2009年7月15日（第2号）

本邦個人投資家の参入が外為市場に与える影響

高まる本邦個人投資家動向への注目度

最近、「個人投資家の外為市場への影響力」について聞かれることが多い。職場が大手町から汐留へ移ったのも一因のようだが、近年の外国為替市場で本邦の個人投資家の存在感が徐々に増してきたことが、やはり最大の理由だろう。

例えば、個人の外貨資産保有残高は、1998年4月の外為法改正の直前には約10兆円、個人金融資産に占める割合は、僅か1％未満だったと推測されるが、今世紀に入って上昇し、昨秋の金融危機直前には一時40兆円を超え、同割合も3％前後に達したと見られる。その後の急速な円全面高の局面で、評価額が一時30兆円前後に落ち込み、保有比率も2％台前半まで下落したが、足下では再び逓増し、35兆円前後、2.5％程度まで回復し始めているようだ。比率で見ると微細な変化だが、個人金融資産は約1400兆円もあるので、1％に満たない変化で10兆円以上のお金が動く。大雑把に言って、個人の外貨資産持ち高は10年ちょっとで25兆円ぐらい増え、3.5倍になったと言って良さそうだ。

この結果、ここ数年間で、国内外の機関投資家サークルや為替ディーリング・ルーム内で、「日本の個人投資家動向」に対する関心は急速に高まった。今や“Uridashi（売り出し）”や“ Toushin（投信）”という単語は、海外でも通じる国際的な「為替需給トーク」の共通言語になり、本邦のFX取引愛好者を指す“Mr. & Mrs. Watanabe”という出自不明の愛称が、内外のメディアや関係者が使用する一種の「隠語」として流通している。

もちろん、本邦個人投資家の日々の外貨売買が為替相場に及ぼす影響は、時として誇張気味に喧伝されこともある。世界中で1日に数百兆円もの売買が交錯する巨大市場にあっては、如何なる属性の投資主体でも、永続的かつ支配的な影響力を市場に及ぼすのは不可能だ。ただし、ユーロ/ドル市場やドル/円市場などの超巨大市場はともかく、いわゆる「南半球/円」や「資源国/円」、「新興国/円」など、クロス円市場の一部では、日本の個人投資家は、無視できない勢力になりつつある。外為業界に身を置く輩（ともがら）は、程度の差こそあれ、その実感を強めており、局所的には本邦個人投資家の売買が、「為替相場の需給物語」において主役クラスの扱いを受けることも少なくない。

個人の参入が外為市場に及ぼす効果と経路

さて、ここからが本題である。このように、近年様々な経路を通じて為替需給に直接、間接的な影響を与え始めた本邦個人投資家群の台頭は、外為市場にとって如何なる意味を持つのだろうか。短期的な相場変動への影響については、局面により千差万別なので曰く言い難いが、長期的な視点に立った場合、個人投資家の外為市場への参入は、以下4つの経路を通じて、過度の価格変動を抑制すると同時に、本来あるべき市場機能を強化する働きを持つと考えられる。

「為替市場全体の出来高が増える」効果

第1に、本邦個人投資家層の外為市場への参入は、「市場全体の出来高の厚み」を増大させる効果を持つ。為替市場に限らず、どのような種類の市場であっても、一般に売買金額の厚みが増すと、他の条件が一定ならば、市場価格の変動を抑制する効果を持つと言われている。

例えば、出来高が極端に薄い市場では、売りたい人が希望の値段で全額買取ってくれる相手を見つけるのは難しくなる。売却希望額が大きければ大きい程、売れ残りを抱えるリスクが強まり、どうしても全部売り切りたい場合は、売値を思い切って下げる必要が出てくるた

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。 なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総研ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

め、値下がり圧力が必要以上に大きくなり易い。

同じことは、当該市場で購入を希望する参加者が、買いたい値段で売ってくれる相手を探す際にも言える。買い圧力が非常に強い局面では、出来高の薄い市場ほど、潜在的な価格上昇圧力は強まり易い。市場出来高の厚みが増せば増すほど、同じ金額の売買注文を吸収できる「懐の深さ」が増すことで、市場価格の潜在的変動幅は相対的に抑制され易くなる。

「市場参加者の数」が増える効果

第2に、本邦個人投資家群の外為市場への参入は「市場参加者の数」を増やすという効果を持っている。この効果は、前述の「出来高効果」と似ているようで、やや異質である。例えば、同じ出来高の厚みがある市場でも、特定少数の大口参加者の占有率が高い市場と、不特定多数の小口参加者の比率が高い市場では、市場価格そのものの安定感に加え、価格形成プロセスの透明性が違ってくるはずだ。

つまり、同じ出来高の市場でも、大口参加者の比率が高い場合は、1人当たりの売買金額が大きいので、当該投資家が出す売買注文の市場価格への影響は大きくなり易い。また、ごく少数の超大手の参加者が売り方あるいは買い方で寡占状態を強めると、その価格支配力によって市場価格が表面的に安定することもあるが、市場価格の決定メカニズムの透明性は低下し、「特定の投資家等の動き」に関する内部情報が、価格形成に影響を持つ度合いも強くなりがちだ。

他方、超小口の投資家が数え切れないほど沢山参加している市場では、出来高が同じでも、個々の投資家が取り扱う売買金額が小さくなる分、個別参加者の価格への影響力は小さくなる。投資家の数が増えれば、お互いの売買が交錯する確率も高くなるので、市場価格の潜在的変動幅は抑制され易い。市場の価格形成に大きな影響力を持つ参加者が少ないマーケット程、価格形成の透明性は増すことになる。

