

外国為替市場における市場活動の地理的シフト ——2016 年外国為替市場における取引高減少の要因——

斎 藤 智 美

目 次

はじめに

1 世界の外為取引高の推移

1.1 商品別・取引別相手の取引高推移

1.2 通貨別取引高推移

1.3 2016 年外為取引高概況

2 市場活動の地理的シフト

2.1 外為取引市場の国別シェアの変化

2.2 イギリス市場のシェア低下の要因

2.3 アジア太平洋市場における取引通貨の多様化

3 外為取引をめぐる環境の変化

3.1 外為市場参加者構成の変化

3.2 ヘッジファンドを取り巻く環境の変化

おわりに

はじめに

BIS（国際決済銀行）による 3 年ごとの外国為替（外為）取引高調査（Triennial Central Bank Survey Foreign exchange turnover）を見ると、2001 年以降初めて 2016 年は取引高が減少した。2001 年の 1 日当たりの取引高は 1.2 兆ドルで、それが 2013 年には 5.3 兆ドルにまで増加を続けたのに、2016 年には 5.1 兆ドルと、5.2% の減少となった。1998 年と比べた 2001 年の減少は、ドイツ・マルクとフランス・フランなど欧州通貨同士の取引がユーロ導入によって減少したという特殊要因によるところが大きかったが、2016 年の減少はそうした特殊要因に帰着させることはできない。この取引高減少

に影響を与えた要因を本稿では考察する。

本稿では取引主体別、取引商品別に分けて要因を探る伝統的分析を踏まえながらも、グローバルな外為市場活動の地理的シフトに焦点を当てた Hutton and Kent (2016) に注目する⁽¹⁾。グローバルな外為活動の地理的なシフトをヘッジファンドの活動と結び付けながら、2016 年のグローバルな外為取引高減少の主要な原因ととらえる分析視角を提供する。

本稿の構成は次のようになる。1 でグローバルな外為取引高の推移を商品別、取引相手別、通貨別に検討し、取引高減少の諸要因を示す。2 で外為取引活動の地理的シフトを、主としてロンドン市場とアジア太平洋市場を取り上げて説明し、シフトの主体がヘッジファンドである

(1) Hutton and Kent (2016) p. 225.

表1 グローバル外為市場取引高：4月中1営業日平均（10億ドル）

	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016
外為商品総取引高	1527	1239	1934	3324	3971	5345	5088
スポット	568	386	631	1005	1488	2046	1654
アウトライト・フォワード	128	130	209	362	475	680	700
為替スワップ	734	656	954	1714	1759	2228	2383
通貨スワップ	10	7	21	31	43	54	96
オプションとその他商品	87	60	119	212	207	337	254
2016年4月の為替レートでの取引高（注）	1718	1381	1884	3123	3665	4915	5088

（出所）BIS（2013a）Table 1, BIS（2016a）Table1 より作成。

（注）非米ドル対価外貨取引は、各サーベイの年の4月の平均為替レートで元の通貨額に転換して、2016年4月の平均為替レートで米ドル額に再転換する。1998年の値は2013年4月の平均為替レートをを用いた値。

ことを明らかにする。3で外為取引高を主として為替スワップの形態で増加させた機関投資家と取引高を顕著に低下させたヘッジファンドを対照的に取り上げ、地理的シフトを関わらせながら増減それぞれの理由を考察する。おわりに、で総括する。

1 世界の外為取引高の推移

BISによる3年ごとの外為取引高調査によると、2016年のグローバル外為市場取引高は、4月中1日平均で5.1兆ドルとなった。これは、ユーロ導入の影響を受けた2001年を除くと、BISによる調査が開始された1989年以降、初めての減少であった（表1参照）。

もっとも調査は3年ごとであるため、リーマンブラザーズ破綻時の2008年9月以降に世界の外為取引高が大きく急落⁽²⁾したことは捉えら

れていない。ただし、図1に示したように、この減少も2009年央には回復に転じ、それ以降、国際金融市場を揺るがせたユーロ危機が続いたにもかかわらず、世界の外為取引高は増加傾向にあった（図1参照）⁽³⁾。

2016年の世界の外為取引高減少に影響を与えた要因としてまず指摘されるのは、ドルレートが騰貴した影響である。表1に見られるように、2016年4月の為替レートでの取引高を見ると、2013年から2016年にかけて約4%の増加になる。図2に示したように、2013年から2016年の間にドルが騰貴したため、ドルベースで見た取引高減少につながった⁽⁴⁾。為替レートの影響を排除すると、2013年から2016年にかけての取引高の増加は3%であった。ただし、2001年以降の平均成長率が3年ごとに30%の増加であったことと比較すると、2016年の外為取引高の減少は大きかった。

(2) Bech (2012), Bech and Sobrun (2013) による、主要国（ロンドン、ニューヨーク、シンガポール、東京、オーストラリア、カナダ）の外為委員会の半年ごとの調査やEBS等の電子的取引システムのデータ、CLS（Continuous Linked Settlement）銀行の決済データを用いた推計による。2008年9月に約4.5兆ドルでピークとなり、2009年4月に30%以上減少して約3兆ドルとなった。Bech (2012) p. 41.

(3) グローバル外為市場取引高は2014年9月に1日平均6.5兆ドルでピークに達したとみられる。Moore, Schrimpf and Sushko (2016) p. 38.

(4) BIS (2016a) p. 4 と日本銀行（2016年）4ページ注5。加えて2013年4月は通常よりも取引高が多かったとみられる。活発な取引は、日本銀行の異次元緩和（量的・質的金融緩和）導入を背景とした。円の取引高とボラティリティが増加し、それは英国市場、そして報告ディーラーとその他金融機関の間で最も顕著であった。BIS (2013a) p. 3. Brooks, Deans, Wallis, Watson and Wyrzykowski (2013) p. 60.

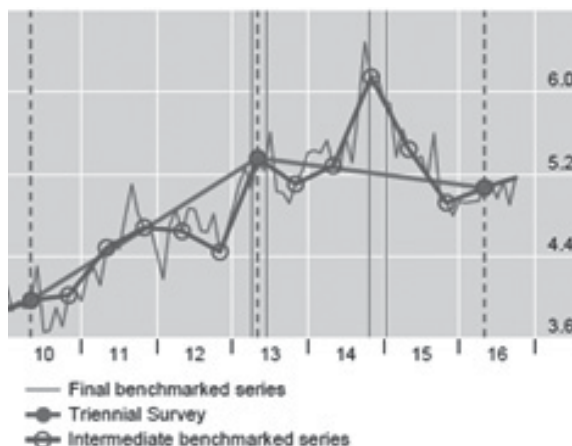


図1 世界の外為取引量推計（1兆ドル）

（出所） Moore, Schrimpf and Sushko (2016), p. 38, GraphA 左パネルを転載。

（注） 推計の手法は Bech (2012) and Bech and Sobrun (2013) による。破線の垂直線は BIS サーベイが行われた日付を示す。実線の垂直線は主要な政策アナウンスを示す：2013 年 4 月は日本銀行の量的緩和、2013 年 6 月は 5 月 / 6 月のアメリカのテーパータントラム⁽⁵⁾と WM/ ロイターズ・フィキシングについてのニュース⁽⁶⁾、2014 年 10 月は日本銀行の量的緩和拡大、そして 2015 年 1 月はスイス・フランのユーロに対するペッグの解除。

