



資料 4  
金融庁  
2018.3.29

# 店頭FX業者の決済リスクへの対応に関する有識者検討会 資料

神戸大学大学院経済学研究科教授

岩壺 健太郎

[iwatsubo@econ.kobe-u.ac.jp](mailto:iwatsubo@econ.kobe-u.ac.jp)

# 目次

1. デリバティブの社会経済的機能
2. FXの資産形成機能：株式との比較
3. レバレッジ規制強化による投資行動への影響
4. プルーデンス政策とレバレッジ規制
5. 未収金リスクの考え方
6. FX証拠金取引の特色

# デリバティブの社会経済的機能

(FX証拠金取引の場合)

- 1.ヘッジ機能
  - － たとえば、海外資産の購入において為替リスクをとりたくない場合に、FX証拠金取引は低コストで実現可能。
- 2.価格発見機能
  - － 取引量の多い流動性の高い市場では、価格の情報効率性が高い。バブルのないより適正な価格付けが行われる。
  - － FX証拠金業者のカバー取引額は顧客取引額の40.1%(2015年4月時点)。それは銀行等が行うスポット取引全体の31%、銀行等の対顧客取引の60%と大きなシェアを占めている(証券アナリストジャーナル April 2016の大西論文 P.11)
  - － 個人投資家は逆張り志向が強く、過度に進んだ相場の流れを緩和する効果があったと言われている。
- 3.資産形成機能
  - － ゼロサムであるFX証拠金取引でも、投資スキルを研ぐことで資産形成が可能。
  - － 次ページで詳細に説明。

# 個人投資家のFX投資収益、株式投資収益

(「FXで儲かっている人は1割だけ、損している人が9割」というのは間違い)

## <店頭FX>

証拠金増減口座割合(入出金調整済み)			
年度	四半期	増加口座	減少口座
2017	3	50.23%	49.77%
2017	2	47.68%	52.32%
2017	1	52.52%	47.48%
2016	4	40.38%	59.62%
2016	3	49.04%	50.96%
2016	2	47.01%	52.99%
2016	1	24.26%	75.74%
2015	4	29.59%	70.41%
2015	3	51.54%	48.46%
2015	2	33.07%	66.93%
2015	1	51.15%	48.85%

(出所)金融先物取引業協会HP

[http://www.ffaj.or.jp/performance/quarterly\\_data.html](http://www.ffaj.or.jp/performance/quarterly_data.html)

・「増加(減少)口座」とは、四半期において個別顧客区分管理金額が実質的に増加(減少)した口座数の割合。実質的な増減のなかった口座数を除く。

・実質的な増減は実現損益、評価損益の増減額、スワップポイント損益額の合計値に相当する。

## <株式>

	プラスの収益	ほぼゼロ	マイナスの収益
2015 (2016年調査)	46.53%	23.56%	29.90%
2014 (2015年調査)	63.06%	16.23%	20.71%
2013 (2014年調査)	58.21%	19.40%	22.39%
2012 (2013年調査)	44.23%	20.94%	34.83%
2011 (2012年調査)	16.16%	24.36%	59.48%
2010 (2011年調査)	23.90%	24.83%	51.28%

(出所)日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書」

平成27年、平成28年

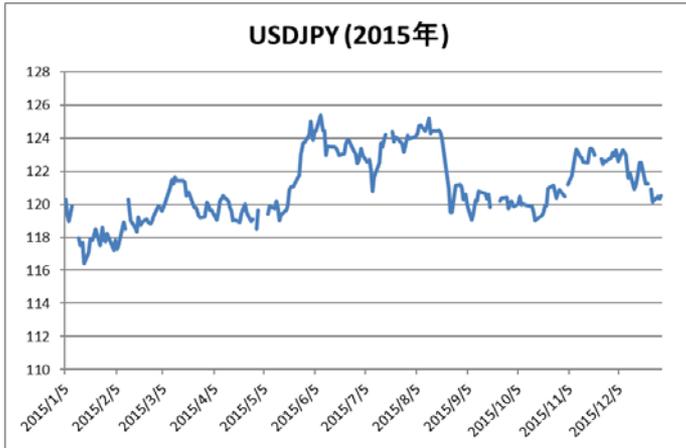
・500万以上、300～500万、100～300万、50～100万、50万未満の売買益の回答数の合計、50万未満、50～100万、100～300万、300～500万、500万以上の売買損の回答数の合計、ほぼゼロの回答数と合わせて100%になるように割合を計算したもの。無回答および取引なしを除外。配当収益を含む。回答数は無回答・取引なしを除くと毎年300～400ほど。

