



さらなる再編に向けて動く中国証券業界

神宮 健*

要約

1. 中国の証券業界は、業績が株式相場に大きく左右されることから、「天にまかせて生活する」と揶揄されてきた。実際、2007年の証券会社の業績は好調であったが、株式市場が調整した2008年前半には業績が悪化している。
2. 業界全体の収益構造を見ると、ブローカレッジ、トレーディング業務の割合が大きく、株式相場の影響を受けやすいことがわかる。同時に、上位証券会社に市場シェアが集中してきており、また、上位会社では引受業務やアセットマネジメント業務の割合も増えていることから、2008年は上位会社と下位会社の業績に差が出ている。
3. 今後は、業界全体として収益構造の変換・多様化により、収益を安定化させる必要がある。具体的には、既存業務の拡大に加えて、新たな業務の導入がある。この点では、新業務の導入を認可する監督当局の動きが重要である。
4. 当局は、強い会社をより強くし、弱い会社を淘汰していく従来の方針を変えていない。最近発表した政策は、さらなる証券会社の再編を促し、リスクのある証券会社を退出させる措置を完備し、証券会社の分類管理をさらに細分化するものである。
5. 一方、証券業界の実際の勢力図を見ると、整理再編期を経ていくつかのグループが形成されている。今後も、最近の政策を受けて業界再編はさらに進むと予想される。
6. 対外開放を見ると、最近になり外資系合併会社設立が再開し、既存の外資系合併証券会社に対しても制限付きながらA株ブローカレッジ業務が認められた。但し、外資への開放のペースは、政治要因に影響される可能性がある。
7. さらなる業界再編をにらむ当局の姿勢は明白である。今年の株式市場の低迷の結果、好調な相場の下で隠れていた問題も明らかになった。2008年の証券業界は厳しい状況にあるが、逆に、粗放的な経営を改め、業界再編を進めるきっかけとなるものと思われる。

1. はじめに

2000年代初頭、中国の証券業界は危機的状況に陥った。そして、2004年から証券業界の行政的な整理・再編が始まり2007年8月に一段落している。ここでは、整理・再編期間終了後1年を経て、証券業界の状況がどのように変化しているかを、証券会社の経営状況、当局の証券業界に対する政策、証券業界の勢力図の観点から見ることにする。

* 神宮 健 (梶野村資本市場研究所北京代表処 首席代表)

II、最近の証券会社の収益動向・構造

中国の証券業界は、業績が株式相場に大きく左右されることから、これまでも「天にまかせて生活する」とか、転じて「都市部の農民」などと揶揄されてきた。実際、2007年の証券会社の業績は好調であったが、株式市場が調整した2008年前半には業績が悪化している。そこで、まず、中国証券業界の収益動向・構造を見ることにする。

まず、中国証券業界の収益動向を振り返って見ると、2001年以降の株価下落・低迷を受けて、2002年から2005年まで業界全体で赤字に陥った。この時期には、利回り保証の一任勘定の問題や顧客資金流用が表面化し、証券業界の信用も大きく損なわれた。このため、当局は2004年から2007年8月までの間、証券業界を行政的に整理・再編した¹。一方、証券会社の収益は、2006年には株価上昇もあって2001年以降初めて黒字（255億元）に転換した。その後、2007年は、過熱気味の株式市場を背景に、業界全体の黒字は1320.5億元となり、2006年の5.2倍に拡大した。しかし、2007年10月以降、株式相場は大きく崩れ、売買代金も減少する。2008年前半は、株価が約48%下落し、売買代金²も約23%減少した。これを受けて、2008年前半は業界全体で収益が悪化している。

2008年8月末現在、全体の約半分にあたる54の証券会社が2008年前半の財務報告を発表している。ここでは、54社のうちの純利益で見た上位10社、中位10社、下位10社の動向を2006、7年と比較して見ることで、業界全体の収益動向を探ることにする。

純利益の動きを見ると、2007年前半に市場の売買代金が前年比約4倍となる中で、上位10社の合計純利益は前年同期比約4.5倍、中位10社は約3.6倍、下位10社は約4.4倍となった。ところが、2008年前半は、上位10社の純利益が前年同期比23.8%減少、中位10社が同57.2%減少となる一方、下位10社のうち8社が赤字転落し、10社合計でも赤字になっている（図表1、図表2）。なお、2008年より新所得税法が施行され、企業所得税率が33%から25%に低下しているため、税引き前利益の悪化はさらに厳しいと思われる。

図表1 2008年上半期の証券会社純利益

| (億元) | | | | | |
|--------|-------|-------|------|-------|-------|
| 上位10社 | | 中位10社 | | 下位10社 | |
| 中信証券 | 51.69 | 東北証券 | 3.43 | 大通証券 | 0.25 |
| 国泰君安証券 | 46.46 | 興業証券 | 3.28 | 金元証券 | 0.11 |
| 広発証券 | 21.37 | 華西証券 | 3.25 | 日信証券 | -0.91 |
| 海通証券 | 20.72 | 広発華福 | 3.10 | 恒泰証券 | -0.99 |
| 国信証券 | 13.78 | 東吳証券 | 2.25 | 国聯証券 | -1.18 |
| 申銀万国証券 | 11.25 | 浙商証券 | 2.20 | 新時代証券 | -1.55 |
| 華泰証券 | 11.22 | 国海証券 | 2.13 | 首創証券 | -1.81 |
| 招商証券 | 10.69 | 山西証券 | 2.05 | 東海証券 | -1.83 |
| 光大証券 | 9.30 | 長城証券 | 1.99 | 国都証券 | -2.06 |
| 長江証券 | 6.34 | 紅塔証券 | 1.85 | 東方証券 | -8.75 |

