) の直接参加者 (Direct Participant) に対し、米国債の流通市場取引 (規則では、「適格流通市場」と規定されている。現物取引およびレポ取引) を、原則すべて中央清算機関へ提出・清算することを義務化した。これを受け、CCAはその方針および手順を文書化しなければならない (最終規則案 17ad-22(e)(18)(iv)(A))。

SECの規則では、CCPではなく、「CCA」という用語を用いている。CCAはRule 17Ad-22(a)(5)において、「中央清算機関または中央証券保管振替機関のサービスを提供する登録清算機関」と定義されている。この定義によると、CCAはCCPよりも広い概念であり、CCAは清算 (clearing) を行うCCPと、決済 (settlement) を行う決済機関を含む概念と解される。今回の規則改正では、SEC規則改正案のいうCCAとはCCPを指す⁽¹⁵⁾。また、現在、DTCC (The Depository Trust and Clearing Corporation) 傘下のFICC (The Fixed Income Clearing Corporation) が米国債取引における唯一のCCPである⁽¹⁶⁾。

CCAの直接参加者 (Direct Participant) とは、CCAに直接アクセスできる主体 (すなわち、CCAの会員) を指し、通常は銀行および証券会社等である。一方、CCAの間接参加者 (Indirect Participant) とは対象清算機関の支払、清算、また決済機能にアクセスするために直接参加者 (Direct Participant) が提供するサービ스에依存する者をいう。具体的には、マネー・マーケット・ファンド (MMF)、ヘッジファンド、その他の資産運用会社、中小銀行、またはブローカー・ディーラー等の市場参加者を含む。さらに、決済代理人、決済銀行、清算銀行サービス、清算および決済に関連するサービスを提供し、国債CCAの清算を利用しないその他の主体は、本改正および対象清算機関基準で使用されている用語の意味における「直接参加者」または「間接参加

者」のどちらでもない。

規制対象の取引は、米国債の適格流通市場取引、つまり現物取引とレポ取引であるが、現物取引とレポ取引で規制の対象者が異なる。レポ取引の場合、レポ取引の一方の当事者が直接参加者 (Direct Participant) である場合、必ず C C A を通じて清算する義務がある。この場合、相手方が誰であるかを問わない。従って、ヘッジファンド等の間接参加者、インターディーラーブローカープラットフォーム、登録ブローカー・ディーラー、または登録政府証券ブローカー・ディーラーとの間で実行されるすべてのレポ取引において中央清算機関を利用するよう義務付けられた。

一方、現物取引の場合、中央清算機関利用が義務付けられるのは、一方が直接参加者であり、かつ相手方が特定のカテゴリーに限られる。特定のカテゴリーの相手方とは、SEC登録ブローカー・ディーラー、政府証券のブローカー・ディーラーである。⁽¹⁷⁾当初案では、現物取引の規制対象に、レバレッジ・アカウントとヘッジファンドが入る予定であったが、最終案では削除された。ヘッジファンド等を対象とする当初案に対しては、事務負担の増大や流動性の悪化、制度運用の複雑化を理由として、これに反対するコメントが多く寄せられた。

SECは、レポ市場は決済・流動性のリスクが極めて高いため、相手の属性に関わらず中央清算機関の利用義務付けを徹底した方が市場の安定性に資するが、現物取引については、相対取引の慣行が根強く残っており、流動性供給者の相手方が多様なため除外した、と述べている。⁽¹⁸⁾

おわりに

二〇二三年一月二三日、米国債の現物取引、レポ取引における中央清算機関利用の義務付けを盛り込んだS

EC規則改正案が採択された。米国債取引の中央清算機関利用は、長年、勧告されていたが、実現に移されてこなかった改革の一つである。

規制の対象となる取引は、「適格流通市場」であるが、これには、現物取引とレポ取引が含まれる。当初案では、現物取引の対象に、CCAの参加者とヘッジファンド等との取引も含まれていたが、最終規則案では、ヘッジファンド等との取引は除外された。当初案に対するコメントで、反対意見が多かったためである。一方、レポ取引に関しては、CCA会員のすべての取引が規制の対象となった。SECは、現物取引における中央清算機関利用の義務付けの対象にヘッジファンド等の取引も含むとする規制対象拡大についての議論を今後も続けるとしている。

本稿では考察の対象とはしていないが、二〇二三年の最終改正案には、国債取引の中央清算機関利用の義務付けの他、投資家保護のためのマージン・資金管理の強化やデイラーの定義の拡大、より頻繁な公開取引報告制度の導入等様々な改革が含まれている。

〔謝辞〕本稿は、令和七年度学校法人帝塚山学園特別研究費の助成を受けたものである。

注

(1) Gensler statement, "Statement on Final Rule Regarding Treasury Clearing", Dec. 13, 2023.

<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-treasury-clearing-121323>.

