



海外投資家の導入と 中国の証券会社の対外開放の進め方¹

巴曙松* 張信軍**

要約

1. 中国は、対内証券投資を限定的に認める QFII、RQFII、QFLP 並びに RQFLP 制度を整備し、海外投資家の規模を順次拡大するなど、資本勘定の開放度を拡大していく方向にある。第 12 次五ヵ年計画の中に資本勘定の段階的自由化という政策目標が盛り込まれており、それに向けて、QFII や RQFII 枠の増額を加速させ、資本市場における海外投資家の規模を、資本勘定の自由化を早期に実現するための最低水準にまで引上げることを提言したい。
2. 今後、証券会社の対外開放のプロセスは、①国内資本市場の発展と整備と改善を図り、イノベーションの推進、業務と管理構造の構築と改善、成長モデルの転換、競争力の強化に取り組むよう証券会社を誘導する、②国際化に向けた取組みにより、世界の舞台での競争経験を蓄積するよう引き続き証券会社を支援し、後押しする、という二つのアプローチからなる。資本勘定が次第に開放されていく中で、証券会社自身の競争力の向上と証券業の対外開放は、互いに促進しあう漸進的な過程になると予想できる。

I 中国の資本勘定開放の推移から見る海外投資家の導入

1. 中国の資本勘定開放は加速化する見込み

1) 中国の資本勘定開放の推移

改革開放以降、中国は人民元の資本勘定に関して漸進的に開放する戦略を採ってきた。1993 年、中国政府は明確に「中国の外貨管理体制改革の長期目標は人民元の自由化を実現することだ」と宣言した。2003 年、中国共産党第 16 期中央委員会第 3 回全体会議で採択された「社会主義市場経済体制の整備・改善にかかわる若干の問題に関する中国共産党中央委員会の決定」は更に、「リスクの効果的防止を前提に、分野を選択し、ステップを踏み、クロスボーダー資本取引に対する制限を段階的に緩和し、段階的に資本勘定の自由化を実現する」ことを明記し

¹ 本稿は「国務院発展研究センター — 野村財団共同研究会議：中国の経済発展方式の転換に向けた証券業界の役割と展望」（2013 年 5 月 25 日、厦門にて開催）で発表された「海外投資家の導入と中国の証券会社の対外開放の進め方」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

* 巴曙松 国務院発展研究センター金融研究所 副所長

** 張信軍 海通国際証券 CFO、東北大学管理学院博士課程

た。2010年10月、中国共産党第17期中央委員会第5回全体会議は「段階的に資本勘定の自由化を実現する」目標を「第12次五ヵ年計画」に盛り込むことを決定した。「我が国の資本取引の自由化を加速する条件はほぼ整った」という2012年の中国人民銀行の研究報告書は、①長期計画（5-10年間）の策定、②金融市場整備の強化、③資本流入を解禁した後に流出を解禁すること、④順次慎重に不動産、株式及び債券取引を開放すること、⑤段階的に数量型管理から価格型管理に移行することを提言した。2013年5月、中国国務院常務会議は、「2013年内に人民元資本勘定の自由化に関する実施案を作成する」という方針を決めた。同時に個人投資家による海外投資制度の整備を指示したことで、中国資本市場における外資の投資枠の拡大に関するスケジュールがやがて明らかになるだろう。

