

外国為替市場の世界的統合と 金融機関の国際競争（下）

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

(以上前々号)

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

(以上前号)

- (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

(3) 銀行の外国為替取引と資本市場業務

①対顧客取引の強化とトレーディングルームの集約

1970年代の後半から、米銀に対抗するように各国の銀行が対外進出を進め、80年代にはその動きが最大手以外の銀行にも広がっていった。外国為替ディーリングはユーロ銀行間取引とならび、最も基本的な業務で、ほとんどの銀行が手がける。企業が為替リスク管理と多様な調達・運用を結びつけ、外国為替取引でも24時間トレーディングを行うようになることで、市場規模は拡大するが、それだけ競争も激しくなる。この中で、広範な支店網を持つ

大手の銀行が支配的な地位を占めることになる。

ディーリングへの大規模なコミットには、銀行自体の規模が不可欠である。小規模な銀行では信用枠の問題から大口注文を処理することが困難である¹⁾。また競争が激しく、スプレッドが薄いことから、量をこなさなければ利益につながらない。そして量をこなすこと自体が競争力の源泉にもなる。例えば、石油会社は特に政府出資の場合に特別な情報を持っており、それが売買に反映されると考え、スプレッドが極めて小さくても取引を積極的に受ける銀行もある²⁾。石油会社に限らず、企業からの注文は市場の基本的な傾向をつかむ上で重要な情報源になると考え、個別の取引で損失を出したとしても銀行は取引を獲得しようとする傾向がある³⁾。そうすることで市場の動きに対応した正確な価格設定が可能になり、市況に関する助言などで優位に立つことができる⁴⁾。さらに、注文が集中すれば、金額や受渡日などで特殊な取引を処理することも容易になる。

注文を集中させるためには広範な支店網も必要になる。企業の求める通貨が多様になれば、それぞれで競争的な価格を提示できなければならない。しかし支店や子会社で進出し、現地通貨に直接のアクセスを持たなければ、取引が特に大きいDMなどの主要通貨以外について薄いスプレッドの取引をするのは不可能である⁵⁾。また取引金額が大きければ、自らの売買が市場を不利な方向に動かすことがないように、企業は活発な売買が行われているタイミングを選ぶ必要がある。かりに金額が小さくても、そうした市場ではス

1) Chaseの外為販売部 Brian Brownは「小銀行は問題が多い。大口注文を受けても、他行との取引上限に直面し、小分けにしなければならぬ」と指摘する。Curtin, Donal, "What keeps Citibank above its rivals?", *Euromoney*, August 1981, p.28.

2) Group of Thirty, *The Foreign Exchange Markets under Floating Rates*, Group of Thirty, 1980, p.20.

3) Humphreys, Bary, "Now customers are ringing the changes", *Euromoney*, May 1987, p.227.

4) Winder, Robert, "The traders whose customers love them", *Euromoney*, May 1984, p.205.

プレッドが薄くなっていると考えられる。そこで、財務担当者は取引時間の初めや終わりに、隣接する時間帯でトレーディングを継続している銀行に注文を出す傾向がある⁶⁾。通信コストが下がってくれば、企業は直接国外に注文を出そうとする。その時でもやはり、銀行にとってあらゆる時間帯の市場に出店し、それらを利用して24時間取引を受け付けることが、企業との関係を強化する上で不可欠である⁷⁾。

膨大な注文を正確に処理し、それと並行して顧客のニーズに対応した多様な商品の価格を迅速に提供し、かつ自行のポジション管理を行うには、それに見合う設備投資をしなければならない。手作業の時代には、取引が激しくなると、ディーラーはポジションを頭で把握するのに忙しく、取引記録をチケットに記入する余裕がなくなった。Citibankではいち早く取引記録を自動作成できるようにしていた。また、ポジション、満期の追跡・記録や信用枠管理のプログラムである Fees を動かしていた大型 VDU を小型 Apple に入れ替え、各ディーラーのデスクに設置した。ディーラーは先相場、ポジション管理、顧客情報、EMS の通貨ポジションと、必要に応じてスクリーンの表示を切り替えることができ、独自のプログラムを追加することも可能になった⁸⁾。

5) Curtin, "What keeps Citibank above its rivals?", *op.cit.*, p.27. マイナー通貨については基本的に発行国の銀行が利用される。その中でこの記事が出た 81 年に、Citibank はサウジ・リヤル、オーストラリアドル、香港ドルで主要な銀行として企業から名前を挙げられている。

6) *Ibid.*, p.28. ある米企業の財務担当者は「ベルギーフラン (Befr) はブリュッセル市場が開いているときに最良の価格が得られる。欧州市場が閉まっていれば Befr のスプレッドが広がる。NY が欧州と同じ深さを提供できるのは DM, Frfr, まだけだ」と指摘している。"Choosing the world's best foreign exchange dealer", *Euromoney*, April 1979, p.26.

7) Winder, Robert, "Loyalty comes to the fore", *Euromoney*, May 1985, p.196.

8) Curtin, "What keeps Citibank above its rivals?", *op.cit.*, pp.30-32. 手元に利用できるコンピューターが配置されていなかったとき、ディーラーは電卓で必要な計算を行っていた。

80年代の半ばにはコンピューター化されたディーリングルームが一般化する。データのデジタル転送とビデオスイッチ技術の発達で、ディーラーは膨大な情報を整理・加工することができるようになった。Control Data でビデオスイッチの VAQ システムを担当する Chris Manderson は「第1世代のビデオスイッチ技術を使って、画面を切り替えるだけでは不十分だ。他通貨裁定、規格外日数利回り計算やクロスレート計算は、デジタル転送するのに理想的なアプリケーションだ」と説明する。事務処理の効率化も同時に進行し、ディーラーによるキーボードや磁気パッドの同一操作が、内部ポジション維持システムの更新、確認処理手続きの開始、価格の Reuters などへの転送を自動的に行うようになった⁹⁾。これらの装備なしには、すばやい動きの市場に対応できず、必要な商品を提供することもできない¹⁰⁾。

しかしこうした設備投資は銀行にとって損益分岐点の上昇を意味する。一方で競争の激化から、外国為替ディーリングでの収益機会は縮小していく。これにより、多くの銀行がマーケットメイクの役割を見直し、特に特定通貨や時間帯で双方向の建値に消極的になっていった。縮小した部分については、互惠の必要が無く、ポジション調整が容易なブローカー経由の取引が利用される。そうすることで銀行はフルタイムのディーリングスタッフを削減することができる¹¹⁾。総合的なマーケットメイクを提供する最大手の銀行でも、広範な店舗網のすべてで同じ規模のディーリングルームを持つことは困難な

9) Winder, Robert, "The computers begin to run the show", *Euromoney*, October 1985, pp.290-291.

10) Chemical の Ken Herz はビデオスイッチングの必要性について「動きが遅ければ大きな違いはない。しかし数秒が長い時間になるような市場では大きな違いだ」と説明する。またオプション、FRA、スワップなどの価格計算も、規格外日数利回り計算やクロスレート計算と同様、特殊なソフトが必要になる。Winder, "Loyalty comes to the fore", *op.cit.*, p.199. 85年秋頃から、ドルが下落する過程で多様なクロス取引が拡大しはじめたが、それはコンピューターの発達以前は不可能だったといわれている。Winder, Robert, "Be big - and bright", *Euromoney*, May 1986, p.198.

11) Andrews, Michael D., "Recent Trends in the U.S. Foreign Exchange Market", The Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Summer 1984, p.43.

上に効率も悪い。それでも24時間ディーリングを行うために、支店網は維持しなければならない。情報通信技術の発達は、それら支店網の集中管理を促すと同時に、主要な活動を各時間帯における中心的な店舗に集約することを可能にした。

80年代初頭には国境を越える同時専用回線を敷設するのは困難で、経費も莫大であったが、80年代半ばには大手市場参加者はほぼ例外なく衛星やケーブルを通じて世界中をカバーする専用回線を保有するようになっていた¹²⁾。支店間外為システムも開発され、周辺の支店は中心店舗の処理機能にアクセスし、中心店舗と同じような顧客対応ができるようになった¹³⁾。さらにグローバル・リミット・システムが開発されたことで、銀行は世界中の店舗で保有するポジションを、本部で集中的に管理することが可能になった¹⁴⁾。こうした技術発達に呼応して、銀行は主要拠点に大規模ディーリングルームを設置し、その中に多様な機能を集約した。例えば Barclays はブローカーの De Zoete, Bevan とジョバーの Wedd Durlacher と共同で Barclays Bank を設立し、そこに国際、国内両方の外国為替部門を統合していった¹⁵⁾。大型ディーリングルーム設置は当時の流行であり、Citibank も Billingsgate にサッカー場ほど

12) 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、114ページ。

13) IP Sharp が Doris を開発し、その販売権を Midland に付与した。このシステムは相場情報通信と同時にディーリングシステムとして機能し、支店はマイコンか IP Sharp のタイムシェアリング・ネットワークを経由してロンドンの処理機能にアクセスすることができた。但し国際業務を念頭に開発されたものではないため、初めは国内支店展開する機関向けに販売された。“Doris goes to the market”, *Euromoney*, May 1984, p.209.

