



中国国内の 2011 年引受ランキングと 証券業界改革の始動

関根 栄一※

要 約

1. 2011 年の中国のエクイティ・ファイナンス（IPO、増資）は計 6,014 億元（約 7.4 兆円）で、2010 年のエクイティ・ファイナンス 1 兆 1,375 億元から 5 割減少した。
2. 中国証券業協会によれば、2011 年の株式引受金額は、中信証券が 712 億元（約 8,800 億円）と 2 年ぶりに第 1 位に返り咲いた。合併相手先の証券会社も含めた外資系証券会社の引受金額は 747 億元（約 9,200 億円）となり、シェアは上位 64 社の合計引受金額の 14.1%となったが、2010 年に比べ、金額・シェアともに大幅に低下した。
3. 2011 年の中国の国内社債市場では、計 1 兆 9,792 億元（約 24.4 兆円）が発行され、2008 年から 4 年連続で国内・海外分を合わせたエクイティ・ファイナンス金額を超えた。
4. 国内社債のうち、上海・深圳の両取引所で上場・取引される企業債、公司債、転換社債の引受金額では、中信証券が 568 億元（約 7,000 億円）で第 1 位となった。外資系証券会社の引受金額は 969 億元（約 1 兆 2,000 億円）となり、シェアは上位 56 社の引受合計金額の 18.4%となったが、2010 年に比べ、エクイティ・ファイナンスと同様、金額・シェアともに大幅に低下した。
5. 一方、2011 年の中国証券業全体の純利益は 390 億元（約 4,800 億円）で、2007 年の 1,307 億元をピークに、連続 5 年減少し続けている。この背景には、ブローカレッジ業務に依存した収益構造があり、2011 年 10 月末に中国証券監督管理委員会のトップに就任した郭樹清主席も、証券業界の経営モデルの改善に向けた規制緩和や政策的なインセンティブ付けを更に検討している。
6. 郭主席は、2011 年 12 月のスピーチの中で、中国の証券業界がグローバルな投資銀行と差がある点を列挙し、特にリサーチ能力の不足を指摘している。また、郭主席は、2015 年までの第 12 次 5 ヶ年規画が、資本市場発展のための歴史的な好機との確信を示している。
7. 中国証券業界の規制緩和や政策的なインセンティブ付けでは、2012 年 5 月の第 4 回米中戦略・経済対話での合併証券会社の外資出資上限の 33%から 49%への引き上げや、2012 年 4 月の業界第 2 位の海通証券の香港上場への日本の金融機関の中核的投資家としての参画などが始まっている。中国の証券業界にとっても、海外の証券業界の歴史や経営モデルが改めて参考になる時代が到来しようとしている。

※ 関根 栄一（榊野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表）

I、2011年の国内株式引受ランキング

1. 2011年のエクイティ・ファイナンスは前年比で5割減少

2011年の中国のエクイティ・ファイナンス（IPO、増資）は、国内が5,305億元（約6.5兆円）¹、海外が709億元（約8,700億円）の計6,014億元（約7.4兆円）となり、前年のエクイティ・ファイナンス1兆1,375億元（国内9,012億元、海外2,363億元）から5割減少し、国内外の株式市場の低迷の影響を反映した結果となった（図表1）。うち、国内A株市場では282社が新規上場し、資金調達額は2,824億元（約3.5兆円）となった。

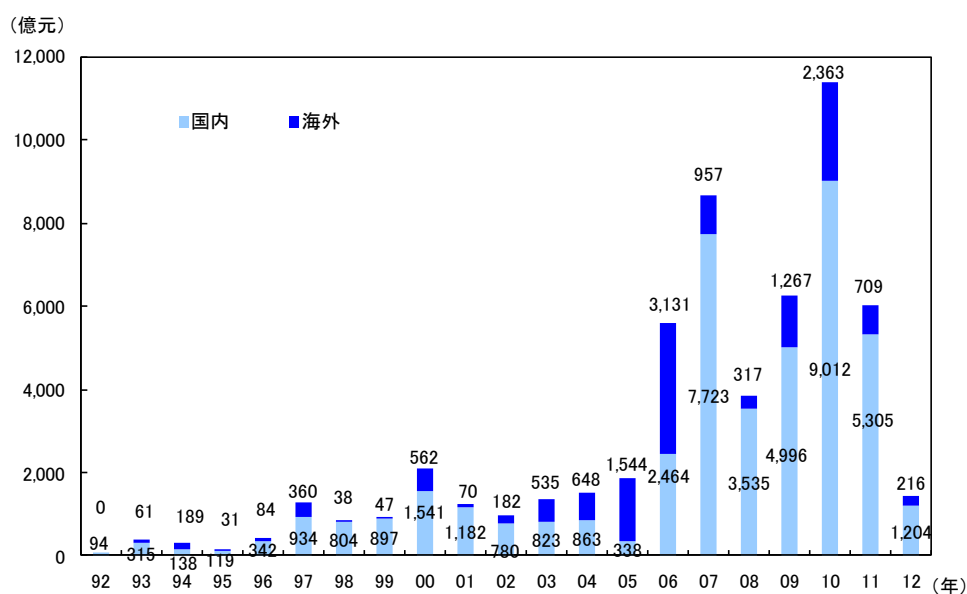
2. 国内株式引受金額では2011年は中信証券がトップ

このような中で、2012年3月28日、中国証券業協会は、2011年の証券会社の国内発行分の引受状況を公表した。うち、株式の引受金額及び引受件数については上位64社まで公表された。

2011年の株式引受金額は、中信証券が2年ぶりに第1位に振り返り、712億元（約8,800億円）で、上位64社の引受合計金額5,300億元の13.4%を占めた（図表2）。上位10社の引受合計額に占めるシェアは61.5%で、2010年とほぼ同じ水準となった。

