

2019年7月6日

# 中国証券業の「悩み」と「対策」

氏名：劉欣琦（アナリスト）  
Eメール：liuxinqi@gtjas.com  
電話：021-38676647  
証書番号：S0880515050001

アナリスト・レポート

01

### 悩み：国内証券業界はROEが低く、証券会社に投資するより銀行に預金したほうがよい

中国証券業界のROEは著しく銀行・保険より低く、しかも下がる一途である。18年の業界平均ROEはわずか3.6%であった  
低ROEの二大原因の一：低レバレッジ、厳格な資本金要求及び高い負債コストは証券会社の投融資業務へのレバレッジ拡大を制約

低ROEの二大原因の二：手数料率の下落、feeビジネスの範囲が狭く、同質化競争に陥り、収益性を圧迫

02

### 対策：業務連携を強化し、規制緩和を推進

連携：投融資業務とfeeビジネスの連携を強化して収益性を安定化させる。そのために、証券会社の組織構造改革が必要

規制：差別化可能なFeeビジネス（ウェルス・マネジメント）について、規制緩和が求められる

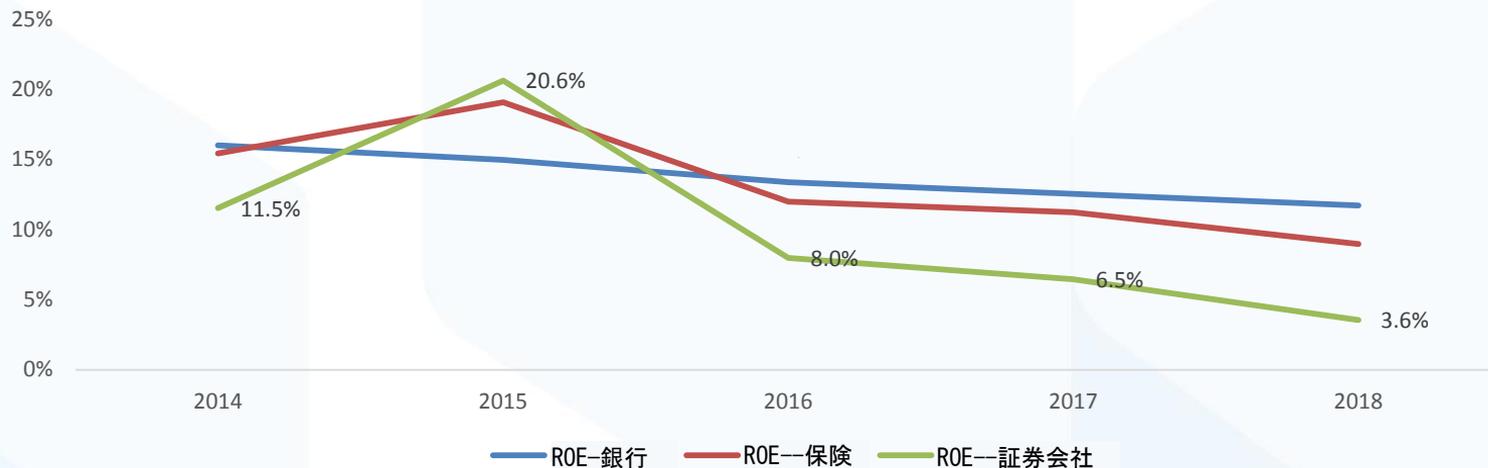
# 01 証券業界の低ROEの原因分析

- ◆ 投融資業務：高い資本金要求と高い負債コストが低レバレッジを招いた
- ◆ Feeビジネス：同質化した過度な競争が収益性を押し下げた

## 金融業界において、証券業のROEは著しく低い

### 銀行及び保険と比べて、証券業のROEは著しく低い

図：中国証券業界のROEは銀行・保険業界より低い



データ出典：証券業協会、SEC、wind、国泰君安証券研究

## 証券会社の収益モデルから分析：国内証券会社の主要業務は投融資及びFeeビジネス

### 証券会社業務をFeeビジネス、投融資業務及びその他という三大収益源に分ける

- **投融資業務**：資金運用能力が勝利の鍵であり、レバレッジを追加する原動力がそこにある。今後の融資関連業務は細分化が進み、そのうち株式担保業務の割合が縮小し続け、証券信用取引業務は市場の活性度に依存している。投資関連業務が勝利の鍵であり、派生商品、クロスボーダー業務などのイノベーション業務が政策緩和から業績に貢献するまでまだしばらく時間がかかる。
- **Feeビジネス**：ブローカレッジ/投資銀行/資産管理などの業績への貢献度はマーケット次第。ブローキング業務は市場活性度に依存し、投資銀行業務は管理監督政策に依存
- **その他**：Feeビジネス及び投融資業務に入らず、財務諸表上その他収入、その他支出、資産減損等に該当するもの

