

外国為替市場の世界的統合と 金融機関の国際競争（上）

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

(以下次号)

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取引

(以下次々号)

- (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

は じ め に

ドル危機により1971年に金ドル交換が停止され、その後の通貨調整が失敗したことで主要国は変動相場制に移行した。それ以降、国際通貨・金融システムの混乱とアメリカの国際収支ポジション悪化との関係が繰り返し議論されてきた。その中で典型的なアプローチは、国際通貨ドルの供給方法に注目し、国際金融市場の安定にはアメリカの国際収支でどの項目が均衡すればよいかを考察する。こうした議論の出発点は、アメリカを「世界の銀行」とす

るキンドルバーガーらの見解である。そのため「世界システム」を統一通貨のドルが流通する閉じたシステムと見なし、「世界の銀行」の健全性に注目することになる。しかしこのアプローチは、論理展開に外国為替市場を包摂しない。現実の世界では閉じたシステムが各国単位で構築されており、それらが外国為替市場を介して連結されている。この認識に基づき、一部の論者は外国為替市場におけるドルの役割を中心に据えた国際通貨・金融システムの分析を行うようになった¹⁾。

その代表的な論者である山本氏は、アメリカの国際収支ポジション悪化と外国為替市場におけるドルの地位の関係を、1970年代から1980年代にかけて生じた外国為替市場の世界的統合という流れに沿って、次のように整理された。1970年代は国際資金循環を石油資金のリサイクルが規定し、途上国のドル需要が中心となって為替媒介通貨ドルの地位が確立した。これに対し、80年代は対米投資に代表される国際証券取引が国際資金循環を規定するようになった。これに歩調を合わせ、通信技術の発達と各国銀行の相互進出によって外国為替市場が世界的に統合された。この中でアメリカの債務国化は、ドル資産をヘッジしきれない状況を生み出し、国際証券取引を分散投資にした。これによりドル建て投資と同時に他通貨の取引も拡大し、世界的に統合された外国為替市場ではドルを介さないクロス取引が成立しやすくなった²⁾。

それでは、これがどのように国際金融システムの機能と関係するのであろうか。山本氏は『ドル本位制』が『システムの民営化』の下で円滑に運営されるためには、民間国際資本移動が基軸通貨国米国を中心に展開されること

-
- 1) 以上は山本栄治「『ドル本位制』下のマルクと円」日本経済評論社、1994年の補論「国際通貨論叢のサーベイ」を参考にしている。山本氏はドルの流通根拠を巡る論争として議論を整理されているが、「国際通貨と国際収支」の項目に分類されている一連の研究は、ドルが過剰かどうか主に主眼を置いているように見える。
 - 2) 山本栄治「戦後の外国為替市場と為替媒介通貨ドル（上）」『商学論叢（福岡大学）』1990年7月、および「同（下）」1990年9月。本稿では、クロス取引を非ドル間の直接取引という意味で用いる。

が必要条件³⁾であり、それを満たすはずの証券形態を中心とする国際資本移動が逆に制御不能となることで、システムが脆弱化したと主張される⁴⁾。ここで、国際資本移動が制御不能になったのは、アメリカの債務国化による「ドルの過剰」に起因するといえるのであれば、国際金融システムの機能は結局のところ「世界の銀行」の健全性に規定されており、マネーフローの変化と外国為替市場におけるドルの役割についての考察は、「世界システム」を統一通貨のドルが流通する閉じたシステムと見なすアプローチに後付した部分ということになりかねない⁵⁾。

国際金融システムの機能を分析するには、まずはそのシステムがどのように運営されているのかを解明しなければならない。そして分析の枠組みに外国為替市場を含める必要があるのは、金融システムが各国単位で構築されており、国際金融システムはそれらの集合体だからである。各国金融システムの性格は、そのシステムに参加する金融機関が競争と分業を通じて、決済、資金プール化、リスク管理といった金融の基本的な機能をどのように提供するかによって規定される⁶⁾。それと同じく、国境を越える金融機関の競争と分業が、各国金融システムを結びつけると同時に、国際金融システムの性格を規定すると考えられる。アメリカを中心とする国際資金循環も、外国為替

3) 山本栄治『国際通貨と国際資金循環』日本経済評論社、2002年、39ページ。

4) 同上、57ページ。

5) 上述の山本氏によるサーベイで、「国際通貨と外国為替取引」の項目に分類されている深町氏でも、国際金融システムの問題点をドルの過剰に求め、ドル過剰の論証には『マクミラン報告』の考え方を応用されている。深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店、1981年、146～154ページ。国際通貨成立の論理では周辺国によるドルの利用に着目されているが、国際金融システムの機能分析では「中心国の視点に立つ世界的資金循環論」を援用されているのではないであろうか。

6) 例えばCraneらは、金融の基本的な機能を特定し、諸機能のより円滑な遂行のために動的に新しい組織的な組合せが生み出されていくと考える。Crane, Dwight B. 他著、野村総合研究所訳『金融の本質』野村総合研究所、2000年、6～8ページ。但し、金融機関の分業構造が変化することは、必ずしも諸機能の円滑な遂行を保証するものではない。

市場におけるドルの地位もその反映に過ぎず、その変化は金融機関の国際的な競争・分業構造の変化によって引き起こされる。外国為替市場の世界的統合という流れも、同時期における各国金融機関の競争・分業構造の展開といかに対応しているのかという視点から把握しなければならない。

そこで、本稿では1970年代から1980年代にかけて外国為替市場の世界的統合がどのように進展してきたのかを検証し、それに応じて金融機関が提供する外国為替サービスの内容がどのように変化してきたのかを考察する。そしてこのサービス内容の変化が、国際金融市場における「金融革新」の下で展開した各国金融機関の競争・分業構造といかに対応しているのかを明らかにする。

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

1970年代は主要国が変動相場制に移行し、Herstatt 危機による一時的な中断はあったにせよ、為替リスク管理の必要性が高まるのに応じて外国為替市場の取引規模が世界的に拡大した。同時に1960年代から発達してきたユーロ市場が、変動相場制への移行によって銀行の為替操作における重要性を高めた。そのユーロ市場の中心として圧倒的な地位にあったロンドンが、外国為替市場としても当初から抜き出していたかという点、そうではない。表1を参照されたい。公式な統計によると、1973年においてロンドン市場での取引規模はフランクフルトのそれをかなり下回っており、チューリッヒにも及ばない程度であった。1979年にはロンドン市場の取引規模が拡大し、チューリッヒのそれを上回っているが、フランクフルトにはまだ届かない。また Deutsche Bank (以下 DB) の Trouvain は、80年末においても、独銀の為替取引高は大きく、フランクフルト市場における1日平均の取引高はNY、パリ、ロンドンのそれを若干上回ると主張している⁷⁾。

表1 欧州の主要外国為替市場

		1日平均 取引高(\$10億)	銀行間 取引比率(%)	対ドル 取引比率(%)
フランクフルト	1979	15	75-90	90
	1973	19-20		
ロンドン	1979	10-12	90	99
	1973	4-5		
チューリッヒ	1979	5	90	95-99
	1973	5-6		
パリ	1979	3-4	85-90	60
	1973	1		

注) チューリッヒの銀行間取引比率は、国内短期市場不在のために行われるドル建て預金の国内銀行間取引を除くと80~85%になる。パリの取引通貨はDMが約15%, Swfrと円がそれぞれ10%, 残りの5%がその他の通貨になっている。対ドル取引の比率は1970年の約80%から低下した。

出所) Group of Thirty, *The Foreign Exchange Markets under Floating Rates*, Group of Thirty, 1980, pp.14-15.

