

外為証拠金取引における個人投資家の投資行動

金融市場局 向山由依、菊田直也、鷲見和昭

Bank of Japan Review

2018年11月

個人投資家による外為証拠金取引については、いわゆる逆張りの投資戦略が特徴として意識され、相場の変動を一定程度抑制する作用を持つと考えられてきた。しかし、最近のアンケートでは、7割の投資家が順張りの投資戦略を採るという結果もみられている。順張り戦略を採る個人投資家は、ごく短い時間に売買を繰り返すことが多いとの指摘もあることから、本稿では、個人投資家の売買について、高頻度の取引データも活用しつつ、投資期間別にみた考察を行った。その結果、投資期間が一日以上の投資では逆張りの特徴が確認された。一方、投資期間が一日未満の投資については、全体として逆張りの特徴がみられるものの、局面次第では順張りの特徴もあることが確認され、日中の相場変動の抑制に作用しない場合もあることが示唆された。

はじめに

個人投資家による外為証拠金取引（以下、「FX取引」）については、いわゆる逆張りの投資戦略——相場の動きと反対向きの売買（相場上昇時には売り、下落時には買い）を行う——が特徴として指摘されてきた。一般的に、こうした逆張り戦略は、他の様々な市場参加者による売買を含む相場の変動を一定程度抑制する作用を持つと考えられてきた¹。しかし、最近のアンケート調査では、7割の投資家が順張りの投資戦略——相場の動きと同方向の売買（相場上昇時には買い、下落時には売り）を行う——を採っているとの結果もみられる。その場合、個人投資家の投資行動が相場に与える影響が変化している可能性も考えられる²。

この点、順張りの投資戦略を採る個人投資家は、ごく短い時間に売買を繰り返すことが多いとの指摘も聞かれる。このため、本稿では、個人投資家の投資行動を、期間が一日以上の投資と、期間が一日未満の投資（当日中に売買の両方が行われる投資）に分けて、考察を行った。その際、投資期間が一日未満の投資については、高頻度の取引データを活用して分析を行った。以下では、FX取引の概要を整理したうえで、投資期間別にみた個人投資家の投資行動がどのように異なるかを確認していく。

FX取引の概要

（FX取引の仕組み）

FX取引とは、顧客が取引金額の一部を証拠金として予めFX会社に預託し、成立した取引の決済を任意の期日まで延期することができる外貨の売買取引である。FX取引は、顧客とFX業者による相対取引である「店頭FX」と、東京金融取引所が提供する「くりっく365」に代表されるように、取引所を介した売買取引である「取引所FX」に大別することができる。

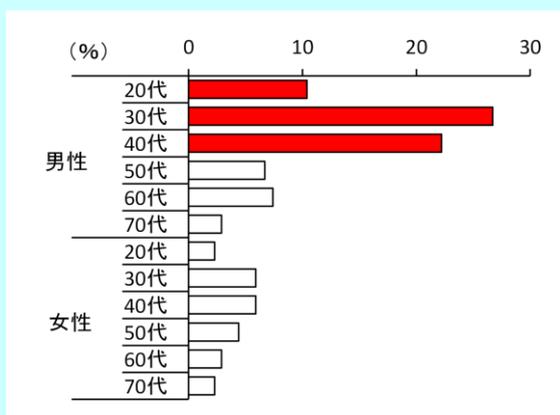
（投資主体）

FX取引は、店頭FXでも取引所FXでも、証拠金に対する想定元本の比率（レバレッジ）は現在最大25倍まで認められており、個人でも大きなポジションを持ちやすいのが特徴となっている。このため、海外でも「ミセス・ワタナベ」との通称でわが国の個人投資家の存在が意識されてきたが、最近の意識調査からは、主な投資家は20代から40代の資産形成層の男性が中心であるとみられる（図表1）。

