

外為取引の減少について

伊豆 久

はじめに

世界的な外国為替取引の減少が注目を集めている。

BIS（国際決済銀行）は、各国中央銀行と協力して、一九八九年から三年ごとに外為市場調査をおこなっているが、取引高が前回調査時より減少したのは、これまで欧州単一通貨ユーロ導入後最初の調査となった二〇〇一年時のみであった。それが、昨年（二〇一六年）の調査において二度目の、一五年ぶりとなる減少を記録したのである（図表1）。これは何を意味しているのだろうか。

目をカネからモノに転じると、世界ベースで見た貿易は、長らくGDPよりも大きな伸び率で成長してきたが、最近、その低迷が話題となっている。⁽¹⁾ また、ヒトの移動については、英国のEU離脱決定、米国のトランプ大統領の誕生と、反移民派の台頭が世界を揺るがしている。

すなわち、現在、Aヒト・モノ・カネVのいずれにおいてもその国際化に停滞・後退が起きているのであり、一九九〇年代からのグローバル化に大きな転機が訪れているようにも見える。そしてその背景に、二〇〇八年から一二年にかけての米・欧金融危機後の不況、格差拡大、金融規制強化があることは間違いない。とはいえ、個別の現象にはそれぞれの要因もあり、今後の動向を考えるには慎重な検討が必要である。ここでは外為市場の変化をとりあげ、その背景を探ることとする。

1 外為取引の減少

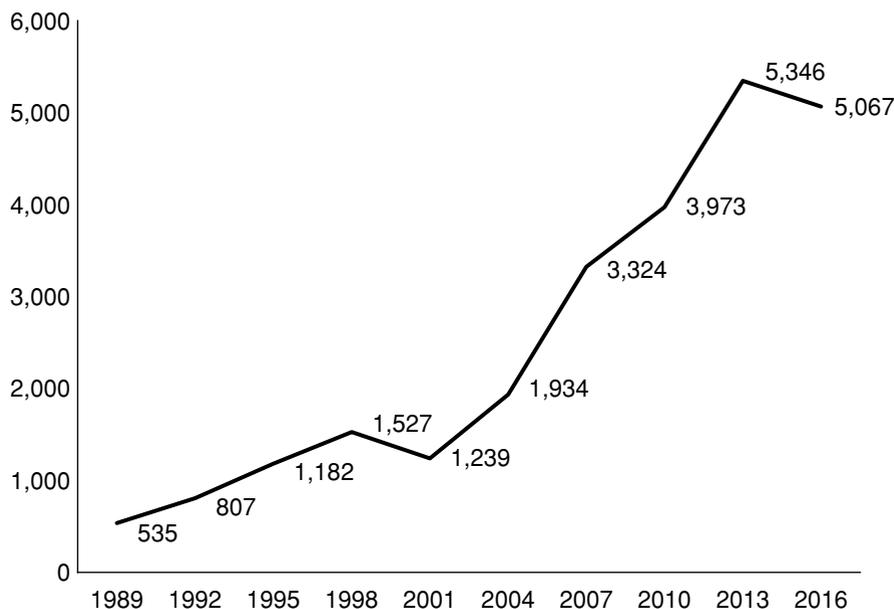
図表1に示したように、世界全体での外国為替の取引高は、二〇一三年の一日あたり五・四兆ドルから昨年には五・一兆ドルへと五・二%減少している。二〇一一年時の取引減少が、ユーロ導入（その結果、例えばマルク・フラン取引などは消滅）という特殊要因によるところが大きかった（ただしそれだけではなかったことは後述）ことからすると、今回の取引高の減少は、外為市場における重大な変化と言ってよいであろう。

減少の中身を見てみよう。

取引の種類別に見ると（図表2上段）、取引高全体の減少の原因はスポット（直物）にあり（前回比三九四〇億ドル、一九・二%の減少）、全体の減少幅二七九〇億ドルを上回っている。つまり、それ以外の、例えば為替スワップは一五〇〇億ドル、六・七%増加しており、対照的である。

取引参加者別の変化を見てみると（図表2下

図表1 外国為替取引高の推移



(注) 10億ドル。報告銀行間取引の二重計算を調整済み。4月の1日あたり取引高。

(出所) BISの各報告書（*Survey of Foreign Exchange Market*, February 1990～*Triennial Central Bank Survey*, December 2016）より作成。