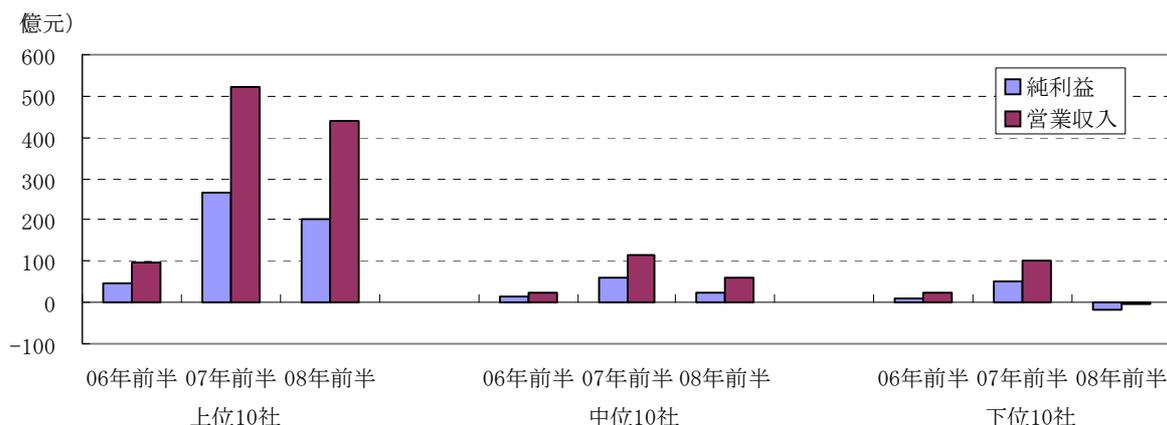
(注) 8月末時点でデータ入手可能な54社から、純利益の基準に、上、中、下位それぞれ10社ずつサンプルを選んだ。連結決算の数字である。前年と比較できない会社(1社)、引受業務のみの会社(1社)は除いた。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

¹ 野村資本市場研究所(2007)第8章

² 株式、債券、ワラント、基金(投資信託)の合計。上海・深セン取引所統計、CEICより計算。

図表 2 純利益と営業収入



(注) 図表 1 の注参照。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

こうした動きから、①業界全体の収益構造が、依然として株式相場に大きく依存していると推測される。また、②株式市場が好調であった 2007 年は業界全体が足並みをそろえて好業績であったが、株式市場の状況が厳しい 2008 年前半は、上位会社と下位会社で差が出ていることがわかる。

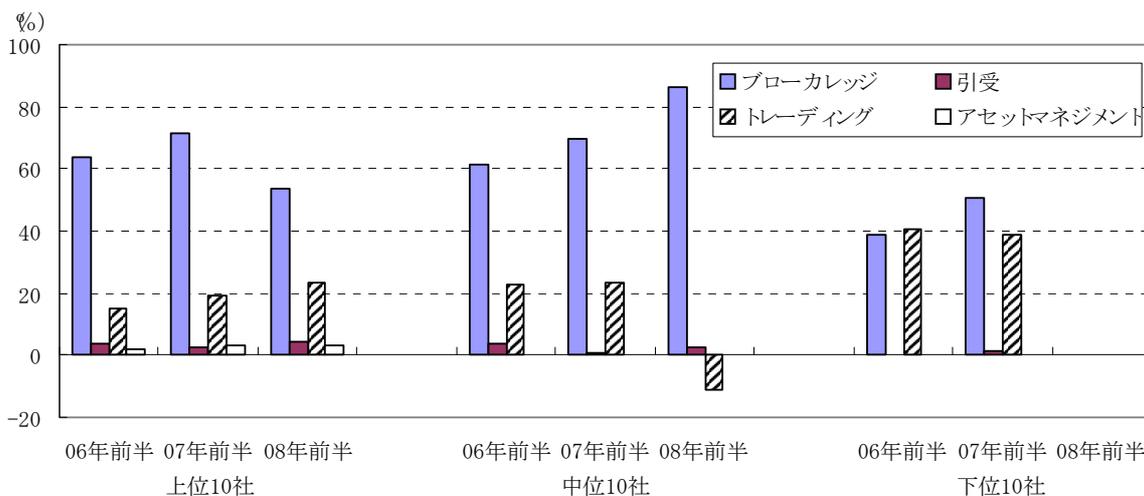
第一の点について見ると、業績の大きな変動の背景には、収入が依然としてブローカレッジ業務とトレーディング業務に大きく依存していることがある(図表 3)。上位 10 社で見ると、ブローカレッジ業務の収入(コミッション収入)の営業収入に占める割合は、2007 年前半で 71.4%、2008 年前半で 53.6%である。下位 10 社も 2007 年前半で 50.7%である。一方、トレーディング業務収入の営業収入に占める割合は、上位 10 社で 2007 年前半 19.2%、2008 年前半 23.6%である。下位 10 社では 2007 年前半 39.0%と上位 10 社よりも大きい。図表 3 から明らかのように、中下位の会社の営業収入は、ブローカレッジとトレーディングでほとんど説明できる状況である。こうした収入構造のため、業績が相場に大きく影響されやすくなっており、2007 年は空前の利益が出た一方、2008 年前半は、減益・赤字化へと大きく振れることになったと見られる。

引受業務やアセットマネジメント業務の割合を見ると、上位会社では増えているが、絶対水準は低い。引受業務の営業収入に占める割合は、上位会社でも 2008 年前半で 4.5%である。2008 年前半に純利益 1 位の中信証券ですら、その 2008 年上半期報告において、経営の問題点として「会社収入は主に伝統業務に依存しており、天にまかせて生活する局面は根本的に変わっていない」ことを最初に挙げている。

第二の点を見ると、上位会社への利益の集中傾向には以下の二点が考えられる。まず、上位会社に市場シェアが集中してきていることがある。図表 4 は 2008 年前半の売買代金の上位 10 社を見たものであるが、過去数年間を見ても上位はほぼ同じ顔ぶれである。ここで、売買代金における市場の集中度を上位 10 社のシェアで見ると、2006 年が 43%、2007 年が 42%、2008 年前半が 45%となっている。上位 20 社のシェアで見ても、同じく 58%、59%、65%と集中が進んでいる³。

³ ここでは、2008 年前半のデータが入手可能な Wind 資訊のデータを使用した。なお、2006 年、07 年の上位集中度を中国証券業協会データで計算してもほぼ同様の結果となる。

