

# 売買データから見える為替市場の特性

## 目次

- I. はじめに
- II. 売買データに関する研究の振り返り
- III. 売買データと為替市場の関係性
- IV. 売買データを活用した為替取引戦略
- V. 総括

三菱UFJ トラスト投資工学研究所 上席研究員

佐藤 賢一

三菱UFJ トラスト投資工学研究所 主任研究員

須田真太郎

## I. はじめに

為替の変動要因やその予測についてはこれまでさまざまな研究成果が報告されている。その流れの中で、近年、売買データを活用した研究がアカデミック分野で注目を集めている。このようなデータが利用できるようになってきたことで、株式市場や債券市場と異なり主たるマーケットが存在しない為替市場についても、それに参画する投資家の行動を観察・分析できるようになってきたことが背景と考えられる。また昨今、世界的な金利上昇を受けて相対的に低金利が続いている日本において歴史的な円安が進んでいる。それに伴って政府による為替介入の実施もあり、円相場は乱高下が激しい。そのような状況下において国内投資家の為替に対する注目は高く、ファンダメンタルズだけでなく売買データから見える投資家行動に関する分析は意義深いものと考えている。

本稿では、どのような取引主体の投資行動が為替レートの動きと相関が高いのか、相対的に先行性のある売買フローはどの取引主体によるものかなどを実証分析により示し、その背後にある投資家行動の仮説について議論を行いたい。

## II. 売買データに関する研究の振り返り

為替は株式や債券と比較して、特に予測が難しいと言われることがある。それを裏付ける研究として、「名目為替レートは概ねランダムウォークしている」という1980年代に Meese と Rogoff が発表した先駆的な研究結果 (Meese and Rogoff (1983)) は有名である。実際に多くの研究者が為替予測に関する実証研究を行ったものの、彼らの結論が覆されることはなかった。しかし2000年代に入り、一部のマーケット参加者が知りうる非公開情報を用いた予測可能性に関する研究が進展し、その流れの一つに Evans と Lyons が先駆けとなっ

たオーダーフローを活用した研究がある。オーダーフローとは市場参加者の買い注文と売り注文を集約したデータである。これを用いて、例えば銀行同士が為替の売買を行う対インターバンク市場オーダーフローには予測力がそれほどないが、銀行など為替ブローカーと個人や一般企業、機関投資家が取引を行う対顧客市場での取引の中には為替の予測力をもつ投資家のオーダーフローがある、という研究事例が示されるようになった(Evans and Lyons (2005)、Osler and Vandroych (2009))。

為替市場には主たる取引所が存在しないため、投資家は相対取引の相手方となる為替ブローカーに注文を出しマーケットメイクしてもらい取引を行っている。そのため、先行研究において、どのブローカーの売買データを利用するかで得られる結果に違いが観察されていたように思う。そのような中で、為替の決済サービスを提供する CLS 社が彼らの決済業務から得られる売買情報を集計し、CLSMarketData として提供し始めた。同データについては後段のⅢ章で詳しく触れるが、為替市場に占める決済量が多く、また取引主体ごとに売買フローを観察することができる点が特徴である。ドル円市場を対象とした研究事例に棚瀬(2023)があり、この論文では売買データをめぐる先行研究のサーベイ、CLS 社のデータと国際収支統計、および為替レートとの関係を丁寧に論じている。一方でこの研究はドル円の売買データのみを対象としているため、本稿ではそれ以外の主要先進国通貨まで拡張し、また運用実務を遂行する上で売買データがどのような付加価値をもたらす可能性があるのか、実証分析の結果を交えて議論をしていきたい。

### Ⅲ. 売買データと為替市場の関係性

#### 1. CLSMarketData について

為替取引に関する情報ソースは様々存在するが、本稿では前述の CLSMarketData を活用した為替市場の分析事例を示す。CLS 社は、外国為替の決済に関わるリスクを削減するための為替決済システムを提供する主体であり、世界の主要な民間銀行を主な出資者として設立された<sup>1</sup>。同社は、為替決済システムを通じて収集した取引情報をもとに、為替売買のボリュームや売買フローを計算し、それらの決済情報を集計したデータへのアクセスを顧客に有償で提供している。本稿では、CLSMarketData のフローデータ(日次の集計値)を利用し、為替市場を分析する。

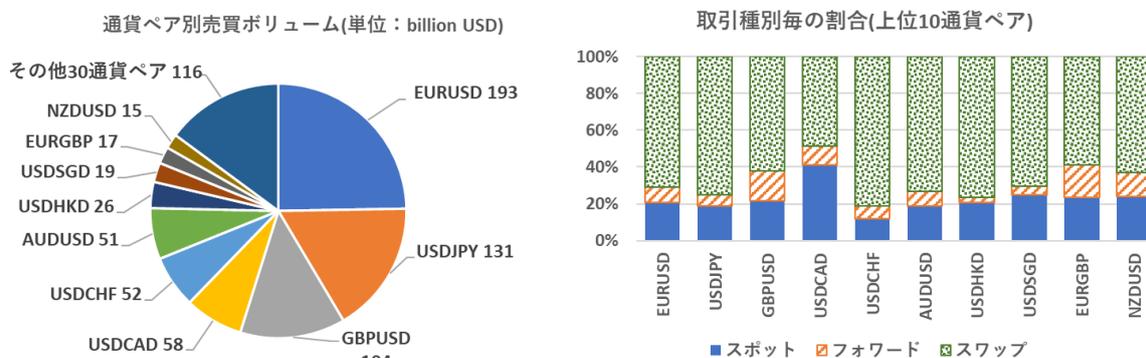
為替取引に関する情報として、BIS(Bank for International Settlements)の Triennial Central Bank Survey や米商品先物取引委員会(CFTC)が発表する IMM 通貨先物の非商業

