

外国為替市場の世界的統合と 金融機関の国際競争（中）

神 野 光 指 郎

目 次

はじめに

1. 資本移動規制下の外国為替市場と米銀の役割

- (1) 1970年代における外国為替市場の構造
- (2) 企業財務と金融市場の統合度
- (3) 米銀の国際ネットワーク

(以上前号)

2. 外国為替市場の統合と金融機関の競争

- (1) 1980年代における外国為替市場の統合
- (2) 企業の国際財務管理と外国為替市場

(以下次号)

- (3) 銀行の外国為替取引と資本市場業務
- (4) 外国為替市場における各国銀行の勢力図

おわりに

2. 外国為替市場の統合と金融機関の競争

(1) 1980年代における外国為替市場の統合

1970年代には、世界の外国為替取引が欧州に偏っていた状況から徐々に他の地域にも広がっていき、そしてその中心としてロンドンとNYが台頭しつつあったが、それはいまだ道半ばであった。しかし表3から、80年代を通じて大きな進展があったことを見て取れる。アジア太平洋地域や中東でも、欧州各国の市場に匹敵するか、あるいはそれらを凌ぐ大規模な市場が誕生した。

表3 各国外国為替市場の1日平均出来高 (1989年4月, 金額は10億ドル, 構成比は%)

	クロス 出来高	国内銀行間		直物取引		自国通貨取引		対ドル取引		プロカー 経由構成比	ネット 出来高	国際銀行間		対顧客取引		国内銀行間	
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比			金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
イギリス	241	108*	44.8	154	63.9	74	30.7	216	89.6	38	187*	107*	57.2	26	13.9	54*	28.9
アメリカ	174	90*	51.7	110	63.2	167	96.0	167	96.0	44	129*	71*	55.0	10	7.8	45*	34.9
日本	145	61	42.1	58	40.0	116	80.0	138	95.2	35	115	47	40.9	34	29.6	31	27.0
スイス [85%]	68	22	32.4	37	54.4	41	60.3	51	75.0	19+	57	36	63.2	9	15.8	11	19.3
シンガポール	63	16	25.4	36	57.1	(4)	6.3	60	95.2	..	55	(41)	74.5	(6.0)	10.9	8.0	14.5
香港	60	22	36.7	37	61.7	9.1	15.2	56	93.3	35	49	33	67.3	5.4	11.0	11	22.4
オーストラリア	37	15	40.5	23	62.2	22	59.5	36	97.3	33+	30	15	50.0	6	20.0	7	23.3
フランス [95%]	32	11*	34.4	19	59.4	15	46.9	23	71.9	42	26*	15*	57.7	5	19.2	6*	23.1
カナダ	18	5.6	31.1	7.2	40.0	12	66.7	17	94.4	40	15	7.8	52.0	4.0	26.7	2.7	18.0
オランダ	16	6.1*	38.1	8.6	53.8	10	62.5	11	68.8	41	13*	8.5*	65.4	1.5	11.5	3.1*	23.8
デンマーク [90%]	15	3.5	23.3	7.2	48.0	(4.7)	31.3	(12)	80.0	34	13	10	76.9	1.3	10.0	1.8	13.8
スウェーデン	14	2.7	19.3	11	78.6	9.5	67.9	14	100.0	26	13	8.7	66.9	1.6	12.3	1.4	10.8
ベルギー [90%]	12	3.2	26.7	6.1	50.8	4.9	40.8	(9.8)	81.7	41	10	7.6	76.0	1.3	13.0	1.6	16.0
イタリア [75%]	11	1.6	14.5	9.2	83.6	7.1	64.5	5.9	53.6	22	10	8.0	80.0	1.4	14.0	0.8	8.0
スペイン	5.9	3.0	50.8	3.6	61.0	4.6	78.0	(4.2)	71.2	35+	4.4	2.3	52.3	0.6	13.6	1.5	34.1
アイルランド	5.5	0.7	12.7	4.4	80.0	0.6	10.9	3.3	60.0	..	5.2	4.6	88.5	0.1	1.9	0.3	5.8
ノルウェー [90%]	5.4	2.1*	38.9	3.9	72.2	2.5	46.3	5.1	94.4	50	4.4*	3.2*	72.7	0.2	4.5	1.0*	22.7
フィンランド	4.6	2.4	52.2	2.5	54.3	2.5	54.3	4.3	93.5	..	3.4	2.2	64.7	0.2	5.9	1.0	29.4
バレーン	3.2	0.6	18.8	2.5	78.1	0.1	3.1	3.1	96.9	18	3.0	2.5	83.3	0.2	6.7	0.3	10.0
ポルトガル	1.1	0.4	36.4	1.0	90.9			0.8	72.7	..	0.9	0.4	44.4	0.2	22.2	0.2	22.2
ギリシャ	0.7	0.3*	42.9	0.6	85.7	0.3	42.9	0.5	71.4	..	0.4*	0.2*	50.0	0.1	25.0	0.1*	25.0

注) カッコ内の数字はおおよその推計値。端数を調整しているため合計が一致するとは限らない。記号…は「報告なし」や「ほぼゼロという報告」を意味している。報告された金額が表の単位より小さいときは「0.0」と表示される。ネット出来高は国内銀行間取引の重複計上分を控除したもの。国際銀行間、対顧客取引、国内銀行間の分類は完全ではないため、3項目の合計がネット出来高と一致するとは限らない。*はプロカー經由の国内銀行間取引および国際銀行間取引の推計値に基づく。スイス、フランス、デンマーク、ベルギー、イタリア、ノルウェーは100%カバーしているわけではないが、調整は行っていない。[] 内は市場カバー率の推計値。+は国内プロカーからのデータのみに基づく。

出所) Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, *Survey of Foreign Exchange Market Activity*, BIS, 1990, pp.10-11, pp 14-15.

表からは分らないが、アメリカでは西海岸の市場も拡大し、自立の度合いを高めると同時に、国際的な結びつきも深めた¹⁾。これを含めて、対顧客取引と国内銀行間取引でそれなりの規模を持つ市場が、アジア、欧州、北米と全ての時間帯に広がり、かつそれらが国際銀行間取引を通じて結びついている²⁾。その中で首位に躍り出たイギリス、それにアメリカと日本が他の市場を引き離して、各時間帯における中心的な市場となった³⁾。

3大市場の特徴は、ネットの数字でも国内銀行間の規模が国際銀行間の半分強を占めていることである。これに対して、多くの国で国際銀行間取引が国内の3倍以上に達しており、一部の国では80%以上が外国銀行との取引で

1) 西海岸が太平洋地域との結びつきで外為市場としての重要性を高めた。Manufacturers Hanover Trust は 70 年代末に西海岸市場の可能性を調査したが、その時はトレーディング室設置を正当化できなかった。80 年代に入って見直すと、企業が NY に全てを依存するのではなく、西海岸の銀行と取引するのに積極的になっていると見て、LA にトレーディング室を設置した。その他にも Credit Lyonnais, Scandinavian Bank, Canadian Imperial Bank of Commerce などが 80 年代に入って西海岸に新しくトレーディング室を設置した。それ以前は現地時間の午後 2 時（NY 市場取引終了時間）から午後 5 時（東京市場取引開始時間）の間は大きな取引がなかったが、状況は変化しつつあった。Bank of America のディーラーは「以前、外為ディーラーはカバーを取るための時間が 1 日 8 時間しかなかった。今では極東の財務担当者が、西海岸時間の午後 2 時から午後 5 時に我々の所にやってきてカバーを取ろうとする」と証言している。Kolbenschlag, Michael, “The forex market goes west”, *Euromoney*, August 1983, pp.56-59.