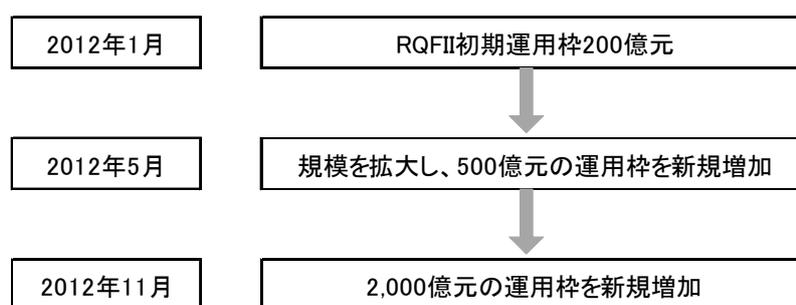
2) 2012年以降外資の導入は加速する兆しを見せている

2012年以降、中国当局は、中国資本市場の開放と海外の長期投資ファンドの導入スピードを加速させた。具体的には、①QFII（適格外国機関投資家）やQDII（適格国内機関投資家）の資格要件を緩和し、②RQFII（人民元建て適格外国機関投資家）の運用枠を拡大し、③合弁証券会社における外国資本の持分比率の上限を33%から49%に上げるといった措置が実施された。2012年に入ってから、海外投資家によるQFIIの申請件数は増え続け、資金流入のスピードが明らかに速まった。2013年3月末時点で、累計で217社の海外機関投資家がQFII資格を取得しているが、そのうち80社が2012年に認可されている（2011年はわずか28社）。認可された合計417.45億ドルのQFIIの運用枠のうち、2003～2011年間に認められた運用枠の合計は、200億ドルであった。また、2012年初より当局がRQFIIの試験導入を開始しており、2013年3月末時点では700億元に上るRQFIIの運用枠が認可された（図表1）。海外投資家を導入するスピードの加速は明確になっている。

2012年5月、中国証券監督管理委員会（CSRC）は第一回証券会社創新（イノベーション）大会を主催し、証券会社のイノベーションを促進する11ヵ条の具体的な政策措置を発表した。その中にクロスボーダー業務として、①QDII・RQFII・QFII運用枠の拡大、②国内企業の海外上場の奨励、③中国本土と香港で同時上場するETF等が含まれた。

資本市場に関係するプライマリー市場への海外投資家の導入に関しても、中国はQFLP（適格外国投資事業有限責任組合）及びRQFLP（人民元建て適格外国投資事業有限責任組合）を中心に一定の進展を遂げている。

図表1 2012年RQFIIの推移



（出所）筆者作成

① QFLP

QFLP は海外の機関投資家が資格認定と外貨資金に関する監督手続きを経て、外貨を人民元に両替し中国国内の VC、PE に投資する制度である。2011 年 1 月 11 日、上海市が「当市における外商投資エクイティ投資企業試行業務の展開に関する実施弁法」を公表し、当該制度の第 1 号となったのを皮切りに、北京、重慶、天津、深圳も相次いで試行政策を公表した。

② RQFLP

RQFLP の試行とは、上海で実施中の QFLP 試行制度の運用プロセスを参考にし、要件を満たした PE ファンドが海外で直接人民元を調達し、RQFLP のルートを通じて上海に設立された PE ファンド管理会社に振り込み、中国本土企業の未上場株式に投資できる制度である。

このほか、CSRC は 2013 年に中国本土で働く香港・マカオ・台湾住民による A 株投資を解禁する政策を公表し、海外投資家の範囲を徐々に個人投資家へと広げていく動きを見せている。

3) 当面の課題

RQFII と QFII の資金流入のスピードは顕著に加速しているものの、全体の運用枠は依然として限られている。海外の他の市場と比べて、中国 A 株市場に占める海外投資家の割合は低く、中国の資本市場の開放度も相変わらず低い。

ブラジル、インド、韓国や台湾の経験から考えると、QFII 制度は本質的に一種の過渡的な制度に過ぎず、最終的には資本市場の完全自由化に移行していこう。また、QFII 制度には、機関投資家の資格認定、その行動に対する監督と規制、投資範囲及び運用枠の制限等が含まれている。海外の経験に鑑みれば、QFII 制度の導入は、自国の資本市場に対し、①投資家構造の多様化、②バリュート投資理念の提唱、③資本市場の安定的な発展の促進といった効果をもたらす。投資の実態を見ると、QFII はファンダメンタルズ分析を重視し、主にブルーチップ株式を保有し、投資行動が安定し、長期にわたり保有する傾向を見せている。同時に、QFII の投資運用は国内投資家に対してプラスの効果を示している。より多くの資金を優良上場企業に呼び込み、バリュート投資理念の確立を誘導し、市場における投機行動の抑制に寄与し、資本市場の健全な発展を促進している。また、QFII は上場企業の情報開示の質を重視し、コーポレート・ガバナンスに積極的に関与し、上場企業の経営の規範化とレベルの向上に寄与している。

中国に投資している QFII は、米国・英国を始めとする欧米地域と香港・日本を始めとするアジア太平洋地域という二つの地域に分けられる。そのうち、香港からの QFII は 30 社あり、社数では全体の 13%、市場シェアでは 3 位を占めている。最新の認可状況を見ると、運用枠の集中度が高く、運用枠上位 10 社の QFII の枠全体に占める割合は 55.9%に達している。