一九六九年に行われた米国財務省と連邦準備制度の合同米国政府証券市場調査では、「米国政府証券の清算制度の拡

大を検討すべきである」という勧告が含まれていた。

- "Report of the Joint Treasury-Federal Reserve Study of the U.S. Government Securities Market" (April 1969), <https://fraser.stlouisfed.org/title/joint-treasury-federal-reserve-study-us-government-securities-market-318/report-joint-treasury-federal-reserve-study-us-government-securities-market-6282>
- (2) 日本においては、レポ取引の大半が中央清算機関を利用している。これは清算機関の会員参加者の裾野の広さに起因すると考えられる。
- (3) プライマリ・デイラーは金融危機後の規制強化によって、マーケットメイク能力の低下が危惧されている。伊豆久「PTFのデイラー登録をめぐって―米国債市場の課題と対応―」証研レポートN。一七四三、二頁（二〇一四年四月）
- (4) Market Value of Marketable Treasury Debt, <https://fred.stlouisfed.org/series/MVMTD027MNNFRBDAL>
- (5) SIFMA, <https://www.sifma.org/resources/research/statistics/us-repo-statistics/>
- (6) Gensler statement, "Statement on Final Rule Regarding Treasury Clearing", Dec. 13, 2023, <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-treasury-clearing-121323>
- (7) 宮内博至『金融危機とバーゼル規制の経済学―リスク管理から見る金融システム―一九四ページ、注(7)(二〇一五)
- (8) T M P G (Treasury Market Practice Group) とは、国債、政府機関債市場等の健全性と効率性を支えることに尽力する市場専門家のグループである。T M P G は、証券デイラー、銀行、外国中央銀行等、様々な機関のビジネスマネージャー、法務・コンプライアンス専門家で構成されている。
- (9) Chair Gary Gensler, Statement on Final Rules Regarding Treasury Clearing, Dec. 13, 2023.

- sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-treasury-clearing-121323#_ftn5, Treasury Market Practice Group, "White Paper on Clearing and Settlement in the Secondary Market for U.S. Treasury Securities" (July 11, 2019), *available at* https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/tmpg/files/CS_FinalPaper_071119.pdf
- (10) Federal Reserve, "Insights from revised Form FR2004 into primary dealer securities financing and MBS activity" (Aug. 5, 2022), <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/insights-from-revised-form-fr2004-into-primary-dealer-securities-financing-and-mbs-activity-20220805.html>
- (11) U.S. Department of the Treasury, "Inter-Agency Working Group on Treasury Market Surveillance Releases Staff Progress Report that Reviews Potential Policies for Bolstering the Resilience of Treasury Markets" (Nov. 8, 2021), <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0470>
- (12) 伊豆久、前掲注(2)、「ニッセー」。
- (13) 伊豆久、前掲注(2)、「ニッセー」。
- (14) レポ取引（特にトライパーティ・レポ）における中央清算機関利用の議論は、以前から行われていた。二〇一〇年、ニューヨークの主要な市場関係者からなる決済リスク委員会（P.R.C. Payment Risk Committee）が発表した報告書にも言及がある。この報告書の中で、「関連する問題の複雑さ」をコストを考慮し、中央清算機関に関する勧告を避ける。"Avoiding" "Task Force on Tri-Party Repo Infrastructure Payments Risk Committee Report May 17, 2010", www.nyfrb.org。

- (15) SECの最終規則において、「SECは、CCPをCCA（対象清算機関）として規制する。」と述べている（最終規則、八頁）。SECは二〇一六年に「Covered Clearing Agency Standards」を策定した。これらの基準は、CCPの財務リスク管理、業務リスク、デフォルト対応、ガバナンス、参加要件等あらゆる業務面を対象とする。
- (16) DTCCとは、傘下に株式等の決済機関であるDTCC（The Depository Trust Corporation）や株式等の清算機関であるNSCC（National Securities Clearing Corporation）等持つ持株会社である。FICC（The Fixed Income Clearing Corporation）もその傘下にあり、国債やMBS取引における清算機関である。二〇〇三年、GSCC（Government Securities Clearing Corporation）とMASCC（Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation）が合併し、FICCとなった。
- (17) 上記以外の相手（例えば一般の運用会社、年金、中央銀行等）との現物取引は、清算義務の対象外である。
- (18) SEC Release No. 34-99149 (Adopting Release), II.B.2.b.iii

参考文献

本文中に挙げたものの他、

- ・ Yasha Yadav and Joshua Younger, "Central Clearing the U.S. Treasury Market", 92 U. Chi. L. Rev. 545 (2025)
- ・ 岡田功太「テクノロジーの進化と共に新たな生態系を構築する米国債市場」『資本市場クォーターリー二〇一九夏号』、野村資本市場研究所、二三巻一号、六五―七七頁（二〇一九年夏号）
- ・ 服部孝洋「日本経済を考える（九七）日本国債先物入門…日本国債との裁定（ベシス取引）とレポ市場について」ファイナンス・財務省広報誌、財務省編五五巻第一一号、七〇―八〇頁（二〇二〇年二月号）

・横山史生「米国レポ市場における制度改革の動向」証券レビュー、日本証券経済研究所、五九巻四号、七一―八七頁（二〇一九年四月号）

・横山史生『図説アメリカの証券市場二〇一九年版』、第五章債券流通市場、日本証券経済研究所（二〇一九）

（ふくもと あおい・客員研究員）

ファイナンシャル・ウェルビーイングを巡る動向について

井戸 照喜

はじめに

「ウェルビーイング」やウェルビーイングを支える礎の一つとしての「ファイナンシャル・ウェルビーイング」(以下、FWBと表記) という概念が、国内外で急速に広がりつつある。我が国においては、二〇二三年一〇月の臨時国会で、歴代総理の所信表明演説では初めてウェルビーイングという言葉が登場し、「経済財政運営と改革の基本方針二〇二四」(骨太方針二〇二四)⁽¹⁾では「賃金と物価の好循環」「成長と分配の好循環」を通じて目指す姿として「Well-beingの実現」が位置付けられている。二〇二四年一〇月の石破総理の所信表明演説では、一歩踏み込んだ表現で「官民で総合的な「幸福度・満足度」の指標を策定・共有する」と言及され、それを受けた骨太方針二〇二五⁽²⁾では「Well-being(幸福度)の視点からの施策の深化」という箇所⁽³⁾で、「Well-being改善につながる実効的なKPIの設定、Well-beingの把握の継続・強化」について言及されている。