2017年調査には当該質問がない。

- ・ 「ゼロサムだからFXは資産形成に寄与しない」は正しくない。  
⇒ プラスサム(ときにはマイナスサム)の株式投資の収益は、FX投資の収益と比べて大差ない。
- ・ ただし、株式とFXでは保有期間の違い(株式は概して長い)があり、両者を比べることは注意が必要。
- ・ FXは個人投資家の資産形成に寄与する金融商品。

# 取引データを用いたFX投資家の分析(1)

(保有期間、レバレッジと投資収益率の関係)



・ドル円レートが安定していた2015年をサンプル期間として、金先協会の会員店頭業者の顧客取引データから毎月1,000口座をランダムに抽出。

(個人情報保護の観点から口座IDは変換され、個人が特定されないように加工)

・前月末にポジションを持っていない、月1回以上取引した投資家を分析対象とする。

・すべてのポジションの保有期間をもとに4分類⇒ある分類が仕切約定回数の5割を超えている場合、当該分類を投資家の保有期間と決定。

・保有期間が1ヶ月を超えるポジションは分析対象外。

・同じ経済環境下で、投資家間の月間収益率を比較。

・ $(\text{日次確定損益} + \text{日次スワップ損益}) / \text{前日末の預託証拠金}$ から月間収益率を計算。含み損益を考慮した収益率も同様の結果。

投資家の分類	ポジション保有期間
スキャル	0～1時間
デイトレ	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)

		スキャル	デイトレ	スイング	ロング	全体
口座割合		0.569	0.292	0.086	0.053	1
月間収益率	平均値	-4.563	-0.749	-1.047	0.161	-2.895
	(%) 中央値	-0.298	0.310	1.254	1.631	0.115
月間損益額	平均値	3798	30366	16334	33924	14239
	(円) 中央値	-519	497	1714	3611	189

