

## 本邦外国為替証拠金（FX）取引の最近の動向

金融市場局 新見朋広

Bank of Japan Review

2016年6月

本邦の外国為替証拠金（FX）取引は、近年の東京外国為替市場において大きな存在感を有している。本邦 FX 投資家は、①短期的な相場変動と反対方向にポジションを取る「逆張り」戦略を採ることが多く、相場水準が急変しない限りにおいては相場変動を抑制する要因となっている一方、②基本的に「円売り・外貨買い」主体であることから、円高急進時に強制ロスカットの執行を通じ相場変動を増幅させる場合もある。ここ数年はビッド・オファー・スプレッドが縮小する中で「スキャルピング」と呼ばれる個人による高速・高頻度取引が広がっているほか、2015年1月の「スイスフラン・ショック」が契機となり FX 会社のリスク管理のあり方にも変化が生じている。今後とも、為替相場を分析する上では、FX 取引手法の特徴・変化やポジション動向等について注意深くモニタリングしていくことが重要である。

## はじめに

本邦の外国為替証拠金取引（以下、「FX 取引」）は、過去 10 年で急成長を遂げており<sup>1</sup>、近年の東京外国為替市場において、個人などの本邦 FX 投資家は、実需（輸出・輸入企業等）、機関投資家、短期筋等とともに、大きな存在感を有している。取引高ベースで見ると、本邦の FX 取引は諸外国の中でも最大規模とみられ、本邦 FX 投資家は、海外においても「ミセス・ワタナベ」として広く知られている。

最近の動向をみると、2012 年末以降では本邦 FX 取引の取引高が顕著に増加し、東京外国為替市場における FX 会社のカバー取引のプレゼンスも高まっている。この間、2015 年 1 月に発生したいわゆる「スイスフラン・ショック<sup>2</sup>」により多額の未収金が発生したことが一つの契機となり、当局・業界におけるリスク管理強化の動きもみられている。

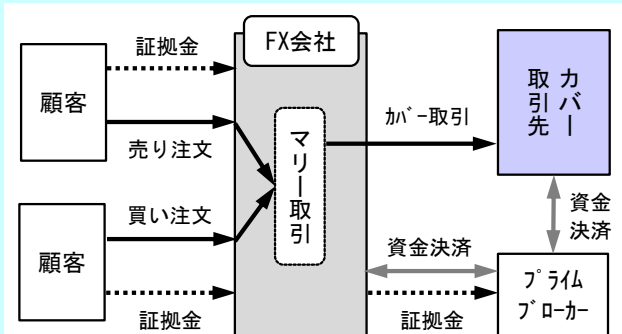
本稿では、本邦 FX 取引の概要をみた上で、取引・投資手法の特徴と相場への影響を確認する。その上で、本邦 FX 取引を巡る近年の動向を整理する。

## 本邦 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国通貨の売買取引<sup>3</sup>である（証拠金に対する想定元本の比率は「レバレッジ」と呼ばれる）<sup>4</sup>。

【図表 1】一般的な FX 取引の仕組み



一般的な FX 取引の仕組みにおいて、FX 会社は、顧客からの売り注文と買い注文を内部で付け合せた（「マリー取引」を実施した）上で<sup>5</sup>、残余のポジションについてカバー取引先（金融機関等）との間でカバー取引を行う<sup>6</sup>。このカバー取引に伴うフローは相場形成にも影響を及ぼす（図表 1）。