FWBを巡る動向では、二〇二三年五月に「日本Well-being計画推進特命委員会(自由民主党)」の第六次提言⁽³⁾が公表され、初めてFWBという言葉が同特命委員会の提言に登場した。その後、二〇二三年八月の金融庁の行政方針でFWBという言葉が登場し、二〇二四年四月に発出した金融経済教育推進機構(JFLEC)⁽⁴⁾では、ミッションに「FWBの実現」が謳われている。更に、二〇二四年五月の第七次提言⁽⁴⁾には「Well-beingを支える重要な柱の一つとしての金融経済教育を国全体で広く推進すべきである」といった内容に言及されている。

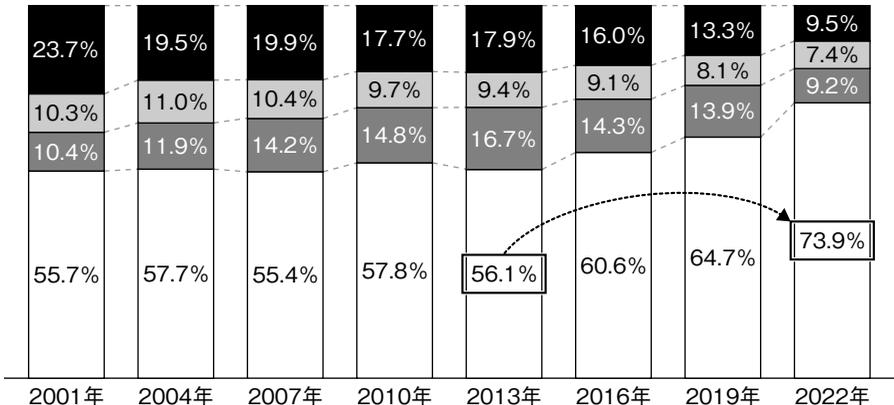
これら政官の動きに呼応する形で、アカデミズムでは二〇二三年一〇月にウエルビーイング学会内にFWB準備学習会が立ち上がり、二〇二四年度からは、同学会内に正式なFWB分科会が創設され、FWBに関する調査・研究や普及活動が開始されている。

本稿では、政官学民のFWBに関する最新動向を踏まえて、各種のアンケート調査の分析結果なども交えて論じることで、今後の課題解決の方向性を検討してみたい。

1 「ウエルビーイング」と「金融リテラシー度」の関係

ウエルビーイングへの注目が高まっているが、内閣府の「国民生活に関する世論調査」⁵⁾によれば「何のために働いているか」という質問に対して「お金を得るために働く」という回答が増加傾向にあり、特にこの一〇年ぐらゐが顕著で、「働き甲斐」という点では悪化している状況にあるように思える（図表1）。

図表1 「働く目的」の変化～「国民生活に関する世論調査」（内閣府）から～



- お金を得るために働く
- 社会の一員として、務めを果たすために働く
- ▒ 自分の才能や能力を発揮するために働く
- 生きがいをみつけるために働く

(※) 「分からない、無回答、その他」・「70歳以上の回答者」は除外して割合を算出

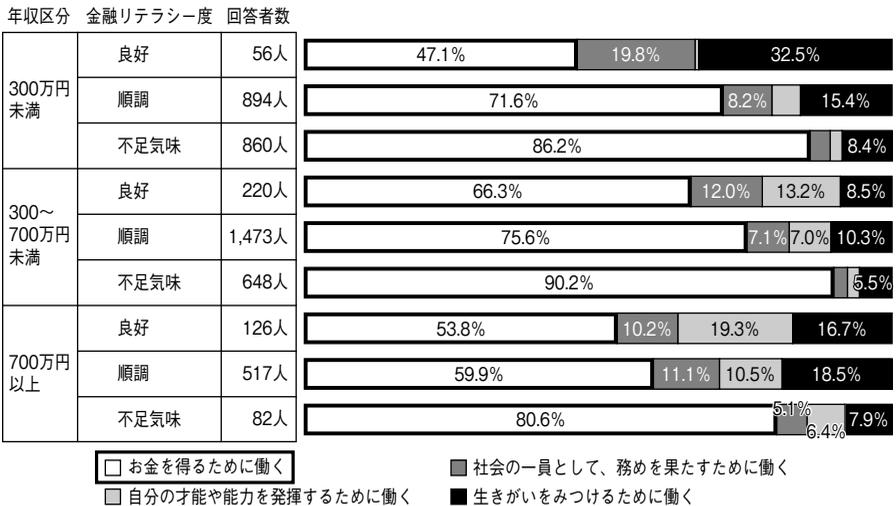
(出所) 内閣府「国民生活に関する世論調査」(2001～2022年)より三井住友トラスト・資産のミライ研究所作成

三井住友トラスト・資産のミライ研究所では「金融リテラシー度」を診断する「資産のミライ健康診断」というツールを作成している。同研究所が実施した「金融リテラシー度とファイナンシャル・ウェルビーイングに関する実態調査」(二〇二三年)⁽⁶⁾では、この「金融リテラシー度」と「何のために働いているか」という質問に対する回答をクロス分析している(図表2)。この分析結果から、どの年収区分であっても「金融リテラシー度」が良好なほど「お金を得るために働く」という回答が減少していることが分かる。このことは、「働き甲斐」を感じて欲しい企業からすれば、同じ給与水準でも従業員の「金融リテラシー度」をアップすることができれば「働き甲斐」を感じる従業員の割合の増加が見込める可能性があるということを示唆している。