2. 海外投資家の更なる導入に向けて：資本勘定の開放と制度設計

海外投資家は中国資本市場に対し高い投資意欲を示しており、中国経済の持続的な高成長はますます多くの海外投資家の関心を集めている。健全な財務基盤と良好な事業見通しを有し、長期にわたって株主に還元できる優良上場企業は、海外機関投資家にとって魅力的である。2012 年以降、香港に上場し、RQFII ルートで A 株指数に投資する 4 本の ETF 商品は累計 430 億円の投

資運用枠を取得した。海外の投資家はそれらに積極的に応募した。このことからわかるように、海外投資家を呼び込むために、中国資本市場の制度整備・改善、とりわけ規制緩和はもっとも直接的な効果を発揮する。

1) 資本勘定開放の進展は海外投資家の行動に直接影響

海外投資家の拡大は中国の資本勘定開放の一環として捉えることができる。中国は、QFII、RQFII、QFLP 並びに RQFLP 制度を整備し、海外投資家の規模を順次拡大するなど、資本勘定の開放度を拡大していく方向にある。第 12 次五ヵ年計画の中に資本勘定の段階的自由化という政策目標が盛り込まれており、それに向けて、QFII や RQFII 枠の増額を加速させ、資本市場における海外投資家の規模を、資本勘定の自由化を早期に実現するための最低水準にまで引き上げることを提言したい。

新興市場における資本勘定の開放初期の資本市場の開放度のデータを見ると、株式市場と債券市場の開放度の平均値はそれぞれ 11% と 8% であり、一番低かった韓国の株式市場の開放度でさえも 5% であった。それに対して、2013 年 3 月末現在、中国が認めた QFII、RQFII の総枠は約 5,300 億元であり、国内証券市場の時価総額 23.4 兆元の 2.3% に相当する水準に止まっている。第 12 次五ヵ年計画の終了時に開放度を 5% まで引き上げるには、毎年 0.9 ポイント、金額ベースで約 2,000 億元（約 300 億ドル）の枠の拡大が必要である。このような比較的低い目標の達成にも、A 株市場の対外開放のスピードアップが必要とされている。

また、中国の国際収支の均衡に向けた視点から考えても、資本勘定の開放を適度に加速することは実行可能である。経済のモデル転換を一層迫られる中、中国の経常勘定の黒字額は次第に減少していくことが予想され、これは資本勘定の開放に伴う資本の純流入（資本勘定の黒字）の拡大を効果的に相殺すると思われる。

さらに、資本勘定の開放は中国国内の関連分野の改革と発展を促進する効果がある。例えば、現在、中国の債券市場は発達しておらず、流入資本を吸収するといった役割を十分に発揮できていないが、資本勘定の開放は債券市場の進化に寄与する。

2) 中国の QFII と RQFII 制度の概観

(1) QFII

2001 年に WTO 加盟後、中国の資本市場の対外開放は加速し、適格外国機関投資家制度 (QFII) はそのような背景の下でスタートした。

2002 年 11 月 7 日、CSRC と中国人民銀行が共同で発表した「適格外国機関投資家による域内証券投資管理暫定弁法」は中国証券市場が新しい段階に入ったことを意味するマイルストーンとなった。最初の QFII 運用枠の総額は 100 億ドルであった。

2003 年 7 月 9 日、第一陣として QFII の認定を受けた UBS は宝山鋼鉄、上海港コンテナ、外運発展、TZE の 4 つの A 株銘柄の株式を購入した。

2006 年 8 月、CSRC、中国人民銀行と国家外為管理局はテストケースの経験を総括した上で、「適格外国機関投資家による域内証券投資管理弁法」を発表し、長期投資家の認定要件と資金ロックアップ期間に関する要求を緩和し、①管理する証券資産規模を 50 億ドル、②設立後の存続年数を 5 年、③資金ロックアップ期間を 3 ヶ月に引下げる等利便性向上に資する一連の緩

和策の実施により、QFII 投資に対する管理監督体制の整備改善を図った。

2007 年、第 2 回米中戦略・経済対話（S&ED）の成果として、QFII の総枠は 300 億ドルに増額された。

2012 年以降、中国は新たに 55 社の QFII を認定し、合計 68.93 億ドルの新規運用枠を割り当てた。この新規割当金額は 2010 年と 2011 年の 2 年間の総枠を上回っている。