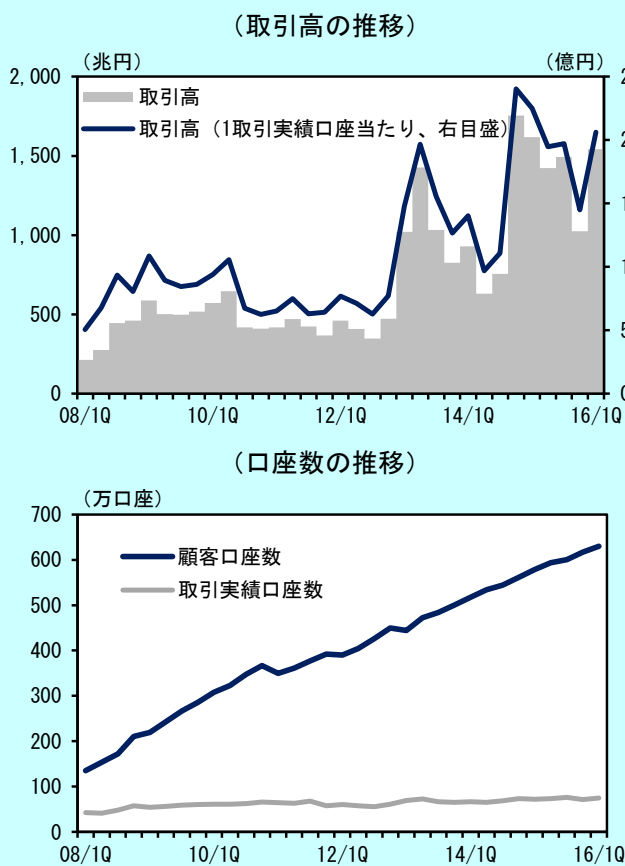
なお、カバー取引に際し、外国為替プライム・ブローカレッジ・サービス<sup>7</sup>（以下、「FXPB サービス」）を利用するFX会社も少なくない<sup>8</sup>。

金融先物取引業協会のデータによれば、FX会社は、平均的には顧客からの注文のうち約4割についてカバー取引を実施している<sup>9</sup>。当該カバー取引等<sup>10</sup>の金額は、東京外国為替市場におけるスポット取引額の約3割に相当し<sup>11</sup>、FX取引は東京外国為替市場の取引の厚みに相当貢献しているとの見方もできる。

### （取引高等の推移）

本邦FX取引の取引高の推移をみると、2008年のリーマン・ショック後は一時頭打ちとなっていたが、2012年末以降は振れを伴いつつも顕著に増加している。他方、口座数の推移をみると、一貫して増加傾向にあるものの、取引実績口座数は概ね横這いとなっている<sup>12</sup>（図表2）。

【図表2】本邦FX取引の取引高・口座数



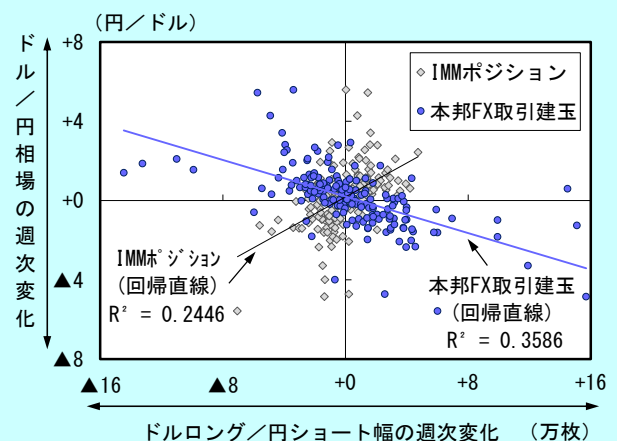
## 取引・投資手法の特徴と相場への影響

本邦FX取引の取引・投資手法面での特徴点をみると、全体としては、①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、および②基本的には「円売り・外貨買い」主体であることを指摘できる<sup>13</sup>。

### （特徴点①：「逆張り取引」主体）

本邦FX取引の投資スタンスをみると、多くの場合、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」戦略が採られており、相場水準が急激に変動しない限りにおいて、本邦FX取引は、相場変動を抑制する要因として働いているとみられる。例えば、ヘッジファンド等短期筋のポジション（IMMポジション）をみると、円安・ドル高が進行した局面では円売り・ドル買いを行う方向でポジションが変化している一方、本邦のFX取引の建玉をみると、同様の局面では円買い・ドル売りが行われている（図表3）。なお、これに関連し、市場関係者からは「計数面での裏付けは難しいものの、本邦FX取引が東京時間における相場変動を抑制している可能性もある」との指摘も聞かれる。