米国調査会社のギャラップ社による「二〇二三年日本版 Well-being Initiative—第2四半期」報告⁽⁷⁾

図表2 「金融リテラシー度」と「働き方」の関係

<年収区分別>「金融リテラシー度」と「働く目的」※1,2



お金を得るために働く
 社会の一員として、務めを果たすために働く
 自分の才能や能力を發揮するために働く
 生きがいをみつけるために働く

※1：選択肢「いずれにもあてはまらない・分からない」を除く

※2：5%未満はグラフ内の比率表示を省略

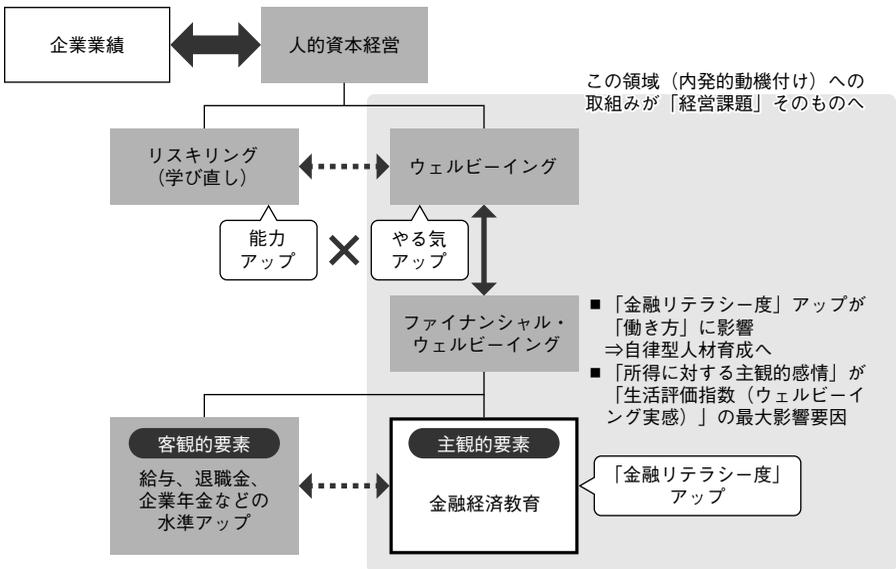
(出所) 三井住友トラスト・資産のミライ研究所「金融リテラシー度とファイナンシャル・ウェルビーイングに関する実態調査」(2023年)

によれば、日本国民の「生活評価指数（ウェルビーイング実感）」の最大影響要因は、客観的な所得ではなく「所得に対する主観的感情」であるという分析結果も示されている。この結果からも、金融経済教育の実施による「金融リテラシー度」アップが「ウェルビーイング実感」向上への影響度が大きいことが分かる。

2 人的資本経営における「ウェルビーイング」と「金融リテラシー度」の関係

「ウェルビーイング」と「金融リテラシー度」の関係を、企業経営全体の中で整理してみる（図表3）。人的資本経営における「ヒトへの投資」という観点で、リスクリングに注目が集まっているが、「能力アップ」のリスクリングに加えて、「やる気」という点ではウェルビーイングが重要である。そのウェルビーイングにはFWBが重要な要素であることを確認した。このFWB向上に

図表3 人的資本経営における「ウェルビーイング」と「金融リテラシー度」の関係



（出所）井戸照喜『ファイナンシャル・ライフ・エンジニアリング—したたかに“楽しむ”！洗練された「人生の経営者」を目指して』（一般社団法人金融財政事情研究会）（8）

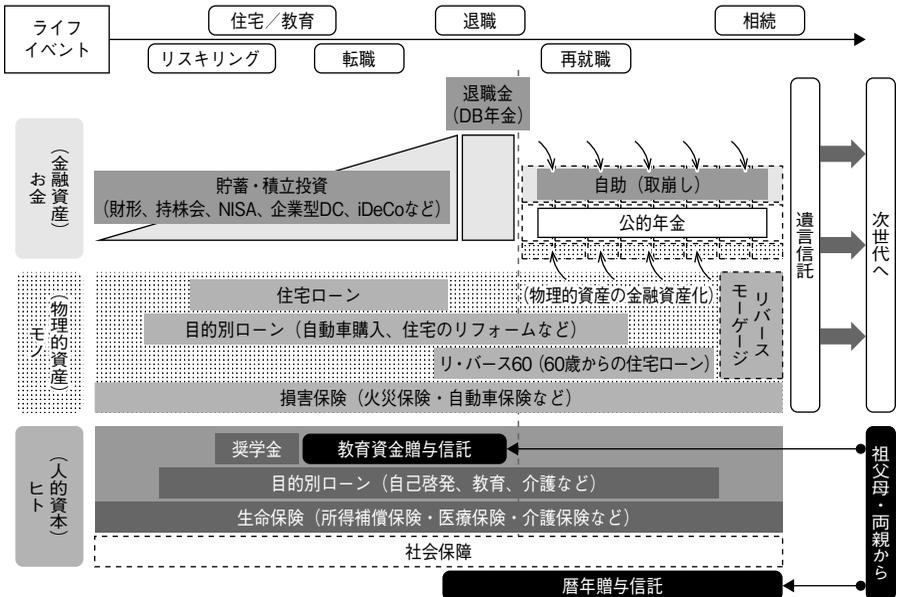
は、ベースアップのような客観的要因だけでなく、金融経済教育の実施で「所得に対する主観的感情」をアップさせることが重要といえる。図表3全体でいえば、企業経営者の注目は左側に集まりがちであるが、従業員の内発的動機付けに繋がる右側の領域への取組みが、左側の取組みの実効性を担保するためにも重要であるといえよう。

3 「ファイナンシャル・ウェルビーイング」と金融商品・サービスの関係（全体像）

三井住友信託銀行では、FWBとは「将来のライフイベントを適切に把握し、賢い意思決定によりお金に関する不安を解消させ、未来に向けて自律的に行動できる状態」のことと考えている。図表4は、そのFWBと金融商品・サービスの関係を示したものである。