14) 初期グローバル・リミット・システムは IP Sharp と GEISCO が開発していたが、それらは銀行の内部システムとは分離されていた。80年代後半には IP Sharp が SWIFT と協力して STREAM を開発した。利用銀行は SWIFT とポジション管理システムへの二重入力を回避できる。BIS Software も入力データが自動的にポジション管理システムのデータベースに転送される MIDAS を開発していた。そして Internet System Corporation がインターネットを開発したことで、時間帯をまたぐ拠点間でも、恒常的な情報の同化が可能になっていた。Shale, Tony, “Keeping risk at bay in the global banking era”, *Euromoney*, January 1987, pp.70-73.

の大きさがある統合ディーラー室の建設を進めていた¹⁶⁾。

これら巨大ディーリングルーム設置は、顧客との総合的な関係を強化する動きに対応している。Citibank は他に先駆けて企業向けディーラーと専門ディーラーを分離し、企業向けディーラーを財務サービス販売要員として位置づけていった。80年代の初頭にはそれが他行でも一般的になった¹⁷⁾。Citibank の場合は外為部門が3部構成になっている。顧客ディーラーは受けた注文を顧客マーケットメーカーに流す。この顧客マーケットメーカーは顧客ディーラーに価格を提示する義務がある一方、銀行間での取引も行う。そして銀行間トレーダーは純粹にトレーディングから利益を上げる。Chemical の場合は2段階で、顧客ディーラーは自己ポジションを持たず、顧客の求めに応じて銀行間トレーダー達から価格を入手する。銀行間トレーダーは自己のポジションが悪化しても顧客ディーラーに価格を提示する義務がある¹⁸⁾。Bank of America (以下 BOA) も2段階で、ロンドン店はメインディーリングフロアを中心に、顧客ディーラーが小型円形劇場のように席を並べている。そして専門ディーラーはトレーディングに、顧客ディーラーは顧客サービスに専念する¹⁹⁾。

顧客ディーラーは単に外国為替の注文を顧客から取り次ぐだけではなく、フルラインサービス提供のインフラになっている。Citibank のロンドン店財務マーケティング副社長 John McFarlane は次のように自行のサービス体制を説明している。「我々は外国為替、資金、リスクと、あらゆる短期金融を顧客に提供する体制が整っている。顧客に選択肢を提供する。当行の顧客

15) Winder, "Be big - and bright", *op.cit.*, p.191. この背景として, Barclays の外為責任者 Christakis Pavlou は「欧州, アメリカ, アジアでも, より多くの顧客がロンドンと直接取引するようになっている」という傾向を指摘している。

16) Humphreys, "Now customers are ringing the changes", *op.cit.*, p.232.

17) Curtin, "What keeps Citibank above its rivals?", *op.cit.*, p.32.

18) Humphreys, "Now customers are ringing the changes", *op.cit.*, pp.232-234.

19) Winder, "The traders whose customers love them", *op.cit.*, p.206.

ディーラーが全てに対応するか、顧客が要望するあらゆる専門家に彼らを取り次ぐ。顧客担当，顧客ディーラー，銀行間ディーラー全てが協力する。ボンド借入を求める顧客がいれば，その他様な手段について顧客に説明する。LIBOR もできるし，ドル調達でスワップも可能。BA を複数市場で利用するのも可能。その中で最も安価な方法を提供する」²⁰⁾。

統合ディーリンググループは，従来の取引を大規模に集中する機能と，サービス提供での革新性を両立している。それは二重の円で構成されており，内側は大規模ディーリンググループで確固とした価格を提供する。外側は顧客向けポジション管理や商品開発が行われる。中核となる直物デスクが大量の取引を処理し，日々のポジションを管理する中で，価格設定の基礎が得られることには変化がない。新しいのは周囲を MBA 取得者などが取り囲むようになったことである。対顧客取引では，より助言を重視した手法が，従来の取引中心の方法に取って代わっていった。Midland のロンドン財務責任者は「PhD の連中が部屋をうろついている。全部門がテクニカル分析を利用している。MBA からきた連中もいる。以前はそんな連中は全くいなかった」と状況の変化を表現している²¹⁾。

そして情報・通信技術の発達で，専用回線の敷設など顧客へのアクセスを容易にし，情報の集約が必要な自行の国際的ポジション管理と高度な計算が必要な商品の開発，価格設定を可能にした。また多様な商品を包括的に販売することは顧客のニーズにきめ細かく対応することを前提としているが，実際のサービス提供は電子銀行業というかたちで効率化が進められていった。一方で以上を実現する人員の配置と膨大な設備投資は，ディーリングの機能

20) Winder, "Loyalty comes to the fore", *op.cit.*, p.197. また Citibank では，最も取引が活発な顧客は銀行間ディーラーと直接取引する。

21) Winder, "Be big - and bright", *op.cit.*, p.186, p.196. Royal Bank of Canada の Graham McDonald は，70 年代には二流のディーラーが企業担当に配置されていたが，80 年代には一流ディーラーが企業向けに配置されるようになったと指摘する。Lee, Peter, "The corporate dealer is the star", *Euromoney*, May 1988, p.66.

を中心的な拠点に集約することを促した。それがロンドンやNYであり、それらの市場は外国為替取引の世界的な中心地であるだけでなく、他の金融取引においても中心地であることはいうまでもない。

②投資銀行との競争

大規模ディーリングルームを設置する動きは商業銀行に限らず、当時は投資銀行業界でもトレーダー増員と最新機器の設置が競って行われていた。ロンドンではCityが手狭で、かつ既存のオフィスビルが最新機器の設置向けに建設されていないなどの理由から、Morgan StanleyやCSFB率いるコンソーシアムがIsle of Dogsを金融センターとして再開発する計画を進めていた²²⁾。金融業界全体でトレーディングの重要性が高まり、各種市場の結びつきが強まったことが、この背景にある。大規模トレーディングルーム設置の目的をShearson Lehmanの資本市場業務責任者は「我々が活動する市場で、全てのトレーダーを同じトレーディングフロアに配置したい。各業務には相互の影響がある。我々は米政府債のトレーディングを行っており、ギルトのトレーディングを開始するときは、それぞれのディーラーを隣り合わせにしたい」と話していた²³⁾。

1980年代に入って投資銀行各社は、社内でそれぞれ独立して行われていた種々の固定金利証券トレーディングを統合し、各市場の裁定を行いやすいようにしていった²⁴⁾。80年代の半ばにそれら業者の収益率が高まったのは、それまで分断されていると考えられていた市場が技術発達によって結びつけられ、適切なソフトを持つ業者にリスクがほとんどない豊富な裁定機会をもたらしたからであるといわれる²⁵⁾。発行業務も、一括登録制の導入やbought deal

22) Winder, Robert, "All the world's a trade", *Euromoney*, October 1985, p.285.

23) Winder, "The computers begin to run the show", *op.cit.*, p.287.

24) Rohrer, Julie, "Revenge of the bond trader", *Institutional Investor*, April 1986, p.92.

25) Fingleton, Eamonn, "Is Wall Street heading for another Crash?", *Euromoney*, October 1985, p.362.