表には載せられていないが、G30の調査では、欧州以外でも特に極東で新たな為替取引センターが登場したことについて言及されており、例えば日本では為銀数が73年末の129行から79年7月の181行に、ブローカー数は同期間に6社から10社まで増加したことが指摘されている⁸⁾。また東京市場だけでなく、アジアでは香港やシンガポールが、東京と欧州の時間帯を埋めるだけでなく、実需も伴って外国為替市場としての地位を高めていた⁹⁾。しかし欧州以外で最も重要な市場はNYであり、NY連銀によるサンプル調査による

7) Trouvain, Franz-J., "Worldwide German Banking- I", *The Bankers Magazine*, Boston, Nov-Dec 1980.. p92.

8) Group of Thirty, *The Foreign Exchange Markets under Floating Rates*, Group of Thirty, 1980, p.13. ちなみに外為年鑑によると1977年における東京外国為替市場における銀行間ドル取引高は月平均で122億ドルになっている。外国為替情報社『外為年鑑』1978年版, 60ページ。営業日は20~23日くらいであるため、1日あたり取引高はおよそ6億ドルになる。

9) 「国際金融市場としての香港、シンガポールの発展について」、日本銀行『調査月報』, 1980年5月, 8ページ。取引拡大と同時に、対象通貨がドル・DMからドル・円にシフトしたとされる。

と77年時点で1日あたり取引高はすでに50億ドルになっており、それが80年には230億ドル超にまで拡大した¹⁰⁾。

以上とは別に、Giddy が独自の聞き取り調査をもとに、1977年における主要市場の1日あたり取引規模を推計している。それによるとロンドンが290億ドルと最大になっている。フランクフルトは独銀大手3行が約60億ドルの取引を行っており、それが25%のシェアであることから、全体では240億ドル程度と推計されている。他はスイスが180億ドル、アムステルダムが90億ドル、パリが50億ドル、ブリュッセルが20億ドルとなっている。欧州以外についてはシカゴの大手銀行による非公式の調査では、極東市場が1日当たり30億ドルで残りの地域は全体で50億ドルと推計されている。またGiddy は、上述のNY連銀による調査について、調査対象の不完全さと過少推計要因を考慮すると、77年におけるNY市場の1日あたり取引高は80億ドルだと主張している¹¹⁾。

G30の統計やTrouvainの指摘とGiddyの推計には相違があるが、包括的な統計が存在しない以上、各市場の取引規模による序列を特定することは不可能である。Giddyの推計は1年分のみであるし、聞き取りに依存している。G30の統計にしても、73年はスミソニアン合意が崩壊したことでドルからDMやSwfrへの逃避があり、79年には77年からのドル危機が影響しており、ともに特殊要因によってフランクフルトとそれより程度は小さいがチューリッヒの取引高を押し上げている¹²⁾。しかし総合すると、世界の外国為替取引が欧州に偏っていた状況から、70年代を通じて徐々に他の地域にも広がっ

10) Revey, Patricia A., "Evolution and Growth of the United States Foreign Exchange Market", Federal Reserve Bank of NY, *Quarterly Review*, Autumn 1981, p.32. 77年は4月の調査で対象は44行, 80年は3月で90行対象。Ibid., p.34.

11) Giddy, Ian H., "Measuring the World Foreign Exchange Market", *Columbia Journal of World Business*, Winter 1979, p.38. 過少推計要因とは、為替スワップ取引の一方のみを計上していることを指す。

12) Group of Thirty, *op. cit.*, p.14.

ていったこと、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ことがうかがえる。

フランクフルトやチューリッヒの存在にかかわらず、外国為替市場の規模については70年代からロンドンとNYを比較する風潮があった。Charles FultonのCourseは74年に次のような記事をEuromoney誌に載せている。「外国為替市場は国際金融と商業の中心地でありながら自国通貨が弱い場所で発達するといわれるが、これはロンドンを想定した議論である。銀行間取引の大部分が顧客取引から派生していたときにはそれが良く当てはまったが、現在は大部分がポジション取りで規模が拡大し、相場変動幅も大きくなっている。一部のめざとい外銀やブローカーは、米主要銀行が本拠の目が届く自国市場で主要トレーディングを行うようになることを見越して、NYに進出するようになった」¹³⁾。ロンドンの規模についてもNYとの比較が意識されており、Euromoney誌には次のような記事が載っている。「NYとロンドンで外国為替取引はどちらが大きいかという議論がある。NYでは数値は公表されているが、大銀行の一部は外国為替業務の大部分を在外支店が行う。一方、ロンドンの数値は公表されていない。—中略—。シティーのディーラー達は、公式ブローカー経由以外の取引を考慮すれば、ロンドンはNYに勝ると考えている」¹⁴⁾。

しかし少なくとも70年代の末までは、両市場ともに他を圧倒する外国為替市場の中心となる条件を欠いていた。ロンドンでは為替管理によって居住者向けの市場が公式市場と投資通貨市場に分断されており、居住者は対外投資では必要な外貨をプレミアム付きで購入し、その処分時は25%をプレミアム無しで売却しなければならなかった¹⁵⁾。また市場に主体として参加できるディーラーは、同じく為替管理によってイングランド銀行公認ディーラーに

13) Course, Basil, "London brokers overseas", *Euromoney*, June 1974, p.40.

14) Clarke, William, "The City of London", *Euromoney*, January 1978, p.71.

限定されており、彼らはディーラー間取引を Foreign Exchange and Currency Deposit Brokers' Association (以下 FECDBA) 加盟ブローカー経由にすることを義務づけられていた¹⁶⁾。それらブローカーは手数料体系が規制されており、100万ドル単位の取引で通貨によって14.60~242.3ポンドの手数料を課していた。最も安い米ドル/ポンド直物の14.60ポンドでも独仏伊の単一手数料水準よりはるかに高かった¹⁷⁾。

これらの障害にもかかわらずロンドンでの外国為替取引が拡大したのは、ユーロ債市場を含むユーロ市場がロンドンを中心に成長したことによる。ユーロ市場の成長は多くの外銀をロンドンに引きつけ、それら銀行はユーロ市場取引の延長として外国為替取引を手がけた。また各国通貨からのユーロ市場への投資や、ユーロ市場で調達した資金の各国通貨への転換は非居住者

15) "The investment currency market", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, September 1976, pp.314-317.