図表3 営業収入に占める各業務の割合



(注) データが揃わないため、各業務についてデータの揃っている会社のみで計算した。中位、下位のアセットマネジメントについては金額が少ないので省いた。また、2008年の下位については、営業収入がマイナスなので計算していない。図表1の注も参照。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表4 2008年上半期証券売買代金(上位10社)

| 証券会社 | 売買代金(億元) | シェア(%) |
|-----------|----------|--------|
| 1 国泰君安証券 | 30,897 | 7.14 |
| 2 銀河証券 | 26,438 | 6.11 |
| 3 海通証券 | 20,649 | 4.77 |
| 4 国信証券 | 18,670 | 4.32 |
| 5 華泰証券 | 18,195 | 4.21 |
| 6 申銀万国証券 | 18,064 | 4.18 |
| 7 広発証券 | 16,181 | 3.74 |
| 8 招商証券 | 16,171 | 3.74 |
| 9 建銀投資証券 | 14,590 | 3.37 |
| 10 中信建投証券 | 14,278 | 3.30 |

(注) 株式、ワラント、債券、基金の売買代金合計。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

一方、株式・債券の引受業務ではさらに集中が進んでおり、2007年では、上位10社のシェアが66%、上位15社で78%となっており⁴、2008年も上位集中が続いていると見られる。

このため、市場全体が活況を呈した2007年には、中下位の証券会社でも売買代金やブローカレッジ収入がある程度水準に達したため利益が大きくなったが、市場全体の売買代金が減少した2008年前半は、売買代金のシェアが低下し、引受業務も弱い中下位証券会社にとって厳しい状況になったと思われる。

次に、2008年前半に純利益で下位となった証券会社を見ると、トレーディング業務での損失

⁴ 中国証券業協会の統計による。

が大きいことが目を引く。株価が急激に下落したため、証券業界全体で公正価値評価のマイナス、つまり含み損が大きくなっている。ここで、上位の会社は、投資収益（株式等の実際の売買益）により、公正価値のマイナスを相殺しており、上位 10 社のうち半数は、投資収益と公正価値変動を合計するとプラスとなっている。

一方、下位の会社は、株式等の売却益も小さいかマイナスである。特に、一部の証券会社は、トレーディング業務を重視していた証券会社であり、2007 年はトレーディング部門の好調が全体の利益を押し上げていた。この収益構造については、当局もリスクを指摘していたものの、それが現実になったと言える。無論、業界全体で収益構造がほぼ金太郎飴の状況の中で、特色のある証券会社が出現してきたと言えなくもないが、2008 年前半の状況を見る限り、単にアグレッシブであったということにもなりかねない。また、上位の会社についても、これまでのところは、以前から保有していた株式等を売却するなど体力があったが、株価の下落が今後も続けば、それも難しくなる点には注意が必要であろう。

このように、中国の証券業界の状況を見ると、第一に、業績は基本的に株式相場の影響を受けやすく、第二に、上位証券会社にシェアが集中してきていることがわかる。今後については、業界全体として収益構造の変換・多様化により、相場の動きに左右され難い構造を作り、収益を安定化させる必要がある。具体的には、既存のアセットマネジメントや M&A 業務等の拡大に加えて、新業務では既に試行が始まっている直接投資業務（後述）や、導入準備が整っている株価先物、信用取引などがある。

特に、新業務の導入については、それを認可する監督当局（主に、証券監督管理委員会、以下証監会）の動向が重要である。当局は、「創新」（革新）を証券市場の大きなテーマとして推進すると同時に、過去における証券市場の混乱から、リスクに対しては厳しい姿勢も見せている。当局の動きが今後の証券業界の発展の形、速度を決める重要な要素となることから、次に当局の政策動向を見ることにする。

Ⅲ、最近の当局の政策動向

1. これまでの経緯

当局の証券会社に対する姿勢を振り返ると、証監会が 2004 年から「分類監督管理」、「扶優汰劣」という基本方針の下で証券業界の整理・再編を開始し、続いて国務院が 2005 年 7 月に「証券会社の総合整理案」を発表し、2007 年 8 月までの 2 年間で既存のリスク解消と新たな監督管理メカニズムを導入することを決めた⁵。これは、証券会社を経営・財務状況、リスク度合等によって分類して管理し、優良証券会社は支援し、リスクが高く違法行為が深刻な会社は淘汰するというもので、実際この方針に基づいて証券会社の淘汰が進んだ。

2007 年 8 月以降、証券行政は整理・再編の「リスク処理の特殊時期」から「通常監督管理期」に入り現在に至っている。通常監督管理期は、①リスクの事前予防、指標に基づく管理、②定量的な監督管理、③行政監督管理・業界の自主規制・会社の自己管理による監督体制という特徴を持っている。

「通常監督管理期間」入り直前の 2007 年 7 月に「証券会社分類監督管理業務手引（試行）」

⁵ 以下では、2004 年から 2007 年 8 月までを、広い意味で整理再編期間と呼ぶことにする。

が実施された。これは、各証券会社を主にリスク管理能力を基に 5 分類 11 級に分けるもので、新業務・新商品の段階別導入の際にも使用される⁶。具体的には、上から A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E である。D までが正常な営業の証券会社で、E は業務停止やその他機関への「託管」⁷措置が採られる。なお、分類には純資本をはじめ 6 種類合計 69 の評価指標が使われる。

この「手引」の概要からもわかるように、通常監督管理期間に入っても、強い証券会社をより強くし、弱い証券会社を淘汰し、産業再編をさらに進める当局の意図が変わらないことが見て取れる。そして、以下に述べるように、最近の政策はさらにこの傾向を強めている。

