

FXのあらたな時代に向けて ーレバレッジを考えるー

ばんせい山丸証券株式会社
オンライン事業本部長
廣重 勝彦

1. FXの議論

2009年7月21日、大阪証券取引所に大証FXが上場したことは、FX取引がついに市民権を得たといえるイベントだった。というのも、FX取引がここにたどり着くまでには紆余曲折があったためである。

FX取引への参加目的は投機が中心となるが、その投機の効用は経済学的にみれば極めて大きい。投機はマーケットに流動性を与え、効率性をもたらすためには欠くことができない存在である。しかし、一般社会からみた投機への評価が、時にはギャンブルと混同されるなど決して芳しくないことも事実であり、投機が主たる参加目的となるFX取引への風当たりは強かった。その結果として、本来はFX取引ともいえない行為がFX取引の問題であるとみなされ、あるいはFX取引の存在意義を失わせるような意見もあった。

投資家保護はなによりも優先される命題ではあるが、そのために当該金融商品から投資家が遠ざかるならば、まさに「角を矯めて牛を殺す」ことになりかねない。わが国におけるFX取引は、関係者の努力により洗練された金融商品としてようやく定着しようとしている。それだけに、その将来像については、目先の事象に拘泥せず、大局的な視点から十分に議論する必要がある。

本稿が、その議論にいくばくかでもインプリケーションを与えることができれば幸いである。

2. FX取引の悲劇

FX取引は、そもそも銀行の為替ディーラーなどによるプロ同士の取引だった。ところが、1998年に外為法が改正されると、その様相が変わってくる。金融ビッグバンの名のもとに、個人投資家に対しても当該取引が開放されたのである。

これにいち早く着目した業者が、海外で広まっていたマージンFX取引を国内に持ち込むことで、個人投資家向けのFX取引がはじまった。一定の証拠金をもとに、その数倍～数十倍の規模の取引ができるという取引である。その収益性の高さが、先進的な個人投資家の参加を促していった。

ところが、必ずしも健全な業者のみが参加した訳ではなかったことがFX取引の発展を阻害し、そしてFX取引のイメージを傷つけることになった。これに関して、監督する機関や

規制が明確ではなかったことが、FX取引の欠陥だったとする意見もある。ただ、FX取引の社会的なイメージを悪くした最大の要因は、FX取引を偽装した違法行為にある。FX取引に対する規制の存否の問題ではなく、これを利用した犯罪に近い行為が存在したことが問題の根幹にあったといえる。

具体的には、外為業者と名乗りながらも、商品説明を満足にしないどころか、強引な勧誘や詐欺ともいえる方法で顧客を集める手法が横行した。さらに、無断売買を行い、顧客資金の引き出しを拒絶し、果ては顧客資金を持ち逃げするという事態も発生したが、これはまさに犯罪そのものだった。

FX取引とはまったくの別のものであり、違法な行為を意図していたグループが、FX取引を利用したことに他ならない。とはいえ、その結果としてFX取引そのもののイメージが悪化したことは、当該取引の悲劇ともいえる。

3. 市民権を得たFX取引

理由はともあれ、やがてマスコミがこの問題を頻繁にとりあげ社会問題化し始めた。これを受けて、2005年に「金融先物取引法」が制定され、金融庁と証券取引等監視委員会がFX取引を主管することになった。

FX業者は金融庁への届け出が必要となり、そのためには最低資本金や自己資本比率規制などの諸条件をクリアしなければならなくなった。加えて、自主規制団体の金融先物取引業協会への加盟が義務付けられるなど、FX業務への参加資格が厳格化された。同時に、顧客の資金をFX業者のアカウントから分離するという「分別管理」や、FX取引を積極的に求めている人にセールスを行ってはならないという「不招請勧誘の禁止」が明文化されるなど、投資家保護の制度が整備された。

さらに、2007年には証券取引法と金融先物取引法が統合されて「金融商品取引法」が成立し、同法のもとFX取引の規制と監督が一段と強化されている。その結果、FX業者の淘汰がおり、同時にFXを利用した違法行為は急減した。

しかし、サブプライム問題が発生し、外国為替相場が激変したことで、新たな問題が露呈した。カバー取引（顧客の売買の相手方になったFX業者が、自己のリスクを回避するために他の銀行等に当該ポジションを受け渡す）がずさんであったり、ディーリングまがいの恣意的なカバー取引を行った業者が、外国為替相場の乱高下で多額の損失をこうむり、あるいは破綻したのである。

