

本邦外為証拠金取引の最近の動向

Bank of Japan Review

金融市場局 外国為替平衡操作担当
寺田 泰・東尾 直人・岩崎 淳

2008年8月

近年わが国では個人投資家による外為証拠金取引¹が活発化している。入手可能な情報をもとに、本邦外為証拠金取引の最近の動向についてみると、昨年夏以降、国際金融市場において所謂サブプライム問題を契機とした混乱がみられる中、外為証拠金取引のポジション残高は減少したものの、口座数や取引高は着実に増加している。また、この間、レバレッジの低下、売買回転率の上昇、高金利通貨への運用シフトなど、取引手法、通貨選択等にも変化が窺われている。

1. はじめに

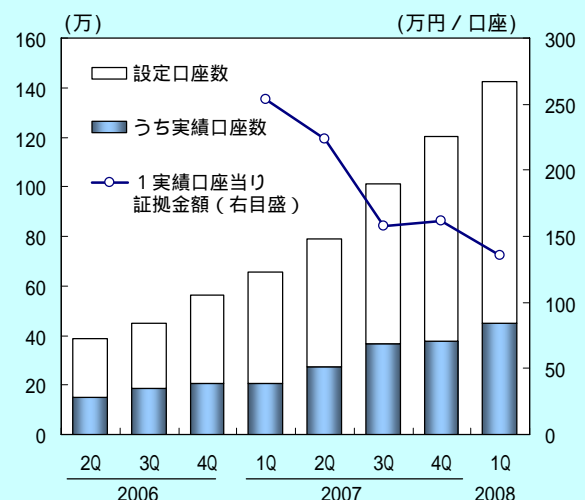
本邦外為証拠金取引の歴史は比較的浅く、個人投資家の間に本格的に広がってきたのは最近2~3年のことであるが、その拡大ペースは非常に早い。この間、2005年7月には、東京金融取引所が取引所為替証拠金取引²を上場したほか、証拠金業者による取引手数料の引き下げやインターネットの普及³等を背景にした利便性の高まりが、取引高等の増加に寄与した。また、個人投資家による新しい収益機会の追求も、外為証拠金取引拡大の一つの背景との指摘もある。

日本銀行金融市場局では、金融政策の適切な運営に資するため、内外金融市場のモニタリング・分析を行っている。本稿で取り上げる本邦外為証拠金取引は、最近、外為市場における影響力が高まっており、国際会議等の場でもその動向が注目されている。本稿では、本邦外為証拠金取引の最近の動向について簡単に取りまとめる⁴。

2. 取引高等の推移

外為証拠金取引は、本邦個人投資家の外貨資産投資の受け皿の一つとなっている（外為証拠金以外の本邦個人投資家による外貨資産投資については p.2【BOX】参照）。例えば口座数の推移を見ると、昨年夏以降の国際金融市場の混乱にもかかわらず、足下1年間で倍増している。一方で、1口座あたりの証拠金額は減少傾向にあり、これは、手数料の低下等を受けた小口の投資家の新規参入等、取引の裾野の広がりを映じたものと考えられる（図表1）。

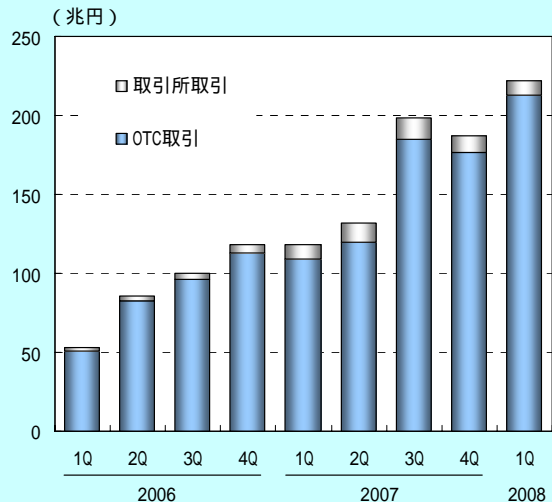
【図表1】口座数の推移



(注) OTC取引・取引所取引合算。「実績口座数」は設定されている口座のうち、期間中実際に取引が行われた口座の数
(出所) FFAJ (金融先物取引業協会)