2. 「証券会社監督管理条例」（2008 年 4 月 23 日公布、6 月 1 日実施）

証券会社の整理再編期間において、証券会社のかかえる様々な問題、具体的には、顧客資金の流用、簿外取引、企業統治の不備、管理職の職務怠慢・汚職、経営モデルの硬直化等が明らかになり、当局はこれらの問題の解決・防止を図った。「証券会社監督管理条例」は、この整理再編期間の成果や新「証券法」（2006 年 1 月実施）に基づいて、今後の証券会社の経営規範や監督管理制度を定めたものである。このため、同条例は、顧客資産の保護、簿外取引の防止、企業統治構造の改善、管理職の監督管理制度、証券会社の各業務規定とリスクコントロール、監督管理機関と監督管理施策の改善等の内容を含んでいる。

この条例の第 4 章「業務規則とリスクコントロール」第 26 条「2 社以上の証券会社が、同一の組織・個人に支配されているか、或いは、相互の間に支配関係が存在している場合、同じ証券業務を行ってはならない。但し、国务院証券監督管理機関が別途規定する場合は除く。（一部略）」が注目されている。この条文の意図は、同じグループ内の証券会社間での関連取引や競争を避けることである。

整理再編期間を経て、後述するように証券業界内では、例えば中信系といったグループが形成されてきている。グループ内で、同じ証券業務（例えば、ブローカレッジ業務）を行っている証券会社が複数ある場合は、上の条文の対象となる。今後、規則に合うように何らかの形でグループ内を整理していかねばならず、グループ内でのさらなる会社再編・業務整理が進むと予想されている。この規定をきっかけに、現在の 100 社強の証券会社が、数十社減少するという見方もあり、実際、強い会社をより強くし、弱い会社を淘汰していくという当局の描く証券業界の青写真とも一致している。

3. 「証券会社リスク処置条例」（2008 年 4 月 23 日公布・実施）

証券会社の整理・再編期間以降、経営不振の証券会社や問題のある証券会社に対して託管・閉鎖等の措置が採られ、また、違反行為の取り締りがなされた。「証券会社リスク処置条例」は、この経験を基に作られており、その意図は、リスクに対する政策・措置等を規範化・制度化し、また、証券会社のリスク防止のために証券会社の市場からの退出メカニズムを作り、投資家を保護することである。法律面では、新「証券法」と「企業破産法」（2007 年 6 月実施）により、

⁶ 5 分類 11 級の導入により、それまで新業務・新商品の導入の際に使われていた「創新類」証券会社、「規範類」、その他という分類は使われないことになった。

⁷ 当局が問題証券会社の管理を優良金融機関に委ねる。優良金融機関は問題証券会社の一部、あるいは全部を買い取ることが多い。後述の「証券会社リスク処置条例」の節も参照。

既に証券会社のリスク処置の基本制度は定められており、この条例はこれらに対応する詳細な規定となる。

経営リスクのある証券会社に対する具体的な措置（リスク処置）には、営業停止、託管・接管、行政的再編、業務免許取り消しがある。①営業停止には、一部業務の停止と全社営業停止がある。リスクコントロール指標（後述）の規定を満たさない場合、営業を停止させ、自力で改善させるもので、期間は3ヵ月以内である。②託管・接管とは、企業統治が混乱している、顧客資金を流用し且つ返済不可能である、リスクコントロール指標の規定を満たさず重大な財務危機が発生するといった場合に、証監会が当該証券会社のブローカレッジ等の対顧客業務を他の証券会社等の金融機関に委託し（託管）、より状況が深刻な場合は証監会が当該証券会社を接管管理（接管）することである。託管・接管とも期間は1年以内である。③行政的再編は、重大なリスクが発生しているものの、財務情報に虚偽がなく、また、省級政府や関連方面の支持があり、当該証券会社が再編可能な場合に採られる。具体的には、資本注入、株主構成の再編、債務リストラ、資産リストラ、合併等がある。再編には証監会の許可が必要で期間は1年以内である。④業務免許取消しは、経営違反がひどく、経営リスクが大きい場合や、上記の諸措置の間にも正常な経営状況に回復せず、債務が返済できない、あるいは証券投資家保護基金の動員が必要な場合、当該証券会社を市場から退出させるものである。

4. 「証券会社の営業網のさらなる規範化に関する規定」（2008年5月16日公布・実施）、「証券会社支店監督管理規定（試行）」（2008年5月13日公布・実施）

近年、特に2007年に株式市場が過熱し投資家が増加する中で、証券会社の営業網も拡大してきたが、当局の許可を得ずに事実上の営業所を出すなど一部で野放図な拡大が見られた。この状況を受けて、支店や営業網の設立、業務範囲等を規範化する主旨で発表された規定である。

ここで、営業所の設立許可基準を見ると、証券会社の分類管理方法が採られ、上記5分類によって基準が異なっている。証券会社の所在する証監局の管轄する地域内に営業所を設立する場合の条件には、証券会社がC類以上であることが含まれる。一方、全国範囲で設立する場合は、B類以上で、また、①前年度のブローカレッジ業務の純収入が業界20位以内で、一営業所あたりのブローカレッジ業務の純収入が業界平均を上回っていること、或いは②一営業所あたりのブローカレッジ業務純収入が業界3位以内であること、となっている。

5. 「証券会社リスクコントロール指標管理弁法」（2008年6月24日改訂）

同弁法は、もともと2006年に導入されたもので、リスクコントロール指標により証券会社のリスク監督管理を強化するものである。基本的には、「純資本」（純資産から資産・負債にリスク掛け目を乗じたリスク調整額を差し引いたもの）が重要で、証券業務を行うために最低限必要な純資本額が定められているほか、各業務の規模も純資本額によって制限されている。また、証券会社は、「リスク資本準備」も計算する必要がある。これは、ブローカレッジでは顧客資金の規模、トレーディングでは、保有商品に対して一定の比率を掛けて求められる。そして、リスク資本準備に対して、十分な純資本が確保されるよう、純資本はリスク資本準備よりも大きくなければならないと定められている。

2008年6月の改訂では、新たな商品の導入等を受けて、規定がより明確化された。例えば、「トレーディング業務の株式規模は、純資本の100%を超えてはならない」という規定は、「ト

レーディング業務の株式権益証券（株式及び株式を主な投資対象とする株式ファンドなどの金融商品）と証券デリバティブ商品の合計は、純資本の100%を超えてはならない」と変更された。