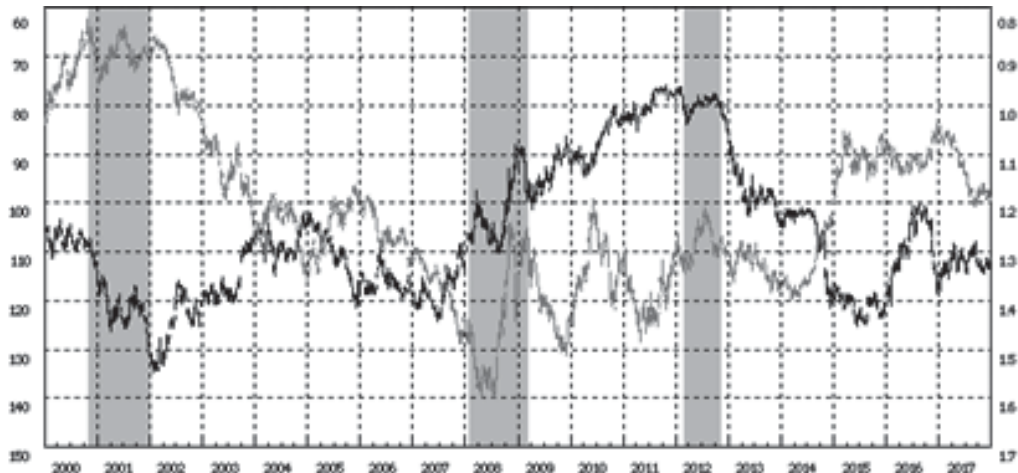


図2 円／ドル，ドル／ユーロ為替レート

（出所） 日本銀行時系列統計データより作成。

（注1） 左軸：東京市場ドル・円スポット，17 時時点，日次データ。¥/ \$: 1 ドルにつき円。

（注2） 右軸：東京市場ユーロ・ドルスポット，17 時時点，日次データ，\$/ € : 1 ユーロにつきドル。

(5) テーパータントラムとは、FRB が量的緩和を縮小する可能性を示唆したときに国際金融市場で大きな動揺が見られたことを指す。

(6) 2013 年 6 月に発覚したロンドン外国為替市場で指標価格の不正操作スキャンダル。植前，大川，井上（2015 年）p. 1。

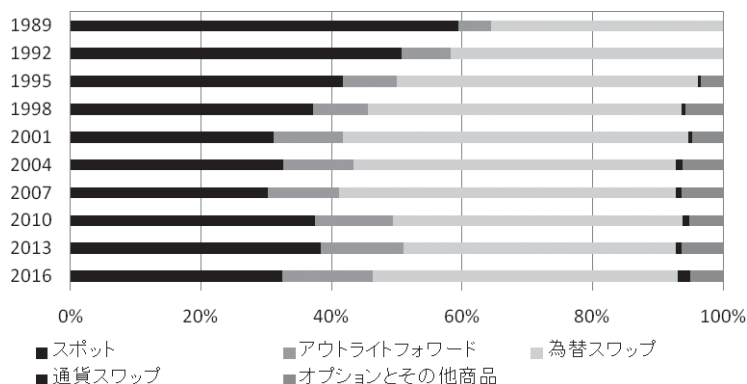


図3 グローバル外為市場取引高：商品別 4月中1営業日平均（％）

（出所） BIS (2005) Table B. 1, BIS (2007a) Table 1, BIS (2010a) Table 1, BIS (2013a) Table 1, BIS (2016a) Table 1 より作成。

（注） 通貨スワップとオプションについては、当初はデリバティブ取引に含まれ、1995年から調査が開始されたため、1989年、1992年のデータはない。なお、2007年調査まで、外為取引にはスポット、フォワード、為替スワップが含まれて伝統的外為取引と呼ばれ、デリバティブ取引には金利関連取引（FRA、金利スワップ、金利オプション）、外為関連取引（通貨スワップ、通貨オプション）が含まれていた。2010年調査から、通貨スワップ、通貨オプションは、外為取引として集計されている。

1.1 商品別・取引別相手の取引高推移

世界の外為取引高減少の要因を探るため、まず商品別・取引相手別に外為取引高がどのように変動したのかを示す。

世界の外為取引高を商品別に見ると（表1参照）、スポット取引が2013年の2兆ドルから2016年4月の1.7兆ドルへ19%減少し、2001年以来初めての減少であった。このスポット取引の減少は2016年の取引高減少の主要な要因であった。またオプションとその他商品⁽⁷⁾も2013年の3367億ドルから2016年には2544億ドルに減少した。

一方で、為替スワップとアウトライト・フォワードはそれぞれ2013年の2.2兆ドルと6800億ドルから2016年に2.4兆ドルと7000億ドルに増加した。為替スワップとアウトライト・

フォワードの全体に占める割合も、2013年の41.7%、12.7%から2016年に46.8%、13.8%に上昇した（図3参照）。為替スワップは、1995年以降最も多く取引される商品である。また通貨スワップは市場に占める比率は小さいものの、79%増と急増した。

取引相手別にみると、その他金融機関取引のシェアは50.5%と引き続き最も多いが、2013年と比較すると2016年は8.7%減少した（図4参照）。2001年からシェア増加が続いてきたが、初めての減少となった。商品別にその他金融機関取引のシェアが高いのはアウトライト・フォワードとスポットで、それぞれ61.6%、56.2%で、為替スワップは43.1%であった。また2013年と比較すると、スポットと為替スワップでそれぞれ1.6ポイントの減となった（図5

(7) その他商品には、例えば、レバレッジ効果を有する商品や、想定元本が変化する商品等、フォワード、スワップあるいはオプションのようなプレーン・バニラ商品に分解することが不可能な商品が含まれる。日本銀行（2013年）表A3の注6参照。

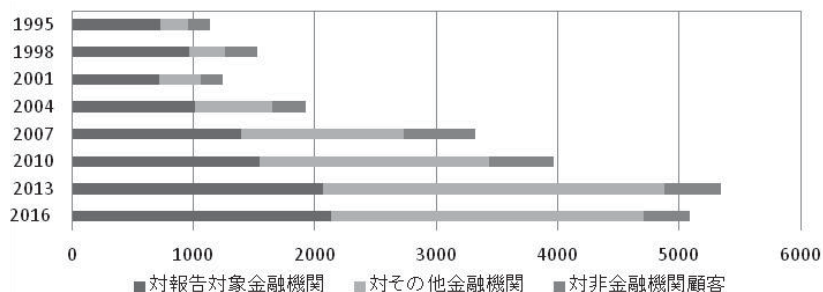


図4 グローバル外為市場取引高：取引相手別 4月中1営業日平均(10億ドル)

(出所) BIS (2004) Table 2, BIS (2013a) Table 4, BIS (2016a) Table 4 より作成。

(注) スポット、アウトライト・フォワード、為替スワップ、通貨スワップ、FX オプションの合計。1995 年はスポット、アウトライト・フォワード、為替スワップの合計。

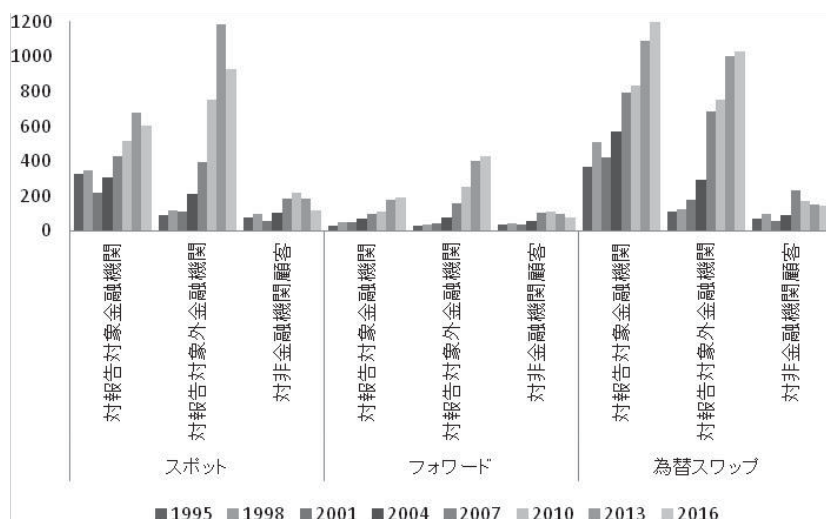


図5 グローバル外為市場取引高：商品別・取引相手別 4月中1営業日平均(10億ドル)

(出所) 図4に同じ。

参照)。

報告対象金融機関が外為取引高全体に占めるシェアは1995年から低下が続いていたが、2016年は42.0%と、1995年以来初めて増加した。これは主に為替スワップ取引の増加のためで、スポット取引では絶対額で減少した。報告対象金融機関のシェアが高いのは為替スワップで、2016年に50.7%を占めたが、スポットは36.6%であった。

非金融機関顧客のシェアは2016年に7.5%と

さらに低下し、2013年と比較しても17.9%減少した。

このように商品別、取引相手別に2016年の外為取引をみると、スポット取引の減少と、スポット取引でシェアの高いその他金融機関取引の減少が特徴であった。

1.2 通貨別取引高推移

さらに外為取引高減少の要因を探るために通貨別に外為取引高を見ると、引き続き米ドルが

表2 グローバル外為市場取引高：商品別・通貨別 4月中1営業日平均（％）

	合計			スポット			アウトライイト フォワード			為替スワップ			通貨スワップ			為替オプション		
	2010	2013	2016	2010	2013	2016	2010	2013	2016	2010	2013	2016	2010	2013	2016	2010	2013	2016
USD	84.9	87.0	87.6	79.7	82.7	83.8	82.4	86.4	85.7	90.6	91.1	90.8	89.4	93.0	89.9	77.3	87.1	85.8
EUR	39.1	33.4	31.4	46.4	36.9	31.4	31.5	26.1	25.4	34.5	34.4	33.9	41.2	33.1	27.1	41.8	20.9	25.3
JPY	19.0	23.0	21.6	20.1	29.9	23.9	24.2	18.0	21.6	15.8	14.9	19.3	15.4	20.4	22.1	26.3	45.5	28.9
GBP	12.9	11.8	12.8	14.3	11.1	12.8	11.5	10.2	13.1	12.6	13.5	12.8	6.0	8.7	12.6	9.6	8.6	11.7
CHF	6.4	5.2	4.8	6.2	4.1	3.5	4.0	4.0	4.3	7.2	6.7	6.3	3.9	2.6	2.1	6.5	4.0	1.9
CAD	5.3	4.6	5.1	5.2	4.6	6.3	5.5	5.3	4.9	5.5	4.5	4.3	6.6	4.0	5.2	2.9	3.4	5.5
AUD	7.6	8.6	6.9	7.5	9.6	8.7	6.1	7.3	5.8	8.0	8.2	5.8	13.2	11.1	8.6	7.4	8.2	7.7
SEK	2.2	1.8	2.2	1.3	1.3	2.0	1.8	1.7	1.9	3.2	2.4	2.5	1.6	1.6	1.1	1.4	0.6	2.1
CNY	0.9	2.2	4.0	0.5	1.7	4.1	3.0	4.1	4.0	0.4	1.8	3.6	0.2	0.9	3.2	2.4	5.1	7.0
その他	22.0	22.3	23.6	18.8	18.2	23.5	29.9	36.7	33.2	22.2	22.5	20.6	22.5	24.5	28.3	24.3	16.6	24.1