学校では、二〇二二年度の「学習指導要領の改訂」で、高等学校の家庭科で、金融商品・サービス

図表4 ライフイベントと「ヒト、モノ、お金」の全体像



(出所) 三井住友トラスト・資産のミライ研究所

のメリットやデメリットも説明するようになった。このことは、国民全体の金融経済教育の充実という点で大きな意味があるが、その一方で、個別の商品・サービスまで説明するとなると、「貯める⇨貯蓄」「増やす⇨投資」「備える⇨保険」と順番に説明していくこととなり、本来知っておくべき全体像はかえって分かりづらくなるという弊害もあるように思える。ビジネスで「ヒト、モノ、お金」といわれるが、個人のライフプランも「ヒト、モノ、お金」の三つの要素で捉えて説明することで、全体像を把握し易くなるのではないかと考えている。一人ひとりの長い生涯において、「ヒト、モノ、お金」それぞれについて、例えば、進学や住宅取得といったライフイベントが発生するが、その時点で保有している金融資産と必要な支出にギャップが発生することになり、これは誰にとっても避けられない。世の中にある金融商品・サービスの役割はどれも、その「ギャップの解消」にあると捉えることができ、個別の商品・サービスを「FWBという概念」と関連付けて、手触り感を持って理解できるようになると思われる。

4 今、なぜ、「ファイナンシャル・ウェルビーイング」が重要なのか

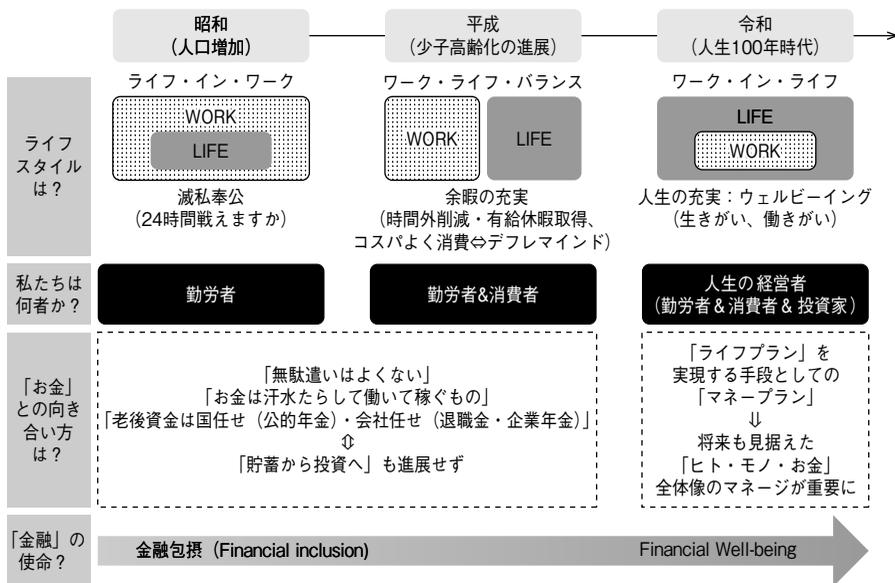
↳ 従業員の視点／個人の視点↳

図表3では、「ウェルビーイング」と「金融リテラシー度」の関係を、企業経営全体の中で整理したが、従業員の視点／個人の視点で「今、なぜ、FWBが重要なのか」を、人口増加の昭和、少子高齢化が進展した平成、人生一〇〇年時代の令和という、長めの時間軸で考えてみる(図表5)。

「ワーク・ライフ・バランス」という考え方が一般的になって久しいが、昭和は「ライフ・イン・ワーク」(滅私奉公)ということで、キャッチコピーは「二四時間戦えますか」というような時代であった。右肩上がりの経

済の中、大量生産を支える、よき勤労者であることが求められ、金融機関は護送船団方式のもと如何に均質な商品・サービスを多くの国民に届けるか、ということに邁進していたように思える。この行き過ぎた「働き方」への反省から、平成では「ワーク・ライフ・バランス」が意識されるようになり、「減私奉公」から「余暇の充実」へと舵が切られ、時間外削減が進み、有給休暇の取得も増加した。そんな中、国民一人ひとり、ワークの勤労者だけでなく、ライフでは、コストよく消費する消費者であることも求められたが、この「コストよく消費」はデフレマインドの定着にも繋がったように思える。「昭和から平成へ」と時代が変わっても、「お金」との向き合い方・受けた教えといえ、せいぜい「無駄遣いはよくない」「お金は汗水たらして働いて稼ぐもの」ということぐらいであることも多く、それでも老後資金は国任せ（公的年金）・会社任せ（退職金・企業年金）で何とかなるという時代だったのではないかと思われる。

図表5 今、なぜ、「ファイナンシャル・ウェルビーイング」が重要なのか



(出所) 筆者作成

平成の「余暇の充実」に対して、人生一〇〇年時代の令和は「人生そのものの充実」（ウェルビーイング）への注目が高まっている。将来も見据えた「ヒト、モノ、お金」の全体像のマネージが重要となっており、勤労者・消費者という側面だけでなく、長くなったセカンドライフに備えた「お金」の投資、住宅などのモノへの投資、リスクリングなどの人への投資と、投資家である自分も含め、全体をマネージする「人生の経営者」となることが求められる。令和における金融の使命は、一人ひとりが「ヒト、モノ、お金」の全体をマネージできるようにするFWBということになり、金融経済教育推進機構（J-FLEC）のミッションがFWBとなったことにも納得感があるように思える。

5 今、なぜ、「ファイナンシャル・ウェルビーイング」が重要なのか

↳ 「賃金と物価の好循環」という観点↳

「賃金と物価の好循環」は政府の重要政策の一つとなっているが、三井住友トラスト・資産のミライ研究所が実施した「住まいと資産形成に関する意識と実態調査」（二〇二五年）によると、「賃上げ・減税」で手取りが増えたら消費を増やすか、正確には「どちらかといえば増やすか、どちらかといえば増やさない」を質問したところ、全世代平均で七三・〇％が「どちらかといえば増やさない」と回答した。更に、どの世代でもほぼ、この割合が変わらないことが分かった（図表6）。