2013 年 1 月時点で、中国は累計で 27 の国・地域から 213 社の QFII を認定した。

また、2013 年 3 月 23 日時点で、QFII の総資産規模は 2,656 億元に達し、その内訳は、株式、債券と銀行預金がそれぞれ 74.5%、13.7%と 9.6%であり、QFII が保有する株式の時価総額は流通可能な A 株の時価総額の 1.09%に相当する。

現在、QFII の資格要件は次の通りとなっている。

- ① アセットマネジメント会社：経営期間は 2 年以上、直近会計年度の管理証券資産が 5 億ドル以上。
- ② 保険会社：設立後 2 年以上が経過、直近会計年度の管理証券資産は 5 億ドル以上。
- ③ 証券会社：経営期間は 5 年以上、純資産は 5 億ドル以上、直近会計年度の管理証券資産は 50 億ドル以上。
- ④ 商業銀行：経営期間は 10 年以上、自己資本（Tier1）3 億ドル以上、直近会計年度の管理証券資産は 50 億ドル以上。
- ⑤ その他の機関投資家（養老基金、慈善基金会、寄付基金、信託会社、政府系投資管理会社等）：設立後 2 年以上が経過、直近会計年度の管理証券資産は 5 億ドル以上。

適格投資家は承認された運用枠内において、下記の人民元建て金融商品に投資できる。

- ① 証券取引所で取引される株式、債券とワラント
- ② 株価指数先物
- ③ 証券投資基金（投資信託）
- ④ インターバンクの債券市場で取引される債券
- ⑤ CSRC が許可したその他の金融商品

海外投資家は中国域内で証券投資を行う際に、次の持分比率制限を守らなければならない。

- ① 個別の海外投資家が QFII を通じて上場企業の株式に投資する時、その持分比率が当該企業の株式総数の 10%を超えてはならない。
- ② 個別の上場企業の A 株株式に占める全海外投資家の持分の総和が当該企業の株式総数の 30%を超えてはならない。

（2）RQFII

2012 年から中国は RQFII の試行運用を始めた。2013 年 3 月 6 日に発表された RQFII に関する新しいルールでは、RQFII の投資主体と投資範囲が広げられ、株式と債券の投資比率制限が廃止された（試行運用の段階では債券投資の比率を 80%以上と義務付け）。2012 年末現在、累計で 24 社の RQFII に 1,670 億元の運用枠が割り当てられた。

II 中国における証券会社の対外開放の順序とその傾向

証券会社の対外開放は、資本勘定を開放するという大きな流れの中で中国が採ったマイクロ面での具体的施策の重要な一環であると言える。海外の経験によれば、資本勘定の各項目での開放は通常「資本流入が先・資本流出が後、長期が先・短期が後、直接投資が先・間接投資が後、機関投資家が先・個人投資家が後」というように順次行われる。中国の証券会社の対外開放プロセスもこのような原則を踏襲している。具体的には、中国における証券会社の対外開放の順序は、国内証券会社の外資への開放と国内証券会社の国際化という二つの視点から考察が可能である。

1. 中国における証券会社の対外開放の現状

1) 海外からの「導入」：テストケースの承認、未だ全面解禁していない

1990年代、中国の証券業界は外資の導入を開始し、海外の証券会社による中国市場への進出がスタートした。2012年4月末現在、中国本土には合弁証券会社が合計9社ある。

現在、合弁証券会社の中国における経営状況には大きなバラつきがある（図表2）。中国国際金融公司（CICC）は歴史の最も長い中外合弁証券会社として、その業務・経営水準が合弁証券会社をリードするばかりでなく、中国本土の中国本土系証券会社と比べても上位にランクされている。一方、2011年を例に挙げると、合弁証券会社のうち5社が赤字を計上した。

引受は合弁証券会社が共に注力している重点業務の一つであるが、引受規模（引受案件数と引受金額）を見ると、二極化している。CICC、UBS等一部を除いた半数以上の合弁証券会社の市場シェアは非常に小さい。ブローカーに関して言えば、中国でブローカレッジ業務を行っている合弁証券会社は4社しかないので加え、そのうちの2社がブローカレッジ業務の範囲に関する制限を受けているため、合弁証券会社のブローカレッジ業務における競争力は非常に低く、市場シェアは0.1%に過ぎない。