最大の問題は、これにより顧客資産の全額返還ができなくなったことである。「分別管理」の制度はあったが、その実効性が問われることになった。これを受けて、監督機関はFX取引を行う金融商品取引業者の一斉点検を行い、一部の業者に行政処分を課すにいたった。（なお、すべての業者について、2010年2月からは分別管理の方法を、信託銀行に顧客資産を全額預け入れる金銭信託に一本化するという法改正が行われている。）

その後、FX取引制度のストレステストというべき事態が生じた。2008年9月に発生し

たリーマン・ショックにより外国為替相場のボラティリティ（変動性）が記録的な水準にまで跳ね上がったのである。

しかし、この予想もつかない事態のなかにあつて、もはや新たな問題が発生することはなかった。リーマン・ブラザーズと取引関係にあつた金融商品取引業者でさえも、顧客財産の全額返還を行うことができた。ここに、分別管理の効果が実証されたのである。

そして、大証に FX 取引が上場するという今日を迎え、FX 取引は投資家の信頼に耐えうる金融商品となったといえるだろう。まさに、FX 取引が市民権を得たということである。

4. 規制の強化が続く

ただ、FX 取引に対する規制強化の議論はなお続いている。たとえば、証拠金の何倍までの売買が可能かといういわゆるレバレッジの問題に関して、金融庁は 2010 年夏をめどに 50 倍とし、さらに 2011 年夏をめどに 25 倍を限度とするという案を提示している。

これに対して、当然のことながら FX 取引を行う多くの金融商品取引業者が難色を示している。レバレッジが低下すれば、それだけ取扱い高が減少するためである。FX 業務に関しては、手数料を無料にするなど徹底的なコスト競争が行われてきただけに、取引高の減少が死活問題となる業者は少なくないとみられる。

ただし、問題は業者の経営問題よりも、FX 取引の主役である投資家の評価である。彼らが当該取引を見放すことになるならば、外国為替市場に大きな流動性を与えて日本経済の安定化を図るためのシステムがその効果を失うことになる。

実は、その投資家からは、レバレッジを柔軟に選びたいとの要望が強い。

5. レバレッジについて

そこで、レバレッジの問題をどのように考えればよいのか。観念的な議論ではなく、取引の実態をみながら議論してみたい。

(1) 危険なレバレッジとは

レバレッジはどの程度が適切なのか。

まず、300 倍とか 500 倍といったレバレッジについては、異常だと感じる向きがほとんどだろう。レバレッジ 500 倍の意味は、1 万円の証拠金で 5 万ドル（約 5 百万円）の取引ができるということである。仮に 1 ドル＝100.00 円で 5 万ドルを買ったとする。このとき、レバレッジが 500 倍ならば、 $50000 \text{ ドル} \times 100.00 \text{ 円} \div 500 \text{ 倍} = 10000 \text{ 円}$ で、証拠金は 10,000 円となる。

このとき、ドル円相場が 1 銭動くと、 $50000 \text{ ドル} \times 0.01\% \times 100.00 \text{ 円}$ という簡易計算によれば、当該投資家には 500 円の損益が発生する。となると、相場が 20 銭（ $=10,000 \text{ 円} \div 50,000 \text{ ドル}$ ）だけ投資家のポジションとは反対の方向に動いただけで証拠金の 10000 円を失うことになる（以下では、損失が証拠金と一致したときにロスカットが行われると仮定して議論を進める）。

取引の実態に即していえば、ドル円相場の 20 銭はいわゆる価格のノイズ（ぶれ）の範囲であり、大口投資家が売買するだけでもこの程度の値幅は動いてしまう。そのため、20 銭の動きは予想や予測が難しく、わずか 20 銭の動きでロスカットしなければならないとすれば、まともな投資（投機）は行えない。この意味で、高レバレッジは危険なのである。

（2）レバレッジの本質

では、仮にレバレッジが 100 倍ならばどうか。

同じく 5 万ドルの売買では $50000 \text{ ドル} \times 100.00 \text{ 円} \div 100 \text{ 倍} = 50,000 \text{ 円}$ の証拠金が必要となる。この証拠金をすべて失う相場の値動きは 1 円（ $= 50,000 \text{ 円} \div 50,000 \text{ ドル}$ ）である。ドル円相場で 1 円の値動きは決して小さなものではなく、通常は短期的なトレンドが発生している。言い換えれば、1 円は簡単にはロスカットにはならない値幅である。したがって、短期の取引という観点からいえば、レバレッジが 100 倍ならば十分に意味のある取引を行うことができる。