そこで、「どちらかといえば増やさない」という回答の理由を確認してみると、「漠然とした不安があるから」という理由が一番多い結果となり、また、高齢になるほど、この項目が増加していることも分かった（図表7）。「お金の不安」にも様々なものがあると思われるが、アンケート調査結果では、全世代で「お金の不安」のトツ

図表6 「賃上げ・減税」で「手取り」が増えたら消費を増やすか？

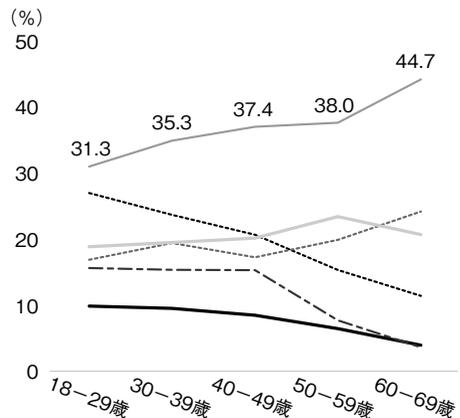
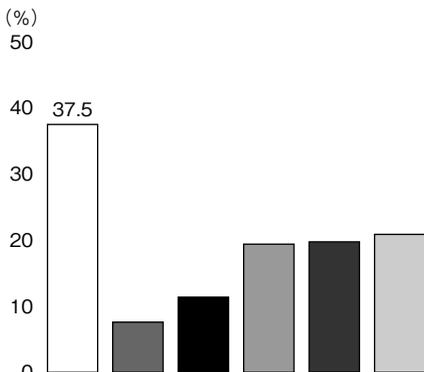
回答者数		■ 増やす	□ 増やさない
全年代	11,435	27.0	73.0
18-29歳	2,103	28.3	71.7
30-39歳	1,944	27.1	72.9
40-49歳	2,443	27.2	72.8
50-59歳	2,707	25.8	74.2
60-69歳	2,238	26.7	73.3

(出所) 三井住友トラスト・資産のミライ研究所「住まいと資産形成に関する意識と実態調査」(2025年)より作成

図表7 「手取り」が増えても消費を増やさない理由

(対象: 「手取り」が増えても消費を増やさないと回答した人)

- | | |
|--------------------------------------|---|
| □ どちらかといえば増やさない
(漠然とした不安があるから) | — どちらかといえば増やさない
(漠然とした不安があるから) |
| ■ どちらかといえば増やさない
(住宅ローンの返済に充当するから) | — どちらかといえば増やさない
(住宅ローンの返済に充当するから) |
| ■ どちらかといえば増やさない
(教育資金に充当するから) | --- どちらかといえば増やさない
(教育資金に充当するから) |
| ■ どちらかといえば増やさない
(資産形成に活用するから) | ----- どちらかといえば増やさない
(資産形成に活用するから) |
| ■ どちらかといえば増やさない
(現在の消費に満足しているから) | ----- どちらかといえば増やさない
(現在の消費に満足しているから) |
| ■ どちらかといえば増やさない
(その他の理由) | — どちらかといえば増やさない
(その他の理由) |



(出所) 三井住友トラスト・資産のミライ研究所「住まいと資産形成に関する意識と実態調査」(2025年)より作成

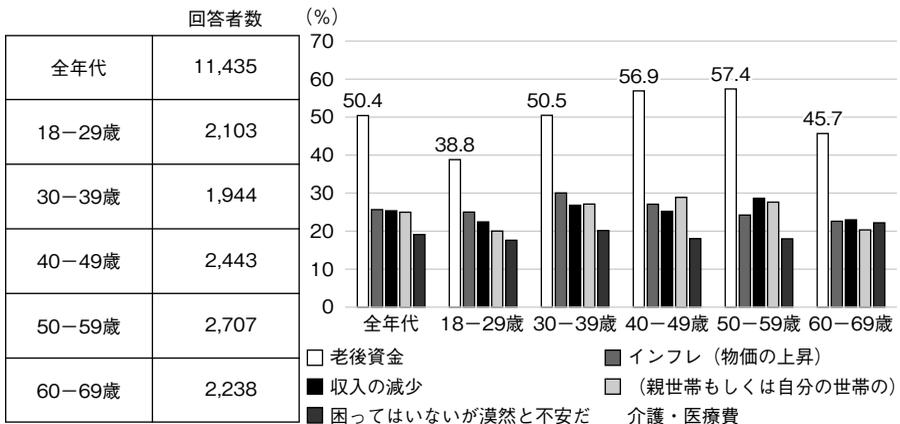
プは「老後資金」という結果になった(図表8)。

図表7の結果と考え合わせると、老後資金に代表される「漠然としたお金の不安」の解消が「賃金と物価の好循環」のためにも大変重要であると思われる。筆者自身のリテールビジネスの経験でも、七〇歳代の方で数億円の資産をお持ちでも「老後が心配なので、預金にしておきたい」という方がいた。年配の方に限らず、資産水準あるいは給与水準からすれば、もっと消費に回してもよい方が本来は沢山いるのではないかと思える。そう考えると、このような不安解消に資する金融経済教育の実施によるFWB向上がやはり、今、求められているのではないか。

6 「ファイナンシャル・ウェルビーイング」に資する「金融経済教育」の探求と実践

金融庁の「顧客本位の業務運営に関する原則」⁹⁾では「顧客のライフプラン等を踏まえた目標資産額や安全資産と投資性資産の適切な割合を検討し、それに基づき、具体的な金融商品・サービスの提案を行うこと」とされているが、パーソナルファイナンスの分野で「安全資産と投資性資産の適切な割合」を検討する際の

図表8 お金に関する不安(上位5項目)