また、外為証拠金取引の四半期毎の取引高をみると、2006年第1四半期の50兆円強から、2008年第1四半期では230兆円と4倍強に膨らんでおり、この1年間でも倍増している（図表2）。

【図表2】本邦外為証拠金取引高



(注) FFAJ 会員（証券会社・先物会社等）から報告された買付取引と売付取引の合計
(出所) FFAJ

直接的な比較は難しいものの、BISの取りまとめたグローバルにみた円スポット取引高（07年4月時点）⁶に対して、外為証拠金取引の取引高は1割程度に匹敵する数字となっている。このようなデータからも、外為証拠金取引を通じ、本邦個人投資家が、内外の機関投資家、輸出入企業やヘッジファンド等と並んで外為市場の主要参加者となっていることが分かる（図表3）。

【図表3】日次平均取引高比較

円スポット取引高 (グローバル・ベース、BIS調べ)	
07年4月	24.5兆円(*)/日
本邦外為証拠金取引取引高 (OTC取引・取引所取引合算、FFAJ調べ)	
07年1Q	1.9兆円/日 (7.7%)
08年1Q	3.6兆円/日 (14.5%)

(*) 206.0 billion USD

(換算レート: ドル/円 = 118.81)

(注) 本邦外為証拠金の取引高欄の()内は、グローバル・ベースの円スポット取引高(07年4月)と対比した場合の比率
(出所) BIS(国際決済銀行)、FFAJ

【BOX】本邦個人投資家による外貨資産運用：外貨建て投資信託と外為証拠金取引の比較

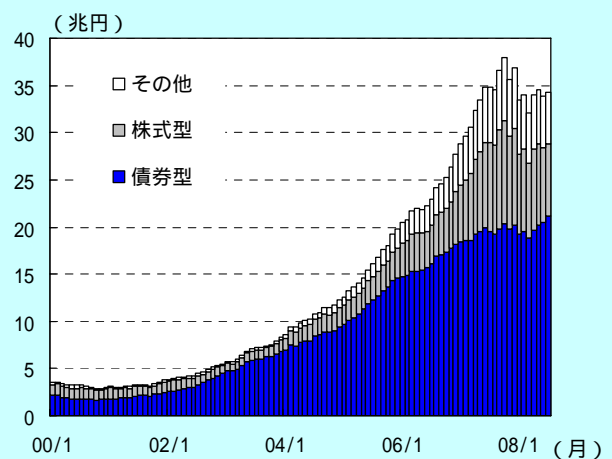
本邦個人投資家による外為証拠金以外の主な外貨資産運用手段としては、外貨建て投資信託および売出債等外国証券への投資や外貨預金等が挙げられる。その中でもとりわけ外貨建て投資信託投資は、2002年以降増加スピードが加速した。ただし、2007年後半以降は、残高は幾分減少に転じている（BOX 図表1）。

各外貨建て資産の08年3月時点の規模を比較すると、ストック・ベースでは、外為証拠金取引の残高（グロス建て玉）は3.1兆円と、投信協会調べによる外貨建て投信残高（32.1兆円）を大幅に下回っており、資金循環統計（日銀）における家計による外国証券投資残高（12.2兆円）および外貨預金金額（4.8兆円）も下回っている。

しかし、外為証拠金取引は他の外貨資産投資と異なり、一日に複数回の売買を行うケースも珍しくなく、取引頻度の高さがひとつの特徴である。フロー・ベースの取引規模をみると、外為証拠金取引の2007年度（07年4月～08年3月）の取引高は739.6兆円（FFAJ調べ、OTC取引・取引所取引合算）となっている。

外為市場に対する影響として、ポジションの積み上がりに伴う長期的な通貨需給という観点からは、投資信託経由の取引の影響が相対的に大きいと考えられる一方、取引フローを通じた市場流動性や短期的な市場へのインパクトという観点からは、外為証拠金取引の影響が相対的に大きいと考えられる。

【BOX 図表1】外貨建て投資信託残高推移



(出所) ITAJ(投資信託協会)