<sup>1</sup> 外国為替決済が時差の異なる2か国で別々に行われることにより、外為取引を行った一方の当事者が受渡通貨を支払ったにもかかわらず、買入通貨を受け取れないというリスクが存在する(「ヘルシュタット・リスク」と呼ばれている)。CLS 社は、このようなリスクを低減することを目的に設立され、2002年9月よりサービスを提供している。CLS 決済や外為取引に関わるリスクの詳細は中島(2016)を参照。

部門データが、多くの市場関係者に利用されている。BISのサーベイは3年毎に公表され、信頼性が高い情報といわれているが、データ公表の頻度が低いため、為替市場の日々の動きを分析するには利用しにくい。IMM 通貨先物ポジションは、週次で公表され、マーケットニュース等でも取り上げられる注目度の高い情報である。ただし、為替市場は殆どが相対取引と言われており、当該データがカバーする先物取引は為替取引のごく一部にすぎないこと、先物ポジションの直近値を入手できるのは約1週間後であり、タイムリーさに欠けるなどの課題がある。これに対して、CLSMarkeDataは、為替のスポット取引、フォワード取引、スワップ取引など CLS 決済を通じて得られる幅広い取引情報をもとに作成されていること、日次で集計されたデータが、翌営業日の夕方には取得できること<sup>2</sup>など、為替相場の動向分析に適した特性を有する。

取引のカバレッジに関して、BIS(2022)によると2022年4月のCLS決済が対象とする通貨の1日平均取引量全体では約4.46兆米ドルあり、その内実際にCLS決済を通じた取引は2.27兆米ドルである。約半分がCLS決済を通じて取引されている事となる。図表1左側は、CLSMarkeDataに収録されている40通貨ペア(18通貨)の取引の内、上位10通貨ペアの一日あたりの平均売買ボリューム(2023年度)を示している。上位10通貨ペアで売買ボリューム全体の8割以上を占め、EURUSD、USDJPY、GBPUSD、USDCADの順にボリュームが大きいことなど、ボリュームの相対的な水準はBIS(2022)のサーベイに近い。

図表1：通貨ペア別売買ボリューム



出所：CLSMarkeDataより三菱UFJトラスト投資工学研究所作成。2023年度の1日あたり平均値。

また、CLSMarkeDataには為替スポット取引、為替アウトライトフォワード取引、為替スワップ取引などの取引種別毎に売買フローデータが収録されている。図1右側は、上位10通貨ペアについて、取引種別毎の売買ボリューム相対比率を示しており、主要通貨ペアについてはスワップ取引の比率が大きいことが分かる。図表2は、ドル円を対象に取引種別毎の売買ボリュームの相対比率を示しているが、スポットが18.9%、フォワードが5.7%、スワップが75.3%となっており、BIS(2022)のサーベイ(スポットが37.2%、フォワードが15.5%、

<sup>2</sup> 正確にはロンドン時間の前日午後10時から当日午後10時までの取引に関するデータが翌日の9:15に公表される。

スワップが 47.2%)と比較するとスワップの比率が高い。CLS 社によると、スポットとフォワードの取引データから、取引時刻や取引金額などをもとに(スポットとフォワードの組み合わせである)スワップを特定しているとのことである。このように取引種別を明確に分類するのは難しい面もあるため、BIS サーベイとのズレが生じたものと考えられる。このようなデータ集計方法の影響はあるものの、通貨ペアの売買ボリュームの相対感は概ね BIS サーベイと同じであり、全体として CLSMarketData が為替市場の取引を大きな偏り無く反映していると考えて問題ないだろう。

図表 2 : ドル円の取引種別毎の売買ボリューム比率



出所：CLSMarketData より三菱 UFJ トラスト投資工学研究所作成。2023 年度の 1 日あたり平均値。

ここまでは為替の売りと買いを区別なく集計したグロスのボリュームデータを示したが、CLSMarketData は為替の買いフローと売りフローを別のデータ系列として提供している。例えばドル円については、ドル買い(円売り)のフロー、円買い(ドル売り)のフローを別々に取得することができ、為替の取引ボリュームのみが報告されている BIS Triennial Central Bank Survey には無い特徴と言える。また CLS 社では、独自のアルゴリズムを利用して、同社決済システムの参加者を SellSide(マーケットメイカー)と BuySide (プライステイカー)に分類している。これにより、相対取引が主である為替市場において BuySide の取引に着目し取引データを集計することで、市場全体の売買フロー(ドル買い(円売り)とドル売り(円買い))をそれぞれ把握することが可能となる。