【図表3】本邦FX取引建玉およびIMMポジション変化幅とドル／円の関係



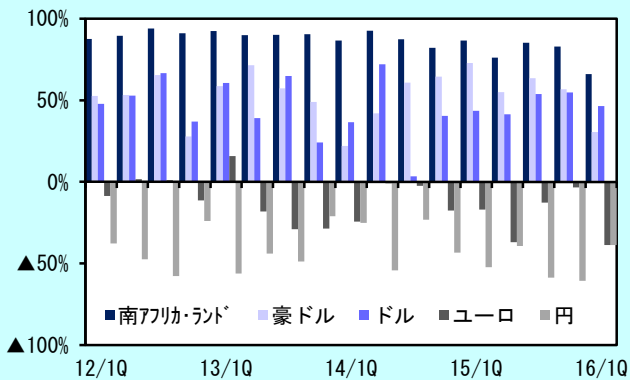
### （特徴点②：「円売り・外貨買い」主体）

本邦FX取引のポジション動向をみると、基本的には「円売り・外貨買い」主体となっている<sup>14</sup>。実際、各通貨の建玉合計に占める買い建玉の割合

(ロング・ポジション比率)をみると、①高金利の新興国通貨(南アフリカ・ランド等)については、相場動向にかかわらず円売り・外貨買いポジションとなっているほか<sup>15</sup>、②先進国通貨の中で

相対的に金利の高い通貨(豪ドル等)およびドルについては、相場動向を受けた振れを伴いつつも一貫して外貨買い超で推移している<sup>16</sup>(図表4)。

【図表4】各通貨のロング・ポジション比率



(注) ネット・ベース。0%超はネット・ロングポジション、0%未満はネット・ショートポジションであることを示す。  
(出所) 金融先物取引業協会

このように、本邦 FX 取引のポジションが円売り・外貨買いに傾いているため、円高急進時には強制ロスカットの執行を通じて相場変動が一段と円高方向に増幅されることがある<sup>17</sup>(【BOX】参照)。また、①市場流動性が相対的に低い月曜日や本邦祝日の早朝に、②新興国・高金利通貨(先進国通貨に比べてロング・ポジション比率が高いほか、市場流動性が相対的に低い)について、強制ロスカットが発動されるリスクが相対的に高いとの指摘もある<sup>18</sup>。

なお、新興国・高金利通貨は、対円での市場流動性が相対的に低いケースが多いため、インターバンク市場ではドルを介して取引されることが多い。例えば、南アフリカ・ランド/円にかかる

### 【BOX】強制ロスカットの仕組み

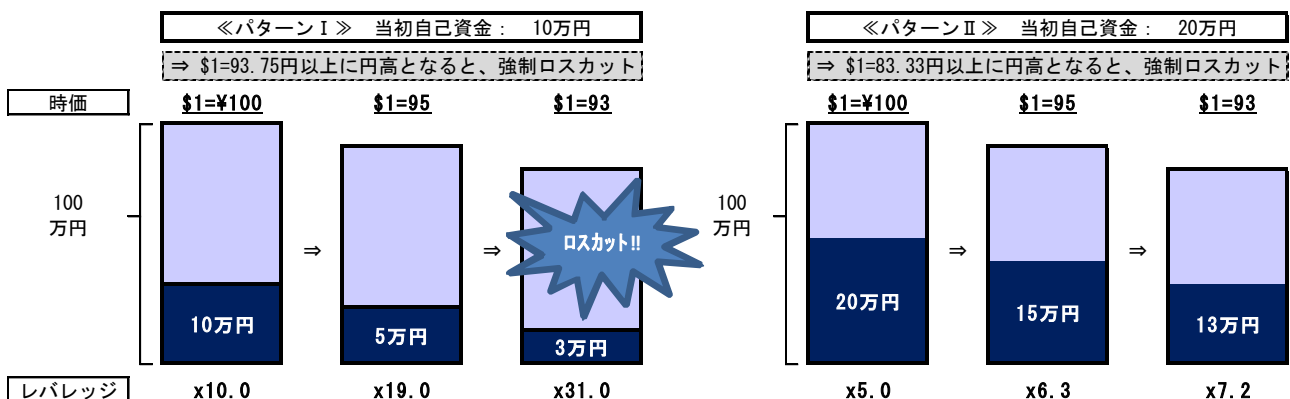
本邦では、2010年2月以降、全てのFX会社に対しロスカット・ルールを整備・遵守することが義務付けられている(現状、個人のみ対象)<sup>(注)</sup>。FX会社は、顧客のポジションの時価評価(値洗い)を日次で実施しており、証拠金が必要額を下回った場合には、顧客に対して証拠金の不足分の入金ないしポジションの決済を促す連絡を行う(マージン・コール)。強制ロスカットは、①マージン・コールに対して顧客が期限までに不足分の入金等を行わない場合、および②ポジションの損失額が大きく、証拠金の不足額が著しく大きい場合に執行される。後者の場合、日次の値洗いを待たずに(リアルタイムで)自動的にポジションの反対売買が行われる。