の普及でトレーディングの性格が強まっていた。ユーロ債市場では特に競争が激しく、発行業務自体の収益性は小さかったが、多様な裁定機会を利用するためにスワップ、オプション、外国為替取引などが付随することで、業者は伝統的な業務における収益性低下を補うことができた²⁶⁾。こうした流れの中で、投資銀行のトレーディング活動には自然に外国為替が加えられるようになった。

70年代には、投資銀行は顧客からの外国為替の注文を商業銀行に取り次いでいた。しかし国際証券取引が拡大する中で、商業銀行が外国為替ディーリングから記録的な利益を上げるようになるのを見て態度を変化させた²⁷⁾。NYでは国際的な資金調達・運用やM&Aに関連する外為サービス提供を活発化させ、80年代半ばには外国為替取引額がすでに非金融企業を上回る規模に拡大していた²⁸⁾。ロンドンでは為替管理の撤廃に伴う参入自由化で、投資銀行がディーラーとして市場に参加し始め、資本市場業務でパッケージの一部として外為サービスを提供していった²⁹⁾。取引拡大に対応し、投資銀行はディーラーの増員も進めた。Phibro-SalomonはロンドンでChemicalからポンド/ドル取引の主任ディーラーを引き抜いた。NYではMorgan StanleyがFirst Chicagoから外為チームをまるごと引き抜いた。人数もSalomonでは82年に4人だった通貨ディーラーが86年には40人程度にまで増加しており、Morgan Stanleyでも同じような人員の増加があった。こうして投資銀行は商業銀行

26) French, Martin, "Beware of the bear", *Euromoney*, August 1986, p.62.

27) Lewis, Julian, "Record profits change minds", *Euromoney*, May 1989, p.93.

28) Andrews, "Recent Trends in the U.S. Foreign Exchange Market", *op.cit.*, p.40. AT&TはOlivettiを買収したとき、仲介したMorgan Stanleyに必要な外為購入も依頼した。規模は4300億Liraで、Morgan Stanleyはこの取引を誰にも気付かれないまま先渡し市場に滑り込ませた。Salomonは86年に1週間でオーストラリアドル債発行を3本手がけた時、結果として5億米ドル相当の通貨取引を同時に手がけた。Winder, "Be big - and bright", *op.cit.*, pp.197-199.

29) "The changing foreign exchange markets", Bank of England, *Quarterly Bulletin*, June 1986, p.212.

との競合関係を強めることになった³⁰⁾。

多くの投資銀行は派生商品に専門性を持つ。Salomon のロンドン外国為替責任者 Chad Dickson は「ボンドの計算は中期スワップに应用できる。株式オプションの延長で通貨オプションができるのも同じことだ」という³¹⁾。オプションを扱える商業銀行は少なく、多くは特定通貨のオプションを特定の顧客に提供するのみであった。また投資銀行はボンドに限らず、CP でアメリカ国内調達した資金をスワップし、国外での運転資金に利用できる外貨 CP プログラムを積極的に販売していた³²⁾。これら活動と外国為替ディーリングの関係について Goldman Sachs のロンドン副社長 Michael O'Brien は「我々は大手ボンド商会だ。外国為替も提供するのは自然だ。それで one stop shopping を提供できる。我々は主要通貨について選択的にマーケットメイクを行う。すでに店頭通貨オプション市場で主要な地位にある」と語っている。同社 NY 外国為替取引責任者 Mark Winklemann も「ボンド発行を手がけると、特にスワップが絡んだとき、通貨取引も依頼される。他方で Goldman 内部からの需要もある。国外の資本市場にも活動を広げている。だから通貨へのアクセスが必要だ。そのためには独自で通貨市場に参入するのが最良だ」と外国為替業務の重要性を説明している³³⁾。

商業銀行の側でも投資銀行との競争が意識され、外国為替業務と資本市場業務が結びつけられていった。Chemical は NY で全トレーディング業務を一つのディーラー室に集約した。資本市場経営役員 Waite Rawls は「今朝、財務省証券に関して会議を行った。議論の主要部分は円ドル相場についてだった。内部でこのように話すので、顧客にも同じような話をする」と、外国

30) Winder, "Be big - and bright", *op.cit.*, p.197.

31) Lewis, "Record profits change minds", *op.cit.*, p.93.

32) Reier, Sharon, "Wall Street muscles in on foreign exchange", *Institutional Investor*, January 1984, p.274. 外貨 CP プログラムは、それを銀行の外為取引の代替物とした企業、銀行からの信用枠を持たない企業などに利用された。

33) Winder, "Be big - and bright", *op.cit.*, p.199.

為替業務と債券ディーリングの結びつきを指摘する³⁴⁾。Midland は外国為替業務を強化する上で、投資銀行を目指した。ロンドン財務責任者 Graham Simister は「外国為替で Barclays がロンドン最強の銀行だと思う。しかし彼らのようになることは十分ではない。Salomon Brothers のようになりたい。我々は商業銀行としての顧客を持っている。しかし投資銀行はユーロ債や企業金融での活動を通じ、より高い分析能力を開発してきた。外国為替市場の変化は急激で、我々は彼らが我々の顧客を奪う前に、彼らと同様の技術を身につけたい」と語っている³⁵⁾。

以上のように、一方で商業銀行は外国為替業務で対顧客取引を拡充するため、資本市場業務を含む包括的なサービス提供ができる体制を整え、他方で投資銀行は国際証券取引が拡大する中でトレーディングに外国為替を加えた。そして双方が、多様な商品のトレーディング活動を主要拠点に集約した。ここから、ロンドンと NY が世界の外国為替取引で中心地になったことが、資本市場業務で投資銀行と商業銀行の競合が強まったことと対応していることが分かる。各国投資家による国際分散投資が広がり、企業は有利な条件の通貨で調達した資金を必要な通貨にスワップするようになる。これら多様な通貨と市場がからむ取引を金融機関が仲介する上で、ロンドンや NY でのディーリング活動が核となっている。ディーリング活動の集約が活発な裁定活動を容易にしておき、多様な通貨を直接結びつけ、資金調達・運用での手段や通貨の選択肢を広げた。

クロス取引の拡大はその反映である。コンピューターの計算能力向上は裁定機会の発見を可能にし、ディーリングルームの集約はその機会の利用を容易にした。銀行によってはディーリングルームの組織を変更してクロス専属トレーダーを配置し、一部の銀行では対ドル直物デスクとは独立したクロス

34) *Ibid.*, pp.191-193.

35) *Ibid.*, p.197.

建値デスクを設置した。また区分自体を撤廃した銀行もある。例えば Swfr・ポンド専属トレーダーが、Swfr とポンドというゾーンの中心となるようディーラー間の情報交換を整理し、ポンドの大口注文が入ると、クロストレーダーがより広い範囲から対応可能通貨を提供するといった具合である³⁶⁾。これによりポジション取り、ポジション解消の可能性が飛躍的に広がった。起債通貨の多様化が進むユーロ債のディーリング中心地で、金融機関の大規模ディーリングルームが集中するロンドンには、特にクロス取引が活発であった。

統合ディーリングルームにおいて、多様な需給が集中する範囲は直物為替だけではない。クロス取引の拡大は、スワップで多様な通貨が利用されるようになった帰結でもある³⁷⁾。ロンドンの Chase Investment Bank は、86年のスワップ取引で75%がドル市場だったが、87年は約55%を欧州通貨市場で行った。Morgan Guaranty Trust (以下 MGT) のスワップ責任者も「ドル市場で最も活発に活動しているが、欧州通貨と円のシェアが高まっている」と状況の変化を指摘する³⁸⁾。そしてここでもロンドンの重要性が大きい。特に活動の大きい米商業銀行が、本国における資本市場業務を制限されていることもその要因になっている。MGT の NY スワップチームは5人の人員を抱え、世界的な顧客基盤を持つが、部分的にはユーロ債引受で地位を高めるロンドン子会社 Morgan Guaranty Ltd.(MGL) からの需要に対応していた。MGL のスワップチームは7人で、多くの機関が NY よりロンドンで多くの業務をこなす傾向を反映していた³⁹⁾。

商業銀行と投資銀行の競争という場合、それは主に米系機関のことを指し

36) Lewis, Julian, "Crosses to bear in mind", *Euromoney*, May 1989, p.97.

37) 顧客は複雑なスワップを何種類も利用するのではなく、必要な取引だけでヘッジできることを求める。そのためクロス取引能力が顧客にアピールする。Humphreys, "Now customers are ringing the changes", *op.cit.*, p.237.

38) Pitman, Joanna, "Swooping on swaps", *Euromoney*, January 1988, pp.70-74.

39) *The Global Swaps Market*, Supplement to *Euromoney*, June 1986, p.58.

