

グローバル・トレーディングと 金融機関の国際競争(3)

—— トレーディング業務の変化と米系金融機関の地位 ——

神 野 光 指 郎

はじめに

1. トレーディング業務の競争激化による市場の再編
 - 1-1. ユーロ債発行市場と流通市場の関係変化
 - 1-2. 対顧客取引と自己勘定取引
2. 競争・分業構造における各国金融機関の地位
 - 2-1. 各国大手による自国通貨取引の掌握
 - 2-2. 米系金融機関の対顧客総合取引

おわりに

は じ め に

今日の国際金融システムにおいてグローバル・トレーディングは不可欠の構成要素になっている。それは、国際的な金融サービスの提供プロセスにおいて「オープンな市場」の果たす役割が大きくなったこと示すと考えられる¹⁾。

1980年代に各国で金融自由化が進展し、国際金融市場への参加者が飛躍的に増加すると、それまで分断されていたユーロ銀行市場とユーロ債市場は、

1) 金融仲介機関の果たしていた役割が、機能的に分解され、市場取引によって実現していくという見方については、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年を参照されたい。

金融革新によって誕生した中間的な商品や取引手法によって境界が不明瞭になった。銀行貸出は証券化され、ユーロ銀行間預金市場はFRNや金利スワップなどよりオープンな市場にシェアを奪われた。ユーロ債市場では信用力の高い大型債が主要国国債と同列に活発な流通市場を形成するようになる一方、多様な参加者の特殊なニーズにあわせた様々な商品が生み出された。また新たに誕生した商品や取引手法はドル以外にも普及していった。この過程で商業銀行と投資銀行の競合する分野が増え、業態分離を採用していない国の金融機関を交えて、それぞれの活動領域が複雑に交錯するようになった²⁾。

取扱通貨や既存の業態の壁を越えて競争が展開されるようになると、個別機関が全ての分野で優位に立つことはできず、各機関に専門化を迫る圧力が強まる。すると個別の活動が「オープンな市場」を通じて調整されるようになる。多様な商品が多通貨でグローバルに取引されるには、それぞれの商品の価格が体系性を持たなければならないが、個別商品には流通取引が困難なものも多い。しかしデリバティブを利用すると、現物の取引が困難なものであっても擬似的に取引できるようになる。またデリバティブを利用して様々なキャッシュフローを創出できるようになれば、理論的に同値のもの間で裁定取引が生じる。つまりデリバティブを利用した裁定取引が、多品種・多通貨の商品価格を連動させ、あらゆる市場の一体化を推進しているのである³⁾。

2) 当然、業態区分は商業銀行と証券会社の間だけに存在するのではない。分業制を採用している米英日でもかなり相違があり、兼業制を採用している大陸欧州諸国でもそれぞれ異なる分業体制があった。ただ、1980年代には既存の分業体制における区分が、国や業態によって速度は異なるものの、全体として不明瞭になっていた。そのため、従来は銀行中心だった規制と保護の対象が特定困難になる一方、市場規律まかせではシステムの安定性が保証されないという政策的課題が生じた。この問題については、例えば Borio, Claudio E. V., and Renato Filosa, “The Changing Borders of Banking: Trends and Implications”, *BIS Economic Papers*, No.43, December 1994 を参照されたい。

こうしたデリバティブによって市場間のリンクが強まったことについて、当初から二つの見方がある。一つは危機の伝播を懸念する見方である。特に複雑なデリバティブではディーラーが米系金融機関を中心とする一部の大手に集中し、彼らが関連する市場全てに十分な流動性があるという前提に立って複数市場で資金調達とポジション取りを同時に行う。そのため、問題が生じた場合はその影響があらゆる市場に波及し、システム全体を機能障害に陥れる危険がある。もう一方は危機の可能性がむしろ低下するとの見方である。そもそも複雑な取引の比重はデリバティブ市場全体の中で小さく、大手ディーラーでもそれぞれの機関が各種デリバティブ取引に占めるシェアは高くない。そして代替的な市場が存在することで、一つの市場に問題が生じても別の市場を利用できる⁴⁾。

2008年の Lehman Brothers 破綻で世界中の金融市場が麻痺したことから考えると、前者の見方に分があるように思える。しかし、各機関が得意分野に特化する分業を通じて、金融仲介の多様な代替チャネルが形成される可能性も否定できない。結局、重要なのは「オープンな市場」が、金融機関のどのような分業構造によって運営されているかということであろう。そこで本稿では、1980年代にトレーディング業務の性格がどのように変化したのか、その中で各国の大手金融機関がどのような競争上の地位にあったのかを明らかにする。それによって競争・分業構造の全体像に迫ると同時に、その構造と

3) ドル建て市場を価格体系の基軸として、ユーロ債市場がグローバル・トレーディングに組み込まれていったことについては、拙稿「グローバル・トレーディングと金融機関の国際競争(2) — 国際資本市場における流動性格差とデリバティブ市場の発達 —」『商学論叢 (福岡大学)』2011年6月を参照されたい。

4) こうした議論については、United States General Accounting Office, *Financial Derivatives: actions needed to protect the financial system*, report to Congressional requesters, 1994, pp.39-42 を参照されたい。複雑な取引の市場規模が小さいというのには疑問がある。1994年にはデリバティブ契約やそれを利用した仕組み証券投資からの損失が多数報告されている。主要なものは、U.S. House, Hearing before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Recent Derivatives Losses*, 103th Cong., 2nd sess., 1994, pp.58-59 に挙げられている。

国際金融システムの機能との対応関係についての理解を深めることにつながると考えられる。

1. トレーディング業務の競争激化による市場の再編

1-1. ユーロ債発行市場と流通市場の関係変化

ユーロ債の流通市場は発行市場の延長といった性格を持ち、様々な問題を抱えていた。売買は主に発行市場への参加を目指す業者間で行われた。それら業者はブローカーのスクリーンにアクセスするためマーケットメーカーを名乗るが、実際にはディーラーなのか投資家なのか判然とせず、状況が悪化するとすぐに取引を停止するものも少なくなかった。1980年代に発行市場の競争が激化すると、借り手よりの条件を付けられた証券は grey 市場で投げ売りされ、その価格はブローカースクリーンを通じて投資家の目にも入った。主犯はブローカー取引の匿名性を利用した共同幹事であることが多かった。主幹事は締め上げによってこれに対抗し、成功した場合はその証券の価格が急騰した。こうした状況が、ユーロ債市場に対する信頼性に悪影響を与えていた⁵⁾。

業界内部でも問題が認識されており、解決に向けた努力がなされていた。問題が発行市場と流通市場の両方にまたがる中で、流通市場側で議論になったうちのひとつは、マーケットメーカーの役割とブローカーの仲介範囲についてであった。困難な状況下でも市場の維持にコミットするマーケットメーカーにとっては、そうした努力をしようとする業者でも AIBD のリストにマーケットメーカーとして名前を載せ、ブローカー経由でアクセスしてくることが問題の元凶であった⁶⁾。恒常的な市場の維持のために資本をリスクに

5) ユーロ債流通市場の性格とその問題については、拙稿「グローバル・トレーディングと金融機関の国際競争(1) — 発行市場の性格に規定されるユーロ債流通市場の構造 —」『商学論叢(福岡大学)』2010年12月を参照されたい。

さらさない主体は、顧客として直接マーケットメーカーに取引を求めるべきと考えられた。そして市場の維持にコミットする業者だけがマーケットメーカーとして明確になれば、市場の信頼が高まる。加えて取引相手を制限するため、ブローカーが相手の名前を明かすなら、発行市場における投げ売りの抑制にもつながる。

1985年には大手業者を中心に Secondary Market-Makers Association (SMMA) が組織された。初回会合において、参加者のほとんどが、「SMMA リストで指定された証券について、大半の SMMA メンバーに対して恒常的に双方高価格を提示する業者」というマーケットメーカーの定義に合意した。SMMA メンバーはそれぞれ取り扱い対象証券を指定し、それが正式な SMMA リストとして開示され、定期的に見直される。これは AIBD が公表する同様のリストを、より正確なものにする試みであった。また会議に招待された業者の過半が、ブローカーによる取引相手の開示に賛成を表明しており、それが実現すればブローカー経由の取引が SMMA メンバー間に限定されることが期待された⁷⁾。

しかし、SMMA メンバーが名前の開示がある場合にのみブローカー経由の取引を行うと決めても、ブローカーが開示に応じなければ実効性がない。ブローカーを含むより広範な業者で組織される AIBD においては、ブローカーがプロのマーケットメーカー以外と取引しないよう独立の監査を受けるべきという提案が受け入れられなかった。ブローカーは、共同幹事の投げ売りを含む一次市場での取引仲介が主要な収益源であるため、SMMA の要求には応じられない。仮に AIBD で名前の公表を求められたとしても、ブロー

6) AIBD が公表する Weekly Eurobond Guide は、リストに載っている業者が対象証券に価格を提示しなかったり、逆に有力業者がリストに名前を載せていなかったりして、信頼性が低かった。“Secondary Eurobond Market Illiquidity: Is it really that bad?”, *International Financing Review*, April 20, 1985, p.845.

7) “The Secondary Market-Makers Association: What are its objectives and who are the driving forces?”, *International Financing Review*, May 14, 1985, pp.1031-1032.

カーは団体から脱退することができる。マーケットメーカーにしてみると、一次市場でブローカー経由の投げ売りが横行するなら、その中で価格提示の義務を果たすのは困難である⁸⁾。結局、この時点で実効性のある取り決めはなされなかった。

もうひとつは価格の透明性についてである。一般的に債券市場は株式市場に比較して透明性が低いが、ユーロ債市場ではそれが顕著であった。取引には半ダースほどのディーラーに電話して価格を確認する必要があった。Reutersなどのスクリーン価格は単なる参照価格で、ほとんど更新されず、一部のマイナーな参加者を除いてまともに信じていなかった。こうした不透明さは、トレーダーが投資家の無知につけこむ余地を広げたが、同時に投資家の市場に対する不信感につながった。また利用される技術が古いことは、業務を非効率にしていた。取引は全てテレックスで確認する必要があり、事務はテレックスと前日にトレーダーが書いたチケットを突き合わせるのに何時間もかけていた⁹⁾。

スクリーンに提示した価格で自動的に取引を行う可能性については、否定的な見解が大多数を占めており、議論の中身は1975年にReutersスクリーンがユーロ債市場で利用されるようになったときのものから変化していなかった¹⁰⁾。それでもAIBDは1986年にスクリーン取引調査委員会を設置し、システム導入の可能性を検討し始めた。調査委員長となったStanley Rossは、各機関において膨張した経費はブル市場で吸収されているが、市場が弱気になれば人員削減が必要になるため、トレーディングの支援システムが不可欠に

8) "What do the London bond brokers think of their critics?: Are the complaints justified?", *International Financing Review*, May 18, 1985, pp.1088-1089. SMMAの中でも、無理な条件で発行された証券については、マーケットメイクの義務は主幹事に限定すべきという非公式な合意があった。

9) Evans, Garry, "How to stop the Eurobond market committing suicide", *Euromoney*, May 1988, p.45. 取引の15%程度が、最初の突き合わせに失敗しているという話もあった。

なると訴えていた。そして AIBD は NASD からコンサルタントを受け入れ、NASDAQ をモデルとしたシステムの導入を目指した¹¹⁾。

調査結果を受けて、1987年には AIBD 総会で AIBDQ が提案されたが、建値の自動化でマージンが圧縮され、収益性の悪化につながると受け止められたため、メンバーからの強い反対を受けて提案は否決された。翌年には、そうした反対論がでないように、機能を限定した TRAX の導入が提案された¹²⁾。しかし、今度は Euroclear と CEDEL から、両機関が AIBD と共同で準備している ACE と機能が重複するとして反対論が上がった。それに一部のメンバーが同調し、総会での投票が予定されていないにもかかわらず、反対票を投じるよう呼びかける書簡が会員に送りつけられた。また実際に大手マーケットメーカーで、TRAX の試験利用計画から撤退するところも現れた¹³⁾。

こうした対立にもかかわらず、システム導入が急がれたのは、イギリスで 1986年に金融サービス法が導入されたためであった。この法律に基づき証券

10) 主要な反対論拠に次のようなものがある。・多くの証券について、活発に取引しているのは少数の業者だけであるため、確定価格と過去の取引がスクリーンに載せられると、誰が特定の取引をしたのか容易に分かってしまう。・トレーダーの活躍余地がほとんどなくなる。・どの証券でも市場で取引されているのはせいぜい 50% であるため、確定価格と自動執行は重大な在庫問題を引き起こす。・数百の取扱銘柄の価格を、リアルタイムで更新するのは不可能。Evans, Richard, "Would Eurobond traders pass the screen test?", *Annual Financing Report*, Euromoney, March 1987, pp.4-6. 1970 年代の議論については Reich, Cary, "Can Eurobond dealers overcome their inferiority complex?", *Institutional Investor*, April 1977, pp.126-128 を参照されたい。

11) "International trading in Eurobonds: A brave new world with AIBDQ", *International Financing Review*, November 29, 1986, pp.3554-3555. NASDAQ が小口向け自動取引システムを導入したのはクラッシュ以降である。

12) "International bond settlements: AIBD clears the TRAX", *International Financing Review*, March 26, 1988, p.1011.

13) "The Great TRAX Wars: Can the Eurobond market truly grow to final maturity?", *International Financing Review*, May 28, 1988, p.1670. CEDEL は、公式には ACE を支持する立場だったが、あまり強硬な姿勢ではなかった。それは Euroclear が TRAX に反対し続けるなら、TRAX と組んで市場シェアを Euroclear から奪えんと考えているからではないかと推測されていた。

投資委員会（SIB）が設置され、包括的なルールブックが作成された。ユーロ債市場がロンドンで活動を続けるには、公式な取引所を持ち、SIB ルールブックの基準に沿う規則の作成とその適用が求められるようになった。これができなければ、業者は個別の取引毎に SIB もしくは指定された自主規制団体に最良執行の証拠を提出し、取引規模、銘柄、単位価格を通知しなければならない¹⁴⁾。そこで AIBD が国際証券自主規制団体として承認を受け、指定投資取引所（Designated Investment Exchange）となって業界ルールを設定することになった。

TRAX と ACE をめぐる対立に関しては、1988年 AIBD 総会において SIB が TRAX を支持したことで、英規制の要件を満たすのは TRAX だけであることが明確になった。AIBD メンバーで英代表は25%しか占めず、独代表を中心とする TRAX 反対派は外国の当局に規制されることを懸念していた。しかしユーロ債取引の70~80%はロンドン所在業者が相手となっており、英規制に従うことが不可避であった。また SIB は独仏などでもリスク管理の強化に向けた動きが始まっていることを指摘した¹⁵⁾。

1989年初頭には TRAX が稼働し、同年には AIBD メンバーが TRAX 利用義務違反に関する罰則規定を批准した。取引当事者双方のトレーダーは、契約から30分以内に取り引日時、決済日、銘柄、取引枚数、価格、取引相手、その他特別な合意といった取引情報を入力することが義務化された。その情報に基づき売買注文が突き合わされ、取引詳細情報が確認されるようになった。これにより実際の取引価格が記録され、それらが日々公開されるようになった。TRAX の利用義務は当初 AIBD の報告ディーラーとディーラー間ブローカーだけであったが、90年にはそれが全メンバーに拡大された¹⁶⁾。

14) Barrett, Matthew, "Is the party over for the AIBD?", *Euromoney*, May 1987, p.46.

15) "AIBD annual meeting: Britain's SIB backs the TRAX system", *International Financing Review*, June 4, 1988, p.1766, p.1788.

16) Dosoo, George, *The Eurobond Market*, 2nd ed., Woodhead-Faulkner, 1992, p.222.

こうして価格の透明性が英規制に背中を押される形で高められたように、他の問題についても英規制の基準を満たすルールの作成が進められた。ブローカーの取引相手開示については、1986年の AIBD 会合における提案で内容が削除されていたが、かわって報告ディーラー委員会を組織し、それらディーラーが値付けするボンド枚数、常に取り引する相手の範囲、価格・取引情報開示といった基準に従うという提案について合意が成立した¹⁷⁾。ドルの固定金利債では、報告ディーラーは対象銘柄を AIBD に通知し、他のマーケットメーカーに対してその銘柄に最低50万ドルで双方向価格を提示することが求められるようになった¹⁸⁾。また buy-in についても新たなルールが導入され、その他買い占めやあらゆる市場操作を禁止し、取り締まるための体制が整備されることになった¹⁹⁾。

ルール整備が進むにつれ、トレーダーが市場の不透明さから利益を上げる余地が縮小した。1989年初頭に、AIBD 報告ディーラー委員会の新会長 Jerome Goldstein が市場の変化について語っていた。彼によると、2～3年前までユーロ債流通市場はスクイーズや買い占めなどの報道にあふれ、また最近まで多くの業者が建値を突然停止することがあったが、市場の環境は大きく変化し、流通市場業務に規律を与える、成熟した信頼できるシステムが形成された²⁰⁾。ただ市場の成熟は、同時にディーラーの収益性低下を意味する。実際の取引価格が開示され、その情報に誰もがアクセスできるようにな

17) “AIBD Secondary Market Making : Bond traders go for ‘democracy’”, *International Financing Review*, July 12, 1986, p.2063.

18) Barrett, “Is the party over for the AIBD?”, *op.cit.*, p.49.

19) “International securities market : Now secondary Eurobond market heavyweights are getting the act together”, *International Financing Review*, November 14, 1987, p.3594. buy-in については、buy-in-notice の2日前に事前警告を出すことが求められるようになった。Evans, “How to stop the Eurobond market committing suicide”, *op.cit.*, p.58.