（口座数、取引金額の推移）

稼働口座数や取引高の推移をみると、振れはあるものの、店頭FXを中心に全体としてFX取引

【図表 1】FX 取引の投資家属性

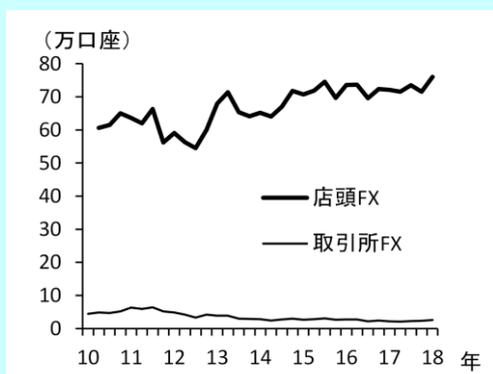


(注) 調査対象者 2,000 人のうち FX 取引を行ったことがある 135 人が対象。

(資料) 金融先物取引業協会「金融先物取引に関する個人投資家の意識調査 (2017 年 4 月)」

は増加傾向にある³。やや子細にみると、取引所 FX は 2011 年をピークに、稼働口座数、取引額の双方でピークアウトしているが、店頭 FX は水準が切り上がっている (図表 2、3)。

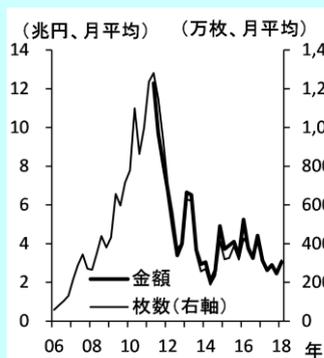
【図表 2】稼働口座数



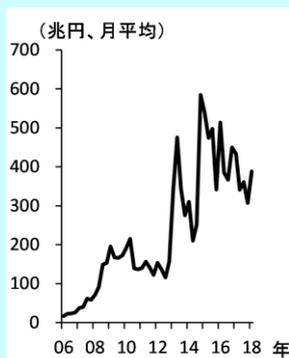
(資料) 金融先物取引業協会

【図表 3】取引高の推移

①取引所 FX



②店頭 FX



(資料) 金融先物取引業協会

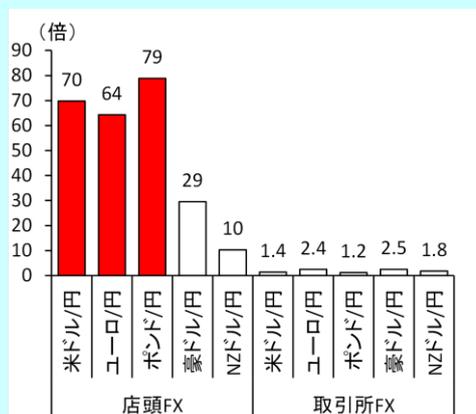
こうした店頭 FX と取引所 FX の動向の違いには、2012 年の税制変更の影響⁴に加え、店頭 FX では高頻度の回転売買が活発に行われていることが背景として挙げられる。以下では、この点を確認する。

(店頭 FX・取引所 FX 別にみた取引の特徴)

店頭 FX は主要通貨を中心にスプレッド(売値と買値の差)が狭く、取引コストが低い傾向にあるため、一日以内に高速で回転売買を行う投資が多いとされる。一方、取引所 FX はスワップポイント(ファンディング通貨と投資先通貨の金利差に基づく利益)が店頭 FX 対比大きい傾向にあるため⁵、主な高金利通貨を対象に一日以上にわたってポジションを抱える投資家が多いと言われている。

この点は、実際の回転売買指標(月間取引金額/月末時点の建玉数⁶)からも確認できる。すなわち、店頭 FX では、ドル/円を中心に主要通貨の倍率は 70 倍近くとなっている一方、取引所 FX では、これらの通貨取引においても回転売買指標は 1 倍程度となっている(図表 4)。