2) 国際銀行間取引の比率が 70 年代までと比較して高まったかどうかは、データがないため確実なことは言えない。1966 年の NY 市場調査では、外国銀行との取引が全体の 56.3% を占めていた。The Federal Reserve Bank of New York, “The Foreign Exchange Market in the United States”, Aliber, Robert Z., ed., *The International Market for Foreign Exchange*, Frederick A. Praeger, 1969, p.101. 当時の NY は国内銀行間の直接取引は行われておらず、大陸欧州通貨についてはほぼ一方的に建値を欧州市場に依存していたため、この数字は他国より高めと考えられる。そもそも国内で厚みのある取引が行われる中で国際銀行間取引が 55% を占めるという、表 3 の時点での国際的な結びつきとは次元が異なる。

3) 表には 70 年代に最大の市場であったと考えられるフランクフルトは載せられていない。しかし 80 年代半ばにはすでにロンドン市場の規模が勝り、フランクフルトはドル・DM では最大の市場でも全体ではロンドンの 60% 程度の規模と言われている。エコノミスト・アドバイザー・グループ編、磯邊朝彦監訳『CITY2000—ロンドン国際金融センターの将来性』時事通信社、1985 年、121 ページ。

占められている。ほとんどの場合、それらの国は自国通貨取引の比率が50%を切っている。シンガポールなどのオフショア市場がそうなるのは当然といえる。その他に、自国通貨と関連していても、そこから異なる外貨間の取引が派生し、それらの取引を国外市場に依存しなければならない可能性がある。企業が多数の外貨を扱いながら、その国の取引は特定の通貨に偏っている場合、そうした状況が生じやすいと考えられる⁴⁾。自国通貨の取引が50%を超えていたとしても、その全てが国内市場で行われるとは限らない。先進国の通貨は国外でもそれなりに取引されており、時間帯や建値などによって取引する市場が選択される。そして主要な取引は国外の銀行相手に行われ、当時は3大市場が銀行間取引全体の半分以上で取引相手となっていた⁵⁾。つまり外国為替市場の世界的統合は、3大市場が支柱となって実現していた。しかし均等な3本柱というわけではない。その内実をもう少し詳しく見たい。

ロンドン市場は1979年の為替管理撤廃により、それまでユーロ市場と関連して集まっていた非居住者の取引と、投資向けを含む居住者の取引が統合された。80年には国内銀行間取引のブローカー経由義務がなくなり、ロンドン所在銀行は内外で一体化したマーケットメイクができるようになった。このため、直物ボンド取引に専門性を持つ銀行でも、銀行間取引で世界的に高い評価を得ることができるようになる⁶⁾。一方でブローカーは安定的な収益源

4) 1985年の春に相場が不安定化し、売買スプレッドが拡大したとき、あるスκανジナビア系企業の財務担当者は「外為のスプレッドが約10%拡大した。自国通貨に転換する費用が非常に高いので、比較的安く費用を抑えるために、いくつかの市場を通じて転換しなければならない」と証言している。Winder, Robert, "Loyalty comes to the fore", *Euromoney*, May 1985, p.195.

5) オランダでは、その他いくつかの中規模市場を持つ国、特にフランスと同じく、ブローカー経由のかかなりの部分が国外に所在するブローカーを相手とする取引であった。Bank for International Settlement, *Survey of Foreign Exchange Market Activity*, Basle, 1990, p.3. 中規模の外国為替市場を持つ国では、国内銀行間取引は銀行間取引のわずかな部分しか占めず、ヘッジやトレーディングは主に在外銀行相手に行われる。3大市場の銀行やその他ディーラーは、国際銀行間取引全体の半分で一方の当事者となっている。Ibid., p.4.

を奪われ、段階的な手数料自由化と85年の完全自由化がそれに拍車をかけた。高まる競争圧力に対して、ブローカーは国内では統合を進めると同時に、国外での活動を強化していった⁷⁾。このように70年代にロンドン市場の成長を制約していた要因が取り除かれる一方、ロンドン市場が持っていた強みは80年代にさらに重要性を高めた。ユーロ市場の中心としての地位は、国際証券取引の拡大やビッグバンなどによって一層強固になった。また前場がアジア・中東市場と重なり、後場がNYと重なるという地理的な利点は、24時間ディーリングが一般化する中でますます重要性を高めた。もともとロンドンでは大陸欧州からの取次注文が多い上に、その他の地域からも注文がロンドンに集中するようになった⁸⁾。

ロンドン市場の取引概要は表4で確認できる。1986年からしか数字を得ることはできないが、そこから89年までに取引が倍増している。加えて、ブローカーによる非居住者間の取引仲介が89年には120億ドルにまで拡大し、それだけで欧州の中規模市場に匹敵する。この外-外仲介分を含めると、外国関係の取引比率は表3より大きくなることは間違いない。直接取引では国内銀行間の比率が若干上昇してはいるが、そもそも外銀の比率が80%と極めて高い。外銀進出の集中によって国外からの注文が集中し、かつ国内での取引も拡大するのであろう。両年の比較で最も伸びたのは対顧客の直接取引であるが、これは必ずしも国内企業とは言えない。Bank of America（以下BOA）のロンドン・ディーラー室長 Jack Cunningham は「NYから驚くほど

6) Euromoney 誌が 1979 年から毎年行っている外為サービスに関するアンケート調査で、1981 年には直物ポンド取引に専門性を持つ European Banking Company が銀行間で最も高い評価を得た。「イングランド銀行がロンドン外為取引をブローカー経由に限定するという規制を撤廃したため、過去 18 ヶ月でロンドン市場の構造が変化した。EBC は最も迅速にその変化に対応した」。Curtin, Donal, "Guess who's top in foreign exchange again?", *Euromoney*, August 1981, p.38.

7) Atkin, John, *The Foreign Exchange Market of London*, Loutledge, 2005, pp.157-159.

8) 小倉泉「急拡大した東京市場の為替取引高」『金融財政事情』1986 年 9 月 29 日, 38～39 ページ。

表 4 ロンドン市場の外国為替取引

		1986	1989
出来高 (10億ドル)	グロス (1日平均)	115	250
	ブローカー外-外仲介	2	12
	二重計算調整後	90	187
		78	80
外銀シェア (%)			
取引の構成比 (%)			
銀行取引			
	取引通貨		
	ポンド	30	27
	DM	28	22
	円	14	15
	Swfr	9	10
	Frfr	4	2
	リラ	2	2
	カナダ・ドル	2	2
	その他	7	9
	ECU	1	2
	クロス	3	9
	取引形態		
	直物	73	64
	先渡し	27	35
	オプション・先物		1
	取引相手		
	内-内銀行間	11	13
	内-外銀行間	34	34
	ブローカー経由	43	38
	その他市場参加者	2	
	対顧客直接	9	15
ブローカー取引			
	取引通貨		
	ポンド	25	23
	DM	31	28
	円	18	19
	Swfr	10	9
	Frfr	5	3
	リラ	2	1
	カナダ・ドル	2	2
	その他	5	6
	ECU	1	2
	クロス	1	7
	取引形態		
	直物	56	55
	先渡し	44	45
	取引相手		
	内-内銀行間	42	36
	内-外銀行間	11	50
	外-外銀行間	6	13
	在外子会社経由	25	
	その他在外ブローカー経由	15	
	その他		1

注) 1986年の調査は3月はじめの10営業日について、347銀行と8ブローカー対象に行われた。1989年の調査は4月はじめの20営業日について、356ディーラーと9ブローカー対象に行われた。1989年の調査については、イングランド銀行にポジションを定期報告する銀行に加え、イングランド銀行が1986年金融サービス法に基づき外為マーケットメーカーのリストに載せた金融機関も対象に含まれている。そのため原資料では banks ではなく principals と表現されるようになったが、ここでは銀行としている。1986年で取引相手の「その他市場参加者」は証券会社や商品トレーダーを指す。1989年では顧客に分類されている。取引通貨で ECU とクロス以外は全て対ドル。取引形態で「先渡し」は為替スワップを含み、期間が異なる反対売買の一方のみが計上されている。

出所) “The market in foreign exchange in London”, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, September 1986, November 1989 より作成。

電話がかかってくる。10時頃、つまり東海岸の5時頃からだ。顧客は間違いなく以前より長い時間取引している」と証言している⁹⁾。加えて、89年の対顧客直接取引15%のうち非金融企業は6%で、金融機関が9%になっている¹⁰⁾。国際証券取引の拡大が対顧客取引比率の上昇につながっている可能性がある。

取引通貨を見ると、自国通貨であるポンドの比率が最も高いものの、30%程度しか占めない。ポンドに続く地位にあるのがDMで、その他に大陸欧州の通貨はSwfr, Frfr, リラが個別に統計に載る規模の出来高を持つ。表3では西独は載っていないが、その他諸国の対ドル取引は相対的に小さい。これらDMを中心とする経済圏の諸国は相互に自国通貨建て輸出を行っており、そこから派生する各国通貨対ドルの取引がかなりロンドンに集まっていると見られる。域内の国際証券取引が拡大したことを考えると、その傾向が80年代に強まったと推察される。ECUやクロスの比率上昇もそれを示唆している。もちろん集中の範囲は欧州に限定されず、円やカナダ・ドルの取引も活発に行われている。ブローカー経由分を見ても銀行間の直接取引と取引通貨の内訳に大きな差はない。クロス取引がブローカー経由でも成立するほど厚みを持っていることが分かる。主要通貨に限られるとはいえ、クロスの厚みは多様な取引が集中していることを意味する。以上のように、圧倒的な取引規模、外銀シェア、取引相手と取引通貨の内訳は、いずれもロンドンの国際的な地位を反映している。

アメリカでは早い時期から外国為替市場の調査がなされている。それによると1980年から83年の伸びは小さい。この理由として、世界不況と債務危機で貿易の伸びが鈍化し、企業の貿易から生じる為替需要が後退したこと、お

9) Winder, "Loyalty comes to the fore", *op.cit.*, p.195.