3. 取引・投資手法の特徴

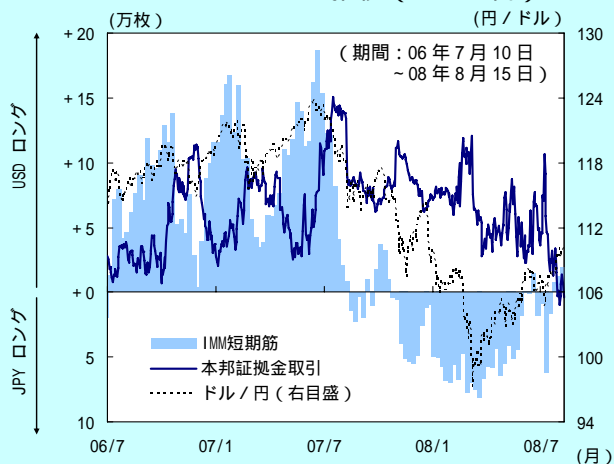
本邦外為証拠金の取引・投資手法の基本的な特徴を把握するため、東京金融取引所（TFX）における外為証拠金取引の建て玉、および、比較対象としてIMM（シカゴ通貨先物市場）における非商業・非報告投資家のポジション（短期売買を主とするヘッジファンド等のポジションを示すものと位置付けられている）のデータから、それぞれのポジションの傾向を窺うと、本邦外為証拠金取引には、以下のような特徴があることが窺える。

（1）基本的には「円売り・外貨買い」主体であること

まず、やや長い視点から本邦証拠金取引のポジションの動向をみると、相場環境に応じて変化するものの、基本的には円売り・外貨買い主体となっている。

例としてドル/円市場における、本邦外為証拠金取引およびヘッジファンド等短期筋のポジションの推移をみると、ファンド等のネット・ポジションは、相場の変動に応じてドル・ロング（買い持ち）、円・ロング双方のポジションを取っているのに対し、本邦外為証拠金取引のネット・ポジションは、08年3月にドル/円相場が100円を割り込んで下落した局面を含め、基本的にドル・ロング（円売り）であった⁷（図表4）。

【図表4】本邦外為証拠金取引とIMM短期筋のネット・ポジションの推移（ドル/円）



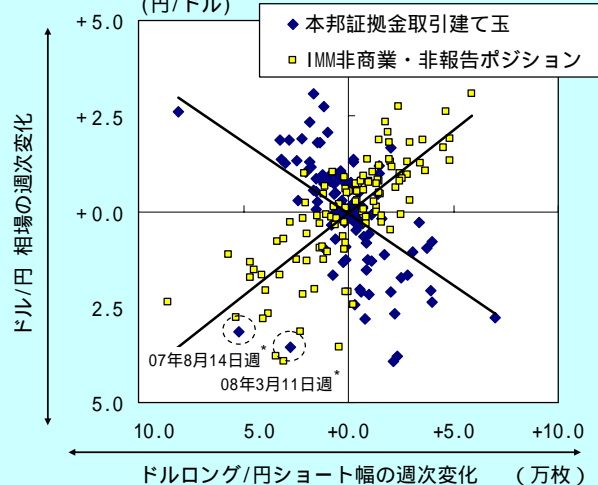
（注）ネット・ポジション（買い建て玉 - 売り建て玉）
 本邦証拠金取引は、東京金融取引所（TFX）取引ベース
 IMM短期筋は、非商業・非報告投資家の合算、週次データ
 （出所）TFX、CFTC（米商品先物取引委員会）、Bloomberg

この背景としては、本邦個人投資家が外為証拠金取引を用いて、金利差（キャリー）による収益を狙う取引を活発に行っていることが指摘できる。すなわち、外為証拠金取引において、相対的に金利の高い通貨を買い建てする場合、金利差分の収益（スワップ・ポイント）が、通常日次で加算される。本邦個人投資家は、こうした収益を狙い、低金利通貨である円を売り建てると同時に高金利通貨を買い建てると取引（所謂「キャリー取引」⁸）を行っている。