CLS 社は取引主体を二つの方法で分類しており、一つは前述の SellSide と BuySide という分類方法で、もう一つは、取引主体を Bank、Fund、Non-bank financial(NBFI)、Corporate に分類する方法である。Fund は年金基金などのアセットオーナーや投資信託などのアセットマネージャーを含み、NBFI には生損保、証券会社、カード会社など、Corporate には事業法人が含まれる。この分類に基づき、SellSide と BuySide の間の売買フローデータに加えて、Fund/NBFI/Corporate それぞれの対 Bank の売買フローデータも提供している。

前述の独自アルゴリズムでは、Fund/NBFI/Corporate の多くは BuySide に分類されるとのことだが、二つの分類方法は独立したものであるため、厳密には BuySide と Fund/NBFI/Corporate の間に包含関係はない。図表 3 は、取引主体別の売買ボリューム(買いフローと売りフローの合計、ドル円の 2023 年度 1 日あたり平均)を示している。BuySide と

SellSide の間の売買ボリュームと比較して、Bank と Fund/NBFI/Corporate の間の売買ボリュームが相対的に小さいことが分かる。前述のとおり BuySide と SellSide の分類は売買データをもとに推定されたもので、Fund/NBFI/Corporate のように明確な属性情報に基づいた分類ではないという意味で曖昧さのある取引主体の区別となっている。ただし、後述するように取引主体に着目した分析を通じて、一部の動きの速い投資家の売買動向について示唆を得られる可能性がある。このような短期投資家の動向を部分的にでも反映したデータは大変珍しく、為替市場を把握するために有益な情報の一つになり得ると考える。

さらに、フォワードとスワップについて CLSMarketData はテナー（満期までの期間）毎のフローデータも提供している。図表3では、スワップの中でも決済までの期間が1日未満と短い TN (Tomorrow Next)<sup>3</sup>を別枠で表示したが、スワップ全体に占める TN の割合が非常に大きいことが分かる。ヘッジファンドなどの短期の投資家はスポットおよびスワップ (TN) を利用することが多いと言われており、詳細は後述するがこれらの売買フローに着目すると、為替動向との関係において Fund の分類に含まれている長期投資家の売買フローとは異なる特徴がみられる。

図表3：ドル円の取引主体別・取引種別毎の売買ボリューム

	分類方法1	分類方法2		
	BuySide	Fund	NBFI	Corporate
	対SellSide	対Bank		
スポット	24,833	3,413	352	586
フォワード	7,498	5,657	656	227
スワップ(TN)	46,680	1,049	294	1
スワップ(TN以外)	52,106	14,057	314	228

出所：CLSMarketData より三菱 UFJ トラスト投資工学研究所作成。単位：million USD。

CLS データを用いたフロー分析の事例として、2024 年4月以降のドル円の売買フローを図表4に示す<sup>4</sup>。図表4 (a)は Fund 分類に仕分けられた投資主体によるスポット取引を介した売買フローを示しており、4月から7月初まではドル買いがドル売りよりも大きい状態が継続していた。4/29 と 5/1 に円買い(ドル売り)の為替介入が実施され、一時的にドル買いのフローが小さくなった。ただし5月以降、ドル買いフローは再び増加に転じ、介入の影響が一時的であったと考えられる。一方で、7/11 と 7/12 に円買いの為替介入が実施されたとの報道があったが、その近辺でドル買いフローが大きく低下しており、ドル売りフローが買いフローを上回る時期もみられるようになった。売買フローと整合するように7月上旬以降の為替レートは円高基調を示し、足許まで継続している。

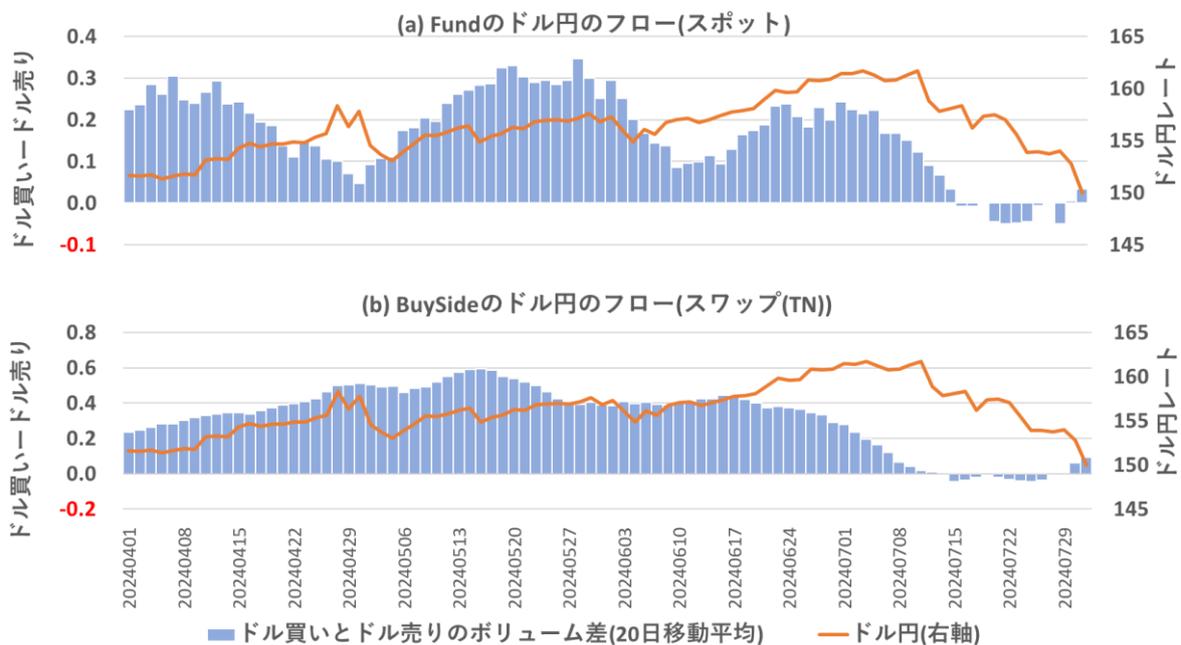
図表4 (b)はヘッジファンドなど短期投資家の売買を反映すると考えられる BuySide の分

