

(為替市場)：モデル系ファンドの為替市場への影響

近年の為替市場では、「モデル系ファンド」の存在感が高まっている。彼らの投資行動は為替レートの変動を増幅している面があり、その動向を把握することは、為替市場の動きを判断する上で、ひとつの有益な情報となるだろう。

近年の為替市場では、コンピューターモデルやテクニカル分析を駆使し、短期の差益を狙って、頻りに売買を繰り返すことで収益獲得を狙う「モデル系ファンド」の存在感が高まっていると指摘されている。モデル系ファンドの最大の特徴は、高度な統計分析や計量分析によってトレンド形成を判断して、多くのケースで順張りの相場の流れにうまく乗り、システムティックに売買を行う点にある。

「ゼロサムゲーム」と言われる為替市場は、株式市場や債券市場に比べて市場の厚みがあり、また相場に一度トレンドがつくとしばらく継続する傾向が強いため、モデル系ファンドが活躍しやすい環境にあるものと推測される。

実際、市場参加者の頭の中には「モデル系ファンドが市場のレンジをブレイクさせた」と感じている局面がいくつかあるだろう。記憶に新しいものとして、2003年9月のG7開催前に人民元切り上げ圧力が高まる中で、日本の円売り介入に対して米国サイドから批判的な発言が相次ぎ、為替市場で120円近辺から110円割れに一気に円高が進行した局面がある(図表1)。

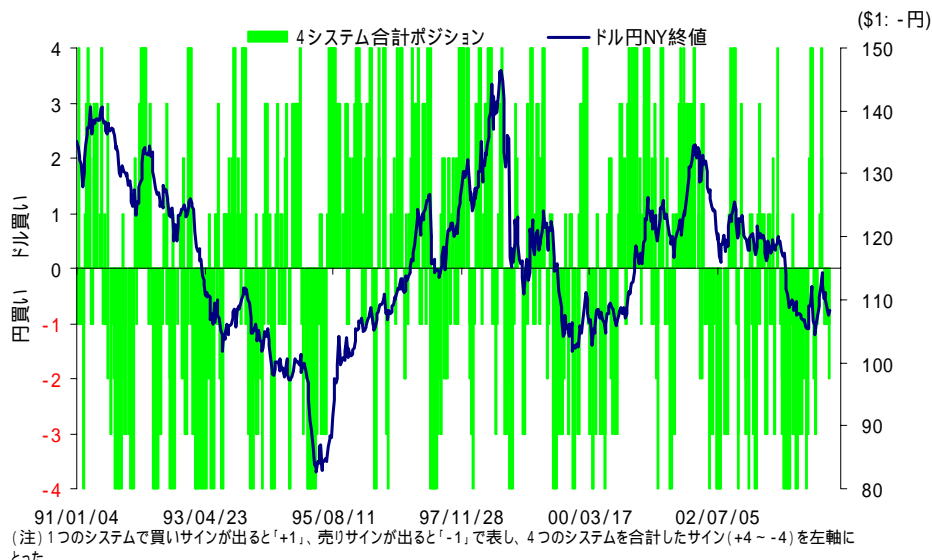
図表1 2003年9月：G7前後に円が対ドルで115円を割り込んだ局面



それでは、市場参加者が抱く「モデル系ファンドが市場のレンジをブレイクさせた」という感覚は、実際のところどうなのだろうか？そこで、モデル系ファンドのテクニカル売買と為替レートの関係について、当研究所の為替モデルを利用して実証分析を行ってみた。(詳細は「モデル系ファンドのテクニカル売買と為替レートの変化」ニッセイ基礎研究所『所報』VOL.35、2004年12月をご覧ください)。

当研究所の有する為替モデルの中で、今回はテクニカル（トレンド（トレンドを認識して長期の売買サインを出力）、ブレイクアウト（一定のレンジまたは設定値を超えると売買サインを出力）、モメンタム（価格変化の方向と変化スピードを分析して売買サインを出力）など）売買の一般的な手法を使って構築された4つの代表的なシステムサインを利用した（図表2）。それらが点灯させる売買サインを使いながら、モデル系ファンドの投資行動が、為替レートの変化にどの程度の影響を与えているのか、為替レートの均衡水準にどの程度のショックを与えているのか、について分析してみた。

図表2 4つのシステムサインの合成ポジションとドル円相場の関係



主な結論として、システムサイン自体に為替レートの変化に対する先行性を見出すことはできなかったものの、何らかの要因で為替市場にトレンドが形成されつつある時、モデル系ファンドが一斉に一方向に動くことによって、為替相場の流れに加速がつき、オーバーシュートさせやすくなる、その際、モデル系ファンドの動きは、為替レート（ドル円）の変化率を対前日・対日中0.3%程度増幅させている、時期によっては、モデル系ファンドの行動は、為替レートを短中期的な均衡水準から暫くの期間乖離させる影響力がある、の3点を確認できた。

システムサインの特性から判断すると、為替市場にトレンドが形成されつつある時に、統計的手法によってそれをうまく見つけ出すモデル系ファンドがポジションをとり、トレンドにうまく乗っていると推測できる。しかも、モデル系ファンドによる一斉の投資行動で、トレンドの変化は加速されやすい。そして、為替レートはそれまでマクロ・ファンダメンタルズ要因で形成されてきた短中期的な均衡水準から乖離の度合いを増幅させるようだ。市場参加者が抱く感覚は、まさにこのメカニズムを感じ取っているものであろう。

モデル系ファンドの動きを把握することは、為替市場の将来的なトレンド形成を判断する一つの有益な情報として捉えるべきである。短期的に市場が不安定化した場合、モデル系ファンドの動きを見ることがそのきっかけを掴む上で重要なポイントになり得るとともに、彼らが使用しているシステムサインの状況を確認することにより、為替レートの変化を把握できる可能性が高まるのである。

（矢嶋 康次）