図表2 中国の合弁証券会社の主な財務データ一覧表

会社名	営業収入(万元)		純利益(万元)		総資産(万元)	
	2010年	2011年	2010年	2011年	2010年	2011年
中国国際金融公司(CICC)	397,147	329,284	71,177	27,166	2,614,646	3,685,054
クレディ・アグリコル証券	16,125	5,782	848	-1,345	55,001	49,661
海際大和証券	5,196	-	82	-	43,285	-
ゴールドマン・サックス高華証券	75,120	52,668	2,990	5,014	312,194	293,170
UBS	88,038	95,696	5,517	4,088	311,066	443,333
クレディ・スイス Founder証券	30,982	17,772	5,251	454	5,251	87,568
中国ドイツ証券	-	26,420	-	176	-	117,304
モルガン・スタンレー華鑫証券	-	1,814	-	-15,069	-	102,513
第一創業JPモルガン証券	-	7,968	-	-3,759	-	80,558

（出所）WIND 資訊、中国証券業協会

2) 中国本土系証券会社の「海外進出」の殆どは香港を「橋頭堡」に

外資証券会社による中国市場への進出が相次ぐ中、中国本土系証券会社も積極的に海外市場の開拓、国際業務の展開に乗り出している。実力のある証券会社の多くは、文化や制度面で近く、金融市場が発達している香港に拠点を設立するほか、一部は海外に事務所を設けて海外業務を手がけている（図表3）。これまでに、香港に子会社を設立した中国本土系証券会社は23社あり、近年IPOの引受等の分野において外資系投資銀行との競争で一定の成果をあげている。

中国国内の証券会社が申し合わせたかのように香港を国際市場へ進出するための出発点にしたのは、やはり事業展開の視点から考えれば、香港の証券市場の参入ハードルが比較的安く、規制も少ないため、中国本土で新しい形態と見なされる多くの業務が既に香港で活発に行われており、当局の規制によって中国本土でできない業務の殆どが香港でできるからである。

図表3 中国本土系証券大手の海外事業開拓状況

会社名	海外拠点名	ステータス	設立時期	所在地	主な事業内容
海通証券	海通国際ホールディングス	100%子会社	2007年	香港	持ち株会社
	海通国際	支配下にある上場企業	2009年	香港	証券・先物や貴金属契約及び外国為替証拠金取引に関するブローカレッジ業務とディーリング。証拠金融資及びその他の貸付、企業コンサルティング、割当及び買取引受、代理及び保管業務、ファンド管理及び財務戦略サービス。
CITIC証券	CITIC国際有限公司	100%子会社	2006年5月	香港	ブローカレッジ業務、投資銀行、資産管理、確定収益、リサーチ
国泰君安	国泰君安国際ホールディングス有限公司	100%子会社	2010年3月	香港	証券ブローカー・投資銀行・資産管理・企業資金調達・外貨業務、リサーチ
申銀万国	申銀万国(香港)有限公司	100%子会社	1993年	香港	ブローカー・代理業務、株式抵当貸付、引受、資産管理
招商証券	招商証券(香港)有限公司	100%子会社	2005年9月	香港	証券売買、先物売買、企業の資金調達、投資コンサルティング及びリサーチ、株式抵当貸付
	招商証券韓国事務所	事務所	2011年8月	ソウル	ブローカレッジ業務、投資銀行、資産管理
銀河証券	中国銀河国際金融ホールディングス有限公司	100%子会社	2011年2月	香港	証券及び先物取引
国元証券	国元証券(香港)有限公司	100%子会社	2006年6月	香港	ブローカレッジ業務、投資銀行、財務顧問
広発証券	広発ホールディングス(香港)有限公司	全資子会社	2006年7月	香港	ブローカレッジ業務、投資銀行、企業コンサルティング
国信証券	国信証券(香港)金融ホールディングス有限公司	100%子会社	2008年11月	香港	ブローカー・企業資金調達及び資産管理業務