<sup>3</sup> TN (Tomorrow Next) は、約定日の翌営業日にスタート、約定日の翌々営業日にエンドとなるスワップ取引で、為替のポジション調整や短期的な資金調達・運用に利用される。

<sup>4</sup> 売買データの分布は右裾が長くなる傾向があるため、自然対数をとった買いと売りのボリューム差を利用した。また、日次の売買は月末など周期的な為替取引の影響を受けるため20日移動平均をとった。

類に仕分けられた投資主体によるスワップ(TN)取引の売買フローを示している。こちらも7月初まではドル買いフローがドル売りフローを大きく上回っていたが、7月上旬以降はドル売りフローがドル買いフローを上回ることもある。また数日ではあるが、Fundに分類された投資主体のフローよりも早めに売りフローが大きくなっている。この事例からだけで、売買フローを見れば為替の先読みができると主張するものではないが、従来から為替の分析に用いられてきた2か国間のファンダメンタルズやボラティリティなどのリスク情報だけでなく、投資家の具体的な行動を反映した売買データは、為替市場を理解するための新たな材料になり得ると考えている。

図表4：ドル円のフローの事例(2024年4月-7月)



出所：CLSMarkeData より三菱 UFJ トラスト投資工学研究所作成

左縦軸はプラスがドル買い、マイナスがドル売りを示す。値の定義は脚注4を参照

## 2. 取引主体別の売買データと為替市場との関係

前節で述べたように、本稿の分析で用いている CLS データの特徴はどの取引種別を通じてどんな取引主体が当該通貨を売買したのか、知ることができる点にある。そこで本節では、売買データから観察される取引種別・取引主体別のネットフロー(買いと売りのボリューム差<sup>5)</sup>)と為替市場の関係について考察していこう。

ここでは USDJPY を中心に、主要 G10 通貨ペア<sup>6)</sup>のスポットレートの変動を分析対象とする。ある月内のスポットレートの変化率( $r_t$ )を月次ネットフローで回帰して、どの取引種別、

<sup>5)</sup> 図表4の事例と同様に自然対数を取った買いと売りのボリューム差(概ね{買いボリューム}÷{売りボリューム}-1と同義)を利用し、金額ベースのボリュームを比率ベースに変換している。

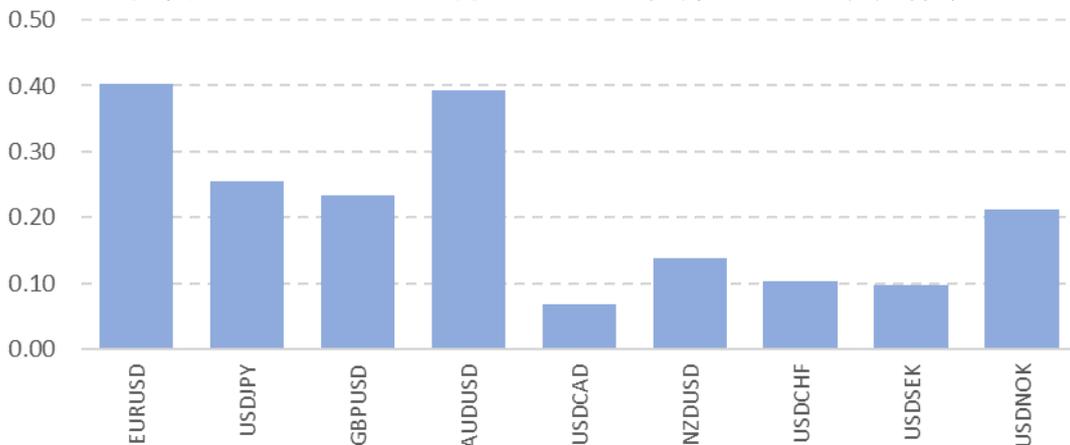
<sup>6)</sup> 本稿では EURUSD、USDJPY、GBPUSD、AUDUSD、USDCAD、NZDUSD、USDCHF、USDSEK、USDNOK を主要 G10 通貨ペアとする。

かつ取引主体が当月のスポットレートの変動に影響を及ぼしやすいか推定する：

$$r_t = \alpha + \sum_{i \in I} \sum_{p \in P} \beta_{i,p} x_{i,p,t} + \epsilon_t$$