20) “International Bond Markets : Eurobond cowboys laid to rest on Boot Hill”, *International Financing Review*, January 21, 1989, p.8. また彼は、流動的な証券の多くはソブリンと国際機関債で、企業債は効率性に劣るが、それでも米企業債くらいの高水準はあり、ヤンキー債よりはるかに良いと評価していた。

ると、取引が活発な証券については売買スプレッドをほとんど期待できず、収益を上げるには複雑な証券を取り扱わざるを得なくなる²¹⁾。

もともとユーロ債の売買は発行市場への参加を目指す業者間の取引が中心であり、流通市場の収益性が低くとも、それ自体は市場に再編を迫る圧力になりにくいと考えられる。しかし市場改革の動きは発行市場にも及んだ。英の規制で市場操作を厳格に取り締まる必要が生じたことで、発行市場では主幹事による安定操作を見直さなければならなくなり、幹事業者が構成する団体の IPMA が AIBD と協力してルール作りを進めた²²⁾。従来、主幹事は投げ売りに安定操作で対抗し、そこでかかった費用をシンジケート参加者に請求していた。場合によっては発行額の100%を超える金額の買い操作で空売りが締め上げられることもあった。この問題への対処として、IPMA は1989年にガイドラインを発表し、事前の合意なしに安定操作のコストをシンジケート参加者の手数料から差し引くことを禁止した²³⁾。

これと時期を同じくして、安定操作のコストを手数料から差し引かないシンジケートが増えたが、一方で主幹事はブローカーに安定操作の建値を提示しなくなった²⁴⁾。つまり、上述のようにブローカーの匿名性は維持されることになったものの、そこには安定基金の買値が提示されておらず、投げ売りをする業者は、下落する市場価格を受け入れるか、名前を明かして主幹事に直接取引を求めなければならない²⁵⁾。大手業者はさらに一歩進んで固定価格

21) ユーロ債ディーラー間ブローカー Gintel & Co. の John Langton は「対等な扱いに執着するのは利益を生まない。みんなが同じ価格を見ればスプレッドがなくなる。最良のビッドとオファーでチケットを書くということだ」と指摘している。実際、ソブリンで流動性の高い銘柄はスプレッドが 1/128 ポイントになっていた。Merrill Lynch Government Securities の Daniel Napoli も「複雑な取引ではスプレッドがある。しかし 40 の競争相手と争うビッドでは何も利益はない」と証言している。Hansell, Saul, “The wild, wired world of electronic exchanges”, *Institutional Investor*, September 1989, p.184.

22) Evans, “How to stop the Eurobond market committing suicide”, *op.cit.*, p.58.

23) Stoehr, Isabella, “IPMA guidelines comfort co-managers”, *Euromoney*, May 1989, p.149.

(あるいは固定スプレッド)方式を利用するようになった。そこでは、幹事業者はより大きいコミットを求められ、販売期間中に固定価格(一定スプレッド内)を維持するよう契約で拘束される。一方で債券を入手する条件は同じで、主幹事はプレシピアムを受け取らず、事前販売もできない。そして安定操作は行われ²⁶⁾ない。

新たなシンジケート方式の導入は、規制に促された側面もあるが、それはむしろ大手の主幹事業者による発行業務の収益性回復に向けた努力を反映していた。そのため、発行市場における投げ売りを防ぐ工夫が施されると同時に、シンジケートの参加者数が削減された。これにより大手業者は市場の寡占化を目指した。しかし固定価格方式は幹事団での条件合意に時間がかかり、その間に借り手がリスクにさらされるなどの難点から、利用範囲や時期が限定された²⁷⁾。また、ソブリンなど信用力の高い借り手の証券は、流通市場で活発に取引されていることも多く、価格設定や分売におけるシンジケートの必要性が小さい。したがって幹事業者は手数料をほとんど期待できず、利益

24) CSFBは1989年1月にToyota Motor Credit Corp.向け発行で激しい投げ売りと締め上げの攻防を演じ、それ以降の取り扱い案件についてはビッド価格をブローカーに提示せず、シンジケート参加者のみにマーケットメイクを提供する方針を打ち立てた。UBSはAlliance & Leicester向け案件で、安定操作を自己勘定で行い、ブローカーにビッドを提供しなかった。Morgan StanleyもGMAC向け案件でブローカーを利用しなかった。Cooper, Wendy, "Rewriting the Eurosyndicate rules", *Institutional Investor*, May 1989, pp.177-181.

25) Stoehr, "IPMA guidelines comfort co-managers", *op.cit.*, p.149.ただし、安定操作のコストを請求しない方法では、引受業者に割当の価格と量が保証されているか、もしくは引受業者が自身で引受量を選択でき、投げ売りの必要が小さくなっていった。

26) Osborn, Neil, "The unspoken question: Eurobond market, is this goodbye?", *Euromoney*, September 1989, p.42.さらにCSFBの場合は、シンジケートで発行から決済日までの期間を7日に短縮した。1980年代初頭に買取発行が拡大し、発行前の期間は短縮されたが、逆に発行から決済日までの期間は6週間にも及ぶようになっていた。その間、grey市場の参加者は現金決済なしに自由に取引できた。CSFBはその取引を抑制することで、grey市場の表面的な低価格が全体に及ぶことを回避しようとした。*Ibid.*, p.43.

は grey 市場のトレーディングから上げなければならない²⁸⁾。

収益性の低さから、発行市場においても主要な機関は顧客のニーズに応じた特殊な商品や複雑な商品を開発し、それらを私募形式で販売することに注力するようになる²⁹⁾。そして、安定操作におけるブローカー排除、固定価格方式の採用、私募形式の発行拡大すべてが、特にそれまで投げ売りの激しかったドル債の分野で、一次市場におけるブローカー経由の業者間取引を減少させる圧力となった。1988年の時点でユーロ債ブローカー Gintel の John Langton はドル債の取り扱いが前年比30%減少した事実を認めた。また Euroclear の関係者は、債券が最終投資家にわたるまで経由する業者の数が前年の平均10から、2～3に減少したと推計していた³⁰⁾。

これはユーロ債の発行市場と流通市場の関係が、従来のものから変化したことを示唆している。もっぱらリテール投資家に支えられていた初期のユーロ債市場では流通取引が著しく不活発であった。発行市場への参入を目指す業者による一次市場での取引は、リテール分売を促進した。それら業者が一次市場で抱え込んだ債券は、二次市場で処分された。そして多くは状況が悪化すると逃げ出したとはいえ、ブローカースクリーンにアクセスするためマーケットメーカーを名乗り、売買に参加することによってリテール向けの小規模な市場を膨らませていた³¹⁾。しかし発行市場から周辺的な業者が閉め

27) 当初の固定価格方式ではメンバーが半ダースを超えることがほとんど無く、かつ同じような顔ぶれでシンジケートが構成されていた。その利用は、市場が安定している時の機関投資家に受け入れられる借り手向けに限定されていた。Muehring, Kevin, "A new deal for the Eurobond market", *Institutional Investor*, December 1989, pp.81-83.

28) Muehring, Kevin, "Underwriting: The Euromarket's new lease of life", *Institutional Investor*, January 1990, p.66.

29) こうした事情については拙稿「1980年代の国際資本市場における米系金融機関の競争力」『経営研究 (大阪市立大学)』2010年2月, 6～9ページを参照されたい。

30) "Eurobond trading volume: A diminishing role for the intermediary?", *International Financing Review*, April 2, 1988, p.1071.

出され、機関投資家向けの分売が強化されることで、流通市場の取引規模が発行市場の状況に依存するという構図は一変した³²⁾。

それでは機関投資家の大規模取引によってユーロ債に発行市場から自立した流通市場が形成されたのかというと、そうともいえない。確かにソブリンや国際機関の大型発行は活発に取引されるようになり、ドル以外では取引額が大きく伸びた。しかしそれらは国内債と渾然一体となって取引されており、あくまで機関投資家による国際分散投資の一環に組み込まれたものであった。しかもクラッシュによって、流通市場全体としては取引量が落ち込んだ。マーケットメーカーの義務が明確化され、業者の範囲がそれ以前よりも限定されたにもかかわらず、十分な取引量を確保できずに市場から撤退したり取扱証券の数を大幅に削減する動きが目立った³³⁾。

個別機関にとって、ディーラー間取引縮小は、機関投資家との大口取引によって生じるポジションの管理だけでなく、収益性の低さを補うだけの取引

31) リテール投資家は満期まで証券を保有することがほとんどだった。処分を望む場合でも、取引規模が小さいため、マーケットメーカーは自身に都合の良い価格で対応することが容易だった。Dosoo, *op.cit.*, p.207. 顧客から買い戻した少額のボンドはディーラー間で取引できる規模になるまで蓄積される。また1980年代前半にCSFBのMichael von Clemmはインタビューに答えて次のような内容を語っていた。ユーロ債市場はベルギーの歯医者なしに成立しない。中央銀行など機関投資家は手持ち証券を入れ替えているだけ。CSFBはグループのWhite Weld証券と協力して、ブロックで買い取った証券を小分けにして販売している。その最終的な行き先がベルギーの歯医者であり、このビジネスからグループは多大な利益を得ている。ユーロ債市場で借り手が好条件を獲得できるのは、ほしい銘柄なら不利な条件を進んで受け入れる小規模投資家が存在するからである。Ferris, Paul 著, 東方訳『ザ・マスター・バンカー』ダイヤモンド社, 1986年, 340~343ページ。

32) ドル以外の普通債とFRNについてはもともと一次市場取引が極めて小さい。ドル建てFRNは明らかにFRN市場崩壊の影響を受けており、1987年から取引額が僅少になっている。ドル建て普通債は影響が見えにくいですが、上述のEuroclearによる推計と合わせて考えると、取引がより少数の業者による大口取引で構成されるようになったと考えられる。それでも1989年からはやはり一次市場の取引が極めて小さくなっている。取引額の推移については、拙稿「グローバル・トレーディングと金融機関の国際競争(2)…」, 前掲, 21~22ページを参照されたい。

量確保も困難になることを意味する³⁴⁾。また対顧客取引であっても、流動性の高い証券の取扱からは、ほとんど利益が期待できなくなったことは上述のとおりである。そのため主要な業者は複雑な証券の取扱に注力していくのであるが、それらの証券はそもそも活発な取引ができないような設計になっている。ユーロ債の発行市場と流通市場の関係が従来のものから変化する中で、市場に参加する業者はこうした状況に対応していかなければならなかった。

1-2. 対顧客取引と自己勘定取引

発行市場から周辺的な業者の多くが排除され、それら業者の発行取り扱い業務に付随するマーケットメイク活動によって膨らんでいた部分が市場からはがれ落ちると、ロンドンに大規模トレーディングルームを設置した業者は、流通市場での活動を存続させるために対顧客取引を強化する必要にせまられた。1980年代半ばのユーロ債ブーム期には、借り手が有利な条件を利用して調達の前倒しを行っていたが、クラッシュによって日本物ワラント債を除くと発行が停滞し、業界全体でも顧客として投資家の重要性が高まった³⁵⁾。投資家からの注文が集中すれば、それ自体が利益になる上、資金の流れを把握することにもつながる。しかし、それだけに投資家との取引をめぐる競争は

33) Dean Witter, First Chicago, Lloyds, Hill Samuel, Chemical, Tronto Dominion, L. F. Rothschild, BCI, Dominion Securities, Orion Royal, Midlandなどが市場から撤退した。また Salomon, BOA, 大和証券, EBC, Amro, Prudential Bacheなどは取扱証券を大幅に削減した。Muehring, Kevin, "The new heroes of the Eurobond market", *Institutional Investor*, May 1988, p.104.

34) 全ての業者がトレーディング業務の見直しを迫られており、CSFBでもプロ間マーケットメイクの低収益性から圧力を受けていた。プロ間取引の縮小は流動性の低下を示唆し、内部ポジションを管理して既存のリテール取引に対応する重要性が高まることを意味する。CSFBのリスク管理責任者 Paul Ciasulloは「我々のトレーディングの強みは、自社マーケットメーカーの経験に直接由来する。リテール需要を予測して適切にポジションを取る能力を高めている」と証言している。*The IFR Review of the year*, International Financing Review, January 1989, p.36. 同社のようにリテール市場を利用できる業者は多くないと思われる。

35) French, Martin, "Doing the continental?", *Euromoney*, July 1987, p.24.

激しく、誰でも知っているような範囲以外に顧客を持たない業者は、実質的にポジション取りから利益を上げるしか方法がないといわれるような状況になっていた³⁶⁾。

投資家からの取引獲得のため、大手機関は販売・調査部隊を拡充するようになった。販売については、1970年代のような単なる電話セールスではなく、トレーダーと販売員が協力して取引を獲得する体制の構築が目指された³⁷⁾。調査については、各社が多通貨のボンド調査に取り組んだ。ユーロ債市場では最も複雑な商品が開発されており、特に米投資銀行にとっては調査技術を輸出する機会が大きく、各機関がロンドンにボンド調査チームを設置した。欧州の業者も多通貨の調査チームを設置するようになった。カバー範囲は業者によって異なり、マクロデータに基づく金利・通貨予想からテクニカルな利回り曲線分析まで多様であった。各機関は、調査情報を投資家に提供するだけでなく、発行業務での調達コスト削減や、自己勘定トレーディングにも利用した³⁸⁾。

ただ、こうした努力が必ずしも注文獲得に結びつくわけではない。一つには投資家の中でも高い分析能力を持つところが多くなってきたことがある。1980年代半ばには固定金利投資支援サービスの MarketMaster が普及し、そ

36) “Will more Euro houses close down trading”, *International Financing Review*, March 26, 1988, p.1023.

37) SBC International は販売サービスをリテール向けと機関投資家向けに分割し、リテールではトレーダー 10 人で企業債と主要通貨 5 種をカバー、機関投資家向けでは政府債とソブリン・国際機関のユーロ債をカバーした。スイス勢のようにリテール基盤を持たない業者は機関投資家向けに集中した。例えば Merrill Lynch は米財務省、ギルト、日本国債など政府債専門デスクを設置した。Muehring, “The new heroes of the Eurobond market”, *op.cit.*, p.109.

38) Makin, Claire, “The big fixed-income bet”, *Institutional Investor*, March 1988, p.112. 英系で UBS 傘下に入った Phillips & Drew や、Security Pacific 傘下に入った Hoare Govett が国際調査を提供し始めた。DB は Merrill Lynch からトップアナリストを引き抜き、NY に国際調査チームを組織した。しかし欧州勢は全体的に国際性が低いと見られており、唯一 Banque Paribas Capital Markets が多通貨ボンド調査を確立しているという評価を受けていた。Ibid., pp.112-116.

れを利用すれば各種証券価格のリアルタイムデータを確認し、利回り分析を行うことができた。同じものを投資家も利用するようになったため、ディーラーは情報の優位性を失った³⁹⁾。投資家は多くのディーラーから売り込みを受け、同時にブローカースクリーンにアクセスして価格を恒常的にチェックしている。そうした状況では、市況に関する助言や有利な乗換機会の提案より、最低の執行価格が選ばれることも多かった⁴⁰⁾。

もう一つには売買スプレッドを節約するようになったことがある。売買スプレッドが小さい市場は基本的に効率性が高く、ディーラーは乗換機会を提案するのが困難であると考えられる。ユーロ債では効率性が低く、乗換による収益機会が生じやすい。しかしそうした市場ではディーラーが薄い売買スプレッドを提示することはできない。すると、乗換機会自体は投資家にとって有利なものであったとしても、売買スプレッドがその利益を帳消しにしかねない。そのためユーロ債市場ではほとんど入れ替えしないという投資家も多く、ある投資家はできるだけ流動性の高い市場で1回あたりの取引規模を大きくし、取引回数を削減するという方針を持っていた⁴¹⁾。

そして調査に対する不信感を持つ投資家も多かったということもある。分析能力の高い投資家にとっては、ディーラーの調査に基づく商品ベースの推

39) Marton, Andrew, "Mastering the bond market", *Institutional Investor*, November 1985, p.348. MarketMaster は Merrill Lynch と Innovative Market Systems が共同開発し、1984年に販売を開始した。他の投資銀行も同様のパッケージを開発し、顧客向けに情報の提供をしていた。

40) "Will more Euro houses close down trading", *op.cit.*, p.1023.

41) Lee, Peter, "Slamming the foot in the door", *Euromoney*, May 1990, p.40. この記事では多くのユーロ債で売買スプレッドが0.5%になっているという証言が紹介されている。別の記事では、ユーロ債の一般的なスプレッドは0.5~1%で、流動性の高い証券は0.125~0.25%だが、競争の激化で流動性の低いものでも0.25%程度に縮小しているという証言が紹介されている。Muehring, Kevin, "Mining illiquidity", *Institutional Investor*, August 1990, p.51. しかしそれ以降の論文で、国際債で流動性の高いものが0.1~0.5%、流動性の低いものは1%以上が標準的と紹介しているものもある。Benzie, Richard, "The Development of the International Bond Market", *BIS Economic Papers*, No.32, January 1992, p.43.