また、この改訂を受けて、「純資本計算標準規定」の調整と「リスク資本準備計算標準規定」が発表された（両者とも2008年12月1日実施）。リスク資本準備の計算においては、証券会社の5分類によってリスク掛け目が異なっている。具体的には、A類の証券会社では規定の掛け目の0.6倍、B類では0.8倍、C類では1倍、D類では2倍が適用される。例えば、トレーディングで保有する株式のリスクの掛け目（規定は20%）は、A類の証券会社で12%、B類で16%、C類で20%、D類で40%となる。上述したように、リスク資本準備は純資本を超えられないことから、5分類におけるランクが下がれば下がるほど、トレーディング業務の規模は縮小せざるを得なくなる。ブローカレッジ業務についても同様である。

6. 新規業務の導入の動き

以上見たように、法律面からは、さらなる証券会社の再編を促す措置やリスクのある証券会社を退出させる措置が採られる一方、分類管理がさらに細分化されている。ここで、実際の新規業務認可の動きを見ると、やはり優良証券会社から優先的に導入が認められていることがわかる。最近では「直投」業務が注目される。「直投」業務とは、証券会社が自己資金で企業の株式に投資することである⁸。リスク管理の観点から、証券会社は100%子会社を作り、その子会社が直投業務を行う。証監会は、2007年より、直投業務を試験的に認めており、2008年8月時点で、中金公司、中信（以上、2007年認可）、華泰、国信、海通、平安、国泰君安、光大の8証券会社が直投業務を認められている。さらなる新業務としては、株価指数先物、信用取引導入等の準備がほぼ整っており、今後の導入が予想される。これらの新業務導入の際も、やはり優良な証券会社が優先され、優良証券会社の利益機会が他の証券会社よりも先に拡大すると予想される。

IV. 今後の業界再編の動向

監督当局が、一貫して、強い会社をより強くすることで証券業界の強化を図る方針で施策を打ってきている中で、証券業界の実際の勢力図を見ると、整理再編期を経ていくつかのグループが形成されている。そして、今後も、上述した「証券会社監督管理条例」の規定を受けて業界再編はさらに進むと予想される。これまでの経緯も含めて、主なグループの状況をまとめると以下の通りである⁹（図表5）。

1. 匯金系

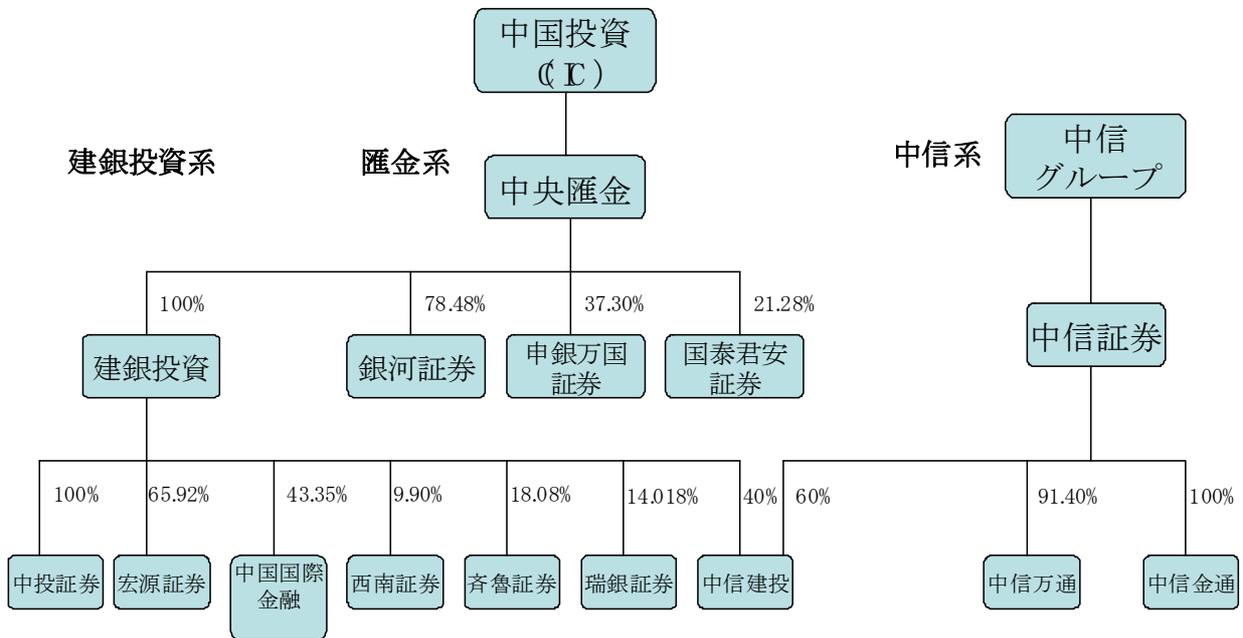
中央匯金投資有限公司（以下、匯金）は、2003年12月に外貨準備を原資に中国建設銀行と中国銀行に公的資金を注入する会社として設立され、2008年7月には外貨準備の一部を運用する中国投資有限責任公司（以下、中投公司）の傘下に入っている。なお、中投公司是財政部の100%出資会社である。

