



——「熱点」とは中国語で、今注目のホットな話題、という意味である

## 証監会主席交代後の中国証券業界の 規制緩和の方向性

### I. 証監会主席の交代

#### 1. 肖鋼氏の証監会主席への任命

2013年3月5日から17日にかけて、前年11月の中国共産党第18回党大会で成立した新政権による初めての全国人民代表大会（全人代、国会に相当）が開催され、今後10年間の習近平（国家主席）・李克強（総理）体制が本格的に始動した。今回の全人代の焦点の一つは、国務院（内閣）の閣僚人事で、3月15日に新総理が選出され、翌16日に副総理、国務委員、各部部长、各委員会主任、中国人民銀行（中央銀行）総裁が選出された。

うち、金融当局については、中国人民銀行総裁は、周小川氏が留任する結果となった一方で、3月17日には中国の証券行政を担当する中国証券監督管理委員会（証監会）のトップである主席の人事発令が行われ、郭樹清（Guo Shuqing）氏<sup>1</sup>から肖鋼（Xiao Gang）氏に交代した。

#### 2. 肖鋼主席の素顔

国内メディアや公開されている経歴（図表1）によれば、肖鋼主席（就任時54歳）は、中国人民銀行の局長に36歳で、副総裁に40歳で、中国銀行会長に44歳の若さでそれぞれ抜擢され、金融界の「少壮派」と称されている。

また、肖鋼氏は、1994年の為替改革に際し、中国外貨取引センター総経理（社長）として、市場運営の責任者として参画している。その後、人民元国際化の契機となった2009年7月の人民元建て貿易決済の導入では、中国銀行会長として、香港の人民元クリアリング（清算）銀行に指定された立場として参画している。このため、肖鋼主席は、中国の為替問題に政策・実務ともに明るいものと評価されている。

3月17日の証監会主席に任命された際の肖鋼氏の第一声は、「政策の連続性を維持する」というものであった<sup>2</sup>。また、任命から約2週間後の3月末には、①政策の継続性と安定性を維持すること、②2013年初の全国証券先物監管工作会议で決定された各業務を継続的に推進し着実に実行すること、③各業務は計画に従って順序立てて推進すること、を表明した<sup>3</sup>。同時に、新主席としての新たな取り組みとして、①証監会内で定例会議を設けること（毎週月曜日午前中の主席主催会議と、最低毎月一回の証監会内の党委員会会議）、②毎週金曜日午後のプレス発表または懇談会を行うこと、を明らかにした。

2011年10月末に就任した郭樹清主席時代には、証券市場の積極的な規制緩和を進めてきた中で、肖鋼主席による政策の継続性の維持の方針は、一先ず市場関係者を安心させたものの、同時