奨は有用性が低い。逆にそれほど独自の分析能力があるわけではない投資家は、調査の質を評価することができず、あちこちから売り込みにくるディーラーが、自己勘定からいらぬ証券を処分しようとしているだけではないか、あるいは売買手数料が最大になるような提案をしているのではないかと疑うこともある。また米投資銀行が行うような固定金利定量分析は、米財務省証券市場にしか適用できないものだと考える投資家も多かったようである⁴²⁾。

それでは、投資家はディーラーに何を求めていたのであろうか。断片的ながら *Euromoney* 誌がいくつかの調査を実施しており、1986年に初めての流通市場調査が行われた。取引相手を選択する基準についての質問に対して、圧倒的に多かったのは、幅広い商品でのマーケットメイク能力と、不安定な市場での恒常的な建値提供という答えであった。それに、取引頻度の低い証券への積極的な建値、顧客向け小口取引への対応が続き、その他で重要なものでは、取引執行の速度と正確さ、商品知識の深さと良いアイデアの提供であった。また面倒見の良さ、礼儀正しさ、社交性といった個人的なコンタクトも重要視されていた⁴³⁾。この時期はユーロ債ブーム期であり、いまだ名ばかりのマーケットメーカーが多かったことから、最低限の範囲について恒常的な取引が可能なことへの要望が特に強かったのであろう。

1987年は市場の不安定さが増し、ほとんどの投資家は流動性（マーケットメイク能力）を最も重視した。ただ、主要ディーラーの間で価格とマーケットメイク能力に差がないため、調査サービス（書類ではなく、電話による専門的な助言やニーズに沿った特別な対応）を重視するようになったというこ

42) Makin, "The big fixed-income bet", *op.cit.*, p.116. ジュネーブのある投資家は「利回り曲線とスプレッドだけに基づいて売買を勧めてくる販売員からの電話は自動的に保留される。翌朝には、彼らはどこかに消えている」と証言している。"The obsession with spreads over US Treasuries", *International Financing Review*, July 12, 1986, p.2099.

43) Crabbe, Matthew, "Secondary reaction", *Euromoney*, October 1986, p.14. 調査は1500の実務家とファンドマネジャー対象に行われた。

とである⁴⁴⁾。1988年は、投資家の所在地毎に今後半年から1年の間にディーラーのサービスで何をより重視するようになるかが調査されている。米投資家はマーケットメイクへのコミット（40%）、価格・手数料（33%）、総合的な効率性（20%）の順で回答が多かった。日本の投資家は調査書類と口頭の助言が同率（42%）で、総合的な効率性（38%）が続いた。ただし重視の度合いを下げる項目としても調査書類（15.5%）が1位であった。欧州の投資家は総合的な効率性（65%）が圧倒的で、決済（47%）、口頭助言（44%）と続いた⁴⁵⁾。

これを見ると、やはりマーケットメイク力に対する需要が強い。総合的な効率性の内容は不明であるが、注文の確実な執行など、マーケットメイクに関連する要素が含まれていると思われる。また、これも内容は明らかでないが、調査や助言に対する需要も強かった。そして、ここにきて米投資家から価格・手数料という声が上がっている。1990年の調査では、投資家の取引先選択基準がランキング形式で発表されており、重視される項目として価格が最上位になった。その後は調査の質、取引ロット、専門知識、カバー範囲の広さ、革新的な商品提供の順になっていた。マーケットメイク力はランキングに入っていなかったが、ほとんどの投資家が全ての表示通貨について流動性に対する極めて強い懸念を持っていた⁴⁶⁾。

たしかに幅広い商品の取り扱いに対する需要は存在する。また調査や助言

44) 運用資産合計1兆ドルの多様な投資家対象に調査が行われた。取引先選択基準については、回答者の77%が最も関心をよせる項目として流動性を挙げただけ記述されている。Crabbe, Matthew et al., "Big investors' new motto: Safety first, junk out", *Euromoney*, March 1987, p.87.

45) 運用資産合計ほぼ2兆ドルの多様な投資家対象に調査が行われた。Barrett, Matthew et al., "The new mood among investors: Actively depressed", *Euromoney*, June 1988, p.54.

46) "What the investors think", *Euromoney*, September 1990, p.197. 回答者の管理資産平均は38億ドルで、地理的な内訳は欧州44%, UK 33%, 極東17%, US 4%であった。

を求める投資家が多いことも間違いない。ただ、以上の調査結果を見ると、例えそうした部分で優れていたとしても、マーケットメイク力が疑われると、ディーラーは取引を獲得できない可能性が高い⁴⁷⁾。一方、価格の重要性が高まっていることは、ディーラーが特化した分野でよい価格を提供すれば、総合的な取引を提供する業者からでも注文を奪うことができる可能性を示唆している⁴⁸⁾。1980年代後半に流通市場の多通貨化が進展したことから、その可能性がさらに高まったのではないかと考えられる。つまり顧客への包括的な対応を模索する業者でも、多通貨化、トレーディングの経費拡大と収益性悪化の中で、取扱商品は強みを持つことができる範囲に限定しなくてはならなくなった⁴⁹⁾。

取扱商品について専門化しながら顧客のニーズに包括的な対応を行っていくことは、両立しないように見えるが、必ずしもそうではない。一部の大型債を除くと、ユーロ債は総じて流動性が低い。実際に売買を行う場合、確実にそれに対応してくれる相手を選択されることは何ら不思議ではないが、それは必ずしも個別証券に双方高価格を提示する必要があることを意味しない。投資家はあくまでポートフォリオを管理しており、エクスポージャーの調整はポートフォリオ全体として行うことができる⁵⁰⁾。それにはもっぱらデリバ

47) ボンドは銘柄調査よりトレーディングの方が重要で、例えばCSFBはユーロ債ワラント調査で高い評価を得ているが、投資家はマーケットメーカーとして評価が高いSoGenやStrauss Turnbullと取引したがるという指摘がある。Makin, "The big fixed-income bet", *op.cit.*, p.116.

48) 後述するディーラーに対する評価の調査で、困難な状況において誰も存続を疑わないような大規模業者が高い評価を得る一方、AドルでのHambrosのようにニッチプレーヤーにも需要があるという状況が明らかになった。"International secondary market", *International Financing Review*, January 2, 1988, p.xxiv.

49) 「流通市場の現実には、もはや総合的なディーリング・サービスの提供は不可能になったことである。ワンストップショッピングの考えは、聞こえは良いが、ファンドマネジャーが4つの通貨を取引しながら1本しか電話したがるような状況でしか効果がない。…もしディーラーが市場の特定分野へのコミットを表明すれば、状況が改善される」。「Is liquidity in the Eurobond secondary market disappearing», *International Financing Review*, July 11, 1987, p.2338.

タイプが利用される。デリバティブ取引の拡大によって、ユーロ債現物だけでなく、場合によっては国債などの取引も必要性が低下したのである⁵¹⁾。

デリバティブ自体は1980年代末にかけてコモディティー化が進行した。複雑な商品開発が目指されるが、それらもすぐに普及し、競争の激化に伴ってディーラーの収益性は低下した⁵²⁾。そこで主要な業者はデリバティブのトレーディング能力を基礎にしたリスク管理、ALM 支援サービスを投資家、借り手両方の顧客向けに提供しようとするようになった。一部はロスリーダーとしてリスク管理手段の助言を提供し、取引を他で行う顧客には問い合わせに対する返事を遅らせるという対応をとった。他は手数料ベースでコンサルティングを提供した。また顧客に分析ソフトを提供するところもあった。こうした業務で収益を上げるためには、デリバティブとその他のトレーディング、金融工学、企業金融の各部門を連携させ、総合力を発揮する必要があった⁵³⁾。

多くの金融機関にとってトレーディングが業務全体の核となる中で、各機関は情報処理設備に多大な資金を投じてきた。それは価格計算、ポジション把握といったリスク管理に不可欠な要素の正確さを高めるものであった。各

50) 米機関が、米国内ボンドの財務省証券先物によるヘッジに関して調査したところ、特定の証券をヘッジするよりポートフォリオをヘッジした方が成功するという結果が得られた。Evans, Ray, "Can you hedge a Eurobond?", *Euromoney*, October 1984, p.329.

51) Banque Paribas Capital Markets のトレーディング責任者 John Frith は、ドル市場では先物の発達で、ユーロドル債現物の取引が減っており、DM でもブンド先物が拡大する一方で現物取引の伸びは小さくなっていると証言している。Muchring, "Mining illiquidity", *op.cit.*, p.51. 主要業者はデリバティブを利用した私募発行に注力し、固定金利トレーディング業務は縮小するようになった。Brady, Simon, "How to tailor your assets", *Euromoney*, April 1990, p.89.

52) スワップやオプションの流動性が豊富なため、多くの金融技術はありふれたものになった。例えば最新技術だったスワプションでも 1988 年にはコモディティー化していた。Keller, Paul, "The rocket men are still at work", *Euromoney*, September 1989, pp.148-151. すでにスワップ市場は飽和化していたが、1990 年になって住友や CSFB などのスワップ子会社が設立された。"Risk management: Swaps operations go global", *International Financing Review*, July 14, 1990, p.80.

ディーラーはそれらの機器を利用して、市場分析や新商品開発の能力を高めてきた。顧客向けリスク管理支援サービスの提供は、そこで蓄積された専門性を収益に結びつける手段である⁵⁴⁾。多様なデリバティブ・仕組み商品の取引を含むヘッジや裁定機会利用の具体的な手法については、かなり洗練された投資家や借り手であっても大手ディーラーに助言を求めることも多いであろう。調査や助言への評価の中には、デリバティブを利用したソリューションの提供といった要素も含まれていると考えられる⁵⁵⁾。

顧客の専門性が高まり、現物取引の回数が削減されたとしても、ソリューション・ビジネスで強みを発揮すれば顧客との取引獲得（現物とは限らない）は期待できる。しかし、まだいくつかの問題が残っている。一つはやは

53) Chase や Hambros は手数料ベースのリスク管理コンサル業務を目指した。Citi, Chase, Midland, NatWest などの金融工学部門は総合リスク管理の規格パッケージ商品を開発した。Fairlamb, David, "Have 'risk managers' got a deal for you!", *Institutional Investor*, May 1988, pp.93-94. JP Morgan は顧客にソフトを提供した。Paribas や SecPac はシステムを独自に利用して、顧客に助言を提供した。Brady, Simon, "Dressing up, without a killing", *Euromoney*, April 1990, pp.78-80. 一部の大手は派生商品部門と外為部門を統合し、リスク管理業務を手がけている。"Swaps mature: Swap profits decline, market enters mature phase", *International Financing Review*, March 24, 1990, p.81.

54) 典型的なトレーダーは4つのスクリーン（Reuters などの外部情報、内部価格情報、分析ツール、リアルタイムのグラフ）を持つ。業界では技術向け投資がトレーダーの報酬総額と同じであった。情報機器の必要性について、元 First Boston 政府債取引責任者 David Bunting は「以前は利回り帳から推計して取引していた。今では無理だ。リスク管理のため、相当の正確さが要求される」と証言している。Donnelly, Barbara, "Fighting for an edge in trading", *Institutional Investor*, January 1986, p.62. また Merrill Lynch Capital Markets の Jon Heiman は1986年の時点で、それまでリスク管理は防御手段だったが、今後は競争力を規定する要因になると指摘している。"International Financial Markets: Can financial innovation put the global system at risk?", *International Financing Review*, September 20, 1986, p.2775.

55) 投資家同様、借り手も専門性を高めていたが、先端的な企業の財務担当者であっても、最新ヘッジ手段の選択肢については銀行ほど知識はなく、リスクを包括的に把握できる者も少なかったと言われる。例えば為替リスクを通貨スワップでヘッジしても、それが金利エクスポージャーを高めるかもしれない。Midland の Ian Major は「スワップ担当がスワップだけを販売し、オプション担当がオプションだけを販売する時代は終わった」と証言している。Fairlamb, "Have 'risk managers' got a deal for you!", *op.cit.*, pp.94-96.

り調査や助言に対する不信である。仲介機関自身が多額の損失を計上する事例が頻発する中で、どれだけそれら業者のリスク管理システムを信頼するのかという問題もあるが、銘柄推奨について挙げておいた利益相反という問題は、その他の助言についても当てはまる。特にウォール街では、トランザクション・ベースの顧客関係が一般化する中で、多くの顧客は業者が自己の利益のために顧客を犠牲にしていると考えようになっていた⁵⁶⁾。

また十分な取引量を確保するのが困難という問題も残っている。デリバティブにしても全ての投資家が積極的に取引する訳ではない。システム対応が困難な上、現物のヘッジに利用しても両方で損失を出す可能性があり、現物の代替として取引しても流動性リスクの対象が変化するだけのこともある⁵⁷⁾。最終利用者が限定される中で市場が急激に拡大しているのは、ディーラー間取引の大きさを示唆している。Chase (London) の Gilles de Chanterac はスワップ市場について、「市場は小規模参加者からの恒常的な需要によって構成されているのではなく、小規模参加者の需要を受けた大手機関による市況に応じた取引で構成されている」と証言している。また別の銀行のスワップ担当者は、対顧客取引は重要だが、そこからの需要だけではスワップチームを維持できないと証言している⁵⁸⁾。

現物のトレーディングについても同じ事がいえる。主要国国債など極めて流動性の高い証券の取扱はほとんど利益をもたらさないが、それでもディーラーはデリバティブを開発し、利用するためにトレーディングで存在感を

56) Chemical (London) の Jill Harrison は、金融工学部門は取引を獲得し利益を上げなければならないというプレッシャーのため、バイアスのない助言を提供できないと証言している。Ibid., pp.94. ウォール街商会への評価については Sender, Henny, "The client comes second", *Institutional Investor*, March 1987, p.253 を参照されたい。この記事では主に M&A の事例が挙げられているが、企業金融でもトレーディングのポジションが欲しいから借り手に発行を勧めてくる、あるいは引受に関与する証券を推奨するなどの事例も挙げられている。

57) Lee, "Slamming the foot in the door", *op.cit.*, p.44.

58) Brady, "Dressing up, without a killing", *op.cit.*, p.77.

持っていなければならない。大手機関ではすでに何列ものトレーディングデスクを持つことなしに投資銀行業務を行うことはできなくなっていた。新たに市場ができたユーロ CP や MBS では専門のトレーディングデスクができていた。すでに多額の投資を行ったこれらデスクを、顧客取引が十分でないからといって全て閉鎖してしまうことはできない。発行市場で周辺業者の活動余地が縮小し、流通市場で対顧客取引の重要性が高まっても、主要な業者にとってはやはり大規模な自己勘定取引が不可欠である⁵⁹⁾。

そしてこの大規模な自己勘定取引こそが、対顧客取引を行う上で利益相反の可能性を高めている。また顧客からの注文を常に受け付けながら自己勘定取引を行うと、目標とする最適なポジションを達成することが困難になる。そこで一部の機関はマーケットメイク担当とポジション取り担当を分割した。マーケットメイク担当ディーラーは限られたポジションの範囲で活動し、当該機関の企業金融と M&A 活動を支援すると同時に、ポジション取り担当の注文を執行し、彼らに市場情報を還元する。ポジション取り担当はチームで活動し、全体として最適ポジションを達成する。こうした組織にすることで、あらゆる市場でマーケットメイク活動をする必要はなくなり、強みのある分野だけでマーケットメイクすればよくなった⁶⁰⁾。

強みのない分野について、各機関は顧客に一方の価格しか提示しない代理ブローカーとして活動することが多くなった。受けた取引の多くが報告ディーラー間の直接取引で実行され、小口のポジション調整には専業ブローカー経由の取引が利用される。純粹の仲介に徹する範囲であればディーラーはリスクを負うことなく、また対顧客取引で自己のポジションを解消しよう

59) French, Martin et al., "Dealing rooms lit by falling stars", *Euromoney*, November 1987, p.80, Selby, Beth, "The reeducation of investment bankers", *Institutional Investor*, January 1990, p.82.

60) Cornish, Christopher K., "When the trader may relax", *Euromoney*, February 1989, p.73.

とする利益相反も生じない。そして顧客の特別なニーズに対応していれば、全ての分野で強みを持っていなくても、取引注文を獲得できる⁶¹⁾。

対顧客取引から独立した自己勘定取引については、多くの機関が裁定デスクを運営するようになった。長期的な見通しに基づく裁定ポジションの構築は、単純に方向性にかけるポジション取りよりもリスクが小さいように見え、またデリバティブをより効率的に利用することもできる。各機関は現物の個別証券間の裁定だけではなく、商品やそのデリバティブを含む幅広い範囲で裁定機会を利用するため、部門をまたぐ協力関係を内部で形成していった⁶²⁾。こうした活動によって、大手機関は大規模なトレーディングデスクを維持し、相場環境が悪いときでも利益を得ることが可能になった。そしてこの裁定活動が、各種資産の価格を連動させ、分断されていた市場を一体化するのである。

2. 競争・分業構造における各国金融機関の地位

2-1. 各国大手による自国通貨取引の掌握

1980年代前半まで、ユーロ債でそれなりに流通取引が行われるのはもっぱ

61) 売買スプレッド縮小で、多くの業者は問題解決スペシャリスト、代理ブローカーとして活動するようになった。Muehring, “Mining illiquidity”, *op.cit.*, p.51. 顧客取引の多くがマーケットメーカー間の直接取引経由で行われるようになった。“Euro-bond grey market trading: Commission crunch?”, *International Financing Review*, November 21, 1987, p.3691. 顧客はエチケットを守れば最良の執行条件を獲得できる。Lee, “Slamming the foot in the door”, *op.cit.*, p.40.

62) Paribas Capital Markets の Claes Hesselgren は「それは週毎の投資ホライズンに基づくポートフォリオだ。我々は勘定間のクロス裁定もでき、自己勘定でかなり大きなロング、ショートのポジションを持っている」と自社の裁定活動を説明している。French, et al., “Dealing rooms lit by falling stars”, *op.cit.*, p.92. 以前は別の部門で行われていた非課税証券や商品関連もスワップ・グループで扱われるようになり、CMO や自動車ローン債権などに含まれる凸型リスク取引も、スワップ・グループが原資産トレーディング部と共同で扱うようになっていく。Leibovitch, Richard, “The US dollar swap market”, Satyajit Das ed., *Global Swap Markets*, IFR Publishing, 1991, p.27.