10) "The market in foreign exchange in London", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, November 1989, p.533.

よび会計規則が変更されたことで換算リスクの先渡しによるヘッジが不要になったことが挙げられる。しかし同じ期間に、金融自由化によって業際間の壁が低下し、英日などの資本規制緩和から資本移動が拡大したことで、非銀行金融機関による外国為替取引が活発化した。この結果、83年には非銀行金融機関の外国為替取引が、非金融企業のそれを上回るようになった¹¹⁾。80年代の後半にはこの傾向に拍車がかかり、投資銀行が顧客としてではなく、外国為替サービスの提供主体として市場に参加するようになる。それとともに取引額の拡大に拍車がかかった。そのため、統計でも非銀行金融機関の取引を別項目で記載するようになった。国際証券取引の拡大によって売買が膨らむ構図はロンドンと同じであり、おそらくロンドンでも80年代後半に出来高の伸びが顕著になったと思われる。

NY とロンドンは類似性が高いが、あえていうならばNYの方が国際性は若干低い。表5を見ると、ロンドンよりも国内銀行間の直接取引がわずかながら多く、国際銀行間取引が少ない。ブローカー経由の取引でも同様に国内銀行間の比重が大きい。非銀行金融機関との取引中心に銀行の対顧客取引が拡大してる点は同じである。内外の内訳は分からないが、非銀行金融機関ディーラーについては国外銀行との直接取引が86年から89年にかけて急激に高まっている。ロンドンとの双方向取引をかなり含んでいると見てよいであろう。国外の非金融企業はロンドン所在でもNYに直接取引を求めることがある¹²⁾。それでも80年代半ばには、比較統計が公表される以前でも、ロンドンでの取引の方が大きくなっていると認識されていた¹³⁾。取引通貨は、ポンドが自国通貨ではないため比較的小さくなっているが、ほとんどロンドンと

11) Andrews, Michael D., "Recent Trends in the U.S. Foreign Exchange Market", The Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Summer 1984, pp.38-39.

12) 商品企業グループ Mann の財務担当者 Ted Holloway は「午後遅くはNYと直接取引する。ここで利用する銀行とは、アメリカでも信用枠を設定する関係を持っている。だからそれが最も簡単な方法」と証言している。Winder, "Loyalty comes to the fore", *op.cit.*, p.196.

表5 アメリカ市場の外国為替取引

		1980	1983	1986	1989
1日平均出来高(10億ドル)	銀行グロス取引	23.4	33.5	63.1	152.2
	銀行ネット	18.0	26.0	50.0	110.5
	非銀行金融機関グロス			13.9	31.0
	非銀行金融機関ネット			8.5	18.4
	ブローカー仲介分		14.1	25.9	56.9
外銀取引シェア(%)		39.0	43.5	37.4	40.0
取引の構成比(%)					
銀行取引					
取引通貨	DM	31.7	32.5	34.2	32.9
	ポンド	22.8	16.6	18.6	14.6
	カナダ・ドル	12.3	7.5	5.2	4.0
	円	10.2	22.0	23.0	25.2
	Swfr	10.1	12.2	9.7	11.8
	Frfr	6.8	4.4	3.6	3.2
	その他	6.0	4.9	5.8	8.3
	クロス				3.6
	取引形態				
	直物	64.2	62.9	63.2	63.9
取引相手	先渡し	6.0	3.9	4.7	4.2
	スワップ	29.8	33.0	29.8	27.0
	オプション・先物		0.3	2.3	5.0
	銀行間	91.5	87.4	86.6	82.0
非銀行金融機関取引	・直接国内銀行			16.3	16.1
	・直接国外銀行			22.5	21.0
	・ブローカー経由				42.2
	・不特定				2.7
	対顧客	7.2	11.9	11.5	13.0
	・非銀行金融機関		6.1	6.9	8.1
	・非金融企業		5.8	4.6	4.9
	取引所裁定メンバー	1.3	0.7		
	店頭オプション			0.4	3.5
	取引所経由			1.9	1.4
取引通貨					
取引形態	DM			31.5	28.5
	円			26.8	32.5
	ポンド			20.6	11.4
	Swfr			12.3	12.1
	カナダ・ドル			4.2	5.6
	Frfr			1.4	2.0
	その他			3.4	7.9
	クロス				4.5
	取引相手				
	直物			49.7	55.7
取引相手	先渡し			6.1	8.3
	スワップ			25.1	15.1
	オプション・先物			19.1	20.9
	銀行			62.9	58.8
非銀行金融機関取引	・直接国内銀行			23.5	17.7
	・直接国外銀行			16.9	22.1
	・ブローカー経由				14.5
	・不特定				4.5
	顧客			19.2	20.3
	・非銀行金融機関			11.5	15.9
	・非金融企業			7.7	4.4
	取引所			17.9	14.2
	店頭オプション			1.1	6.7

表5 つづき

		1980	1983	1986	1989
ブローカー取引					
取引通貨	DM	31.2	30.9	37.7	32.3
	ボンド	22.7	17.0	16.3	14.7
	円	13.7	21.1	22.0	26.9
	カナダ・ドル	11.4	11.8	8.0	5.9
	Swfr	7.9	9.6	7.1	9.5
	Frfr	7.3	5.7	4.1	1.9
	その他	5.8	3.9	4.8	8.8
取引形態	クロス				2.2
	直物	62.2	51.4	59.4	54.1
	先渡し	1.8	0.5	0.8	0.3
	スワップ	36.0	48.2	39.8	42.3
	オプション				3.3
取引相手	内ー内銀行間	53.0	53.7	52.1	53.4
	内ー外銀行間	43.1	41.5	30.0	32.4
	外ー外銀行間	3.9	3.2	3.5	0.9
	非銀行を含む		1.6	14.5	9.6
	不特定				3.7

注) 1980年の調査は3月に90銀行, 11ブローカー対象に行われた。1983年の調査は4月に119銀行, 10ブローカー対象に行われた。1986年の調査は3月に123銀行, 13非銀行金融機関, 9ブローカー対象に行われた。1989年の調査は4月に127銀行, 14非銀行金融機関, 13ブローカー対象に行われた。取引相手の内訳は, 1989年から銀行と非銀行金融機関のそれぞれについて, 対商業銀行の「直接国内銀行」, 「直接国外銀行」, 「ブローカー経由」, 対非銀行金融機関の「直接」, 「ブローカー経由」, 対その他全てと分類が変更されている。ここでは1980年から1986年の分類方法をそのまま1989年にも適用している。したがって, 調査対象銀行と調査対象非銀行金融機関との取引が, ここでは銀行の対顧客取引に分類されている。

出所) Federal Reserve Bank of New York, *Summary of Results of U.S. Foreign Exchange Market Turnover Survey*, 1983, 1986, 1989 より作成。

同じである。隣国で経済的結びつきが強いと思われるカナダ・ドルは徐々に比率が低下し, ロンドンでの比重とほとんど変わらなくなっている。そしてクロス取引がブローカー経由でも成立するようになっている。しかしその比重はロンドンよりかなり小さい。

似たような性格を持ちながら規模と国際性の両方でロンドンに劣る NY は,

- 13) 欧州トレーダーは取引終了前後でも NY でポジションを閉じたり, シカゴに損切り注文を出したりできるが, 同様のことは NY トレーダーにはできない。あるロンドン・トレーダーは「NY では昼食後に市場が停止する」という。だから NY では, ディーラーが早朝 5 時頃から仕事を始め, 3~4 時頃には帰ってしまう。ある NY ディーラーは「市場はそういうもんだし, それがマンハッタンの渋滞に捕まらない唯一の方法だ」と状況を説明した。Winder, Robert, "Be big - and bright", *Euromoney*, May 1986, p.201.