(出所) 各社のオフィシャルサイトと関連記事

海外の経験では、成熟した市場の大手投資銀行は、総じて、国内業務の海外化（顧客追随）から海外業務の現地化（属地主義からの脱却）へ、そして業務のグローバル化へという道筋で国際化を図っていく。これに照らしてみれば、現在、中国の証券会社はまだ「国内業務の海外化」という初期段階にあり、国内顧客の海外投資銀行ニーズを満たすことを主な業務内容とし、海外拠点を設立して母国企業と個人顧客がクロスボーダーの有価証券による資金調達、M&Aと取引需要になるべく応えながら、中国本土内にある広い販売網や顧客資源等の強みを生かし、数少ない海外顧客に中国本土内資本市場を舞台とする関連投資銀行サービスの提供に努めている。

具体的な経営となると、香港で事業展開している中国本土系証券各社の損益状況は大きく異なり、香港市場の競争の激しさを反映している。多くの中国本土系証券会社は赤字経営を強いられている。

事業分野別に見ると、ブローカレッジ業務に関しては、香港の金融市場は混業経営（金融機関の各業務への自由参入を認める制度、いわゆるユニバーサルバンキング）モデルを採っており、銀行と証券会社がいずれも証券のブローカレッジ業務に参入できる。しかも香港における証券会社設立のハードルは高くなく、資格試験に受かった二人の責任者と500万香港ドルの運転資金さえあれば作れる。そのため、中小を含めると、香港の証券取引業者は500社近くある。香港で拠点を設ける中国本土系証券会社が日増しに増えていくにつれ、競争は更に激化し、香港株市場へアクセスするルートを提供するだけでは顧客を引き止めることができない。様々な市場と多種多様な商品を持ってレベル別に世界中の投資家の異なるニーズを満たすことが、ブローカレッジ業務が将来目指すべき方向性であると予想される。そのほか、香港に進出している中国本土系証券会社にとって資産管理業務も、今後、ブローカレッジ業務にとってかわる有望な業務の一つである。

投資銀行業務では、香港にある中国本土系証券会社は海外販売チャンネルにしても人材面にしても外資系投資銀行との格差が歴然としている。それゆえ、中国本土系証券会社は投資銀行業務において全面展開するのにまだ相当の時間を必要としている。一方、現在、投資銀行業務が急ピッチで成長している。香港でこれまで企業の資金調達市場は外資系投資銀行に牛耳られていたが、現在、中国本土系証券会社の市場シェアは30%を超えている。目下海外上場を通じて資金調達を行いたい中小企業は中国本土に1万社以上あり、中国本土系証券会社は自らの優位性を活かして、これらの企業が香港に上場する際の重要な幹事候補になりつつある。

資産管理業務では、人材が欠如し、公募ファンドのパフォーマンスがさえないことから、香港にある中国本土系証券会社のプレゼンスはまださほど大きくない。しかし、香港にある中国本土系金融機関は依然として人民元建て金融商品に関して政策とライセンス面の強みを維持している。一連の新しい人民元建て金融商品の開発は、香港に流出した人民元が中国本土市場に投資するための合法的ルートを提供しただけでなく、中国本土系金融機関の人民元建て投信商品における優位性の維持に繋がり、中国本土系証券会社の人民元業務のステップアップに拍車をかけている。人民元建て金融商品の段階的導入は、国際資本市場における中国本土系金融機関のブランド認知度を顕著に高め、中国本土系金融機関が競争で勝ち抜くための有力なツールの一つになった。

2. 中国における証券会社の対外開放の展望

人民元の資本勘定が次第に開放されていくにつれ、中国資本市場の重要な一翼を担う証券会社の対外開放は避けられない。これまでに既に形成された対外開放の考え方は、テストケースとして外資の参入を先行して認め、同時に段階的に証券会社の海外進出を解禁することで、中国本土内と海外の二つの市場で証券会社に経験を蓄積してもらうというものである。従って、今後証券会社の対外開放のプロセスはやはり次のような二つのアプローチからなる。

第一に、国内資本市場の発展と整備と改善を図り、イノベーションの推進、業務と管理構造の構築と改善、成長モデルの転換、競争力の強化に取り組むよう証券会社を誘導する、というアプローチである。

第二に、国際化に向けた取組みにより、世界の舞台での競争経験を蓄積するよう引き続き証券会社を支援し、後押しする、というアプローチである。資本勘定が次第に開放されていく中で、証券会社自身の競争力の向上と証券業の対外開放は、互いに促進しあう漸進的な過程になると予想できる。