表：証券会社の三大業務区分

	具体的業務	収益源	財務諸表対応科目	特性
投融資関連業務	融資関連業務（証券信用取引、株式権利の担保）と投資関連業務（トレーディング、デリバティブ、プライマリー市場への投資等）	スプレッド収入	投資収益、純利息収入及び公正価値変動	低ROE、高レバレッジ、業績貢献度がわりと低く、大手証券会社であればなおさら
Feeビジネス	ブローカレッジ業務、投資銀行業務、業務ライセンスのもたらす資産管理業務等	fee収入	fee及び手数料純収入	高ROE、低レバレッジ、高い貢献度
その他	大口商品取引など	多元化	その他業務収入、その他業務支出、資産減損等	—

## 投融資業務の比率が上昇したものの、資本金の積み増しに過度に依存

### 投融資業務の割合は上昇傾向にあるが、近年純資産の積み増しへの依存性が一段と鮮明に

- 証券業務のビジネスモデルはヘビーアセットへの転換が加速していることが、次の2点からわかる。1) レベニュー・サイド：収入に占めるFeeビジネスの比率が低下しているが投融資業務の比率が上昇。2) アセット・サイド：投資関連業務と融資関連業務の純資産に占める割合は上昇を続けているが、投融資業務規模の成長に伴い純資産も増大しており、投融資業務規模/純資産規模の割合は上がっていない。

図：証券業務に占める投融資業務収入の比率の上昇



図：証券業務投融資業務規模/純資産の大幅上昇



業界は現在、エクイティファイナンスが行き過ぎ、過剰資本、低レバレッジを招いている

## 業界のエクイティファイナンスの規模は配当を超え続け、純資産の高成長に繋がった

- 過剰資本状況：中国証券業界の総資産は米国の23%しかないが、純資産は米国より多い

表：過度なエクイティファイナンスは純資産を押し上げる

単位：億元	証券会社：純資産	証券会社：純利益	証券会社：配当	株式による再調達(増資)	初回調達	株式調達-配当
2006	1,062	255	9	46	0	37
<b>2007</b>	<b>3,443</b>	<b>1,321</b>	<b>46</b>	<b>742</b>	<b>0</b>	<b>696</b>
2008	3,585	482	62	18	0	-44
2009	4,839	933	157	174	221	238
2010	5,664	776	227	191	214	178
2011	6,303	394	162	166	233	237
2012	6,943	329	124	83	165	124
2013	7,539	440	90	86	85	81
2014	9,205	966	244	384	70	210
<b>2015</b>	<b>14,515</b>	<b>2,448</b>	<b>639</b>	<b>2,308</b>	<b>447</b>	<b>2116</b>
2016	16,400	1,234	415	312	423	320
2017	18,500	1,130	390	959	268	837
2018	18,900	666	0	364	106	470