トップ10に関する2010年との比較では、2010年は第1位であった中国国際金融（CICC）が2011年は第4位となり、金額・シェアともに落としたことが特徴である。また、2011年は新たに安信証券、広発証券の2社がトップ10入りしている。2010年に第8位の国信証券は、2011年の引受金額は前年比で微増に留まったものの、エクイティ・ファイナンス全体が低迷する中で、

図表1 中国企業のエクイティ・ファイナンスの推移



（注） 2012年4月までの数値。

（出所）「中国証券期貨統計年鑑」、中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

¹ 本文中の邦貨換算については、2011年12月30日付中間レートに基づき、1元＝12.33円として計算した。

2011 年は第 2 位に上昇する結果となった。

外資系証券会社（リストは図表 3）では、2011 年でトップ 10 に入ったのは前述の中国国際金融の 1 社のみにとどまった。合併相手先の証券会社も含めた外資系証券会社の引受金額は 747 億円（約 9,200 億円）となり、シェアは上位 64 社の合計引受金額の 14.1%となったが、2010 年に比べ、金額・シェアともに大幅に低下した。

図表 2 中国：国内株式引受ランキング（金額）

2011 年				2010 年				2009 年			
社名	金額(億円)	構成比		社名	金額(億円)	構成比		社名	金額(億円)	構成比	
1 中信証券	712	13.4%	1	中国国際金融	1,048	11.8%	1	中信証券	865	24.1%	
2 国信証券	465	8.8%	2	中信証券	982	11.1%	2	中国国際金融	614	17.1%	
3 平安証券	338	6.4%	3	中銀国際証券	509	5.7%	3	国信証券	236	6.6%	
4 中国国際金融	287	5.4%	4	海通証券	504	5.7%	4	中信建投証券	154	4.3%	
5 安信証券	272	5.1%	5	平安証券	500	5.6%	5	平安証券	136	3.8%	
6 中信建投証券	269	5.1%	6	国泰君安証券	487	5.5%	6	長江証券	126	3.5%	
7 国泰君安証券	265	5.0%	7	瑞銀証券	471	5.3%	7	瑞銀証券	122	3.4%	
8 広発証券	240	4.5%	8	国信証券	409	4.6%	8	東方証券	120	3.3%	
9 招商証券	226	4.3%	9	中信建投証券	286	3.2%	9	華泰証券	114	3.2%	
10 海通証券	184	3.5%	10	招商証券	279	3.1%	10	国泰君安証券	101	2.8%	
上位10社合計	3,258	61.5%		上位10社合計	5,475	61.8%		上位10社合計	2,587	72.2%	
11 中銀国際証券	136	2.6%	18	方正証券/瑞信方正証券	149	1.7%	18	北京高華証券/高盛高華証券	42	1.2%	
12 瑞銀証券	121	2.3%	24	北京高華証券/高盛高華証券	81	0.9%	25	中銀国際証券	23	0.6%	
18 山西証券/中德証券	94	1.8%	26	山西証券/中德証券	67	0.8%	40	山西証券/中德証券	10	0.3%	
25 国聯証券/華英証券	44	0.8%	29	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	58	0.7%		全体	3,584	100.0%	
29 第一創業証券/第一創業摩根大通証券	40	0.8%	33	財富証券/財富里昂証券	43	0.5%		うち外資系証券会社	810	22.6%	
46 方正証券/瑞信方正証券	14	0.3%	59	上海証券/海際大和証券	5	0.1%					
55 華鑫証券/摩根士丹利華鑫証券	8	0.2%	62	国聯証券/華英証券	4	0.0%					
63 上海証券/海際大和証券	3	0.1%		全体	8,860	100.0%					
全体	5,300	100.0%		うち外資系証券会社	2,435	27.5%					
うち外資系証券会社	747	14.1%									

(注) 1. 2011 年および 2010 年は上位 64 社、2009 年は上位 53 社が全体となる。
2. 網掛けは外資系証券会社。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表 3 中国：中外合併証券会社の顔触れ

	合併会社名	設立時期	中国側 パートナー	外資パートナー/持分
1	中国国際金融	1995年4月 ⇒2010年11月合併相手変更	建設銀行	モルガン・スタンレー 34% ⇒米国TPG・KKR、シンガポールGreat Eastern Life・GIC
2	中銀国際証券	2002年1月		中銀国際ホールディングス 49%
3	財富里昂証券(当初、華欧国際証券)	2002年12月	財富証券(当初、湘財証券)	クレディ・リヨネ 33%
4	長江巴黎百富勤証券	2003年11月開業 ⇒2006年12月合併解消	長江証券	BNPパリバ 33%
5	海際大和証券	2004年6月	上海証券	大和証券キャピタル・マーケット 33%
6	高盛高華証券	2004年6月	北京高華証券	ゴールドマン・サックス 33%
7	瑞銀証券	2006年6月	北京証券	UBS 北京証券へ20%出資
8	瑞信方正証券	2008年6月	方正証券	クレディ・スイス 33%
9	中德証券	2009年1月	山西証券	ドイツ銀行 33%
10	華英証券	2011年5月	国聯証券	RBS 33%
11	第一創業摩根大通証券	2011年6月	第一創業証券	J.P.モルガン 33%
12	摩根士丹利華鑫証券	2011年6月	華鑫証券	モルガン・スタンレー 33%
13	東方花旗証券	2011年6月2日覚書締結、 2012年1月11日設立認可	東方証券	シティグループ 33%