匯金系グループは、証券会社の整理再編期に、証券業界の安定のために匯金が銀河証券、申銀

⁸ 投資先企業は、ベンチャー企業、上場前の企業、上場企業である。

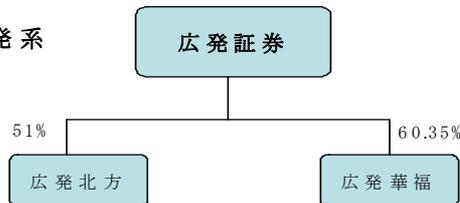
⁹ 中国の証券業界の勢力図については野村資本市場研究所（2007）も参照。

図表5 中国証券業界の勢力図



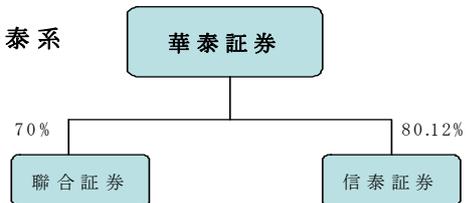
その他旧創新類系

広発系



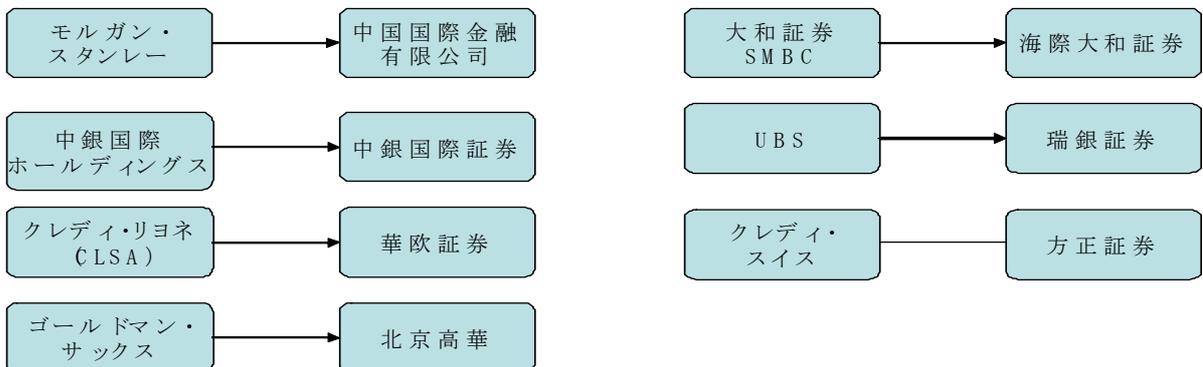
第一証券と武漢証券は広発証券に託管された。
また、広発北方証券は2007年に広発証券に吸収された。

華泰系



亜洲証券は華泰証券に託管された。

外資系



(出所) 野村資本市場研究所作成

万国証券、国泰君安証券という大規模証券会社に出資して形成された。銀河、申銀万国、国泰君安は、売買代金の市場シェアでトップグループにあり、2007年はそれぞれ1位、5位、2位であった¹⁰。3社の売買代金（株式、債券、ワラント、基金）の合計は、16.7兆円で、市場シェアは合計で16.9%である（図表6）。また、引受（株式・債券）でも3社合計で16.1%のシェアである。

具体的に見ると、銀河証券は、2005年6月に旧銀河証券を再編して生まれた。匯金と財政部がそれぞれ55億元、15億元を出資し中国銀河金融持株会社を設立し、持株会社の下に現在の銀河証券を作り、旧銀河証券の優良資産を注入した。その後、銀河証券は、IPOの引受けなどで業績を伸ばしている。2007年の引受（株式・債券）金額の市場シェアは9.9%である。

申銀万国証券については、同じく2005年9月に匯金が25億元を投資し（持株比率37.3%で筆頭株主）、また15億元の流動性を供給した。匯金が資本注入した際に、匯金が株式を3年間保

図表6 2007年の証券会社の売買代金と引受金額（グループ別）

| | 会社名 | 純利益 (億元) | 売買代金 (億元) | 取引量の全体に 占めるシェア (%) | 引受金額 (億元) | 引受金額の全体に 占めるシェア (%) |
|-----|--------|-------------|--------------|--------------------------|--------------|---------------------------|
| 中信系 | 中信 | 82.59 | 20,345.20 | 2.1 | 1,354.06 | 13.5 |
| | 中信建投 | 24.44 | 30,968.77 | 3.1 | 282.42 | 2.8 |
| | 中信金通 | 11.20 | 15,289.64 | 1.5 | - | - |
| | 中信万通 | 5.41 | 6,671.63 | 0.7 | 0.70 | 0.0 |
| | 小計 | 123.65 | 73,275.24 | 7.4 | 1,637.18 | 16.4 |
| 匯金系 | 銀河 | 51.25 | 64,121.23 | 6.5 | 989.66 | 9.9 |
| | 国泰君安 | 70.07 | 60,669.20 | 6.2 | 464.93 | 4.7 |
| | 申銀万国 | 56.36 | 41,726.74 | 4.2 | 159.24 | 1.6 |
| | 小計 | 177.68 | 166,517.17 | 16.9 | 1,613.83 | 16.1 |
| 建投系 | 中投 | 24.35 | 29,581.25 | 3.0 | 221.68 | 2.2 |
| | 宏源 | 20.44 | 11,875.98 | 1.2 | 51.31 | 0.5 |
| | 中金公司 | 12.29 | 4,109.70 | 0.4 | 1,453.24 | 14.5 |
| | 西南 | 9.73 | 6,084.32 | 0.6 | 78.68 | 0.8 |
| | 中信建投 | 24.44 | 30,968.77 | 3.1 | 282.42 | 2.8 |
| | 齊魯 | 20.88 | 18,468.95 | 1.9 | 85.37 | 0.9 |
| | 瑞銀 | -2.59 | 8.35 | 0.0 | - | - |
| 小計 | 109.54 | 101,097.32 | 10.2 | 2,172.70 | 21.7 | |
| 広発系 | 広発 | 68.70 | 41,591.78 | 4.2 | 319.27 | 3.2 |
| | 広発華福 | 7.41 | 8,353.52 | 0.8 | - | - |
| | 小計 | 76.11 | 49,945.30 | 5.1 | 319.27 | 3.2 |
| 華泰系 | 華泰 | 47.40 | 35,074.15 | 3.6 | 373.33 | 3.7 |
| | 聯合 | 12.94 | 19,625.82 | 2.0 | 84.26 | 0.8 |
| | 信泰 | 6.28 | 4,981.66 | 0.5 | - | - |
| | 小計 | 66.62 | 59,681.63 | 6.1 | 457.59 | 4.6 |

(注) 中信建投は中信系、建銀投資系双方に入れてある。

(出所) 中国証券業協会資料より野村資本市場研究所作成

¹⁰ 2008年前半は、図表4参照。

有した後、保有株式を第三者へ譲渡できる権利が設定されている。一部では、今後、同証券の登記地である上海市の政府関連の金融持株会社傘下に入る可能性も報道されている¹¹。