(注) 強制ロスカットが執行される水準(強制ロスカット水準)は、レバレッジ規制(最大25倍<現状、個人のみ対象>)の下での所要証拠金(想定元本の4%)の水準等を踏まえ、金融先物取引業協会の自主規制規則で定めるところにより各FX会社が設定。

もっとも、強制ロスカットについては「必ずしも、予め設定された強制ロスカット水準で損失が限定される訳ではない」ことに注意が必要である。すなわち、強制ロスカット水準に抵触したタイミングから反対売買にかかる取引が開始されるため、相場急変時には、実際の損失は当該水準における損失額よりも大きくなる可能性が高い。下図の例(パターンI)に当てはめると、当該水準に抵触した後、実際の約定価格が@1ドル=91円となってしまった場合、顧客には差し入れた証拠金のうち1万円しか戻らないほか、①1ドル=89円となってしまった場合、顧客は追加で1万円をFX会社に支払う必要がある。

#### 《強制ロスカットのイメージ》

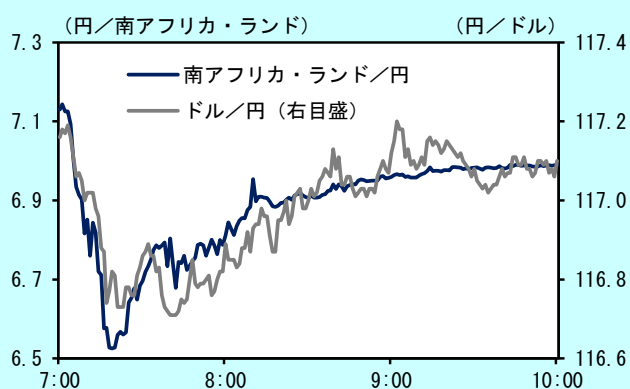
【前提条件(共通)】 ①ポジション: 1万ドルの買い、②強制ロスカット水準: 想定元本の4%、③取引開始時のドル/円相場: 100円



強制ロスカットは、「南アフリカ・ランド売り・ドル買い+ドル売り・円買い」の取引となり、ドル/円相場にも影響を及ぼす(図表5)。2016年1月11日(月曜日かつ本邦祝日)早朝、南アフリカ・ランドが対円で▲13%程度下落した際には、ドル/円も▲0.4%程度下落した<sup>19</sup>。

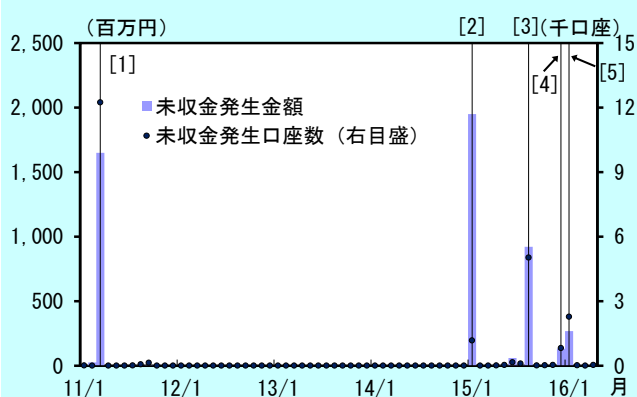
強制ロスカットの執行は、円高進行時だけでなく円安進行時にも発生し得る筋合いにあるが、FX会社におけるロスカット等未収金の発生状況を見ると、本邦FX取引のポジションが円売り・外貨買い方向に傾いている結果、多額の未収金が発生しているのは、円高が急速に進行した局面が多い(図表6)。すなわち、ロスカット執行に伴う相場振幅の拡大は円高方向で発生する傾向にある。