ロンドンでの取引を引き継ぐための市場という側面を持つ。ただ両市場の関係は一方的ではない。そもそも取引通貨でクロス以外は取引の一方がドルであり、アメリカにとっては自国通貨の取引である。そして表4と表5では外銀シェアに大きな差があり、その最大の要因は米銀がロンドンでは外銀で、アメリカでは自国の銀行ということである。またオプション・先物の取引はアメリカの方が大きく、特に非銀行金融機関で顕著になっている。これら米投資銀行はロンドンでもディーラーとして活動しており、オプション・先物などが欧州で活発化するのを主導していると考えられる。つまりロndonは、米系金融機関が本拠NYでの活動を補完するための市場という側面を持つ。

米銀は1960年代からロンドンを中心とするユーロドル市場の発達を主導してきた。それがNYーロンドンというドル取引の大動脈を形成した。しかしそれは米銀の活動のみによって支えられているわけではない。70年代には欧州の銀行が、本国顧客との取引や自国の貿易と関連した取引など、独自の活動領域を強化するためにユーロ市場の利用を活発化した。この過程でロンドンには欧州の金融センターとしての位置づけを確立する。さらに欧州の銀行はロンドンでの活動を補完し、国際業務の競争力を高めるためNYに進出するようになる。こうしてNYーロンドン間のドル取引が厚みを増し、両市場が国際金融の中心地として併存するようになった¹⁴⁾。外国為替取引についても70年代から両市場が世界の中心としての位置づけを獲得しつつあった。そして80年代に入ってから、特のその後半に国際証券取引が拡大する中で、それがさらに明確になった。

両市場と比較すると、3大市場のもうひとつである東京は様相が異なる。80年の外為法改正による対外取引の原則自由化にくわえて、84年4月には実

14) 詳細については拙稿「1970年代における欧州系銀行の対外進出とアメリカでの業務展開（上）」『商学論叢（福岡大学）』2006年3月、および「同（下）」2006年6月を参照されたい。

需原則撤廃，同年 6 月には円転規制撤廃と，一連の自由化措置によって日本の金融市場は急速に国際的な結びつきを強めた。外国為替市場においては国内銀行間の直接取引とブローカーの国外所在銀行への注文取り次ぎが，円・ドル以外についてそれぞれ84年 7 月と同年 8 月に，円・ドルについては85年 2 月に開始された¹⁵⁾。これと金融国際化が相まって，80年代に出来高が急拡大した。表 6 からその様子がうかがえる。出来高が急増する中で銀行間の直接取引が比重を高めている。ただし国内の直接取引はほぼ 1 年で 9.4% のシェアを占めるようになったものの，89 年まではその数字に変化がなく，国際銀行間の直接取引が拡大している。ブローカー経由の取引はシェアを落としているが，国際仲介では86年から89年でもかなりの伸びがみられる。外銀シェアは銀行間だけでなく，対顧客取引でも高まっている。以上から，国内銀行間取引がブローカー経由に偏っているとはいえ，性格がロンドンと NY のそれに収斂しているようにも見える。

しかし，取引通貨は円・ドルが圧倒的な比重を持っている。自国通貨取引の高さでいえば NY に似てはいるが，外貨部分に多様性が小さい点で全く異なる。クロス取引の比重は NY より高いが，それは対円の取引であり，ドルと多様な外貨との取引が集中して，その間でクロスが成立するようになっているロンドンとは大きく異なる。また対顧客取引の比重がロンドンや NY の倍程度になっていることも特徴である。これは日本が当時はまだ為銀主義をとっていたことが要因になっている。取引形態でのスワップの大きさは，部分的に対顧客取引の比重が高いことから説明される。為銀がそのカバー取引でスワップを主に利用するということである。これは従来から変化していない部分であると思われるが，80年代には円転規制撤廃で，為銀による円資金調達のための円転，および余資運用手段としての円投操作に関わるスワップ

15) 日本銀行国際局「東京外国為替市場の概要」『日本銀行月報』1991 年 12 月，4 ページ。

表 6 東京市場の外国為替取引

	1983年 4 月	1986年 3 月	1989年 4 月
1 日平均出来高（10億ドル）	12.5	48.0	115.2
外銀シェア（％）		30	35
対顧客		21.9	25.9
銀行間		33.4	38.4
構成比（％）			
取引通貨 円・ドル		81.6	72.1
ドル・DM		7.7	9.7
ドル・ポンド		2.6	4.3
クロス		1.5	6.1
取引形態 直物		40	40
先渡し・スワップ		60	57
オプション・先物			4
取引相手 銀行間比率	74	67	70
対顧客比率	26	33	30
銀行間直接取引		45.1	48.5
・対国内		9.4	9.4
・対国外		35.7	39.1
ブローカー経由		54.9	51.5
・対国内		38.8	29.7
・対国外		16.1	21.8

注）1 日平均出来高はグロスかネットかの記載は無いが、ロンドンと NY の数値と比較されており、それらが二重計算分を調整した後の数値であるため、それと同じと思われる。外銀シェアの内訳は、それぞれ対顧客、銀行間取引総額に占める比率であるため、合計は外銀シェアの数字とは異なる。

出所）対顧客と銀行間それぞれの外銀シェアおよび取引通貨の構成比は増永嶺「国際的重み増す東京外為市場（経済教室）」『日本経済新聞（朝刊）』1989年10月2日、その他は日本銀行国際局「東京外国為替市場の概要」『日本銀行月報』1991年12月のデータを利用し作成。

が拡大したといわれる¹⁶⁾。これは国内の金融ニーズを国外市場の利用で満たしていることを意味している。そして対顧客取引の大きさも、この文脈で把握しなければならない。

もともと日本の貿易は外貨建て、中でもドル建てが圧倒的な比重を占め、

16) 小倉，前掲，39 ページ。

そのため貿易金融はロンドン、NYに依存しなければならず、外国為替市場では円・ドル取引が中心になる。これも外国為替取引が対顧客取引によって規定され、かつ国内の金融ニーズを国外市場の利用で満たしている状態ではある。しかし80年代には対顧客取引の大きさが対外資本取引と関連しており、機関投資家による外貨資産運用の急増がその背景になっている¹⁷⁾。そして当時の対外資本取引では対米国債投資に加え、日本企業のユーロドル債を日本の機関投資家が取得するという迂回取引もかなり大きい¹⁸⁾。ロンドンとNYは国際証券取引の拡大の中で、世界から運用、調達、トレーディングを引きつけた。そして日本は、その全ての面において、他を圧倒するスケールで両市場を利用した。ドル取引に厚みを持たせたという意味では、日本がNYーロンドンというドル取引の動脈を支えたと見ることもできる。外国為替取引で世界の3大市場に入る東京の位置づけは、まさにこうした国際金融の構図を反映している。

(2) 企業の国際財務と外国為替取引

①国際財務の集中管理

1980年代における外国為替市場の世界的統合は、金融機関の競争・分業構

17) 「居住者の対外資本取引がこの3年間飛躍的に拡大し、日本の機関投資家が巨額の外貨債権を持つようになった。これに伴い為替リスク回避を目的とする外貨売買が87年2月のルーブル合意以降、同年10月のクラッシュを経て一段と活発化していることが、為替取引のニーズを著しく高めていると見られる。…市場参加者の実感でも、資本取引に関わる為替売買の1件当たり取引ロットは貿易取引に比べ桁大きい」。増永嶺「国際的重み増す東京外為市場（経済教室）」『日本経済新聞（朝刊）』1989年10月2日。

18) 1981～86年まで日本のルクセンブルグ向け投資は対外証券投資全体の25%を占め、対米投資に次ぐ地位を占めていた。それが87年30%、88年28.6%とシェアを高め、89年には42.2%と、対米23.3%を抜いて首位になった。こうしたルクセンブルグ向け投資の急増は、日本企業発行のユーロドル建てワラント債の日本への大規模な還流が、水増しされた対外証券投資フローとなっていたことに起因する。内田昌廣「逆流し始めたジャパンマネー」『東京銀行月報』1990年12月、14ページ。

造にどのような変化をもたらしたのであろうか。それを考察する前に、まず企業の国際財務管理とそこから生じる外国為替サービスへのニーズが80年代にどのように変化したのかについて見ておかなければならない。企業の多国籍化が進む中で為替相場の変動が激化し、為替リスク管理を集中する必要性が高まった。米企業の場合は、会計規則の変更によって外貨建て純資産の換算リスクを本社が一括して先渡しヘッジする必要がなくなったにもかかわらず、リスク管理を集中する傾向は一層強まった¹⁹⁾。