16) 公認ディーラー数は外国為替市場再開時の60行から、70年代初頭には200行以上に増加した。O'Brien, Stephen, "The money markets", *The Banker*, February 1973, p.198. FECDBAは、前身の Foreign Exchange Brokers' Association が67年にユーロ預金ブローカーを受け入れて改名した組織である。FECDBA設立によって取引規制が関係者の間で再確認された。銀行はロンドンでの外国為替取引を FECDBA メンバー経由でのみ行う。ユーロ預金取引では直接取引が認められるが、ブローカーを経由するときは必ず FECDBA メンバーを利用する。これはブローカーの FECDBA 加盟意欲を維持することが目的であった。Atkin, John, *The Foreign Exchange Market of London*, Routledge, 2005, p.131.

17) Mendelsohn, M.S., "New rules for foreign exchange brokers", *The Banker*, February 1979, p.47. 一部の公認ディーラーは非加盟ブローカーを利用することで手数料を節約した。代表例は74年にロンドンに進出したアラブ系の Sarabex で、100万ドル単位の取引に5.8~14.52ポンドの手数料を課していた。75年には British Bankers' Association 会長に就任した元イングランド銀行総裁の O'Brien が公認ディーラーに FECDBA 非加盟ブローカーを利用しないよう求める書簡を出したが、Sarabex は大陸欧州の回線を経由することでロンドンでの注文を獲得し続けた。その一方で Sarabex は EEC に抗議書を提出し、EEC は78年夏に FECDBA, BBA に対してローマ条約のカルテル規定違反調査の依頼を受けたと通知した。その年内に EEC とイングランド銀行が合資して、79年初めに新ルールが発効した。ブローカーの参入認可と監督はイングランド銀行の管轄になり、米ドル/ポンドの100万ドル単位取引に適用される固定手数料14.60ポンドは、8~9ポンドの範囲で自由化された。Atkin, *op. cit.*, pp.156-157.

による外貨取引である限りイギリスの為替管理の対象にはならない。ロンドンではこうした取引をひきつけることができた¹⁸⁾。しかし本格的な市場の拡大には、79年10月の為替管理撤廃が必要であった。これによりディーリングへの参加が自由になり、大手の米投資銀行や内部銀行を持つ多国籍企業が直接市場に参加するようになった。参入自由化はブローカー利用義務の徹底を不可能にし、80年1月にはその規制が廃止された。ブローカーは取引獲得のために競争的な手数料を設定しなければならなくなり、82年には取引金額に応じて手数料を変更することが認められる。そして85年になってようやく手数料が自由化された¹⁹⁾。

NYとはいうと、ロンドンと同様に、外銀の進出によって外国為替取引が拡大しつつあった。しかし取引の大部分は、欧州との直接取引が可能な一部の大銀行によって占められていた²⁰⁾。主要な市場として確立するのは、78年に一連の改革が行われて以降である。この年に、まず相場の表示形式が欧州のそれに合わされ、アメリカにとってはポンドを除いて外貨建てになった。そして国内銀行は直接取引を開始し、同時に国内のブローカーは国外所在の銀行から注文を受けるようになった。国内で一部の大手行以外が自由にマーケットメイクを行うようになると、欧州との通信コストを負担できない銀行

18) *Ibid.*, p.129. 独銀は一部の長期先渡し業務をルクセンブルグやロンドンに移管していた。業務を支えるユーロ市場がDMについてはルクセンブルグ、ドルについてはロンドンに存在していることがその理由であった。Group of Thirty, *op. cit.*, p.36.

19) Atkin, *op. cit.*, p.148, p.158.

20) NY市場の取引はMorgan Guaranty Trust（以下MGT）、Bankers Trust、European American Bank（以下EAB）、Marine Midland Bank、Chemical、Continental Bank International（Continental IllinoisのNY所在エッジ法子会社）の6行によって占められていた。他に活発な取引を行う銀行もあったが、マーケットメーカーというより、企業顧客の代理として活動していた。Welles, Chris, “The computer assault on New York’s foreign exchange market”, *Institutional Investor*, March 1976, p.33. 主要マーケットメーカーにCitibankの名前が挙がっていないのは興味深い。ただ、同行が対顧客取引を重視していたのか、ディーリングの拠点をロンドンにしていたのかは分からない。

でも最新の建値を得ることができるようになる。かつブローカー経由での取引実行が容易になることで、地方の小規模な銀行でもトレーディング部門を立ち上げて取引を拡大することが可能になった。一方でマーケットメーカーは国内市場の流動性が高まることで、ブローカー経由ではさばくことができない受渡日や金額の取引を柔軟に行うことができるようになった²¹⁾。

以上のように70年代におけるユーロ市場の成長にあわせて、各国の銀行がロンドンとNYに進出することによって両市場で外国為替取引が拡大するようになった。その中で規制緩和や市場改革によって両市場が国外市場との結びつきを強め、欧州以外での市場の成長を伴って外国為替市場の世界的な統合が加速する。そして両市場がその中心としての位置づけを獲得していくことになった。ただし、70年代は両市場ともいまだ抜きん出た存在ではなく、その途上であった。

(2) 企業財務と金融市場の統合度

ポンドの歴史的地位と戦後におけるドルの地位によって、ロンドンとNYでは外国為替市場が発達していなかったことはむしろ当然と考えられている。これらの市場が外国為替取引においても世界の中心になったことは国際金融システムの現代的性格を表すものとして多くの研究者に注目されてきた。例えば山本氏は、戦後は先進国の工業製品貿易で輸出国通貨を利用することが一般的になったことで、為替リスクを負担する為銀が持ち高操作と資金操作の関連を強め、その結果として国際金融市場が外国為替市場の中心地にもなったと説明される²²⁾。それではフランクフルトやチューリッヒの外国為替市場の大きさは、ロンドンとNY外国為替市場が小さかったことと同じ論理で説明できるかという点、さほど簡単ではない。貿易で輸出国通貨を利用す

21) Revey, *op.cit.*, pp.32-33, pp.42-43.

22) 山本「戦後の外国為替市場と為替媒介通貨ドル(上)」前掲, 167 ページ。

る傾向は、外国為替取引の大きい西欧諸国に当てはまる。西独とスイスはその中でも特に自国通貨建て輸出の比率が高い²³⁾。

スイスについては銀行の非居住者向け資産管理業務によって外国為替取引が拡大するのではないかと推測することもできるが、西独については困難である。周囲の多くの国が西独を最大の輸出先にしており、それらが輸出国通貨で表示されていれば西独で相手国通貨の取引が大きくなると考えられる²⁴⁾。しかし、70年代は西独の EC 諸国向け経常収支は赤字が継続しているものの、それは主にイタリアとオランダ向けであり、他国については黒字であることが多い²⁵⁾。仮に自国通貨建て輸出の比率が同じであったとしても、相手国の方がより多くの為替リスクを負担しており、それだけ外国為替取引が相手国で大きくなるはずである。いかに銀行間取引が対顧客取引から自立しているといっても、まったく無関係とは考えにくい。表 1 において、パリ市場で対ドル取引の比率が対顧客取引の比率を下回っているのは、対顧客取引における DM 取引の多さを反映して、銀行間でも DM・Frfr の取引が大きくなっているからではないかと考えられる。