<sup>1</sup> 関根栄一「中国金融当局三トップの交代と資本市場改革の行方」『季刊中国資本市場研究』2012年冬号参照。

<sup>2</sup> 2013年3月17日付財経。

<sup>3</sup> 2013年3月30日付中国証券報。

図表 1 中国証券監督管理委員会・肖鋼主席の略歴

| 中国証券監督管理委員会(証監会、CSRC) |   |   |
|-----------------------|---|---|
| 名前                    | 肖鋼  |   |
| 英文表記                  | Xiao Gang                                 |   |
| 生年                    | 1958年8月                                   |   |
| 出身地                   | 江西省吉安市                                    |   |
| 最終学歴                  | 湖南財経学院・金融学部卒(1981年)、中国人民大学・国際経済法修士(1996年) |   |
| 主な職歴                  | 1981年                                     | 中国人民銀行で業務開始   |
|                       | 1989年10月<br>～1994年2月                      | 中国人民銀行政策研究室副主任、同主任  |
|                       | 1994年2月<br>～1995年7月                       | 中国外貨取引センター総経理(社長)   |
|                       | 1995年7月<br>～1996年10月                      | 中国人民銀行計画資金局局長<br>(金融当局の局長級ポストに史上最年少の36歳で就任)                               |
|                       | 1996年10月<br>～1998年10月                     | 中国人民銀行総裁補佐、前後して、計画資金局局長、金融政策局局長、広東省支店長・国家外為管理局広東省分局長を兼務                   |
|                       | 1998年10月<br>～2003年3月                      | 中国人民銀行副総裁(40歳で就任)、信託業務を所管し、中国人民銀行金融政策委員会委員を兼務                             |
|                       | 2003年3月<br>～2004年8月                       | 中国銀行会長(44歳で就任)・党委員会書記・行長、東方資産管理会社党委員会書記、(この間2003年6月～2004年12月中国銀行業協会会長を兼任) |
|                       | 2004年8月<br>～2013年3月                       | 中国銀行(株式有限会社)会長・党委員会書記、東方資産管理会社党委員会書記                                      |
|                       | 2013年3月                                   | 中国証券監督管理委員会主席(54歳で就任)   |
| 党務                    | 2007年10月                                  | 中国共産党第17回全国代表大会代表、中国共産党第17回全国代表大会中央委員候補                                   |
|                       | 2012年11月                                  | 中国共産党第18回全国代表大会中央委員   |
| 政治機構                  | 1998年3月                                   | 第9回全国人民代表大会代表   |

(出所) 2013年3月17日付財経、中国共産党より野村資本市場研究所作成

に「安定性」を配慮するとの方針を示したことで、規制緩和路線の調整が始まるものと受け止められている。

## II. 新旧主席の取組み方針の共通項と違い

### 1. 郭樹清前主席の取組み

それでは、肖鋼主席の今後の取組みを見る前に、先ず郭樹清前主席時代を簡単に振り返る。

2013年1月に開催された「2013年全国証券先物監管工作会議」では、「創新(イノベーション)」をキーワードに、2012年に証監会が取り組んだこととして、①多様な資本市場の構築の積極的な推進、②新株発行・上場廃止等重点分野の改革の積極的な推進、③投資家保護制度の健全化、④上場会社の情報開示とガバナンス強化、⑤機関投資家の全面的な育成、⑥先物市場の実体経済へのサービス能力の向上、⑦証券先物経営機関の創新発展の推進、⑧市場の検査・法執行の強化、⑨対外開放の積極的かつ段階的推進に取り組んだとしている。特に、外国金融機関や外国人投資家にとっては、以下の点が特筆される。

#### 1) QFIIの運用枠の拡大

第一に、QFII(適格外国機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investorsの略称)の中国全体の運用枠の拡大である。

中国のQFII制度の下では、証監会から認可を受けた海外の運用会社、保険会社、証券会社、商業銀行、年金基金などの機関が、国家外為管理局から認められた投資額の範囲内において中

国内の証券（上場株式、上場債券、投資信託など）に投資をすることが可能となっている。

中国全体の QFII の運用枠は、2007 年 5 月に開催された第 2 回米中戦略経済対話で、導入当初の 100 億ドルから 300 億ドルに拡大していたが、その後、2012 年 4 月 3 日、証監会は、新たに 500 億ドルの運用枠を設定し、既存の 300 億ドルと合わせ、計 800 億ドルへと大きく引き上げられた。また、同年 7 月には QFII の細則の改正が行われ、A 株だけではなく債券投資を認めるなどの規制緩和が行われた。2013 年 3 月には、QFII による銀行間債券市場での申請手順が公表された。

## 2) RQFII の導入と運用枠の拡大

第二に、RQFII（人民元建て適格外国機関投資家、RMB Qualified Foreign Institutional Investors の略称）制度の導入と運用枠の拡大である。

2009 年 7 月から始まった人民元建て貿易決済は、2012 年末で累計 5 兆 5,299 億元に達し、その主要な相手先である香港の人民元預金も同年末で 6,030 億元に達している。この人民元建て貿易決済により香港に蓄積している人民元を中国本土で運用するための仕組みが RQFII である。