らドル債であった。1960年代には流通市場の中心が必ずしも明確ではなかった。しかし市場が不安定な中でも、ロンドンのディーラーがドル債について双方高価格を提示し続け、1970年代前半までにはロンドンの地位が確立されていた。1970年代後半からは米投資銀行がロンドンを拠点に、トレーディングを基礎とするビジネスモデルで大陸欧州銀行の牙城に挑戦し始め、ロンドンにおけるドル債の取引拡大に拍車をかけた。その他の通貨については、発行国の大手が自国市場を中心とするドル債取引の傍らで取引している程度であった。

1980年代になると国際市場への参加者が拡大し、各国における規制緩和とともにユーロ債利用通貨の多様化が進展した。流通市場では信用力の高い主体によって発行された大型債が、各国の国債・公共債などと渾然一体となって取引されるようになった。そして多通貨化が進展しても、ユーロ債については、やはりロンドンが取引の中心であった。そして主要国の国債・公共債も、少なくとも一部はロンドンで活発に取引され、多通貨裁定取引の中に組み込まれた。それは米系金融機関を中心とするロンドン所在ディーラーが、本国では制限されていることが多かった空売りやボンド貸借などを利用し、積極的に顧客に取引を促すようになったことが一因であった。

それでは、国際債券取引の多通貨化によって、ドル以外についても米系金融機関が主要なマーケットメーカーになったかということ、そうとはいえない。前述の機関投資家に対する断片的な調査には、通貨別に最良のディーラーはどこかという質問も含まれていた。その結果をもとに、グローバル・トレーディングの勢力図を概観してみる。

表1は1986年の調査である。ドルについては、普通債とFRNはもっぱら米機関である。両方ともスイスはCSFBであり、同社は主要な取り扱い通貨はSwfrではなくドルで、性格は極めて米系に近い。これを同年のドル債発行主幹事の実績と比較してみると、CSFBはそちらのランキングでもトップ

表1 ユーロ債ディーラー流通市場業務への評価 (1986年)

通貨	国籍	行数	順位シェア (%)	通貨	国籍	行数	順位シェア (%)	
USD	固定金利	スイス	1	30.76	Frfr	フランス	3	100
		米 IB	2	46.15				
		米 CB	1	23.07	Dfl	オランダ	4	100
変動金利	スイス	1	50	CS\$	カナダ	4	75	
	米 IB	2	50		コンソーシアム	1	25	
株式関連	米 IB	2	57.14	GBP	イギリス	3	66.66	
	イギリス	2	42.85		その他	2	33.33	
				JPY	日本	2	83.33	
					米 CB	1	16.66	
				DM	ドイツ	1	50	
					米 IB	1	33.33	
					スイス	1	16.66	
				A\$	豪	1	16.66	
					その他	2	83.33	
				NZ\$	米 IB	1	12.5	
					その他	4	87.5	
				ECU	ベネルクス	2	83.33	
					フランス	1	16.66	

注) Euromoney 誌が1500の市場関係者、投資ファンドマネジャーを対象とするアンケートを実施。流通市場で最良のディーラーを質問。結果のランキングから国籍別の順位シェアを算出。例えば1～3位までなら1位に3、3位に1の数字を付け、それぞれを6で割る。その結果を国籍毎に合計した。米 IB は米投資銀行系、米 CB は米商業銀行系を指す。CSFB はスイスに分類。GBP の「その他」には SoGen Strauss Turnbull を含む。ECU のベネルクスは Kredietbank と Kredietbank Lux。C\$ のコンソーシアムは Orion Royal。

出所) Crabbe, Matthew, "How the men in the market voted", *Euromoney*, October 1986, p.14 より作成。

になっている。また流通市場業務の評価ランキングに名前があがる米機関は、Morgan Guaranty を含めてやはり主幹事実績でも上位に入っている⁶³⁾。ただ、流通市場業務の評価では固定金利と FRN に Kidder Peabody の名前があがっており、株式関連で英系ニッチ業者が上位に入っている。それらは主幹事実績上位20に入っていない。これはドル市場ではニッチ業者の活動余地が大き

63) 1986年の主幹事実績については、*Annual Financing Report*, Euromoney, March 1987を参照されたい。その他に両方で上位に入っているのは Merrill Lynch, Morgan Stanley である。

いことを表しているのかもしれない。

一方、他の通貨については現地機関が強い。Frfr と Dfl はランキングに入るのが現地機関だけであった。Frfr の上位 3 行はすべて、Frfr 債主幹事ランキングでも上位 5 の中に入っており、しかもその 5 行全て仏系であった。Dfl については同年の主幹事ランキングが *Euromoney* 誌に載っていなかったが、1983年のものと比較すると、状況は Frfr と変わらず、発行市場でも流通市場でもオランダ系が上位を独占している。両国ともランキングの顔ぶれが似通っており、本国通貨取引における大手の独占力が強いことを伺わせる⁶⁴⁾。

C ドルも Orion Royal が Royal Bank of Canada (RBC) の子会社であることを考えると現地機関のみである。同年の C ドル債主幹事ランキングで 2 位に UBS が入るものの、その他は流通市場評価とほとんど同じ顔ぶれである⁶⁵⁾。ポンドも「その他」に入るのが英トレーディング業者を買収した *Société Générale* (SoGen) と、それ自体は英国籍の CSFB である。ただ、ポンドの場合は主幹事ランキング上位 5 が CSFB を除いて全て英系であるにもかかわらず、同じ名前は SG Warburg だけである。これは英国における分業構造の特殊性を示すものと思われる。

円と DM については米機関が現地大手に続く存在になっている。主幹事ランキングはというと、円の場合は上位10の全て、DM の場合は上位10のうち 8 が現地機関で占められている。また CSFB が DM の主幹事ランキングに入り、それは独現地法人と考えられる。流通市場評価ランキングに入って

64) 1983 年の主幹事ランキングについては、*Annual Financing Report*, *Euromoney*, April 1984 を参照されたい。両方でランキングに入っているのは、フランスでは BNP, CCF, Banque Paribas, オランダでは AMRO, ABN, NMB である。

65) Orion はもともと、Chase, NatWest, RBC が共同で始めた事業であったが、1981 年に RBC がその他株主から持ち分を買い取り、ロンドン子会社と統合して名称を Orion Royal にした。Roberts, Richard, *Tanke your Partners: Orion, the Consortium Banks and the Transformation of the Euromarkets*, Palgrave, 2001, p.161. 両方でランキングに入るのは Wood Gundy, Orion Royal, McLeod Young Weir, CIBC である。

いるスイスはその CSFB で、やはり現地法人の名前になっている。そして円でも DM でも流通市場評価ランキングに入る米機関はそれらの主幹事ランキング上位10に入っていない。これらの通貨はロンドンで取引される割合が大きい一方で、発行市場への外国機関の参入が制限されてきた。その制限が緩和されても、外国機関にとっては流通市場への関与の方が比較的容易であったと見られる⁶⁶⁾。

A ドル、NZ ドル、そして国籍のない ECU については、現地機関が中心にはなっていない。それは主幹事ランキングにも当てはまる。これら通貨は発行市場における通貨スワップの利用が多く、主幹事ランキングはその時々状況に応じて大きく変化すると思われる。ECU については Paribas や Kredietbank が発行市場でも流通市場でも高い地位にあるが、A ドルと NZ ドルではあまり重複する名前がない。流通市場で両通貨ともに Hambros と Orion Royal が上位に入るのは、両機関がそれら地域で強みを持つためであろう。そして米機関はこれら通貨について特に目立った存在ではない。

表2は1987年に行われた調査である。ここではユーロ債だけでなく、各国政府債についても質問されている。ドル建てユーロ債では、公共部門と民間部門の両方に入っているスイスは CSFB である。その他は全て米機関であり、商業銀行系の JP Morgan と大手投資銀行が名を連ねている。米財務省証券でも大手投資銀行と商業銀行系の Security Pacific Hoare Govett でランキングが構成されており、CSFB は入っていない。1987年のドル債主幹事ランキングでは上位5を日本の4大証券と CSFB が占めている⁶⁷⁾。1980年代後半のドル債発行市場における日系機関のランキング独占は、自国の借り手による発行

66) 円の場合、外国機関の幹事業務が明確に禁止されていたわけではないが、日米円ドル委員会の合意を受けて、国籍上の制限がないということが明確にされた。DM については 1985 年に現地法人に対して主幹事業務が開放された。

67) 1987 年の主幹事ランキングについては *Annual Financing Report*, Euromoney, March 1988 を参照されたい。

表2 ディーラー国際流通市場業務への評価 (1988年)

通貨		国籍	行数	順位シェア (%)	通貨		国籍	行数	順位シェア (%)
USD	ユーロ債 (公共部門)	米 IB	3	40	JPY	ユーロ債	日本	4	90.9
		スイス	1	33.33			米 CB	1	9
		米 CB	1	26.66			JGB	日本	5
	ユーロ債 (民間部門)	米 IB	3	40	DM	ユーロ債	ドイツ	1	42.85
		スイス	1	33.33			米 IB	2	42.85
		米 CB	1	26.66			スイス	1	14.28
米財務省証券	米 IB	4	87.5	政府債	ドイツ	1	50		
	米 CB	1	12.5		米 IB	1	33.33		
Frfr	ユーロ債	フランス	3	100	スイス	1	16.66		
Dfl	ユーロ債	オランダ	2	75	A\$	ユーロ債	イギリス	1	50
		スイス	1	25			コンソーシアム	1	33.33
	政府債	オランダ	2	75			カナダ	1	16.66
		米 IB	1	25	ECU	ベルギー	2	50	
C\$	ユーロ債	カナダ	2	75		フランス	1	30	
		コンソーシアム	1	25		スイス	2	20	
政府債	カナダ	4	100	Swfr	公募債	スイス	2	75	
	米 CB	1	25			米 CB	1	25	
GBP	ユーロ債	イギリス	3	75	転換債・ 株式ワラント債	スイス	2	100	
		その他	2	25					
	ギルト	イギリス	5	64.28					
		米 CB	2	35.71					

注) International Financing Review 誌が Darkeford Survey Research に委託した調査。国際的な流通市場に直接・間接の関与を行う29ヶ国の金融機関(商業銀行、投資銀行、保険会社、資産運用業者)に所属する個人にアンケートを送付。回答者の35%は英所在、25%は日本所在、26%は欧州、残りが中東、極東、北米。流通市場で最良のディーラーを回答。

順位シェアの計算方法は表1と同じ。GBPユーロ債のその他には同率3位の SoGen Strauss Turnbull を含む。GBPギルトで米CBには1位の Security Pacific Hoare Govett を含む。C\$ユーロ債とA\$ユーロ債のコンソーシアムはともに Orion Royal でC\$同率2位、A\$2位。

出所) "International secondary markets", International Financing Review, January 2, 1988, pp.xxv-xxviii より作成。

を背景としており、それは流通市場においても日系機関が米系機関の上を行くような結果はもたらさなかった。

Frfrについては表1と同じ3行でランキングが構成されている。同年の主幹事ランキングでもやはり仏系が上位を独占している。DflではAMROとABNの強さは変わらないものの、ユーロ債では同率2位にSBCが、政府債

では同率2位に Morgan Stanley が入っている。主幹事ランキングはこの年も載せられていない。Cドルでも表1と同じく、ユーロ債・政府債ともにカナダ系が上位を独占している。主幹事ランキングでも3位に JP Morgan が入るのを除くと、上位5のその他はカナダ系である。ポンドについても状況は表1からほとんど変わっていない。ギルトのランキングに入っている米商業銀行は、Security Pacific Hoare Govett と Laurie Milbank を買収した Chase である⁶⁸⁾。

円ではユーロ債で Citicorp が4位になっているものの、存在感は86年より低下しているように見える。政府債は全て日本の証券会社である。また円債主幹事ランキングでもほとんどを日本の機関が独占している。中でも野村は2位に大差をつけている。流通市場評価はランキングのみ表示されているが、IFR 調査の解説によると、やはり野村がユーロ債、政府債ともに2位を大きく引き離していた。DMについても状況は同じで、米投資銀行やCSFBがランキングにはいるが、1位のDBが2位を大きく引き離していた。DM債主幹事ランキングでもDBの地位は圧倒的であり、それ以外でもほとんどが日系である。86年同様、円とDMは比較的に流通市場の方が外国機関に開かれているようだが、それでも外国機関が現地大手の地位を脅かすところからはほど遠い。

Aドルはやはり現地機関が弱い。表1で3位に入っていたANZがこの年は脱落してしまった。Aドル主幹事ランキングにも豪系は見あたらない。ECUでは Kredietbank と Paribas への評価がやはり高い。ただ、ECU債主幹事ランキングでは流通市場評価で名前の挙がらない日本やアメリカの機関が比重を高めている。

68) ビッグバン時のブローカー・ジョバー買収状況については、“The new City lineup”, *Euromoney*, April 1986, pp.106-107 を参照されたい。ちなみにポンド債主幹事ランキングでは4位に Salomon が入っているが、取扱件数は8である。CドルのJP Morgan も取扱件数は8件になっている。

表3 ユーロ債流通市場分売力評価 (1988年)

通貨	国籍	行数	シェア (%)
USD (固定金利のみ)	米 IB	4	44.6
	ドイツ	1	6.8
	計		51.4
GBP	イギリス	4	42.9
	スイス	1	5.6
	計		48.5
JPY	日本	5	65.5
	米 CB	1	4.7
	計		70.2
DM	ドイツ	2	34.3
	米 IB	2	19.1
	米 CB	1	4.8
	計		58.2

注) Euromoney 誌が欧州と日本の大手機関投資家を対象とするアンケートを実施。回答者の約2/3は欧州の投資家。合計2850億ドルのユーロ債向け投資基金を運営。どの業者から証券を購入しているか質問。投票数に占めるシェアによるランキングを国籍別にまとめた。シェアの欄は原資料に記載されていた数字を行数分合計したもの。全ての業者についての合計が計の横の数値。

出所) Lee, Peter, "Who's good at placing what?", *Euromoney*, March 1988, p.8 より作成。

この調査では Swfr のランキングが載せられている。Swfr にはユーロ債が存在せず、政府債の規模も小さいため、分類が公募債と株式関連になっている。ともに UBS と SBC が上位を占めるが、公募債の同率2位に Citicorp が入っている。Swfr 債主幹事ランキングはというと、スイス3大銀行が金額でも件数でも4位以下を大きく引き離している。状況として、Swfr は円や DM に近い。

参考までに表3で、日欧の機関投資家が流通市場で主にどこから債券を購入しているかを見ておきたい。発表時期は表2と近く、その内容と対比できる。理由は分からないが、ユーロドル債では表2の公共部門・民間部門両方で上位2だった CSFB と JP Morgan がランキングに入っていない。欧州の機関投資家向けの販売力ではやはり米投資銀行が強いのかもしれない。そし

表4 ユーロ債ディーラー流通市場業務への評価(1990年)

通貨	国籍	行数	順位シェア(%)	通貨	国籍	行数	順位シェア(%)
USD	米IB	4	40	DM	ドイツ	4	43.63
	スイス	2	27.27		米IB	3	32.72
	米CB	1	12.72		スイス	2	16.36
	ドイツ	1	10.9		米CB	1	7.27
	フランス	1	7.27		A\$	豪	3
イギリス	1	1.81	イギリス	1		31.25	
C\$	カナダ	3	53.84	ドイツ		1	18.75
	ドイツ	1	12.82	スイス	1	6.25	
	イギリス	1	10.25	ECU	ベルギー	2	26.78
	米CB	2	10.25		スイス	3	26.78
	米IB	1	7.69		フランス	4	25
スイス	1	5.12	ドイツ		1	12.5	
GBP	イギリス	6	65.45	米IB	1	8.92	
	スイス	2	20				
	フランス	1	12.72				
	米IB	1	1.81				

注) Euromoney 誌が投資家を対象とするアンケートを実施。回答者の平均管理資産は38億ドルで、資産に占めるユーロ債の比率は平均34% (うち平均19%が発行市場で購入, 81%が流通市場で購入)。地理的な内訳は欧州44%, UK33%, 極東17%, US 4%。流通市場で最良のディーラーを質問。結果のランキングから国籍別の順位シェアを計算。方法は表1と同じ。

USD のスイスには UBS Phillips & Drew を含み、フランスは SoGen Strauss Turnbull のため、これらをイギリスとしてまとめると、イギリスは3行18.18になり、スイスの1位 CSFB と同じになる。GBP のスイスには UBS Phillips & Drew を含み、フランスは SoGen Strauss Turnbull のため、これらをイギリスとしてまとめると、イギリスは8行94.54となる。

出所) "What the investors think", Euromoney, September 1990, p.197 より作成。

て、その基準でいくと、4位に Deutsche Bank (DB) が入っている。

ポンドではランキングの顔ぶれが表2とほとんど同じである。そして販売力では SG Warburg が他を大きく引き離していた。円では4大証券が上位を占める。中でも野村は2位の倍以上の得票率である。米商業銀行は Citicorp ではなく JP Morgan がランキングに入っているが、シェアはかなり小さい。DM では米機関の存在感がそれなりに大きい。ただ、DB がやはり2位の倍以上の得票率である。

表4は1990年の調査である。ここではランキングが10位まで公表されている。ドル債では CSFB と JP Morgan がそれぞれ1位と4位に入る。米投資銀行は2位、3位、8位、9位の4機関である。その他機関は国籍がバラバラ

であるが、総じてロンドンで流通市場業務への取り組みを強めている。同年の主幹事ランキングを見ると、流通市場評価では名前が挙がらない日本勢がかなり上位に入る⁶⁹⁾。その分、例外的に発行市場で Salomon が野村に次ぐ2位に入ることを除くと、米業者は流通市場評価よりも順位が低い。ただ、流通市場評価ランキングに入る CSFB 以外の外国系より発行市場では上にいる。これは米系機関が発行市場業務と流通市場業務の両方で強みを持つとも解釈できるが、軸足を置く流通市場業務でも他国の機関に追い上げられていることを意味するのかも知れない。