（出所）BIS（2010b）Table E. 1. 1～E. 1. 4, BIS（2013b）Table 2. 1～2. 12, BIS（2016b）Table 2-1～2-12より作成。

（注）合計200%。

87.6%を占め（合計は200%）、ほとんどの外為取引でドルが対価となっている（表2参照）。ドルのシェアは変動があるが、常に80%台後半を維持している。ドルに対し、取引量2位以降の通貨の状況は対照的であった。ユーロは2番目に取引高の多い通貨であるが、2016年に31.3%で、2010年のピーク（39%）からの減少傾向が続いている。次に取引量が多いのは円であるが、2013年に見られた急増から一転し、やや減少した⁽⁸⁾。

ドル、ユーロ、円、ポンド、豪ドル、加ドル、スイス・フラン、スウェーデン・クローネというこれまでのいわゆる主要通貨の占めるウェイトは170%（合計200%）と大半を占めるが次第に低下し、新興市場通貨が含まれるその他報告国通貨のシェアが増加している。商品別には、いわゆる主要通貨のウェイトはスポットと為替スワップで高く、アウトライイト・フォワードで低い。いわゆる主要通貨のウェイトは伝統的外為取引とスポットでは報告対象金融機関、その

他金融機関取引で高く、アウトライイト・フォワードではその他金融機関で高く、為替スワップでは全般的に高い。いわゆる主要通貨以外の通貨の中でも人民元の増加は顕著であり、2016年に4%と、2013年の2.2%からほぼ倍増した。人民元取引は、スポット取引（特に対報告対象金融機関）で顕著に増加した。人民元はメキシコ・ペソを抜いて新興市場通貨として2016年に首位に立ち、同時にスウェーデン・クローネを抜いて世界で8番目に取引される通貨となった。

通貨別に商品ごとのシェアを見ると（表2参照）、ドルとユーロは為替スワップでそれぞれ90.8%、33.9%とシェアが高い（合計200%）。ドルは2001年から低下傾向にあるが、引き続きほぼすべての為替スワップの取引が対ドル取引である。ユーロはほぼ同じ水準を保っている。スポットではユーロはこれまで外為取引全体と比較して5%ポイントほど高かったが、2016年は全体と同水準まで低下した。ユーロのシェ

(8) 円の減少は、日本銀行の金融緩和策に反応して2013年の取引高が高すぎたためであった。Garner, Nitschke and Xu (2016) pp. 65-66.

ア低下にはスポット取引における減少が大きな影響を与えた。一方、円はスポット取引でシェアが低下したが、スイス・フランとともに為替スワップでシェアは上昇した。また円対価為替スワップ取引の増加は、為替スワップ増加の要因とみられる⁽⁹⁾。円は為替オプションで大きくシェアが低下したが、ユーロを上回っている。人民元も同様に、商品の中で為替オプションのシェアが最も高い。

一方、2013年と比較した2016年の取引高変化率を見ると、主要通貨の取引高減少と人民元をはじめとする新興国通貨の増加が示される（表3参照）。商品別にみると、特にスポット取引でそれが強くみられた。

1.3 2016年外為取引高概況

これまで世界の外為取引は表1に示したように増加を続けてきた。BISによる3年ごとの外為取引高サーベイでは、2001年に初めて外為取引高減少が確認されたが、この減少はユーロ導入により欧州通貨同士の取引が減少したという特殊な要因による。外為取引高はその後増加を続けて2007年には71%増と急増し、2010年には20%増であったが1日平均取引高は約4兆ドルに達し、2013年にはさらに増加して5.3兆ドルに達した。

取引相手別では、かつては報告対象金融機関のシェアが圧倒的に大きく、1992年には69%であった。その後、報告対象金融機関のシェアは一貫して低下を続け、2016年の増加は初めてであった。一方、その他金融機関は1992年に12%のシェアしかなかったが増加を続け、2007年には2倍になって2007年の外為取引高急増に貢献した。さらに2010年にそのシェアは50.5%と、初めて報告対象金融機関のシェア

を抜いた。この増加はすべての商品で見られたが、特にスポットではその他金融機関の取引高増加は顕著で、2010年と2013年のスポット取引増加の要因となった。この増加の背景には、電子取引拡大による市場インフラの改善と参入障壁低下で新たな参入者が増加したことや、ヘッジファンドや機関投資家にとって独立した資産クラスとしての外為投資の魅力が増したことがあったとみられる⁽¹⁰⁾。

このように2016年の世界の外為取引高減少は、2013年まで続いたスポット取引とその他金融機関のシェア上昇といった要因が反転したことが主な要因であった。

2 市場活動の地理的シフト

グローバルな外為取引高は2016年に減少したが、国別に取引高をみると、外為取引上位市場のうちイギリス市場のシェア低下を伴っていた。Hutton and Kent (2016) はイギリス市場を中心とした2016年のBISサーベイの分析において、このような状況を市場活動の地理的シフトと呼んだ。これは、伝統的にロンドン市場にベースを置くヘッジファンドの活動の下落により引き起こされたものであった。しかしながら外為取引の上位市場への集中は続いており、イギリス市場から外為取引が流出してそれが継続するとはみられていない。2節では、イギリス市場の特徴と取引高減少につながった要因を探る。

2.1 外為取引市場の国別シェアの変化

これまで世界の外為取引高の中心はイギリスと米国で、両国合わせて56.5%（2016年）であった。国別にみると、最もシェアが高いのは

(9) BIS (2016a) p. 3.

(10) 斎藤 (2016年) p. 54.

表3 グローバル外為取引高：2016年、通貨別変化率（2013年に対する値、％）

	全外為 取引		スポット								非金融 顧客
			報告金 融機関	その他金融機関						分類不 能	
				その他 イン ターバ ンク参 加者	機関投 資家	ヘッジ ファン ド・ブ ロップ ファーム	公的金融機関	その他			
TOT	-5.2	-19.2	-10.4	-21.4	-30.0	8.8	-29.1	18.8	-19.0	-91.4	-37.5
USD	-4.6	-18.1	-9.1	-20.7	-28.8	14.6	-30.3	19.1	-18.9	-95.5	-35.1
EUR	-10.9	-31.1	-23.2	-33.2	-44.5	-3.4	-37.2	-17.2	-22.6	-89.3	-47.0
JPY	-11.0	-35.5	-22.7	-36.9	-48.8	-23.5	-35.4	121.3	-33.6	-83.3	-66.1
GBP	2.8	-6.9	3.1	-10.3	-8.5	11.9	-27.8	-16.4	0.4	-90.6	-21.6
CHF	-11.6	-32.1	-30.2	-32.2	-45.7	-10.7	-31.6	13.3	-34.1	-50.9	-40.7
CAD	6.7	11.8	19.9	12.3	2.9	64.7	-5.5	-16.3	25.0	-66.7	-26.8
AUD	-24.6	-27.1	-21.7	-26.7	-40.5	33.4	-45.6	-15.7	-34.6	-92.5	-53.5
SEK	19.1	24.6	12.4	30.5	-6.1	105.4	43.8	-0.3	27.9	-76.4	31.7
CNY	69.0	99.0	196.0	98.2	68.3	287.7	758.6	795.3	215.4	-98.7	1.0

	アウトライト・フォワード									
		報告金 融機関	その他金融機関							非金融 顧客
				その他 イン ターバ ンク参 加者	機関投 資家	ヘッジ ファン ド・ブ ロップ ファーム	公的金融機関	その他	分類不 能	
TOT	2.9	4.1	7.1	42.3	34.9	-28.6	85.9	-36.5	-91.6	-17.1
USD	2.1	5.2	5.4	50.3	31.6	-30.3	42.8	-37.1	-95.6	-18.9
EUR	-0.1	-11.4	9.6	20.7	66.5	-38.9	99.2	-39.4	-76.7	-18.1
JPY	23.1	59.6	15.0	89.6	2.9	-13.8	445.9	-31.4	-72.9	5.7
GBP	32.7	6.3	46.9	181.8	60.2	-22.7	188.2	-13.0	-92.1	8.9
CHF	10.7	13.0	12.8	75.5	17.0	-22.2	59.1	-13.5	-91.5	-7.7
CAD	-4.5	-29.9	10.9	-12.3	79.1	-35.9	35.0	-33.4	-84.0	-24.1
AUD	-17.7	-10.5	-16.5	30.9	31.4	-47.0	78.6	-61.5	-93.1	-31.4
SEK	13.3	-3.3	25.0	-0.7	78.7	11.8	93.4	-32.9	-96.9	-4.2
CNY	-0.4	-14.2	44.4	35.6	122.3	168.9	-22.1	-13.6	-97.3	-47.9