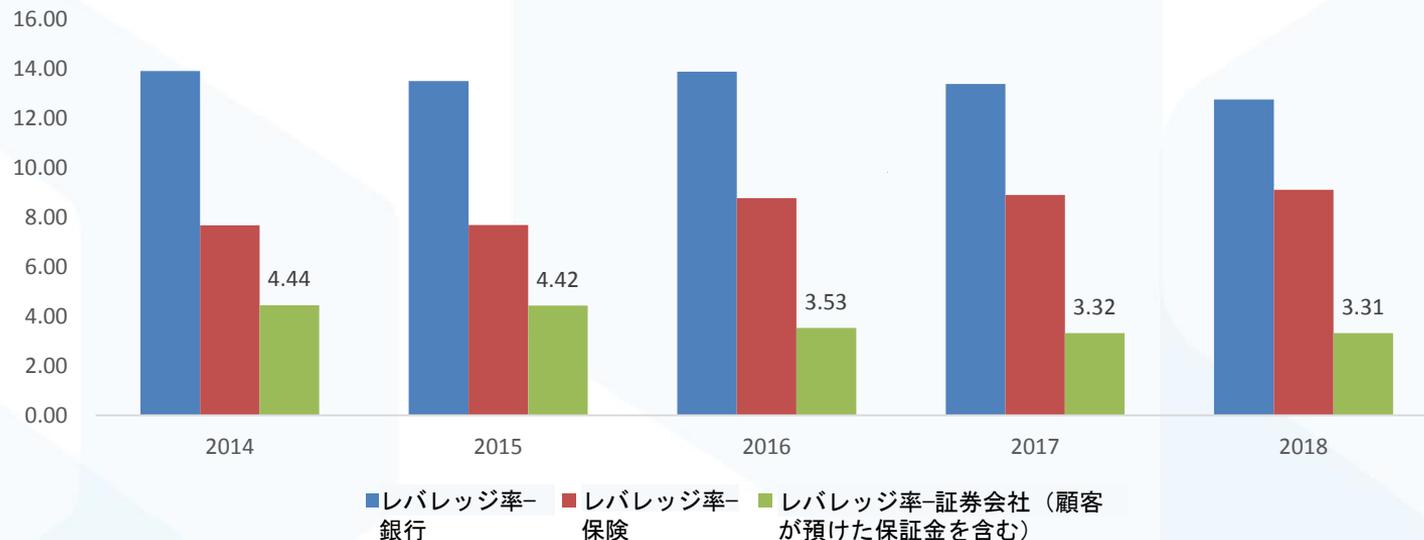
表：中国証券業務純資産規模は2016年に米国を超える

総資産と純資産比較 (単位：億元)	中国		米国		中国/米国	
	純資産	総資産	純資産	総資産	純資産	総資産
2011	6,303	15,700	14,160	302,998	45%	5%
2012	6,943	17,200	15,236	317,985	46%	5%
2013	7,539	20,800	15,774	298,399	48%	7%
2014	9,205	40,900	15,800	288,614	58%	14%
2015	14,500	64,200	15,924	263,333	91%	24%
2016	16,400	57,900	15,678	253,911	105%	23%
2017	18,500	61,400				

## 国内の銀行・保険業界と比べて、レバレッジ率が低い

### 国内の銀行・保険業界と比べて、証券会社のレバレッジ率は著しく低い

表：中国証券業界レバレッジ率は銀行・保険より低い



データ出典：証券業協会、wind、国泰君安証券研究

## 厳しい最低資本金規制は業界の資本規模の増大を後押し

中国の証券会社は純資本を核心とする監督を受けている。金融機関の資本に着目した世界的な監督行政の方向性に一致している（バーゼルIII）

- 2008年以来、バーゼル合意に基づく監督枠組は世界の金融監督行政の流れとなった。バーゼルIIIの実施に踏み切った銀行業に続き、証券のリスク管理と保険の次世代ソルベンシー規制もバーゼルIIIの考え方を参考にしていく。

表：中国の銀行・証券・保険業におけるバーゼルIIIの取り込み状況

	自己資本比率	レバレッジ率	流動性	その他
銀行業	自己資本比率=純資本/リスクウエート純資産、具体的にはコアTier1比率、Tier 1比率、自己資本比率、システム上重要な銀行その他の自己資本要求を含む 自己資本比率>=8%（バーゼルIII）、>=10.5%（銀行保険監督管理委員会）	レバレッジ率=（Tier1-控除項目）/調整後のオン・オフバランスシート資産残高 レバレッジ率>=3%（バーゼルIII）、>=4%（銀行保険監督管理委員会）	流動性カバレッジ比率、安定調達比率：>=100%	引当金カバレッジ比率：120%-150%
保険業	ソルベンシーマージン比率=（認容資産-認容負債）/最低資本、具体的には総合ソルベンシーマージン比率、コアソルベンシーマージン比率とリスク評価の三次元監督管理を含む			
証券業	純資本を中核的自己資本と補完的資本に分け、リスク資本をリスク区分で計算	資本レバレッジ率=中核的自己資本/オン・オフバランスシート資産総額、資本レバレッジ率>=8%	流動性カバレッジ比率、安定調達比率>=100%、早期警戒ライン120%	リスクカバレッジ比率=純資本/各リスク資本準備の和、要求>=100%、早期警戒ライン120%