それではなぜフランフルトの外国為替取引が大きいのか。一つには G30 も指摘する通り、DM 上昇を見込んだ投機的取引が特定の時期に売買を膨ら

23) 井上氏がアメリカを除く先進国の輸出入契約通貨を、年は異なるが 70 年代について比較されている。それによると西独とスイスは自国通貨建て輸出の比率が他国よりも高く、自国通貨建て輸入の比率も他国より高い。井上伊知郎『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済評論社、1994 年、7～8 ページ。

24) 77 年の数字を見ると、西欧各国で西独を最大の輸出先とする国および西独向け輸出比率はオランダ 30.9%、オーストリア 26.5%、ベルギー・ルクセンブルグ 22.4%、イタリア 18.6%、フランス 16.5%、スイス 16.5%、デンマーク 15.2% となっている。ちなみに同年における西独の主要輸出先とその比率はフランス 12.3%、オランダ 10.1%、ベルギー・ルクセンブルグ 7.9%、イタリア 6.8% になっている。山村信幸「西ドイツの大手銀行に見る国際化の要因」『長銀月報』No.169、1980 年 5 月、64 ページ。

25) “The balance of payments of the Federal Republic of Germany with the countries of the European Communities”, *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, July 1979, p.23.

ませていることは間違いない。しかしそれはあくまで上積み部分だと考えるべきであろう。もう一つは、相手国が負担する為替リスクの一部が、銀行間取引を通じて本国に戻ってくるのが考えられる。例えばフランスの輸入業者が西独からの輸入決済のために、仏銀に DM 買い・Frfr 売り注文を出すと、仏銀は国内市場でドル買い・Frfr 売り、西独市場で DM 買い・ドル売りを行って顧客取引で生じたポジションを解消するという具合である²⁶⁾。しかし、上で引用した DB の Trouvain は、独銀の外国為替取引はほとんど全てが顧客からの注文によって生じていると証言している²⁷⁾。これを鵜呑みにはできないにしても、取引の中心は対顧客取引との関係で生じていると考えるのが自然であろう。

ただ DM 建ての輸出取引でも、西独企業が本国市場を利用する可能性はある。Commerzbank の Reimnitz は、西独の輸出の80%が DM 建てであるが、多くは在外子会社経由で行われており、通貨リスクは企業内で負担されていると指摘する²⁸⁾。リスク管理が本社に集中されていれば、銀行との外国為替取引も本国に集中されることが多いと考えられる。例えば Siemens は、中央財務部が本社所在地のミュンヘンにあり、そこで外部資金調達活動、信用ポジションや流動性を管理する活動、第三国からの輸出を含む輸出信用、在外子会社の資金調達活動など、すべての活動を調整していた²⁹⁾。日々の現金管理は貨幣デスクが担当し、内部での現金移動を最小化、最適化していた。銀行関係はほとんどをミュンヘンに集中し、それで資金状況を把握していた。

26) 「ドルが為替媒介通貨の機能を果たす限り、西ドイツにおけるドルの取引量は、ドル建てを含む外貨建てだけで決まるのではなく、自国通貨建ての場合も、海外の銀行を通じて入ってくる」。西倉高明『基軸通貨ドルの形成』勁草書房、1998年、207ページ。

27) Trouvain, *op. cit.*, p.92.

28) Reimnitz, Jurgen, "The market has voted with its Deutschemarks", *Euromoney*, February 1979, p.93.

29) Muller-Zimmermann, Klaus and Gunter Schone, "How the company treasurer sees the Euromarket", *Euromoney*, April 1973, p.37.

為替リスク自体は在外子会社が負担していたが、ポジションをヘッジするか放置するか意志決定に本部が関わっている³⁰⁾。外国為替取引自体も少なくとも一部は本部で行われていたと考えられる。Volkswagen の場合は外貨建ての輸出も多く、そのためヘッジ操作を国内の金融子会社で集中して行っていた³¹⁾。DM 建て輸出についても外国為替取引は金融子会社が手がけていた可能性は高い。

域内取引が多く、それらが輸出国通貨によって表示されることで、欧州域内に展開する多国籍企業は複雑な為替ポジションを持つことになる。それを集権的に管理しようとするのはごく自然な流れである。それが外国為替取引の集中につながることで大陸欧州諸国の市場における取引が大きくなっているのであれば、それは外国為替取引は周辺国で行われるという理念型ではなく、むしろ多国籍企業の発達という現代的な性格の反映である。それなら外国為替市場の世界的な統合がすでに実現されていてもおかしくはない。しかし70年代に、それはいまだ途上であった。ロンドンやNY市場が抱えていた問題だけではなく、企業が財務活動を国際的に統合する上での障害が多かったこともその要因と考えられる。

IBM のケースでは、外為システムをNYで運営し、ロイヤリティー、配当、財・サービスへの支払いなど各国の子会社からNYに支払いがあるときはNYで外国為替取引を行っていた。それでも為替管理などの理由で世界的に移転できる資金プールを持たず、余剰資金の管理については現地の会社が独自に意志決定する。特定の場所で投資資金が必要になっても出来ることは

30) Bance, Nigel, "How Siemens runs its treasury", *Euromoney*, April 1977, pp.71-73. 明確な記述はないが、おそらくネットティングを利用していたと考えられる。本部がミュンヘンなので換算通貨はDMであろう。ネット尻を本部相手に受渡するとき、現地通貨建てなら本部が為替リスクを負うことになるが、DM建てにすれば現地子会社がりリスクを負うことになる。

31) Bance, Nigel, "The man who manages the finances of Europe's largest car manufacturer", *Euromoney*, May 1976, p.24.

支払時期の変更のみで、それも各国の規制が許す範囲で決定しなければならなかった³²⁾。British American Tobacco の場合は、余剰資金を本国に送金するようにとのイングランド銀行の要求に可能な限り従おうとしていたが、子会社所在国の規制によって不可能な場合があり、そのときには当該国の短期市場か銀行預金で余剰資金を運用していた。そもそも余剰資金の運用は各子会社の責任で、中央は助言を提供するだけであった。為替リスク管理についても、主要な方法は投資のある国で借入をマッチさせることで、これは財務の分散的意志決定と整合的であった³³⁾。

このように当時は為替管理の影響もあり、多国籍企業が組織的に資金を集中することは困難であった。ラインボイスなどの手法がすでに利用されていたが、それは部分的な解決策でしかなく、余剰資金の運用でも、資金調達でも、各子会社はもっぱら現地市場を利用していた³⁴⁾。これは受取勘定のリスク管理と財務機能が統合されていなかったことを意味する。ただ各国の為替管理だけがその要因ではない。為替リスクは、対外取引の方法、あるいは対外進出する場合は内外販売比率など、事業の性格によって影響が異なる。そのためリスク管理には事業計画段階から全社的にリスクを把握しておかなければならないが、多くの企業でリスク管理は財務の切り離された部門に割り当てられていた³⁵⁾。これは財務の重要性に対する企業の認識の問題であるが、

32) Townsend, C.C., "IBM's money operations worldwide", *Euromoney*, February 1974, pp.42-43.