【図表 4】回転売買指標

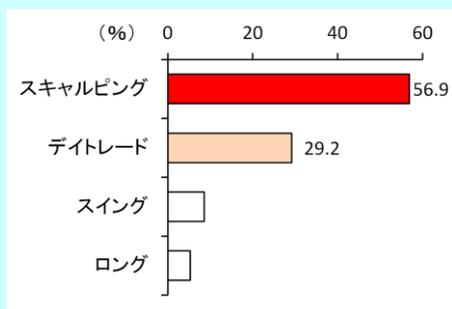


(注) 2018 年 3 月の月間取引高/2018 年 3 月末時点の建玉数。
(資料) 金融先物取引業協会、東京金融取引所

FX 取引のうち、圧倒的に店頭 FX が多いという事実は、多くの投資家がごく短い時間に売買を行っていることを示している。実際、ポジション保有期間別にみた投資家の口座数割合に関する調査からは、一日以内に決済されるトレード(スキヤルピング<僅かな値幅を狙って数秒から数分間に売買を繰り返す取引手法のこと>やデイトレード<ポジションを翌日に持ち越さず、一

日の中の相場の値動きを利用して売買を行う取引手法のこと>)が8割以上を占めている(図表5)。

【図表5】保有期間別にみた口座数割合



投資家の分類	ポジション保有期間
スキャルピング	0～1時間
デイトレード	1時間～1日間
スイング	1日間～1週間(5営業日)
ロング	1週間～1か月(20営業日)

(注) 2015年時点。金融先物取引業協会の会員FX会社の顧客取引データに基づく。なお、保有期間が1か月を超えるポジションは対象外となっている。

(資料) 岩壺「FX証拠金取引の投資戦略とパフォーマンス(2016)」

この間、実際の統計からは確認できないが、市場参加者からは、ドル/円を中心としたスキャルピングは拡大傾向を辿っているとの声が聞かれている。そうした増加の背景には、2013年以降、大きな政治・経済イベント(例: 英国国民投票、米大統領選)に伴うボラティリティ上昇局面の増加(収益機会の増加)等も寄与した模様である。

個人投資家の投資行動

今回、個人投資家の投資行動を確認するにあたって、上記の特徴を踏まえ、投資期間が一日以上の投資と一日未満の投資を区別した上で、データを活用しながら、「順張り」・「逆張り」の観点から考察を行った。

(投資期間が一日以上の投資)

まず、投資期間が一日以上の投資をみるため、週次データを用いて、店頭FX・取引所FX別にネットポジションの変化を通貨変動率で回帰する⁷⁾。推定された係数の符号がプラスであれば、通貨が増価したときにネット買い越し額の増加を意味するため、順張りを意味し、逆に符号がマイナス

であれば、逆張りを意味する。推計結果をみると、店頭FX・取引所FXとも有意な逆張りの関係が確認できる(図表6)⁸⁾。

【図表6】パネルデータの推計結果

説明変数	店頭FX	取引所FX
通貨変動率	-2.32*** (0.14)	-1.75*** (0.09)
定数項	0.07 (0.25)	-0.01 (0.17)
修正R ²	0.168	0.208
サンプルサイズ	1,450	1,450

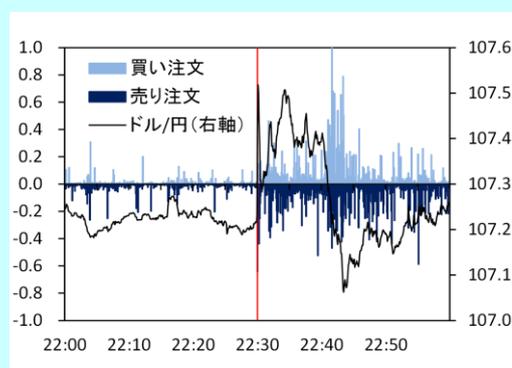
(注) ***は、有意水準1%。括弧内は標準誤差。プーリング回帰モデル。サンプル期間は13年1月～18年7月。

(投資期間が一日未満の投資)

次に、投資期間が一日未満の投資については、当日中に売買の両方が行われるため、日次データでも投資行動を分析することができず、ポジションが解消されない時間のデータが必要となる。こうした投資は、相場が大きく変動する時間帯に活発になることから、本稿では、ドル/円相場が上下に振れた日の秒単位の売買データを用いて為替レートとの関係を分析する。