ている。業際規制の存在がアメリカ国内の資本市場業務で米投資銀行を優位に立たせ、競争はロンドンを経由して展開することになる。中でもスワップは競合が激しい分野のひとつである。しかし両者は同じ土俵で競争しているわけではない。表10を参照されたい。Euromoney 誌が調査したところ、少なくとも外国為替関連では、スワップ取引などで高い評価を受けるのは圧倒的に商業銀行、特に大手米銀になっている⁴⁰⁾。投資銀行はオプションや長期先渡しでわずかにランク入りする程度である。この理由として一般的に、次の2点が指摘されている。ひとつは、バランスシートに載るか否かに関わらずこれらの取引は信用リスクを伴うため、大手企業が大手銀行との取引を好むこと。そしてもうひとつは、特殊な外国為替取引でも、それらは伝統的な直物や先渡しについてくることである⁴¹⁾。

投資銀行と商業銀行はディーリングの多くで競合度が高まったといっても、それは資本市場業務と関連した対顧客取引についてである。外国為替取引の圧倒的な部分を占める銀行間取引で主要なマーケットメーカーになっているのは大手商業銀行であり、その直物デスクには膨大な取引が集中する。その中で厳密な価格が形成され、ポジション取りとその解消が円滑化される。特殊商品の取引や特別仕様の取引は、大規模におこなわれる単純な取引の上に成り立っている。どの業者でも流動的な市場を利用して顧客に特別仕様のサービスを提供することは可能であるが、その能力は自行が流動性を高める上で中心的な役割を果たしている場合に最も高くなると考えるのが自然である。

40) 金利スワップも含めると、投資銀行も取引額で上位にくるが、それでも商業銀行が中心になっている。投資銀行は専ら仲介に徹するのに対して、商業銀行はスワップの在庫を保有し、取引のキャッシュフローを満期毎に分解して内部の財務取引も含む多様な取引との対応をはかるため、多くのスワップを扱うことができる。拙稿「1980年代における国際金融仲介ネットワークの再編」『商学論叢（福岡大学）』2004年3月、531～533ページ。

41) “The leading specialists”, *Euromoney*, May 1986, p.193.

長期先渡しやオプションはもともと投資銀行が主導していたが、80年代の早い時期にその地位が商業銀行に取って代わられる。中でも Citibank は銀行間市場で他の参加者に対して最も流動性を提供しているため、最もリスク許容度が高いと見られていた⁴²⁾。それがランキングにも表れている。スワップでは直物取引の大きさに加えて、在庫保有能力も必要であるため、投資銀行のランクインは見られない⁴³⁾。80年代に入って投資銀行が外国為替業務への取り組みを本格化させた当初は、商業銀行と全面的に競争しようとする投資銀行もあったが、80年代末にはすでにそれは一般的でなくなった。投資銀行は小規模取引を大量に処理するための人員を十分に持たず、調査能力を活用して大口取引に特化することが多い⁴⁴⁾。表10でランキングに入る業者でも、総じて銀行間市場への全面的な参加には消極的で、選別的に建値を行っている程度であった⁴⁵⁾。

しかしこれは大手商業銀行によって外国為替市場が独占されることを意味しない。既に述べたように、企業の国際財務が集中管理される中で、個別の取引において価格や専門性を基準に取引相手を選別する動きと、銀行との総合的な関係を求める動きは同時に生じている。企業によって、また同一企業

42) Reier, Sharon, "The boom in long-dated forwards", *Institutional Investor*, October 1983, p.354. 企業は商業銀行を相手にしたとき、手数料がスプレッドに含まれており、一般的な先渡しと同じ簡単な形式で長期先渡しを利用できた。これに対して投資銀行を相手にすると、手数料を別途徴収され、大量の書類作業が要求された。

43) 投資銀行が圧倒的な強みを持つ MTN プログラムでは、証券の発行時にスワップが利用されることも多く、それは投資銀行が手がけることになると思われる。それでも表のランキングに入らないのは、これが外為関連取引として独立した形では評価されていないからかもしれない。

44) Fitzmaurice, Guy, "Strangers in town settle down", *Euromoney*, May 1990, pp.123-124.

45) Goldman Sachs の外為担当者 Michael O'Brien は「外為業務を手がけるのは既存顧客からの要望があるから。銀行と同じようになることを望まないのが選別的になる。全てのものを全ての相手に提供しようとしているのではない」という。Salomon はそもそも銀行間で建値を行っていなかった。また Merrill Lynch のように大規模な証券取引を手がけていても、NY 外為責任者 Joe Petri は、外為で大手商業銀行に匹敵する活動を行うのは不可能で、それに代わる付加価値をつける必要があると考えていた。Lewis, "Record profits change minds", *op.cit.*, p.93.

でも取引内容によってニーズは変わる。競争が激化し、その中で総合力の強い機関が中心的な地位に就いたとしても、単一機関が全分野をカバーすることは不可能であるし、顧客や取り扱い通貨を絞り込むことで生き残る業者も出てくる。スワップでは幅広い通貨でマーケットメイクを行うのは10行程度で、その他は特定通貨に特化していった⁴⁶⁾。その他の取引についても、同じような構図であると考えられる。また通常の外国為替取引でも機関投資家や、小規模な銀行の特別なニーズに対応することで、全体的な地位を上げる例も見られる⁴⁷⁾。対顧客で資本市場取引を組み込んだサービス競争が激化していったが、既存の得意分野をベースに新たな状況に応じた棲み分けも進んでいくのである。

(4) 外国為替市場における各国銀行の勢力図

1980年代において外国為替市場が世界的に統合され、金融機関にとっては外国為替業務と資本市場業務の結びつきが強まる中で、外国為替取引に関して金融機関の競争・分業構造はどのように変化したのであろうか。Euromoney 誌がアンケート調査をもとに推計した外国為替取引シェアのラン

46) Pitman, "Swooping on swaps", *op.cit.*, p.74. 表10で1990年の首位になったJP Morgan (それ以前はMGTと表記している)は、ドルに続く通貨として円とDMを同程度に取り扱い、その下でポンド、オーストラリアドル、Swfr、さらにその下としてカナダドル、Frfr、ECU、ニュージーランドドルを扱っていた。幅広いといっても、ほとんどはメジャー通貨で、それに起債などで流行の通貨が加わる程度であることが分かる。

47) ChemicalはEuromoney誌の外為調査で、89年に機関投資家部門で首位になった。それについて外為副責任者のDavid Reasonは「首位になったのは、2年半前からファンドマネジャーや保険会社向けの特別販売デスクを設置するという形でこの分野にコミットしてきたことを反映している。特別デスクが必要なのは、彼らが企業とは異なる視野とニーズを持っており、より洗練された長期のリスク管理を行っているから」という。また世界銀行間部門でも2位にランクインした。同氏はその理由を「欧州や中東の小規模銀行にサービス提供することを目指して取り組んできたことの反映」としている。Lewis, Julian, "Room at the top, but not for sitting tenants", *Euromoney*, May 1989, p.81.

キングを、対企業と銀行間それぞれについて、通貨別と市場別のケースも含めて発表している。この調査はサンプル数が少なく、地域に偏りがあり、数に一貫性がない。また調査対象によってランキングの算出方法は異なる。しかも項目によっては毎年公表されているわけではなく、何位まで公表されるかも異なる。しかし他に利用可能な資料はほとんど無く、実態を少しでも把握するためにはこれを手がかりにするしかない。また、本稿では個別機関のランキングを国籍別の表示に変えている。各国内での勢力図も考慮に入れる必要はあるが、本稿での分析を各国金融システム間で形成される階層性の考察へと進めていく上では、個別機関の優劣で話を終わらせるわけにはいかない。

表11は総合ランキングである。ランキングの上位に占める米銀の地位が高いことを確認できる。ただ対企業では、80年代前半に比較すると、後半は米銀のランキングが全体的に低下しているように見える。その中で、86年からは Goldman Sachs か Salomon Brothers のいずれかが上位20に入っており、米系金融機関の中でも勢力図が変わっている。アンケート対象に占める米企業の割合が減っていることに起因する可能性は排除できないが、80年代の北米というくくりで見ると、アンケート対象の動きと米銀シェアの動きに相関があるようには見えない。一方、銀行間では米銀のランク低下は見られない。90年は数値が低下しているが、上位10行だけで見ると82年および89年と全く同じである⁴⁸⁾。

英銀は明らかにランキングでの地位を高めている。90年には対企業と銀行間の両方で4大銀行が全て上位10行に入った⁴⁹⁾。アンケート対象に占める UK

48) 89年の銀行間ランキングで米銀は1位 Citibank, 2位 Chemical, 5位 MGTが入っている。90年は1位と2位は同じで、5位は Chase になっている。90年の11~15位に入る米銀は15位 MGTのみである。