データ出典：銀行保険監督管理委員会、CSRC、証券業協会、国泰君安証券研究

## CSRCの現行資本金規制により証券会社はより高い資本を維持しなければならない バーゼルIIIを参考に2016年に発表された証券会社のリスク管理新ルールに以下の 三大変化があった。

- 1) 純資本、リスク資本準備計算式を改善し、資本の質とリスク計算の的確性を高めること。純資本とリスクカバレッジ比率指標に影響
- 2) レバレッジ率指標を整え、リスクのフルカバーを図る。資本レバレッジ率指標に影響
- 3) 流動性監督指標を最適化し、資産負債の期限マッチングを強化すること。流動性カバレッジ比率と安定調達比率に関係する。

表：証券会社リスク管理の新ルールの核心変化

項目	新ルール	旧ルール	解説
中核的自己資本	中核的自己資本=純資産-資産項目のリスク調整-偶発債務のリスク調整-/+中国CSRC認定または承認のその他調整項目	なし	バーゼルIIIを参考に、資本の損失吸収能力の違いに基づいて、純資本を中核的自己資本と補完的資本に分け、補完的資本は中核的自己資本規模を超えてはならない
補完的自己資本	補完的資本=長期劣後債×規定比率-/+中国CSRC認定または承認のその他調整項目	なし	
純資本	純資本=中核的自己資本+補完的自己資本		
各リスク資本準備の和	<b>リスク資本準備の和は新ルールで大幅に増加：</b> 1、計算基準の引き上げ 2、証券会社分類格付け割引減少		バーゼルIIIを参考に、旧ルールは業務の種類からリスク資本準備を計算していた。新ルールはリスクの種類からリスク資本準備を計算する
オン・オフバランスシート資産総額	証券会社のオンオフバランスシート業務が将来、会社の先行きに影響をすることがあり、そのリスクのエクスポージャーまたは期待損失に基づいて、一定比率で盛り込むことに転換	なし	新ルールは初めてオンオフバランスシート業務をリスク管理指標に盛り込み監督管理を行い、オン・オフバランスシート業務規模と純資本がマッチするように要求
<b>リスクカバレッジ比率</b>	<b>リスクカバレッジ比率=純資本/各リスク資本準備の和×100%</b>		<b>「リスク資本準備の和」は新ルールで大幅に増加し、リスクカバレッジ比率の低下を招いた</b>
資本レバレッジ率	資本レバレッジ率=中核的自己資本/オン・オフバランスシート資産総額	なし	資本レバレッジ率は8%を下回ってはならない
流動性カバレッジ比率	流動性カバレッジ比率=優良流動性資産/今後30日の現金純流出量×100%		基本的に同じ、正式に法定リスク管理指標に盛り込み、 <b>毎日クリアする必要</b> がある
<b>安定調達比率</b>	安定調達比率=利用可能な安定調達額/必要な安定調達額×100%		

## 資本指標1「リスクカバレッジ比率」が厳しい：純資本を補充する必要がある 新ルール導入後、当該指標が大幅に下がり、一部証券会社は分類格付け加点基準 (200%)を下回り、規制上の早期警戒ライン(120%)に近づいている

- 業界及び上場会社の開示するリスクカバレッジ比率によると、2016年新ルール導入後、この指標は大幅に低下し、かなり下がった証券会社も一部ある
- 現在まだ規制早期警戒ライン(120%)と規制基準(100%)を満たしているが、証券会社分類格付け加点基準(200%)を下回っている。加点基準をクリアするために、証券会社は純資本を増加するか、業務規模を圧縮する必要がある。

図：リスク管理新ルール導入後リスクカバレッジ比率が大幅に低下



データ出典：wind、会社開示情報、国泰君安証券研究

図：一部の上場証券会社のリスクカバレッジ比率の下げ幅がより大きい

	2014	2015	2016	2017	2018
第一創業	321.5	283.2	167.9	147.0	146.9
東北証券	422.9	291.5	179.2	200.1	174.1
中信証券	620.4	663.5	170.8	166.3	183.9
太平洋	793.7	452.9	213.5	278.0	186.5
方正証券	931.3	731.8	180.9	177.9	186.6
国信証券	618.7	912.5	250.1	232.8	220.8
広発証券	816.1	888.3	256.3	248.8	222.8
申万宏源	737.1	537.3	245.7	215.1	237.8
海通証券	819.7	1269.4	258.9	249.3	253.3
華泰証券	463.6	880.7	206.7	193.8	281.9
国泰君安	747.4	1295.2	313.1	312.8	343.2