【図表5】2016年1月11日早朝の為替相場



(注) 東京時間。  
(出所) Bloomberg

【図表6】ロスカット等未収金発生状況



(注1) [1]2011年3月:ドル/円等の急落(3月17日)、[2]2015年1月:スイスフラン・ショック(1月15日)、[3]2015年8月:南アフリカ・ランド/円、ドル/円等の急落(8月24日)、[4]2015年12月:南アフリカ・ランド/円の急落(12月10日)、[5]2016年1月:南アフリカ・ランド/円の急落(1月11日)。  
(注2) 2015年4月以降については法人口座を含むベース。  
(注3) 直近は2016年4月。  
(出所) 金融先物取引業協会

なお、レバレッジと強制ロスカットの関係をみると、他の条件が一定であれば、自己資金が多い程(レバレッジが低い程)、強制ロスカットが執行される相場水準までの間に余裕が生ずる(【BOX】参照)。この点、本邦FX取引にかかる平均レバレッジは、全体としてみると最近では足許にかけて低下している(金融先物取引業協会のデータによれば、2014年第2四半期:6.3倍→2016年第1四半期:4.6倍)。

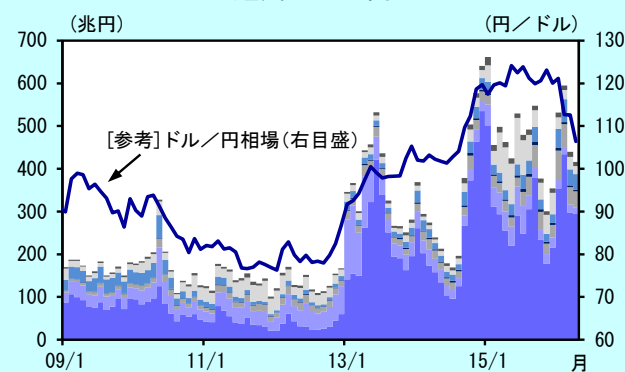
## 本邦FX取引を巡る最近の動向

以下では、本邦FX取引を巡る最近の動向について、2つの切り口——①2012年末以降における本邦FX取引の特徴点、②2015年1月の「スイスフラン・ショック」を受けた本邦FX業界を巡る動き——から整理する。

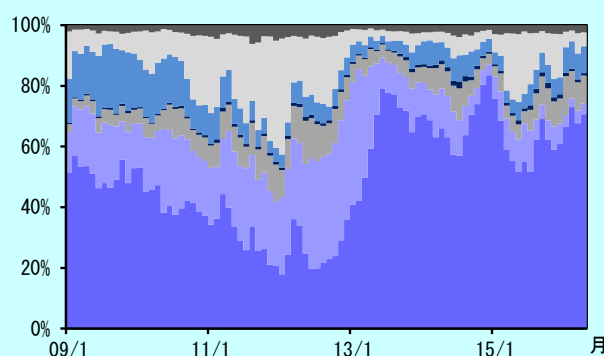
### (2012年末以降の特徴点)

2012年末以降、本邦FX取引の取引高が著増する中で、通貨別内訳ではドル/円取引が増加し、シェアも拡大している(図表7)。

【図表7】本邦FX取引の通貨別取引高等  
(通貨別取引高)



(同構成比)



(注) 取引高は各月中の値。直近は2016年4月。  
(出所) 金融先物取引業協会、Bloomberg



こうしたドル／円を中心とする本邦 FX 取引の取引高急増の背景としては、①円安・ドル高のトレンドが、「円売り・外貨買い」主体である本邦 FX 投資家にとって収益を上げやすい局面であったこと、②FX 会社間の競争等からビッド・オファー・スプレッド（FX 会社が提示する売値と買値の差）が縮小する中で、自動売買プログラムの活用も含め、高速・高頻度取引（後述）が広がったこと、③2013年4月の日本銀行「量的・質的金融緩和」の導入や、米量的緩和の早期縮小観測（同5月）、2014年10月の日本銀行「量的・質的金融緩和」の拡大等を受けてドル／円相場のボラティリティが上昇した局面において、短期売買による収益獲得機会が増加したこと、などが指摘できる。