(出所) 三井住友トラスト・資産のミライ研究所「住まいと資産形成に関する意識と実態調査」(2025年)より作成

「リスク許容度」の考え方の実践的なフレームワークが十分に確立されていない状況のように思える。公的年金・企業年金の資産運用も、当初は理論的な研究が遅れていたものの、一九八〇年代から一九九〇年代にかけて理論面・実践面の骨格が形成され、年金ALMによる政策アセットミックスの策定・PDCAサイクルの確立へと発展してきた経緯がある。パーソナルファイナンスの分野でも、年金運用が高度化してきた流れも踏まえて、個人の「ライフプランに応じたマネープラン」を体系的に研究し、その成果を「教育内容の改善」「より洗練された商品・サービスの開発」「個人向けのアドバイス業務」に活かしていくような体制整備が望まれる。このことは「顧客本位の業務運営に関する原則」のより良い実践にも繋がっていくはずである。例えば、筆者はパーソナルファイナンスの分野における「リスク許容度」の考え方や実践的なフレームワークを構築する手法を「老後資産形成に関する継続研究会報告書」（年金シニアプラン総合研究機構、調査研究報告書R0502）¹⁰で提案している。

FWB実現が社会課題の一つとなっている状況を踏まえると、大学・大学院には「ライフプランに応じたマネープラン」（いわゆる「個人版年金ALM」）やFWBを専門的に研究する「パーソナルファイナンス学科」を設置すると同時に、車の両輪として、パーソナルファイナンスに関わる知見を適切に学習指導要領に反映させ、教育現場で適切に教えていける人材の計画的な育成に資するように「金融経済教育学科」を設置していくことが不可欠であると思える。このような仕組みを整えば、社会経験を積んだ後に、金融経済教育の「担い手」や中立的なアドバイザーを志す人材の「学び直し」の場となることも期待できよう。

7 大学などでの「金融ウェルビーイング」講座の取組み

このような社会課題の解決を目指す取組みとして、例えば、二〇二四年八月にはFWB入門講座（金融財政事

情研究会」と題した通信教育の講座が開講され、テキスト内には地域金融機関や事業会社も含めて一七社の「ウエルビーイングやFWB」向上に繋がる実践的な取組み事例などが紹介されている。

FWBに資する実践的な金融経済教育の提供が社会課題の解決に繋がるとの思いから、帝塚山大学法学部は「金融ウエルビーイング」と題した講義を二〇二四年一〇月から開始している（主たる受講者は一年生）。同大学によると、文部科学省の定める要件を満たした大学生向けの正規講座としてFWBに特化したカリキュラムは本邦初とのことである。また、社会人向けには、甲南大学の「金融リテラシー教育プログラム」の中の一つとして「金融ウエルビーイング」（オンデマンド方式）の提供が二〇二四年度より開始されている。

更に、武蔵野大学では、日本で初めて修士（ウエルビーイング）、博士（ウエルビーイング）の学位を取得できるウエルビーイング研究科が二〇二六年四月に開設されることになっており、この研究科の一つの科目として「ファイナンシャル・ウエルビーイング」の設置も予定されている。

おわりに

二〇二五年六月には、ウエルビーイング学会FWB分科会が設立して約一年のタイミンで「第一回ファイナンシャル・ウエルビーイング（FWB）シンポジウム」¹¹が開催された。八月下旬には「ウエルビーイング&ファイナンシャル・ウエルビーイングQ&A」（编者・ウエルビーイング学会FWB分科会）という書籍刊行も予定されている。また、大阪・関西万博では、一〇月に世界中から有識者が集まり「SDGs+Beyond」をテーマに議論されることになっている。SDGsは二〇三〇年までの国連のグローバルアジェンダであるが、二〇三〇年以降、国連生誕一〇〇周年（二〇四五年）に向けての有力な候補の一つがSustainable Well-being Goals（SWGs）

である。このように国内外で注目度が高まるウェルビーイングを形づくる礎としてのFWB実現に向けては、金融業界こそが率先して、金融経済教育推進機構やアカデミズムとも連携を図りながら、官民学が一体となった推進体制を構築していくことが望まれる。

※本稿の見解・意見に係る部分はすべて筆者個人のものであり、所属する組織の見解を示すものではない。

注

- (1) 内閣府「経済財政運営と改革の基本方針二〇二四」(骨太方針二〇二四)、二〇二四年六月二一日閣議決定、三頁
- (2) 内閣府「経済財政運営と改革の基本方針二〇二五」(骨太方針二〇二五)、二〇二五年六月一三日閣議決定、四九頁
- (3) 自由民主党「日本Well-being計画推進特命委員会」第六次提言、二〇二三年五月一日、三頁・九頁
- (4) 自由民主党「日本Well-being計画推進特命委員会」第七次提言、二〇二四年五月二六日、一〇頁
- (5) 内閣府「国民生活に関する世論調査」、二〇二一～二〇二二年
- (6) 三井住友トラスト・資産のミライ研究所「金融リテラシー度とファイナンシャル・ウェルビーイングに関する実態調査」(二〇二三年)より/令和の「金融リテラシー」事情、二〇二三年七月七日、一九頁
- (7) 日本版Well-being Initiativeとは、二〇二二年三月に日本経済新聞社が公益財団法人Well-being for Planet Earth¹有志の企業や有識者・団体などと連携して発足した団体を指す。より良い社会をデザインしていくためにWell-beingという概念と新指標を、これからの時代の社会アジェンダにすることを目指すこととしている。
- (8) 井戸照喜『ファイナンシャル・ライフ・エンジニアリング』したたかに「楽しむ」洗練された「人生の経営者」を