49) 90年に上位10行に入った英銀は、対企業では2位 Barclays, 4位 NatWest, 7位 Lloyds, 9位 Midland, 銀行間では4位 NatWest, 6位 Midland, 7位 Standard Chartered, 8位 Barclays, 10位 Lloyds である。また銀行間の13位に HSBC が入っている。

表11 外国為替取引ランキングに占める各国銀行のシェア (単位%)

| | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|---------------|-------|--------|------|--------|------|------|------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 対企業 (全て上位20行) | | | | | | | | | | | | |
| 米銀 | 62.8 | 54.2 | 46.1 | 60.4 | 54.2 | 63.3 | 57.1 | 55.7 | 63.8 | 33.3 | 41.9 | 41.2 |
| 英銀 | 16.6 | 5.2 | 8.5 | 13.3 | 10.4 | 14.7 | 12.1 | 20.9 | 20.9 | 14.7 | 26.6 | 29.3 |
| 欧州銀 | 12.8 | 36.6 | 30.0 | 20.0 | 23.8 | 9.5 | 20.0 | 7.1 | 1.9 | 10.0 | 0.0 | 17.2 |
| 邦銀 | 1.4 | 0.4 | 0.0 | 0.9 | 1.9 | 0.4 | 4.5 | 0.0 | 0.0 | 12.8 | 8.0 | 0.4 |
| その他 | 6.1 | 3.3 | 15.2 | 5.2 | 9.5 | 11.9 | 6.1 | 16.1 | 13.3 | 29.0 | 23.3 | 11.6 |
| アンケート対象企業数 | 10 | 35 | 70 | 84 | 95 | | | 160 | | | | 176 |
| 内訳 (%) | US:37 | US:37 | | | | | | 北米:30 | 北米:26 | 北米:27 | 北米:31 | 北米:19 |
| | UK:24 | UK:23 | | | | | | UK:30 | UK:28 | UK:24 | UK:28 | UK:35 |
| | 欧州:29 | 欧州:25 | | | | | | 欧州:25 | 欧州:22 | 大陸欧州:22 | 欧州:37 | 欧州:37 |
| | 日本:4 | 日本:4 | | | | | | アジア:15 | アジア:23 | 極東と豪:19 | 極東と豪:19 | 極東:9 |
| | その他:8 | その他:10 | | | | | | | | その他:5 | | |
| 銀行間 | | | | | | | | | | | | |
| 米銀 | | | | 45.2 | | | | | | 41.8 | 45.4 | 38.3 |
| | | | | (45.4) | | | | | | | | (45.4) |
| 英銀 | | | | 17.1 | | | | | | 29.0 | 34.5 | 40.0 |
| | | | | (16.3) | | | | | | | | (36.3) |
| 欧州銀 | | | | 28.5 | | | | | | 20.0 | 20.0 | 18.3 |
| | | | | (30.9) | | | | | | | | (18.1) |
| 邦銀 | | | | 6.6 | | | | | | 0.0 | 0.0 | 3.3 |
| | | | | (7.2) | | | | | | | | |
| その他 | | | | 2.3 | | | | | | 9.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | 上位20行 | | | | | | 上位10行 | 上位10行 | 上位15行 |
| アンケート対象銀行数 | | | | 61 | | | | | | | | 320 |
| 内訳 (%) | | | | US:34 | | | | | | | 北米:21 | 北米:17 |
| | | | | UK:15 | | | | | | | UK:16 | UK:19 |
| | | | | 欧州:28 | | | | | | | 大陸欧州:25 | 欧州:36 |
| | | | | 日本:13 | | | | | | | 極東と豪:32 | 極東:20 |
| | | | | その他:10 | | | | | | | | その他:8 |

注) 各数値は、ランキングの順番を逆にした数字を各銀行に割り振り、国籍別の合計を全体の合計で割って算出した。例えば上位20行までのランキングの場合、1位は20、2位は19...20位は1という数字を割り振り、国籍別に合計を計算する。その数値を1～20の合計210で割る。銀行間シェアでカッコ内の数字は上位10行のみを取り出したときの数字。

米銀には米系投資銀行を含む。英銀には ANZ を除く英系海外銀行とマーチャントバンクを含む。欧州銀にはスカンジナビア系、仏系海外銀行、EAB と EBC、CSFB を含む。

出所) *Euromoney* 各号の Annual Foreign Exchange Survey より作成。

の比重が高いことも影響しているのであろうが、ロンドン市場の地位が高まっていることが無関係とは思えない。逆に3大市場の一角を占める日本からは上位へのランクインが、対企業と銀行間の両方で極めて少ない。英を除く欧州系の銀行については、対企業では上位に入る割合が低下しているように見えるが、銀行間での地位は安定している。ただし、これらはあくまで上位のランキングに入る割合であるため、世界の外国為替取引金額に占める各国銀行のシェアを必ずしも反映していない。アンケート対象の問題を無視すれば、ランキングに占めるシェアと取引全体に占めるシェアの食い違いは、各国銀行の階層性を考える上でのヒントになる。この点については後述する。

次に表12を参照されたい。取引通貨別に見た場合、外国為替取引の大部分を占める対ドルでは、米銀とそれぞれの通貨を自国通貨とする銀行が強みを持つと考えられる。両者の比重を比較すると、断定はできないが、対企業では米銀の比重が80年代の後半には若干低下しているように見える。しかしDMと円については、独銀と邦銀が米銀の比重を超えるようになったわけではなく、その他の銀行の方がランキングの上位に入ることも多い。その多くが英銀で、90年には **Barclays** が DM・ドル取引で **Citibank** に続く2位に入り、円・ドル取引でも **Citibank**、東京銀行に続き **Chemical** と同率の3位になっている。Swfr・ドル取引ではスイス系の銀行が米銀より高いランクに入っていることが多いが、ここでもその他の銀行が目立つ。やはりそれも英銀で、90年には上位3をスイス3大銀行が占め、その後には **Citibank**、**BOA** と続いて、6位に **Lloyds**、7位に **NatWest** が入っている。ポンド・ドル取引では英銀が米銀を上回り、その他の銀行はさほど目立たない⁵⁰⁾。

銀行間では、米銀ではなく、もう一方の当該国銀行の方が高いランクに入っている。上位5までしかランキングが載せられていないこともあり、その他

50) 入っているのは主にカナダ系で、90年には8位 **Royal Bank of Canada**、9位 **Bank of Montreal** となっている。

表12 外国為替取引通貨別ランキングに占める各国銀行のシェア（単位％）

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|-----------------------------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 対企業（上位10行） | | | | | | | | | |
| DM・\$ | | | | | | | | | |
| 米銀 | 67.2 | 76.3 | 75.4 | 67.2 | 70.9 | 69.0 | 62.5 | 50.0 | 50.9 |
| 独銀 | 16.3 | 21.8 | 22.8 | 21.8 | 20.0 | 14.5 | 25.0 | 30.3 | 7.2 |
| その他 | 16.3 | 1.8 | 1.7 | 10.9 | 9.0 | 16.3 | 12.5 | 19.6 | 41.8 |
| 円・\$ | | | | | | | | | |
| 米銀 | 61.8 | 63.6 | 73.2 | 78.1 | 70.9 | 63.6 | 50.9 | 49.0 | 52.7 |
| 邦銀 | 23.6 | 29.0 | 26.7 | 21.8 | 14.5 | 0.0 | 30.9 | 45.4 | 21.8 |
| その他 | 14.5 | 7.2 | 0.0 | 0.0 | 14.5 | 36.3 | 18.1 | 5.4 | 25.4 |
| £・\$ | | | | | | | | | |
| 米銀 | 56.3 | 60.0 | 58.9 | 65.4 | 54.5 | 47.2 | 41.8 | 40.0 | 40.0 |
| 英銀 | 40.0 | 40.0 | 37.5 | 29 | 43.6 | 52.7 | 56.3 | 54.5 | 52.7 |
| その他 | 3.6 | 0.0 | 3.5 | 5.4 | 1.8 | 0.0 | 1.8 | 5.4 | 7.2 |
| Swfr・\$ | | | | | | | | | |
| 米銀 | 40.0 | 54.5 | 52.7 | 61.8 | 32.7 | 36.3 | 40.0 | 38.1 | 34.5 |
| スイス銀 | 45.4 | 36.3 | 41.8 | 32.7 | 32.7 | 29.0 | 47.2 | 45.4 | 49.0 |
| その他 | 14.5 | 9.0 | 5.4 | 5.4 | 34.5 | 34.5 | 12.7 | 16.3 | 16.3 |
| 銀行間（1982年のみ上位10行、それ以降は上位5行） | | | | | | | | | |
| DM・\$ | | | | | | | | | |
| 米銀 | 23.6 (6.6) | 6.6 | 13.3 | | 53.3 | 20.0 | | | |
| 独銀 | 56.3 (73.3) | 93.3 | 86.6 | | 46.6 | 80.0 | | | |
| その他 | 20.0 (20.0) | 0.0 | 0.0 | | 0.0 | 0.0 | | | |
| 円・\$ | | | | | | | | | |
| 米銀 | 45.4 (40.0) | 46.6 | 60.0 | | 13.3 | 33.3 | | | |
| 邦銀 | 40.0 (40.0) | 53.3 | 40.0 | | 86.6 | 66.6 | | | |
| その他 | 14.5 (20.0) | 0.0 | 0.0 | | 0.0 | 0.0 | | | |
| £・\$ | | | | | | | | | |
| 米銀 | 16.3 (0.0) | 6.6 | 26.6 | | 26.6 | 13.3 | | | |
| 英銀 | 54.5 (80.0) | 60.0 | 46.6 | | 73.3 | 80.0 | | | |
| その他 | 29.0 (20.0) | 33.3 | 26.6 | | 0.0 | 6.6 | | | |
| Swfr・\$ | | | | | | | | | |
| 米銀 | 23.6 (6.6) | 6.6 | 20.0 | | 33.3 | 20.0 | | | |
| スイス銀 | 58.1 (80.0) | 80.0 | 73.3 | | 66.6 | 80.0 | | | |
| その他 | 18.1 (13.3) | 13.3 | 6.6 | | 0.0 | 0.0 | | | |

