

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 大野早苗

1998年の外為法改正を契機とする外国為替証拠金取引（以下、FX取引）の解禁以降、FX取引の規模は飛躍的に拡大した。その結果、東京外国為替市場は個人投資家が大きな占有率を占めるユニークな市場へと変質した。FX取引の動向が注目を集めているところではあるが、FX取引市場の詳細については解明されていないことも多く、学術的研究も皆無に近い。

以前はインターバンク市場が圧倒的な取引シェアを保持していたが、欧米市場では高頻度取引を行うヘッジファンド等の取引が急増したことにより、対顧客市場の占有率が拡大している。一方、東京市場ではFX会社を経由した取引高の拡大により、対顧客市場の占有率が拡大している。こうした外国為替市場の構造変化が為替ディーラーのマーケットメイキング機能の低下につながるなどの懸念もあるが、一方では銀行等に新たなビジネスチャンスをもたらす副次的効果も期待できる。

リーマンショック時における円の急騰やアベノミクス後の円安の急伸など、時に為替レートは急激な変動を見せる。その背景として、CTAと呼ばれる基本的に順張り戦略を採用するヘッジファンドなどの存在が注目されているが、東京市場は欧米市場よりもヘッジファンドの取引が相対的に小さく、個人投資家の取引が相対的に大きい。個人

投資家は逆張り戦略を取る傾向があるとの指摘がしばしば見受けられるが、もしこうした見方が正しいならば、東京市場では個人投資家の行動が相場変動の安定化に寄与することになる。果たして、個人投資家とその他の投資家との行動の異質性は認められるのか、また個人投資家の行動がどのような相場の変動特性をもたらすのか、興味深いテーマである。

近年では商品の投機性を抑制するような規制強化が実施されている。こうした規制強化は、市場の自由な投資行動やFX会社のイノベーションに制約を課すものとして反対する声もある。規制の強度と市場の活性化との関連は単純ではなく、規制強化が市場の安定化への寄与を通じて投資家層を拡大させる効果も期待できるだろう。今後の規制のあり方を考える上で、規制の効果を検証することは大いに重要である。

本特集はFX取引をテーマに取り上げた。寄稿いただいた4編の論文では、FX取引の拡大が金融機関のビジネスモデルやインターバンク市場に与えた影響、業界におけるビジネスモデルの変化や課題などが考察されるとともに、個人投資家の行動の特徴や規制の効果が分析されている。いずれの論文も、当該分野のレファレンスとなるべき論文であり、読者にとって意義深いものになって

いる。

大西論文「外国為替証拠金取引とインターバンク市場との関係について」は、FX取引の拡大傾向を概観するとともに、FX取引の拡大がインターバンク市場に与えた影響や将来の市場の展望について考察している。

FX取引の特徴として逆張りやキャリートレードを挙げている。例えば、前日にドル高円安（ドル安円高）が進んだ局面でドルのロングポジションが減少（増加）した日数は、2011年から15年までの5年間で84%（86%）を占めていたことを確認している。FX取引ではロスカット規制が存在するが、投資通貨が大幅に下落した局面でも相場の変動を増幅する方向にポジションが変化した日数はほんのわずかである。また、相場変動の増幅局面の減少はレバレッジ規制に起因するところが多いと推察している。

FX取引ではスワップポイントが収益の一部を占めており、取引の大半は外貨買い・円売り取引である。特に高金利通貨でこうした特徴が顕著に見られるため、FX取引を行う本邦投資家は金利差による収益を志向する傾向があると指摘している。

05年の金融先物取引法改正以降、FX取引は急速に拡大した。本邦外為市場におけるスポット取引で見ると、06年時点のFX取引は主要銀行・証券会社による取引のわずか13%ほどであったが、15年には主要銀行・証券会社の取引の1.3倍ほどに拡大した。10年以降はレバレッジ規制の導入により伸び悩みを見せたが、14年の日銀による異次元緩和を契機に再び拡大している。

FX会社は顧客との取引で引き受けたりスクをヘッジするために銀行等との間でカバー取引を行っているが、このカバー取引が銀行等を通じてイ

ンターバンク市場に影響を及ぼしている可能性がある。FX取引は東京市場のスポット取引のうち31%の流動性を供給していることになり、対顧客取引全体の約6割を占めるに至っている。

外国為替市場でも取引の電子化は進んでいるが、電子化の流れはインターバンク市場だけではなく、対顧客市場でも進んでおり、プラットフォームを利用した対顧客向けマーケットメイク機能が革新的に変化している。また、プライムブローカー・サービスの登場により、FX会社は信用力不足を克服して多数のカバー先と取引できるようになり、また銀行側も新たな収益源を獲得することとなった。一方、取引の電子化は多額の設備投資資金を要するため、取引の集中化が進んでいる。

FX取引は今後も国内のみならず海外でも拡大する可能性があり、特に、中国や香港などのアジア諸国へのFX会社の進出が目立つ。FX取引が内外市場で更に拡大すれば、インターバンク市場への影響度はより一層強まるものと予想される。

山崎論文「わが国の外国為替証拠金取引の現状と規制」は、わが国におけるFX取引の現状と特徴を概観するとともに、FX会社のビジネスモデルや財務状況、FX取引に係る法規制体系の変遷についても触れている。

FX取引の取引金額は飛躍的に拡大したものの、建玉残高は取引金額ほどには拡大していない。また、月平均取引金額を期首・期末平均預託額で除した取引額・預託金倍率の推移を見ると、レバレッジ上限規制が課された10年以降も上昇している。以上より、投資家が日中に取引を手仕舞うなど、ポジション保有期間が短縮化していることがうかがえる。