目指して』(一般社団法人金融財政事情研究会)、二〇二四年五月二二日、四三頁

(9) 金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」、二〇二四年九月二六日、六頁

(10) 年金シニアプラン総合研究機構「調査研究報告書RS-02」、二〇二四年一月、一三〇～一九三頁

(11) 「第一回ファイナンシャル・ウェルビーイング(FWB)シンポジウム」は、ウェルビーイング学会FWB分科会の創設一周年を記念し、同分科会と一般社団法人金融財政事情研究会の共催、金融経済教育推進機構(JFEC)の協力、公益財団法人トラスト未来フォーラムの協賛で、二〇二五年六月一日に開催された。

(いど) てるき・三井住友信託銀行株式会社・専門理事、

ウェルビーイング学会ファイナンシャル・ウェルビーイング分科会・座長

証研レポート既刊目録

No.1737 (2023.4)	執筆者	No.1744 (2024.6)	執筆者
英国および米国におけるクラウドファンディング ー株式投資型を中心にー	松尾	「インベストメント・チェーン」の残されたピース 戦前日本における株式買占め事例	二上 松尾
シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー ー預金・MMF・FRBー	伊豆	ー鉄道会社の事例を中心にー	
世界の取引所取引の現況 ーWF E報告書に基づく考察ー	吉川	コロナ禍の欧州株式アクティブESGファンド ーESMAワーキング・ペーパーの考察ー	吉川
米国のUniversal Proxy (ユニバーサル・プロキシ) の導入	福本	米国オプション市場における取引の短期志向化 ーOdteオプション取引の活況ー	志馬
No.1738 (2023.6)		EU市民の金融ナリッジの現況と評価 ーヨーロッパ委員会調査の結果とインプリケーションー	中川
プライベート市場の拡大と「ゲートキーパー」 ナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア	二上 吉川	No.1745 (2024.8)	
ー世界最大のデリバティブ取引所ー		日銀はなぜ急変したのか?	伊豆
SECによる最良執行ルール提案	清水	OFRのヘッジファンド・モニター	吉川
米国株価情報配信政策をめぐるSECと取引所の争い ーSECによるSIPの改革提案と敗訴ー	志馬	ー米監督機関のデータ公開ー	
No.1739 (2023.8)		欧州資本市場の統合テブ設立の動きについて 議決権行使書面の行使期限に問題があったとされる二つの事例	清水 福本
日本証券業協会の業態分析について クレディ・スイスのAT1債をめぐる ーベイルイン再考ー	二上 伊豆	No.1746 (2024.10)	
コケーション・スキャンダル ーインドにおける取引所運営の汚点ー	吉川	非上場株等の発行・流通の拡大に向けた取組みについて 株主コミュニティ制度の新たな展開	二上 松尾
No.1740 (2023.10)		ー運営会員と売買高を中心にー	
取引所二部開設と店頭売買銘柄登録制度 ー株式店頭市場の歴史的考察ー	松尾	ユーロネクスト市場のパフォーマンス ー二〇二四年八月混乱期のデータ分析ー	吉川
GIFTコネクト ーインドとシンガポールの取引リンケージー	吉川	米株オプション市場における立会場取引 ーマイアミ取引所グループの新規取引所開設ー	志馬
米国株式市場の構造変化 ーゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大ー	志馬	No.1747 (2024.12)	
No.1741 (2023.12)		金融・証券界におけるデジタルテクノロジーの利活用について FRBの利上げはなぜ効かなかったのか? 続・インドの個人による株式デリバティブ取引 ーインド証券取引委員会調査報告ー	二上 伊豆 吉川
「新店頭市場」とジャスダック証券取引所 ー非上場株式市場の歴史的考察ー	松尾	No.1748 (2025.2)	
インドの個人投資家 ーNSEデータに基づく考察ー	吉川	株式市場の市場構造に係わる規制の経緯と現状 株主コミュニティ制度の拡大 ー新規銘柄を中心にー	森本 松尾
ダークプールでのHFTの取引 ポスト・ブレジットの英国金融・証券セクター ー崖っぷちのシティーー	清水 中川	続・インドの個人による株式デリバティブ取引2 ーインド証券取引委員会調査報告ー	吉川
No.1742 (2024.2)		アメリカの証券決済期間T+1への短縮化 IEXのオプション市場開設発表	福本 志馬
グリーンシートと株主コミュニティ制度 ー非上場市場の歴史的考察ー	松尾	No.1749 (2025.4)	
FRBのバランスシート縮小について インドの個人による株式デリバティブ取引 ーインド証券取引委員会調査報告ー	伊豆 吉川	「基調的な物価上昇率」について 株価調整局面のインド株式市場 ー取引量と取引主体の変化に関する考察ー	伊豆 吉川
米国株式取引の取引所市場と店頭市場の取引シェア ー取引市場はどのように選択されているのかー	志馬	各国の証券決済期間T+1への短縮化 MBO等における公開買付けの買付下限 ーマジョリティ・オブ・マイノリティと三分の二下限ー	福本 梅本
No.1743 (2024.4)		No.1750 (2025.6)	
PTFのディーラー登録をめぐる ー米国国債市場の課題と対応ー	伊豆	発足五年目に入るセキュリティ・トークン (ST) 非上場株式市場とスタートアップ支援	二上 松尾
インドの個人による株式デリバティブ取引2 ー取引対象別分類ー	吉川	ーブライマー市場とセカンダリー市場の連携ー	
非財務情報の虚偽記載と2つの「重要な事項」の解釈 米国の実質株主の透明化のための制度 ーOBO/NOBOとForm13Fー	梅本 福本	アメリカのティックサイズに関わる規則改正 シカゴ・マーカンタイル取引所 (CME) のブローカー免許取得	清水 志馬

証研レポート第一七五一号
二〇二五年八月十一日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2025年8月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**

大阪研究所

<https://www.jsri.or.jp>

〒541-0041 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
E-mail : nskk-osa@jsri.or.jp

【お願い】 お届け先に変更がございましたら、
お手数ですが上記までご連絡ください。

定価：418円(本体380円+税10%)