「市場参加者の種の多様性」が増す効果

第3に、本邦個人投資家群の外為市場への参入は、「市場参加者の種の多様性」を増す効果を持っている。為替需給に影響を及ぼす市場参加者の種類は、内外の輸出入企業、海外旅行者、機関投資家、国際企業買収や直接投資筋、政府間貸借や政府開発援助など、株や債券の市場に比べ多様なのが特徴だが、「投資目的で外為市場に参画する個人投資家」の存在感は、近年に至るまで希薄であった。本邦個人投資家層の外為市場への参入は、為替市場の特徴である「種の多様性」を更に増幅させたと言えるだろう。

多様な投資家の新規参入により、市場における「種の多様性」が増せば、長期的に見て市場機能は強化される。参加者の多様性が増せば、行動パターン、思考特性、投資選好や投資の時間軸にも多様性が生まれるため、売買参加者の均質性が高い市場に比べて、外的ショックへの耐性も強まり易い。特に、本邦個人投資家の場合、投資対象で分類すると、外貨預金、売り出し債、投資信託、仕組み債、外国為替保証金取引など、取引頻度や投資回収期間などの面で、多様な分岐が認められることも特徴の一つである。その効果を量的に検証するのは難しいが、本邦個人投資家の参入が、外為需給のモザイク模様の色彩を増やしたことは間違いない。種の多様性が増大した市場では、不当な価格操作等も、基本的には難しくなる。

個人投資家の「情報装備率」の上昇にも注目

第4に、近年市場規模の拡大が著しいインターネットを通じた個人投資家の外為市場への参入は、別の側面から市場機能の強化に寄与し始めた可能性がある。「情報装備率」の高い個人投資家の市場参入は、基本的には「プロとアマの情報格差」を縮める効果を持つと考えられるからだ。

外国為替保証金取引業界を例にすると、激しい業者間競争の影響もあって、個人の「情報装備率」は驚く

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総研ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

ほど上昇している。現在、FX取引に参画する個人は、自宅に居ながら、昔では考えられなかったような市場情報に接し、分析ツールを駆使することが可能だ。各種チャートは1ティックから年足まで十数種類の中から瞬時に選んで見ることができるし、移動平均線は好みの期間で何種類も引くことが可能だ。数十種類以上のテクニカル分析も簡単な設定操作ですぐに並行比較ができるし、時々刻々のニュース・フローを把握するまでの時差もかなり短縮された。今後、こうした傾向が強まることはあれ、後退することはないだろう。

古今東西、市場参加者の間に生じる損得勘定の格差は、「運の善し悪し」を別にすれば、「マーケット・メイクの力」と「情報格差」に依存して決まっている。情報格差の面では、「如何にして人より速く、正確な情報を入手できるか」が、他人を出し抜いて儲けるために必要な「超過収益の源泉」になる。もちろん、「プロとアマの情報格差」が完全に埋まることはあり得ないが、情報技術革新の波に乗って参入してくる新参者の台頭は、時系列比較で言えば、市場参加者間の情報格差に基づく超過収益の幅を圧縮する方向に寄与するだろう。他の条件が一定ならば、それは市場価格の変動率抑制と、透明性の向上に繋がるはずだ。

総じて、多様な属性を持つ本邦個人投資家の参入により、為替市場取引が質量ともに「厚み」を増すことは、長期的に見て市場の価格形成プロセスに望ましい影響を及ぼすと考えられる。このことは、為替市場だけではなく、株式市場や債券市場にも当てはまる真理であると言えるだろう。

「個人投資家動向」が「為替学科」の必須科目に

いずれにしろ、近年の為替市場で本邦の個人投資家動向への注目度が高まってきたのは、決して偶然の所産や一過性の現象ではなく、今後もその傾向は続くだろう。このことは、外為市場参加者にとって、今後「個人投資家の動向分析」が、「為替学科」の必須科目になる可能性を示唆している。

昨秋以降の強烈な円全面高の局面で、外貨持ち高の「処分」や「塩漬け」を余儀なくされた個人投資家は相当数に上ったと見られるが、その後再び外貨持ち高が増え始めたことに象徴されるように、個人マネーの一部を外貨資産へ誘った環境変化は、今も変わらず続いている。近年の個人投資家の外貨保有比率上昇の背景には、①1998年の外為法改正、2002年のペイオフ部分解禁、05年の同全面解禁など、法制度改革の追い風があったことは事実だが、②長引く国内の超低金利と日本の期待成長率低下に伴う資産運用環境の低迷、③激しい個人マネー争奪戦に臨む金融業界の新商品開発努力や営業強化、などの環境変化の影響もあったと見られる。個人金融資産の約55%、780兆円が、ほとんど金利のつかない国内現預金の形で「冷凍保存」されている現状も勘案すると、今後も本邦個人投資家の資産運用戦線は、ゆっくりと、しかし着実に海外にも拡大していくと考えられる。

望まれる健全な個人投資家層の育成

最後に、「未曾有の金融災害の後遺症」が、いわゆる「プロの市場参加者」のリスク許容度を著しく浸食した現下の局面にあって、外為市場に「厚み」を賦与する個人投資家の存在は、市場機能の保全という観点からも重要になっている。その意味では、様々な形態でリスクを取って外為市場に参入し、市場機能の強化に寄与する健全な個人投資家層の育成は、市場及び当局にとって、重要な意義を帯びた課題であると言える。

現在、様々な市場で税制やルールの見直しが検討されているが、各当事者が正確な状況把握に向けた情報収集及び分析に努めるとともに、個人の外為市場への参入のあり方について活発に議論する必要があるだろう。その際、拙速な膨張を放置するリスクは抑制すべきだが、重層的な市場の成長を過度に抑制するリスクにも配慮したバランス感覚が必要になるだろう。

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された 意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。 なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総研ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。