段)、大きく減少しているのはヘッジファンド⁽³⁾(一八七〇億ドル、三二・五%減)と非報告銀行⁽⁴⁾(一六五〇億ドル、一・九%減)である。逆に、機関投資家(生命保険、年金、投資信託などの伝統的な機関投資家)の取引は一九五〇億ドル、三二・三%という大幅な増加となっている。

つまり、スポット、ヘッジファンドの取引が大きく減少し、そのことが外為取引全体の減少をもたらしたものの、為替スワップや機関投資家の取引は増加を続けているのである。これが意味するところは何だろうか。

しかし、その前に問題をより長期的なスパンで見てもよい。すなわち、外為市場における取引種類・取引参加者の構成はBISの調査開始以来の三〇年近い期間にどのような変化してきたのだろうか。

2 外為市場の長期的変化と取引種類

まず、外為取引に占めるスポットと為替スワップのシェアの推移を見てみよう。図表3から明らかのように、一九八九年の調査開始以来、九〇年代にはスポットのシェアが低下し、為替スワップが上昇し続けていた。そうした傾向は二〇〇〇年代前半にほぼとまり、二〇一〇年、一三年には再びスポット比率が上昇するという変化が

図表2 外国為替取引高の推移

| 取引種類別 | 2013 | 2016 | 変化 | |
|---------|-------|-------|------|--------|
| スポット | 2,046 | 1,652 | -394 | -19.2% |
| フォワード | 680 | 700 | 20 | 2.9% |
| 為替スワップ | 2,228 | 2,378 | 150 | 6.7% |
| 通貨スワップ | 54 | 82 | 28 | 52.1% |
| 通貨オプション | 337 | 254 | -82 | -24.5% |
| 合計 | 5,346 | 5,067 | -279 | -5.2% |

| 取引参加者別 | 2013 | 2016 | 変化 | |
|---------|-------|-------|------|--------|
| 報告銀行 | 2,070 | 2,121 | 51 | 2.5% |
| 非報告銀行 | 1,278 | 1,113 | -165 | -12.9% |
| 機関投資家 | 603 | 798 | 195 | 32.3% |
| ヘッジファンド | 576 | 389 | -187 | -32.5% |
| その他金融機関 | 354 | 264 | -90 | -25.4% |
| 非金融機関 | 465 | 382 | -83 | -17.8% |
| 合計 | 5,346 | 5,067 | -279 | -5.2% |

(注) 図表1に同じ。

(出所) BIS, *Triennial Central Bank Survey*, February 2014, December 2016より作成。

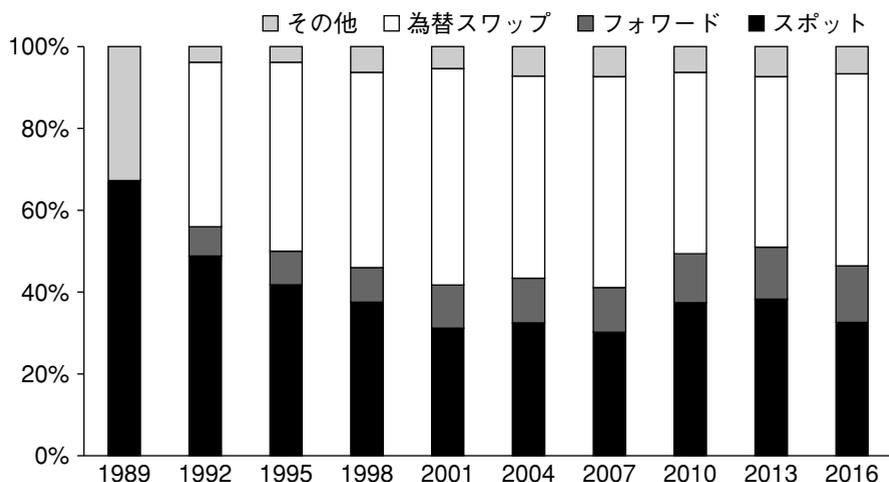
見られていた。それが一六年では再びスポット比率が低下に転じたのである。

もちろん、こうした変化は、その時々市场环境（為替レートの変動、他の金融資本市場の動向、各国の金融政策や景気など）の積み重ねの結果であるが、それらの背景には、以下のような理由があった。

一九九〇年代のスポット取引比率の低下の要因は、主として、先に述べた欧州通貨の統一（一九九一年一月ユーロ発足）、九〇年代に各国で進展した銀行合併、電子取引の台頭などである。⁽⁵⁾金融規制改革や金融危機によって世界的に銀行合併が進んだ結果、単純に、かつては別々の銀行間の取引であったものがなくなるだけでなく、対顧客取引を店内でつけあわせること（為替マリー）が多くなる。ディーラー（レポート銀行）は、以前は対顧客取引で生じたポジションは市場との（最も流動性の高い）スポット取引で解消する必要があったが、それが少なくなったのである。