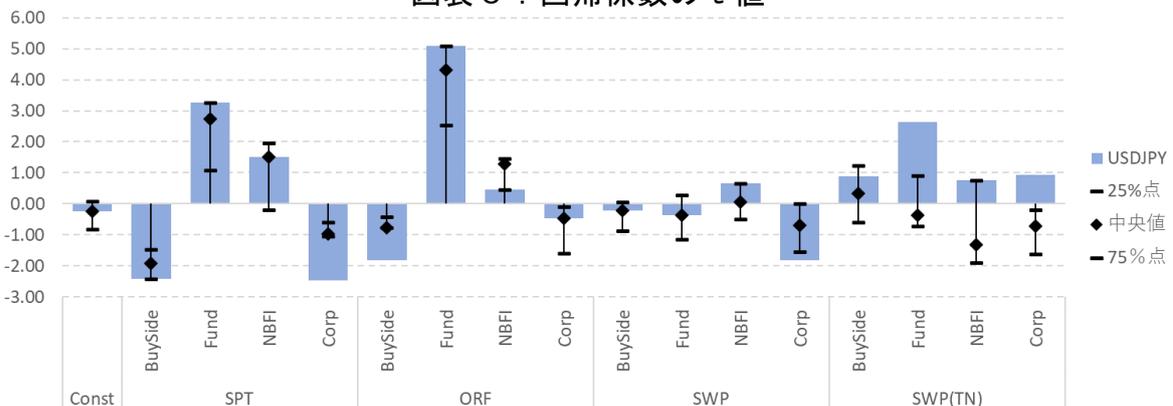
右辺のインデックス  $i$  は取引種別を示し、スポット (SPT)、フォワード (ORF)、テナーが1日以上の為替スワップ (SWP)、テナーが1日未満の為替スワップ (SWP (TN)) の4つの取引種別を取る。またインデックス  $p$  は取引主体を表し、CLS のアルゴリズムで定義される BuySide、Fund、Non-Bank Financial (NBFI)、Corporate の4主体を取る。そして変数  $x_{i,p,t}$  は取引種別  $i$ 、取引主体  $p$  の時点  $t$  における1ヵ月間の  $\log$  (買いボリューム合計) と  $\log$  (売りボリューム合計) の差を表す。この回帰モデルの説明力 (決定係数) を見たのが図表5である。EURUSD や AUDUSD など主要通貨ペアでは0.2から0.4の説明力がある一方で、周辺国通貨では0.1かそれ以下の説明力しか持たない通貨もある。おそらく主要通貨ほど CLS を通じた決済が全体の取引に占める比率は高いと想像されるため、そのような CLS 決済の普及度が説明力に影響しているのではないかと推察される。また回帰係数  $\beta_{i,p}$  の  $t$  値を USDJPY の結果と G10 通貨ペアでまとめた結果を図表6に示す。

図表5：フローによる月次リターン回帰モデルの決定係数



出所：CLSMarkeData より三菱 UFJ トラスト投資工学研究所作成

図表6：回帰係数の  $t$  値



出所：CLSMarkeData より三菱 UFJ トラスト投資工学研究所作成

図表6の棒グラフはUSDJPYの回帰係数のt値と、その他G10通貨ペアのt値の四分位点を掲載している。このグラフを見ると、USDJPYをはじめ多くの通貨ペアでスポット(SPT)やフォワード(ORF)を通じたファンド(Fund)のネットフローが同時点の為替レートにプラスの影響を与えていることがわかる。投資信託などのファンド運営に伴う為替の実需は規模も大きく、また為替ヘッジ需要も相応に高いと推察されるため、スポットだけでなくフォワードを通じた取引も為替に影響するという点は納得できる結果である。一方でスポットのBuySideなどは係数がマイナスと推定されており、BuySide全体が動いているときには為替が逆方向に変動していることを示唆している。これはあくまでも同一月内の為替の変動とフローデータの関係性を見たものであり、将来の為替変動についてはここからは何も言えない。この点については次章でさらに議論を深めていく。

#### IV. 売買データを活用した為替取引戦略

本章では売買データと将来の為替との関係性について踏み込んでいきたい。どのように将来の為替変動への説明力を測るかは様々な方法が考えられるが、本稿では何らかのファクターに基づく通貨のロングショート・ポートフォリオを構築し、そのファクターリターン的高低により着目するファクターと将来の為替変動との関係性を調べていきたい。その際に、伝統的に為替市場の分析に利用されてきたファクターと売買データを活用したファクターを用いて構築するポートフォリオのリターン(ファクターリターン)を比較することで、売買データの付加価値について考察していきたい。