なお、高速・高頻度での FX 取引の一類型として、「スキャルピング」と呼ばれる手法が存在する。スキャルピングとは、ポジションを翌日に持ち越さない「デイトレード」の一種で、僅かな値幅を狙って数秒から数分での短期売買<sup>20</sup>を繰り返す（僅かな時間で「薄く剥ぐ」ように差益を獲得する）取引手法をいう（手動ではなく、自動売買プログラムによって行われることが一般的であり、「順張り」にも「逆張り」にもなり得る）。1回当りの取引で狙う値幅は数 pips（数銭）程度であるため、①多額の資金かつ高レバレッジで行われること、②対象通貨はドル／円等、ビッド・オファー・スプレッドがタイトな通貨が選択されることが一般的とされる。短時間でポジションを手仕舞いするというスキャルピングの性格上、現状、スキャルピング自体が相場のトレンド形成に及ぼす影響は限定的とみる向きが多い。もっとも、自動売買プログラムによる高速・高頻度取引の相場形成への影響は、取引のアルゴリズムによっても異なり得る<sup>21</sup>。また、取引量急増に伴い FX 会社のシステム・リスクが顕在化するようなことがあると、想定外の市場の混乱が起こる可能性にも留意する必要がある<sup>22</sup>。

#### （「スイスフラン・ショック」を受けた動き）

2015年1月に発生したいわゆる「スイスフラン・ショック」により、本邦でも多くの顧客について多額の未収金が発生した（図表8）。

こうした状況を踏まえ、この間、本邦では、金融庁において FX 取引にかかるリスク管理の強化

に向けた取組みが進行中である<sup>23</sup>。また、本邦 FX 会社の間では法人顧客<sup>24</sup>に対するレバレッジ上限<sup>25</sup>を引き下げる動きが相次いでいる。このような動きは、法人顧客の平均レバレッジの低下と、それに伴う強制ロスカットが執行される蓋然性の低下を通して、相場の安定に資するものと評価できる。

【図表8】スイスフラン・ショック時における本邦 FX 会社のロスカット等未収金発生状況

顧客区分	発生件数 (件)	発生金額 (百万円)	1件当り (百万円)
個人	1,137	1,948	1.7
法人	92	1,440	15.7
合計	1,229	3,388	2.8

（出所）金融先物取引業協会

また、スイスフラン・ショックによって損失を計上した米欧系金融機関の間では、FXPB サービスについて、提供条件を見直す動き——具体的には、手数料・最低証拠金の引き上げや、与信枠の引き下げのほか、一部顧客についてサービスの提供を取り止める動き——がみられており、本邦 FX 会社にも影響が及びつつあるとされる。このような動きは、FXPB サービスを提供する金融機関のリスクを低減するものと評価できる。もっとも、サービスを利用する FX 会社にとってのコスト増加につながるほか、提供条件の厳格化等の程度によっては FX 会社がカバー取引を行いにくくなり、結果として FX 会社がリスクを抱える可能性等については注意が必要と考えられる<sup>26</sup>。

#### おわりに

本稿では、本邦 FX 取引の概要をみた上で、取引・投資手法の特徴と相場への影響を確認したほか、近年の動向を整理した。

本邦 FX 取引の取引高は振れを伴いつつも増加傾向を辿っており、FX 会社による取引フローは東京外国為替市場で大きな存在感を示している。こうした下、本邦 FX 取引が相場に及ぼす影響をみる上では、その取引・投資手法の特徴・変化やポジション動向等について、今後とも注意深くモニタリングしていくことが必要と考えられる。ま

た、規制環境の変化や、外国為替市場における各種の構造変化が、本邦 FX 取引の動向にどのような影響を与え得るのかといった点についても、丁寧みていくことが重要であろう。