1) 証券会社のイノベーションと発展：総合競争力の向上と着実な対外開放の推進

中国の金融業が大きな発展を遂げた過去 10 年間に於いて、証券会社の発展は銀行や信託等と比べて相対的に遅いと言わざるを得ない。近年、資本市場を成長させるために、証券会社のイノベーションと発展は次第に政策のメインテーマとなってきた。中でも 2012 年 5 月に CSRC が主催した証券会社イノベーションコンファレンスにおいて、当局はイノベーションに関する一連の施策を打ち出し、自主イノベーションと事業のモデル転換をスピードアップするよう証券会社を促した。このようなイノベーションをキーワードとする指針を受けて、中国の証券会社のサービスは従来の「単一通路型（単なるルート業務）」から「付加価値型」への脱皮を目指し、信用取引、直接投資（PE 投資）、株価指数先物、オルタナティブ投資、コール型証券取引等新しい業務分野をモデル転換実現の方法としている。これらの新規業務の導入により、証券会社は、①収入源の多様化、②商品サービスの充実化、③仲介手数料の引き上げ競争の回避、④収益安定性の向上といった面で実質的な改善を遂げ、モデル転換の過程で総合競争力を高めていく。資本力が上位にある CITIC 証券と海通証券に対する調査によると、新規業務による収入への寄与率は 2010 年の 10%未満から 2012 年の 15%を超えるレベルに高まり、今後も増え続けていくと見られる。

2) 証券会社の国際化：国際競争力強化のために経験を蓄積する

中国の証券会社の国際競争力を向上させるために、証券会社の海外進出の推進は不可欠である。

第一に、中国本土系証券会社の国際化の原動力は、中国産業資本の国際化と人民元の国際化である。FDI（対中直接投資）、QFII、QDII 及び中国企業の海外上場による資金調達のデータを見ると、中国資本の海外進出、海外資本の中国流入といった傾向が明らかになっている。2011 年末現在、合計 1 万 3,500 社の中国国内の投資家が 177 カ国で 1 万 8,000 社の事業会社を設立している。また、2011 年の世界各国の対外直接投資ランキングにおける中国の順位は 6 位であり、全世界の対外直接投資の 4.4%を占めた。クロスボーダーの M&A、海外上場等様々な場面で中国の投資銀行は財務アドバイス・資金提供等、より重要な役割を果たすことができる。

第二に、人民元国際化の推進は中国の証券会社の国際化を後押しする。現在、人民元建て資本勘定の自由化は加速する兆しを見せている。これまでの経験から、人民元建て資本勘定の交換性が次第に推進されていくにつれ、中国本土系証券会社の親会社と海外子会社の連携が大幅に強化され、証券業務の国際化も促される。

国際業務を開拓する際、中国本土系証券会社が香港を最初の足場に選定したのはそれなりの理由がある。例えば、これらの中国本土系証券会社の殆どは中国本土の大手銀行か証券大手を親会社に持ち、潤沢な資本金を有し、業務上必要があれば、いつでも親会社に増資してもらえるため、事業を展開する際、多くの香港地場証券会社のように資本金規模の制約を受けることはない。また、中国本土系証券会社は中国本土と香港のライセンスを両方持っており、双方の法制度とも熟知しているため、法令遵守を前提に、顧客に利便性の高いクロスボーダーのサービスを提供できる。更に、中国本土系証券会社の親会社は中国本土で膨大な顧客数を有しており、中国の国内資本市場が次第に対外開放していくに従って、香港に投資する企業や個人がますます増えていく。これらのことは、中国本土系証券会社の国際化を推進する重要な原動力になる。

著者紹介

巴 曙松 (Ba Shusong)

国務院発展研究センター金融研究所 副所長

1999年中央財経大学博士号取得。中国銀行杭州市分行副行長、中国銀行香港有限公司リスク管理部総経理補、中国証券業協会発展戦略委員会主任などを歴任。2003年8月より現職。著書に『中国貨幣政策有効性の経済学分析』、『中国金融大未来』、『金融危機の中の中国の金融政策』などがある。

張 信軍 (Zhang Xinjun)

海通國際證券 CFO、東北大学管理学院博士課程