(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』、各社資料より野村資本市場研究所作成

図表 4 中国：国内株式引受ランキング（件数）

2011年				2010年				2009年			
	社名	件数	構成比		社名	件数	構成比		社名	件数	構成比
1	平安証券	42	9.5%	1	平安証券	48	8.8%	1	国信証券	21	8.9%
2	国信証券	41	9.2%	2	国信証券	40	7.4%	2	中信証券	20	8.5%
3	海通証券	22	5.0%	3	華泰証券	35	6.4%	3	平安証券	17	7.2%
4	招商証券	19	4.3%	4	中信証券	30	5.5%	4	中国国際金融	12	5.1%
5	広発証券	18	4.1%	5	招商証券	27	5.0%	5	広発証券	11	4.7%
6	安信証券	17	3.8%	6	海通証券	26	4.8%	6	海通証券	10	4.2%
7	中信証券	15	3.4%	7	広発証券	25	4.6%	7	中信建投証券	9	3.8%
7	光大証券	15	3.4%	8	中国国際金融	22	4.0%	7	華泰証券	9	3.8%
7	民生証券	15	3.4%	9	中信建投証券	16	2.9%	9	西南証券	8	3.4%
10	中信建投証券	14	3.2%	10	安信証券	15	2.8%	9	招商証券	8	3.4%
10	華泰証券	14	3.2%	上位10社合計		284	52.2%	9	安信証券	8	3.4%
上位10社合計		232	52.3%	17	瑞銀証券	9	1.7%	上位10社合計		121	51.3%
12	中国国際金融	13	2.9%	20	山西証券/中徳証券	8	1.5%	16	瑞銀証券	4	1.7%
23	瑞銀証券	5	1.1%	25	中銀国際証券	6	1.1%	28	山西証券/中徳証券	2	0.8%
23	山西証券/中徳証券	5	1.1%	25	方正証券/瑞信方正証券	6	1.1%	40	北京高華証券/高盛高華証券	1	0.4%
23	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	5	1.1%	35	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	4	0.7%	40	中銀国際証券	1	0.4%
30	中銀国際証券	4	0.9%	39	財富証券/財富里昂証券	3	0.6%	全体		236	100.0%
30	国聯証券/華英証券	4	0.9%	49	北京高華証券/高盛高華証券	2	0.4%	うち外資系証券会社		20	8.5%
54	方正証券/瑞信方正証券	1	0.2%	49	上海証券/海際大和証券	2	0.4%				
54	華鑫証券/摩根士丹利華鑫証券	1	0.2%	57	国聯証券/華英証券	1	0.2%				
54	上海証券/海際大和証券	1	0.2%	全体		544	100.0%				
全体		444	100.0%	うち外資系証券会社		63	11.6%				
うち外資系証券会社		39	8.8%								

（注） 1. 2011 年および 2010 年は上位 64 社、2009 年は上位 53 社が全体となる。

2. 網掛けは外資系証券会社。

（出所）中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

3. 株式引受件数では前年に続き平安証券がトップ

株式引受件数では平安証券が 42 件で第 1 位、引受金額第 1 位の中信証券は引受件数では 15 件で第 7 位となった（図表 4）。第 2 位は国信証券で 41 件となり、引受金額同様、同証券は安定した引受実績を示した。

外資系証券会社では、2011 年でトップ 10 に入ったのはゼロとなった。合弁相手先の証券会社も含めた外資系証券会社の引受件数は 39 件となり、シェアは上位 64 社の合計引受件数の 8.8% となった。2011 年は、2010 年に比べ、件数・シェアともに低下した。

Ⅱ、創業板（新興市場）での株式引受ランキング

1. 創業板の創設

中国では、企業の成長段階に応じた資金調達のための株式市場を整備することが長年の課題であったが、2009 年 5 月には新興市場としての「創業板」（英文名：ChiNext）に関する法令が施行され（深圳証券取引所に設立）、同年 10 月 30 日に第一陣が上場している。2011 年の創業板での IPO 金額は 728 億元（約 9,000 億円）で、127 社が上場した。

2. 創業板の引受では平安証券が引続きトップ

2011 年の創業板での引受（増資を含む）は、2010 年同様、金額・件数ともに平安証券が第 1 位となった（71 億元（約 880 億円）、14 件）（図表 5 および 6）。平安証券は、中国の三大保険会社の一つである平安保険（損保、生保）を母体にした平安総合金融グループ（深圳）の下で、1991 年 8 月に設立された証券会社である。創業板での引受実績は、2010 年同様、同じ深圳に拠点があるという地の利も最大限生かしている結果でもある。

その一方、国内引受全体と同様、創業板でも、国信証券の安定した実績が目立つ。引受金額では 2010 年の第 3 位から 2011 年は第 2 位に、引受件数では 2010 年同様第 2 位にランクインして

図表 5 中国：創業板株式引受ランキング（金額）

2011年				2010年			
	社名	金額(億元)	構成比		社名	金額(億元)	構成比
1	平安証券	71	9.5%	1	平安証券	146	15.0%
2	国信証券	69	9.3%	2	安信証券	82	8.4%
3	招商証券	53	7.1%	3	国信証券	64	6.6%
4	中信証券	42	5.6%	4	中信建投証券	62	6.4%
5	中信建投証券	39	5.2%	5	招商証券	47	4.8%
6	国金証券	30	4.0%	5	広発証券	47	4.8%
7	中航証券	26	3.5%	7	華泰証券	46	4.7%
8	中投証券	26	3.4%	8	西南証券	44	4.5%
9	光大証券	23	3.1%	8	中信証券	44	4.5%
9	海通証券	23	3.1%	10	海通証券	32	3.3%
上位10社合計		404	54.0%	上位10社合計		614	63.0%
21	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	13	1.7%	11	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	30	3.1%
27	華鑫証券/摩根士丹利華鑫証券	8	1.1%	18	方正証券/瑞信方正証券	18	1.8%
30	国聯証券/華英証券	7	0.9%	23	中銀国際	12	1.2%
39	中銀国際証券	4	0.5%	28	山西証券/中德証券	9	0.9%
39	山西証券/中德証券	4	0.5%	41	上海証券/海際大和証券	3	0.3%
41	上海証券/海際大和証券	3	0.5%	全体		975	100.0%
全体		748	100.0%	うち外資系証券会社		72	7.4%
うち外資系証券会社		38	5.1%				