RQFII の運用枠は、当初の 2011 年 12 月の 200 億元に対し、2012 年 4 月に 500 億元が追加設定され、更に同年 11 月には 2,000 億元が追加設定され、計 2,700 億元となっている。また、2013 年 2 月には、RQFII 制度を使い、中国本土の運用会社が組成した人民元建て ETF が、JDR（日本型預託証券）方式で 2 本、東証に上場した。続いて同年 3 月には、RQFII 資格の取得制限が緩和され（当初は中国本土の証券会社・運用会社の香港支店・子会社のみ）、①中国本土の商業銀行・保険会社の香港支店・子会社、②香港登録・経営の外国金融機関にまで拡大された。投資対象も、2011 年 12 月の制度創設時には株式が上限 2 割、債券が 8 割以上となっていたが、2012 年 4 月の運用枠の追加設定時には中国本土の A 株連動の ETF や、香港での A 株指数商品への試験的投資を実施することとなり、更に 2013 年 3 月の規制緩和時には投資対象の制限が解消された。

## 3) 合弁証券会社の設立制限の規制緩和

外資による証券業への参入は、2001 年の世界貿易機関（WTO）加盟以前は、個別の認可によって認められたケースもあったが、正式に認められたのは WTO 加盟後である。外資の参入は、主に合弁会社の設立による形式であり、WTO 加盟時は 33%が外資の出資上限となっていた。また、合弁会社には、国内系証券会社の主要業務の一つである国内投資家向け上場株式（A 株）のブローカレッジ業務やトレーディング業務が認められておらず、認可取得時期も明示されていなかった。

こうした現状に対し、2012 年には、合弁証券会社の設立規制の更なる緩和が行われた。具体的には、同年 5 月に北京で開催された第 4 回米中戦略・経済対話（S&ED）で、①合弁証券会社の外資出資上限の 49%への引き上げと、②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こと、が金融分野の米中合意事項の一つとされた。その後、同年 10 月 16 日にはこの規制緩和を反映した「外資が出資する証券会社の設立規則」の修正版が公布され、即日施行された。なお、規制緩和後のルールでの合弁会社設立の事例はまだない。

## 2. 2012年の規制緩和の成果

前述の「2013年全国証券先物監管工作會議」では、2013年の取組み方針として、①多様な資本市場の加速的な発展、②株式発行・上場廃止制度改革の更なる深化、③上場会社の質の向上の継続促進、④先物市場の実体経済へのサービス機能の更なる発揮、⑤機関投資家群の全面的育成、⑥各仲介サービス機関の規範的發展の誘導継続、⑦対外開放の積極的かつ段階的推進、⑧投資家向け教育・サービスの継続実行、⑨市場の管理監督・法執行の実際の改善、⑩資本市場の創新發展に有利な政策環境の更なる創出、の計10項目を掲げている。

こうした方針は、2012年5月に開催された「証券会社創新發展大会」で発表された11項目の規制緩和方針を踏まえたものである。同大会後、中国の証券会社経営にとっては、資産管理業務面での規制緩和がプラスに働いていると見る。具体的には、①商品組成の規制緩和（行政認可の簡素化、投資範囲の拡大）、②保険商品等金融商品の代理販売の解禁、③保険資金の受託管理、④公募ファンド業務、⑤ファンドのカストディ業務が証券会社に認められた。また、信用取引業務の拡大（ライセンス数、取引対象銘柄）や、貸借取引の解禁といったトレーディング業務に対する規制緩和も行われた。

2012年は10月以降IPOが一時停止され、株価も低迷する中で、証券会社の営業収入を見ると、2012年は1,295億元と、2009年の2,053億元をピークに引続き減少傾向にある（図表2）。特にブローカレッジ業務の減少が著しい。一方、2011年から2012年にかけて、資産管理業務は21億元から91億元に、トレーディング業務は50億元から290億元へと大きく上昇している。