注) 1990年のみ対企業、銀行間、対機関投資家総合ランキング。同年のアンケート対象機関投資家数は60、内訳はUK40%、欧州19%、北米9%、極東30%。銀行間の£・\$にはEBCが82年から84年まで上位にランクされていたが、同じ期間にMidlandもランクに入っていたため、英銀に含めなかった。それ以外は表11と同じ。銀行間シェアでカッコ内の数字は上位5行のみを取り出したときの数字。

出所) Euromoney 各号の Annual Foreign Exchange Survey より作成。

の銀行はほとんど入り込む余地がない⁵¹⁾。世界の外国為替取引は圧倒的に銀行間取引で構成されており、そこでは対企業よりも対ドル取引が大きいはずである。この大量の取引が集約される部分では、主に当該国の銀行が世界的にマーケットメイクを提供していると考えられる。米銀の地位が銀行間でよりも、対企業で高くなっているのは、大量の取引を処理することに加えて専門的な企業向けサービスが評価されているのではないかと推察される。それでランキングを若干落としているように見えるのは、他国の銀行も同様のサービスを提供するようになったことを示唆しているのかもしれないし、企業がそうしたサービスを求めずに外国為替取引を行う側面が強まっていることの反映かもしれない。

それでは、ポンドが関連しない取引でも対企業で英銀のランクが上がっているのは何故であろうか。一つには、ロンドン市場の重要性が高まったことで、銀行だけでなく企業もロンドン市場に直接注文を出すようになったという可能性が考えられる。銀行間ではランキングが上位5までしか記載されていないなかったため、英銀の名前は見られないが、上位10まで記載されていれば、その中に入るようになっていた可能性は否定できない⁵²⁾。もう一つは、アンケート対象がUKに偏っていることの影響である。英銀に限らず、企業との取引を巡る競争が激しくなる中で、各銀行は多様な通貨の取扱や専門性の向上などによって、各国の大手が自国通貨の絡まない取引を外銀から奪い返し

51) 上位5でも、83年と84年にポンド・ドル、Swfr・ドルではそのほかがそれなりのランクに入っているが、これはEBCのみのランキングで数値が変わっているだけである。

52) 年によっては市場別・通貨別にアンケート回答者が主要銀行を挙げるという調査が行われており、83年には銀行間で、ロンドンのDM・ドル取引についてBarclaysとNatWestだけが主要銀行として名前が載っていた。同じくロンドンの円・ドルでも、東京銀行、BOA、Chemicalに加え、Lloydsが主要銀行として挙げられている。もちろん対企業でも、ロンドン市場では£の絡まない取引について英銀が主要な銀行として挙げられることが多い。ちなみにロンドン以外の主要市場で、ポンドの絡まない取引に英銀の名前が挙がってくることは少なくとも80年代についてはない。

た可能性がある。そしてこれは銀行間取引における当該通貨発行国銀行の強さと無関係ではない。企業向けの専門的なサービスにせよ、多通貨取引にせよ、自行のポジション管理が必要になる。自国で外銀中心に形成されたものにせよ、ロンドンなどの市場にせよ、世界的に統合された厚みのある銀行間市場の存在がそれを容易にする。

総合ランキングで英銀の地位が例外的に上昇していることを考えると、英銀については前者の要因を無視できない。しかし表13を参照されたい。市場別に見ると、上位5についてのみであるが、対企業ではロンドンに限らず米銀がNY以外でランクを落とし、ほぼ現地大手が上位を独占するようになっている。各市場の内部だけでランキングに変動があるのは、当該市場の世界全体における地位によっては説明できない。また、すでに見たように独銀や邦銀は対企業で自国通貨取引のシェアを世界的に伸ばしているわけではない。したがって、対企業についてはそれぞれの国で現地大手が、多通貨取扱か専門性の向上によって外銀からシェアを奪い返したと考えざるを得ない。

一方で銀行間は、ロンドンを除くともともと現地大手が上位を独占しており、その傾向に大きな変化は見られない。しかしその中でもフランクフルトでは89年よりも90年に米銀が全体的にランキングを上げている⁵³⁾。東京では90年にCitibankとMGTの米銀2行に加え、UBSがランキングに入っている。さらにロンドンでは90年にCitibankが1位で、その他米銀3行に加え、Royal Bank of CanadaとSBCがランキング入りしている。NYでも90年にはCSFBが2位に入っている。前年6位のCredit Suisseがランキングから消えており、NYでの外国為替ディーリングをCSFBが引き継いだと考えられる。その他にNatWestが8位に入っている。つまり対企業とは逆に、各市場において銀

53) 89年にフランクフルト市場の銀行間取引で米銀は7位Citibank、9位Security Pacific、10位MGTとなっており、90年は5位Chase、6位Chemical、7位Citibankとなっている。

表13 外国為替取引市場別ランキングに占める各国銀行のシェア（単位％）

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 |
|-----------------------------|-------|-------|-------|--------------|-------------|
| 対企業（上位5行） | | | | | |
| NY | | | | | |
| 米銀 | | 100.0 | 100.0 | 93.3 | 100.0 |
| その他 | | 0.0 | 0.0 | 6.6 | 0.0 |
| ロンドン | | | | | |
| 米銀 | | 46.6 | 20.0 | 20.0 | 6.6 |
| 英銀 | | 53.3 | 80.0 | 80.0 | 93.3 |
| その他 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 東京 | | | | | |
| 米銀 | | 26.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 邦銀 | | 53.3 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| その他 | | 20.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| フランクフルト | | | | | |
| 米銀 | | 46.6 | 13.3 | 0.0 | 13.3 |
| 独銀 | | 53.3 | 86.6 | 100.0 | 86.6 |
| その他 | | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 銀行間（1988年まで上位5行、それ以降は上位10行） | | | | | |
| NY | | | | | |
| 米銀 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 87.2 (100.0) | 78.1 (73.3) |
| その他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 12.7 | 21.8 (26.6) |
| ロンドン | | | | | |
| 米銀 | 40.0 | 33.3 | 0.0 | 29.0 (13.3) | 35.7 (53.3) |
| 英銀 | 60.0 | 66.6 | 100.0 | 70.9 (86.6) | 55.3 (46.6) |
| その他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 8.9 |
| 東京 | | | | | |
| 米銀 | 6.6 | 6.6 | 20.0 | 14.5 | 1.8 (6.6) |
| 邦銀 | 93.3 | 93.3 | 80.0 | 85.4 (100.0) | 94.5 (93.3) |
| その他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.6 |
| フランクフルト | | | | | |
| 米銀 | 13.3 | 13.3 | 6.6 | 12.7 | 27.2 (6.6) |
| 独銀 | 86.6 | 86.6 | 93.3 | 87.2 (100.0) | 72.7 (93.3) |
| その他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