(注) 網掛けは外資系証券会社。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

図表 6 中国：創業板株式引受ランキング（件数）

2011年				2010年			
	社名	件数	構成比		社名	件数	構成比
1	平安証券	14	11.2%	1	平安証券	17	14.7%
2	国信証券	12	9.6%	2	国信証券	8	6.9%
3	海通証券	6	4.8%	2	招商証券	8	6.9%
3	招商証券	6	4.8%	4	中信建投証券	6	5.2%
5	中信建投証券	5	4.0%	4	広発証券	6	5.2%
5	中投証券	5	4.0%	4	華泰証券	6	5.2%
7	民生証券	4	3.2%	7	安信証券	5	4.3%
7	光大証券	4	3.2%	7	西南証券	5	4.3%
7	興業証券	4	3.2%	9	中信証券	4	3.4%
7	中航証券	4	3.2%	9	海通証券	4	3.4%
7	広発証券	4	3.2%	上位10社合計		69	59.5%
上位10社合計		68	54.4%	14	方正証券/瑞信方正証券	2	1.7%
19	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	2	1.6%	14	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	2	1.7%
28	山西証券/中德証券	1	0.8%	24	中銀国際	1	0.9%
28	華鑫証券/摩根士丹利華鑫証券	1	0.8%	24	山西証券/中德証券	1	0.9%
28	国聯証券/華英証券	1	0.8%	24	上海証券/海際大和証券	1	0.9%
28	中銀国際証券	1	0.8%	全体		116	100.0%
28	上海証券/海際大和証券	1	0.8%	うち外資系証券会社		7	6.0%
全体		125	100.0%				
うち外資系証券会社		7	5.6%				

(注) 網掛けは外資系証券会社。

(出所) Wind 資訊より野村資本市場研究所作成

いる。

外資系証券会社では、2010 年同様、2011 年にトップ 10 に入ったのはゼロとなった。合併相手先の証券会社も含めた外資系証券会社の引受金額は 38 億元、引受件数は 7 件となった。引受件数は 2010 年と同様であったが、引受金額は大幅に低下した。2010 年同様、各外資系証券会社の引受件数は 1～2 件で、必ずしも積極的に引受に乗り出していない様子が続いていることが分かる。日本勢では、上海証券と合併を組む海際大和証券が 1 件、引受実績を有している。

Ⅲ、2011年の国内社債引受ランキング

1. 2011年も債券発行金額の記録を更新

2011年の中国の国内社債市場では、短期融資債券（CP）が 5,191 億元、超短期融資債券（期間 1 年未満の CP）が 2,090 億元、中期手形（MTN）が 7,270 億元、企業債が 3,485 億元、公司債が 1,291 億元、転換社債が 413 億元、中小企業共同発行債券が 52 億元の計 1 兆 9,792 億元（約 24.4 兆円）が発行され、2008 年から 4 年連続で、国内・海外分を合せたエクイティ・ファイナンス金額を超えた。

2. 国内社債の引受金額では中信証券がトップ

上記の国内社債のうち、上海・深圳の両取引所で上場・取引される企業債、公司債、転換社債の 2011 年の引受金額は、中信証券が 568 億元（約 7,000 億円）と第 1 位で、上位 56 社の引受合計金額 5,258 億元の 10.8% を占め、国内株式引受金額同様、トップを占めた（図表 7）。2010 年に第 1 位であった中銀国際証券は 166 億元で、上位 10 位から外れ、第 11 位となった。

他にトップ 10 に関する 2010 年との比較では、2011 年は新たに広発証券、宏源証券の 2 社がトップ 10 入りしている。また、国泰君安証券は、527 億元、第 2 位で、トップ 10 の中で躍進している。

外資系証券会社（リストは前掲図表 3）では、瑞銀証券が 294 億元、第 5 位と、2010 年よりもワンランク上げ、健闘した。合併相手先の証券会社も含めた外資系証券会社の引受金額は 969 億元（約 1 兆 2,000 億円）となり、シェアも上位 56 社の引受合計金額の 18.4% となったが、2010 年に比べ、金額・シェアともに大幅に低下した。

3. 国内社債の引受件数でも中信証券がトップ

2011 年の国内社債引受件数では、中信証券が 35 件と第 1 位で、2010 年と同様にトップを維持した（図表 8）。シェアは変わらないが、引受件数は 2010 年から増加した。

図表 7 中国：国内社債引受ランキング（金額）

2011年				2010年				2009年					
	社名	金額(億円)	構成比		社名	金額(億円)	構成比		社名	金額(億円)	構成比		
1	中信証券	568	10.8%	1	中銀國際証券	521	11.7%	1	中信証券	865	20.1%		
2	国泰君安証券	527	10.0%	2	銀河証券	413	9.3%	2	中国国際金融	614	14.2%		
3	銀河証券	329	6.3%	3	中信証券	393	8.8%	3	銀河証券	236	5.5%		
4	平安証券	297	5.6%	4	国泰君安証券	317	7.1%	4	瑞銀証券	154	3.6%		
5	瑞銀証券	294	5.6%	5	中信建投証券	289	6.5%	5	中銀國際証券	136	3.2%		
6	中信建投証券	261	5.0%	6	瑞銀証券	276	6.2%	6	中信建投証券	126	2.9%		
7	中投証券	261	5.0%	7	中国国際金融	249	5.6%	7	国泰君安証券	122	2.8%		
8	広発証券	225	4.3%	8	平安証券	171	3.8%	8	招商証券	120	2.8%		
9	宏源証券	199	3.8%	9	招商証券	143	3.2%	9	華林証券	114	2.7%		
10	中国国際金融	187	3.6%	10	中投証券	128	2.9%	10	中投証券	101	2.3%		
上位10社合計		3,148	59.9%	上位10社合計		2,899	65.3%	上位10社合計		2,587	60.0%		
11	中銀國際証券	166	3.1%	12	北京高華証券/高盛高華証券	124	2.8%	32	北京高華証券/高盛高華証券	19	0.4%		
16	方正証券/瑞信方正証券	96	1.8%	15	方正証券/瑞信方正証券	103	2.3%	全体				4,309	100.0%
17	北京高華証券/高盛高華証券	92	1.7%	24	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	48	1.1%	うち外資系証券会社				923	21.4%
20	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	78	1.5%	26	山西証券/中德証券	44	1.0%						
30	財富証券/財富里昂証券	38	0.7%	28	財富証券/財富里昂証券	34	0.8%						
45	山西証券/中德証券	11	0.2%	48	國聯証券/華英証券	2	0.0%						
51	國聯証券/華英証券	7	0.1%	全体		4,439	100.0%						
全体		5,258	100.0%	うち外資系証券会社		1,400	31.5%						
うち外資系証券会社		969	18.4%										