また、証券会社の営業収入の内訳を見ると、ブローカレッジ業務は2008年の70.9%からの減少傾向には歯止めがかからず、2012年には38.9%に低下している。その一方で、2011年から2012年にかけて、資産管理業務は1.6%から7%に、トレーディング業務は3.7%から22.4%へと大きく上昇している（図表3）。

図表2 中国証券会社の営業収入（金額）の推移

（単位：億元）

|           | 2008年    | 2009年    | 2010年    | 2011年    | 2012年    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| ブローカレッジ業務 | 884.56   | 1,434.87 | 1,084.19 | 688.87   | 504.07   |
| 引受・財務顧問業務 | 96.03    | 152.91   | 272.98   | 241.38   | 212.95   |
| 資産管理業務    | 17.73    | 16.96    | 24.25    | 21.13    | 90.82    |
| トレーディング業務 | 351.75   | 257.08   | 378.27   | 49.77    | 290.17   |
| その他       | -102.79  | 191.13   | 166.84   | 358.35   | 146.93   |
| 営業収入計     | 1,247.28 | 2,052.95 | 1,926.53 | 1,359.50 | 1,294.71 |

（出所）『中国証券期貨統計年鑑』、中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

図表3 中国証券会社の営業収入（内訳）の推移

|           | 2008年  | 2009年  | 2010年  | 2011年  | 2012年  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ブローカレッジ業務 | 70.9%  | 69.9%  | 56.3%  | 50.7%  | 38.9%  |
| 引受・財務顧問業務 | 7.7%   | 7.4%   | 14.2%  | 17.8%  | 16.4%  |
| 資産管理業務    | 1.4%   | 0.8%   | 1.3%   | 1.6%   | 7.0%   |
| トレーディング業務 | 28.2%  | 12.5%  | 19.6%  | 3.7%   | 22.4%  |
| その他       | -8.2%  | 9.3%   | 8.7%   | 26.4%  | 15.2%  |
| 営業収入計     | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

（出所）『中国証券期貨統計年鑑』、中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

### 3. 新主席による「調整」の内容

2012年5月の「証券会社创新发展大会」に続き、2013年5月も同種の会議が開催されたが、2013年については、「証券会社创新发展研究討論会」と名前を変えて開催されている。2013年の会議には、当局、取引所、自主規制機関、証券会社から約450名が出席しているが、証監会からは、2012年とは異なり、主席本人ではなく、庄心一副主席がヘッドとして参加し発言を行っている。

2013年討論会での庄副主席の発言ポイントは、証券会社の创新发展を引続き前進させること、创新发展によって業界のコア競争力を高めることを強調する一方で、创新发展とコンプライアンスのバランスを確保すべきこと、创新发展には改革の深化と関連制度の整備が必要であること、管理監督は创新发展のテンポとともに進まなければならないことも強調し、創新のプラスの面を強調しつつも、コンプライアンス遵守は最低限のラインと指摘しているのが特徴である。

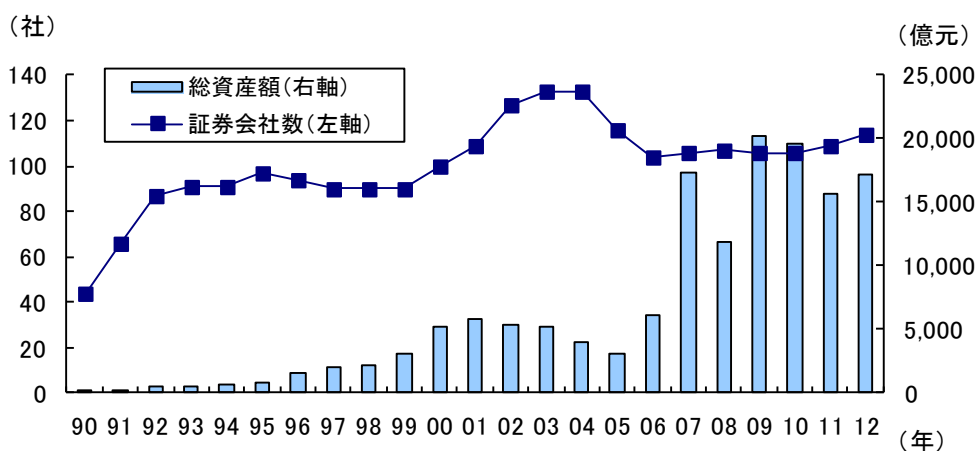
実際、4月以降、毎週金曜日に行われている中国プレスへの発表を通じ、証監会は、規制緩和の着実な実行と同時に、上場会社の情報開示義務違反や、証券会社のスポンサー業務や引受業務に対する違法行為の摘発を行っていることを明らかにしている。当面は、こうした法令違反を摘発しながら、最大の懸案であるIPOの再開問題に取り組んでいくこととなろう。