注) 表11に同じ。銀行間シェアでカッコ内の数字は上位5行のみを取り出したときの数字。

出所) *Euromoney* 各号の Annual Foreign Exchange Survey より作成。

行間では外銀のプレゼンスが高まっており、その中でも米銀の姿が目立つようになってきている。

以上を総合すると、次のように推測できる。80年代に各国銀行は対企業で多様な通貨の取扱か専門性の向上によって地元市場の取引を外銀、特に米銀から奪い返す一方、銀行間では他国に進出して、自国通貨を中心にシェアを伸ばした。米銀は対企業では他国でのシェアを落とすものの、銀行間では各主要通貨でも、主要市場での取引でもその地位を維持した。ただこの想定は、企業が意図的に取引銀行数を増やし、その中で外銀数を増やすようになったという、前に指摘した傾向と食い違うように見える。Euromoney 誌の調査は上位数行についてのランキングなので、全体のシェアを必ずしも反映しない。各国大手が対企業で自国市場における地位を高めたことは、外国所在企業から直接注文を受けるようになったことの帰結かもしれない。また単に企業が取引の大部分を現地銀行と行いながら、それではまだ十分に獲得できない高度なサービスか、特定通貨や商品についての価格の良さを求めて、追加的な取引を在外銀行と行っているのかもしれない。

各国の大手行が取り扱い通貨を多様化させたとしても、全ての通貨で最良の価格を提示できるわけではなく、また全ての分野に専門性を持っているわけでもない。主要国の市場には他国から多くの銀行が進出し、それらがそれぞれの自国通貨取引を中心に現地で企業からの注文を獲得することは十分にあり得る。進出数が多くなるほど、出来高に占めるシェアは自ずと拡大する。だからといって、特定の外銀が現地市場で主要な銀行として名前を挙げられるとは限らない。特に価格で競争する場合、常に優位に立つことは困難である。米銀の場合は、対ドル取引がどの国の銀行にとってもディーリングの中心であるため、価格のみで優位に立てる可能性は小さい⁵⁴⁾。多様な通貨の取り扱いで、他国の銀行に対抗されるようになって、米銀が地位を落としたとしても不思議ではない。しかしそれでも総合的な強みを維持しているのは、

スワップやオプションなどの商品開発，外国為替以外の取引もあわせた総合的な金融サービスで主導的な地位にあるためであろう。

銀行間でも，大手による本国市場での上位ランキング独占が，その市場全体で本国銀行が他を圧倒していることを意味しない。NY，東京ともに外銀シェアが30～40%になっていることはすでに見た通りである。ロンドン市場の成長と共に英銀大手は外国為替取引での地位を上げたかもしれないが，ロンドン市場は最も外銀シェアが高い。表14を参照されたい。ロンドン市場において英銀シェアが最大なのは対ポンドのクロスなどごく一部で，ほとんどの取引で北米銀行のシェアを下回っている。各通貨の出来高が市場全体に占める比重を考慮して，市場全体での各国銀行シェアを計算すると，英銀は20%強で，40%前後を占める北米銀行の半分程度になっている。北米の内，どれだけを米銀が占めるかは不明であるが，おそらくカナダドル以外は大部分が米銀であろう。ただカナダの銀行を含めても，シェアは86年から89年にかけて低下しており，特に円・ドル取引で邦銀に抜かれている。また北米シェアは上昇しているものの，欧州通貨の特にDM以外で，発行国の銀行と思われるECやその他先進国のシェアが高くなっている。

ロンドンには外銀の進出が最も集中する場所であり，大手英銀が市場の中心になっていたとしても，各国の銀行が自国通貨の取引でシェアを拡大していくのは当然である。それでも，銀行間を含めて特定の外銀が自国通貨の取引で主要な銀行として名前を挙げられるとは限らない。単に進出銀行数が拡大しただけかもしれない。しかし米銀のシェアが高いのは，単に銀行数の問題ではない。すでに指摘したように，一部の米銀はロンドン銀行間のランクが

54) ある英企業の財務担当者は70年代末に、「小さい企業は常に市場建値をくれる米銀との取引が最良だろうが，我々は特定通貨で特定の銀行を選ぶことができる。米銀は特定通貨に特化しないことで，我々との取引を部分的に失っている」と米銀の特徴を説明している。“Choosing the world's best foreign exchange dealer”, *op.cit.*, p.24.

表14 ロンドン市場外国為替ディーラーの出身国別、通貨別取引シェア（単位%）

| | £ | 対米ドル | | | | 対ポンド | | | | 対DM | | その他 クロス | ECU | | | | | | |
|-------------------|------|------|----|------|------|------|------|------|-----|------|-----|------------|-----|----|------|----|----|----|----|
| | | DM | 円 | Swfr | Frfr | Lira | C.\$ | Dfls | Bfr | A.\$ | その他 | | | DM | Frfr | | | | |
| ディーラー出身国・地域 UK | 1989 | 30 | 14 | 12 | 14 | 15 | 7 | 11 | 29 | 12 | 18 | 16 | 41 | 41 | 11 | 29 | 22 | 23 | 28 |
| | 1986 | 32 | 17 | 13 | 15 | 23 | 11 | 16 | | | | 23 | 62 | 63 | | | | 17 | 46 |
| その他EC | 1989 | 15 | 19 | 4 | 9 | 48 | 68 | 5 | 29 | 38 | 3 | 25 | 21 | 17 | 6 | 4 | 41 | 40 | 35 |
| | 1986 | 12 | 18 | 4 | 14 | 53 | 78 | 4 | | | | 18 | 16 | 15 | | | | 30 | 34 |
| 北米 | 1989 | 36 | 49 | 35 | 48 | 33 | 24 | 79 | 35 | 29 | 27 | 23 | 32 | 25 | 47 | 22 | 33 | 27 | 9 |
| | 1986 | 41 | 48 | 42 | 42 | 22 | 11 | 79 | | | | 25 | 18 | 12 | | | | 36 | 15 |
| 日本 | 1989 | 6 | 6 | 43 | 2 | 1 | 1 | | | | | | 2 | 4 | 32 | | | 1 | 4 |
| | 1986 | 3 | 3 | 34 | 1 | | | | | | | | | 2 | | | | 3 | |
| その他先進国 | 1989 | 11 | 11 | 7 | 26 | 2 | 1 | 3 | 6 | 19 | 52 | 30 | | 12 | 4 | 44 | 4 | 8 | 23 |
| | 1986 | 9 | 9 | 5 | 24 | | | | | | | 20 | 4 | 6 | | | | 10 | 5 |
| 途上国 | 1989 | 3 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | 6 | 1 | 3 | | | | 1 | |
| | 1986 | 3 | 5 | 2 | 4 | 2 | 1 | | | | | 15 | 1 | 3 | | | | 4 | |

注) 1986年の対米ドル取引で、「その他」にはオランダ・ギルダー、ベルギー・フラン、オーストラリア・ドルを含む。1986年の「その他クロス」には対DMの円、スイス・フラン、フランス・フランを含む。

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

かなり上位になっている。そして、銀行間の地位は対企業取引のあり方を規定すると思われる。それは取引が集中することによって、正確な価格設定が可能になり、規格外の受渡日やクロスなどの取引が容易になるというだけの話ではない。銀行にとって外国為替業務は、投資銀行業務との結びつきを強めていた。この投資銀行業務で優位に立つには、他行との関係が有用になる。

70～80年代にかけて、各国では競争の激化と共に戦後成長期の積み分け体制が崩壊していった。大陸欧州諸国では業態規制の廃止によって貯蓄銀行・共同銀行が商業銀行とフルラインで競争しなければならなくなり、顧客の対外進出もあって貯蓄銀行・共同銀行でも積極的に国際業務に乗り出していった⁵⁵⁾。日本では企業がユーロ債発行などの割安な資金調達によって既存の借入を返済するようになり、都銀はFRNやシンジケートローンといった国外での資産を求めると同時に国内では地銀の領域に進出していく。地銀は顧客の対外進出と国内における競争激化の両面から、国際業務の強化とそこでの資産の取得を求めようになった⁵⁶⁾。こうして80年代には国際的な競争の裾野がかなり広がり、国際業務で先行する大手行にとっては収益的でなくなる分野が多くなる。しかし新たに国際業務へ参入する銀行は取引を獲得する能力に乏しく、資金調達でも信用力などの問題から制約が大きい。そのため中小規模の銀行は運用・調達の両面でコルレス先へ依存することになる。

当初の国際コルレス業務は国際資金移転の処理が中心で、大手米銀は80年代初頭にそこから多額の利益を得ていた。しかし競争の激化による収益性の悪化と情報・通信技術の発達による巨額の設備投資は、コルレス業務の性格を変化させていった。大手行はコルレス先に、CPや私募などの低コスト資金調達、リスク管理商品、スワップのアレンジといった投資銀行サービスを

55) Fairlamb, David, "Savings and co-operative banks become increasingly international", *The Banker*, November 1980, p.131.