例えば、2018年2月14日は、米国の消費者物価指数(CPI)が公表された後、ドル/円相場は大きく上下に振れた。実際、主要FX業者の顧客による取引データをみると、その時間帯は売買ともに注文量が増加し、FX取引が活発化した様子が窺える(図表7)。前述の推計と同様に、ドル/

【図表7】米国18年1月CPI公表(2/14日)時のドル/円売買フロー



(注) 売買注文量は、サンプル期間内(22:00～22:59)の最大値(絶対値)で割ることで指数化を行っている。5秒足データを使用。縦線は、米国18年1月CPI公表時を示す。

円の新規ネット売買フローを通貨変動率で回帰した場合、通貨変動率にかかる係数は有意にマイナスとなり、逆張りの関係が確認された。

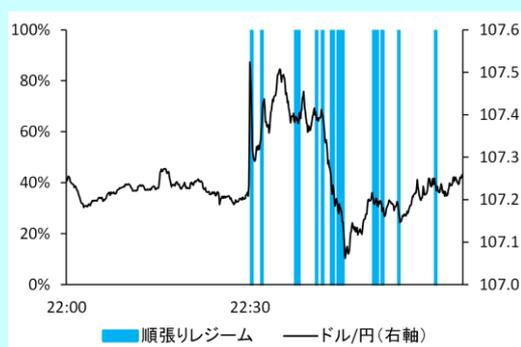
しかし、こうしたトレードについて、市場参加者の間では、例えば相場が多く投資家が想定していたレンジを超えて一気に上昇または下落するような局面では、通常とは異なる行動を採りうる可能性が指摘されている。これを踏まえ、変数間の関係が時間を通じて変化し、2つの状態（レジーム）をとることを想定したマルコフ・スイッチング・モデルによる推計も試みた⁹。推計結果をみると、通貨変動率にかかる係数が2つの状態で異なる値をとることを許容した場合、逆張りのみならず、順張りの状態（レジーム）もみられる様子が窺われる（図表8）。順張りのレジームは為替変動が他の局面に比べ相対的に大きい状態となっている¹⁰。

【図表8】マルコフ・スイッチング・モデルの推計結果

説明変数	レジーム1	レジーム2	スイッチングなし
ドル/円変化幅	1.24*** (0.14)	-0.22*** (-0.22)	-0.11*** (0.03)
定数項	-0.00** (0.00)	0.00** (0.00)	0.00*** (0.00)
サンプルサイズ	653	653	653

(注) ***は有意水準1%、**は有意水準5%。括弧内は標準誤差。5秒足データを使用（欠測値を除く）。

<順張りレジーム>



(注) レジーム1のフィルター化確率が50%以上の局面を順張りレジームとした。

こうした結果は、投資期間が一日未満の投資を行う投資家は、為替変動がそれほど大きくない場合には、投資期間が一日以上の投資を行う投資家と同じく逆張り行動となる一方、いったん為替変動が大きくなれば、順張り行動となるように投資行動を変化させている可能性を示している。

おわりに

以上のように、個人投資家の投資行動は、投資期間によって、異なる可能性が示唆された。すなわち、投資期間が一日以上の投資については、逆張りスタンスが確認された。一方、投資期間が一日未満の投資については、為替変動が相対的に小さい局面では、逆張り行動となるが、為替変動が大きくなれば、順張り行動に変化する可能性がある。

本稿の分析結果には2つのインプリケーションがある。第1は、為替相場の安定性に関するインプリケーションである。これまで考えられてきた個人投資家の逆張り行動は、相場変動を一定程度抑制する作用を持つとの考えを裏打ちするものであった。しかし、本稿の分析結果は、個人投資家による投資期間が一日未満の投資は、必ずしも一概に相場変動を抑制する訳ではなく、為替相場の変動が大きくなれば、順張り行動を通じて、為替相場の変動を増幅させる可能性もあるというものである¹¹。