<sup>1</sup> 1998年4月の外国為替及び外国貿易管理法の改正を機に取引がスタートした。2005年7月に金融先物取引法の規制対象となったこと（FX 会社への登録制導入）を受け、取引が一段と活発化したとされる。

<sup>2</sup> 2015年1月15日18:30頃（東京時間）、スイス国立銀行が、対ユーロで設定していたスイスフランの上限を撤廃する旨を発表し、その後約20分間でスイスフランが対ユーロで約30%高騰した。

<sup>3</sup> 金融商品取引法に規定された通貨関連デリバティブ取引。

<sup>4</sup> FX 会社には、金融商品取引業の登録を受けることが義務付けられている。なお、FX 取引には、店頭（OTC）取引と取引所取引（東京金融取引所が提供する「くりっく365」「くりっく365ラージ」）があるが、現在では全FX取引高の99%以上がOTC取引となっている。このため、本稿では特に断らない限り、FX取引という場合にはOTC取引を指すものとする。

<sup>5</sup> マリー取引によって、顧客向けの売値と買値の差がそのままFX会社の収益となる。

<sup>6</sup> カバー取引とは、FX 会社が、顧客との取引により発生したポジションの調整を目的として、銀行等（カバー取引先）を相手方として行う取引をいう。

<sup>7</sup> FXPB サービスの利用により、FX 会社は、一定の与信枠の範囲内で、複数のカバー先金融機関との間で外国為替取引を行うことが可能となる（FXPB サービスを利用できないFX 会社の場合、一般にカバー先の数・属性が限定されることとなる）。この際、プライム・ブローカーはFX 会社に代わってカバー先金融機関との間で資金決済を行う（FX 会社はプライム・ブローカーに証拠金を差し入れるほか、取引に応じて手数料を支払う）。

<sup>8</sup> 金融先物取引業協会「店頭外国為替証拠金取引の実態調査結果について（2015年8月）」によれば、調査対象先56社のうち17社（約3割）がFXPB サービスを利用している。

<sup>9</sup> 金融先物取引業協会「店頭外国為替証拠金取引の実態調査結果について（2015年8月）」。

<sup>10</sup> カバー取引額および取引所取引額の合計。取引所取引においては、顧客の注文はマリー取引やカバー取引を経ることなく、直接インターバンク市場に出される。そのため、FX 取引では、OTC取引におけるカバー取引と取引所取引のフローが相場形成に影響を与える。

<sup>11</sup> 金融先物取引業協会「店頭外国為替証拠金取引の実態調査結果について（2015年4月）」および東京外国為替市場委員会「東京外国為替市場における外国為替取引高サーベイ（2015年4月中）」に基づく試算。

<sup>12</sup> 最近における取引高の推移をやや仔細にみると、2015年第4四半期には、ドル/円相場のボラティリティが相対的に低下したこともあり、取引高は2013年第3四半期以来の水準まで減少した。もっとも、2016年入り後は、円高・ドル安の急速な進行やボラティリティの上昇を受け、取引高は再び増加に転じている。なお、取引実績口座数が概ね横這いで推移している背景については、「既に顧客の掘り起こしを終え、FX 取引を経験した顧客が複数のFX 取引業者を渡り歩く状況となっているか、あるいは新規顧客の流入数と口座は閉鎖せずに実質的にFX 取引から撤退する顧客数が拮抗している状況となっている可能性がある」との指摘がある（山崎哲夫「わが国の外国為替証拠金取引の現状と規制」、『証券アナリストジャーナル』2016年4月号、日本証券アナリスト協会、2016年）。

<sup>13</sup> 同様の点を指摘する近時の論稿として、例えば、大西知生「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」、『証券アナリストジャーナル』2016年4月号、日本証券アナリスト協

会、2016年、がある。なお、こうした特徴点については、過去にも同様の指摘がなされている（例えば、寺田泰・東尾直人・岩崎淳「本邦外為証拠金取引の最近の動向」、日銀レビュー、2008-J-7、2008年、を参照）。