リスク管理の集中は70年代からの傾向であり、ラインボイスやネットイングなどの手法も一部ではすでに利用されていた。ただ70年代には為替管理の存在や利用可能なヘッジ手段の少なさが障壁となっており、著しく困難な場合を除いては資金調達と余資の運用ではもっぱら現地市場が利用されていた。これではグループ内の資金配分が最適化されない。現地調達はリスク回避にはなるかもしれないが、不必要に高コストになる可能性があり、グループ他社が余資を抱えている状況で行うなら非効率的である。これに対して80年代には資本自由化が進むと同時に、金融自由化で多様な調達・運用手段が開発され、それに応じてヘッジ手段も飛躍的に発達した。これにより調達・運用活

19) Kraft の財務責任者は会計規則変更への対応について次のように述べていた。「FASB52 でヘッジは評価リスクより取引リスクに重点が移るだろう。評価リスクでは長期 B/S 管理と調達時の資本構成に重点が移るだろう。これを反映してヘッジの実施や一部の意志決定が地域の財務部に移るかもしれない。しかし我々は中央による統制と意志決定の仕組みを維持しようと考えている」。「Will the new FAS 8 make exposure bearable?」, *Euromoney*, January 1981, p.81. 米企業を対象としたアンケートでは、リスク管理を完全に本社集中にする企業が 82 年の 60% から 84 年の 67% に増えた。ただし、一部権限委譲、大幅に権限委譲という回答は減ったものの、完全に分散化という回答が 2% から 6% に増えている。また年間売上高別に見ると、本社完全集中は 50 億ドル以上の最上位分類の会社で最も少なく、逆に完全分散は二番目に多い。Greenwich Research Associates, *International Treasury Services — Report to International Treasury Managers*, 1984, p.29. 規模が大きいほど完全集中が少ないのは、それだけ集中管理が困難になることを意味しているのかもしれない。しかし各子会社が完全に独自のリスク管理を行っているという状態が一般的とも考えにくい。地域本部制を採用していて、そこに権限を委譲しているのも、権限委譲という回答になっているのではないと思われる。

動を国際的に集中する条件が整備された。だからといって現地調達・運用が重要性を失ったわけではなく、その優先順位は高い。しかし企業の国際資金調達・運用に対する態度は徐々に積極化していった。

アメリカではすでに70年代に企業の保有現金が拡大し、運用ニーズが高まっていた。一方で、通信手段の発達とは、市場の取引終了後に現金が入ってきても、その時間帯に開いている市場で運用することを可能にした。一部の企業は国際運用の機会を積極的に利用し始める。例えば Dow は、77年のドル危機前に欧州の財務担当者が Swfr と DM に投資すべきと確信し、国内の CP で資金調達しなければならないほど大規模に Swfr と DM に投資した。その結果、Dow は同年の為替差損を76年の1/4に縮小することができた²⁰⁾。当時、Dow のような企業はいまだ少数派で、ほとんどは短期財務省証券くらいでしか運用していなかったが、国外での投資機会が利用できることに対する認識は広まっており、少なくとも在外子会社による本国送金に替わる選択肢にはなっていた²¹⁾。

ただし資金運用は企業にとっての本業ではない。80年代に資本自由化が進む中で、国際投資を拡大させていったのは各国の機関投資家や金融機関である。これにより企業にとってはむしろ資金調達面で国際活動の可能性が広がった。それは単に利用可能な資金量が増加したということではなく、投資家の多様性によってヘッジが容易化したことも大きい。70年代末に為替リスクを懸念して外貨調達をひかえていた米企業でも、規制緩和で解放された各国市場が通貨スワップによって結びつけられたことで、85年には140社が外

20) “Cash Management”, *Business Week*, March 13, 1978, pp.62-66.

21) Berkeley Consulting の Trueger は「ある英マーチャントバンクが米国内の外為顧客に国際分散を勧めた。彼らはまだ興味がない。保守的だ。しかし国外での現金余剰に国外投資が利用できることの認識は高まっている。彼らは常に本国送金するのではなく、それらを国外投資している」と証言している。Ensor, Richard and Pamela Clarke, “Forecasters are tougher, more mature - or missing”, *Euromoney*, August 1979, p.52.

貨建ての国際債によって資金調達するようになった²²⁾。主要13ヶ国についても、債券名目発行残高に占める国際債のシェアは80年代に4%から11%まで上昇し、公的部門は圧倒的に国内市場を利用しているのに対して、民間部門は国際債が90年末で1/5以上を占めていた。国際債の4/5以上は外貨建てであったが、通貨スワップによって自国通貨に転換された部分も大きいと考えられている²³⁾。

そして国際的な調達活動が、財務部の中で運用活動と結びつき、中央の財務部は企業内銀行のような活動をするようになる。例えば Dart & Kraft は、本業では地域毎に分散した意志決定を行っているが、財務では統一的な意志決定で本社財務部が内部銀行のような活動をする。調達については、国内利用目的でも国外調達することがあり、逆に国外利用目的でも国内調達することがある。調達手段としては、短期は米 CP 市場、中期はユーロ債市場の利用が最も多い。スワップ市場の発達で、それまでは利用できなかったリラ、NZ ドル、豪ドルなどの長期資金も利用できるようになったことがユーロ債利用の誘因となっていた。運用面では米欧で抱える現金、約3.5億ドルはユーロ預金で運用するが、年金資産では9%程度（1億ドル）を国際的な株式運用に回していた²⁴⁾。

22) Grant, Charles, "Mapping a route through the Euromarket chaos", *Euromoney*, January 1986, p.29.

23) Benzie, Richard, "The Development of the International Bond Market", *BIS Economic Papers*, No.32, January 1992, p.7, p.52. 主要13ヶ国はスイスを加えたG10とデンマーク、オーストラリア。国際債は外債とユーロ債の両方を指す。ユーロ債発行額は81年から86年までに8倍になり、国際債発行残高に占める比率は90年末に3/4以上になった。*Ibid.*, p.14. 通貨スワップのフロー金額は81年の15億ドルから86年の400～450億ドルに拡大しており、スワップ関連の新発債は81年の10億ドルから86年の330億ドルに拡大した。ドル建て以外のユーロ債でスワップされる比率は81年の1%から86年の24%まで上昇している。Hammond, G. M. S., "Recent developments in the swap market", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, February 1987, p.72. 金利スワップでは金融機関の利用が圧倒的であるが、通貨スワップは金融機関と非金融企業の利用が同程度になっている。"Swaps: versatility at controlled risk", JP Morgan, *World Financial Markets*, April 1991, p.6.

国際的な金融活動はそれ自体が為替リスクを伴うため、リスク管理業務も一体化して行わなければならない。80年代には金融子会社の設立が相次ぎ、役割分担は一様ではないが、それらは集中的な財務管理の中で中心的な役割を果たしていく。RJ Reynolds は、82年に FINCO を設立し、各拠点の取引を集約する。遊休資金の受け入れ、資金不足の子会社への貸出、先渡しを含む外国為替取引を FINCO が一括して行うことで、受け入れた遊休資金を含めてポジションの相殺範囲が広がり、資金利用の効率性が高まる。結果として外部取引のコストを削減することができた²⁵⁾。松下は86年5月に Panasonic Finance を設立し、翌月には1億ドルのユーロ CP プログラムを設定した。調達資金は、各工場が外国為替取引に関わらなくてもすむように、Panasonic Finance がスワップで必要通貨に転換して貸し出された²⁶⁾。このように基本的にはグループ資金のプールであり、内部で相殺しきれない部分は、タイミングを見ながら調達・運用・ヘッジ操作が行われる。

一部の企業はこれら基本機能を拡充することで、金融子会社を重要な収益センターにしている。例えば British Petroleum は80年代初頭にネットティングシステムを導入し、それを引き継ぐ形で85年に BP Finance International を設立した²⁷⁾。BPFI は子会社の外国為替取引を一括して引き受けるだけでなく、70社もの関連会社向け調達活動、長期金利スワップ、M&A の支援、事業ファイナンスグループによるリースや不動産信用提供なども行う。中でもトレーディング活動は活発で、ロンドン、NY、メルボルンにオフィスを持ち、外

24) 財務担当副社長 Alan J. Lacy の証言。同氏は、米企業がユーロ債を利用できることで、国内の大規模な国債発行に対抗しなくてすむとも証言している。Senate, Hearings, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, *The Internationalization of Capital Markets*, 99th Cong., 2nd sess., 1986, p.225.