そして、外為取引の電子化もスポットを減少させる大きな要因となった。かつて外為取引は仲介業者を介した電話

図表3 取引種類別の推移



(注) 図表1に同じ。「その他」は通貨スワップと通貨オプション（店頭取引）。1989年の「その他」はスポット以外のすべての取引。

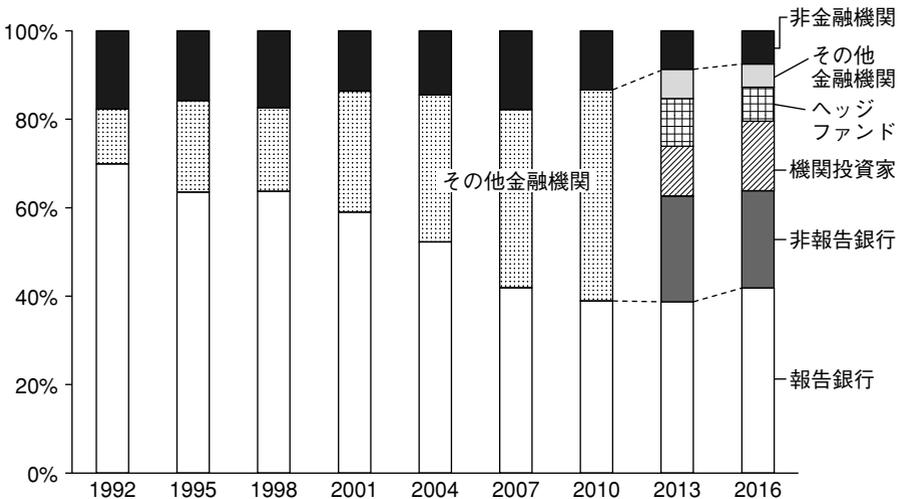
(出所) 図表1に同じ。

取引（ボイス）が中心であったが、それが電子化され（電子ブローキング）、さらには仲介業者なしで直接、ディーラーどうしが電子的に取引する（ダイレクトディーリング）ようになった。こうした電子化は価格発見機能を効率化し、その結果、電話取引では必要だった「打診的な」売買が不要になった⁽⁶⁾。他方でスポットほど定型化されない為替スワップの場合、電子化が遅れ、そのことがスポット取引の相対的な減少を招いたのである。

3 外為市場の長期的変化と取引参加者

次に、取引参加者別の取引高の構成の推移を見てみよう。図表4を見ると、一九九〇年代前半の外為市場は、ディーラー間（非報告銀行間）の取引が全体の七割前後を占めていたことがわかる。その後の二〇年以上にわたって、ディーラーのシェアが低下し「その他金融機関」の比率が上昇し続け、二〇一〇年には「その他金融機関」の取引がディーラー間取引を追い越すまでになったのである。ところがその後、こうした傾向はストップし、今回（二〇一六年）

図表4 取引相手別の推移



(注) 図表1に同じ。「その他金融機関」は2013年から細分化された。

(出所) 図表1に同じ。

の調査ではディーラー間取引のシェアの再上昇が確認されたのである。

長く続いてきた「報告銀行」のシェア低下の主たる要因のいくつかは、先に述べたスポット比率低下の理由と重なる。ここでは、「その他金融機関」の比率上昇の要因を見てみよう。⁽⁷⁾ その一つは、ヘッジファンドによるキャリートレードなどの短期取引である。こうした「レバレッジをかけた外為投資家」としては、英米ではヘッジファンドの比率が高いが、日本では個人投資家によるFX取引のウエイトが非常に大きい。ここでは零細個人投資家の注文を集める仲介会社が重要な役割を果たしている。⁽⁸⁾

他方、長期投資をおこなう伝統的な機関投資家（生保、年金、投信など）も国際分散投資を進め、それにとまなう外為取引を拡大させてきた。二〇〇〇年代半ばの、日本の外貨建て投信の急成長はその一つの例である。そうした投資家は、為替リスクをヘッジする場合、為替スワップを利用することが多い。こうした機関投資家による取引比率の上昇と、先にみた為替スワップの上昇が同時に起こっているのはそのためである。