	為替スワップ									
		報告金 融機関		その他金融機関						非金融 顧客
				その他 イン ターバ ンク参 加者	機関投 資家	ヘッジ ファン ド・ブ ロップ ファーム	公的金融機関	その他	分類不 能	
TOT	6.8	11.0	2.7	-7.0	81.8	-36.8	35.8	-25.0	-56.6	2.9
USD	6.4	11.9	1.0	-8.3	87.4	-39.3	38.0	-28.3	-65.0	0.7
EUR	5.4	7.0	3.2	-13.0	92.2	-34.6	69.9	-36.8	9.3	9.8
JPY	38.0	49.7	37.3	24.7	105.7	-26.5	59.2	42.8	-17.5	-33.1
GBP	1.3	1.0	-1.4	-9.8	57.7	-19.9	22.8	-36.2	10.5	20.0
CHF	0.4	-6.8	5.8	-1.6	79.4	-28.7	-19.7	-20.4	-62.2	18.7
CAD	2.3	12.5	-5.1	-8.6	48.2	-37.8	-1.0	-38.8	-45.8	-4.8
AUD	-24.5	-19.1	-28.9	-34.6	11.4	-34.1	-35.0	-53.5	-85.3	-39.3
SEK	12.2	-1.7	16.5	-3.9	136.5	-42.7	-16.3	62.9	-90.1	52.1
CNY	115.5	119.8	128.7	133.8	531.7	183.1	182.9	-54.5	-99.6	-16.4

(出所) BIS (2013b) Table 2-1 ~ 2-4, Table 2-5 ~ 2-8. BIS (2016b) Table 2-1 ~ 2-4 より作成。

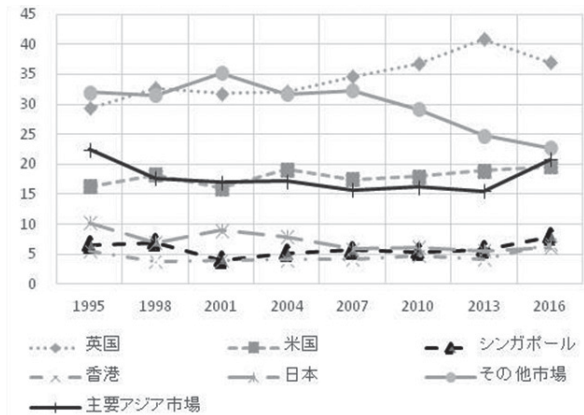


図6 各国市場別外為取引高シェア (%)

(出所) BIS (2010) Table 5, BIS (2013a) Table 6, BIS (2016b) Table 19 より作成。

(注) その他市場は英国, 米国, シンガポール, 香港, 日本以外の市場。主要アジア市場はシンガポール, 香港, 日本の合計。

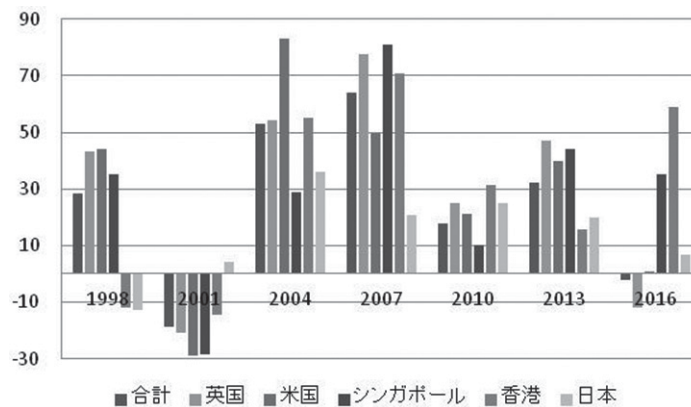


図7 グローバル外為取引高変化率 (%)

(出所) 図6 に同じ。

(注) 外為取引高にはスポット, アウトライイト・フォワード, 為替スワップ, 通貨スワップ, FX オプションを含む。

イギリスで, 36.9% を占める (図6 参照)。次いで米国で 19.5%, 7.9% シンガポール, 6.7% の香港, 6.1% の日本が続く。世界の外為取引高に占める上位5市場のシェアは2016年に77.2%で, そのシェアは上昇を続けている。

2013年から2016年にかけての各国市場のシェアの変化を見ると, 国別で最もシェアの高

いイギリスは, 2016年に11.7%減少した (図7 参照)。米国もマイナスにはならなかったが, 0.7%と低い増加率であった。一方, シンガポールは35%増, 香港は59%増と大きく増加した。日本は6.6%増にとどまったが, これら主要アジア3市場のシェアは2016年に20.8%と2013年の15.5%から大きく増加した。

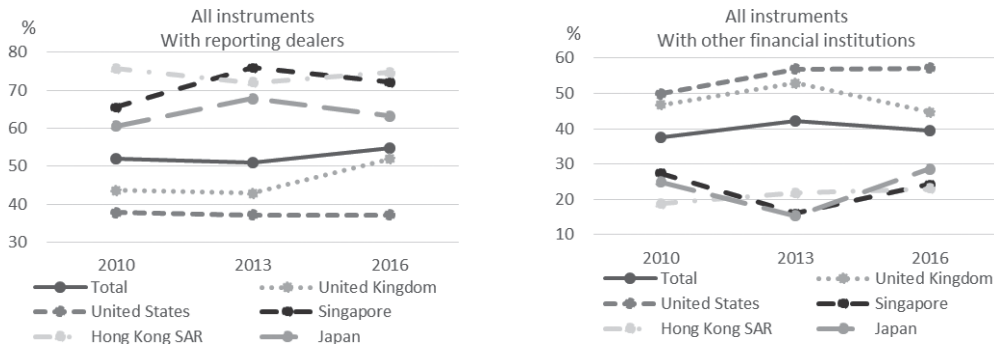


図8 外為取引高における取引相手別シェア：各国別（％）

（出所）BIS（2013b）Table 11, BIS（2016b）Table 11 より作成。

（注）報告ディーラー，その他金融機関，非金融顧客の合計が100％。

外為取引は近年，上位市場に集中する傾向が示されているが，2016年はこの傾向は持続しつつもイギリスのウェイトが低下した一方，シンガポールや香港といった主要なアジア市場で増加する傾向がみられる。以下ではこのような外為市場活動の地理的シフトの要因について探る。

2.2 イギリス市場のシェア低下の要因

外為取引最大のセンターであるイギリス市場の取引高減少と主要アジア市場の取引高増加は，Hutton and Kent（2016）によって市場活動の地理的なシフトと呼ばれた⁽¹¹⁾。その要因には市場参加者と通貨の構成変化があるとされた。具体的にはその他金融機関のシェア低下と新興市場通貨のシェア上昇である。この状況を詳細データで見る。

2016年のイギリス市場の外為取引高を取引相手別に見ると，減少したのはその他金融機関で，報告対象金融機関は増加した。もともとイ

ギリスとアメリカはその他金融機関のシェアが高く，シンガポール，香港，日本とは構成が違う（図8）。しかし2016年を見ると，イギリスではその他金融機関のシェアは低下し，報告対象金融機関に抜かれた。

イギリス市場の外為取引高を商品別にみると，その他金融機関のシェア減少が顕著だったのは取引高減少がみられたスポットで，特にヘッジファンド・プロップファーム⁽¹²⁾のシェアは3.1%へほぼ半減した。その他インターバンク参加者⁽¹³⁾もスポットでシェア低下が顕著であった。しかしその他金融機関の中でも保険会社や年金基金のような機関投資家は，どの商品でもシェアが拡大した。（表4参照）

このようにイギリス市場のシェア低下には，伝統的にロンドンにベースを置くスポット取引の減少や，ヘッジファンドとプロップファームの活動低下の影響があるとみられている⁽¹⁴⁾。ヘッジファンドの中でもHFT（高頻度取引）企業は電子取引システムや取引所のメインサー

(11) Hutton and Kent（2016）p. 225.

(12) プロップファームとは，高頻度取引業者のような Principal trading firm（PTFs）である。投資家から資金を預かって運用するのではなく，自己資金のみを運用する。Hutton and Kent（2016），p. 225.

(13) BIS サーベイの報告対象となっていない小銀行や地域銀行であり，ディーラーである大規模銀行の顧客として外為取引に参加する。BIS（2016a）p. 7.