この年は Frfr や Dfl の情報が得られない。Frfr では主幹事ランキングの情報が得られ、そこではやはり上位を仏系が独占していた。流通市場での状況も表2と変わらないのではないかと考えられる。Cドルの場合は上位3まで現地機関で、その後は外国系が名を連ねる。米機関も合計3行入っている。主幹事ランキングでは、カナダ系が上位10のうち2しか占めず、しかも1位 Bank of Nova Scotia は2位 Merrill Lynch に肉薄されている。つまり、Cドルの場合は表2で見られた現地機関独占の状況が弱まっており、その度合いは発行市場の方が大きい。

ポンドは英系業者を買収した機関を含む英系の上位独占が続いている。他の表で上位5内には入っていた CSFB が9位になっており、10位ようやく米投資銀行が登場する。主幹事ランキングはというと、CSFB がトップに来ており、米機関の名前も目立つ。全体として英機関が多いことには変わりないが、流通市場に比較すると外国機関のランキング上昇が目立つ。

この年は円の情報が得られない。主幹事ランキングは上位10を全て日系機関が独占しているところから考えると、流通市場でも現地大手の独占は変わっていないと推察される。DM は DB がトップで、その後に米投資銀行や

69) 1990年の主幹事ランキングについては *Annual Financing Report*, Euromoney, March 1991 を参照されたい。

CSFBが続く。ただDresdner 4位、WLB 6位、Commerzbank 9位と他の独銀もランキングに入ってきている。それまでは一部の上位しか名前が載っておらず、表3でもDresdnerは入っていたことから明確なことはいえないが、独系が流通市場で地位を上げてきた可能性はある。主幹事ランキングでは上位4を独系が占めており、その下も独機関が多い。ただ、外国系もじわりとランキングに入ってきている。

Aドルは1位が相変わらずHambrosであるが、この年は現地機関が3行ランキングに入っている。主幹事の実績は、同年については利用できず、1989年を見ると現地機関の地位が高いとはいえない⁷⁰⁾。ECUでは相変わらず仏系とベルギー系が強いが、UBS Phillips & Drew, DB, Morgan Stanleyといった名前が入るようになった。発行市場では借り手の動向を反映してイタリア系の名前が目立つようになっているが、同時に流通市場と同様の国籍の多様化が見られる。

以上の調査はかなり断片的であり、必ずしも比較可能ではない。しかしそこからいくつかの可能性を指摘できる。まず発行市場の勢力図は借り手の動向によって大きく左右される。確かに外国機関に対する幹事業務の制限や、シンジケート互惠関係における現地機関の協力度合いなど障壁はあるが、発行通貨の多様化とともに流通市場へのコミットが小さい機関にも主幹事への道が開けてくる。これに対して流通市場は恒常的な取引へのコミットが求められるため、発行市場に比較すると主要業者の変動は小さいと考えられる。実際に最上部は名前が固定的であり、ほとんどの場合それらは現地機関であった。そうでない場合でも、現地機関は順位を高めていた。

最上位を除くと、多様な国籍が入っていることもあり、その中では確かに米機関が多かった。しかし外国通貨で主要マーケットメーカーに挙げられる

70) 1989年の主幹事ランキングは*Annual Financing Report*, Euromoney, March 1990を参照されたい。Aドル債上位10に豪機関は3位Bain, 8位Westpacだけである。

のが米機関に限定されているわけではない。表4に限定すると、全ての通貨でランキングに入っているCSFBは例外としても、DBはドル、DM、ECU、Cドル、Aドルで、UBS Phillips & Drewはドル、DM、ECU、ポンドでランキングに入っている。これらに比較すると、米機関はドル以外で名前があがるのが1～2通貨である。米投資銀行はトレーディングで国際市場における地位を高めたが、明らかに他国の大手に追い上げられていた。

例えば1970年代にユーロ債発行市場での地位を高めたスイスの銀行はリテール分売力を背景としており、機関投資家の顧客基盤を欠いていた。表2からはうかがい知れないがトレーディングで評価されるのは米機関であり、スイスの銀行でもMorgan StanleyがSwfr債で常に競争力があることを否定しなかった⁷¹⁾。リテール分売に限界を感じたUBSは1982年にトレーディングの拠点をチューリッヒからロンドンに移し、1984年にはFRNトレーダーを初めて雇った。それと同時に資本市場業務を見直し、ロンドン拠点の拡充とPhillips & Drew買収、その他地域の拠点拡張と取扱通貨を多様化させていった⁷²⁾。

フランスの銀行も1984年にParibasがユーロ債業務をロンドンに移管したことを皮切りに、ロンドンを重視するようになった。その中でSoGenはStrauss Turnbullを買収した。またParibasもQuilter Goodisonを買収した。これについてロンドン拠点のChristopher Honeyborneは「米でBeckerとともにベンチャーに乗り出したとき、ロンドンを飛び越えた。しかし規制緩和でブローカーを購入し、分売網の穴を埋めるチャンスが来た」と証言している⁷³⁾。こうしてロンドン拠点でトレーディング業務を強化した結果、ある運用業者から「2.5億Frfr規模の取引を行おうとしても、フランスにある仏銀では対

71) “Is liquidity in the Eurobond secondary market disappearing”, *op.cit.*, p.2338.

72) Muehring, Kevin, “UBS’s global battle plan”, *Institutional Investor*, December 1987, pp.62-65.

73) Grant, Charles, “Paribas, Committed European”, *Euromoney*, April 1986, p.113.

応できない。ロンドンの Paribas や SoGen, あるいは UBS なら対応できる」と評価されるようになった⁷⁴⁾。

多通貨への対応に乗り出さなくても、自国通貨の領域を守ることはできる。英機関はもともと拠点がロンドンであり、対外展開に遅れている場合が多い。それでもポンド債はギルト、ユーロ債ともに主な投資家が英居住者で、国内分売網が英機関の強みになっている。Greenwell Montagu の Steve Posford は「投資家はロイヤリティーを維持している。彼らは米機関がなんら新しい要素を持ち込んでないと考えている」と証言している⁷⁵⁾。米投資銀行が多通貨の固定金利裁定を通じて、ドルや DM, 円などを扱っていない英機関の基盤を浸食する可能性は指摘されていた。実際、Goldman は米財務省とギルトを組み合わせる利回りを引き上げる取引を成功させた。しかし競争が激しいため裁定機会はすぐに消滅し、かつ国内に基盤を持たない機関はつねに締め上げの危険に直面していた⁷⁶⁾。

DM については政府債でもロンドンの取引がそれなりに大きかった。そこでの主要ディーラーはトップクラスが Morgan Stanley, JP Morgan, CSFB で、その下に Shearson Lehman, Salomon, 野村, 大和, 興銀, UBS, Baring が続く構図であった。これら国際的な証券会社は勘定を NY, 東京へと引継ぎ、顧客に積極的に売買を提案した。一方、ドイツの大手銀行は投資家のように振る舞うことが多いと評価されていた。それでも新発債の80%は独銀が引き受ける。そして売買には積極的ではないが、購入規模が大きいのは国内投資家である⁷⁷⁾。結局、総合的に見れば DM 債で DB に挑戦する外銀は存在しな

74) Lee, "Slamming the foot in the door", *op.cit.*, p.44.

75) Shegog, Andrew, "Gilts' new boys take a beating", *Euromoney*, April 1987, p.105.

76) Sender, Henny, "The global government paper game", *Institutional Investor*, November 1987, p.129. ギルトでは Citicorp, Chase, SecPac, Lehman, UBS が英ブローカーを傘下に入れた。名前は分からないが市場は6機関による寡占で、それらは英業者だといわれる。"UK securities: Gilts' lost lustre", *International Financing Review*, August 19, 1989, p.8.

いといわれる状況であった⁷⁸⁾。

日本の場合は、中堅の金融機関でもロンドンに進出し、国際市場での存在感を強めていた。しかしほとんどは活動を発行市場に集中し、トレーディング能力は開発途上であることを自身で認めていた。最大手の野村でも、そのトレーディング能力に対する評価は、大規模取引の決定は東京で行われる、世界的にリスクテイクとポジション取りを行う能力が低い、国際的プレーヤーに必要な柔軟性と想像力を欠いている、といったネガティブなものであった⁷⁹⁾。国内においてすら、日本の証券会社は過度にベンチマーク債取引に集中し、市場の動きが気に入らなくなると取引を停止していた。そのため、一部の注文はロンドンで条件の良い建値をする業者に流れた⁸⁰⁾。

それでも日本の国債市場は4大証券が独占し、ファイナンスコスト、ボンド所有者の把握、政府や顧客との関係などの点で不利な外国業者は市場で目立たないようにしていた⁸¹⁾。ユーロ円債についても日系機関は一方向の価格しか提供しないことが多く、先物利用の経験が豊富で対応する顧客からの注文の有無にかかわらず双方高価格を提示し続ける米投資銀行に取引を奪われ

77) Commerzbank 出身で Salomon (Frankfurt) の Peter Coym は「市場が大きく動くとき、独銀は積極的に大口の建値をしようとしなさい」と証言している。Koenig, Peter, “Big, important – but a divided soul”, *Euromoney*, January 1988, pp.44-48.

78) “Is liquidity in the Eurobond secondary market disappearing”, *op.cit.*, p.2338.

79) Rafferty, Kevin, “Nomura flexes its muscles”, *Institutional Investor*, July 1986, p.88. 当時、日系機関に対して、発行市場で取引を購入して、流通市場での買い支えはしないという批判があった。これについて山一欧州の John O’Donell は「市場で発行者の評判を維持する義務がある。しかし常に簡単というわけではない。多額の損失を抱えることと、エクスポージャーを制限することの間でバランスを取る必要がある」と証言している。Ipsen, Erik, “The Japanese assault on the Eurobond market”, *Institutional Investor*, August 1986, p.95. また英石炭業界退職年金管理責任者 David Prosser は「ロンドンにいる日本の販売員やトレーダーは、この投資業界で個人的な関係を築くことがほとんどない」と指摘している。Koenig, Peter, “The City faces east”, *Euromoney*, April 1987, p.85.

80) Shale, Tony, “Tokyo’s tendency to revert to the benchmark”, *Euromoney*, November 1987, pp.98-102.

81) Sender, “The global government paper game”, *op.cit.*, p.135.

る可能性が指摘されていたが、大手は外部からの人材獲得も含めトレーディング能力を高めていった⁸²⁾。そして上述の調査で確認したように、ユーロ円債取引での評価については日系機関が上位を独占していた。さらに、米財務省証券とギルトのプライマリーディーラーの資格取得、既存業者の買収、調査員やトレーダーの獲得を通じて多通貨への対応を進める動きも目立った⁸³⁾。

以上のように多通貨取引拡大の中でも、各国金融機関の自国通貨取引における優位は揺るがなかった。そればかりか各国大手はロンドンを中心に国際的なトレーディング体制を整備し、部分的に他通貨への切り込みに成功した。中でもドル市場は、あらゆる金融機関が取引を手がける、最も競争の激しい分野であった。表4に見るように、米系機関は上位を保ったが、ユーロ債市場への大規模トレーディング導入で先導役を果たした Salomon や Merrill Lynch でも、ドル債取引の評価で外国機関に上を行かれるという事態が生じた。

しかしトレーディング業務への評価を、現物取引だけで行うことは適切ではない。トレーディングにおいてデリバティブの果たす役割が高まっており、国債よりも金利スワップの方が固定金利のベンチマークとして重要な通貨もあったほどである。そしてデリバティブの利用は、米系機関が主導したと考えると間違いない。

それではデリバティブについてはどの分野でも米系機関が主要ディーラーになっているのかというと、やはりそうとはいえない。表5を参照されたい。確かに現地大手による独占度合いが特に強い通貨を除くと、米商業銀行がまんべんなくランキングに食い込んでいる。しかし、ユーロ債流通市場評価と

82) “Is liquidity in the Eurobond secondary market disappearing”, *op.cit.*, p.2338.

83) “International capital markets: Why the Japanese will get their trading act together”, *International Financing Review*, December 19, 1987, p.3980. “Japanese doing it too”, *International Financing Review*, July 16, 1988, p.2306. Makin, “The big fixed-income bet”, *op.cit.*, p.116.

表5 ディーラー金利スワップ・オプション業務への評価 (1990年)

通貨	国籍	行数	順位シェア(%)	通貨	国籍	行数	順位シェア(%)
Frfr	フランス	5	100	AS	豪	2	53.33
					米CB	3	46.66
Dfl	オランダ	2	83.33	ECU	フランス	1	33.33
	米CB	1	16.66		米CB	1	26.66
CS	カナダ	4	80		イギリス	1	20
	米CB	1	20		スイス	1	13.33
GBP	イギリス	4	86.66		オランダ	1	6.66
	スイス	1	13.33		Swfr	スイス	3
JPY	日本	2	60		米CB	1	20
		2	26.66		フランス	1	6.66
		1	13.33		I-lira	米CB	1
DM	ドイツ	3	73.33		イタリア	1	33.3
		1	20		米IB	1	16.7
		1	6.66				

注) Euromoney 誌が1990年7月にスワップ取引利用者を対象とするアンケートを実施。回答は116。企業が76%，銀行と政府関係が24%。回答者の平均的財務規模は187億ドル。典型的なスワップ取引規模は4650万ドル（最大が2億ドル，最少が100万ドル）。年間取引額の平均は5.93億ドル（最大が20億ドル，最少が2500万ドル）。29%が内部スワップチームを持つ。地理的内訳は北米33%，欧州44%，アジアと極東22%。単純なスワップ・オプション（straight interest rate and options）で最良のディーラーを回答。ランキングから順位シェアを計算。方法は表1と同じ。GBPのスイスは4位のUBS Phillips & Drew。GBPの5位 Morgan Grenfell はイギリスに分類している。

出所) “The Euromoney 1990 swaps poll”, *Euromoney*, pp.258-260 より作成。

比較しても、総じて現地機関のランキングに占める比重が高い。ECUについても、米機関は2位にSecPacが入るのみである。

ちなみに、この名前から分かるように、スワップ・オプション評価で上位にくる機関は、ユーロ債流通市場と必ずしも同じではない。米英日といった分業体制を持つ国については、商業銀行系がスワップ・オプション評価で上位を占めている。スワップ・オプションが1件毎にカウンターパーティー相互のニーズを対応させていた時には、投資銀行も市場全体で上位を争っていた。しかし店頭取引についても規格化が進む中で、スワップは各キャッシュフローが分解され、商業銀行の豊富な財務取引に吸収されるようになった。すると単発の取引では革新性がなくなり、逆に取引に伴う信用リスクの

問題から保守的な性格が功を奏することもあった。つまり財務規模と信用力が市場の勢力図を規定する要因として重要性を高めた。

スワップは通貨スワップから始まったが、1980年代前半にドル金利スワップの拡大によって本格的な市場が形成されるようになった。80年代後半に入ると、ユーロ債発行の多通貨化を通貨スワップが牽引した。この中で *Euromoney* の記事では、NatWest や DB など米以外の大手が自国通貨で強みを持つようになり、それら銀行は資本規模が大きく、格付けも高く、独自の業務とスワップを対応させることが容易であると紹介されている⁸⁴⁾。ただ、ここでは通貨スワップとの関連でこうした傾向が指摘されているが、あくまで「自国通貨で強み」という部分に力点があるように思われる。

大陸欧州勢では早い時期からスワップに本格的な取り組みを見せていたのは Paribas である。はやくも1981年には Swfr 関連のスワップを手がけ、通貨スワップでも専門性を構築していった。1980年代半ばでポートフォリオの2/3が通貨スワップであった⁸⁵⁾。これに対して DB の評判は低く、自行の債券発行をスワップするにも他行を引き入れなければならない場合があった。自己勘定でスワップやスワプシヨンの取引を行うようになったのは1980年代末になってからである⁸⁶⁾。

英機関の場合、スワップで先行したのは Hill Samuel や Kleinwort Benson (KB) といったマーチャントバンクであった。Hill Samuel は私募、シンジケー

84) Shegog, Andrew, "Riding cross-currents in swaps", *Euromoney*, September 1987, p.224. Prudential Bache の Christopher Pearce は「通貨は異なるゲーム。ドルならみんなが財務省証券とヘッジ情報にアクセスできる。A ドル, DM, ECU, ポンドなどの場合は国内市場に拠点を持っていないとてはならない。なぜならヘッジがいつでも可能なわけではないから」と指摘している。

85) "The Swaps Market: Paribas Rides High on Growing Currency Swaps", *International Financing Review*, June 15, 1985, p.1379.

86) Grant, Charles, "Sturm und Drang at Deutsche Bank", *Euromoney*, October 1985, p.130. 1980年代末になっても、独の大手企業はスワップで DB を利用するが、その他の企業との取引はあまりないと指摘されている。"In better shape for next decade", *Banks of the Decade*, Special Supplement to *Euromoney*, January 1990, p.25.

トローン、リースなどに関連した長期スワップのエージェントとして活動することが中心で、取引の多くは金利スワップだが、取扱金額では通貨スワップの方が大きかった⁸⁷⁾。KB の場合は米プライマリーディーラーを買収し、ドル金利スワップでもニッチな強みを構築していた⁸⁸⁾。そして、1989年の時点でも、マーチャントバンクは、スワップ業務でクリアリングバンクを主要な競争相手と見る場合もあれば、存在を軽視している場合もあった⁸⁹⁾。

1980年代末には、欧州系の銀行が全体としてスワップ市場における地位を高めるようになった。中でも Paribas は多通貨の専門性が評価され、米企業との取引も増やしていた。ただ、欧州銀行が全体としてプレゼンスを高めた要因は、欧州企業がリスク管理への取り組みを強化したこと、それと同時にデリバティブ市場で欧州通貨の利用が拡大したことであった⁹⁰⁾。そして、この流れと並行して、程度の差こそあれ各国でスワップに占める金利スワップの比重が高まり、主要通貨については金利スワップが中心の国内に軸足を置いた市場の発達が見られるようになった。

スワップに限らず、1980年代末にはその他デリバティブも利用される通貨の範囲が広がり、国内市場に定着していった。これは各国内でのデリバティブ利用者が拡大し、その間で取引の大部分が成立するようになったことを意味する⁹¹⁾。この段階になると、それまでデリバティブの利用に保守的であったドイツやスイスにおいても、国内市場の最大手がやはり国内デリバティブ

87) “The Swaps Market: Hill Samuel Favours Sophistication”, *International Financing Review*, May 25, 1985, p.1191.