そしてもう一つ、電子化の進展や外為プライム・ブローカレッジ業務の発達が重要な要因となっている。まず、株式市場でよく知られるHFT（高頻度取引）などのアルゴリズム取引は、外為市場においても、ヘッジファンドや投資銀行などによって盛んにおこなわれている。そして、急速な電子化の進展は先述の個人投資家の参加を可能にするだけでなく、外為取引のバックオフィス業務を包括的に担うプライム・ブローカレッジ業務の拡大を通じて、⁽⁹⁾ 非報告銀行などを含む「その他金融機関」全体に、かつてのディーラーと同様の取引環境を提供してきた。その結果、以前はディーラー（大銀行）がほとんど独占的におこなってきた市場への流動性供給機能が、積極的な売買をおこなうこうした「その他金融機関」によっても担われるようになってきたのである。

以上の要因が重なり、二〇年以上にわたって、「報告銀行」のシェアが低下し、「その他金融機関」のシェアが

上昇するという状況が続いてきたのである。

こうした長期的な趨勢を見ると、外為市場は、以前の△貿易関連の対顧客取引とそのポジションを解消するための取引、さらには銀行自らのデイリーリング、それらに対するマーケットメーカーという、報告銀行（仲介業者）のスポットを中心とする市場▽から、△機関投資家の海外投資にとりもなう為替スワップを中心とする市場▽へと変化してきたのであり、それは一言で言えば△機関投資家によるグローバル投資の進展▽であり、そこに△電子化やプライム・ブローカー業務の発達による、報告銀行の取引環境上の独占的優位の低下・消失Ⅱそれ以外の金融機関（ヘッジファンド）・個人投資家の事実上のマーケットメーカー化▽が加わった現象といえることができる。

4 今回の取引減少について

長期的には以上のような変化を続けてきたなかで、今回（二〇一六年）、はじめに述べたように、①全体としての取引が減少し、②特に、スポット、ヘッジファンドの取引が大きく減る一方で、③機関投資家、為替スワップは取引が増えたのはなぜだろうか。

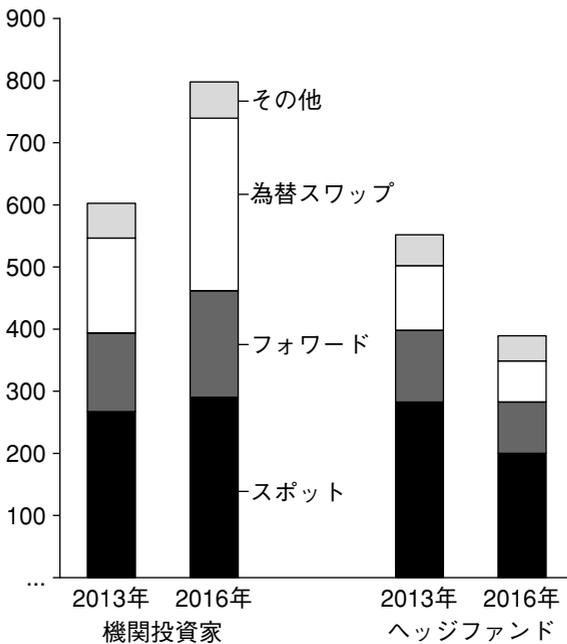
まず、これまで述べてきたスポットを中心とする取引の低迷が傾向的に続いていること、米・欧金融危機後の規制強化によって銀行や証券会社の自己勘定取引、ヘッジファンドの取引が困難になってきたことがあげられる。

ただし、今回は、調査実施のタイミングに関連する二つの特殊要因も作用したと思われる。一つには、前回調

査時にやや非連続に取引の拡大が生じていた可能性である。すなわち、前回の調査がおこなわれた二〇一三年四月は日本銀行で異次元緩和が決定された月にあたる。市場にサプライズを与えた決定により円相場が激しく動き、世界全体で外為取引が非連続に急増したのである（図表1の二〇一三年時取引の急増）。もう一つ、前回調査と今回の調査の間に、いわゆる「スイスフラン・ショック」（二〇一五年一月一五日）が起きている。スイス国立銀行（中央銀行）が、それまでのユーロとの釘付け政策を突然放棄したことから、スイスフランは急騰、一部の市場参加者に巨額の損失を与え、その後のリスクテーク姿勢、市場全体の取引高に大きく影響したのである（図表5右側のヘッジファンドのスポットを中心とする取引減少）。