(14) Hutton and Kent（2016）p. 232.

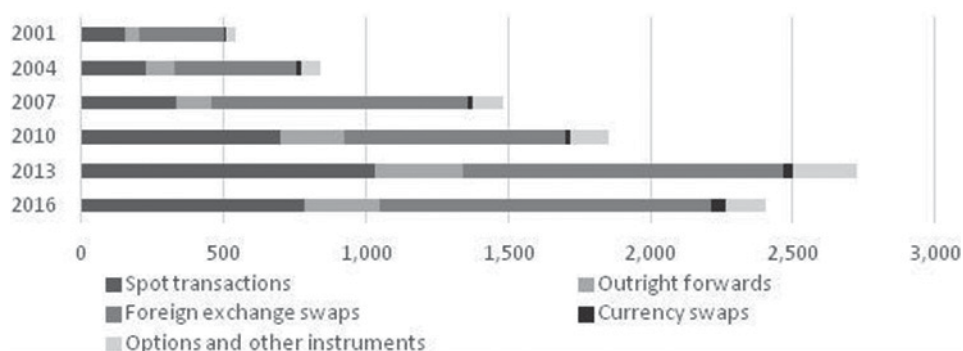


図9 商品別外為取引高：イギリス（1日平均，10億ドル）

（出所）Bank of England (2013b) Table1, Bank of England (2016b) Table 1 より作成。

表4 商品別取引相手別取引高：イギリス（10億ドル，%）

	スポット		アウトライイト フォワード		為替スワップ		外為取引高合計	
	2013	2016	2013	2016	2013	2016	2013	2016
合計（単位：10億ドル）	1,032	784	309	266	1,127	1,161	2,726	2,406
合計（%）	37.9	32.6	11.3	11.1	41.3	48.3	100.0	100.0
報告対象金融機関	14.1	14.2	4.2	5.0	21.1	29.5	42.9	51.9
その他金融機関	22.5	17.6	6.4	5.6	18.5	17.0	52.9	44.7
その他インターバンク 参加者	7.7	5.5	1.3	0.9	10.6	8.9	21.3	16.7
機関投資家	6.3	8.4	1.8	2.8	3.1	5.6	12.4	18.4
ヘッジファンドおよび プロップファーム	6.1	3.1	1.9	1.4	2.2	1.2	12.1	6.8
公的金融機関	0.1	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.6	1.1
その他	1.4	0.4	0.7	0.2	2.0	0.7	4.9	1.6
分類不能	0.9	0.0	0.5	0.0	0.2	0.0	1.6	0.0
非金融顧客	1.2	0.8	0.8	0.5	1.8	1.8	4.2	3.3

（出所）Bank of England (2013c), Bank of England (2016c) より作成。

（注）合計は各商品の取引相手別取引高の合計。スポット、アウトライイト・フォワード、為替スワップに加え、通貨スワップ、通貨オプションの合計が外為取引高合計（100%）。

バーが存在するロンドンやニューヨーク、シカゴを拠点とするものが多いとみられる⁽¹⁵⁾。しかし2016年にヘッジファンド・プロップファームの活動は、わずかなシェアであるがアジア金融センターへの移動がみられた⁽¹⁶⁾。図10に見られるように、2013年にアジア金融センターがヘッジファンド・プロップファームの

外為取引活動に占めるシェアは1%であったが、2016年は4%となった。

各国市場におけるヘッジファンド・プロップファームの外為取引高は、Moore, Schrimpf and Sushko (2016) によるとロンドン市場は半減、ニューヨーク市場は10%減に対し、香港は88%増、シンガポールは2倍以上増、東

(15) 回線速度の制約を極小化するためとされる。大河（2015年）p. 3.

(16) Moore, Schrimpf and Sushko (2016) p. 40.



図10 立地別ヘッジファンドとプロップファーム取引

(出所) Moore, Schrimpf and Sushko (2016) p.40, Graph 3 中央パネルを転載。

(元資料) Finance Managers, Hedge Fund Research, Markets Committee survey of trading platforms, 2016 BIS Triennial Central Bank Survey, authors' calculations.

表5 イギリス外為取引高：通貨別商品別 (%)

	合計			スポット			アウトライイト・ フォワード			為替スワップ			通貨スワップ			為替オプション		
	2010	2013	2016	2010	2013	2016	2010	2013	2016	2010	2013	2016	2010	2013	2016	2010	2013	2016
USD	84.7	87.9	89.1	78.3	83.6	83.9	84.4	86.2	85.7	91.7	92.5	93.8	92.8	94.6	95.1	77.5	86.9	82.9
EUR	44.3	37.0	36.8	50.9	40.3	35.0	33.6	31.1	30.4	41.1	38.0	40.0	46.9	43.0	40.1	45.9	24.4	31.0
JPY	18.5	23.0	19.3	19.9	29.1	24.2	30.0	21.1	23.0	12.1	13.4	14.1	15.5	19.6	23.0	28.3	46.0	25.7
GBP	17.8	15.6	16.6	18.0	13.5	14.7	16.1	14.1	15.4	19.7	19.1	18.0	7.9	12.7	19.7	10.8	10.2	16.2
CHF	5.9	4.9	5.0	7.2	4.1	3.5	4.3	3.6	4.5	5.1	6.0	6.6	4.4	2.9	2.8	7.1	5.2	1.5
CAD	4.4	3.6	4.0	4.4	3.9	5.8	5.1	4.1	3.3	4.5	3.3	3.1	4.9	3.1	1.1	2.0	3.1	4.8
AUD	6.3	7.9	5.9	6.7	9.3	8.3	4.6	7.0	5.2	6.7	7.2	4.6	10.0	7.4	3.0	5.1	6.5	5.6
SEK	1.9	1.7	2.2	1.3	1.2	2.0	1.7	1.6	1.5	2.7	2.4	2.5	1.6	1.2	0.7	1.1	0.3	2.6
CNY	0.4	0.8	1.6	0.2	0.5	2.2	1.4	2.0	2.6	...	0.4	0.9	0.1	0.2	0.4	1.7	3.0	2.8
その他	15.2	16.8	18.6	12.4	13.7	19.0	18.0	27.9	27.1	16.3	17.5	15.9	15.7	15.1	13.9	19.0	12.9	23.9

(出所) Broderick and Cox (2010) Table C, Bank of England (2013c), Bank of England (2016c) より作成。

(注) 合計 200%。

京は3倍になった。このようなヘッジファンド・プロップファームの活動の地理的な移動の要因の1つには、アジア金融センターにおけるアジア通貨の流動性増加があるとされる⁽¹⁷⁾。

イギリス市場における外為取引高を通貨別にみると、ドルやユーロといった主要通貨のシェアは減少し、新興市場通貨を含む主要通貨以外のシェアは増加した(表5)。主要通貨の中では、

とくに円や豪ドルのシェア低下が大きかった。主要通貨以外の中では、シェアが倍増した人民元に加え、韓国ウォンや香港ドル、シンガポール・ドルといったアジア通貨やトルコ・リラのシェアが上昇した。

グローバル市場における通貨内訳(表2)と比べると、イギリス市場では主要通貨のウェイトが低下したとはいえ、高い。市場関係者によ

(17) Moore, Schrimpf and Sushko (2016) p. 41.