（2）短期的な相場変動と反対方向のポジションを取る「逆張り取引」主体であること

次に、短期的な視点から、本邦外為証拠金およびヘッジファンド等短期筋のポジションの動向をみると、ヘッジファンドは概ね短期的な相場変動と同じ方向にポジションを動かす「順張り」の傾向があるのに対し、本邦外為証拠金は、相場の変動幅が一定水準を越えない限りにおいては、相場の動きと逆の方向にポジションを構築する「逆張り」の傾向がある（図表5）⁹。

【図表5】本邦外為証拠金およびIMM短期筋のネット・ポジション変化幅とドル/円の関係（円/ドル）



（注）週次データ（期間：06年7月11日～08年8月12日）
 *については注9を参照
 （出所）TFX、CFTC、Bloomberg

この背景としては、基本的には金利差収益を狙う本邦個人投資家が、相場上昇（円安・外貨高）時には、外貨上昇益を確定すると共に、将来の価格下落に備えてポジションを削減する動きに出る一方、相場下落（円高・外貨安）時には、将来の相場下落に伴う損失の可能性が低下したとして、外貨買いのポジションを積み増

すといった取引を行っていることが指摘できる。また、後述するように、最近では、米ドル等に対して、外貨売りポジションの構築も含めて、キャピタル・ゲインを狙った取引も増加しているが、こうした取引においても、当初想定したレンジを大きく抜けない限り、相場下落局面で買って上昇局面で売る「逆張り」が行われている模様である。こうした外為証拠金取引の特徴は、相場水準が急激に変動しない限りにおいては、相場の変動を抑制する要因として働くと考えられる。

4. 最近の動向と変化

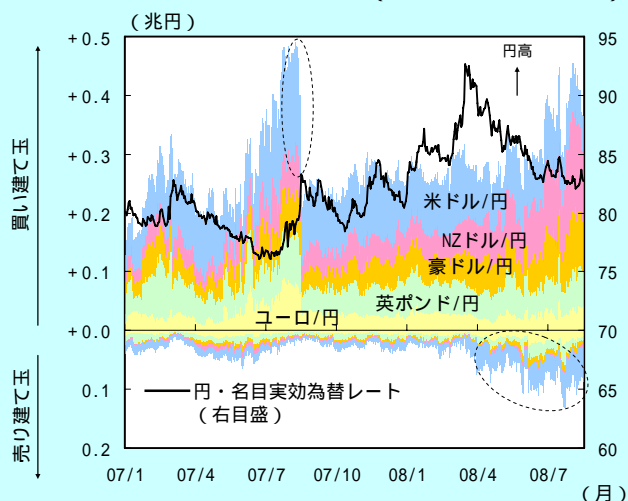
前述の基本的な特徴を踏まえた上で、次に、昨年夏以降の国際金融市場の混乱のもとでの外為証拠金取引の動向について述べる。

(1) 07年8月前後の変化

円売り・外貨買いポジションの積み上がりと巻き戻し

2007年入り後、特に7月から8月初旬にかけて、本邦証拠金取引においてキャリー取引が活発化し、米ドル等各通貨に対する買い建て（円売り）ポジションが急激に積み上がった。ところが、8月初旬から中旬にかけて、所謂サブプライム問題に端を発する短期金融市場の動揺が世界的に拡大、外為相場が円高にシフトする局面では、ポジションが大きく巻き戻され、特

【図表6】建て玉合計の推移（取引所取引ベース）



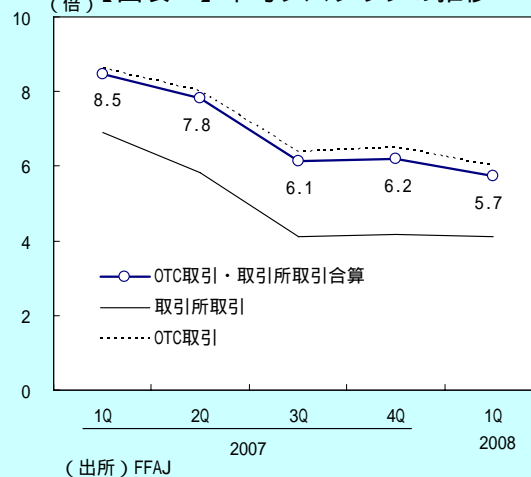
(注) 円・名目実効為替レートは、JPモルガン算出
(出所) TFX, Bloomberg