88) Grant, Charles, “The Merchant banks’ costly gamble”, *Euromoney*, April 1985, p.148. KB は ACLI の他に、シカゴで金融先物会社 Virginia Trading を買収し、カリフォルニアでは First Interstate からスワップチームを引き抜いた。そして1984年3月には LA でスワップ子会社を設立していた。“The Swaps Market: Kleinwort muscles in on US”, *International Financing Review*, July 6, 1985, p.1585.

89) “Risk management: Midland ranked top of UK swap league table”, *International Financing Review*, January 6, 1990, p.89.

90) “The Euromoney 1990 swap poll”, *Euromoney*, September 1990, p.251.

市場で中心的な役割を果たすようになっていた。DM や Swfr についてはポンド発行に関連してスワップが利用されることが多く、そこでの地位が大手銀行を有利にしていると見られる。これに対してポンドではスワップが短期市場で活動する銀行にとって不可欠な ALM 手段となっていた⁹²⁾。これがクリアリングバンクが中心を占めるようになった要因ではないかと考えられる⁹³⁾。

事情は欧州以外でも基本的に同じである。円でもスワップは外貨調達に関連した円/ドル・スワップから始まったが、そこから円金利スワップが派生した。当初は香港やシンガポールで米銀中心に取引が行われていたところに邦銀が参加し、それが徐々に国内に場所を移して邦銀中心に取引されるようになった⁹⁴⁾。また C ドルの場合は、短期市場が密接に米ドル市場と連動しており、金利スワップでも自立度は低いが、それでも1980年代末に比重が通貨スワップから金利スワップへと移った。そして市場は国内の5大銀行が独占しており、キャップ、カラー、フロアなども当初は Bankers Trust が C ドル

91) スワップ、オプション、先物、通貨リンク債などは新しくないが、それらを利用する通貨の範囲が広がってきた。スペイン・ペセタやイタリア・リラで取引が活発になっており、Frfr, Swfr, ECU, DM でオプションが導入された。スワップディーラーは、地元銀行が参加して初めて、その通貨でデリバティブ取引が活発化すると口をそろえる。Chesler-Marsh, Caren, "Old tricks in fresh markets", *Inside the Global Derivatives Market*, Special supplement to Euromoney, November 1990, p.47.

92) それぞれのスワップ市場の性格については、Das, ed., *op.cit.* の Keane, Tony, "The sterling swap market" (Chapter 5), Coleman, Jim, "The Deutsche mark and Dutch guilder swap markets" (Chapter 6), Coleman, Jim, "The European currency Unite, Spanish peseta and Swiss franc" (Chapter 7) を参照されたい。Swfr については、1990 年末の想定元本残高で見て、まだ通貨スワップの金利スワップに対する比率が 114.33% あった。これは非居住者による Swfr 債発行に関連してスワップが利用されていたためであるが、その発行で3大銀行は圧倒的な地位にあった。

93) ただしくリアリングバンクはマーチャントバンク子会社を保有している。例えば Midland では Samuel Montagu がスワップ業務を主導し、それが本体のスワップ業務と徐々に統合されていった。"The Swaps Markets: Samuel Montagu's Sound Risk-Prone Tradition", *International Financing Review*, June 8, 1985, p.1310. "Risk management: Midland ranked top of UK swap league table", *op.cit.*, p.89.

市場に導入したものの、主役は5大銀行にとって代わられた⁹⁵⁾。

以上のように、ユーロ債マーケットメイクについてもデリバティブについても、活発に取引される通貨の範囲が広がると共に、その中心的な役割はそれぞれの通貨発行国の大手によって担われるようになった。それによって、多通貨・多商品化が進展する中で、あらゆる分野で強みを持つことが不可能になる一方、その必要性もなくなったと考えられる。

2-2. 米系金融機関の対顧客総合取引

各国の大手機関が自国通貨における強みを維持したというのは、あくまで1980年代後半に証券やデリバティブのトレーディングが多通貨化していったという文脈の中で考える必要がある。それ以前は規制の存在や顧客からのニーズが小さいといった理由から、一般的にドル以外の商品について活発なトレーディングができなかったか、もしくはする必要が小さかった。1980年代にはロンドンでそれら通貨もデリバティブと結びついて取引されるようになり、部分的にはロンドンへの対抗が要因となって、そこで利用されるトレーディングの手法が各国の国内市場にも導入されていった。

米投資銀行は、1970年代にトレーディングを軸とする手法によって大陸欧州大手の牙城に挑戦し、1980年代には国際分散投資のニーズが高まったことに対応して取り扱い通貨を多様化していった。各国大手機関は、こうした米系機関の業務展開に多かれ少なかれ追隨している。そしてニッチな分野に特

94) Sender Henny, "The boom in yen-yen swaps, *Institutional Investor*, February 1988, pp.144. ただ、邦銀は競争上の理由から相手との取引を直接保有しはらず、邦銀間の取引に米銀が入ることもあるという指摘もある。Swaps, *New Moves*, Supplement to *Euro money*, July 1987, p.26. また円も Swfr と同様、1990 年末でも金利スワップより通貨スワップの方が大きい。そして日系機関でも、人材獲得の問題や国内では値洗いが認められていないなどの理由から、活動の拠点はロンドンや NY であった。Brady, Simon, "Make way for the newcomers", *Inside the Global Derivatives Market*, p.2.

95) Boughey, Simon, "The Canadian dollar swap market", Das, ed., *op.cit.*, pp.33-35.

表6 項目別ディーラー流通市場業務への評価（1988年）

項目	国籍	行数	順位シェア(%)
販売カバー範囲の一貫性	米 IB	4	59.09
	スイス	1	27.27
	米 CB	1	9.09
	日本	1	4.54
建値の質と一貫性	米 IB	6	65.51
	スイス	1	20.68
	米 CB	1	13.79
大口取引の執行	米 IB	4	64.7
	スイス	1	17.64
	米 CB	2	17.64
小口取引の執行	米 IB	2	55.55
	フランス	1	22.22
	スイス	1	11.11
	米 CB	1	11.11
マーケットメイク対象の広さ	米 IB	4	66.66
	スイス	1	33.33
価値ある投資アイデア	米 IB	5	60.71
	スイス	1	25
	米 CB	1	14.28
投資機会へのテクニカルな知識	米 IB	3	60
	スイス	1	26.66
	米 CB	1	13.33

注および出所) 表2に同じ。

化するのでなければ、国際競争の中で必然的にドル市場への取組が強化される。その結果、自国通貨の市場で最大手の一角をなし、かつ他の通貨でも流通市場評価で上位に入るような機関が、1990年にはドル市場でも米投資銀行に迫るような地位に上ってきたのである。

しかし、米投資銀行が自国通貨で独占的な地位にある主要国の大手機関によって国際市場から駆逐されていったわけではない。表6を参照されたい。

この調査の出所は表2で、1987年に行われたものである。出所は異なるが、前述の *Euromoney* 誌による1987年時点での調査では、ほとんどの投資家は流動性（マーケットメイク能力）を最も重視したということであった。表6で、販売カバー範囲の一貫性、建値の質と一貫性、大口取引の執行、小口取引の執行、マーケットメイク対象の広さは、マーケットメイク能力に関連する項目であると考えられる。

販売カバー範囲の一貫性では1位にCSFB、同率6位に野村が入っている以外は全て米系であり、中でも5位JP Morgan以外は投資銀行である。建値の質と一貫性では1位のCSFB以外は米系で、同率3位のJP Morgan以外は投資銀行である。マーケットメイク対象の広さは1位のCSFB以外全て米投資銀行である。大口取引の執行ではCSFBが3位で、米投資銀行が上に行く。小口取引の執行は、1位が流通市場のニッチ業者であるKidder Peabodyで、同率2位がSoGen Strauss Turnbullになっており、他の項目と顔ぶれが若干異なっている。しかし同率2位に大口でも2位のSalomonが入っている。

ただし、*Euromoney* 誌の調査では、主要ディーラー間で価格とマーケットメイク能力に差がないため、調査サービス（電話による専門的な助言など）が重視されるようになったとのことであった。これに関連する項目は価値ある投資アイデアと投資機会へのテクニカルな知識であろう。価値ある投資アイデアでは1位CSFB、4位JP Morgan以外、米投資銀行である。投資機会へのテクニカルな知識では、CSFBが2位でSalomonが上に行く。そして3位以下も米機関が占める。

以上の中で、CSFBの総合力が目立つが、同行は活動を国際市場に特化しており、First Bostonとの棲み分けを考えると、性格は米投資銀行に極めて近い。また米商業銀行で名前が登場するのは、大口取引の執行にCiticorp、小口取引の執行にChaseが入っているのを除くと、全てJP Morganで、同行は商業銀行の中でも投資銀行業務に注力する度合いが高い銀行として知られ

ている。そして米投資銀行は Salomon が全てのランキングに名前を出し、Morgan Stanley は小口の執行以外に入っている。他にも Merrill Lynch, Shearson Lehman, Goldman Sachs の名前が頻出する。

このように取扱通貨という点で評価すると各国大手が自国通貨について上位に来て、トレーディングの能力や専門性ということで評価すると米投資銀行が圧倒的な強さを持っていた。これに関して、*Institutional Investor* 誌の1988年5月の記事は、トレーディングで優位に立つのは米系の機関で、CSFBもその中に含めることができると評価しており、Morgan Grenfell International Fund Management の Michael Denham による「米機関は迅速に多様な範囲の商品を提供してくれ、多通貨に通じている」という証言を紹介している⁹⁶⁾。つまり米投資銀行の強さは、自国通貨の取扱に限定されるわけではない。彼らはドル取引で培った専門性を多通貨に適用し、多様な地域で営業攻勢をかけていた⁹⁷⁾。

表7では、米投資銀行への高い評価が特定の地域に限定されていないことを確認できる。これも上の部分は1987年の調査であるが、投資家の所在地別で極東と欧州で、トップのCSFBより下はもっぱら米投資銀行になっている。そして米ではCSFBがランキングに入っておらず、代わりにFirst Bostonが2位になっている。この棲み分けを見ると、CSFBはやはり米投資銀行に近い機関として認識できる。この調査の解説によると、欧州においても米投資銀行と対抗していたのはDBくらいで、英、仏、そして純粋なスイスの機関

96) Muehring, Kevin, "The new heroes of the Eurobond market", *Institutional Investor*, May 1988, p.109.

97) 当時は全ての米投資銀行が、下落基調にあったドルから取扱通貨を多様化させようとしていた。ユーロ債市場で目立たなかった Goldman Sachs でも非ドル商品の分売とトレーディング力を強化する方針を立て、DMではMorgan Stanley, Salomonに遅れるが、Frfrでは首位か2位に入ると評価されるようになった。Adam, Nigel, "Goldman travels badly", *Euromoney*, June 1987, p.66. ただし、Goldman Sachsは当時まだパートナー制を維持しており、トレーディングに必要な資本規模に問題があると見られていた。

表7 国際証券ディーラーに対する総合評価

	国籍	行数	順位シェア(%)
1987年			
極東投資家			
	米 IB	4	70
	スイス	1	25
	日本	1	5
UK と欧州投資家			
	米 IB	4	58.82
	スイス	1	29.41
	ドイツ	1	11.76
US 投資家			
	米 IB	4	93.33
	日本	1	6.66
1988年			
国際株式			
	イギリス	1	42.85
	米 IB	2	42.85
	日本	1	14.28
国際債			
	米 IB	2	50
	スイス	1	30
	米 CB	1	20

注) 1987年の調査は合計1兆ドルの国際的な資産を管理する投資家対象に行われた。調査対象は頻繁な売買を行う投機的な投資家から、保守的な年金マネジャーまで幅広く含むように選択されている。サンプルは欧州・中東、極東、US という3地域に分類されている。アンケートは、投資家に国際的な負債と株式について最も専門性が高いと考える銀行もしくは証券会社上位3業者の名前を挙げるよう求めている。1988年の調査は資産合計2兆ドル近いUS、日本、欧州の投資家を対象に行われている。詳細は不明。原資料では国際債の2位は、First Boston/CSFB となっているが、これはCSFB に対する評価であると思われるため、他の表とそろえてスイスに分類した。

出所) 1987年はCrabbe, Matthew et al., "Big investors' new motto: safety first, junk out", *Euromoney*, March 1987, p.89, 1988年はBarrett, Matthew et al., "The new mood among investors: Actively depressed", *Euromoney*, June 1988, p.57 に載せられたランキングをそれぞれ利用している。

は自国市場以外で十分な力を持っていないという評価を受けていた。また極東と米では野村が入っているが、日本の証券会社は日本の投資家にも流通市場取引で技術的な助言を提供したり裁定機会を指摘したりできないと見られていた⁹⁸⁾。

下の部分は1988年の調査であり、ここでも米投資銀行が強い。2位はCSFB

であるが、ここでは First Boston/CSFB と表記されている。そして投資家の所在地別での評価は直接得られないものの、同調査の解説によると、株式で 1 位に入る James Capel の名前を挙げたのは主に欧州投資家で、同率 3 位に入る野村の名前を挙げたのは日本の投資家だけであった。そして債券ではどの地域でも名前が挙がるのは主に米投資銀行で、野村にいたっては日本でも First Boston/CSFB に敗れるということであった⁹⁹⁾。

このように米投資銀行に対する地域を越えた高い評価が、他国の大手によるビジネスモデルの模倣を引き起こす一因になっていると思われる。ただ、調査の内容から、助言を提供することに加え、幅広い証券を対象として恒常的に競争的な価格を提供することがビジネスモデルの内容になっていると解釈できる。しかし、専門的な助言の提供が、活発な売買を促し、それに伴う大量の売買注文を獲得することに必ずしも結びつかないことは既に見たとおりである。またこのビジネスモデルでは、少なくとも国際市場においては CSFB が純粋な米投資銀行の上を行っている。

ランキング形式ではないが、1988年については IFR 誌が年間最優秀トレーディングハウスとして CSFB を紹介している。その内容に少しふれてみたい。

1988年は、クラッシュの影響が残る中で、CSFB が一次市場と二次市場のトレーディングにおける存在感を発揮し続け、王座を維持した。二次市場で

98) Crabbe et al., “Big investors’new motto…”, *op.cit.*, p.82. この時点では、発行市場では強い Morgan Guaranty (JP Morgan) がほとんど評価されていないということであった。

99) Berrett et al., “The new mood among investors…”, *op.cit.*, p.41. この調査では国際債の 3 位に JP Morgan が入っている。JP Morgan は前年の Euromoney 調査では評価されていなかったということであるし、1985 年の時点ではトレーディング能力を欠いているという評価を受けていた。“The Euromoney poll”, *Euromoney*, October 1985, p.117. トレーディングで評価されるようになるには、さほど時間がかからないのかもしれない。ただ、IFR 調査では既に何度もランキングに登場しており、名前が入っていなかったのは大口取引執行、小口取引執行、取扱対象の広さであった。対象を絞り、マーケットメイクではなく、顧客向けの特別仕様取引を中心として評価を上げたのかもしれない。

の幅広いサービスでは Merrill Lynch が CSFB に肉薄し、ドル普通債では Morgan Stanley が最も競争的な業者であったが、それでも CSFB が業務の質、新商品の多さ、サービスの幅広さで、顧客や競争相手からトップ業者と評価された。

CSFB は発行市場業務の規模も大きいですが、それは流通市場で提供するサービスの結果でもある。同社の Stephen Godfrey-Isaacs は「一方が無いと、もう一方も持てない。流動性を提供する能力や顧客が保有する商品を効果的に新商品に入れ替えさせる能力がなければ、一次市場で効果的に競争できない」と証言する。それほど同社のトレーディング業務は広範囲かつ大規模で、顧客が求めるどのような通貨でも価格を提供し、500種類を超えるボンドでマーケットメーカーになっていた。

1988年には流動性の低い証券の取扱が重要になり、Godfrey-Isaacs は「マーケットメイクは、今ではどれだけ非流動的な証券に買値を付ける用意があるかを意味するようになってきている。活発に取引されていないボンドはまさに顧客が抱えている物だ。適切な値付けで流動性を提供することは、ストリートにどれだけの数で厳格な双方向価格を提示するかよりも意味がある」と強調する。しかしこれは低流動性証券に特化することを意味しない。IFR 誌は、1988年の状況からユーロ、財務省、デリバティブを包括的に顧客に提供できる業者が市場での地位を確立するという見方が裏付けられたとしている¹⁰⁰⁾。

こうして見ると、まさに CSFB は流通市場においてマーケットメイクを含む総合的なサービスを提供していた。それではあらゆる業務分野で強みを持っていたかという点、実はデリバティブに関しては同社に対する評価が高くない。例えばスワップでは、ユーロ債発行関連について CSFB がボンド価格、First Boston がスワップ価格をそれぞれ設定していた。この時、両社で

100) *The IFR review of the year*, International Financing Review, January 1989, p.36.