## 資本指標2「安定調達比率」が課題：安定資金を補充する必要がある

### 新ルールは毎日の基準クリアを要求、一部証券会社はすでに規制上の早期警戒ライン（120%）を割り込み、規制基準（100%）に近づいている

- 新ルールと旧ルールでは、この指標計算方法の変更は小さいが、リスク管理新ルールが正式にこの指標を法定リスク管理指標に盛り込み、毎日の基準クリアを要求
- 業界及び上場会社の開示した安定調達比率によると、一部証券会社がすでに規制上の早期警戒（120%）を割り込み、監督管理基準（100%）に近づき、加安定調達額の増加または業務規模の圧縮が必要。

図：業界全体の安定調達比率指標が上昇



データ出典：wind、会社開示情報、国泰君安証券研究

図：一部の上場証券会社の安定調達比率は厳しい

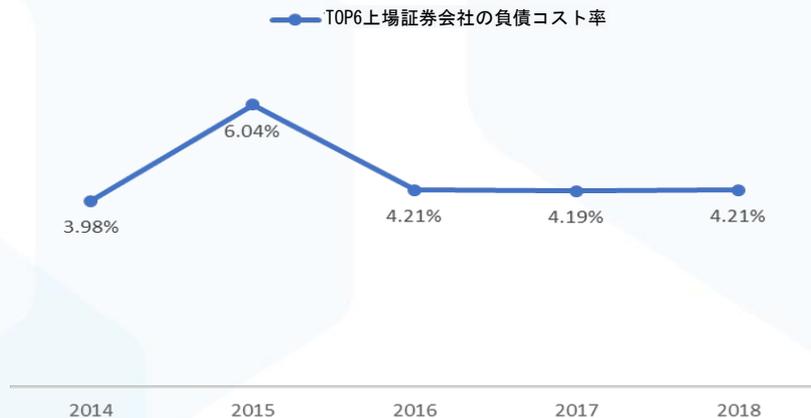
	2016	2017	2018
方正証券	117.0	134.9	122.1
国元証券	127.6	135.0	127.8
申万宏源	142.9	128.0	130.2
長江証券	122.4	125.0	135.3
国信証券	123.1	144.4	136.5
海通証券	131.7	135.5	137.1
広発証券	139.1	134.5	139.8
興業証券	142.3	140.2	140.8
華泰証券	139.7	130.4	141.0
国泰君安	127.2	137.7	151.1
中信証券	143.3	122.0	156.2
招商証券	134.9	132.7	159.6

## 負債コストが高いのは証券会社がエクイティファイナンスを増やしたもう一つの理由

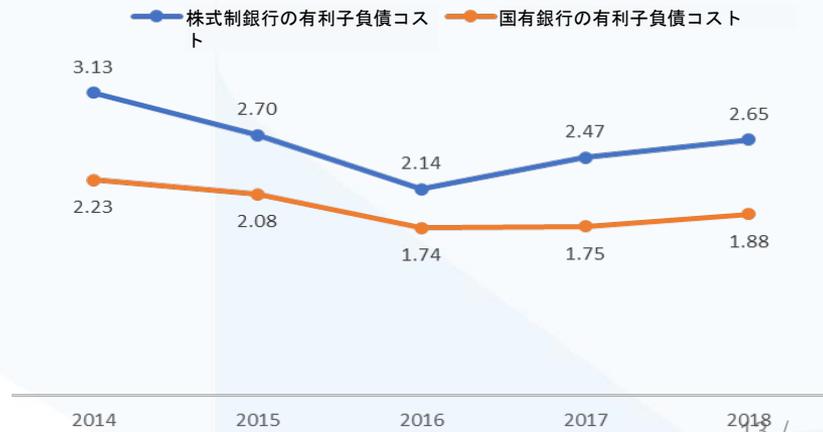
### 証券会社負債コスト>保険会社保険証券コスト>商業銀行有利子負債コスト

- 過去5年間（2014-2018）、商業銀行、証券会社と保険会社の負債コストは大きく異なり、証券会社の負債コストが最も高い
- 1) TOP6上場証券会社の負債平均コスト4.53%、中央値は4.21%。2) 株式制銀行8行の有利子負債コスト率は2.62%、中央値2.65%で、国有銀行5行の有利子負債コスト率は平均1.93%、中央値1.88%。3) 保険会社は特殊で、その負債コストはわかりにくい：損害保険については、通常、保険引受利益がプラスの状況では、負債コストはマイナスと考えられる。生命保険は、負債コストはそのチャネル構造と商品構造に関係し、通常上場保険会社の総合負債コストは3%-4%だと考えられる。

