

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—

棚瀬順哉

要旨

「貿易などの経常取引に絡む外為取引よりも資本取引絡みの外為取引の方がはるかに大きいため、為替レートに与える影響も資本取引の方が大きい」という見方は広く受け入れられているが、各種フローの詳細に関する研究は少ない。アセット・アプローチなど伝統的な決定理論が市場参加者の同質性を想定していることがこうした分析があまり行われていない一因となっている可能性があるが、市場参加者の同質性という仮定は非現実的であり、実際こうした仮定に基づくマクロ・モデルのパフォーマンスは芳しくない。他方、市場参加者の多様性を想定するマーケット・マイクロストラクチャー理論においても、投資家の多様性を具体的に定義づける作業はほとんど行われていない。これは、マーケット・マイクロストラクチャー理論が想定する為替市場の構造が（非現実的な）アセット・アプローチの前提と同様である可能性を完全には否定できないことを意味している。

以上から、さまざまなフローの総体としての為替市場の構造を特定することは、より現実に即した理論を構築する上で不可欠と言える。本稿では、円相場を構成するフローのかなりの部分をカバー取引など中長期的な為替レートのトレンドに影響しない取引が占めていること、通説通り経常取引絡みのフローよりも資本取引絡みのフローの方が大きく、資本取引の中でも国際収支統計に反映されないオフバランスのフローが特に大きいことを明らかにした。また以上を踏まえ、ドル/円為替レートを被説明変数、CLS のフロー・データを説明変数とする回帰分析を行った。

キーワード： 国際収支統計、オフバランスのフロー、フロー・アプローチ、マーケット・マイクロストラクチャー理論

JEL classification: G12 G15 F31