（注） 1. 2011 年は上位 56 社、2010 年は上位 49 社、2009 年は上位 50 社が全体となる。

2. 網掛けは外資系証券会社。

（出所）中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表 8 中国：国内社債引受ランキング（件数）

2011年				2010年				2009年			
社名		件数	構成比	社名		件数	構成比	社名		件数	構成比
1	中信証券	35	9.5%	1	中信証券	26	9.5%	1	中信証券	35	11.4%
2	国泰君安証券	27	7.4%	2	中信建投証券	20	7.3%	2	銀河証券	23	7.5%
3	銀河証券	19	5.2%	3	国泰君安証券	16	5.9%	3	国泰君安証券	20	6.5%
3	広発証券	19	5.2%	4	銀河証券	13	4.8%	4	中信建投証券	19	6.2%
5	平安証券	18	4.9%	5	華林証券	12	4.4%	4	中国国際金融	19	6.2%
5	中信建投証券	18	4.9%	6	中銀国際証券	11	4.0%	6	招商証券	14	4.5%
7	宏源証券	17	4.6%	6	中国国際金融	11	4.0%	6	華林証券	14	4.5%
8	華林証券	15	4.1%	6	宏源証券	11	4.0%	8	華泰証券	12	3.9%
9	瑞銀証券	12	3.3%	9	瑞銀証券	10	3.7%	8	瑞銀証券	12	3.9%
9	中国国際金融	12	3.3%	9	平安証券	10	3.7%	10	中銀国際証券	10	3.2%
9	招商証券	12	3.3%	上位10社合計		140	51.3%	10	中投証券	10	3.2%
上位10社合計		204	55.6%	20	方正証券/瑞信方正証券	4	1.5%	10	平安証券	10	3.2%
12	中銀国際証券	10	2.7%	20	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	4	1.5%	上位10社合計		198	64.3%
13	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	7	1.9%	20	財富証券/財富里昂証券	4	1.5%	40	北京高華証券/高盛高華証券	1	0.3%
25	方正証券/瑞信方正証券	5	1.4%	27	北京高華証券/高盛高華証券	3	1.1%	全体		308	100.0%
28	財富証券/財富里昂証券	4	1.1%	27	山西証券/中德証券	3	1.1%	うち外資系証券会社		42	13.6%
36	山西証券/中德証券	2	0.5%	38	国聯証券/華英証券	1	0.4%				
36	国聯証券/華英証券	2	0.5%	全体		273	100.0%				
45	北京高華証券/高盛高華証券	1	0.3%	うち外資系証券会社		51	18.7%				
全体		367	100.0%								
うち外資系証券会社		55	15.0%								

（注） 1. 2011 年は上位 57 社、2010 年は上位 49 社、2009 年は上位 50 社が全体となる。

2. 網掛けは外資系証券会社。

（出所）中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

外資系証券会社でトップ 10 入りしているのは、中国国際金融、瑞銀証券の 2 社のみで、2010 年にトップ 10 入りしていた中銀国際証券は第 12 位となった。合併相手先の証券会社も含めた外資系証券会社の引受件数は 55 件となり、シェアは上位 57 社の合計引受件数の 15.0%を占めた。2010 年に比べ、シェアは若干低下したものの、件数はやや増加した。

Ⅳ、2011 年の証券業界全体の業績

1. 上場証券会社の業績では中信証券がトップ

2012 年 6 月 5 日付の中国証券業協会の発表によると、2011 年の中国証券業全体の純利益は 390 億元（約 4,800 億円）で、2010 年の 784 億元に比べ、前年比で 5 割近く減少した。業界全体の純利益は、2007 年の 1,307 億元をピークに、連続 5 年間減少し続けている。また、2011 年は、全国の証券会社 111 社（中信証券の子会社・中信証券（浙江）と長江証券の子会社・長江スポンサーを含む）のうち、93 社が黒字で、残り 18 社が赤字となった。

2. 上場証券会社の動き

このうち、2011 年末時点の上場証券会社 18 社の純利益は合計で約 206 億元（約 2,500 億円）となった（図表 9）。純利益で見たランキングでは、第 1 位が中信証券で約 74 億元（約 910 億円）と減益だが、2010 年同様第 1 位を保った。続いて、第 2 位が海通証券で約 31 億元（約 380 億円）、第 3 位が広発証券で約 20 億元（約 250 億円）となった。2011 年の上場 18 社の純利益は、111 社全体の 52.8%を占めている。

なお、2011 年は、国海証券（8 月 9 日、深圳）²、方正証券（8 月 10 日、上海）、東吳証券（12 月 12 日、上海）の 3 社が新規に上場している。中国の証券会社にとって、上場を通じて純資本を厚くすることには大きなメリットがある。というのは、中国では 2007 年以降、各証券会