表6 イギリス外為取引高：2016年，通貨別増減率（2013年に対する値，％）

UK	全外為 取引		スポット								非金融 顧客
			報告金 融機関		その他金融機関					分類不 能	
					その他 イン ターバ ンク参 加者	機関投 資家	ヘッジ ファン ド・ブ ロップ ファーム	公的金融機関	その他		
TOT	-11.7	-24.0	-11.4	-31.1	-36.4	17.1	-54.9	7.0	-74.1	-99.8	-38.6
USD	-10.6	-23.7	-10.6	-31.0	-36.1	23.9	-56.1	3.0	-74.8	-99.8	-41.4
EUR	-12.3	-34.1	-23.5	-41.0	-45.2	1.3	-60.9	-10.8	-77.7	-99.5	-41.2
JPY	-26.1	-37.0	-19.0	-45.7	-53.2	-23.5	-62.1	15.0	-74.0	-99.8	-59.5
GBP	-6.1	-17.2	-3.6	-25.0	-13.6	8.4	-60.2	-23.3	-69.0	-99.7	-12.4
CHF	-9.3	-33.7	-32.1	-33.3	-47.3	32.8	-47.8	44.2	-86.6	-100.0	-57.8
CAD	-0.5	11.9	22.2	6.4	-2.6	174.8	-40.2	-11.8	-64.9	-100.0	-13.1
AUD	-34.7	-32.6	-28.1	-33.7	-46.2	44.1	-70.7	-17.5	-70.4	-99.9	-65.2
SEK	17.7	31.0	10.9	48.5	-2.4	168.4	54.1	-63.2	-66.9	-100.0	30.7
BRL	-8.8	-15.2	5.1	-23.3	-20.5	-7.0	-82.4	652.9	21.9		-63.5
CNY	71.9	259.4	791.9	110.7	162.4	309.2	619.3	523.1	427.6	-100.0	-16.8
DKK	-3.6	1.9	-6.9	18.7	-14.5	169.5	30.4	277.8	-70.0	-100.0	8.6
HKD	11.7	-2.0	45.1	-35.3	25.1	28.1	5.6	-12.8	-74.6	-100.0	-31.1
HUF	-47.5	-60.7	-44.7	-75.9	-76.8	-93.9	-59.8	-57.1	-94.2	-100.0	-47.8
INR	18.2	64.5	59.6	67.5	20.5	68.2	-25.2	1278.3	100.0	-100.0	100.0
KRW	103.2	172.8	290.5	113.1	173.6	196.1	11.5	800.0	9.2		300.0
MXN	-17.4	-22.3	-20.8	-29.6	-55.6	175.1	-60.8	-53.7	-91.9	-100.0	119.7
NOK	-1.5	37.5	8.0	62.8	21.1	200.6	53.6	14.6	-83.7	-100.0	58.3
NZD	-2.3	9.8	4.8	16.4	-4.3	122.5	-38.1	38.9	-68.1	-100.0	-48.7
PLN	-15.1	-13.1	0.9	-26.3	-56.8	146.3	21.4	-71.9	-90.5	-99.2	18.0
RUB	-47.3	-46.8	-17.8	-60.0	-78.6	57.0	-36.4	420.0	-85.4	-100.0	-75.6
SGD	16.6	21.8	14.4	33.0	19.3	138.1	-50.2	-56.5	-68.1	-100.0	-72.5
TRY	9.8	7.0	22.3	-4.4	-37.7	218.1	43.7	-87.3	-46.5	-99.6	59.0
TWD	77.0	204.6	276.7	157.4	86.5	216.7	202.6	909.1	-91.7		800.0
ZAR	-23.3	-22.3	-13.3	-28.0	-50.6	33.8	5.1	-46.4	-92.2	-100.0	-38.0
OTH	1.8	54.9	66.8	51.0	88.7	98.7	91.3	94.4	-82.4	-99.4	-1.6
RES	20.7	29.8	19.9	41.4	13.5	105.7	2.8	-71.4	100.0	-100.0	-46.9

（出所）表5に同じ。

（注）OTHはOtherその他通貨で，BISサーベイ参加国通貨であるが，表に通貨名が載っていないもの，RESはResidualで，合計と表に載った通貨（その他通貨含む）の差。

ると，イギリス市場の取引高減少は，伝統的にロンドンに活動が集中していた主要通貨のこのような取引高減少によるとみられている⁽¹⁸⁾。

さらに商品別通貨別増減率（表6）をみると，スポット取引でヘッジファンド・ブロップファームの取引高が主要通貨から新興市場通貨にシフトした状況がみられる。

2.3 アジア太平洋市場における取引通貨の多様化

表3に示したように，グローバルな外為市場において2016年に大きく増加した通貨は人民元，台湾ドル，韓国ウォン，シンガポール・ドル，スウェーデン・クローネ，香港ドルであった。以下ではこれら増加した通貨のうち，アジア新興国通貨取引のシェアがアジア太平洋市場

(18) Hutton and Kent (2016) p. 227.

表7 世界の人民元取引市場別内訳

	CNY 取引高順位		CNY 取引高 (1 日平均, 100 万ドル)		増加率 (% 2013 年から 2016 年)	全 CNY 取引に占めるシェア (%)		市場がグローバル外 為取引高に占める シェア (%)	
	2013	2016	2013	2016		2013	2016	2013	2016
Total			147,570	255,177	72.9	100.0	100.0	100.0	100.0
Hong Kong SAR	1	1	49,471	77,092	55.8	33.5	30.2	4.1	6.7
China	2	2	33,519	55,353	65.1	22.7	21.7	0.7	1.1
Singapore	4	3	23,863	42,535	78.2	16.2	16.7	5.7	7.9
United Kingdom	3	4	24,279	39,154	61.3	16.5	15.3	40.9	36.9
United States	5	5	8,620	24,242	181.2	5.8	9.5	18.9	19.5
Chinese Taipei	6	6	2,573	3,986	54.9	1.7	1.6	0.4	0.4
Japan	9	7	676	2,819	317.0	0.5	1.1	5.6	6.1
Korea	14	8	199	2,639	1,225.2	0.1	1.0	0.7	0.7
Australia	8	9	924	2,160	133.7	0.6	0.8	2.7	1.9
Germany	10	10	493	1,578	220.0	0.3	0.6	1.7	1.8

(出所) BIS (3013b) Table 6-1 ~ 6-4, BIS (2016b) Table 6-1 ~ 6-4 より作成。

で上昇したことを示す。

まず人民元取引を市場別にみると、引き続き香港が最も人民元取引高が多い市場であるが、2016 年は香港市場に集中したのではなく、地域的な多様化がみられた (表7 参照)。市場別でイギリス市場の人民元取引のシェアは低下し、シンガポールに抜かれた。米国や台湾、日本、韓国、豪州、ドイツといったその他市場は、人民元取引に占めるシェアは合計で 10 数%と小さな値からではあるが、台湾を除き顕著に増加した。

市場をアジア太平洋市場、欧米市場に分けて通貨ごとに取引高のシェアの変化 (2013 年から 2016 年) を見ると⁽¹⁹⁾、アジア太平洋地域市

場において多くの通貨でシェアが上昇している。特に顕著であったのは、ドル、円、豪ドル⁽²⁰⁾、インド・ルピー、シンガポール・ドル、台湾ドルであった (図 11-1, 図 11-2 参照)。中でも大きく増加したのは円、シンガポール・ドル、ドルであった。アジア太平洋の新興市場通貨はドル対価取引が中心である。人民元の取引相手通貨を見ると、香港であってのもっぱらドルである⁽²¹⁾。このため、これら通貨との取引増加はアジア太平洋市場でのドル取引増加の一因とみることができる。

このようにアジア太平洋市場で多くの通貨の流動性が上昇したことが、地理的シフトの背景にあった。

(19) 市場別の集計は、通貨ごとに取引高上位 10 市場をアジア太平洋市場と欧米市場に分類して集計した。そのため通貨ごとに含まれる市場は異なる。アジア太平洋市場には、日本、シンガポール、香港を中心に中東を含むアジア諸国と豪州。欧米市場にはイギリス、米国、欧州諸国、カナダを含む。ブラジルやメキシコ、トルコ、南アフリカ共和国、イスラエルはどちらにも含めなかったため、それら 4 カ国の通貨の両市場合わせた合計値が低くなっている。

(20) 豪ドル取引はシンガポール、香港で増加したがイギリスで低下した。豪ドルは人民元の代理として取引されていたが、人民元がより自由に取引できるようになったため、豪ドルの取引高水準はより自然な水準に戻った Hutton and Kent (2016) p. 228.

(21) The Banking Supervision Department of Hong Kong Monetary Authority (2016) Table 4 によると、2013 年も 2016 年も 99%。

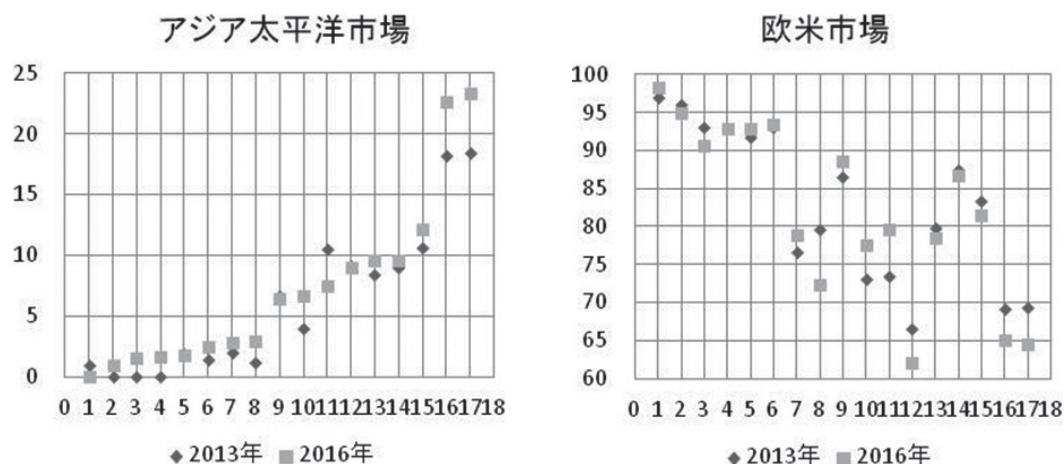


図 11-1 市場別通貨取引高シェア (%)

(出所) BIS (3013b) Table 6-1 ~ 6-4, BIS (2016b) Table 6-1 ~ 6-4 より作成。

(注) 1 : RUB, 2 : HUF, 3 : PLN, 4 : DKK, 5 : SEK, 6 : NOK, 7 : MXN, 8 : BRL, 9 : CHF, 10 : TRY, 11 : RES, 12 : ZAR, 13 : EUR, 14 : CAD, 15 : GBP, 16 : Total, 17 : USD