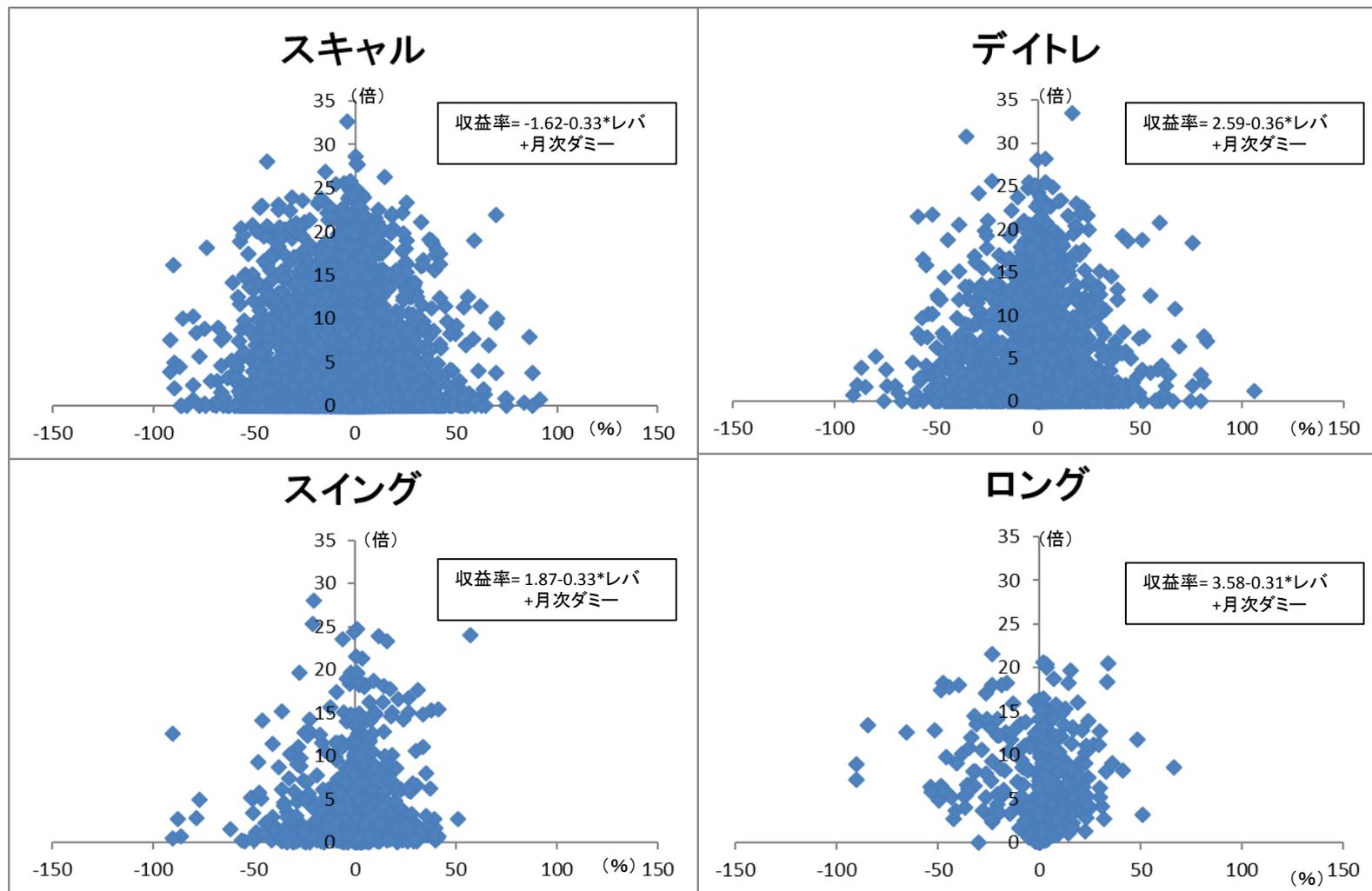
収益率上位10%		スキャル	デイトレ	スイング	ロング	全体
口座割合		0.587	0.326	0.056	0.032	1.000

・収益率、損益額ともに スキャル<ロング

・ただし、上位10%の投資家を対象とすると、スキャルやデイトレの投資家比率が高まる。⇒短期投資は収益のブレが大きい。

# 保有期間で分類した投資家のレバレッジと収益率の関係

(縦軸: NYクローズでの実質レバレッジ倍率、横軸: 月間収益率)



保有期間に関わらず、レバレッジと収益率には負の関係が見られる。保有期間が短くなるほど、収益率のちらばりが大きくなる。

# 取引データを用いたFX投資家の分析(2)

(レバレッジ、保有期間と投資収益率の関係)

- 分析結果から分かること

- 1. 半数を超える投資家が保有期間が1時間以内のスキタル投資家。
- 2. 短期投資は資金をリスクにさらす時間が短く、変動率も低いので、収益を上げるために、日中のレバレッジは高く、反対にオーバーナイトのレバレッジは低い傾向がある。
- 3. ティレンドがでやすい長期と異なり、短期投資で収益をあげるには高度な投資スキルが必要。しかし、専門トレーダーにスキタル投資家が多いように、資金効率の良いスキタルは高い利益を上げられる投資手法として人気がある。
- 4. 投資スキルが未熟な投資家がスキタルに多く、あまり利益を上げられずに市場から退出していくので、スキタルの平均的な収益率は低いという可能性も高い。

## レバレッジ規制強化による投資行動への影響(1)

- レバレッジ規制が強化されると、投資家の収益はどうか？
- 本検討会(1回目)で示された金融庁の資料によると、最大の相場変動をカバーできるレバレッジの水準は平均8.7倍。
  - この試算は店頭FX業者の自己資本からの補てんがなく、投資家が自発的に損切りしないとしても未収金が発生しない事態を想定。
- 現状、レバレッジ倍率25倍の上限のもと、12.5倍に達するとアラートメールが届く。
  - 仮に、レバレッジの上限が8.7倍になると、実質4.35倍よりも高いレバレッジをとっていた投資家に影響がでる。
  - 本検討会(第2回目)で示されたGMOクリック証券の資料によると、かなり多くの投資家が影響を受ける。
- レバレッジ以外の投資手法が変わらないとすると、実質レバレッジの低下によってプラスの収益率は低下し、マイナスの収益率は改善する(つまり、いずれも収益率の絶対値が下がる)。