以上のように、投資戦略の観点からみると、レバレッジは結局ロスカットをどこに置かという問題に帰着する。レバレッジを高くするという事は、自分がポジションをとった価格に近いところでロスカットが行われるということであり、逆にレバレッジが低いということはロスカットまでの価格が離れるということにすぎないのである。

（3）レバレッジと損失

このように考えれば、そもそもレバレッジを何倍にすべきなのかは他人から指図されることではなく、投資家自信が自分の投資手法に最も適するものを選択すべきものである。たとえば、短期的なトレンドに乗って利益をあげる取引を行おうとするならば、レバレッジは先述のように比較的高目にしたほうが良い。そもそも短期的なトレンドの発生が打ち消されるような逆方向の動きが発生すれば（先述の例では 1 円の逆行）、その時点でロスカットすべきだろう。一方、中長期のトレンドを狙うとすれば、ドル円相場でもロスカットにかかるまでには数円程度の余裕が必要となる。とりわけ、スワップポイント（内外金利差に基づく調整金）を獲得することが目的であれば、短期的な値動きでロスカットになってしまう意味をなさないため、レバレッジを低くする必要がある。

なお、ここまでの議論の裏返しだが、レバレッジが低いことが損失を小さくすることにはならない。レバレッジが低いということは、ロスカットになりにくいということを意味しているが、自分のとったポジションに対して相場が逆行すれば損失は発生する。

仮にレバレッジを 25 倍とすれば、5 万ドルの売買を行うには証拠金が 20 万円必要となる（ $= 50000 \text{ ドル} \times 100.00 \text{ 円} \div 25 \text{ 倍}$ ）。このとき、ロスカットが行われるのは 4 円だけ相場が自分のポジションに対して逆行したときである（ $= 200,000 \text{ 円} \div 50,000 \text{ ドル}$ ）。たしかに、ロスカットにはなりにくいものの、自分のポジションとは反対に動けば、1 銭ごとに 500 円の損失が発生することはレバレッジが 100 倍の場合となんら変わりはない。1 円逆行

すれば、やはり 5 万円の損失となるのである（ただし、レバレッジ 25 倍ならば、ロスカットはこの時点では発動されない）。

したがって、レバレッジが低ければ安全ということではない点は十分に理解して取引に参加することが肝要だ。

6. 相対的な比較の意義

(1) ボラティリティ

さて、他の金融商品と比較して、FX 取引のレバレッジを議論する向きもある。しかし、これは理論的な面からも疑問がある。たとえば、株式の信用取引との比較で FX 取引のレバレッジの高さを問題視するのは説得力に欠ける。

仮に FX 取引においてレバレッジが存在しなければ、当該取引は決して活性化しないだろう。FX 取引においては、レバレッジがいわばその存在条件といえるからである。それは、外国為替相場のボラティリティが低いからだ。

(2) ボラティリティの比較

ボラティリティとは相場の変動性を表す尺度であり、通常は収益率や価格の標準偏差で表わされる。

表 1 は、日経平均株価や国内の主力銘柄について、そのボラティリティ（20 日間のヒストリカル・ボラティリティを年率化）を計算して整理したものである。データは 1999 年 5 月 27 日～2009 年 6 月 26 日までの 10 年分を用いている。表中、「最大」「最小」は過去 10 年間の最大値と最小値であり、「平均」は過去 10 年間における平均値である。

過去 10 年の各銘柄のボラティリティを見ると、流動性が高いとみられる主力銘柄であっても、ボラティリティの最大値はいずれも 100 を超え、また 200 を超えるものもある。さらにこれらの平均は 39 である。

(表1)日本株のボラティリティ

銘柄	平均	最大	最小
日経平均株価	22%	114%	7%
新日鉄	34%	146%	13%
JFE	40%	150%	13%
日本郵船	34%	128%	10%
商船三井	38%	148%	12%
神戸製鋼	40%	123%	16%
パナソニック	31%	122%	10%
三菱商事	37%	145%	9%
三井物産	36%	139%	11%
任天堂	39%	130%	8%
武田薬品	26%	106%	7%
ソフトバンク	59%	171%	13%
楽天	62%	235%	18%
三井住友	42%	139%	8%
野村HD	41%	130%	11%
トヨタ	29%	124%	10%
ソニー	35%	143%	10%
平均	39%	142%	11%