## III. 今後の規制緩和の行方は？

### 1. 証券会社経営の創新は引続き課題

証監会及び中国証券業協会の統計によると、中国の証券会社数は114社（2012年末時点）、営業拠点数は5,008カ所（2011年末時点）、従業員数は約24万人（2013年2月時点）となっている（図表4）。証券会社全体の総資産額は、1兆7,200億元（2012年末時点）、負債総額は1兆257億元（2012年末時点）、純資産額は6,943億元（2012年末時点）となっている。総資産額は2011年末の1兆5,700億元から1,500億元増加、純資産額は同年末の6,303億元から640億元増加している。

図表4 中国の証券会社の社数と資産規模の推移



(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』、Wind 資訊、中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

また、2013年1月16日の中国証券業協会の発表によると（速報ベース）、2012年の中国証券業全体の純利益は329億元で、中国全体の証券会社114社中、99社が最終黒字を計上した（図表5）。但し、黒字を計上した証券会社の1社当たりの黒字額を見てみると、2007年の12.6億元をピークに、2008年は5.5億元に落ち込んだ。翌年の2009年は9億元に回復したものの、2010年は7.4億元、2011年は4.3億元、2012年は3.3億元と年々減少してきている。

ブローカレッジ業務以外の収益源を多様化し、増収増益を目指すためには、郭樹清前主席の下で規制緩和された制度環境を十分に活用していくことが重要であるが、新規業務への参入や拡大に当たっては、純資本の充実が欠かせない。ところが、上場証券会社19社に限ってはいるが、営業キャッシュフローを見ると、2010年がマイナス754億元、2011年がマイナス2,206億元、2012年がマイナス720億元と3年連続で赤字を計上している<sup>4</sup>。投資キャッシュフローも同様に、2010年がマイナス1,156億元、2011年がマイナス2,090億元、2011年がマイナス391億元となっている。証監会の規定では、そもそも純資本／純資産の比率が40%以上という条件があり、新規業務に取り組むハードルとなっている。

## 2. 新たな証券業界発展プランの策定に向けた動き

このような中で、長期的な証券業界発展プランの作成の動きがあるとの報道がある<sup>5</sup>。当該報道によれば、5月下旬の週に、中国政府の関係部門が、証券会社、基金管理会社（投信会社）、先物会社を集めたクローズドな会議を招集し、証券業界の利益を向こう10年間で10倍増にする長期プランを6月中旬までに提出するよう求めたとのことである。

当該長期プランは、①海外市場の経験を参照したFICC（フィクスト・インカム・カレンシーズ・アンド・コモディティーズ）業務の方向と規則、②証券会社の資金調達業務の研究（担保ローン、ブリッジローン、M&Aローン等）の二大業務から成り、これらが2013年の管理監督部門と証券業界の最大の創新になるとしている。やはり、中国証券業界の営業収入・利益・キャッシュフローの改善に向けて、官民一体で取り組もうとしている様子が見て取れる。

## 3. 国務院による金融分野の改革

また、中国政府としても、2013年も金融分野の改革を進めようとしている。2013年5月6日に開催された李克強総理主催の国務院常務会議（閣議）では、2013年に改革に取り組む金融分