本稿で検討する為替ファクターは図表7の通りである。

図表7：為替ファクター

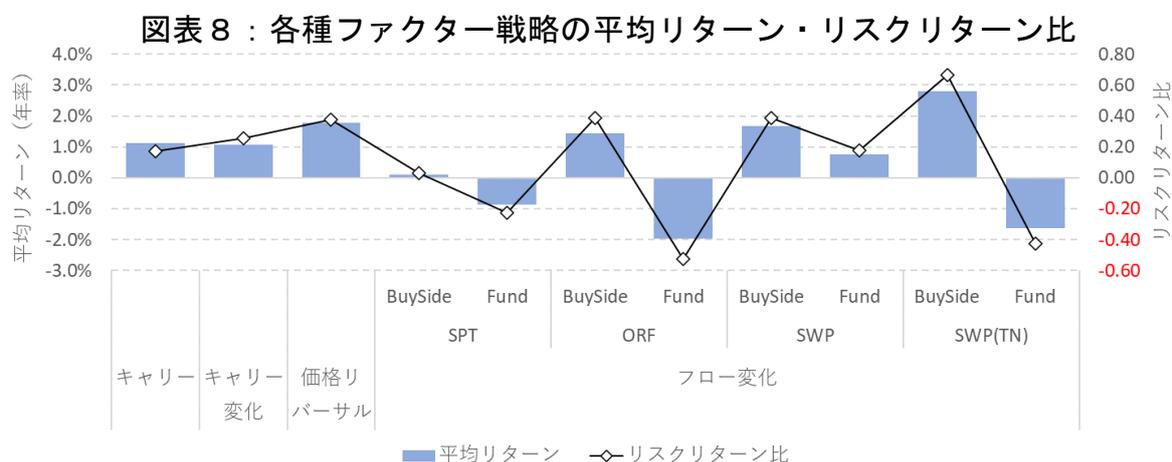
ファクター	定義	ポジション構築方法
キャリー	スポット、フォワードレートから計算されるフォワードディスカウント。内外金利差。	キャリーの高い3通貨をロング、低い3通貨をショート
キャリー変化	上記の直近値と過去N日との変化を同250営業日の標準偏差で基準化 (N=20, 60, 120営業日)	キャリー変化の大きい3通貨をロング、小さい3通貨をショート
価格リバーサル	直近N日のスポットレートリターン (N=20, 60, 120営業日)	リターンの高い3通貨をショート、低い3通貨をロング
フロー変化	直近20営業日のネットフロー平均と直近N日ネットフロー平均の差を同250営業日のネットフロー標準偏差で基準化 (N=20, 60, 120営業日)	フロー変化の大きい3通貨をロング、小さい3通貨をショート

出所：三菱UFJトラスト投資工学研究所

本稿ではキャリー、キャリー変化、価格リバーサルを伝統的な為替ファクターと想定し、それに対して売買データを活用したファクターの優位性を取引種別、取引主体別(ボリュームが多いBuySideとFund別)に比較する。売買フローについては図表4の事例でも見たよう

にネットフローの移動平均で表し、そしてその変化が為替レートの変動に関係するように考えられるため、本分析では売買フローの変化に着目する<sup>7</sup>。シミュレーションは CLS 決済が広く普及している対ドル主要 G10 通貨ペアを対象とし、2013 年 9 月から 2024 年 7 月末までを分析期間とする。月末の各ファクター値が高い 3 通貨、低い 3 通貨を特定して米ドルニュートラルのポートフォリオを構築し、翌 1 ヶ月間保有することを考える。なお当シミュレーションでは為替のトータルリターン(キャリー+スポットレートリターン)によりポートフォリオリターンを計算し、簡便のため売買コストは考慮しない。

各ファクターによるポートフォリオの平均リターン、リスクリターン比を図表 8 に示す。伝統的なファクターであるキャリーや価格リバーサルと比較して、テナーの短い為替スワップ(SWP(TN))を介した BuySide のフロー変化ファクターのリスクリターン効率が低いことを確認できる。



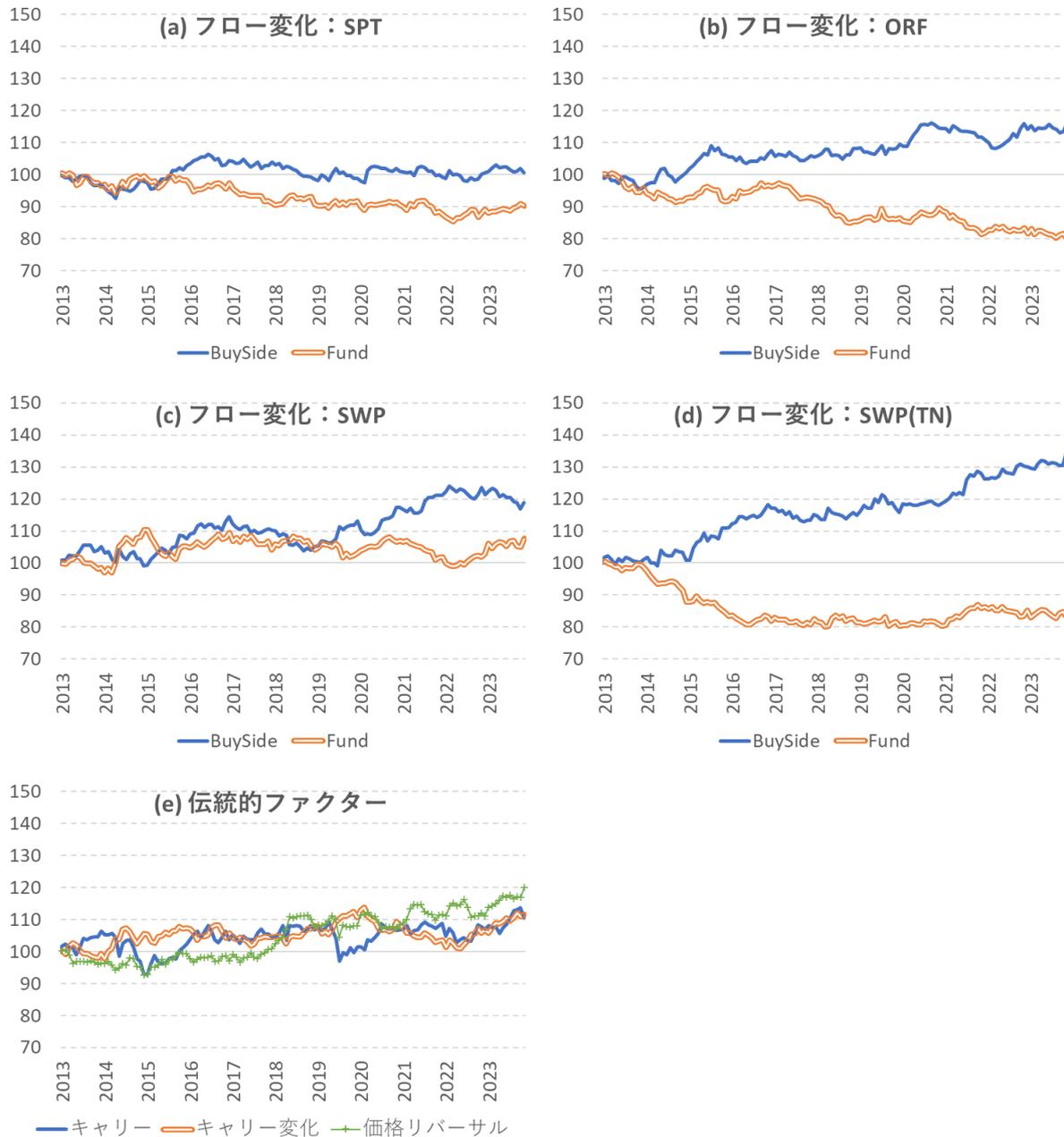
出所 : CLSMarketData より三菱 UFJ トラスト投資工学研究所作成