² 国海証券の上場は「借殼」による間接上場によるもの。

図表9 中国：上場証券会社の業績（2011年）

	社名	本部 (登記地)	上場日	2011年末 時価総額 (億元)	2011年 純利益 (億元)	2010年 純利益 (億元)	株主構成(上位5社)
1	中信証券	深圳	2003年1月6日(上海)	1,070	73.6	118.1	中国中信集团公司(20.51%) 香港中央結算(代理人)有限公司(10.69%) 中国人寿保險株式有限公司(4.52%) 中国人寿保險(集团)公司(2.1%) 中国運載火箭技術研究院(0.97%)
2	海通証券	上海	1994年2月24日(上海)	610	30.5	34.2	光明食品(集团)有限公司(5.87%) 上海海通投資管理有限公司(5.06%) 上海電氣(集团)總公司(4.77%) 申能(集团)有限公司(4.11%) 上海上實(集团)有限公司(3.97%)
3	広発証券	広東省	1997年6月11日(深圳)	622	19.6	48.9	遼寧成大株式有限公司(21.12%) 吉林廣東業業集团株式有限公司(21.03%) 中山公用事業集团株式有限公司(11.6%) 晉江集团株式有限公司(4.77%) 酒泉鋼鐵(集团)有限公司(4.44%)
4	招商証券	深圳	2009年11月17日(上海)	475	18.4	30.1	深圳市集盛投資發展有限公司(28.78%) 深圳市招融投資持株有限公司(13.3%) 中国遠洋運輸(集团)總公司(10.85%) 河北港口集团株式有限公司(4.83%) 中国交通建設株式有限公司(4.6%)
5	光大証券	上海	2009年8月18日(上海)	349	17.1	21.0	中国光大(集团)總公司(33.92%) 中国光大特株有限公司(33.33%) 嘉峪關宏豐業業有限責任公司(3.74%) 廈門新世基集团株式有限公司(1.9%) 大衆汽車租賃有限公司(1.76%)
6	華泰証券	南京 (江蘇省)	2010年2月26日(上海)	438	13.9	23.7	江蘇省国信資產管理集团株式有限公司(24.42%) 江蘇交通控股有限公司(8.50%) 江蘇匯鴻國際集团株式有限公司(7.85%) 江蘇高科技投資集团株式有限公司(7.61%) 江蘇省絲綢集团株式有限公司(6.1%)
7	国元証券	合肥 (安徽省)	1997年6月16日(深圳)	167	6.3	8.7	安徽国元特株(集团)有限責任公司(23.55%) 安徽国元信託有限責任公司(15.69%) 安徽省糧油食品進出口(集团)公司(13.94%) 安徽省皖能株式有限公司(5.01%) 安徽皖能高新材料株式有限公司(3.36%)
8	宏源証券	ウルムチ (新疆ウイグル自治区)	1994年2月2日(深圳)	157	6.2	12.8	中国建設投資有限責任公司(66.05%) 中国銀行-易方達深証100交易型開放式指數証券投資基金(0.91%) 新疆資金融通中心(0.49%) 新疆生產建設兵団投資有限責任公司(0.48%) 中国工商银行-融通深証100指數証券投資基金(0.4%)
9	長江証券	武漢 (湖北省)	1997年7月31日(深圳)	170	4.2	12.5	青島海爾投資發展有限公司(14.72%) 湖北能源集团株式有限公司(10.69%) 上海海欣集团株式有限公司(7.23%) 上海錦江國際酒店發展株式有限公司(5.52%) 天津泰達投資持株有限公司(4.78%)
10	興業証券	福州 (福建省)	2010年10月13日(上海)	205	4.2	7.2	福建財政厅(23.73%) 福建投資企業55集团株式有限公司(7.47%) 上海申新(集团)株式有限公司(4.61%) 海鑫鋼鐵集团株式有限公司(4.06%) 上海興業投資發展有限公司(3.55%)
11	西南証券	重慶	2001年1月9日(上海)	200	2.6	8.1	重慶市城市建设投資有限公司(14.37%) 重慶市江北嘴中央商务区開發投資有限公司(12.53%) 重慶国創投資管理有限公司(11.03%) 重慶市水利投資(集团)株式有限公司(7.44%) 重慶高速公路集团株式有限公司(6.26%)
12	東吳証券	蘇州 (江蘇省)	2011年12月12日(上海)	131	2.3	5.6	蘇州國際發展集团株式有限公司(30.22%) 蘇州創業投資集团株式有限公司(5.98%) 蘇州市當財投資集团株式有限公司(3.23%) 蘇州工業園區国有資產持株發展有限公司(3.09%) 昆山市創業持株有限公司(2.99%)
13	国金証券	成都 (四川省)	1997年8月7日(上海)	99	2.3	4.4	長沙九芝堂(集团)株式有限公司(27.35%) 清華持株有限公司(17.92%) 湖南涌金投資(持株)株式有限公司(15.9%) 上海鵬欣建築安裝工程有限公司(9.44%) 成都興立資產經營管理有限公司(0.59%)
14	方正証券	長沙 (湖南省)	2011年8月10日(上海)	254	2.3	11.8	泰康人寿保險株式有限公司-万能-团体万能(1.78%) * 泰康人寿保險株式有限公司-分紅-团体分紅(1.78%) * 泰康人寿保險株式有限公司-伝統-普通保險產品(1.46%) * 泰康人寿保險株式有限公司-分紅-個人分紅(1.46%) * 華夏成長証券投資基金(1.3%)
15	山西証券	太原 (山西省)	2010年11月15日(深圳)	155	1.9	4.4	山西国信投資(集团)公司(37.56%) 太原鋼鐵(集团)株式有限公司(18.78%) 山西國際電力集团株式有限公司(12.52%) 山西海鑫業業株式有限公司(3.2%) 中国国安集团株式有限公司(2.88%)
16	太平洋証券	昆明 (雲南省)	2007年12月28日(上海)	101	1.6	2.0	北京望明置業有限公司(12.01%) 北京華信六合投資有限公司(11.36%) 普華投資有限公司(10%) 泰安泰山祥盛技術開發有限公司(9.6%) 中能發展電力(集团)株式有限公司(6.67%)
17	国海証券	桂林 (広西自治区)	1997年7月9日(深圳)	80	0.6	4.4	広西投資集团株式有限公司(26.04%) 広西梧州索美特美容保健品株式有限公司(11.89%) 広西桂東電力株式有限公司(11.04%) 広西桂桂貿易公司(7.89%) 広西梧州中恒集团株式有限公司(5.58%)
18	東北証券	長春 (吉林省)	1997年2月27日(深圳)	79	-1.6	5.2	吉林省泰(集团)株式有限公司(30.71%) 吉林省信託有限責任公司(23.05%) 長春長泰熱力經營有限公司(9.8%) 長春房地(集团)有限責任公司(5.18%) 中国銀行-易方達深証100交易型開放式指數証券投資基金(1.21%)
合計				206.1	363.2		