25) Love, Martin, “How the last became first”, *Euromoney*, February 1986, p.41.

26) Pitman, Joanna, “In-house finance threat to banks”, *Euromoney*, October 1987, p.55.

27) Humphreys, Gary, “Fancy names do not a risk-free wager make”, *Euromoney*, May 1987, p.270.

国為替はもちろん、FRN、スワップ、オプション、政府債の24時間トレーディングを行う。外国為替取引の規模は最初の1年で1000億ドルにもなった²⁸⁾。BPほどではなくても、金融子会社に外国為替取引を一括すると、トレーディングの規模が膨らむことも多い。Peugeotの場合は外国為替取引の99%をスイスに集中するが、自動車生産は75%がフランスであるため、構造的なFrfrに対する外貨の売り手になる。それが外部から不利な建値をされることにつながらないよう、子会社のPSA Internationalは裁定取引を行ったり、構造的に買い持ちの通貨を買ったりしていた²⁹⁾。

②外国為替ニーズの多様化

以上のように、企業は国際財務を集中的に管理していくようになった。それは同時に、為替リスク管理が多様な調達・運用活動と結びつき、かつそれらの金融取引を企業が独自に遂行していくことを意味していた。これによって企業の外国為替取引がどのように変化したのかを、表7で確認したい。大まかな傾向として、企業が外国為替の取引相手を選択する要因として、価格の重要性が低下し、銀行との関係が重要性を高めていることが見て取れる。しかし、為替リスク管理が多様な取引と結びつくことから銀行との関係が重要になる側面はあるものの、企業が独自に金融取引を遂行する能力を高めることはむしろ銀行との関係が希薄になるという側面もある。実際には、多国籍化の程度や国際財務管理の集中度は企業によって大きく異なる。また同じ企業でも、独自で金融取引を遂行する能力は、分野や状況によって違ってくる。表7で、調査の一貫性といった問題はどのようなものもないが、それぞれの項目が意味するところについてはもう少し掘り下げる余地がある。

1970年代には Herstatt 危機で一時的に小規模銀行の淘汰が起こるが、その

28) Crabbe, Matthew, "Inside the new in-house banks", *Euromoney*, February 1986, p.32. ロンドンでの外為取引は86年全体で、銀行間取引を除く市場出来高の4%にもなった。Humpherys, "Fancy names do not a risk-free wager make", *op.cit.*, p.270.

29) Humphreys, Gary, "Peugeot puts it all together", *Euromoney*, May 1990, p.141.

表 7 企業が外国為替取引銀行を選択する要因

順位	1981	1982	1983	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1	価格 42.6	価格 69.9	価格 82.1	執行速度 70.8	執行速度 111.8	執行速度 84.6	銀行との関係	銀行との関係	銀行との関係
2	銀行との関係 22.9	執行速度 20	執行速度 34.5	困難・不活発な 市場での建値	市況の助言 104.5	銀行との関係 77.2	価格のみ	執行速度	市況分祈力
3	執行速度 10	銀行との関係 17.2	銀行との関係 32.6	68.2 市況の助言	困難・不活発な 市場での建値	困難・不活発な 市場での建値	市況分祈力	市況分祈力	執行速度
4	市況の助言 7.7	市況の助言 13.9	市況の助言 26	銀行との関係 58.6	銀行との関係 90.6	市況の助言 76.1	執行速度	価格のみ	価格のみ
5	見通しの助言 4.5	困難・不活発な 市場での建値	追加課金の水準 19.9	取引規模 53.8	見通しの助言 61.2	見通しの助言 68.8	銀行の格付け	専門サービス	企業ニーズへの 対応力
6	取引規模 1.8	追加課金の水準 8.1	困難・不活発な 市場での建値	見通しの助言 33.4	取引規模 57.9	取引規模 63.2	専門サービス	恒常的建値	トレーダーとの 関係
7	マイナー通貨取引 0.9	見通しの助言 3.8	見通しの助言 13.6	追加課金の水準 17	追加課金の水準 35.9	追加課金の水準 49.9	恒常的建値	効率的決済手続き	効率的決済手続き
8			取引規模 7.6				取引への積極性	取引への積極性	
9							効率的決済手続き		
10							其他活動の方針		

(注) 原資料で記載されているサンプル数は、81年70社、82年84社、83年95社、86年160社、90年176社。表の数字は、当該項目を最重視する企業数 + 2 番目に重視する企業数×0.9 + 3 番目に重視する企業数×0.8 という方法で独自に計算した。そのため、数字がある部分についてはランキングが原資料と異なっている部分がある。81年82年は2 番目まで、83年は3 番目まで、85年86年は5 番目まで、87年は7 番目まで順位が載せられており、それ以降はランクしかなかった。85～87年は、重視するのが当たり前ということで、価格の良さについては質問に含まれていない。

出所) Euromoney 各年の Annual Foreign Exchange Survey より作成。

後は取引量の拡大に応じて再び新規参入が活発化し、企業にとって取引相手の選択肢が広がった³⁰⁾。ある NY 拠点の中規模多国籍企業は、78年に30回の取引の内、24回で入札方式を採用した。その中で、大手行を退け、11回の入札に参加して8回の取引を獲得した New England Merchants National Bank of Boston は、外国為替取引以外にこの企業と取引関係がなかった³¹⁾。外国為替取引の規模が拡大するのに伴い、企業にとって価格の重要性が高まり、買い回り行動が一般化したのは間違いない。しかし入札方式には限界がある。相場の変動が速い状況で多くの銀行に連絡しすぎれば、価格が不利に動く可能性がある。一般的には他で取引関係のある大手3～4行に連絡し、その中で価格を比較する程度であった。しかも取引が大規模なら相場に与える影響が大きいため、大口取引では問い合わせ先の数が減り、最もよく知る銀行と取引する傾向があった。逆に取引が少額過ぎても多数の銀行に価格を確認して回る重要性は低下する³²⁾。

このように価格を重視するといっても、80年代初頭にはいまだ多くの場合で他の取引関係が前提となっていた。企業による国際財務の集中管理が進展することでこの状況に変化が生じる。早い時期から Exxon など一部の企業は、相場を不利にしないよう銀行に双方向の建値を提示させていた。これに対して Morgan Guaranty Trust（以下 MGT）のディーラーは、銀行間は互惠関係で対企業とは異なり、対企業で相手が売るか買いか分からなければスプレッドを大きくする可能性があると指摘していた³³⁾。ただ、これら企業は独自のトレーディングルームを抱え、銀行の顧客としてではなく、銀行間市場への直接的な参加者として取引を行う。そして他企業との比較だけでなく、銀行間での平均的なスプレッドよりも良い条件を獲得する³⁴⁾。80年代後半に

30) Group of Thirty, *The Foreign Exchange Markets under Floating Rates*, Group of Thirty, 1980, p.3.

31) “Choosing the world’s best foreign exchange dealer”, *Euromoney*, April 1979, pp.11-13.

32) *Ibid.*, pp.19-22.

は企業同士が銀行抜きに取引するようになるのではないかといわれるまでになった。優良企業の場合は信用力が銀行より高く、自己資本比率規制や取引の詳細な報告義務もない。またトレーディングシステム構築において過去の投資に足を引っ張られることもない³⁵⁾。つまり、これら企業は主要商品のブレインバニラ取引で銀行よりも好条件を獲得でき、その分野では銀行との関係を前提とせずにも価格を追求できるようになった。

表7で80年代後半には「価格のみ」という項目があがっているのは、企業が独自に金融取引を遂行する能力が高まったことを反映していると思われる。しかしその範囲は限定的にならざるを得ない。企業の金融子会社が普通銀行

33) *Ibid.*, p.22. *Institutional Investor* 誌によると、企業が銀行に双方向の建値を要求する慣行は、アメリカでは一部の企業にしか見られないが、欧州では一般的であった。本文でもあるように、米銀は企業が双方向の建値を要求することに批判的であるが、それではなぜ欧州で一般的なのかという問いに対しては、単なる慣行という程度の答えしか返さなかった。Dillon, Laura White, “The do’s and don’ts of foreign-exchange trading”, *Institutional Investor*, January 1980, pp.162-163. 単なる推測であるが、流動性の差が要因になっているのではないであろうか。欧州での取引時間帯には、ロンドンだけでなく、大陸欧州の主要市場でも活発な取引が行われている。したがって多様な通貨について、それぞれ多くの銀行が建値を提示すると思われる。企業が独自の金融取引をどの程度遂行できるかは、その企業の能力だけではなく、取引を行う市場の競争環境にも依存する。双方向の建値を要求できるかどうかについても、それと同じ事が当てはまるのではないであろうか。

34) 企業では、最も活発に取引する部類に入るところでスプレッドは5ペーシポイント（以下bp）程度であり、大手でも6~8, 8~10bpという企業が多い中で、内部銀行組織を持つ企業では1~2bpというケースがあった。これは銀行間の平均的な水準より好条件であった。“The world’s best foreign exchange dealer”, *Euromoney*, September 1980, p.99. イギリスでは為替管理撤廃によって、市場への参加が自由になり、一部の企業は内部銀行組織を立ち上げ、ディーラーとして市場に参加するようになった。“The market in foreign exchange in London”, Bank of England, *op.cit.*, September 1986, p.99. なお、82年の*Euromoney*誌による調査で、サンプル84社のうち、独自のトレーディングルームを持つ企業は30%であった。平均的にはディーラーを2人配置しており、多い企業では6人のディーラーを抱えていた。Shirreff, David, “Corporate treasurers climb on the forex roller coaster”, *Euromoney*, August 1982, p.66.