図表 9 には各ファクターリターンの時系列的な挙動を確認するために累積パフォーマンスを示している。例えば図表 9 (a)は、スポット取引を介した BuySide(実線)、もしくは Fund(二重線)の売買フロー変化に着目し、変化の高い 3 通貨ペアをロング、低い 3 通貨ペアをショートしたドルニュートラルポートフォリオの累積パフォーマンスをプロットしたものである。図表 9 の(a)から(d)まで、BuySide の売買フロー変化に着目したファクターのパフォーマンスは、Fund のファクターのパフォーマンスよりも継続的に高いことがわかる。特に図表 9 (d)にあるテナーの短い為替スワップ(SWP(TN))の BuySide は多くの局面で安定的なパフォーマンスを示していることがわかる。年金基金や投資信託などの長期投資家の売買行動(Fund)は同時点の為替の変動を良く説明していたが、ヘッジファンドも含めた多様

<sup>7</sup> キャリー変化、価格リバーサル、フロー変化の各種ファクターは過去どのくらいの期間を参照するかでパフォーマンスが変わり得る。ここではそのような期間選択にあまり依らないファクターの安定的な性質を調べるために、図表 7 で示す定義の通り 3 つの過去期間を設定したポートフォリオを等ウェイト (つまり 1/3 のウェイト) で合成したポートフォリオについて分析を行った。

な取引主体の売買行動を観察できる BuySide の方が将来の為替動向を示唆する情報を有している可能性があると考えます。

図表 9：各種ファクター戦略の累積リターン

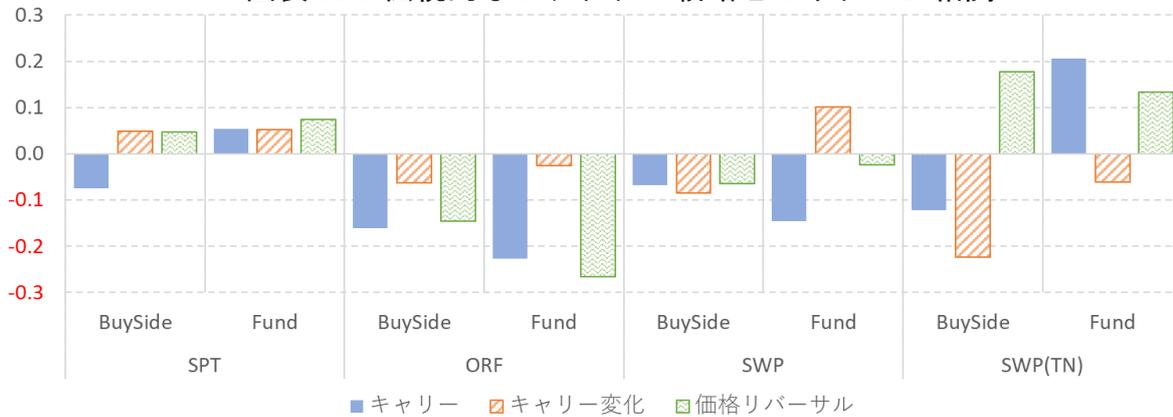


出所：CLSMarkeData より三菱 UFJ トラスト投資工学研究所作成

また図表 10 では伝統的なファクターと売買データを活用したファクターとのファクターリターン間の相関を確認している。これを見るとテナーの短い為替スワップ(SWP(TN))のフロー変化ファクターはキャリーやキャリー変化ファクターとの相関が低く、やや価格リバーサルとの相関があることを確認できるが、総じて伝統的なファクターと高い相関を有しているとは言えない。ここから、売買データを活用したファクターは、伝統的なファクター