33) Ogle, John, "Financing the world's largest tobacco company", *Euromoney*, January 1975, p.53.

34) Prindl, Andreas R., "Financial management in the multinationals", *Euromoney*, April 1975, p.73. 企業はラインボイスの過程で移転価格によりグループ企業間で利益の再配分を行い、国際租税戦略を展開する目的も持っていたが、国際的な監視や規制が厳しい状況ではその色彩が薄れる。もっとも重要なのは、一つの取引をラインボイス・センター所在国通貨か本国通貨を基準に仕切ることで、集約されたポジションの相殺が容易になることである。中条誠一「欧米多国籍企業の為替リスク管理システム(中)」『貿易と関税』1992年8月、62ページ。

利用可能な市場もリスク管理と財務の統合を阻んでいた。Seimensの財務責任者によると、受取勘定のヘッジは容易だが、実際には注文の記帳からリスクは発生し、そこから資金が入り始めるまで数年かかることがある。こうしたリスクをヘッジするのに利用できる市場は限られており、多くの通貨でヘッジが困難であった³⁶⁾。

つまり各国の為替管理と企業の財務管理体制が相まって、短期の受取勘定に関する為替リスクについては集権的な管理がそれなりに採用されていても、それが各国市場をまたいだ国際的な運用・調達活動には結びついていなかった。そして利用可能な市場が限られることも、国際財務活動を制約していた。ただし、市場の利用可能性については、その程度が問題になる。金融取引を現地で行うにも、それ自体が困難であれば国外調達せざるを得ない。現地市場の利用といっても、地域および取引の規模によってその程度は異なる。

British Petroleumの場合、西独などではもっぱら現地主要行と取引し、英銀や米銀でも取引がない。資金調達も基本的に現地で行うことで、現地の資産とバランスさせる。ただ、特定地域における精製で保証を得るなど、業務によっては現地の銀行では不可能なものがある。また長期資金に関してはロンドンだけが数億ポンド単位の資金を扱える。そこで現地での取引が困難な場合はロンドンを利用する³⁷⁾。Exxonの場合も戦後の交換性停止で送金リスクを避けるため現地金融を偏好するようになった。70年代にも為替リスク回

35) Waters, Somerset R., "Exposure management is a job for all departments", *Euromoney*, December 1979, pp.80-82. 当時は、方針と言うより人手不足のため、財務は保守的で他の業務から切り離されていた。銀行から大手通信会社の財務部に入ったあるスタッフによると「Fortune500の財務部で典型的なのは、担当者が1人で部下が2人。彼らは現金管理、年金などを担当している。担当業務と訪ねてくる銀行の相手で手一杯になり、その会社が何をやっているか知らないこともある」という状況であった。Fallon, Padraic, "The new hero of American business", *Euromoney*, March 1979, p.9.

36) Muller-Zimmermann and Schone, "How the company treasurer sees the Euromarket", *op. cit.*, p.41.

37) Morris, Q., "How BP manages its money", *Euromoney*, June 1973, pp.32-35.

避という目的から、それが継続していた。現地金融の利用は特に欧州とカナダに当てはまる。一方でベルシャ湾、アフリカ、その他いくつかの産油会社は余剰資金をNYに送金し、必要資金をNYから得ており、一般的に採掘では親会社の金融を利用していた。親会社の金融については為替リスクを考慮した後に各市場の調達コストを比較する。ユーロ市場を頻繁に利用していたが、ユーロ債市場は不確実性が高いと感じていたのに対して、ユーロ銀行借入は大規模調達で積極的に利用していた³⁸⁾。

石油産業の場合は地域毎の事業内容の相違が顕著であるが、先進国では現地金融、途上国ではユーロ市場を利用するという傾向は他の産業でも基本的に同じである。British Leyland Motorの場合でも、ユーロ市場で外貨を調達すると為替リスクを伴うことから、できる限り現地で資金調達する方針を持っていた。遊休資金に関しては、現地で銀行と良好な関係を維持しているため、基本的に持つ必要がないということであった。それでもスペイン子会社向け2500万ドルの調達ではユーロ銀行借入を利用した。現地での調達ができなかったからである。しかし同社はそれ外の理由でユーロ市場を利用することがある。72年にオーストラリアでの投資向けにユーロ債市場を利用した事例で、市場が小さすぎて思うように調達できず、金額が1億 Frfrと小さくなった。同社はこの調達をハードカレンシー地域向けにユーロ市場を利用する場合と説明している³⁹⁾。これは調達通貨の値上がりリスクを回避する、もしくは将来キャッシュフローが生じる通貨が負債の表示通貨に対して値上がりすることを目指していると解釈できる。

為替や金利の動きを予測しながら利用する市場を選択することは、各国の市場を結びつける推進力であるが、ヘッジ手段を欠いていたりポジション解

38) Collado, Emilio G., "How Exxon handles its finances", *Euromoney*, October 1973, pp.111-113.

39) Julien, Michael, "Britain's largest Exporter talks about its financing", *Euromoney*, August 1973, pp.50-51.

消が容易でなかったりすると、一過性の動きになりやすい。70年代の一時期に米企業は低金利を利用してDMやSwfrを積極的に調達していた。そしてDM調達の場合、それを西独で利用する企業は10社に1社ほどであった。しかし70年代末のドル危機で米企業は値上がり通貨の早期償還に向かった。DMの場合、それを西独の外で利用するために調達する企業は10社に1社あるかどうか疑わしいという状況になった。同時期に対ドルで値下がりする通貨についても、どこまで下落するのか判断しづらいため、そうした通貨を積極的に借り入れる動きは起こらなかった⁴⁰⁾。為替にせよ金利にせよその時々割安な相場は、市場の混乱で簡単に吹き飛んでしまう。もしそれに翻弄されるだけであれば、財務活動を国際化するのはまったく割に合わない。

ユーロ市場は各国の市場を結びつける上で多大な貢献をしてきたが、それは過度にドルに依存していた。比較的に発行通貨の多様化が進んでいたユーロ債でも、ドル以外の利用はもっぱら通貨不安に関連しており、発行業者がドルから離れてその時々強い通貨にシフトする動きの反映であった⁴¹⁾。投資家はそれぞれの通貨をそれ自体では評価せず、利回りの変化に応じた証券の入れ替えを行わない。かわりに為替の混乱に対応して逃避が生じる。当時、Goldman Sachsのトレーダーは「ユーロ債市場は為替取引の性格が強いので、その市場で一般的なマーケットメイクを行わない。我々は為替トレーダーではないので、リスクを把握できない。国内トレーディングとは同じ要領でできない」と証言している⁴²⁾。

ユーロ銀行貸出の主要な形態であるシンジケートローンはドルへの依存が大きい。そして大規模な調達が可能な一方でもっぱら変動金利であるため、

40) Strauss, Paul, "The new foreign policy of U.S. companies", *Institutional Investor*, April 1979, p.136.

41) Craven, J.A., "Waiting on inflation", *Euromoney*, September 1974, p.4.