## レバレッジ規制強化による投資行動への影響(2)

- 投資家は、保有期間を始め投資手法を変えるだろうか？
  - 短期投資と長期投資では求められる投資スキルが異なるので、スキルで収益をあげている投資家がこれを機に投資手法を変えるとは考えにくい。
  - 国内FXから、海外FX、法人化、仮想通貨取引へと、取引の場を移す可能性が高い。
- FXは株価や商品に比べて変動率が低いので、レバレッジをかけることで収益性を高めている。レバレッジ規制が強化されると金融商品としての価値が大きく低下する。
- FX証拠金市場の取引高減少、東京市場の流動性の低下、税収の減少が危惧される。
- 規制の届かない市場に国内投資家を向かわせることは投資家保護の観点からみても問題。

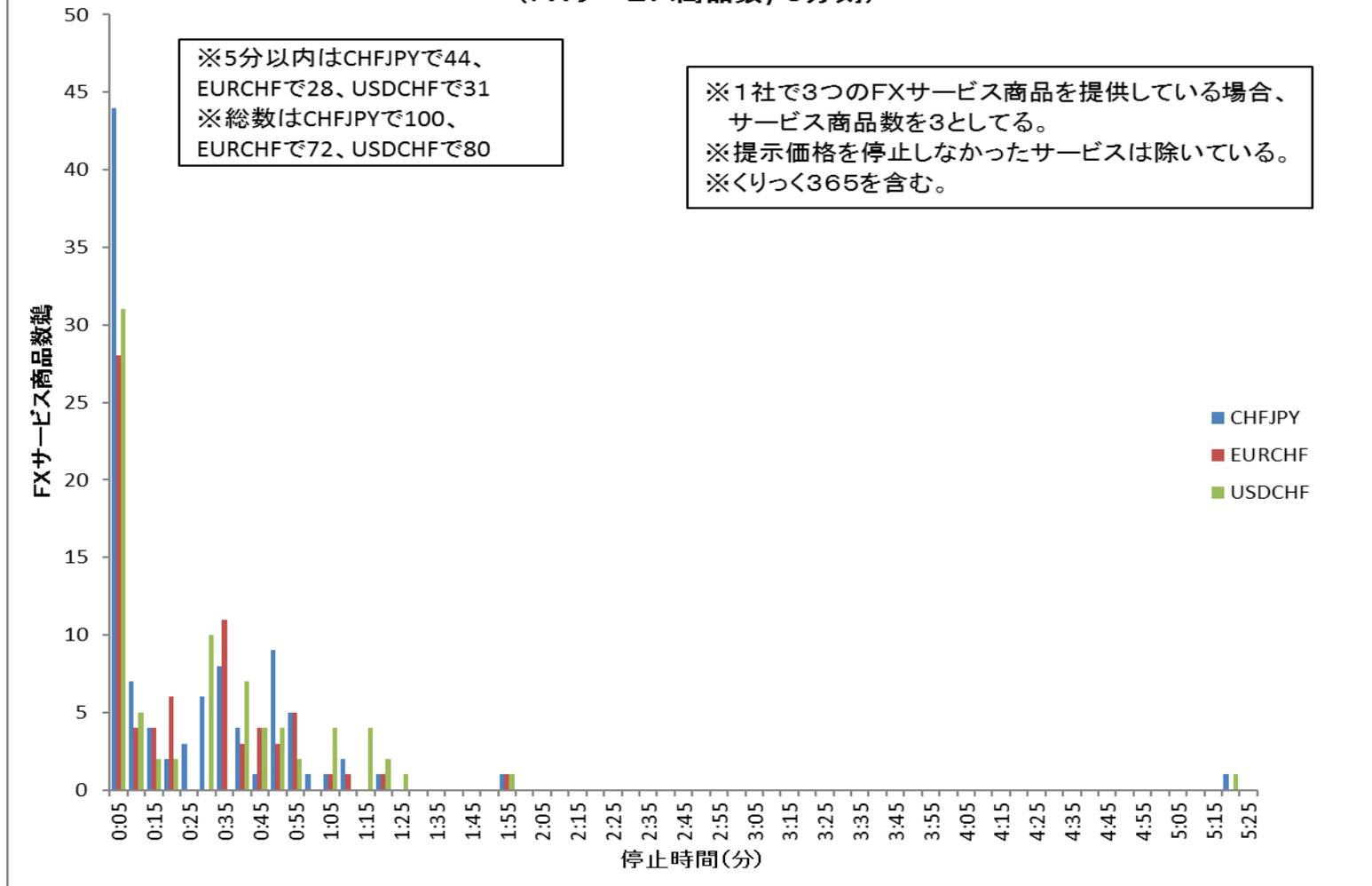
## レバレッジ規制はプルーデンス政策として正当化されるか？

- プルーデンス政策とは、金融システムの安定化、金融機関の連鎖倒産を防ぐための政策。
- プルーデンス政策のほぼすべては金融機関に対する規制。融資先企業の行動に直接的に影響を与える規制は大口信用供与規制のみ。
  - 大口信用供与規制は、FX証拠金取引でいうと「特定個人に対して建玉の上限を設ける」こと。
  - 店頭業者の多くで、顧客の保有建玉上限が設定されている。
- 小口投資家を含めて一律に投資行動を制限するレバレッジ規制は、投資の自由、ヘッジや資産形成の需要を制約することになりかねない。
- 金融システムの安定化を目的とするならば、レバレッジ規制でなくても、自己資本や保険、モニタリング(ストレス・テスト等)で対応が可能。