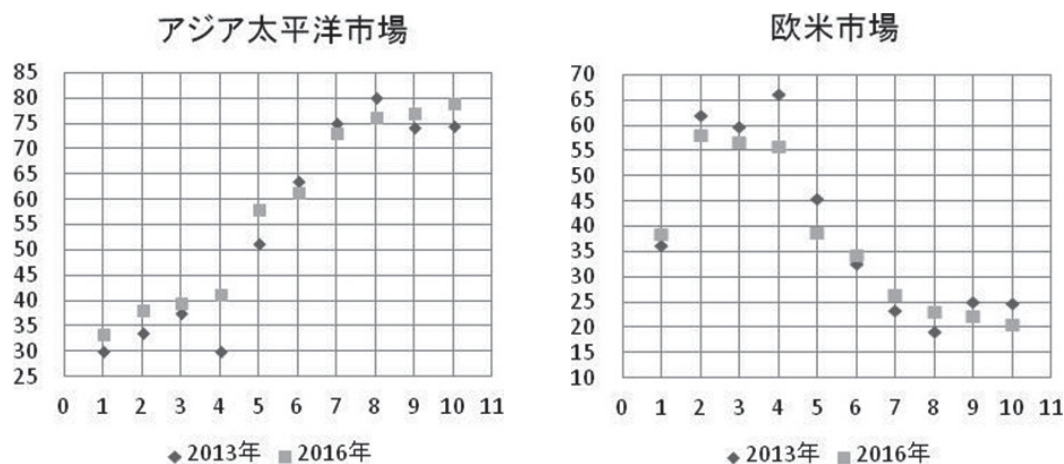


図 11-2 市場別通貨取引高シェア (%)

(出所) 図 11-1 に同じ。

(注) 1 : Other, 2 : AUD, 3 : NZD, 4 : JPY, 5 : SGD, 6 : HKD, 7 : CNY, 8 : KRW, 9 : INR, 10 : TWD

3 ヘッジファンドと機関投資家の対照性

前節でみたように、2001 年以降初めて 2016 年は外為取引高が減少した。総取引高減少には、市場参加者の構造が変化し、よりレバレッジが少なくリスクを避ける参加者へとシフトしたことが影響を与えた。このことについて、以

下ではその他金融機関をより詳細に分類した取引高データを用いて検証する。さらにそれをもたらしした要因を述べる。

3.1 外為取引高：ヘッジファンドのシェア低下と機関投資家のシェア増大

その他金融機関の内訳をみると、その他イン

表8 その他金融機関取引高：4月中1営業日平均（10億ドル）

	総計		スポット		アウトライト・ フォワード		為替スワップ		通貨スワップ		FX オプション	
	2013	2016	2013	2016	2013	2016	2013	2016	2013	2016	2013	2016
その他インターバンク 参加者	1,277.8	1,113.5	505.5	353.6	95.4	135.7	606.2	563.8	8.0	18.0	62.7	42.3
機関投資家	602.7	797.7	267.1	290.5	126.8	171.1	152.9	277.9	1.7	6.3	54.3	51.9
ヘッジファンド・ PTFs	575.6	389.3	282.5	200.3	115.4	82.4	104.3	66.0	4.0	8.9	69.4	31.7
公的金融機関	53.0	73.6	11.7	13.9	7.6	14.2	31.4	42.7	0.7	1.5	1.6	1.3
その他	243.7	182.4	84.5	68.4	41.0	26.0	95.9	71.9	4.4	2.6	17.9	13.4
分類不能	56.6	7.9	31.4	2.7	15.9	1.3	8.7	3.8	0.0	0.1	0.6	0.1

（出所）BIS（2013b）Table 1-1, BIS（2016b）Table 1-1 より作成。

ターバンク参加者が最も多く、機関投資家、ヘッジファンド・プロップファームと続く（表8参照）。2013年と比較すると、その他インターバンク参加者とヘッジファンド・プロップファームの取引高減少と機関投資家の取引高増加が顕著であった。商品別にみると、その他インターバンク参加者とヘッジファンドの取引高減少はスポット取引で顕著で、機関投資家の取引高増加は為替スワップで顕著であった。

ヘッジファンドなど高レバレッジプレーヤーや高頻度取引（HFT）企業のシェア低下は、HFT取引が行われるスポットや為替オプション取引の大幅な減少につながった⁽²²⁾。2013年のBISサーベイではヘッジファンドなど、ディーラー以外の参加者の重要性が増したことが注目された。しかし2016年にはヘッジファンドと自己勘定トレーダーによるグローバル外

為市場での活動は、2013年より30%以上減少し、総外為取引高減少の要因の1つとなった⁽²³⁾。一方、長期投資を行う機関投資家は、リスクヘッジのため外為市場を使う傾向があり、為替スワップ取引が用いられる⁽²⁴⁾。

さらに通貨の増減率でみると（表3）、ヘッジファンド・プロップファームのスポット取引で大きく減少したのは豪ドルやユーロ、円、スイス・フラン、ドルであった。一方、人民元取引が顕著に増加した。為替スワップでは、ヘッジファンド・プロップファームはドルやユーロといった主要通貨はすべて減少したが、人民元や韓国ウォン、シンガポール・ドル、香港ドルは増加した⁽²⁵⁾。機関投資家は為替スワップでは人民元、シンガポール・ドル、スウェーデン・クローネ、ルーブルなどの増加率が高い。為替スワップでは、人民元取引はほぼすべての取引

⁽²²⁾ HFT企業は、為替、金利、株式などへの投資において、アルゴリズムを駆使し、高速・高頻度の自動売買を繰り返し収益を得るヘッジファンドである。大河（2015年）p. 3。HFT企業は、標準化されており、最も流動性が高い商品であるスポット取引に焦点を当てる傾向がある。Moore, Schrimpf and Sushko（2016）p.41.

⁽²³⁾ Callaghan（2017）pp. 5-6.

⁽²⁴⁾ Moore, Schrimpf and Sushko（2016）p. 37.

⁽²⁵⁾ 加えて円オプション取引がほぼ半減したことには、ヘッジファンドの活動が影響を与えた。日銀の金融緩和策に対応して、ヘッジファンドなどによる円オプション取引の急増が見られた2013年の反動とみられる。BIS（2016a）p. 6.

相手別にみて大きく増加したが、最大の増加率は機関投資家であった。

このように取引相手別取引高の顕著な特徴として、機関投資家のようなリスクを避ける市場参加者の取引高の上昇を指摘できる。対照的に、ヘッジファンド・プロップファームといったレバレッジをかけ、リスクを志向する参加者の活動は縮小した。次節ではその理由を説明する。

3.2 ヘッジファンドの取引高はなぜ減少したのか

ヘッジファンドの為替取引減少につながった要因については、Hutton and Kent (2016) をはじめとして大きく 5 点ほどの説明を見いだせる。

第 1 に、2013 年に引き続き 2016 年もキャリートレードがうまく成果を上げなかったことがある。為替ボラティリティの低下に加え、キャリートレードでのスイス・フランのような資金調達通貨の騰貴と投資通貨である豪ドルのような高金利通貨やメキシコ・ペソといった新興市場通貨の為替レート下落がある⁽²⁶⁾。

第 2 に、2015 年初めからのドルレートの安定も G10 通貨ペア以外、特に新興市場通貨ペアに向けたシフトを引き起こした⁽²⁷⁾。為替相場のボラティリティに利潤動機を見出すヘッジ

ファンドにとって、基軸通貨の安定は地理的シフトにつながる要因だったのである。

第 3 に、主に巨大機関投資家からの資産が顕著に流出したことがある。ヘッジファンドの管理下にある資産の減少は、ヘッジファンドのリスク志向に負の影響を与えたとみられる⁽²⁸⁾。

第 4 にそして非常に重要な変化として、グローバル金融危機以降に強化された各種金融規制がある。銀行の健全性規制（バーゼル規制）が強化されたバーゼルⅢでは、レバレッジ比率規制や自己資本比率が強化され、銀行のリスクテイクに関する規制強化につながった。これらに加えて米国のボルカー・ルールを受け、大手銀行をはじめとする大手ディーラーがマーケットメイキングを縮小させたとみられる⁽²⁹⁾。この結果、レバレッジをかけた借入れはヘッジファンドにとってより難しくなったとみられる⁽³⁰⁾。プライムブローカレッジを提供する銀行は資本要求を引き上げ、より厳しい承認手続きを導入し、手数料を引き上げたため、ヘッジファンド等の取引減少につながったとされる⁽³¹⁾。

第 5 に、特殊的な要因として、レバレッジをかけた市場参加者を減少させたケースには、ロンドン外国為替市場での指標価格の不正操作⁽³²⁾や 2015 年 1 月のスイス・フラン急騰⁽³³⁾が

⁽²⁶⁾ Moore, Schrimpf and Sushko (2016) p. 40.