<sup>14</sup> こうした背景としては、①円金利が低水準で推移してきたこと（FX 取引では、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）に加え、②FX 取引が外貨預金や外貨建て投資信託の代替として発展してきた経緯が影響しているとみられている。FX 取引では（外貨預金等とは異なり）「外貨売り」ポジションの構築も可能であるが、本邦FX 投資家の間では「円を外貨に交換して運用する手段」との意識が強く、「外貨買い」ポジションを構築して取引を開始することが多いとされる。

<sup>15</sup> 高金利の新興国通貨については、ビッド・オファー・スプレッドが相対的にワイドなこともあって、キャピタルゲイン狙いの（短期）取引よりも、スワップ・ポイント狙いの取引が中心となっている。このため、相場動向にかかわらず、当該通貨を買い建てるポジションが多くなっている。

<sup>16</sup> 他方、2011年12月に短期金利（独債2年物金利）がマイナス転化したユーロについては、売りポジション超となるケースが多い。

<sup>17</sup> 例えば、東日本大震災直後（2011年3月17日）の円高・ドル安急伸局面では、こうしたリスクが顕在化し、強制ロスカットの執行に伴って、短時間のうちに円高・ドル安が急速に進行したことが指摘されている。

<sup>18</sup> 本邦FX 取引の強制ロスカットを狙った円買いが行われることもあるとの指摘も聞かれる。

<sup>19</sup> 同日朝方、南アフリカ・ランド/円は、20分程度の間で7.2円（東京時間07:00頃）から6.2円（同07:30頃）まで下落（▲13%）。もっとも、その後は7.0円（同10:00頃）付近まで急速に下落幅を縮小させた。

<sup>20</sup> なお、外国為替市場においても、いわゆる「HFT: High Frequency Trading（高頻度取引）」が専門の会社等によって行われており、その取引頻度はミリ秒（1/1000秒）単位に上る（古賀麻衣子・竹内淳「外国為替市場における取引の高速化・自動化：市場構造の変化と新たな論点」、日銀レビュー、2013-J-1、2013年、を参照）。スキャルピングは、通常のインターネット回線を用いて行われることから、こうしたHFT 程には高速・高頻度ではないとみられている。

<sup>21</sup> もっとも、相場形成への影響は、（最終的には）各FX 会社が①どの程度マリー取引を実施するか、および②どのようなロジックに基づきカバー取引を実施するか等に依存している。

<sup>22</sup> スキャルピングの増加はFX 会社にとって、取引量を増やすというプラス面がある一方、高速・高頻度取引であることからシステム面の負荷が増えるというマイナス面もある。この点、高速・高頻度取引に対応した取引システム（カバー取引ロジックを含む）を構築し、マリー比率（顧客注文の内、マリー取引によって相殺する取引の割合）の上昇を通じて収益増大を狙うFX 会社がある一方、システム障害リスクやカバー取引にかかるコストの（潜在的な）増加を懸念し、高速・高頻度取引や自動売買ツールの使用等を明示的に禁止するFX 会社や、取引システムの環境をスキャルピングに不向きなように設定（例えば、約定スピードを低速に設定）しているFX 会社もみられる。

<sup>23</sup> スイスフラン・ショックの発生を受け、金融庁ではFX 取引の取扱金額が多い21社のリスク管理体制について検証を実施。2015年7月、検証結果を「金融モニタリングレポート」において公表した。また、金融庁では、今後、法人を対象に、通貨の組み合わせごとに過去の相場の変動を踏まえた証拠金制度の導入を予定している。

<sup>24</sup> 金融先物取引業協会のデータ（2016年第1四半期）によれば、本邦FX 取引に占める法人顧客の割合は、取引高ベースでは約13%、口座数ベースでは約1%となっている。

<sup>25</sup> 現状、レバレッジ規制（最大25倍）は個人のみが対象（法人は対象外）であるが、FX 会社の間では法人に対してもレバレッ

---

ジ上限を定めている先が多い（但し、個人に比べると法人向けレバレッジ上限は相対的に高め）。

<sup>26</sup> 外国為替市場では、米欧系金融機関が提供する FXPB サービスへのアクセスが困難化した顧客の中で、当該サービスへのアクセスを有する他の顧客が提供する FXPB 類似サービス（"Prime of Prime Brokerage"）を利用する動きが広がっている。

---

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担当者に属し、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（03-3277-1346）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。