を意識した投資家行動だけではなく、それらとは異なるリターン源泉を求めて売買を行う取引主体の行動を捉えているのではないかと推察される。

図表 10：伝統的なファクター戦略とのリターン相関



出所：CLSMarketData より三菱UFJ トラスト投資工学研究所作成

これまでの分析結果を踏まえると、同時点の為替変動にはスポット取引やフォワード取引を行う長期投資家の投資行動が強く影響していると思われる。一方で、将来の変動についてはテナーの短い為替スワップ(SWP(TN))を介したヘッジファンド等多様な投資家を含む BuySide の売買行動を観察した方が為替取引戦略としての価値は高いようである。この背景をさらに探るために、別の視点での分析結果を示す。

III章の議論から、Fund(主に長期投資家)が行うスポット取引の予測ができれば、為替リターンの予測も期待できる。そこで将来の為替変動について為替取引戦略の観点で価値を見出したテナーの短い為替スワップ(SWP(TN))を介したヘッジファンド等を含む BuySide の売買フローについて、彼らの売買がスポット取引を介した Fund の売買フローに先んじて動いているのか、分析を行う。図表 11 は、テナーの短い為替スワップ(SWP(TN))を介した BuySide と Fund それぞれの売買フロー変化について、変化が高い3通貨ペアと低い3通貨ペアの翌月のスポット取引の Fund の売買フロー変化をポートフォリオ全体で積み上げたグラフである。BuySide についてはこのチャートが右肩上がりであることから、BuySide の売買フロー変化が、翌月の Fund の売買フローに先んじて動いている可能性が示唆される。一方、Fund についてはチャートが右肩下がりとなっており、当月の売買フローは翌月の売買フローと逆方向に動いていると考えられる。為替スワップ、特にテナーの短い取引はヘッジファンドなどの機動的な投資行動の一部を捉えており、その行動がその他の長期投資家の取引行動に影響を与えている可能性があるではなかろうか。

図表 11：将来のスポット取引の Fund フローの予測結果



出所：CLSMarkeData より三菱 UFJ トラスト投資工学研究所作成

## V. 総括

本稿では CLS 社の CLSMarkeData の特徴、並びに為替変動との関係性を実証分析により考察してきた。分析の結果、G10 通貨の取引戦略として為替スワップを介した BuySide の売買データを活用したファクターは、キャリー等の伝統的なファクターと比較して運用効率が高いことが示された。同社の売買データでは BuySide の中に一部、ヘッジファンド等の機動的な売買行動が内包されており、これらの情報が伝統的なファクターとは異なる収益源泉になっていると推察される。

当然、為替市場の取引全体を観察することは難しく、CLSMarkeData もその一部しか観察できていないのは事実であるが、このような売買データは主要な投資家の行動をモニタリングし、為替の変動要因を理解するための貴重な情報源になりうる。昨今、取引手法や決済システムの高度化が進展するとともに、従来からあるデータベースについても更なる詳細化が求められ整備される様になっている。今後も新たな売買データベースが登場することが予想され、それを的確に活用し、いつ、どのような投資家が、どのような投資行動をとりやすいのか、為替市場における投資家行動について解明していきたい。

(2024年9月11日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織、及び三菱UFJ信託銀行の公式見解ではなく、第三者の立場を反映したものでもありません。

本稿はいかなる種類の保証も提供しません。読者・利用者は、この情報の使用に関するすべてのリスクを負うものとします。また本稿ではCLSのデータを活用していますが、CLSは、文書が正確、完全、信頼性、特定の目的に適合していること、または商品化可能であることを保証または表明するものではなく、このドキュメントおよび関連データの使用に起因するいかなる行為(または不作為)についても責任を負いません。CLSは明示的、黙示的、その他の保証を全く行っておらず、本稿の情報の使用、誤用、または配布について一切の責任を負いません。過去の事象や取引は、将来の事象や取引を示すものではありません。本稿で使用したCLSのデータは、情報提供のみを目的としてCLSから提供されたものであり、投資、税務、その他の財務またはその他のアドバイス、推奨、コンサルティングと解釈されるべきではありません。

#### 【参考文献】

- Meese, R.A. and Rogoff, K. (1983), Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?, *Journal of International Economics*, 14, pp.3-24.
- Evans, M.D.D. and R.K. Lyons (2005), Meese-Rogoff Redux: Micro-Based Exchange Rate Forecasting, *American Economic Review*, 95(2), pp.405-414.
- Osler, Carol, and Vitaliy Vandrovych (2009). Hedge Funds and the Origins of Private Information in Currency Markets, Working paper, Brandeis University.
- 棚瀬順哉(2023)「為替市場の構造と理論への含意－CLSデータを用いた円相場の検証」『国際経済』第75巻、11月
- 中島真志(2016)『外為決済とCLS銀行』東洋経済新報社
- BIS: Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and Over-the-counter (OTC) derivatives markets in 2022, <https://www.bis.org/statistics/rpfx22.htm>

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部  
東京都港区東新橋1丁目9番1号  
お問合せ：shisanunyo-joho\_post@tr.mufg.jp