第2は、為替市場のモニタリングにおけるインプリケーションである。為替市場をモニタリングする上では、秒単位といったより高粒度のデータを使ってきめ細かいチェックが有益である。今後とも、日本銀行としては、市場参加者との意見交換に加え、市場参加者等と協力しつつ、きめ細かいモニタリングの実施のために、為替市場に関する高粒度データの収集や分析を積極的に行っていく方針である。

¹ 例えば、新見朋広「本邦外国為替証拠金（FX）取引の最近の動向」、日銀レビュー、2016-J-9、2016年を参照。なお、相場が大きく急落した際には、強制ロスカットの執行を通じて、相場変動が増幅される場合があることが知られている。強制ロスカットの仕組みについては、同日銀レビューのBOXを参照。

² 外為どっとコム総研による「外為短期投資家動向調査（2018年6月）」によれば、「順張り派」が31.9%、「どちらかと言うと順張り派」が36.9%と全体の7割近くを占めている。同調査では、投資スタイルの理由について、自由記述形式で質問を設けており、順張り派からは「短期トレードで高いリスクは取れない」といった声が挙がっている一方、逆張り派からは「レンジ相場での投資を主として行っているためレンジの上下限で逆張りを行っている」との回答がみられており、順張り派が全体の7割近くを占める一因としてデイトレーダーの多さを指摘している。

³ 証拠金残高（2018年3月末時点）をみると、店頭FXは約1.3兆円、取引所FXは約0.5兆円程度となっている。

⁴ 取引所FXの取引高減少の背景としては、税制上のメリットが無くなったことが大きいと言われている。2011年以前は、店頭FXは総合課税が適用されていたが、2012年の税制改正を受けて、取引所FXと同様に申告分離課税となった。このため、店頭FX

対比でみた取引所 FX の税制上の優位性が低下し、より取引コストの低い店頭 FX にシフトしたとみられる。

⁵ 通貨ペアによって異なるものの、通常、店頭 FX では、スワップポイントの一部が FX 業者への支払手数料として差し引かれるため、取引所 FX の方がスワップポイントは大きくなる傾向にある。

⁶ 建玉数は売り建て玉と買い建て玉の合計金額を用いている。なお、建玉数（2018 年 3 月末時点）をみると、店頭 FX におけるドル/円の建玉数が約 3.8 兆円と最も大きく、取引所 FX におけるドル/円の建玉数（約 0.6 兆円）対比、約 6 倍となっている。

⁷ 具体的には、週次データが取得可能な 5 つの通貨ペア（米ドル/円、ユーロ/円、ポンド/円、豪ドル/円、NZ ドル/円）によるパネルデータを使用。店頭 FX については、主要店頭 FX 業者 9 社を対象とした、QUICK 社のデータを利用。同データは、上記 5 通貨ペアについて、建玉数ベースで店頭 FX 全体の約 2 割を占めている。なお、同時性バイアス（個人投資家の売買→為替レートへの影響）を回避するため、通貨変動率（前週からの変化幅）は前営業日時点のデータを使用。被説明変数は、ネットポジション/建玉数（前週差）を使用。

⁸ F 検定に基づいて、プーリング回帰モデルを選択。固定効果モデルを用いた場合でも、結果に違いはみられなかった。

⁹ 投資行動については、変数間の関係が状況に応じて変化し、いくつかの状態（レジーム）が存在する可能性がある。このように状態変化を想定したモデルは、レジーム・スイッチング・モデルと総称される。観測されない変数によって状態が変化する場合、マルコフ・スイッチング・モデルが使用されることが多い。

¹⁰ 同様の推計結果は他の日でも観察された（例：2017 年 9 月 15 日<北朝鮮によるミサイル発射実験時>、2018 年 7 月 31 日<金融政策決定会合後>等）。

¹¹ 今回の分析では、売買フローから為替レートへの影響は明示的に検証していないが、先行研究では、ネット売買注文量（オーダーフロー）は為替レートに影響を与えることが知られている。例えば、以下を参照。

M. Evans and R. Lyons [2002] “Order flow and exchange rate dynamics,” *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 110(1), pages 170-180, February

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為替課（代表 03-3279-1111）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。