42) Reich, Cary, "Can Eurobond dealers overcome their inferiority complex?", *Institutional Investor*, April 1977, p.119.

企業は主に途上国向けの大型プロジェクトで利用する。それも70年代末には限界が来ていた⁴³⁾。結局、多国籍企業といえども、多くの場合に財務は各事業単位の所在国で完結させており、限られた範囲でユーロ市場を利用していた。

(3) 米銀の国際ネットワーク

戦後、アメリカを除く主要国の銀行が国内の再建を最優先するのに対して、米銀はいちはやく対外展開を進め、国際的に店舗網を構築した。欧州では米系多国籍企業とそれに続く米銀の進出が特に多く、現地ではそれが脅威と受け取られた。60年代末頃から欧州の銀行も国際業務の強化に乗り出すが、当初はクラブを通じるユーロ市場業務がその中心で、そこでの関係が個別行による単独店舗網の整備にとって障害となることもあった⁴⁴⁾。結果として、欧州域内に全面展開する銀行は米銀だけという状態になっていた。

店舗網での米銀の優位は、欧州系銀行の国際業務だけではなく、国内業務の再編にも影響を与えた。The Banker 誌にはこれについて次のような記事が載っている。「現状の欧州銀行市場はいまだに国家的で統合されない個別市場の寄せ集めであり、数え切れないほどの国内法と規制によって互いに寸断された銀行制度に性格を規定されている。一中略一米銀が独自の支店網で欧州市場を覆ったことが、真の欧州銀行市場に向かう最初の推進力となった。この過程で各国市場の伝統的な構造が解体し始めた。すべての国で銀行業務

43) 単純な国際収支ファイナンス向け貸出でなくても、結局の所、返済は事業を展開する国の外貨準備に依存する。Siemens は、業務を行ういくつかの国で、それら諸国の借金体質が原因となって、ユーロ資金を見つけにくい状況になっていた。Bance, "How Siemens runs its treasury", *op. cit.*, p.73.

44) 主要国銀行の対外展開については拙稿「1970年代における邦銀の対外進出とアメリカでの業務展開」『商学論叢(福岡大学)』2005年3月、「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月を参照されたい。

の集中が起こり、それにより各金融機関があらゆるサービスを提供するという、いわゆるユニバーサル銀行業が進み、多様な機関を隔てる伝統的な壁は消滅していった⁴⁵⁾。

米銀の進出が各国の競争構造に一定の影響を与えたことは間違いないと思われる。しかし米銀の進出から各国における寡占化というのは、直線的な流れと考えるべきではないであろう。米銀進出の影響は、その程度と内容をもう少し整理して把握する必要がある。

表2を参照されたい。バランスシートの規模で言うと、米銀の活動はイギリスとバハマに集中している。在英支店は資金の源泉と用途の両方で銀行間取引が半分近くを占めているが、ネットで見ると外国公的機関が最大の資金源になっている。そして同一銀行他支店向け債権がネット用途で最大の項目になっている。一方、バハマ支店は銀行間市場と同一銀行他支店がネット資金源になっており、それを外国民間向けに放出している。この年は石油資金のリサイクルが始まった時期であり、これらの数字は70年代の特徴を映し出している。そして在英支店と在バハマ支店にそれが最も色濃く表れている⁴⁶⁾。

ケイマンの場合はネット資金源が同一銀行他支店に偏っていることを除くと、バランスシート構成はバハマとほとんど同じである。シンガポールの場合は銀行間で調達した資金を、主に同一銀行他支店向けに供給する構成になっている。ただバハマ、ケイマン、シンガポールはいずれも資金源のドル建て比率が著しく高く、オフショア業務向けの支店という性格を共有している。イギリスではこれらの地域と比較すればドル建ての比率が低いものの、それでも総じて60%を超えており、とくに最大のネット資金源については81.5%がドル建てである。その分、資金の用途についてもドル建て部分が大

45) Steuber, Ursel, "Differing strategies for Europe", *The Banker*, August 1975, p.951.

46) 70年代における国際的資金フローと、その中でのロンドン支店、バハマ・ケイマン支店の役割については拙稿「1970年代における国際的資本移動の拡大と米銀の国際業務」『商学論叢（福岡大学）』2001年3月を参照されたい。

表2 米銀在外支店の地域別資金源泉・使途 (1974年9月30日)

	UK				Bahamas				Cayman Islands				Singapore				
	ドル建て		構成比(%)		ドル建て		構成比(%)		ドル建て		構成比(%)		ドル建て		構成比(%)		
	金額 (\$100万)	比率(%)	源泉	使途	金額 (\$100万)	比率(%)	源泉	使途	金額 (\$100万)	比率(%)	源泉	使途	金額 (\$100万)	比率(%)	源泉	使途	
同一銀行内部																	
親銀行																	
源泉：対親銀行債権	635	0.9	2,373	8.9	196	8.9	1.5	2.1	34	0.7	0.5						
使途：対親銀行債権	2,721	3.8	396	1.5	83	1.5	2.1		12								
ネット	2,086		-1,977		-113												
同一銀行他支店																	
源泉：対他支店債権	5,428	67.6	5,870	78.6	22.1	12.1	35	0.9	1,183	91.4	23.7						
使途：対他支店債権	12,436	17.5	3,222	12.1	-1,237				763								
ネット	7,008		-2,648														
米国内市場																	
源泉：対米居住者債権	2,867	4.0	1,428	5.4	142	4.6	7.3	0.7	33	0.7							
使途：対米居住者債権	774	1.1	1,220	4.6	294	2			2								
ネット	-2,083		-208		152				-31								
外国銀行間市場																	
源泉：対外銀債権	33,766	67.6	12,684	97.3	47.8	36.4	46.3	33.4	2,347	92.0	48.3						
使途：対外銀債権	34,804	49.0	9,652	36.4	1,863				1,626								
ネット	1,038		-3,032		-23				-721								
外国公的機関																	
源泉：対外国公的機関債権	13,544	81.5	488	100.0	1.8	5.4	7.1	5.7	277	93.5	0.7						
使途：対外国公的機関債権	829	1.2	1,444	5.4	283				34								
ネット	-12,715		956		207				-243								
外国民間市場																	
源泉：対外国民間債権	12,181	65.9	3,122	96.4	11.8	37.3	32.8	20.1	766	78.9	15.8						
使途：対外国民間債権	16,883	23.9	9,899	37.3	1,319				977								
ネット	4,712		6,777		1,022				211								
その他市場																	
源泉：その他債権	2,543	3.6	581	2.2	152	2.7	3.5	5.1	252	5.1							
使途：その他債権	2,509	3.5	713	2.7	142				285								
ネット	-34		132		-10				33								
合計	70,965	100.0	26,546	100.0	4,020	100.0	100.0	100.0	4,862	100.0	100.0						
1店舗あたりの規模	1,280	(55店)	332	(80店)	91	(44店)			270	(18店)							