国泰君安証券も、2005年12月に匯金が10億円の資本注入を行って第二株主となっている。国泰君安の場合も、匯金の3年間の保有期間が設定されている。国泰君安も上海の証券会社であり、申銀万国と同様に上海市の金融持株会社の動向が注目されている。

申銀万国証券、国泰君安とも匯金による株式保有期間の取り決めの存在が、今後の再編を促すことになる。なお、上海市について見ると、上海国有資産経営有限公司が国泰君安の筆頭株主である他、上海市政府関連の証券会社には、上海証券、東方証券、海通証券がある。上海市の関連で再編が進む場合とすると、上海市政府関連の金融持株会社の下に、申銀万国証券、国泰君安証券、上海証券、東方証券、海通証券が含まれる可能性がある。

2. 建銀投資系

証券業界の整理再編期に、建銀投資は、業績の悪化した多くの証券会社を買収・再編した。現在、建銀投資が支配ないし出資している証券会社は、中国国際金融有限公司（中金公司）、中国建銀投資証券（中投証券）、宏源証券、西南証券、瑞銀証券、斎魯証券の6社にのぼる。2007年の売買代金の合計は7兆円で、市場シェアは7.1%である（建銀投資系にも中信証券系にも属する中信建投証券を含めると10.1兆元、10.2%となる）。

各社について建銀投資の持株比率を見ると、①中金公司については、建設銀行所有の株式を受け継ぎ43.35%を保有し筆頭株主である。②中国建銀投資証券は、2005年に閉鎖された南方証券の処理のため、南方証券を再編して設立されたもので、建銀投資が100%の株式を保有する。③宏源証券については持株比率65.92%で支配株主となっており、④斎魯証券には同18.08%で資本参加している。⑤瑞銀証券、西南証券については、上述した「証券会社監督管理条例」により傘下の証券会社が同一業務を行えなくなることもあって、既に一部の株式を手放しており、持株比率は瑞銀証券14.01%、西南証券9.9%となっている。⑥なお、中信建投は、2005年に閉鎖された華夏証券を中信証券と共に再編して作った証券会社で、建銀投資が40%、中信証券が60%の株式を所有している。

今後について見ると、2008年7月に、建銀投資を傘下に持つ匯金が中投公司の下に入ったことを受けて、建銀投資系証券会社についても新たな運営方針が打ち出される可能性が指摘されている。建銀投資が、実業への投資を行う会社が変わるという報道もあり¹²、その場合は、新たな再編が進むことになる。また、証券会社を傘下に持ち続ける場合も、上述した「証券会社監督管理条例」の条件を満たすには、少なくとも、中国建銀投資証券、宏源証券、中金公司との間で何らかの再編が必要になると思われる。いずれにしても、この建銀投資系6社の中では、宏源証券が上場していることから、資本規模を拡大する点で有利であり、中国建銀投資証券は売買代金シェアが2007年3%（業界11位）と比較的大きく、中金公司是引受けでのシェアが14.5%（1位）と大きいという各社の特徴があり、これが再編の方向を形作ることになろう。

¹¹ 「財経」2008年2期。匯金系の動向については、「財経」2008年2期、15期を参考にした。

¹² 「財経」2008年15期。

3. 中信系、その他の旧創新類証券系

図表5に見るように、①匯金系と②建銀投資系は、背後に中投公司、さらにその背後に財政部が存在するという共通点がある。一方以下に述べるグループは、旧創新類（優良証券会社）に属するグループである。

中信系グループは、中信証券、中信建投証券、中信金通、中信万通の4社からなる。中信証券が2003年1月に上場して以降、IPOとその後の増資による資金力を背景に、万通、金通証券を買収し、上述したように建銀投資と共に中信建投証券を設立して形成された。中信証券の純資本は2007年年末時点で406.75億元と業界最大である

中信系4社の2007年の合計純利益は123.65億元と匯金系に次いで大きい。2007年の売買代金は7.3兆元、シェアは7.4%で、引受金額は、1,637億元、シェアは16.4%である。

中信証券も、グループ内再編を進めつつある。中信金通と中信万通は既に引受業務とアセットマネジメント業務を中信証券に移し、ブローカレッジ業務のみを行っており、業務をすみわける方向にある。

旧創新類の証券会社のグループには、この他に、広発系と華泰系がある。まず、広発系は、広発証券が、整理・再編期に広発北方証券、広発華福証券に出資し、第一証券、武漢証券等を託管して形成された。広発系の2007年の売買代金は5.0兆元でシェアは5.1%で、引受金額のシェアは3.2%である。

次に、華泰証券は、亜洲証券を託管し、聯合証券の支配株主であるほか、2007年11月に、信泰証券の株式の80.12%を取得した。2007年の売買代金は6.0兆元でシェアは6.1%、引受金額のシェアは4.6%である。華泰証券、信泰証券とも江蘇省の会社であることから、江蘇・浙江地区での大規模証券会社となっている。

なお、整理再編期に昆侖証券、天一証券を託管・買収した光大証券は、2008年6月末に証監会からIPOの許可を得た。これは、2003年の中信証券以来の証券会社のIPOで、整理再編期間終了後では初の証券会社のIPOとなる。また、証監会は、2008年9月8日に招商証券のIPO申請を認可した¹³。

純資本規模が証券会社のリスク管理能力の重要な指標になり、さらにリスク管理能力により当局が証券会社を分類し、優良な証券会社から新たな業務が認められる状況下で、証券会社の上場・増資への意欲は強い。具体的には、東方証券、国信証券等が上場に向け準備している。2008年は、業績が悪化する可能性があるため、今年上場しないと、来年には3年間連続黒字という上場要件を満たせなくなる可能性も指摘されている。