信用評価に食い違いが生じることもあり、それがドル以外のスワップで CSFB が主要な地位にない一因であると指摘されている¹⁰¹⁾。また CSFB はスワップの在庫をあまり抱えなかった。これについて同社の David Benson は「在庫保有能力では商業銀行に分があるが、我々の方が債券市場をよく知っており、リテール顧客基盤も彼らより充実している」と証言している¹⁰²⁾。これは、幅広い現物債券の取扱いに同社の性格が規定される度合いの高さを示唆している。

First Boston との役割分担については、1988年に同社の業績が悪化し、Crédit Suisse の影響力が強まって、CSFB と First Boston の業務は持ち株会社 CS First Boston の下で統合されることになった。そしてグループは1990年初頭にロンドンで Credit Suisse Financial Products を設立し、Crédit Suisse の AAA 格付けを利用してロンドンからグループ全体のデリバティブ業務を運営するなど、デリバティブへの本格的な取り組みを見せるようになった¹⁰³⁾。一方で CSFB は岐路に立っていた。ユーロ債発行業務では、ランキングで日本勢に上を行かれるようになっただけでなく、多数の通貨部門でニッチ業者の追随を受けていた¹⁰⁴⁾。また流通市場では、取引が活発な証券の取扱いからはほとんど利益が期待できなくなり、主要通貨の取引は発行国の大手によって

101) Shirreff, David, “The fearsome growth of swaps”, *Euromoney*, October 1985, p.259.

102) Muehring, Kevin, “Perking up portfolios with asset swaps”, *Institutional Investor*, November 1987, p.175.

103) Macaskill, Jon, “The size of the global swap markets”, Das, ed., *op.cit.*, p.14, Cooper, Ron, “A free hand to run the empire”, *Euromoney*, May 1990, p.29. CSFB と First Boston の業務統合については Ipsen, Erik, “Mastering the new CS First Boston empire”, *Institutional Investor*, January 1989 を参照されたい。

104) “The most successful capital markets house”, *Banks of the Decade*, Special supplement to *Euromoney*, January 1990, p.6. また大規模トレーディングを行わない業者も増えていた。例えば Enskilda Securities は、かつて発行市場で存在感を持つには巨大な流通市場活動を行うべきという考えだったが、多額の費用でトレーディング室を設置し、途方もない水準の報酬で他行からトレーダーを引き抜くことは馬鹿げていると考え、ディーラーの創出に専念するようになった。“Will more Euro houses close down trading”, *op.cit.*, p.1023.

独占されるようになっていたことはすでに見たとおりである。

これに対して、1990年に同じく IFR から年間最優秀トレーディングハウスとして紹介された Morgan Stanley は、顧客向け総合サービスという点で CSFB と似ているようではあるが、重要な点で性格が異なっている。

同社の固定金利担当マネジング・ディレクター Steven Ward は「我々が参入すると決めたあらゆる市場で、我々は固定金利商品だけでなく、変動金利、短期市場デリバティブなど多様な商品のトレーディングによって、全面的なサービスの提供を目指す」としている。取扱通貨も多様で、円、ECU、Frfr、伊リラ、ポンドでも存在感を発揮し、1990年の時点ではすでに収益源でドル以外の取引が過半を占めていた。特に ECU について、欧州ボンド・デリバティブ担当マネジング・ディレクターの Mario Francescotti は、その市場がスワップと関連深く、借り手は大口の公的機関で、投資主体では機関化が進んでいることから、Morgan Stanley の強みに適合していると主張している。

一方で Francescotti は「我々はあらゆる市場におけるあらゆる商品の取り扱いで現地の参加者と競うことを目標としているのではない。我々ができることはグローバルな組織を通じて付加価値を提供することだ。我々は国際負債フロー分析、そして特にデリバティブ商品について専門性を提供できる」としている。またトレーディング責任者の Bob Diamond によると、Morgan Stanley は、業者自身がユーロ債市場に流動性を提供しなければならないというのは古くさい考えだという立場であった。それまで多くの業者が多額の損失を出しながらマーケットメイクを提供し、非現実的な流動性が提供されてきたが、徐々に現実的なアプローチが採用されるようになってきたということである¹⁰⁵⁾。

105) 以上、Morgan Stanley に関する記述については、“Morgan Stanley: riding the waves”, *IFR review of the year*, International Financing Review, December 1990, pp.44-48 を参照されたい。

何が現実的なアプローチに関しては具体的な記述がない。ただ、ECUで強みを発揮しているといっても、Euromoney誌の調査によると、Morgan Stanleyはこの1990年にECU債トレーディング評価で6位に入るものの、ECUスワップ評価ではランキングに入らず、ECU債発行ブックランナー実績でも上位10に入っていない。また上記IFRの記事に、ユーロ債の流動性が低下したことで、Morgan Stanleyについてもトレーディングの軸足が政府債に移ったとあったが、政府債はユーロ債よりも現地大手による独占度合いが強い。つまり、ここで評価されているトレーディングがマーケットメイクであるとは考えられない。

上述のように国際市場で多通貨化・商品多様化が進む中で、基本的な商品については各国大手が自国通貨取引で独占的な地位をもつことによって、あらゆる商品で強みを持つことは不可能になったと同時に、その必要もなくなった。Morgan Stanleyを初めとする米投資銀行は、それら基本的な商品について提供される流動性を前提として、投資家向けに特殊なデリバティブのパッケージを創出することを強みとし、それが顧客や競争相手からトレーディング力として評価されていたのではないかと考えられる¹⁰⁶⁾。

ただし、ここでいうデリバティブのパッケージは、債券に関連する要素が大きいと考えて間違いはない。これまでに見た債券関連のトレーディングに対する評価では、通貨別に見ても総合力やその構成要素ごとに見ても、米

106) 例えばMerrill Lynchでも債券市場では現地大手が強い円、DM、ポンド、Frfrから引き下がり、自国通貨のドルとスワップで利益率を高めやすいECU、Cドル、Aドルに集中するようになった。Lee, Peter, "The giants crawl back into their niches", *Euromoney*, April 1990, p.72. またMorgan StanleyについてはPartnoy, Frank著、森下賢一訳『大破局（フィアスコ）』徳間書店、1998年が参考になる。同社の販売・トレーディング部は、複雑な金利決定方式の採用、SPVを経由したトランシュ分割や元利のリパッケージ、特殊なデリバティブ契約を利用して、投資家のリスクテイク、規制や課税の回避、会計上の利益創出を支援した。同社の内部だけでなく、一般的な報道のレベルにおいても、当時はこれら取引の総称として「デリバティブ」という用語が利用されていた節がある。

機関で名前のある商業銀行は JP Morgan くらいで、他はもっぱら米投資銀行であった。これは米投資銀行がやはりボンドのトレーディングに軸足を置いており、デリバティブの強みはそこから派生した部分についてであることを示唆している。

その点を表8によって確認しておきたい。これを見ると、総合的な専門性に対する評価ではランキングのほとんどを米系機関が独占していた状況から、1990年には上位10の中にも米系以外が複数入り、上位15までならかなり国籍が多様化していることが分かる。しかし、それでも最上位は米系機関が固めている。そして、それはもっぱら商業銀行である。米投資銀行は、1987年こそ米商業銀行に続く勢力であったが、徐々にランキングを下げ、1990年には8位の Salomon を残して、上位15から姿を消してしまった。

項目別に見ても、同様の傾向が伺える。アレンジの素早さや標準的な商品での競争的価格（ドル金利スワップと通貨スワップ）といった、恒常的に大規模な取引を行うことが重要と考えられる項目で米投資銀行がランキングに入りにくくなっているのは理解できる。どちらの項目でも、米投資銀行は徐々に姿を消していった。また短期スワップと FRA でも米投資銀行の姿はほとんど見られない。これらは銀行間の短期ディーリングの一部という性格が強く、スワップ・ポジションを財務の中で処理する商業銀行に分があっても不思議ではない。

興味深いのは、より高い専門性が求められると考えられるような項目でも、米商業銀行が圧倒的な強さを発揮していることである。調査・助言に関連すると見られるテクニカルシステムと情報バックアップ、継続的取引でやはり米投資銀行は姿を消していた。これに対して商業銀行は強さを維持している。そして表では一括してるが、ここで上位を占めるのは Security Pacific, Bankers Trust, Citicorp, JP Morgan であり、顔ぶれは財務規模が重要になるような項目とまったく同じである。

表8 項目別スワップ・

1987 (1月)				1987 (7月)				1988			
項目	国籍	行数	順位シェア(%)	項目	国籍	行数	順位シェア(%)	項目	国籍	行数	順位シェア(%)
総合											
米CB		5	57.4	米CB		5	63.63	米CB		7	80
米IB		4	29.62	米IB		3	25.45	米IB		2	10.9
フランス		1	7.4	スイス		1	9.09	フランス		1	9.09
スイス		1	5.55	イギリス		1	1.81				
アレンジの素早さ											
米CB		7	68.08	米CB		6	74.46	米CB		7	86.36
米IB		3	14.89	米IB		2	14.89	フランス		1	9.09
フランス		1	12.76	スイス		2	8.51	米IB		1	2.27
スイス		2	4.25	フランス		1	2.12	スイス		1	2.27
競争的価格				標準的ドル金利スワップでの競争的価格							
米CB		5	72.41	米CB		6	72.72	米CB		7	90.47
米IB		2	17.24	米IB		4	27.27	米IB		2	7.14
スイス		1	6.89					スイス		1	2.38
フランス		1	3.44								
				通貨スワップでの競争的価格							
				米CB		4	54.54	米CB		5	68.42
				米IB		2	18.18	フランス		1	13.15
				スイス		2	13.63	スイス		1	10.52
				フランス		1	11.36	米IB		2	5.26
				日本		1	2.27	日本		1	2.63
				高度商品での価格競争力 (先渡し)							
				米CB 6 71.79							
				米IB 3 23.07							
				イギリス 1 5.12							
最良のテクニカルシステムと情報バックアップ				最良のテクニカルシステム (取引の経済背景と戦略を提供)				最良のテクニカルシステムと情報			
米CB		4	53.65	米CB		4	63.41	米CB		6	75
米IB		4	31.7	米IB		3	21.95	米IB		3	22.91
スイス		1	7.31	スイス		1	12.19	フランス		1	2.08
フランス		1	4.87	イギリス		1	2.43				
カナダ		1	2.43								
継続的取引				顧客スワップのマネージ				継続的取引 (ポジション解消と			
米CB		7	59.09	米CB		5	60.52	米CB		7	80.95
米IB		2	22.72	米IB		3	23.68	米IB		1	9.52
フランス		1	9.09	スイス		1	15.78	フランス		1	7.14
スイス		1	6.81					スイス		1	2.38
イギリス		1	2.27								

ディーラーに対する評価

1989				1990				銀行からの評価 (1990年)			
項目	国籍	行数	順位シェア(%)	項目	国籍	行数	順位シェア(%)	国籍	行数	順位シェア(%)	
米CB		6	74.54	米CB		7	61.66				
米IB		2	12.72	フランス		1	9.16				
カナダ		1	10.9	スイス		1	8.33				
スイス		1	1.81	米IB		1	6.66				
				ドイツ		1	5.83				
				イギリス		2	5.83				
				豪州		1	1.66				
				カナダ		1	0.83				
米CB		7	81.81	米CB		6	69.09	米CB	1	86.66	
カナダ		1	10.9	米IB		1	10.9	スイス	1	13.33	
イギリス		1	5.45	スイス		1	9.09				
スイス		1	1.81	フランス		1	7.27				
				カナダ		1	3.63				
米CB		7	76.59	米CB		8	89.09	米CB	4	93.33	
イギリス		1	12.76	米IB		1	7.27	スイス	1	6.66	
スイス		1	8.51	イギリス		1	3.63				
米IB		1	2.12								
米CB		4	58.18	米CB		5	67.27	米CB	4	93.33	
カナダ		1	12.81	フランス		1	10.9	フランス	1	6.66	
フランス		1	10.9	イギリス		2	10.9				
イギリス		1	7.27	スイス		1	9.09				
日本		2	7.27	ドイツ		1	1.81				
米IB		1	3.63								
スワップ、スワプション等)											
米CB		6	76.36	米CB		7	80	米CB	3	53.33	
米IB		3	20	スイス		1	12.72	スイス	1	26.66	
カナダ		1	3.63	米IB		2	7.27	米IB	1	20	
バックアップ (取引の経済背景と戦略を提供)											
米CB		5	67.39	米CB		5	69.09	米CB	4	86.66	
米IB		3	21.73	フランス		1	12.72	スイス	1	13.33	
カナダ		1	8.69	スイス		2	10.9				
フランス		1	2.17	イギリス		1	5.45				
				ドイツ		1	1.81				
ポートフォリオ変更時期の助言)											
米CB		6	74.54	米CB		6	67.27				
カナダ		2	14.54	イギリス		1	10.9				
米IB		1	7.27	カナダ		1	9.09				
スイス		1	3.63	スイス		1	7.27				
				米IB		1	5.45				

表 8

1987 (1月)				1987 (7月)				1988			
項目	国籍	行数	順位シェア(%)	項目	国籍	行数	順位シェア(%)	項目	国籍	行数	順位シェア(%)
問題解決での革新性								スワップチームの効率的組織			
米CB		4	44.11	米CB		5	62.22	米CB		6	67.34
米IB		3	41.17	米IB		3	24.44	米IB		3	22.44
イギリス		1	8.82	スイス		1	13.33	フランス		1	10.2
スイス		1	5.88								
最良のトレーダー				最良のプロカー/アレンジャー				短期スワップとFRA総合(2年まで)			
米CB		4	53.84	米IB		4	44.44	米CB		5	92.3
米IB		3	30.76	米CB		2	17.77	カナダ		1	7.69
未分類		1	7.69	イギリス		1	13.33				
フランス		1	3.84	日本		1	11.11				
スイス		1	3.84	未分類		1	8.88				
				スイス		1	4.44				

複雑な仕組みでの価格競争力 (スワップション, 先渡し取引など)

米CB	4	62.5
米IB	3	22.5
イギリス	1	10
スイス	1	5

注) 1987年1月発表分は大企業とソプリンのスワップ利用調査。時期や詳細は不明。1987年7月発表分は、同年4月に実施された調査。150のユーロ市場借り手にコンタクトし、50は完全に協力、50は不参加、50はスワップの経験が少ないため除外。1988年発表分は140以上の広範な非金融部門(企業とソプリンの借り手)と金融部門(銀行)のスワップ利用者を対象とした調査。回答の約16%は金融部門。1989年発表分は企業とソプリンの借り手、および銀行を対象とする調査。銀行が回答の21%を占める。1990年発表分の調査概要は表5に同じ。

1987年1月発表分最良のトレーダーと1987年7月発表分最良のプロカー/アレンジャーの両方で未分類になっているのは Tullet & Tokyo で、同社は多様な業者が出資する固定金利のディーラー間プロカー。1989年はランキングに CSFB/First Boston という表示形式が登場するが、別の年には CSFB と First Boston がそれぞれランキングに載っていることもあるため、CSFB/First Boston という表示の場合は CSFB 単体と同様、スイスに分類した。

つ づ き

1989				1990				銀行からの評価 (1990年)			
項目	国籍	行数	順位シェア(%)	項目	国籍	行数	順位シェア(%)	国籍	行数	順位シェア(%)	
(新たな課題への対応)											
米CB		7	80	米CB		5	69.09	米CB	4	80	
カナダ		1	10.9	スイス		1	10.9	米IB	1	20	
スイス		2	9.09	フランス		2	10.9				
				ドイツ		1	5.45				
				豪州		1	3.63				
米CB		4	50.9	米CB		6	67.27				
イギリス		3	25.45	豪州		1	10.9				
カナダ		2	21.81	イギリス		1	9.09				
米IB		1	1.81	スイス		1	7.27				
				ドイツ		1	5.45				
キャップ、カラー、フロアなどの商品取扱											
米CB		7	78.18	米CB		7	81.81				
米IB		2	16.36	イギリス		1	10.9				
カナダ		1	5.45	米IB		1	5.45				
				スイス		1	1.81				
効果的なマーケティング											
				米CB		5	65.45				
				スイス		2	14.54				
				イギリス		1	9.09				
				ドイツ		1	7.27				
				フランス		1	3.63				
複雑な仕組みの取引 (漸次償還, 先渡し, 年金スワップなど)											
				米CB		6	69.09	米CB	3	73.33	
				イギリス		1	12.72	米IB	1	20	
				スイス		1	9.09	スイス	1	6.66	
				フランス		1	5.45				
				米IB		1	3.63				
特別仕様スワップのデザイン (節税など)											
				米CB		6	74.54				
				米IB・保険		3	23.63				
				オランダ		1	1.81				

出所) "Who's top in swaps", *Euromoney*, January 1987, pp.25-29. *Swaps, New Moves*, A supplement to *Euromoney* and Corporate Finance, *Euromoney*, July 1987, p.15, "The best in the swaps markets", *Euromoney*, January 1988, p.82, "RBC's ten-year trip", *Euromoney*, September 1989, pp.145-146, "The *Euromoney* 1990 swaps poll", *Euromoney*, September 1990, pp.251-252 より作成。

特別仕様の取引に関連するような項目でも同様である。項目が途中で入れ替わっているが、問題解決の革新性では米投資銀行が少ない行数で商業銀行と同水準の順位シェアになっている。しかし効率的組織では1989年に突然ランキングから消えてしまった。高度商品ではしぶとく上位に残っているが、スワップションなどはこの時期にコモディーター化していた。むしろ複雑なキャッシュフローを生み出すために想定元本を変動させるような取引の方が米投資銀行のランキングが低い。特別仕様スワップのデザイン力に対する評価ではなんとか2行が踏みとどまっている。いずれにしても全て最上位は米商業銀行で占められており、顔ぶれも他の項目とほとんど同じである。

つまり、米投資銀行がデリバティブ商品で専門性を持つといっても、それはデリバティブ自体ではない。おそらくは、ボンド関連の取引で多様な金利決定方式や特殊なキャッシュフローを提供するために、既存のデリバティブを利用しているのであろう。それが可能なのは、デリバティブ市場における流動性が豊富で、必要な取引が容易に実行できるからである。そしてデリバティブ自体の専門性に対する評価では、ボンド・トレーディングの評価における米投資銀行と同じような位置づけに、米商業銀行があった。これは、デリバティブ市場の流動性を維持する上で、米商業銀行が必ずしも中心的なマーケットメーカーの役割を果たしているわけではないことを示唆している。