にドル/円相場が115円を下抜けした8月16日には、大量の外為証拠金ポジションが自動ロスカットルール¹⁰に基づきクローズされた。こうした相場下落局面でのドル/円ロング・ポジションのクローズは相場動向にも影響を及ぼし、とりわけ8月の円高局面では、円高進行を加速させる要因となったとの指摘が聞かれる（図表6 - ）¹¹。

レバレッジ¹²の低下

レバレッジ（証拠金に対する建て玉の比率）が高いほど、市場が大きく変動する局面で、ポジションの自動ロスカット等によりその変動を加速させる可能性も高くなると考えられる。レバレッジの状況を試算してみると、07年第3四半期以降、平均レバレッジは07年第2四半期と比べて大きく低下している（図表7）。この背景としては、上述した07年8月の自動ロスカットによって、高いレバレッジをかけたポジションが手仕舞いされたこと等が考えられる。

【図表7】平均レバレッジの推移



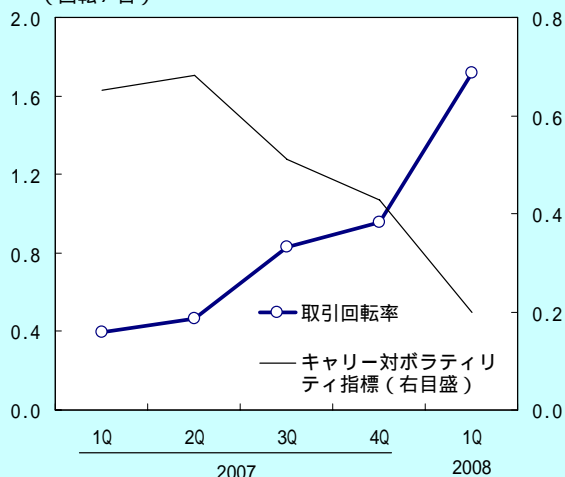
(2) 07年8月以降の変化

ドル/円取引における変化：売建て玉の増加と売買回転率の上昇

07年8月以降の本邦証拠金取引の動向を窺うと、ドル/円の取引については、特に08年3月以降、一部でドル売り建てポジションを構築する動きがみられた（前掲図表6 - ）。また、取引回転率（＝取引高÷建て玉）の上昇がみられた（図表8）。

この背景としては、キャリー対ボラティリティ指標の低下（図表8）にみられるように、金利差縮小に伴いドル売り建てポジション構築コストが低下する一方、相場の変動性（ボラティリティ）が高まったことから、ドルをまず高値で売っておき、その後安値になったところで買い戻す等の手法でキャピタル・ゲインを得ることを狙う短期の取引が増加したことがあるとみられる。なお、このような取引動向の変化については、取引手数料の低下により短期売買に係るコストが低下したこと等が寄与しているとの指摘も聞かれる。

【図表8】取引回転率とキャリー対ボラティリティ指標（米ドル/円）
（回転/日）

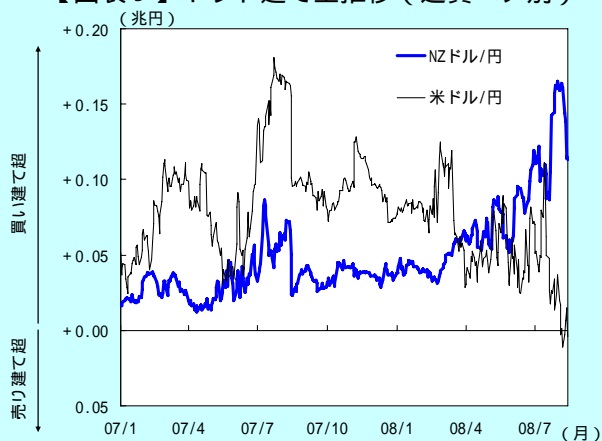


（注）取引回転率 = 日次平均取引高（OTC取引ベース）
 ÷ 建て玉残高（買い建て・売り建て合算、期末時点）
 キャリー対ボラティリティ指標 = 3ヶ月LIBOR金利差
 ÷ 3ヶ月物インプライド・ボラティリティ
 （出所）FFAJ、Bloomberg