4. 外資系

以上、主に国内資本の証券会社について述べてきたが、外資系についても最近の動向について簡単にふれておく。

まず、最近の対外開放の動向を見ると、証監会は、2008年6月に方正証券と瑞士信貸（クレディスイス）による合弁会社である瑞信方正証券の設立を認めた。出資比率は、方正証券が66.7%、瑞士信貸が33.3%である。これは、整理再編期間に中止されていた外資系合弁会社設立

¹³ これまで、上場証券会社数は8社（光大証券、招商証券を含まず）であった。中信証券（IPO）、宏源証券（会社再編）以外の6社の上場は、業績不振の上場会社を利用したいいわゆる裏口上場の形をとった。

が再開された点で重要である。外資系証券会社は、これで8件目（うち1件は合弁解消）となる（図表5）。

次に、法律面では、証監会が2007年12月28日に発表した「外資が出資する証券会社の設立規則」の改定と「証券会社の子会社設立の試行規定」（両者とも2008年1月1日実施）が注目される。

「外資が出資する証券会社の設立規則」の改定は、2002年に発表・実施した当初の規則を現状に合わせ、また、2006年施行の新証券法と新会社法とも整合性をとるための措置である。今回の改定で、合弁証券会社に出資できる外資の条件が緩和された。具体的には、証券会社だけでなく金融機関や機関投資家も出資できるようになり、外資の海外における必要経営年数も10年以上から5年以上に短縮されている。

一方、「証券会社の子会社設立の試行規定」は、証券会社の集団化・専門化経営の流れや、上述した子会社を支配する形で集団化を進める証券会社の出現を受けて採られた措置である。ここでは、証券会社が子会社を設立するほか、買収などの形で他の証券会社の支配株主になる場合もこの規定の対象となる。内容を見ると、子会社の株主についての規定（ブローカレッジ、引受、アセットマネジメント業務の子会社を設立する証券会社は、過去1年間、当該業務の市場シェアが業界の中位水準より低くないこと等）、子会社が業務範囲を拡大する場合の規定（子会社の経営実績が5年以上であること、信用が良好であること、過去3年間で重大な違反がないこと、直近1年間においてリスクコントロール指標が規定に達していること、利益を持続する力があり経営管理能力が比較的高いこと、直近1年間の主要業務の市場シェアが業界の中位水準を下回っていないこと）などが含まれる。さらに、証券会社の集団化や専門化が初期の段階にあり経験不足であるという当局の認識の下で、証券会社とその子会社間や同一の証券会社に支配される子会社間では、利益衝突や競争関係の存在する同類の業務を経営してはならないとされている。

中国がWTOに加盟して以降、外資の証券業への進出は、合弁証券会社の形態をとり、外資の出資比率の上限は33.3%となっている。業務については、一部の例外を除いてA株のブローカレッジ業務・トレーディング業務が認められていない。こうした条件の下で設立された外資系の合弁証券会社を見ると、国内証券会社が支配株主となっているため、合弁証券会社にも、この「証券会社の子会社設立の試行規定」が適用されることになる。

2008年6月に証監会は、華欧国際証券（クレディリヨネと財富証券の合弁会社）にA株のブローカレッジ業務（但し、揚子江デルタ地域に限定）と投資コンサルティング業務を認めた。これは、外資系証券会社のブローカレッジ業務への参入の道を開いたものとして注目される。そして、ここで上述した「証券会社の子会社設立の試行規定」が適用されたと見られる。業務拡大のための規定がチェックされ、また、同類業務が衝突しないように、華欧国際証券の株主である財富証券と華欧国際の間で調整がなされた模様である。このように、既に進出している外資系証券会社の業務拡大についての透明性が増したことは対外開放にプラスであろう。

V. 今後の展望

2004年から2007年にかけての証券会社の整理再編期間は、負の遺産の清算の時期であった。2007年に再編が基本的に終了し、2007年の証券会社の業績は大きく改善した。しかし、株式相場が大きく下落した2008年前半には、逆に業績は大きく悪化してしまった。これは、中国の証

券業界が強い体質に生まれ変わったのではなく、2007年の業績好調は、単に過熱した株式市場によって支えられていたに過ぎないことを示している。証券業界全体として見ると、業務の構造が単一で、資本規模が小さく、商品・技術面で革新能力がないといった以前から指摘されている問題が残っている。

但し、改善も見られる。上位の優良証券会社の市場シェアが徐々に大きくなっており、同時に、上位会社へのシェアの集中を促す政策も打ち出されている。証券会社の分類管理により、新商品や新業務が導入された場合も優良証券会社から優先して取り扱えるため、強い会社がより強くなる可能性が大きい。既に見たように「証券会社監督管理条例」や子会社設立規定も、明確に集団化を進める意図がある。実際、いくつかのグループが形成され、また、今後も再編が進むことが予想される。一方、外資への開放も再開している。

証券業界再編の一つの問題点として、地方政府の抵抗が予想される。そもそも、あまりに多くの証券会社が設立された背景には、地方政府が地域間の経済競争上、証券会社を作ったことがある。一方、証券業の外資への開放も必ずしも順調には進まないと思われる。外資への開放が、米中戦略経済対話等で取り上げられているように、国際政治カードとして使われていると見る向きもあり、今後の開放のペースも政治的要因に作用される状況が続くと思われる。

こうした問題はあるものの、さらなる業界再編をにらむ当局の姿勢は、はっきりしている。加えて、今年の株式市場の下落・低迷の結果、好調な相場の下で隠れていた問題点も再び明らかになった。2008年の証券業界は厳しい状況におかれているが、逆に、個々の会社では粗放的な経営体制を改め、業界全体としては再編を進めるきっかけになるものと思われる。

【参考文献】

野村資本市場研究所「中国証券市場大全」、日本経済新聞出版社、2007年12月

著者紹介

神宮 健 (じんぐう たけし)

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1961年生まれ。1983年早稲田大学政治経済学部卒、1988年 University of California Los Angeles (UCLA) アンダーソン・スクール卒、経営学修士。

1983年野村総合研究所入社。米国野村総合研究所、経済調査部経済調査室長、同アジア経済研究室長、香港野村総合研究所、野村証券北京代表処などを経て現職。主要著書に『日本再生への処方箋』（共著）、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research