

テクニカルサマリー

『FX 証拠金取引で成功しているのは誰か？ アンケート調査による結果 ※』

Bernd Hayo MAKIE, School of Business&Economics, University of Marburg, Germany

岩壺健太郎 神戸大学大学院経済学研究科

要約

本稿では、日本の FX 投資家を対象に 2018 年に実施したアンケート調査を用いて、投資パフォーマンスに影響を与える要因を分析した。結果は以下の通り。第 1 に、①社会人口統計学的要因・経済的状況、②投資戦略・取引行動、③金融リテラシーの 3 つのカテゴリーのすべてにおいて説明力の高い要因が存在する。第 2 に、パフォーマンスが低いのは年齢が高く、投資戦略をもっていない投資家であり、反対に取引額が大きく、ファンダメンタル分析をより重視し、利益をもたらす投資スキルを会得していると報告する人のパフォーマンスが高い。第 3 に、投資スキルを会得していると回答した投資家は、FX 取引についてより高度な知識を有していたり、専門的なアドバイスを享受したりしている。しかしながら、客観的な金融知識や自信過剰・自信過少はパフォーマンスにとって重要な役割を果たしていないことが明らかになった。

キーワード: FX 証拠金取引、アンケート調査、金融リテラシー

※本テクニカルサマリーは英語論文である Hayo and Iwatsubo (2019), “Who is Successful in Foreign Exchange Margin Trading? New Survey Evidence from Japan”を抜粋して翻訳したものである。なお、論文で使用されているアンケートデータは金融先物取引業協会から提供を受けたものですが、本文中の誤りはすべて筆者の責任に帰する。

1. はじめに

本稿では、「ミセスワタナベ」として海外のメディアでも取り上げられている日本のFX個人投資家の投資パフォーマンスを規定する要因について分析を行う。日本のFX投資家は、2019年1月3日の日本時間早朝に発生した円のフラッシュイベントで再び脚光を浴びている。オーストラリア準備銀行(2019)は、この突然の出来事に寄与した可能性が高い三つの主要な要因の一つとして日本の個人投資家によるキャリートレードの巻き戻しを挙げている（他の二つの要因は、元日の近くで多くの参加者が休暇中ということに加え、市場流動性が非常に低い時間帯に発生したこと、およびアルゴリズム取引戦略がフラッシュイベントを増幅したこと）。日本の個人投資家はイベント前に高利回り通貨（とくに米ドル、オーストラリアドル、トルコリラ）で積極的なロング・ポジションを持っていた。為替変動による損失が事前に決められた水準を超えた場合、FX業者はこれらのポジションを自動的に清算することになっており、このロスカットが一部の高利回り通貨の円に対する大幅な減価に寄与したと指摘されている。このように、日本のFX投資家の行動は、世界的な外為市場の混乱の引き金となる可能性があり、世界の投資家が注目する存在になっている。

株式市場における個人投資家の投資行動についてはかなりの研究蓄積がある一方で、FX投資家を研究している文献はわずかである。本稿では、FX個人投資家の金融リテラシーが投資パフォーマンスに与える影響の分析に特に重点を置いている。近年、金融リテラシーの様々な側面を分析する研究が行われている。これらの文献の重要な貢献は、金融リテラシーが投資パフォーマンスに重大な影響を及ぼし得ることを示したことである。例えば、von Gaudecker (2015)は、専門家や個人的な知り合いの助言に頼っている人や、金融リテラシーで高いスコアを得ている人は、より高い投資収益率を達成しているという証拠を示している。

このように、金融リテラシーに関する文献は近年急速に増加しているが、本稿の焦点であるFXのような高リスク資産に関する研究はない。本稿ではFX証拠金投資家によるアンケート調査を用いて、三つの投資パフォーマンス指標の要因を分析する。説明変数は、①社会人口統計学的要因・経済的状況、②投資戦略・取引行動、③金融リテラシーの三つのカテゴリーに分けられる。本研究の分析の特徴は、実際の取引データを使用するならば分析することができない要因に重点を置いていることである。特に、個人の金融リテラシーとFX取引による収益との間に関連性があるのかどうか注目している。