## 未収金リスクをゼロにする必要はあるのか？

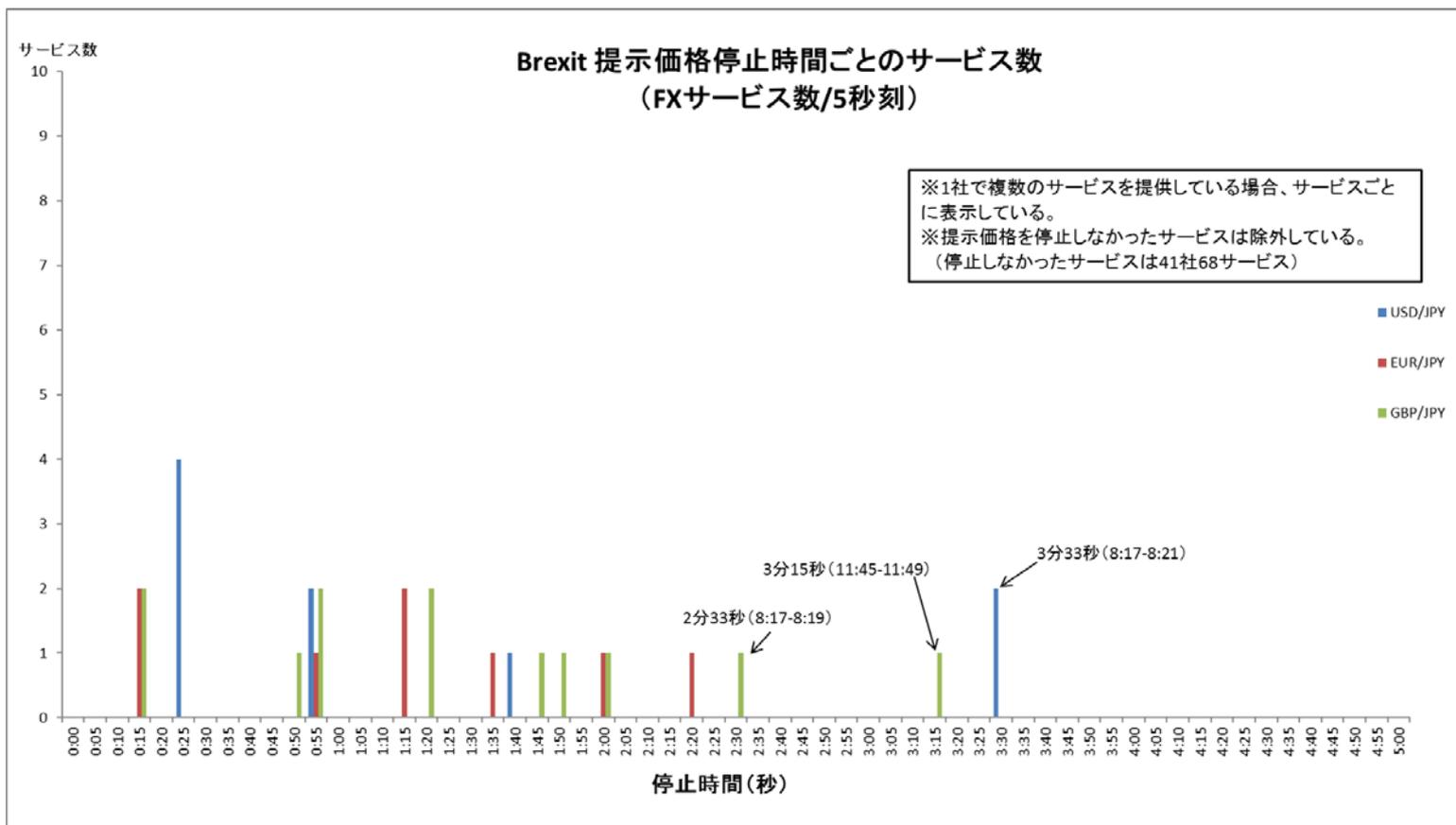
- 本検討会(1回目)で示された金融庁の資料によると、ロスカット規制は店頭FX業者が価格を提示できないことにより機能しないおそれがある、未収金リスクを完全に防げないという指摘。
- 未収金リスクを完全に防ぐことは実は可能。
  - － 投資家に不利な価格であれ、店頭FX業者が価格を提示し続ければ、実質証拠金がゼロを割り込む前にロスカットが可能。未収金は発生しない。
- なぜ店頭FX業者はレートを配信し続けないのか？
  1. 投資家に不利なレートを提示すれば、投資家からの信頼をなくし、訴訟リスクが増える(ロスカット狩り)。
  2. 為替変動が激しいときは、カバー先からのレートも悪いので、顧客取引によって生じる業者のポジションを上手くカバーできない(損失が増えることもある)。
  3. 未収金リスクがなくなっても、未カバーリスクポジションリスクが高まることがある。
    - － これらを総合的に勘案して、店頭FX業者は価格配信停止を決めている。
    - － つまり、価格を配信停止を止めさせる(未収金リスクをなくす)ことが是ではない。
- 銀行規制でいうと、銀行の破綻を防ぐために、不良債権をゼロにすることを目指したりはしない。
- 自己資本から補填可能な程度の未収金は許容すべき。
- 万一の事態のために、日ごろの収益をどのくらい備えに回すか？

スイスフランショック 提示価格停止時間ごとのサービス商品数  