35) Roden, Michael D., “Forex funding free of banks”, *Euromoney*, May 1989, pp.102-103. これら企業は直物などで銀行間市場に直接参加するだけでなく、オプションでは売り手として市場に参加し、信用力の高さから取引相手として好まれていた。

として認可されることはなく、仮にあったとしても本来の目的から逸脱する。本体の財務管理に利用する以上、当然ながら本業の調達、現金管理、証券取引、財務計画に割かれる部分が大きく、銀行ほど柔軟なバランスシートを持たない。特別な取引についてはむしろ銀行との関係の重要性が高まることすらある³⁶⁾。銀行の外国為替業務が直物取引中心である点に変化はないが、80年代には珍しいクロスレート、broken dates、変種オプション、通貨スワップ、FRAなどの重要性が高まった³⁷⁾。例えばオプションでは取引所経由で利用する企業もあったが、多くは行使価格や満期などの柔軟性から銀行との取引を好んだ。銀行は、個々の取引リスクに対してオプションを販売するだけではなく、バランスシートを包括的に管理するパッケージの一部にオプションを組み込もうとしていた³⁸⁾。

市場参加者が増加し競争が激化する中では、主要通貨の直物など単純な商品は銀行にとって薄利多売で収益性が低い取引となる。同様の性格を持つ商品について、金融取引能力を高めた企業が、純粋に価格のみで取引相手を選択するようになったとしても不思議ではない。さらに、情報技術が発達し、同一情報が何千もの企業デスクに伝達できるようになったことがその傾向に拍車をかけた。企業はReutersやTelerateの画面を確認すれば簡単に最良価格を発見でき、価格を確認するために複数の銀行に電話をかける必要がなくなった³⁹⁾。そうすると、単純な商品はどの企業にとっても当たり前になり、

36) MGTのスタッフは企業の金融活動について「市場でのディーリングの潜在性に気付くことで、彼らはよりよい取引相手、顧客になる。彼らが専門性をつければつけるほど、彼らに新たなアイデアを売り込む機会が広がる」と指摘する。Crabbe, "Inside the new in-house banks", *op.cit.*, p.28.

37) Winder, Robert, "Be big - and bright", *Euromoney*, May 1986, p.186. broken datesは受渡日が規格外の先渡しや為替スワップを意味する。FRAはForward Rate Agreementの略。

38) Warren, Geoffrey, "Quick brown fox breaks forward over lazy scout", *Euromoney*, May 1987, pp.245-248.

39) Winder, "Loyalty comes to the fore", *op.cit.*, p.193.

銀行にはいかに付加価値の高いサービスを提供するかが求められるようになる。80年代半ばに、Citicorp のロンドン・トレーディングルーム責任者 John McFarlane は「価格はあまりに基本的すぎて、今ではルーティンの一部。取引獲得の必要条件で、十分条件ではない。他に基本的なことがある。顧客ニーズの理解。金融工学。我々はそれに集中する」と証言している⁴⁰⁾。表7で85～87年に最重要項目になっている執行速度には、規格化されない商品の価格計算を迅速に行う能力も含まれていると思われる。

銀行が企業のニーズに対応したサービスを提供することで、企業にとっては銀行との関係が重要になる。外国為替に関する助言サービスの展開がそれを示唆している。もともと外国為替の助言サービスは相場見通し提供であった。変動相場制への移行で為替リスクに直面した企業に、銀行は予想を提供していったが、多くの企業はすぐにその有用性を低く見るようになった。70年代の後半には、すでに企業の評価ポイントはサービスの幅広さに移っていた⁴¹⁾。企業が国際財務の集中管理を進めていく中では、求められるサービスの幅がそれだけ広がってくる。MGT 副社長の John Haseltine は次のように指摘している。欧米の企業は為替の変化がキャッシュフローに与える影響を把握することに関心を高め、財務部を業務意志決定に参加させることを考えている。こうした動きは総合的な関係を必要とするため、銀行とのつながりを確立することが重要だと考えられている⁴²⁾。80年代には、この傾向が強まり、それが表7で88年からの結果に表れるようになったと考えられる。

40) Winder, “Be big - and bright”, *op.cit.*, p.196.

41) Euromoney 誌が外国為替助言サービスに関するアンケート調査を大手 150 社対象に行ったところ、半分以上は相場予想だけでなく、エクスポージャー推奨など、サービスの広さを評価のポイントにしていた。MGT のスタッフは「アドバイザーは方向がわかっていてもタイミングや程度は分からないので、単純な予想は有用性が小さい。企業に役立つのはポジション管理の助言だ。企業は円や DM がどうなるかより、リスクをどのようにカバーするかに強い関心を持つ」という。“Mobbing up the treasurer”, *Euromoney*, August 1978, pp.15-17.

42) Ensor and Clarke, “Forecasters are tougher, more mature - or missing”, *op. cit.*, p.32.

しかし、ここである「銀行との関係」は必ずしも銀行による顧客囲い込みの成功を意味しない。上述のように、国際財務の集中管理は、総合的な取引の重要性を高める一方で、企業の金融取引能力向上を伴っている。企業はもはや単純な取引では銀行の助けを必要とせず、能力が向上するにしたがってその範囲が広がっていく。銀行が提供する総合的なサービスには、相場予想、市況分析、売買タイミングの助言、ポジション推奨、外国為替や資金ポジションの報告、事務処理の支援、調達や運用の助言と取引実行など、かなりの内容が含まれる⁴³⁾。これらのほとんどは、情報通信技術の発達によって細分化された電子銀行サービスとして提供されるようになる⁴⁴⁾。為替リスク管理が財務に統合される中では包括的な資金管理システムの重要性が高まるが、企業は単一の銀行に依存しすぎることを回避するためできるだけ多様なシステムを利用する傾向がある上、パッケージ商品の柔軟性のなさを嫌って独自の開発を進めることも多い⁴⁵⁾。さらにシステム販売は銀行間だけでなくベンダー企業も交えて競争が激しく、かりにシステム販売に成功したとしてもそれは取引の獲得を保証するものではない⁴⁶⁾。

このように企業にとって銀行との関係が重要になったといっても、それは全面的なものではなく、特定の分野やプロジェクトについてのもっとも当該企業のニーズを深く理解する相手と取引するというものであったと考えられる。しかも企業は単一の銀行に依存しすぎることがないよう、意図的に取引先を

43) 詳しくは“A guide to the banks and firms in the foreign exchange advisory business”, *Euromoney*, August 1978, pp.25-37 を参照されたい。それぞれの業者によって供給体制やサービス範囲は大きく異なる。

44) 例えば予想に関しては、Chase がすでに 75 年から数理モデルを使った外為予想を提供しており、顧客はタイムシェアでそのモデルを利用することができた。*Ibid.*, p.37. 売買推奨についても、Citibank はチャートプログラムを開発し、主要 5 通貨で取引シグナルを提供していた。Curtin, Donal, “What keeps Citibank above its rivals?”, *Euromoney*, August 1981, p.28. 外為取引と事務処理についても、Reuters を利用すれば、取引相手に迅速なアクセスが可能で、取引情報も自動的に作成することができた。“Reuters tightens the grip”, *Euromoney*, October 1983, p.390.