(注) 1. 太平洋証券の株主構成は2011年11月21日時点。

2. 順番は2011年の純利益に基づく。

(出所) Wind 資訊、中国証券業協会、上海証券取引所、深圳証券取引所より野村資本市場研究所作成

社を、純資本を中核としたリスク管理能力を基に 5 分類・11 級に分けて管理監督が行われており、また当該分類に基づいて、新業務・新商品が優良証券会社から段階的に優先して導入されるためである。中国の証券会社は、ブローカレッジ（委託売買）業務への依存度合いが高く、手数料の引き下げ競争にもさらされている。このため、中国の証券会社にとって、新業務・新商品の優先的認可は経営戦略上きわめて重要なものである³。

V、当局の証券業界改革の指針

1. 中国証券業界の課題

前述のように、過去 5 年連続の中国証券業界の純利益の減少には、ブローカレッジ業務に依存した収益構造があり、市況の影響を受けやすい背景が指摘できる。例えば、2010 年の中国証券業界の営業収入 1,927 億元のうち、委託手数料が 1,084 億元（全体の 56.3%）、引受手数料が 252 億元（同 13.1%）、資産管理業務手数料が 22 億元（同 1.1%）、トレーディング収益が 378 億元（同 19.6%）となっており、収益構造の改善が必要な状況となっている。また、トレーディングにおけるネット取引の割合が高いことも、収益構造の改善を難しくしている。収益構造の多様化のため証券会社の経営モデルの改善は、大きな課題となっている。

以上の点は、中国の証券当局も十分に認識しており、規制緩和や政策的なインセンティブ付けを更に検討している。折しも、2011 年 10 月末に就任した中国証券監督管理委員会（証監会）の郭樹清主席は、2011 年 12 月 17 日の経済誌『財経』の年次総会のスピーチで、中国の証券業界がグローバルな投資銀行と比較して、以下の点で差があると指摘している。

第一に、全体として証券業界の規模が小さく、金融システムに対する影響が弱いという点である（銀行に金融資産が集中）。第二に、証券会社の資金調達ルートが小さく、業務開拓能力に差があるという点である（レバレッジが低すぎる）。第三に、専門的なサービスレベルが高くなく、イノベーション能力も不足しているという点である（前述の収益構造もその表れ）。第四に、インセンティブメカニズムが不完全で、高度人材が不足しているという点である。第五に、何よりも重要な点として、リサーチ能力が全体として低い水準にとどまっており、マクロ経済・業界・個別企業に対する分析が弱いという点である。このため、中国の証券業界にはバリュー投資を導く機能が弱いとしている。

このように、中国の証券当局のトップが、自国の業界の課題を率直に外部に対して語るのは極めて珍しく、それだけ業界の行方に危機感を抱いていると言える。

2. 中国証券業界の歴史的立ち位置と今後の方向性

1) 中国証券業界発展の歴史的チャンス

続いて郭主席は、2011 年 12 月のスピーチの中で、2015 年までの第 12 次 5 カ年計画が、資本市場発展のための歴史上の好機と断言している。

第一に、実体経済の持続的かつ安定的な成長が、証券業界の将来の急速な発展に向けた基盤となるという点である。日本・米国の例を見ても、GDP 成長と証券業界の純収入の伸びには

³ 2010 年には信用取引業務や株価指数先物業務も解禁され、優良証券会社に優先的にライセンスが認可されている。

相関関係があるとしている。第 12 次 5 カ年計画で、中国は平均約 7%の成長目標を掲げている。

第二に、経済の構造調整と産業高度化が、証券会社に巨大な機会を提供するとしている。企業の合併・再編や淘汰などにより、企業向けの投融資、M&A、財務アドバイザーといった専門的な金融サービスが発生するとしている。

第三に、メインボード・新興市場・店頭市場といった多層的な資本市場の発展に対し、証券会社は建設者でもあり受益者でもあるという点である。その一例として、将来、債券市場や場外市場でマーケットメイク制度が構築された場合の証券会社の利益機会を説いている。

第四に、家計の金融所得の増加により、証券会社には人々をより満足させる資産運用商品の開発が期待されるという点である。世界一高い貯蓄率を誇る中国の預金を新たな投資ルートに乗せ、家計の資産運用ニーズと実体経済の資金調達ニーズを満足させ、人々が経済発展の果実を得ることを保障するとしている。

第五に、社会保障制度建設にも証券会社は重要な役割を發揮するとしている。特に地方の社会保険基金は 2 兆元規模となっており、全国社会保障基金の運用モデルを適用する余地があるとしている。また、全国住宅積立金 3.9 兆元のうち、住宅ローンに回っていない 2.1 兆元について新たな運用の余地があるとしている。