(FXサービス商品数/5分刻)



(出所)金融先物取引業協会調べ

- 金融庁の資料にあった業者A(約50分の配信停止)は平均値、中央値よりもかなりレート停止時間が長い。



(出所) 金融先物取引業協会調べ

- ・Brexitのような選挙は、事前に投資家に注意喚起のメールを送ることも出来、万全の体制で臨むことができるので、未収金が発生する事態になりにくい。配信停止時間も非常に短い。
- ・スイスフランショックなど政府の政策変更が最も重要視すべきイベント。リーマン破綻のときは、予兆があったので、価格配信への影響は大きくなかった。

# FX証拠金取引の特色

- FXの特色は、
  - (1)株と異なり少額から投資ができる
  - (2)取引コストが低い(低スプレッド、手数料なし)
  - (3)レバレッジを活用できるので、資金効率がいい
  - (4)24時間、市場が空いているので、兼業トレーダーに向いている  
(特に、ロンドンNYの取引時間帯に相場が動きやすい)
  - (5)情報を取得し易い  
(FX解説者が多く、為替予想のみならず自身の取引通貨・取引のタイミングを公開している。これは株ではあまり見られない)
- レバレッジ規制やロスカット規制などの規制改革、低い取引コストなどFX業者の企業努力によって、日本のFX市場は破綻業者を出すことなく、目覚ましい成長を遂げてきた。
- FX証拠金取引が健全な市場として発展していけるように、規制のあり方を検討することが望まれる。