推計の結果、以下の結果を得た。第1に、①社会人口統計学的要因・経済的状況、②投資戦略・取引行動、③金融リテラシーの3つのカテゴリーのすべてにおいて説明力の高い要因が存在する。第2に、パフォーマンスが低いのは年齢が高く、投資戦略をもっていない投資家であり、反対に取引額が大きく、ファンダメンタル分析をより重視し、利益をもたらす投資スキルを会得していると報告する人のパフォーマンスが高い。第3に、投資スキルを会得していると回答した投資家は、FX取引についてより高度な知識を有していたり、専門的なアドバイスを享受したりしている。しかしながら、客観的な金融知識や自信過剰・

自信過少はパフォーマンスにとって重要な役割を果たしていないことが明らかになった。

2. データと推計方法

分析には2018年に金融先物取引業協会によって収集されたアンケート調査データを利用する。この調査では外国為替証拠金取引を行っている人を優先的に1,000人抽出した。とりわけ、この調査の特徴的な点は、2017年に行われた大規模アンケート調査で得られたFX取引経験者の出現率を用いて、経験者の年齢・性別区分の大きさを求め、これを用いて今回のサンプルを収集した。つまり、回答者の年齢・性別構成は、個人投資家全体と大方一致している。調査結果の概要は金融先物取引業協会(2018)に掲載されている。

FX取引による収益に関して、3つの従属変数を用いた。1つ目は前年(2017年)のFX取引で生じた円の損益額である。損益額には8つの回答カテゴリがあるが、これらの回答カテゴリの中間点をとる(単位:円、平均:123150円、中央値:10万円)。2つ目の従属変数は損益額を平均取引額で基準化したものである(単位:パーセント、平均:21%、中央値:18%)。これは、投資リターンの代理変数と考えることができる。3つ目の従属変数は損益額を投資家の年収で割ったものである(単位:パーセント、平均:0.52%、中央値:0.41%)。FX投資に利用可能な資金は、投資家がFX業者の口座に預託した証拠金である。しかし、投資家が他の口座から外為証拠金に振り替える場合もあり、投資資金には投資家の現金預金の一部が含まれる可能性がある。そこで、3つ目の従属変数は投資家の流動性は収入レベルに相関していると仮定している。

説明変数は①社会人口統計学的要因・経済的地位、②投資戦略・取引行動、③金融リテラシーという三つの大まかなカテゴリに分類する。①に関しては回答者の社会人口統計学および経済的地位を変数として年齢、性別、教育、職業および所得を含んでいる。

投資戦略と取引行動であるカテゴリ②には、平均保有期間、レバレッジ比率、テクニカル分析に対するファンダメンタル分析の選好、逆指値注文の使用、投資戦略に関する7つのダミー、1年間の取引件数、平均取引額が含まれる。

金融リテラシーに関する最後のカテゴリ③は、主観的知識、客観的知識、経験、情報チャンネルの四つのサブグループに分けた。主観的知識は専門用語指標(回答者がFXの用語を理解しているか)、主観的金融知識(知識の自己評価)、および知識指標(FX取引に関する主観的知識)という三つの指標に基づく。客観的知識は金利計算と外為取引におけるレバレッジ比率に関する質問に基づく。主観的および客観的知識に対する指標を用いて、回答者の相対的な自信過剰・自信過小の代理変数を構築することも行った。FXの取引経験、投資スキル(概して利益を生み出す投資スキルを持っているか)、FX取引について学ぶ意欲(学びたいトピックを示すダミー)についても回答者に回答してもらっている。最後に、情報関連の質問は、情報インデックス(FX取引情報のソースを測定)とFX業者の広告(FX取引のस्पレッドを示す広告についての認識)を含んでいる。