2) 中国の特色ある投資銀行を作るためには？

同時に、郭主席は、中国の特色ある投資銀行を作るために、①西側の経験と教訓を吸収し、実体経済に貢献する原則を堅持すること、②証券会社が良好なガバナンスを実現すること、③社員が責任・モラルを持つこと、④自社の文化とチームプレーを有すること、⑤企業の社会的責任を果たすこと、⑥質実な気風を維持して一般国民から遊離しないこと、が重要であると説いている。

最後に、中国がグローバルな投資銀行を作っていく上では、今後、以下の問題が避けられないとしている。

第一に、業界の集中度を高め、リスク管理能力を高めていくという点である。そのために、条件を満たした証券会社の IPO や負債（デット）調達を通じて、資本増強や財務の弾力性を高めるとしている。また、証券業界の M&A を奨励し、同時に業界の差別化された発展、総合経営とブティック経営、特色のある経営が併存する状態を目指すとしている。

第二に、顧客中心の経営理念を徹底し、投資家向けサービスを強化するという点である。顧客のセグメントに応じた商品開発・提供や、バリュー投資を考慮すべきとしている。

第三に、業界のイノベティブな発展を推進し、コア競争力を高めるということである。そのために、実体経済に貢献することを前提に、ハイイールド債（特に中小企業向けハイイールド債）、地方政府債券、市政債券（ミュニシパルボンド）等の債券の新商品、国債先物、資産証券化等派生商品、マーケットメーカーなど取引制度の研究・設計を強化し、イノベーションに対する容認度を高め、法令違反の問題と区別して処理していくとしている。

第四に、証券業界の対外開放を段階的に拡大するという点である。2001 年の WTO（世界貿易機関）加盟時の公約に従って先進的な外資とその経験・人材を導入すると同時に、香港・台湾の機能（人民元オフショア取引を含む）を活用するとしている。

その他、管理監督方法の改善や、関連法令の整備も行っていくとしている。

3. 中国証券業界の再編と日本

以上のような中国証券業界が抱える課題を解決するために、規制緩和や政策的なインセンティブ付けの実例も以下のように出始めている。

1) 合併証券会社の外資出資上限規制の緩和

2012 年 5 月 3 日～4 日の 2 日間、北京で第 4 回米中戦略・経済対話（S&ED）が開催された。同対話の経済分野のうち、金融面では、中国が為替制度改革・金利自由化に向けた取り組みを継続することを宣言するとともに、米中金融機関の相互進出についても議論された。中でも、金融面の中国市場の開放については、いくつかの進展があった。

そのうちの 하나가、合併証券会社の外資出資上限規制の緩和で、WTO 加盟時の 33%から 49%にまで引き上げるとした。同時に、経営期間が満 2 年を経過すれば、ライセンスの拡大を申請できるとした。中国は、2001 年の WTO 加盟後、新設の合併証券会社の外資出資上限を 33%とし、ライセンスも当初は引受業務に限定し、一定期間経過後、自己売買業務や取次ぎ業務を申請できるとしていた。

合併証券会社は累計で 13 社が認可されているが（前掲図表 3、うち 1 社は既に合併解消）、出資上限の緩和やライセンス拡大に向けた道筋の明確化は、外資にとって朗報である。また、証監会としても、合併証券会社の規制緩和を、中国証券業界の競争力強化に結び付けていく思惑もあろう。今後の日本の証券会社による合併証券会社の設立に向けた動きが注目される。

2) 上場証券会社への資本参加

また、2011 年の中国証券業界の純利益で中信証券に次ぐ第 2 位の海通証券が 2012 年 4 月 27 日に香港証券取引所に上場する際には、中核的投資家（Cornerstone Investor、公募に先立ち引受を行う機関投資家）として、SBI ホールディングスが 3,000 万ドル相当、三井住友信託銀行が 1,200 万ドル相当、東洋証券が 1,000 万ドル相当の出資を行っている。

SBI ホールディングスのプレスリリースによれば、海通証券は、今回の香港上場をアジア各国への事業拡大の一環として位置付けているとのことであり、これも、証監会が目指す中国証券会社の差別化された特色のある経営に相当するものであろう。

3) むすびにかえて

中国本土での業務にせよ、海外業務にせよ、第 12 次 5 カ年計画で経済発展モデルの転換が進められようとしている中で、企業の合併再編を通じた産業高度化や、家計資産の運用を通じた社会保障制度の補完にあたり、中国の証券会社の果たす役割が重要であることは論を持たないであろう。証監会は、2012 年 5 月 7～8 日の二日間、「証券会社イノベーション発展研究討論会」を北京で開催し、証券取引所、自主規制機関、証券各社幹部からなる 450 名が参加し、次の証券会社の経営モデルのあり方について議論を行っている。

実体経済への貢献を前提に、差別化された特色のある経営を目指そうとする中国の証券会社にとって、海外の証券業界の歴史や経営モデルが改めて参考になる時代が到来しようとしているのではないか。その際には、郭主席が指摘するように、時代の変革の流れを作り出すような経営企画能力やリサーチ能力の強化が、中国証券業界の改革の中核の一つとして据えられていくこととなろう。引き続き、中国の証券業界の動向が注目される。

著者紹介

関根 栄一（せきね えいいち）

株式会社野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表

1969 年生まれ。1991 年早稲田大学法学部卒業、1996 年北京大學漢語センター修了、2002 年早稲田大学社会科学研究科修士課程修了（学術修士）。1991 年日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）入行、北京駐在員事務所、開発金融研究所等を経て、2006 年 5 月野村資本市場研究所に入社。2010 年 7 月より現職。主要論文に「動き始めた中国の対外証券投資」『資本市場クォーターリー』2006 年秋号、『中国証券市場大全』（共著）などがある。



Chinese Capital Markets Research