米ドルから高金利通貨への運用シフト

証拠金取引の通貨選択についても、07年8月以降変化がみられている。米国の金融緩和を受け日米金利差が大幅に縮小するなか、より大きな金利差による収益を享受するため高金利通貨へ資金をシフトする動きがみられている。例えば政策金利が8%（08年8月19日時点）と主要国通貨の中で高いNZドルの対円でのネット建て玉の推移をみると、08年3月～8月初にかけて買い建てポジションが積み上がった¹³（図表9）。

【図表9】ネット建て玉推移（通貨ペア別）



（出所）TFX、Bloomberg

5. おわりに

本邦個人投資家を中心とした外為証拠金取引の外為市場でのプレゼンスは増しており、その動向が外為市場を動かす要因の一つになっている。また、外為証拠金取引全体の動向をみると、昨年8月以降の国際金融市場の変化に応じて、取引手法等も変化している。

外為証拠金取引の動向やその外為市場に対する影響を見る上での今後の注目点としては、外為証拠金取引の投資手法の動向と変化、レバレッジの動向、通貨選択（特に米ドルやユーロに比べて取引規模の相対的に小さい通貨の場合、本邦外為証拠金取引のプレゼンスは無視し得ない<図表10>）等が挙げられる。

【図表10】通貨別日次平均取引高

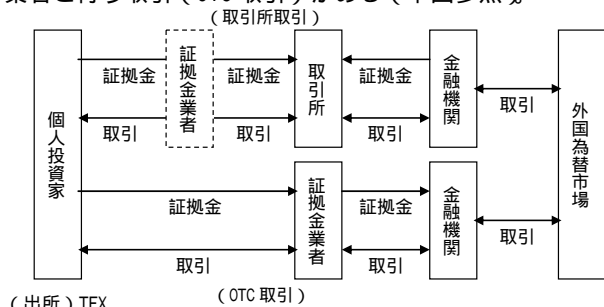
	外為スポット取引高 グローバル・ベース (BIS調べ、07年4月)	本邦外為証拠金取引 OTC取引ベース (FFAJ調べ、08年1Q)	
	= (a)	対円取引 = (b)	= (b)/(a)
米ドル	93.89 兆円(*)	1.80 兆円	(1.9%)
ユーロ	49.90 兆円(*)	0.40 兆円	(0.8%)
英ポンド	17.81 兆円(*)	0.61 兆円	(3.5%)
スイス・フラン	10.46 兆円(*)	0.01 兆円	(0.1%)
豪ドル	6.27 兆円(*)	0.24 兆円	(3.8%)
加ドル	4.57 兆円(*)	0.03 兆円	(0.8%)
NZドル	2.05 兆円(*)	0.09 兆円	(4.6%)
南ア・ランド	0.67 兆円(*)	0.02 兆円	(3.0%)

(*) 換算レート：USD/JPY = 118.81

（出所）BIS、FFAJ

1 外為証拠金取引とは、証拠金を証拠金業者に預託し、差金決済等によって通貨の売買を行う取引のこと。1998年の外国為替及び外国貿易管理法の改正を機に取引が拡大。2005年7月には、金融先物取引法の対象商品となった。

2 投資家が外為証拠金取引を行う場合、証拠金業者等を通じて取引所において行う取引（取引所取引）と、証拠金業者と行う取引（OTC取引）がある（下図参照）。



3 証拠金取引口座を、取引に用いる通信手段によって大別した場合、インターネット口座と電話口座の2種類があるが、金融先物取引業協会（FFAJ）によると、実績口座数（期間中実際に取引が行われた口座の数）に占めるインターネット口座の割合は、足下約2年間に、87.9%（06/2Q）から97.4%（08/1Q）に上昇。なお、この間、インターネット口座数は232.2%増加したのに対し、電話口座数は35.0%減少。

4 外為証拠金取引を行う投資家は為替リスクを負う。本稿は外為証拠金取引そのもの、または特定の投資手法等を推奨するものではない。

5 投資家からのオーダーを受けた証拠金業者の中には、顧客である個人投資家の買い注文と売り注文の一部を相殺し、残りの部分を、金融機関等を通じて外国為替市場で取引している先もある。従って、必ずしも外為証拠金取引の全てが外国為替市場において取引されているわけではない。

