

<国際金融パネル>

為替予測の最先端研究

神戸大学 岩壺 健太郎

かつて、Meese and Rogoff (1983, 1988)はランダムウォーク・モデルの為替予測力を上回るようなマクロ・モデルが存在しないことを実証した。それ以降、数多くの研究者が予測パフォーマンスの高いマクロ・モデルの開発に挑んだがいずれも成功せず、学会では長らく為替相場の予測は實際上、不可能であると信じられてきた。日次データよりも頻度の高い日中データを用いた研究ではマクロニュースの発表に対して為替相場が即座に反応する場合があることが示されたが、それも長期的な効果を持たないことが分かっている。したがって、これらの事実は、準強基準の効率的市場仮説を支持する結果と解釈されている。

そこで、私的情報を使えば予測は可能なのかという点に焦点が移っている。最近の研究では、外為市場は強基準では効率的でなく、予測の可能性が残されていることが示されている。本報告では2つの研究の方向性を紹介したい。1つは Bacchetta and van Wincoop (2004, 2011)が提案したスケープゴート理論である。為替相場とファンダメンタルズの間にはかなり明確な長期的関係があるが、中短期的には構造パラメータの不確実性によって為替相場がファンダメンタル価値からかい離することを投資家たちは認識している。そして、為替相場の変動を説明するのに、ある特定のマクロ変数をスケープゴート（生贄）と見なして、その影響力を大きく見積もる傾向があるという。スケープゴート理論の妥当性を実証した Fratzscher et al. (2011)は、月次のサーベイを使って市場参加者が注目するマクロ変数に重きを置いたマクロ・モデルが高い為替予測力を持つことを示した。

もう1つの研究の流れは、オーダーフローを使った為替予測である。オーダーフローとは為替取引を持ちかけた市場参加者の買いと売りの差額を集計したものである。Evans and Lyons (2005)や Osler and Vandroych (2009)らは、インターバンク市場のオーダーフローにはそれほど予測力が大きくないが、対顧客市場で取引する投資家の中には為替の予測力をもつオーダーフローがあることを示している。特にヘッジファンドなどの一部の金融機関の注文は為替相場に影響力を持っているということが分かってきた。

2つの研究に共通することは、個人の私的情報ではなく、ある程度、集計化された私的情報が為替予測に役立つということである。そのため、多くの投資家と取引をしている金融機関は、注文情報を通じて予測力が高くなることが予想される。将来の見通しのいい投資家（情報投資家）の情報をいかに入手するかが為替予測には欠かせないといえよう。