FX証拠金投資家のパフォーマンスに対する様々な指標の影響について最小二乗法モデル

を用いて推計する。最大 33 個の説明変数があるが、統計的に有意な変数のみを抽出する方法を採用する (Hendry, 1993)。

3. 推計結果

推計の結果、以下の 2 点が明らかになった。第 1 に、(i) 社会・人口・経済状況、(ii) 投資戦略・取引行動、(iii) 金融リテラシーの 3 つのカテゴリーすべてにおいて説明力の高い要因が存在する。第 2 に、これらの中で、5 つの変数が特に統計的に有意かつ頑強であることが判明した。「頑強」とは、少なくとも 2 つのパフォーマンス指標に対して有意に影響すると定義する。これらの変数は、「年齢」、「投資戦略を持っていないこと」、「取引額」、「ファンダメンタル分析をテクニカル分析よりも重視していること」および「FX 投資スキル」である。特に、「投資戦略を持っていないこと」と「FX 投資スキル」の影響が大きい。

4. 推計結果の解釈

高齢の投資家の投資パフォーマンスが相対的に悪い。また、年齢と性別を掛け合わせた交差項がパフォーマンスに及ぼす顕著な影響は認められない。さらに、学歴や職業、男女差がパフォーマンスに影響することも見られない。年齢以外の社会人口統計学的変数や所得が何の役割も果たしていないことは注目に値する。

取引額が高いほど投資パフォーマンスが高い。この影響は、2 つの考え方によって解釈できる。第 1 に、事後的なリターンがプラスである限り、より多くの資金を投資することはより多くの収益を生み出す。我々のサンプルの平均収益は確かに正であるので、結果をそのように解釈することができる。第 2 に、取引額を取引経験の代理変数として見ることであり、経験が投資家のパフォーマンスに影響を与える可能性があることを示唆している。損益額を所得で除したものの従属変数として用いる場合に取引額が有意であることから、取引高が高いことは所得が高いことから生じる投資余力の大きさに依存しないということが分かる。つまり、貧富に関係なく大きな取引高で取引できる投資家のパフォーマンスが優れていることが示唆される。

FX 取引におけるファンダメンタルズ分析とテクニカル分析に対する選好に関しては、前者のパフォーマンスが良い。この結果については、取引が行われている経済環境を理解するために投資家がどれだけ努力しているかを示す、情報獲得の程度の指標と見なすこともできる。

パフォーマンスの最も強力な因子の 1 つは、総じて利益を出すことができる投資スキルをもっていることとである。それを金融リテラシーの主観的な形として解釈するならば、金融リテラシーのこの特定の面において非常に重要であると思われる。

5. 投資スキルの役割

投資スキルの説明力とその頑健性を鑑みると、これらの投資家がどのようにして収益性

の高い投資スキルを獲得したのかは興味深い。そこで、他の金融リテラシー指標や社会人口統計学的変数が投資スキルとどのような関係があるのかについて、さらに分析を進めていく。

分析の結果は、投資スキルが年齢、性別、教育および所得のような社会経済指標と関連していないことを示唆している。また、客観的な知識や投資経験、取引額にも関連性はない。代わりに、金融リテラシーの中でも、特にメンタルトレーニングによって得られた知識が関連しているようである。これは、投資スキルを持っていると主張する者は、既に総合的なFX知識を習得していることを示唆している。具体的には、メンタルトレーニングの知識があると答えた人の97%が、取引の仕組みやリスク管理の知識があると答えている。同様に、83%が税務に関する知識を有し、78%が基礎的な分析技術に関する知識を有し、84%が技術的な分析技術に関する知識を有している。これらの高いシェアは、メンタルトレーニングに至るまでのFX取引に関する幅広い知識が、投資スキルを得るために必要であることを示唆している。ひいてはこの投資スキルによって、利益を獲れる投資家になったのであろう。