分散させていた。銀行の得意分野が市場、通貨、商品やサービスによって異なり、それぞれの分野で激しい競争が展開されていることは、企業に豊富な選択肢を提供する。そして質的な相違がなければ、最も良い価格を発見することも容易である。独自の金融取引能力が高く、活発に市場参加する企業ほど、多様な選択ができると思われる。

断片的なデータであるが、表8と表9を参照されたい。表8によると米企業は全体として取引銀行数を減らす傾向にあるが、最大規模の企業は85年から86年にかけて取引銀行数を平均1行以上追加している。取引額ランクで見ると最大の企業は84年から取引銀行数を増やしている。上位3行との取引シェアでは最大規模の企業とそれ以外でかなりの差があり、取引額ランクで

45) 企業がシステム供給銀行に口座を持てば、外為ポジションや資金残高を即座に把握できる。それが日々の取引を獲得する手段となると考え、特に米銀は欧州でも積極的にシステムの販売を進めていった。しかし企業は一つのシステムに縛られることがないよう、その利用範囲を限定した。Chaseのシステム販売担当は「我々は電子銀行業のグローバルな側面を協調するが、それは1つの銀行に依存することを意味する。多くの顧客はInfocashで1ヶ国につき1つのアプリケーションを伝統的な銀行関係と併用している」という。また端末を単一行のシステム専用にする必要もない。MGTの担当者は「ある顧客は1つの端末で4つのパッケージを利用している。彼はミニコンを購入し、4つにアクセスできるようプログラムした。状況はアメリカと変わらない。大手企業の98%は資金管理システムを利用している。それらの会社は平均で4-5の異なるパッケージを利用している」と証言する。Hoechstの場合は「パッケージが利用可能なのは知っているし、数年前に試してみた。結果は良くなかった。そこで、我々が展開する各国の文脈に合わせて独自のニーズに沿った独自のシステムを開発することにした」と財務担当者が説明する。Fallon, Padraic and Derek Bamber, "Electronic banking - The treasurer's dilemma", *Euromoney*, March 1983, pp.58-65.

46) あるソフト販売業者は「いくつかの企業は単一の銀行に依存することを懸念している。彼らは独立を維持する道を探している。それが市場を開けたものになっている」と、顧客獲得に自信を持つ。"Look out - the micros are coming", *Euromoney*, October 1983, p.396. Bankers TrustのAl Belinoは「我々が取引したいと望む顧客は、高額のネットワークを使って低コストで資金を移転するというものとは異なるサービスを我々に求めている。今の動きは、基本的な支払い処理を効率的に行えば、より収益的な取引がついて来るという想定に基づいている。しかしまさにその技術発達がその想定に会わなくなっている。人々は良い支払いシステムを利用するだろうが、他に何かするとは限らない」と指摘する。Winder, Robert, "The big banks get plugged in", *Euromoney*, May 1984, p.142.

表 8 米企業の外国為替取引での利用銀行

	年別平均利用銀行数						種別平均利用銀行数 (1986年)						上位3行 との取引 シェア(%)
	1982	1983	1984	1985	1986	米銀	米投資 銀行	カナダ 銀	UK 銀	スキャンジナ		オースト リア・ 極東銀行	
										ピア・大陸	欧州銀行		
企業規模 (売上高)													
50億ドル超	12.0	11.5	10.8	10.1	11.8	5.9	0.6	1.3	1.0	1.7	0.9	68.3	
21-50億ドル	7.2	8.2	7.6	7.0	8.1	4.1	0.3	0.8	0.6	1.3	0.4	78.0	
11-20億ドル	5.4	6.2	5.9	5.9	5.9	3.0	0.2	0.8	0.4	0.8	0.4	86.1	
5.01-10億ドル	5.3	5.4	4.7	5.1	5.2	2.8	0.1	0.7	0.4	0.7	0.3	90.5	
2-5億ドル	3.9	3.9	4.1	3.5	3.9	2.0	0.0	0.4	0.3	0.5	0.2	89.7	
2億ドル未満	na	3.3	4.3	3.1	3.3	1.2	0.1	0.2	0.4	0.8	0.2	92.7	
外国為替取引額													
5億ドル超	na	na	12.9	13.2	13.5	6.6	0.7	1.4	1.2	2.2	1.0	64.9	
1.51-5億ドル	na	na	8.3	8.1	7.6	3.8	0.3	1.1	0.7	0.9	0.4	80.4	
0.51-1.5億ドル	na	na	6.3	5.7	6.1	3.2	0.2	0.7	0.4	1.0	0.3	84.9	
0.21-0.5億ドル	na	na	5.0	4.9	4.4	2.4	0.0	0.5	0.3	0.7	0.2	92.2	
0.05-0.2億ドル	na	na	3.9	3.8	4.1	2.0	0.1	0.4	0.4	0.6	0.2	93.0	
500万ドル未満	na	na	2.7	2.5	2.6	1.4	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	96.8	
全企業平均	6.6	6.2	6.1	6.0	6.0	3.0	2.0	7.0	5.0	9.0	3.0	85.3	
サンプル企業数	366	562	544	482	642								

出所) Greenwich Associates, *Foreign Exchange Services* — *Report to Executives*, 1986, pp.13-17, p.30.

表 9 英企業の外国為替取引での利用銀行

	年 別					
	1984	1985	1986	1987	1988	1989
平均利用銀行数	6.9	7.2	6.5	6.7	8.8	9.1
銀行国籍別内訳						
UK 銀行	2.3	2.6	2.5	2.6	3.0	3.1
外銀	na	na	3.8	3.8	5.5	5.6
アメリカ	1.8	2.2	2.1	1.9	2.5	2.2
カナダ	0.4	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5
フランス	0.5	0.5	0.4	0.4	0.6	0.7
ドイツ	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
スイス	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4
ベネルクス	na	na	0.2	0.2	0.3	0.3
日本	na	0.1	0.1	0.1	0.2	0.5
アジア・太平洋	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5
サンプル企業数			369	387	348	386

	取引額別（1989年）						
	50億 £ 超	25-50 億£	11-25 億£	5.01- 10億£	1.51- 5 億£	0.5-1.5 億£	0.5億 £ 未満
平均利用銀行数	18.6	12.5	12.7	9.4	8.8	6.6	
銀行国籍別内訳							
UK 銀行	4.3	3.8	4.1	3.0	3.2	2.7	
外銀	13.4	8.3	8.1	5.9	5.2	3.5	
アメリカ	5.0	3.0	4.3	2.6	1.9	1.3	
カナダ	1.4	0.9	0.9	0.4	0.4	0.3	
フランス	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	
ドイツ	0.8	0.8	0.3	0.4	0.4	0.3	
スイス	1.1	0.7	0.3	0.6	0.3	0.3	
ベネルクス	0.6	0.5	0.2	0.3	0.2	0.2	
日本	1.7	0.5	0.6	0.4	0.6	0.3	
アジア・太平洋	1.2	0.8	0.6	0.3	0.5	0.3	
上位3行との取引シェア(%)	41.5	61.8	59.7	75.1	77.9	82.9	91.4

出所) Greenwich Associates, *United Kingdom Foreign Exchange*, 1989, pp.19-20, p.24.

見た場合は差がさらに大きい。取引相手が多様であることも分かるが、ここでは規模と取引額の最小ランクに入る企業でも、米銀だけに依存しているわけではないことが目につく。表9の英企業についてみると、全体で85年から86年にかけて減少した後は、取引銀行数の増加が続いており、特に外銀利用の伸びが大きい。米企業でも86年以降に取引銀行数の増加が起こっている可能性がある。英企業では取引額ランクでの内訳が89年についてのみ確認できる。これを見ると、最小ランクの企業でも外銀利用数の方が多い。上位3行との取引シェアは、取引銀行数の多さを反映して、米企業のよりも数値が小さい。

多国籍化の度合いや、独自の金融取引能力の程度は企業によってまちまちである。銀行との総合的な関係の重要性が高まったことは、もしかすると一部の企業にとっては、特定の銀行との関係を強めることにつながったかもしれない。しかし、少なくとも最大規模、それにまして取引が最も活発な企業は、取引関係をむしろ多様化させた。そして取引相手は一部の銀行に集中しているとはいえ、小規模な企業でも自国の銀行だけと取引を行っているのではない。つまり銀行との関係が重要になることと、既存の取引関係を超過して選択肢が広がることは、企業毎に異なるインパクトを持ちながら、同時進行している。そして、銀行の競争・分業構造はこの流れに対応しながら変化していくのである。