一方、FX取引のなかでも売買高が多い通貨ペアに関して、ボラティリティを計算した結果を表2で示した。豪ドル円については最大が96と突出しているが、他の通貨ペアでは最大でもせいぜい50である。そして、平均はわずかに11となっている点が注目されよう。国内株式の4分の1程度のボラティリティしかないのである。

このように、ボラティリティの圧倒的な違いを前提とすれば、FX取引が信用取引に比べて高いレバレッジを導入していることに違和感はない。むしろ、比較して高いレバレッジでなければ株式に見劣りする収益率となり、投資家の参加は望めないだろう。

(表2)為替相場のボラティリティ

銘柄	平均	最大	最小
ドルユーロ	10%	24%	4%
ユーロ円	11%	47%	3%
豪ドル円	14%	96%	4%
ポンド円	11%	50%	3%
ドル円	10%	31%	3%
平均	11%	50%	3%

(3) 流動性の比較

また、流動性の面からみても、信用取引とFX取引とを単純に比較することは難しい。

個別銘柄においては、大きな材料が出ると買いが殺到すると同時に売りものが出なくなり、株価1000円の銘柄がストップ高で1200円になってしまうことは珍しくない。1日で20%の上昇である。これは、ドル円相場でいえば1ドル100円が1日で120円となることに相当するが、外為市場のように流動性のきわめて高いマーケットにおいては、このようなケースは考えられない。それだけではなく、株式市場では当該企業の業績や様々な問題からストップ安売り気配となる日が続き、あるいは倒産などで取引ができなくなることもさえありうる。このような株式市場の特性を考えると、高いレバレッジはそもそも信用取引にはなじまないのである。

これに対して、通貨の取引であるFX取引ではこのような場面は想定しづらい。外国為替市場は、世界中の金融機関や企業、機関投資家、ヘッジ・ファンド、そして個人投資家が参加する効率的な市場である。その結果として、流動性が極めて高いために、ロスカットなどの反対売買が不能になるという事態は考えにくいのである。

(4) 比較の意味

このように、ボラティリティに加えて、取引対象の特性（一企業が発行する株式なのか、国家が発行する通貨なのか）やマーケットの流動性を考えるならば、株式とFX取引を同じ土俵に上げて、レバレッジの倍率を論議することには無理がありそうだ。

繰り返しになるが、本来、レバレッジは投資家はその投資戦略や投資戦術に合わせて選ぶものである。もちろん、数百倍というレバレッジは、これを正当化する売買戦術が見当たらないという意味では、排除されるべきものといえる。しかし、そうでないものについ

ては、投資家の力量やその戦術により自由に選択できるものとするのが合理的ではなからうか。

7. 結びとして

レバレッジが低いということ、投資家の保護と錯覚してはならない。レバレッジが低くても損失は発生する。ただ、簡単にロスカットがなされないだけであり、大きな損失を抱える可能性はある。FX取引に限らず、ハイリスク・ハイリターンの商品では損失の発生は免れないのである。優秀なプロフェッショナルのトレーダーでも、この点は変わらない。

そのため、FX取引の整備がおおむね終わった現時点において、FX取引での損失が問題になるとすれば、その要因は投資家の取引手法や技能にある可能性が高い。リスクコントロールの知識や技術、また投資家の意思決定やその行動に、損失の原因を求めることが正しい姿勢だろう。

したがって、ここからは投資家の啓蒙がポイントとなる。これまで述べたように、レバレッジの問題をどれだけ議論しても、投資家は損失を回避することはできないからである。逆に、レバレッジの低さが投資家の損失を回避するように錯覚させてしまうなら、FX取引に新たな禍根を残すことになる。

大証FXがスタートし、また投資家保護の制度が整備されるとともに、その実行性も100年に一度といわれたリーマン・ショックの中で機能することが確認された。この時点で、FX取引の市民権は確立されたといえる。したがって、FX取引の関係者は、外国為替市場の本質と、それが果たす日本国経済に与える効用を見極めながら、慎重に議論を進める必要がある。そのうえで、日本の個人投資家の取引技術をどのように高めていくかといった、前向きな議論が重視される時代に入ったといえるのではなからうか。 (以上)