また、彼らはOCO注文やカバー取引といった高度な専門用語を理解していることも特徴的である。「投資スキルがある」と回答した投資家は、主に金融機関の窓口で得られる助言や金融機関の支店で入手できるパンフレット等からFX取引情報を入手し、専門家や専門家の助言を参考にしている。最後に、彼らはFX広告を知っている。

投資スキルとは対照的に、FX取引に関する客観的な知識は、FX投資家のパフォーマンスを説明する際には重要ではない。また、客観的知識と主観的知識の認識のずれから投資家の自信過剰・自身過小の指標を構築することができる。しかし、この変数はパフォーマンスを説明するほどには頑強ではない。

最後に、ここでは内生性が潜在的な問題であることに留意すべきである。前年に収益を上げることができた者は、その良好な実績に基づいて、投資スキルがあると述べている可能性が高い。そこで、メンタルトレーニングを除く有意な変数を操作変数として再推計した。損益額を従属変数とする場合、係数は非常に有意であり、OLSで推定されたものよりもはるかに大きい。平均取引額で基準化した損益額も年収で割った損益額も推定値の大きさは上昇している。したがって、潜在的な内生性を考慮しても、投資スキルとパフォーマンスの間の関係は頑健である。

6. 結論

本稿では、2018年に金融先物取引業協会によって収集されたアンケート調査データを用いて、FX証拠金投資家の成功と失敗を区別するのに役立つ主要因を抽出した。クロスセクション回帰を用いて、(i)収益額、(ii)収益額/平均取引額、(iii)収益額/取引額の三つの指標で投資パフォーマンスを推計している。要因として、(i)社会人口統計学的及び経済状況、(ii)投資戦略及び取引行動、(iii)金融リテラシーの三つのグループを取り上げる。

推計の結果、以下の結果を得た。第 1 に、①社会人口統計学的要因・経済的状況、②投資戦略・取引行動、③金融リテラシーの 3 つのカテゴリーのすべてにおいて説明力の高い要因が存在する。第 2 に、パフォーマンスが低いのは年齢が高く、投資戦略をもっていない投資家であり、反対に取引額が大きく、ファンダメンタル分析をより重視し、利益をもたらす投資スキルを会得していると報告する人のパフォーマンスが高い。第 3 に、投資スキルを会得していると回答した投資家は、FX 取引についてより高度な知識を有していたり、専門的なアドバイスを享受したりしている。しかしながら、客観的な金融知識や自信過剰・自信過少はパフォーマンスにとって重要な役割を果たしていないことが明らかになった。

この結果に基づき、監督当局、助言機関、FX 投資家に対する提言を行うことができる。第 1 に、我々は特定の投資戦略を選択することの重要性を強調したい。どの投資戦略が実際に選択されるかはそれほど重要ではない。第 2 に、投資スキルを十分に身につけていることも非常に重要である。これらのスキルが専門用語のより高度な理解と広範な知識を習得したことを反映していると解釈することができる。第 3 に、専門機関や FX の専門家からアドバイスを受けることも非常に役立つ。我々の推計では、これらの側面が投資パフォーマンスに最も大きな影響を与えている。

参考文献

オーストラリア準備銀行(2019)

Reserve Bank of Australia (2019), The Recent Japanese Yen Flash Crash, *Statement of Monetary Policy*, Box B, February 2019, 24-28.

金融先物取引業協会 (2018)

Financial Futures Association of Japan (2018), *Overview of Financial Literacy Survey of Investors in Foreign Exchange Margin Transactions*, Tokyo: Financial Futures Association of Japan.

Hendry, D. F. (1993), *Econometrics: Alchemy or Science?* Oxford: Blackwell.

von Gaudecker, H.-M. (2015), How Does Household Portfolio Diversification Vary with Financial Literacy and Financial Advice? *Journal of Finance* 70, 489–507.