注) 1店舗あたりの規模は、合計欄の数値をカック内の店舗数で割って算出した。店舗数は1975年1月1日のもの。

出所) 店舗数は、U.S. House, Staff Report of the Committee on Banking, Currency and Housing, *International Banking, A Supplement to a Compendium of Papers Prepared for the FINE Study*, 94th Cong., 2nd sess. 1976, p.80の数, それ以外は Brimmer, Andrew F. and Frederick R. Dahl, "Growth of American International Banking: Implications for Public Policy", *The Journal of Finance*, May 1975, pp.350-358の数値を利用して作成。

表 2 つ つ き

	Switzerland			France			Germany			Japan		
	金額 (\$100万)	ドル建て 比率(%)	構成比(%) 源泉 使途	金額 (\$100万)	ドル建て 比率(%)	構成比(%) 源泉 使途	金額 (\$100万)	ドル建て 比率(%)	構成比(%) 源泉 使途	金額 (\$100万)	ドル建て 比率(%)	構成比(%) 源泉 使途
同一銀行内部												
親銀行												
源泉：対親銀行債務	9		0.8	44		0.6	90		1.1	1,961		20.0
使途：対親銀行債権	6		0.6	92		1.2	15			483		
ネット	-3			48			-75			-1,478		4.9
同一銀行他支店												
源泉：對他支店債務	425	73.6	39.9	1,277	83.2	16.6	2,875	34.0	36.4	3,369	88.8	34.5
使途：對他支店債権	349		32.8	1,924		24.9	2,748		34.8	822		8.4
ネット	-76			647			-127			-2,547		
米国内市場												
源泉：対米居住者債務	13		1.2	64		0.8	39		0.5	116		1.2
使途：対米居住者債権	25		2.3	94		1.2	1			13		0.1
ネット	12			30			-38			-103		
外国銀行間市場												
源泉：対外銀債務	182	30.8	17.1	4,234	66.2	54.9	3,864	14.9	48.9	611	47.0	6.3
使途：対外銀債権	325		30.5	3,098		40.2	2,147		27.2	3,645		37.4
ネット	143			-1,136			-1,717			3,034		
外国公的機関												
源泉：対外国公的機関債務	40	35.0	3.8	664	73.2	8.6	112	45.5	1.4	573	95.6	5.8
使途：対外国公的機関債権	57		5.4	123		1.6	255		3.2	12		0.1
ネット	17			-541			143			-561		
外国民間市場												
源泉：対外国民間債務	308	33.1	28.9	1,127	30.4	14.6	631	16.6	8.0	1,583	1.1	16.3
使途：対外国民間債権	239		22.4	2,106		27.3	2,008		25.4	4,194		42.9
ネット	-69			889			-1,377			2,601		
その他市場												
源泉：その他債務	88		8.3	303		3.9	284		3.7	1,546		15.9
使途：その他債権	64		6.0	275		3.6	723		9.2	600		6.2
ネット	-24			-28			439			-946		
合計	1,065	100.0	100.0	7,714	100.0	100.0	7,896	100.0	100.0	9,769	100.0	100.0
1.店舗あたりの規模	118	(9店)		454	(17店)		263	(30店)		315	(31店)	

きくなっていると推測できる。オフショア市場は結局の所、ユーロ市場であり、それはロンドンを核として世界中に広がっている。そして米銀はその結びつきを主導している。以上のバランスシート構成はその反映である。その規模の大きさは、影響の大きさも示す。ただし、オフショア業務が中心であることは、現地市場への浸透度合いがその分だけ低いことを意味する。

大陸欧州と日本の支店は一括りにできないが、フランスを除いて銀行間調達のドル建て比率が50%を切っている。民間部門からの調達にさらにドル建て比率が低い。外国民間部門への債権もそれなりの比重を占め、バハマとは違って現地通貨建ての現地貸しが大きいと考えられる。しかし現地への浸透度合いが高いとはいえない。スイスを除くと、外国民間部門への貸出が最大のネット資金用途になっており、それは貸出に対して十分な預金基盤を持っていないことを意味する。不足分の調達を独仏の場合は銀行間取引に依存している。フランスの場合は銀行間調達でドル建ての比率が高い。運用面でもドル建てが大きいのか、もしくは外国為替取引で必要な通貨に転換しているであろう。ドイツの場合はドル建て比率が低く、現地銀行間でのDM調達が大きいのではないかと思われる。在日支店は最大の資金源がネットでもクロスでも同一銀行他支店で、ドル建てがほとんどになっている。貸出ではインパクトローンが重要な業務であったし、当時は邦銀がドル調達に窮していたことから、ドル建てで銀行間に放出していたと考えられる。

スイスの場合は対外国民間部門がネット資金源泉になっており、現地での取引であれば、その点については現地化しているといえるかもしれない。しかし仮にそうであったとしても、最大の取引項目は同一銀行他支店であり、現地で自立した存在とは言えない。そもそもバランスシートの規模自体が小さく、個別では現地で寡占化を引き起こすほどの影響力を持ったとは考えにくい。これは他支店にも当てはまることで、進出数からみた1店舗当たりの平均規模で、ロンドンだけが飛び抜けている。ロンドンの場合は比較的小規

模の銀行も多数進出しているため、全域に店舗網を持つ大手行のみを取り出せば、その差はもっと大きくなるはずである。そして、そのロンドンの規模を支えるのはユーロ市場業務であって、国内市場に浸透した業務ではない。

一部の大手米銀は戦前から主要国に出店していたが、各国内に支店網を持っているわけではなく、取り立てや給料支払いなどの基本的な業務が困難なため、現地銀行と同じ土俵で競争できない。その上、地域によっては新規進出するときに、現地銀行がコルレス残高をライバル行に移すなどの抵抗を見せる。現地企業はもちろん、米企業子会社向けにも現地通貨での貸出が求められ、預金基盤のない米銀はそれを銀行間で調達しなければならないことから、Citibank や Bank of America（以下 BOA）は歓迎される場所にしか進出しないと表明していた⁴⁷⁾。

60年代にはいるとユーロ市場が発達し、資金調達の条件が変化する。これについて Citibank の社史には次のような記述がある。「ブラジルやアルゼンチンでは現地預金基盤を形成しており、銀行間市場でも地位が高かったが、欧州諸国ではそうではなかった。そこで企業への現地通貨貸出はユーロドルで調達し、外国為替市場で現地通貨を入手する一方、先渡しでドルを買っておくという方法で行った。これより頻度は小さいが、本店から支店向けにドルが供給され、それが現地通貨に転換されることもあった⁴⁸⁾。ユーロ市場は競争的で流動性が豊富であり、その中でも信用力の高い米銀はドルの調達力に優れる。これを現地通貨貸出にも利用可能なことで、各国市場の結びつきが強まったと同時に、米銀の活動余地が拡大したことは間違いない。しかしユーロドルの調達による現地貸出は競争的な方法というわけではない。Chase も現地貸出の資金を部分的にユーロ市場で調達していたが、多くは現

47) Pringle, Robin, "Why American banks go overseas", *The Banker*, November 1966, p.783.

48) Cleveland, Harold van B. and Thomas F. Huertas, *Citibank 1812-1970*, Harvard University Press, 1985, p.268.