また、顧客口座数は上昇傾向にあるものの、取引実績口座数は伸び悩んでいる。このことから、

特集

新規の顧客数は伸びておらず既存の顧客が複数のFX会社を渡り歩く状況や、口座を開設しても休眠状態を続ける顧客層が少なくない状況が推測される。

FX取扱会員数は07年をピークに減少を続けている。事業者数の減少の背景として事業の収益性の低下を指摘しており、登録業者としての業務管理コストの増加に加え、スプレッドの縮小、広告宣伝の膨張などを要因として挙げている。

FX取引の解禁直後は、監督官庁が存在しないこともあり、顧客トラブルなどの社会問題が顕在化した。そこで、05年の金融先物取引法改正によりFX会社は金融庁の監督下に置かれることとなり、その後もFX取引の適正な商慣行の確立を目的として様々な規制が追加されてきた。FX取引に対する規制は、区分管理信託財産化、ロスカット規制、レバレッジ規制を合わせた3規制を柱とし、近年では取引業者の業務体制について業界全体の成熟化を図るための自主規制による取組みが進んでいる。

15年1月のスイスフラン・ショックを発端とする国際的なFX会社の経営危機を契機に、各国ではFX会社のリスク管理規制を強化する機運が高まっている。こうした規制強化の流れの中で、FX取引市場のイノベーションを保ちつつ、FX取引に係る諸課題を解決するには、法規制、FX会社自身の取組みとともに、投資家の金融リテラシーを高めることが重要であると述べている。

古賀論文「外国為替市場における個人投資家のモーメンタム行動—外為証拠金取引所データを用いた分析—」は、外為証拠金取引所データを用いた実証分析により、わが国の個人投資家の投資行動を検証している。

個人投資家の投資行動に関する研究の蓄積は少

ない。個人投資家の投資行動に関する研究が進まなかった理由としては、データ利用性の問題の他に、価格形成へのインパクトを持たない限界的な投資家と見なされていたためと推測される。あるいは、個人投資家は正しい情報と間違った情報を識別できないノイズトレーダーであり、市場の攪乱要因としてボラティリティを増幅させる触媒と見なされる程度であった。しかし、本論文の分析において、個人投資家は日々の短期的なレート変動を捉えて市場の収益機会を生かした取引を行っていたことが示唆されている。

FX取引を行う個人投資家はキャリートレードやコントラリアン取引（逆張り行動）を行っているとの見方が散見されていた。しかし、本研究によれば、短期的な投資行動はモーメンタム行動（順張り行動）で描写されるという。また、リーマンショック以前では高パフォーマンス通貨の更なる高リターンを期待してその購入を増やしていったが、リーマンショック後はリターンが低下した通貨のポートフォリオを縮小して追加的な損失を防ぐような行動を取っていたことも示唆された。

本研究ではモーメンタム行動を支持する結果が得られたが、これは大西論文を含めた他の見方と相対するものではない。個人投資家がタイムスパンやイベントによって投資行動を変化させている可能性や、個人投資家が取引スタイルの異なる投資家の集合体である可能性も指摘している。

為替市場はグローバルに統合された市場であるとともに、外国為替市場における取引の85%を占める主要6通貨は潤沢な流動性を有する市場である。また、情報伝達技術の発達もあり、主要通貨市場の効率性は高まっていると推察される。その一方で、効率的市場仮説やカバーなし金利平価の不成立が数多くの研究から報告されていることを考慮すると、外国為替市場における各投資家の

投資行動の特徴や特異性など、取引行動を説明し得る新たな切り口を探ることの重要性は大きいと言える。

岩壺論文「気質効果とロスカット規制—口座別FX取引データを用いた分析—」は、ロジット分析を用いてロスカット規制の効果を検証している。

ロスカット制度は投資家の過大な損失を防ぐという意味での顧客保護と、未収金の発生によって高まる業者の財務リスクの抑制のために導入された。自由な投資行動を制約するものとしてロスカット制度の導入に反対する意見もあるが、FX会社の財務悪化を発端とする金融システム不安を遮断する効果を含めた全体的な効果を考慮すれば、ロスカット制度の存在意義は大きいと言える。

ロスカットの対象となるのは、自発的な損切りができず、新規取引時点から高いレバレッジ比率を有する投資家と考えられる。すなわち、含み益が生じている場合は早めに利益を確定するものの含み損が生じている場合は損切りに踏み切れないという心理バイアス（「気質効果」）が強く、リスクテイクの度合いが強い投資家ということになる。

本稿では以下の二つの仮説を想定している。一つは、「平時から気質効果が高く、リスクテイクの度合いが大きい投資家がロスカットされる可能性が高い」という仮説であり、もう一つは、「ロスカットになった投資家は、その後、リスクテイクの度合いを減らし、気質効果も低下する」という仮説である。この二つの仮説が支持されれば、ロスカット規制は有効であると判断される。すなわち、ロスカットの対象になり易い性質を持っている投資家は、ロスカット規制の存在によって過大な損失を回避できるだけでなく、投資家がロスカットの経験から学習し、ロスカットされる事態を回避するような行動を取るようになることを意味する。

本研究から、FX投資家に気質効果が見られること、ロスカットの対象になり易い投資家はリスクテイクではなく気質効果が強いことが明らかになった。更に、ロスカット後に投資家の気質効果が低下していることが示された。以上により、自発的に損切りできない投資家が再びロスカットに遭遇することのないよう、ロスカット規制が投資家に規律付けを与えていると論じている。