図表5 中国の証券会社の黒字・赤字の状況

|                  | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 証券会社数(社)         | 133   | 133   | 116   | 104   | 106   | 107   | 106   | 106   | 109   | 114   |
| うち新設・営業停止(社)     | 5     | 3     | 1     | n.a   | 6     | 1     | 0     | 0     | n.a.  | n.a.  |
| 集計対象会社数(社)       | 128   | 130   | 115   | 103   | 106   | 107   | 106   | 106   | 109   | 114   |
| うち黒字会社: 会社数(社)   | 63    | 55    | 30    | 97    | 104   | 95    | 104   | 106   | 90    | 99    |
| 黒字額(億元)(A)       | 21    | 14    | 18    | 261   | 1,309 | 523   | 934   | 784   | 389   | 329   |
| 赤字会社: 会社数(社)     | 65    | 75    | 85    | 6     | 2     | 12    | 2     | 0     | 19    | 15    |
| 赤字額(億元)(B)       | 83    | 115   | 136   | 4     | 3     | 29    | 0.34  | 0     | n.a.  | n.a.  |
| ネットの赤字額(億元)(A-B) | -62   | -101  | -118  | 255   | 1,307 | 494   | 934   | 784   | n.a.  | n.a.  |

(出所) 『中国証券期貨統計年鑑』、中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> 2013年5月21日付証券時報。

<sup>5</sup> 2013年6月5日付中国証券報。

野として、①金利・為替市場化の段階的实施、②人民元建て資本項目交換性実現案の作成、③個人投資家の海外投資制度の構築、④投資家（特に個人投資家）保護政策の制定、⑤中小企業の株式持分譲渡システム試点範囲拡大案の制定、⑥債券、エクイティ投資、信託等投融資制度の整備を決定している。また、その後5月18日に国務院が承認した2013年の金融分野の改革項目には、条件を満たした海外機関による国内での人民元建て債券（いわゆるパンダ債）発行の研究・推進も取り上げられている。

上記のうち、①は短期金融市場や債券市場での商品開発、②はクロスボーダーの証券取引の活性化、③は富裕層や一般投資家向けの新たな資産運用ビジネス機会の創出、⑤は北京・天津・上海・武漢を中心とした店頭市場の育成とベンチャーキャピタルやPEファンドの参入、⑥は資産の流動化や証券化に結びついていくことになる。特に③は、QDII2（適格国内個人投資家）として、2013年初に、証監会も中国人民銀行も制度創設を表明している。また、④については、海外の投資家保護制度が参照される可能性が高い。外国金融機関や外国人投資家も、「調整」の中でも静かに進んでいる規制緩和路線の動きから、今後も目を離すべきではないだろう。

#### 4. 結びにかえて

ところで、証監会主席を交代した郭樹清氏は、2013年3月19日に山東省党委員会副書記と山東省省長代行に任命され、その後、同年6月5日に山東省長に任命された。

この間、山東省には、中国証券業界の関係者の来訪が相次いでいる。代表的なものとして第一に、4月22日、山東省企業の上場支援を骨子とする同省と上海証券取引所の戦略協力覚書が締結され、合わせて上海証券取引所と山東省金融サービス弁公室との共同研修会が開催された。第二に、5月23日、深圳証券取引所は、山東省金融サービス弁公室と山東証監局の共催で、第7回地方政府金融幹部向け資本市場専門研究討論会を開催した。

こうした動きは、外需・投資主導から内需・消費主導への中国の経済発展方式の転換の実現に向け、中国証券業界の規制緩和を続けてきた郭樹清氏へのファンが根強く存在することを物語っていると言える。今後も、実体経済へのリスクマネーの供給や、これを仲介する証券会社の役割の重要性が高まっていく方向に異論はないであろう。引続き中国証券業界の規制緩和の動向が注目される。

株野村資本市場研究所 北京代表処 首席代表  
関根 栄一