他方で、図表5左側が示すように、（伝統的）機関投資家の為替スワップ取引は今回も大きく増加している。日米欧の非伝統的な金融緩和政策が、超長期の確定利回りを求める生保・年金などに少しでも金利の高い外国債券への投資を促し、生保などによる為替リスクをヘッジするための為替スワップ取引が拡大したのである。おそらく今後しばらくの間も、日米欧の金融政策と金融規制改革の動向に左右される状況が

図表5 機関投資家とヘッジファンド



(注) 図表1と同じ。「その他」は通貨スワップと通貨オプション。
(出所) 図表2に同じ。

続くように思われる。

注

- (1) 調査は、四月の一ヶ月間を対象に一日あたりの平均取引高を計測。調査対象は八九年時の二一カ国の一〇八九行から、一六年調査では五二カ国の一二六七行へと拡大してきた。B I S外為調査の方法については、King and Mallo (2010)参照。なお、一九八六年には日米英加四カ国が、先行して共同調査を実施している。
- (2) 例えば、日本銀行国際局(二〇一六)、IMF(2016)など。
- (3) 通常のヘッジファンドのように顧客資金を預かることなく、自己資金のみで取引をおこなうH F T (高頻度取引)会社などを含む。
- (4) 今回のB I Sの外為取引調査は、注(1)で述べているように世界全体で一二六七の銀行(証券会社を含む)に取引状況の報告を求めることで実施されている。「非報告銀行」とは報告銀行に含まれない中小銀行を指す。なお、日本の「報告銀行」数は三八。
- (5) 一九九〇年代のスポット取引比率の減少についてはGalati(2001)、伊豆(二〇〇二)参照。
- (6) 外為取引の電子化については、King and Rime(2010), pp. 32-39、古賀・竹内(二〇一三)、伊豆(二〇〇二)参照。
- (7) 「その他金融機関」の拡大についてはGalati and Heath(2007), pp. 65-68, Galati and Melvin(2004), pp. 71-73、大河(二〇一五)参照。
- (8) 個人投資家のF X取引についてはKing and Rime(2010), pp. 39-40、寺田他(二〇〇八)、新見(二〇一六)参照。
- (9) 外為プライム・ブローカレッジについてはRime and Schrimpf(2013), pp. 32-33参照。

参考文献

1: B-1のこころを調査結果の解説(発行順)

- ・ Galati, G., "Why has global FX turnover declined? Explaining the 2001 triennial survey," *BIS Quarterly Review*, December 2001.
- ・ Galati, G. and M. Melvin, "Why has FX trading surged? Explaining the 2004 triennial survey," *BIS Quarterly Review*, December 2004.
- ・ Galati, G. and A. Heath, "What drives the growth in FX activity? interpreting the 2007 triennial survey," *BIS Quarterly Review*, December 2007.
- ・ King, M. and D. Rime, "The \$4 trillion question: what explains FX growth since the 2007 survey?" *BIS Quarterly Review*, December 2010.
- ・ Rime, D. and A. Schrimpf, "The anatomy of the global FX market through the lens of the 2013 Triennial Survey," *BIS Quarterly Review*, December 2013.
- ・ Moore, M., Schrimpf, A. and V. Sushko, "Downsized FX markets: causes and implications," *BIS Quarterly Review*, December 2016.
- 2: 日本銀行による外為市場の解説(発行順)
 - ・ 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』二〇〇八年八月。
 - ・ 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』二〇一三年一月。
- ・ 王悠介・高田良博・菅山靖史「最近の外国為替市場の構造変化」『日銀レビュー』二〇一四年七月。

- ・大河理沙「外国為替市場におけるヘッジファンド・市場構造や価格形成へのインプリケーション」『日銀レビュー』二〇一五年一月。
- ・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』二〇一六年六月。
- ・荒井史彦・眞壁祥史・大河原康典・長野哲平「グローバルな為替スワップ市場の動向について」『日銀レビュー』二〇一六年七月。
- 3. その他
 - ・伊豆 久「外為取引の減少と電子取引」『証研レポート』二〇〇二年五月。
 - ・日本銀行国際局「スロー・トレード：世界貿易量の伸び率鈍化」『BOJ Reports & Research Papers』二〇一六年一〇月。
 - ・IMF, *World Economic Outlook*, October 2016, Chapter 2 "Global Trade: What's behind the Slowdown?"
 - ・King, M. and C. Mallo (2010), "A user's guide to the Triennial Central Bank Survey of foreign exchange market activity," *BIS Quarterly Review*, December 2010.

(ごま ひゃん・客員研究員)