56) Shirreff, David, "Prepare for the global market", *Euromoney*, October 1983, pp.125-127.

提供していった⁵⁷⁾。Chase や Manufacturers Hanover Trust (以下 MHT) は M&A を含む資本市場業務での専門性をコルレス網に結びつけ、ローン売却チャネルとしてそれを活用するようになった。また Bankers Trust は資本市場業務の専門家をコルレス部門に配置した⁵⁸⁾。大手銀行にとって、資本市場関連サービスを中小銀行に提供することが、それ自体として利益になるだけでなく、M&A 関連の大型ローンを分売したり、スワップの相手方を見つけたりと、企業向けのサービスで競争力を発揮することにつながる。

一方で中小銀行は対顧客のサービスを強化するために大手銀行からコルレスサービスを受けている。多角的ネットィングは、当初コストの問題から多額の外国為替取引を行う一部の大手企業しか利用できなかったが、80年代にはミニコンで利用できるようになり、中堅企業でも手に届くようになった。MHT はミニコンベースで利用できる多角的ネットィングシステム ValueX を開発し、中小銀行に販売した。中小銀行はロイヤリティーを支払うことで、残高や MHT が保管する証券のデータベースにオンラインでアクセスでき、追加の手数料を支払うことで多様なサービスを利用できた。MHT のコルレス業務責任者によれば、この関係の中で、企業取引をめぐる利害対立は生じないという。なぜなら、通常は中小銀行が企業顧客にサービスを提供した方が、MHT が直接行うよりも効率的だからということである⁵⁹⁾。

対企業顧客の外国為替業務で、資本市場取引を含む包括的なサービスが重要になったからといって、その販売対象を無限に拡大することはできないし、効率的ではない。大手企業は独自の金融能力を持ち、価格のみで判断する部分を広げていく。また国際業務があまり活発ではない企業は、簡単なニーズ

57) Peagam, Norman, “When relationships cool”, *Euromoney*, December 1988, pp.115-120.

58) Kesler, Linda, “At the centre of the web, there’s profit”, *Euromoney*, December 1987, p.29.

59) Fitch, Thomas P., “Satisfying the Hunger for Overseas Capital Markets”, *American Banker*, February 26, 1987, p.21.

しか持たないかもしれない。包括的といっても、企業との全取引を丸抱えにするわけではなく、個々のニーズに応じた効率的な販売手法が必要になる。一部の企業とは多面的な関係を持つことで、サービスの付加価値を高め、収益的でない取引からはできる限り手を引く。その中でコルレス関係を広げることは、それ自体の利益に加え、独自の顧客に対するサービスの提供を容易にし、さらには関係の薄い顧客へのサービス提供を効率化することができる。

各国の大手行は多様な通貨の取り扱いによって、自国市場における企業取引で主要な地位を確保したが、各国市場では取引全体に占める外銀シェアが拡大していた。これは互いに相手国に進出することによって、外国為替市場が世界的に統合され、多様な通貨へのアクセスが容易になったことの反映であると考えられる。その網の目の中心がロンドン－NYであり、そこは世界的な資本取引の動脈でもあった。各国の銀行は中小規模のものを含め、国際資本市場へのアクセスを求めて両市場に進出し、顧客へのサービスを強化する。それがロンドン－NYという動脈に厚みを加えた。この中で米銀は対企業の取引では若干シェアを落としたように見える。しかし資本市場業務を含む包括的な外国為替サービスでの競争を主導していったのは米銀であった。また米銀はNYだけでなく、ロンドンの銀行間市場でも高い地位を維持していた。ロンドン－NYという国際資本取引の動脈は、世界中の銀行が参加することで機能するが、その中で中心的な役割を果たしているのは大手米銀であった。

お わ り に

主要国が変動相場制へと移行したことで、世界の外国為替取引は規模・地理的範囲ともに拡大した。しかしユーロ市場とは異なり、ロンドンとNYは外国為替取引の中心地としての地位を1970年代には確立していなかった。両市場が抱えていた問題に加え、各国の為替管理などによって市場が分断され

ていたことがその要因になっていた。多国籍企業は、經常取引の為替リスク管理についてはそれなりに集権化を進めていたものの、財務の集中管理はしておらず、先進国ではもっぱら現地金融を利用し、ユーロ資金は主に途上国における資源開発に利用する程度であった。

金融機関の国際競争の構図は、こうした市場環境と表裏一体であった。米銀は欧州大で支店展開していても、先進国における現地金融では競争力を持たなかった。ユーロ市場の発達が米銀にユーロドル調達と為替スワップによる現地通貨貸出という手段を提供し、それを基礎とするユーロドルと外国為替のディーリングが分断された各国市場を結びつけた。また、米銀は本国における分断された銀行市場で培ったノウハウを生かして国際資金移転とシンジケートローンで強みを発揮し、この分野における競争を主導した。

1980年代には各国における為替管理の緩和・撤廃や通貨スワップ市場の発達により、各国市場の統合度が飛躍的に高まった。企業は經常取引の為替リスク管理をグループの国際財務に統合し、多通貨の運用・調達ニーズとの関連で外国為替取引を行うようになった。企業からのニーズに応えるため、金融機関はロンドンとNYにトレーディング機能を集約し、外国為替を含む多様な金融商品間の裁定から顧客への包括的なサービス提供まで行う体制を整えた。こうしてロンドンとNYは資本取引と同時に外国為替取引においても世界的な中心としての地位を確立した。

NY-ロンドンという国際金融の動脈は、金融機関の競争によって支えられている。大手米銀は米投資銀行と資本市場業務を巡って競合度合いを強め、各国大手金融機関は自国市場を基盤としながらもNY-ロンドンに進出して国際業務で米系金融機関に対抗していった。さらに1980年代には各国の地方銀行も国際競争に参加するようになった。しかし競争が激しくなる一方、新たな分業構造が構築された。商業銀行と投資銀行は、直物為替取引の取扱規模の差によって直接的な競争関係にはいたらなかった。また各国大手行は多

様な通貨の取扱によって自国市場での対企業取引を回復したが、米銀は国際業務への新規参入機関との取引を開拓し、その関係を企業向けの包括サービスにも利用した。

企業や投資家の多通貨運用・調達というニーズは、それに対応した金融機関のサービス供給体制が整ってはじめて実現される。本稿で描写してきた競争・分業構造が構築されることで、金融機関は包括的サービス、パッケージ、単発取引と、顧客のニーズに応じたサービス提供チャネルを構築し、総体として多様なニーズを満たすことができるようになった。この国際金融取引を実現するシステムは、NY-ロンドンを動脈として機能しており、その中で米銀は中心的な役割を果たしていた。各国金融機関は自国通貨取引を基盤としながらも、NY-ロンドンを動脈とするドル取引のネットワークの中で国際競争に参加しているのであって、多通貨取引の拡大は必ずしもドルの地位が後退したことを反映しているのではない。

国際通貨論において問題にすべきは、ドルの地位よりも、むしろドル取引のネットワークを軸とする競争・分業構造が国際金融市場の安定や資源の効率的配分にどのような影響を与えるかである。これを明らかにするために、その競争・分業構造を通じて、金融取引がどのように実現されているのかを、さらに具体的に把握していかなければならない。各国やその中の各地域における多様で個別性の高い需要と供給は直接的に結びつけられるものではない。末端における個別の取引はいかにして国際資本市場での取引に集約されていくのか。その過程で、取引当事者に関する情報の伝達と評価についてどのように正確さと効率性のバランスが取られているのか。グローバル化の中でも未だ基本的に金融システムが国単位で維持されていることは、国際資本市場では評価しきれない多様性に対応することに貢献しているのか。金融機関の国際的な競争・分業構造を観察することで、こうした疑問に答えることができると思われる。