地の短期市場か他行との特別貸出契約を通じたものであった。この時期の Chase は、ドイツでは現地貸出で米銀トップであり、フランスでは MGT に続く地位であった⁴⁹⁾。やはり現地貸出では現地銀行の協力が重要であり、ユーロ市場が発達したとはいえ、この分野での全面的な競争は困難である。

それでは、米銀はどのような分野に収益機会を見いだしたのであろうか。あるインタビュー調査において米銀が強い分野として米銀自身と他国の銀行が口をそろえたのは、外為ディーリング、外国取り立てと国際資金移転の取り扱い、およびシンジケートローンを含む外貨貸出であり、これらの活動における競争力は支店網によって支えられていた⁵⁰⁾。外為ディーリングについては、上述のように米銀がユーロドル取引を基盤としながら為替スワップによって現地通貨貸出を行っていたことから、それが基本的な業務であったことは想像に難くない。また米系多国籍企業との取引で、親子間の支払いに関連して生じる外国為替取引が NY で行われるようになったのは、70年代を通じて徐々に進行した過程であり、少なくとも70年代前半はほとんどの取引が現地で行われていた。これら対顧客の外国為替取引を吸収する銀行間ディーリングは、現地短期市場およびユーロ市場それぞれと裁定関係にある⁵¹⁾。ユーロドル市場で中心的な地位にあり、かつ各国に支店展開する米銀は、各国市

49) Wilson, John Donald, *The Chase: The Chase Manhattan Bank, N.A., 1945-1985*, Harvard Business School Press, 1986, p.182. Chase は日本では 60 年代に本店からのドル建てタームローンを開始した。これには邦銀からの保証が提供されていただけでなく、企業から円の保証残高を受け入れることにつながったため、それを現地貸出に利用できた。日本では西欧とは異なりドル建ての輸出入比率が高かったため、こうした方法が利用されるのであろう。

50) Fieleke, Norman S., "The Growth of U.S. Banking Abroad: An Analytical Survey", FRB Boston, *Key Issues in International Banking*, Conference Series No.18, 1977, p.33.

51) 60 年代に Citibank は欧州市場を重視し、支店の短期市場取引能力を高め、現地短期市場、外国為替市場、ユーロ市場の裁定に注力した。この目的で 60 年代初頭のフランクフルトを皮切りに、外国為替取引、現地短期市場取引、ユーロ市場取引を欧州の各支店で財務部門に統合していった。Cleveland and Huertas, *op. cit.*, pp.266-267.

場間のユーロドル市場を経由する結びつきを主導したといえる。

国際資金移転については、同一銀行の支店間なら電信電話での依頼が数分で完了するのに対して、コルレス網経由なら1日以上かかるため、支店網の重要性が顕著である⁵²⁾。企業の多国籍化で現金管理のニーズが高度化したにもかかわらず、欧州では最大級の銀行でも資本規模や店舗網などの問題から独自でニーズに対応するのは困難な状況であった。国際資金移転に対する企業の不満は大きく、欧州企業でほとんどのサービスを既存の取引先から受けていても、資金移転のためにいくつかの米銀と取引関係を維持している場合があった⁵³⁾。同時に米銀は独自の通信ネットワークを利用した現金管理サービスを欧州でも売り込んでおり、企業はそれを利用することで為替と資金のポジションを把握し、効率的なヘッジや資金運用を行うことができるようになっていた⁵⁴⁾。迅速な資金移転はそうした活動にとって不可欠である。ただし、多国籍企業が遊休資金をプールせず、運用を各事業単位で個別に行っているとすれば、銀行のディーリングがそれらをつないでいたということになる。

外貨貸出についても、支店網が不可欠である。例えば Siemens は借入で、金利だけではなく表示通貨や利用可能な場所を重視し、米銀とどの地域の支店からでも資金を引き出せる契約をしていた⁵⁵⁾。ただし、この場合の支店網はあくまで国際的なもので、現地支店網ではないことに注意しなければなら

52) Robinson, Stuart W., *Multinational Banking: a study of certain legal and financial aspects of the postwar operations of U.S. branch banks in Western Europe*, Leiden: Sijthoff, 1972, p.198.

53) de Saint-Phalle, Thibaut and John Heptonstall, "International banking services in Europe—a user's view", *Euromoney*, February 1973, pp.7-8.

54) 米銀は欧州において工場計画、販売、生産など産業毎に各分野の専門家を雇うことで顧客ニーズの把握に努め、現金管理システムの売り込みを強化していた。Nalin, Domenico Franco, "Cash planning and managing corporate finances", *Euromoney*, February 1976, p.82.

55) Muller-Zimmermann and Schone, "How the company treasurer sees the Euromarket", *op. cit.*, p.38.

ない。現金管理サービスにしても、もともとは州際支店が禁止され、支払い手段として一般的に小切手が用いられるアメリカの事情に合わせて開発されてきたものである。貸出についても大手米銀は日常的な接触も、オーバードラフトを通じる日々のモニタリングもない国内の事情に合わせて、calling officer や account executive を利用したサービスの販売、中期ファシリティー提供と詳細な契約書作成といった手法を培ってきた。そして国内の分断された市場に対応したこれらのサービスや手法を、国際業務でそのまま利用することができる⁵⁶⁾。そうすることで企業が資金運用・調達のほとんどを現地銀行に求める中でも、米銀は預貸取引を獲得することができた。

しかし70年代には米銀の国際業務で最大の収益機会はやはりシンジケートローンであろう。企業が資金調達を現地で行うのは、それができる場合であり、大型プロジェクトや途上国ではその限りでないことは既に見た通りである。また信用分析や詳細な契約書作成といった手法の利用では、まさに大型のシンジケートローンがうってつけである。プロジェクト向け貸出は、いくつかの米銀でユーロ貸出の30~40%を占め、その中で特にエネルギー関連が多かったといわれている⁵⁷⁾。米銀は極東、中東、南米などにマーチャントバンク子会社を設立し、シンジケートローンの委任状獲得競争で優位に立っていた。そしてそれら貸出はユーロドル市場を原資としているため、委任状獲得後の作業はほとんどがロンドンで行われていた⁵⁸⁾。

以上のように、企業の資金運用・調達活動のほとんどが現地で完結し、そこに米銀の入り込む余地は小さかった。しかし米銀はユーロドル市場を活動の起点とし、店舗網を利用して、為替スワップによる現地通貨貸出、ディー

56) Vittas, Dimitri, "How far is the US ahead in financial innovation?", *The Banker*, May 1985, p.50.

57) Hanley, Thomas, "How profitable are US banks' overseas operations?", *The Banker*, September 1975, p.1087.

58) Curran, William G., "How the medium-term market in Euroloans is changing", *The Banker*, January 1976, p.61.

リングと裁定活動，資金移転およびシンジケートローンによって収益基盤を確立していった。それが同時に分断された各国市場をユーロドル市場経由で結びつけることにもなった。そしてこの結びつきのあり方は，多国籍企業が発達し，高度なリスク管理手法が開発されていながら，為替市場がもっぱら対ドル取引で構成され，欧州各国で経済規模に対応したかのように分散している構図と符合している。