⁽²⁷⁾ Hutton and Kent (2016) p. 229.

⁽²⁸⁾ あるヘッジファンド管理下にある資産は 12 カ月の間に 50 億ドルから 10 億ドルに減少したとされる。Hutton and Kent (2016) p. 229.

⁽²⁹⁾ Callaghan (2017) p. 4.

⁽³⁰⁾ Callaghan (2017) pp. 5-6.

⁽³¹⁾ Moore, Schrimpf and Sushko (2016) p. 40.

⁽³²⁾ 2013 年 6 月にロンドン外国為替市場で指標価格の不正操作スキャンダルが発覚した。結果として、複数の銀行が巨額の罰金を科され、数十人から数百人のトレーダーが職務停止や解雇に追い込まれた。2014 年 11 月 12 日付日本経済新聞「英米スイス当局、外為不正で 6 行に罰金 合計 5000 億円」、植前、大川、井上 (2015 年) p. 1.

⁽³³⁾ 2011 年 9 月にスイス中央銀行が導入した最低為替レートの 1 EUR = 1.20CHF を、2015 年 1 月 15 日に一方的に停止したことによる。

あった⁽³⁴⁾。このリスク回避の高まりでヘッジファンドに加えて銀行も国際活動を縮小する兆しが一段と高まった⁽³⁵⁾。

おわりに

本稿では外為取引高について BIS サーベイをもとに、近年の変化を取り上げた。2016 年は世界の外為取引において 2001 年以降、初めて取引高が減少した。本稿では、BIS サーベイを元に取引商品別・取引相手別などの分析による伝統的な外為市場活動の分析に加えて、外為取引活動の地理的シフトという視角からアプローチすることで、この問題に取り組んだ。

これまで世界の外為取引高で首位にあったイギリス市場のシェアが 2001 年以來初めて低下した。これは商品別ではスポット取引、取引相手別ではその他金融機関のシェア低下、通貨別には新興市場通貨のシェア上昇を伴った。そのようなイギリス市場のシェア低下に大きな影響を与えたのは、主にスポットで取引するヘッジファンドの活動の縮小であった。為替ボラティリティの低下、リーマンショックに始まったグローバル金融危機の後に徐々に強化された金融規制の効果、さらに特殊要因がロンドン市場におけるヘッジファンドの活動を縮小させた。またその活動の一部は、流動性が上昇したアジア市場へ移転したと見られる。こうしたヘッジファンドを取り巻く環境の変化がヘッジファンドの活動低下につながり、外為取引高の減少と地理的シフトをもたらしたのであった。

このような地理的シフトが定着し、外為取引

におけるロンドン市場の更なる地位の低下につながるかどうかは、現時点では断定することはできない。地理的シフトをもたらした要因が多様であり、長期的な効果をもたらすものもあれば短期的と判断される要因も影響したからである。さらに Brexit がどのように進むかも、今後のロンドン市場の展開を左右する。本稿第 3 節は紙数の関係もあり、地理的シフトの観点から要因を指摘したにとどまる。2019 年の BIS サーベイの分析を含めて、別稿でさらに掘り下げたい。

参考文献

- Bech, Morten and Jhuvesh Sobrun (2013) FX market trends before, between and beyond Triennial Surveys. BIS Quarterly Review, December 2013
- Bank for International Settlements (2002) Triennial Central Bank Survey March 2002 Foreign exchange and derivatives market activity in 2001
- Bank for International Settlements (2004) Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004. Preliminary global results. September 2004.
- Bank for International Settlements (2005) Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2004. March 2005.
- Bank for International Settlements (2007a) Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007. Preliminary global results. September 2007.
- Bank for International Settlements (2007b) Triennial Central Bank Survey December 2007 Foreign exchange and derivatives market activity in

⁽³⁴⁾ Moore, Schrimpf and Sushko (2016) p. 38.

⁽³⁵⁾ 業界分析会社コアリションによると、外為取引を行う欧州の上位 10 銀行が雇用するトレーダーの数は過去 3 年間に 30% 減少し、為替トレーディングデスクの従業員は 332 人で、2012 年の 475 人から 30% 減少した。このうち最前線のポストの圧倒的多数はロンドンに置かれている。2016 年 2 月 12 日ロイター「アングル：しばむ世界の外為市場、取引高も人員も縮小進む」。

- 2007
- Bank for International Settlements (2010a) Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010. Preliminary results. September 2010.
- Bank for International Settlements (2010b) Triennial Central Bank Survey Report on global foreign exchange market activity in 2010
- Bank for International Settlements (2013a) Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results. September 2013
- Bank for International Settlements (2013b) Triennial Central Bank Survey. Global foreign exchange market turnover in 2013. December 2013.
- Bank for International Settlements, (2016a) Triennial Central Bank Survey. Global foreign exchange market turnover in 2016. September 2016
- Bank for International Settlements (2016b) Triennial Central Bank Survey. Global foreign exchange market turnover in 2016. Tables revised on 11 December 2016.
- Bank of England (2013a) News Release 5 September 2013 BIS triennial survey of foreign exchange and over-the-counter interest rate derivatives markets in April 2013 – UK data
- Bank of England (2013b) BIS triennial survey of foreign exchange and over-the-counter interest rate derivatives markets in April 2013 UK data results summary
- Bank of England (2013c) Breakdown of the 2013 BIS triennial survey for the UK
- Bank of England (2016a) News Release 1 September 2016, BIS triennial survey of foreign exchange and over-the-counter interest rate derivatives markets in April 2016 – UK data
- Bank of England (2016b) BIS triennial survey of foreign exchange and over-the-counter interest rate derivatives markets in April 2016 UK data results summary
- Bank of England (2016c) Breakdown of the 2016 BIS triennial survey for the UK
- Banking Supervision Department of Hong Kong Monetary Authority (2016) The foreign exchange and derivatives markets in Hong Kong. Hong Kong Monetary Authority Quarterly Bulletin December 2016
- Bech, M (2012) FX volume during the financial crisis and now, BIS Quarterly Review, March.
- Bech, M and J Sobrun (2013) FX market trends before, between and beyond Triennial Surveys, BIS Quarterly Review, December.
- Broderick, Tristan and Chris Cox (2010) The foreign exchange and over-the-counter interest rate derivatives markets in the United Kingdom. Bank of England Quarterly Bulletin 2010 Q4.
- Brooks M, C Deans, P Wallis, B Watson and M Wyrzykowski (2013) , Developments in Foreign Exchange and OTC Derivatives Markets, The Reserve Bank Australian Bulletin, December.
- Callaghan, Michael (2017) The New Zealand dollar in global markets. Reserve Bank of New Zealand Bulletin Vol.80, No.9 November 2017
- European Central Bank (2015) Review of the international role of euro
- European Central Bank (2016) Review of the international role of euro
- European Central Bank (2017) Review of the international role of euro
- Garner, Megan and Anna Nitschke and David Xu (2016) Developments in Foreign Exchange and OTC Derivatives Markets. The Reserve Bank Australian Bulletin, December, 2016
- Hutton, Alexander and Edward Kent (2016) The foreign exchange and over-the-counter interest rate derivatives market in the United Kingdom. BOE Quarterly Bulletin 2016 Q4
- Mehl, Arnaud (2017) The euro and the geography of the foreign exchange market. in ECB (2017) Review of the international role of euro
- Moore, Michael and Andreas Schrimpf and Vladyslav Sushko (2016) Downsized FX markets: causes and implications. BIS Quarterly Review December 2016 Special Features
- Rime, Dagfinn and Andreas Schrimpf (2013) The anatomy of the global FX market through the

- lens of the 2013 Triennial Survey. BIS Quarterly Review, December 2013
- 荒井史彦, 眞壁祥史, 大河原康典, 長野哲平 (2016 年) 「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』日本銀行
- 植前理紗, 大川理沙, 井上広隆 (2015 年) 「外国市場の信頼性向上に向けたイニシアチブ」『日銀レビュー』日本銀行
- 王悠介, 高田良博, 菅山靖史 (2014 年) 「最近の外国為替市場の構造変化」『日銀レビュー』日本銀行
- 大河理沙 (2015 年) 「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』日本銀行
- 斎藤智美 (2016 年) 「欧州ソブリン危機時のユーロ外為取引」『名城論叢』(名城大学経済・経営学会) 第 17 巻第 2 号
- 古賀麻衣子, 竹内淳 (2013 年) 「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』日本銀行
- 日本銀行 (2013 年) 「外国為替およびデリバティブ取引に関する中央銀行サーベイ 2013 年 4 月中 1 日平均取引高」
- 日本銀行 (2016 年) 「外国為替およびデリバティブ取引に関する中央銀行サーベイ 2016 年 4 月中 1 日平均取引高」
- 2016 年 2 月 12 日ロイター「アンゲル: しほむ世界の外為市場, 取引高も人員も縮小進む」