スワップ取引はボンド取引と異なりそれ自体が信用リスクを伴う。スワップの流通市場が形成されるようになった当初は、信用力に応じてスプレッドが調整されるというより、取引を行うか否かが選択されるという状況であった。そして一般的に投資銀行との取引は回避されていた¹⁰⁾。Drexelの破綻は市場参加者の信用リスクに対する懸念を強め、それが投資銀行へのさらなる圧力となったが、米商業銀行も不良債権問題で苦しんでおり、格付け低下の影響が彼らのスワップ業務にも影響を与えていた。その中で、革新性は低くとも、信用力が高い業者が市場での存在感を高めることになった。バランス

シートの規模や格付けで、当時は一般的に欧州や日本の大銀行が米銀に対して優位性を持っており、専門的な能力を持つ人材もそれらの機関に引きつけられていた¹⁰⁸⁾。

米商業銀行はというと、できる限りマーケットメイクから離れるようになった。特に長期のスワップは信用リスクの問題が大きく、格付けの高さが重要になるため、信用力の低い米商業銀行は一般的に取引を短期のスワップに集中するようになった。短期スワップは流動性が高く、マーケットメーカーの必要性が小さい一方で、取引の収益性は低い。そこで米商業銀行は特別仕様の取引に傾注するようになった。そしてポジションの処分方法としては、解消やアサインメントが重視され、反対スワップの締結は避けられた。またヘッジ方法として金利先物の人気が高まった¹⁰⁹⁾。

-
- 107) Shirreff, "The fearsome growth of swaps", *op.cit.*, p.255. 信用リスク管理の手段としてネットینگ合意、担保設定と値洗い、スワップ保険といった方法が利用されるようになり、流動性が高まった。それでも投資銀行はスワップ・ポジションを回避することが多い。例えば Goldman Sachs は相手を見つけるまでの短期的なもの以外、ポジションの保有をできる限り回避していたが、その理由はポジション保有の収益性が低く、ボンド市場でポジションを取った方が良いということであった。*The Global Swaps Market, Supplement to Euromoney, June 1986, p.59.* ここからも投資銀行がボンド市場に軸足を置いていたことが分かる。
- 108) Chesler-Marsh, Caren, "The market gets choosy", *Euromoney, August 1990, pp.16-18.* Macaskill, "The size of the global swap markets", Das, ed., *op.cit.*, p.13. ボンド市場ですら、ディーラーの信用リスクに敏感になっており、特に大口の資産運用業者は UBS や DB など高格付けの銀行を取引相手として好んだ。Lee, "Slamming the foot in the door", *op.cit.*, p.40.
- 109) Leibovitch, "The US dollar swap market", Das, ed., *op.cit.*, p.17. 短期スワップは価格が取引の決定要因になるが、長期スワップは取引の大半が少数の高格付け機関により行われる。BIS 作業部会編、日本銀行オフバランス取引研究会訳、『変貌する国際金融市場』、金融財政事情研究会、1993年、23~24ページ。最も影響を受けたのは Chemical で、同行は取引を短期に集中し、通貨スワップからは撤退した。同行のデリバティブグループ Joseph Bauman は「我々が最も活発に取引する満期では、取引枠は今でも利用可能で、信用も利用できる。7年から10年のポジションでは流動性が低下している。しかしそこは我々の業務で小さいシェアしか占めていないため、影響は大きくない」としている。Chesler-Marsh, "The market gets choosy", *op.cit.*, p.17. このように、もともと米商業銀行は短期取引を活動の基盤にしていると考えられる。

米商業銀行の中で、JP Morgan だけは唯一 AAA の格付けを維持し、長期スワップの提供に支障がでなかった。また上で見たように同行は債券・トレーディングの評価で米投資銀行に匹敵する地位にあった。スワップでは16通貨で勘定を保有し、信用リスク懸念の高まりと収益性の低下の中で他の大手でもトレーディングを縮小する中で、活発なトレーディングを維持した。そして1988年中に同行が行ったスワップ取引の75%はプレインバニラではなく、特別仕様の取引で強みを発揮していた¹¹⁰⁾。こうして見ると JP Morgan はあらゆる分野で強みを発揮しているようであるが、実は収益性に不安を抱えていた。スワップ業務でも、それまで特別仕様の取引を率いた人材が他に移籍し、数人が後に続いた。また業務の管轄が財務部に移り、付加価値の高いスワップよりも市場の動きに対応したスワップに取引の比重が移ることになった¹¹¹⁾。

SecPac も Hoare Govett を買収して債券市場での存在感を高めていた。また1990年では表 8 に出てくる銀行間評価を除く全ての項目で 1 位であった。SecPac Hoare Govett の Nick Carter は「こうした実績は我々が長期的にリスク管理グループを通じて顧客のニーズに対応してきた結果だ」と、顧客取引についての総合力を強調していた¹¹²⁾。しかし信用力低下とともに、地銀がど

110) JP Morgan は 1988 年の IFR 最優秀スワップ業者に選ばれている。同年に JP Morgan のユーロ債発行業務は 80% がスワップ関連であったが、同行が行うスワップ取引の中でそれは 5% しか占めなかった。The IFR review of the year, International Financing Review, January 1989, p.55. これは同行のユーロ債市場における強みが、スワップ業務に基づくことを示唆している。また JP Morgan のように幅広い通貨でマーケットメイクを行う銀行は珍しく、当時で 10 行程度と推計されていた。同行の Jacob Stott はスワップ市場が「すぐにユーロ債市場のようになるだろう。いくつかの機関が特定通貨に特化する。市場淘汰は必ず起こる。現在活動している機関に十分な量の取引はない」と予想していた。Pitman, Joanna, “Swooping on swaps”, *Euromoney*, January 1988, p.74.

111) Cooper, Ron, “Whither Weatherstone’s Morgan?”, *Euromoney*, December 1989, p.58. JP Morgan は全体的に収益性の低い大企業取引に固執していたと言われている。LBO でも自己ポジションを取ることは避けていた。ユーロ債でも優良企業顧客が相手で、ドルでは強みを発揮したが、その他の通貨では順位がかなり低かった。

これまで国際業務にコミットするかという周囲の懸念が、ロンドンのスワップ業務に悪影響を与えるようになった¹¹³⁾。BTについては、ボンドの大規模なトレーディング組織を持たず、かなり特化した領域で活動していた¹¹⁴⁾。

Citicorp の場合はどこよりも多くのスワップを手がけ、複数の通貨で「倉庫」に在庫を保有していた。この在庫はボンドや先物によってヘッジされており、それはボンド・先物トレーディングの規模が大きいいため可能になっていた。一方で「倉庫」に記帳できないような特殊な取引は、ロンドンの仕組みスワップチームで扱うが、これも外為とデリバティブの取引が大規模なため、そこから顧客のリスク管理ニーズに対応した商品を生み出すことができた。これは顧客向けの総合的な対応を目指していたことを意味するが、同行はクラッシュ以降に大規模な業務リストラを行った機関の一つであった。特にユーロ債では証券化と合成証券の取扱に活動を限定した¹¹⁵⁾。また同行も信用力低下の影響を受けたと見て間違いはない。大規模なスワップ勘定は、短期市場と外為市場を軸とする活動の中で、取引所デリバティブを併用しながら運営されていたと思われる。

以上のように米商業銀行は、デリバティブ業務で専門性を持ち、特別仕様の取引提供に注力していたが、それは米投資銀行と全面的に競合するものではなかった。ほとんどの場合、商業銀行は短期市場や外為市場に活動の基盤

112) “The Euromoney 1990 swap poll”, *Euromoney*, September 1990, p.251.

113) Macaskill, “The size of the global swap markets”, Das, ed., *op.cit.*, p.13. 周知のように SecPac は 1992 年に BOA と合併する。Hoare Govett は ABN Amro が SecPac から買収した。“World Banking: Local Heroes”, *The Economist*, May 2, 1992, p.29.

114) “First in’ has often had its rewards”, *Banks of the Decade*, Special supplement to *Euromoney*, January 1990, p.11. 同行の Alan Wheat によると、同行の方針は、市場が求める物を察知して小規模で試し、市場の注目が集まって皆が手がけるようになると撤退するということであった。

115) “International Swaps: Citicorp - the No.1 slot”, *International Financing Review*, September 14, 1985, p.2233, “The widest global presence”, *Banks of the Decade*, p.7, “Better than the roll of dice”, *Banks of the Decade*, p.11, “Swaps as the building blocks”, *Banks of the Decade*, p.15.

があり、デリバティブの強みはそこから派生していた。これは類似の分業体制がある日英でも、デリバティブ業務では商業銀行系が高い評価を受けていたことから理解できる。そして、各国通貨の市場がグローバル・トレーディングによって結びつけられる中で、外為スワップを含む短期の市場が最も強いリンクを構成していたことを想起されたい。米投資銀行の総合取引は、この短期市場のリンクの上に、各国通貨で金利スワップもしくはベンチマーク債によって固定金利でも必要な流動性が提供されることを前提としていた。

金利スワップは各通貨について短期市場と長期の固定金利市場をつなぐ上で重要な役割を果たしており、米商業銀行は短期市場での活動を基盤としながら、複数の通貨で金利スワップを扱っていた。もちろん、だからといって米商業銀行の活動だけで国際的な金融市場の結びつきが実現していたわけではない。むしろ主要国の銀行は自国通貨の金利スワップで圧倒的な地位にあり、信用力の問題もあって、通貨スワップもそれらの銀行が主に提供していたと見られる。また外為市場でも主要国の銀行は世界的に展開して自国通貨の対ドル取引でマーケットメイクを提供していた。米商業銀行は、そこで提供される流動性を前提とし、コルレス業務でデリバティブ販売を補強しながら、対顧客取引での専門性を発揮していた¹¹⁶⁾。

1980年代にドルを価格の基準とし、ロンドンを市場の中心とするグローバル・トレーディング体制が構築された。取引される商品の多様化と多通貨化は、国際市場に参加する各機関に専門化を迫る圧力になったが、その中で形成された以上のような競争・分業構造が、まさにドルを価格の基準として世

116) 外為市場での競争・分業構造については拙稿「外国為替市場の世界的統合と金融機関の国際競争(下)」『福岡大学商学論叢』2008年12月を参照されたい。またコルレス業務と専門化について、HSBCのJoseph di Piazzaは「コルレス業務はますますスワップやオプション市場と関わるようになってきた。銀行業グローバル化の影響もある。全ての商品を直接取り扱うことは困難だ。世界中に拠点を展開するコスト、技術コスト、人員コスト、新商品開発コストが高いから」と証言している。“A question of relationships”, *Euromoney*, June 1990, p.147.

界的な金融市場の結合が実現する基礎になっていた。

お わ り に

債券グローバル・トレーディングの基礎を提供したユーロ債の流通市場は、主に発行市場への参入を目指す業者間の取引によって構成されており、その結果として様々な問題を抱えていた。1980年代後半の規制導入は価格の透明性向上と市場操作の排除に一定の役割を果たし、同時に進行した発行市場の改革によって投げ売りと締め上げの対立が抑制されたものの、それは流動性の二極化と相まって、流動性の高い証券については収益性の低下、流動性の低い証券については取引量の減少をディーラーにもたらした。各ディーラーはその中でマーケットメイクの対象を得意分野に限定し、顧客に対してはデリバティブを活用した包括的なポートフォリオ管理支援の提供を目指すようになった。

この対顧客取引をめぐるのは、主要国の大手が現物とデリバティブの両方について自国通貨の取引で独占的な地位についたが、それは当初ドルに集中していた取引が多通貨化したという文脈で把握しなければならない。もともと米機関はドル市場で生み出された手法や商品をオフショアで多通貨に適用した。各国大手は、それに対抗してドル取引に参入すると同時に、自国通貨関連の取引で中心的な役割を果たすようになった。それは新たな手法や商品の取引が各国の国内市場に波及したことと対応していた。その結果、多通貨でデリバティブを含む基本的な商品については必要な流動性が提供されるようになり、米機関はそれらの要素を組み合わせる顧客の特殊なニーズに対応する複雑な商品を提供することに注力し、マーケットメイクは得意分野に限定するようになったのである。

こうした分業構造を通じて、専門化が進む中でもあらゆる市場が密接に結びつくようになったことは間違いない。特に流動性が低い特殊な商品でも、

その他の多様な商品と関連づけられ、そこで利用できる流動性を前提として取引されるようになった。その中で米系機関は主導的な役割を果たしていた。しかし、それだけで米系機関の行動がシステムリスクを高めるという結論に飛びつくのは早計であろう。本稿では勢力図の量的な把握は行っておらず、一部の推計によると取引金額では米系を中心とする少数のディーラーがデリバティブ取引の大部分を占めている。しかし、データの公表範囲は限定的で、米機関の公表が他国よりも進んでいるためにその存在感が過大評価されるという指摘もある¹¹⁷⁾。また本稿で明らかにしたように、米系機関といっても投資銀行と商業銀行では活動の軸足が異なり、かつ両者ともにマーケットメイクをできる限り回避しようとしていた。

本稿ではほとんど触れることができなかったが、多様な市場を結びつける上では、特別仕様の取引創出よりも、自己勘定の裁定取引の方が重要であろう。この裁定取引については Bookstaber の興味深い指摘がある。それによると、相対価格裁定は大規模なレバレッジが必要でポジション保有期間が長期におよび、かつその対象となるのは流動性が低くモデルエラーも生じやすい市場である¹¹⁸⁾。こうした活動に市場の連動性が依拠していることで、システムリスクの可能性が大きくなっていると考えることができる。

117) US House, Hearing before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Safety and Soundness Issues Related to Bank Derivatives Activities - Part 1*, 103rd Cong., 1st sess., 1993, p.321. 取引集中度の推計については、例えば United States General Accounting Office, *op.cit.*, pp.36-37 を参照されたい。

118) Bookstaber, Richard 著, 遠藤真美訳『市場リスク：暴落は必然か』日経 BP 社, 2008 年, 174~176 ページ。裁定取引の必然性については、野村インターナショナル会長の次のような指摘がある。トレーディング業務も市場の効率性が高まるにつれ、収益が小さくなる。次は市場間、商品間の非効率性を狙って行かざるを得ない。米の証券会社は資本が小さいので、大量の資金を使って方向性に賭けることができない。そのため裁定取引が盛んになる。非効率的な市場を探し出さなければ、相場が良好なときにしか儲からない。世界にはまだ多くの非効率性が残っている。これを効率化していくことがグローバル化だと思う。「座談会：再浮上にかかる在米証券現法」『月刊資本市場』1989 年 10 月, 6~11 ページ。

ただし、ここで引き合いに出されているのは LTCM の例である。マーケットメイクの対象を限定することは、それと自己勘定取引を切り離すことによって実現していたが、裁定チームの活動の自立性が高く、かつ収益性も高ければ、それが仲介機関の内部にとどまる必然性はない。ヘッジファンドなど運用専門会社の簇生はそのことを示している。大手仲介機関が自己勘定取引から完全に手を引くとは考えにくい、大手仲介機関にとってプライムブローカーとしての活動が不可欠な要素になっており、この活動自体が運用専門会社の成長を促している¹¹⁹⁾。そして運用会社の成長が、仲介機関に規模の拡大を迫る圧力の一部になっていると考えられる。

したがって、システムリスクの評価にあたっては、この運用専門会社と仲介業者の関係を含めて、さらに具体的な分業構造の解明を進めていかなければならない。商業銀行を含めて、運用専門会社と仲介業者の間には信用供与、注文執行、特別仕様商品の提供など多様な取引関係が生じる一方で、運用資産の獲得や資金繰りなどをめぐって競合する部分もでてくる。そうした関係を包括的に把握することによって、リスクが広範に波及していくときのチャネルについての理解を深めることになる¹²⁰⁾。

またシステムリスクという場合、通常それは国際金融システム全体につい

119) セルサイドとバイサイドの関係についての概説としては、Goldberg, Richard 著、田村勝省訳『ウォール街の崩壊の裏で何が起こっていたのか?』一灯舎、2009年が参考になる。

120) 仲介構造の変化によるシステムリスクの高まりについては、Rajan, Raghuram G., “Has Financial Development Made the World Riskier?”, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, August 25-27, 2005 (www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/sym05prg.htm) の考察が興味深い。ただ、そこでリスクを高める主体として登場するうちの一つは運用専門会社であり、ブローカーとの関係は論じられていない。またもう一つは銀行であり、これが負債サイドで資金繰りを運用専門会社と争うようになることが問題を大きくするというのは納得できる。しかし資産サイドで、ローンセールを通じて優良な資産を切り離し、リスクの高い資産だけが銀行の B/S に残るとするのは、必ずしも現実に即していない。周知のように、サブプライム問題の例では劣悪な貸出が証券化に利用されていた。

てのリスクを指すが、少なくとも本稿からは、米系機関の信用不安が自動的に世界全体に波及するという結論を得ることはできない。外国機関からの競争圧力は、米機関とその他で非対称的であったが、各国金融機関のドル市場への侵攻のあり方は一様ではない。同様に主要国の大手による自国通貨取引の独占というのも一様ではない。こうした差異は、各国のシステムが国際的なショックから受ける影響の差にもつながっていると考えられるため、国毎に個別の分析が求められる。

さらに、システムリスクを論じるだけで、国際金融システムの機能を評価したことにはならない。投資家の資産形成の支援と、その裏側にある長期的な事業の育成、規律の提供、新陳代謝の円滑化など、全て金融システムだけの課題とすることはできないにしても、競争・分業構造が変化することによって各種の「金融」機能がよりよく果たされることになるかについては考察の必要がある。