6 各国中央銀行等では、国際決済銀行（BIS）の取りまとめの下で、3年毎に自国・地域の外国為替（外為）市場および店頭（OTC）デリバティブ市場の取引高等について同時に調査を実施している。調査では、外為取引を3種類（スポット、フォワード、為替スワップ）、デリバティブ取引を5種類（金利先渡し取引、金利スワップ、金利オプション、通貨スワップ、通貨オプション）に分類し、それぞれについて、通貨別、取引相手先別、国内外別に集計している。なお、BISでは、参加各国・地域の調査結果を集計したグローバル・ベースでの外為・デリバティブ取引高統計を公表している（BISのホームページ<<http://www.bis.org/triennial.htm>>より入手可能）。本文中で用いた、グローバルにみた円スポット取引高は、BISが取りまとめた、円以外の全通貨に対する円スポット取引高。

7 08年8月初旬に、本邦外為証拠金取引のドル/円市場でのポジションが、ネットで小幅にドル・ショート/円・ロングとなる局面もみられた。ただし、他の通貨もあわせてみると、足下も外貨ロング・ポジションが継続している。

8 キャリー（金利差）取引の収益環境を示す指標としては、例えば、金利差を相場のボラティリティで除した数値

（文中の「キャリー対ボラティリティ指標」<図表8参照>）が挙げられる。同指標が高いと、相場のボラティリティに比して金利差が大きいということでキャリー取引の魅力が高く、これが低いと金利差の割に相場のボラティリティが高い（従ってキャピタルロスが生じる可能性がある）ということでキャリー取引の魅力が薄いと考えられる。

9 07年8月14日週、および08年3月11日週においては、ドル/円相場がドル安・円高方向に大きく変動する中、自動ロスカットルール（注10参照）に基づくドル・ロングポジションの縮小がみられた。

10 外為証拠金取引における証拠金業者によるポジション管理の仕組みの概要は、次の通り。証拠金業者が顧客のポジションの時価評価を行い、証拠金が必要額を下回った場合、証拠金の不足分の入金ないしポジション決済を促す連絡が投資家宛てに送付される（マージン・コール）。また、ポジションの損失が大きく、不足額が大きい場合、自動的にポジションの反対売買（通貨の買い建てポジションは売り、売り建てポジションは買い）がなされる（自動ロスカット）。なお、自動ロスカットが発生する証拠金の水準は、証拠金業者がそれぞれ設定している。

自動ロスカットの例として、ドル/円を1枚（1万ドル）買い建てた投資家の、購入単価を123.00円、レバレッジを10倍とすると、必要となる証拠金は12万3000円。自動ロスカット水準が70%の場合、差し入れた証拠金に対し70%（86,100円）の含み損を抱えた場合、反対売買（1万ドルのドル売り）が行われ、投資家の手元には36,900円の資金が残ることになる。因みに、本例のロスカット水準は114.39円（ $= (123万円 - 8.61万円) / 10,000$ ）。

11 日次の建て玉データは、東京金融取引所（TFX）における取引所外為証拠金取引についての公表データを用いている。本邦外為証拠金全体を眺めると、TFXでの取引はOTC取引に比べ規模が小さい（図表2参照）ものの、市場関係者へのヒアリングによれば、TFX取引のデータは、証拠金取引全体の傾向をある程度トラックしている模様。

12 外為証拠金取引は、一定程度の証拠金を積み立てることによって、その何倍もの金額の外貨投資を行うことが可能であり、その取引の倍率が「レバレッジ」と呼ばれる。実際の取引に設定可能なレバレッジの水準は、数倍程度から100倍超まで、証拠金業者によって様々である。

13 08年8月中旬にかけてNZドル相場が下落した局面では、自動ロスカット等からNZドル買い建てポジションが縮小した。

本稿の作成にあたっては、井田 明奈、稲場 広記、宮 将史、原口 史子の各氏の協力を得た。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局 木村武（E-mail : takeshi.kimura@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。