図：TOP6上場証券会社の資産収益率はやや高い



図：商業銀行の有利子負債コストが最低



データ出典：wind、会社開示情報、国泰君安証券研究

## 高負債コストは証券会社のより過激な投資に繋がった

運用については国内証券会社は銀行・保険会社に引けを取らないが、リスク選好が高く、安定性が低い

- 過去5年間（2014-2018）、商業銀行、証券会社と保険会社の資産収益率に著しい違いがなく、証券会社資産収益率>保険会社総投資収益率>商業銀行利付資産収益率の構図である。
- 1) TOP6上場証券会社の資産収益率は平均6.87%、中央値6.52%。2) 株式制銀行8社の利付資産収益率は平均4.67%、中央値4.51%で、国有銀行5行の利付資産収益率は4.02%、中央値3.82%である。3) 上場保険会社5社の総投資収益率は平均5.57%、中央値5.58%である。

図：TOP6上場証券会社の資産収益率は銀行、保険よりやや高い



図：商業銀行、保険会社資産収益率に目立った差はない

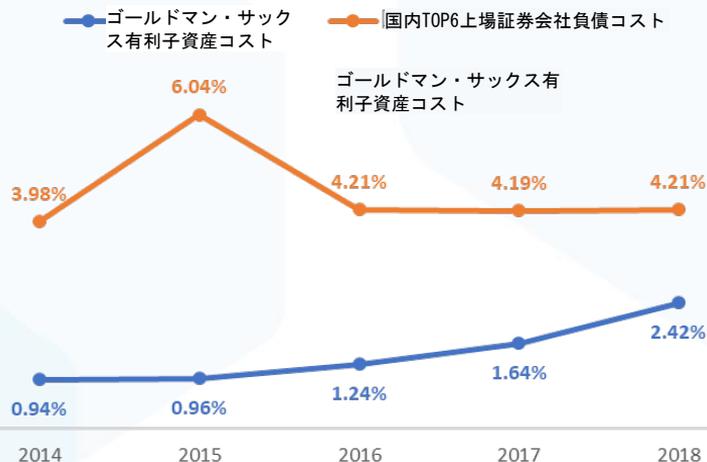


## 投資運用の不安定さにより、証券会社はレバレッジの拡大に慎重な姿勢を取らざるを得ない

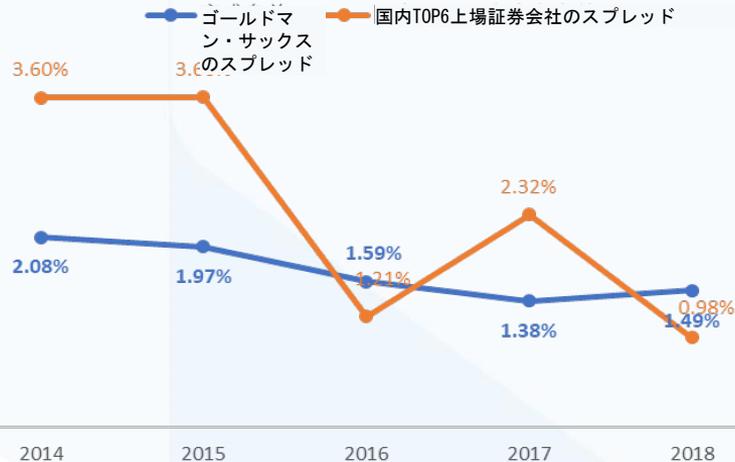
国内証券会社は負債が多く、金利スプレッドは少ない。また、変動が大きいいため、デットファイナンスを通じたレバレッジの拡大ができない

- 負債；2014-2018年のゴールドマン・サックス負債コストは平均わずか1.4%だが、中国TOP6の上場証券会社は平均4.53%である
- 金利スプレッド；国内証券会社は小さく、かつ変動が大きく、2014-2018年TOP6上場証券会社の金利スプレッドが0.98%-3.60%の間で変動したのに対し、ゴールドマン・サックスのスプレッドは1.7%前後を維持している。

図：国内証券会社負債コストは海外投資銀行を遥かに上回る



図：国内証券会社のスプレッドは小さく、かつ変動が大きい

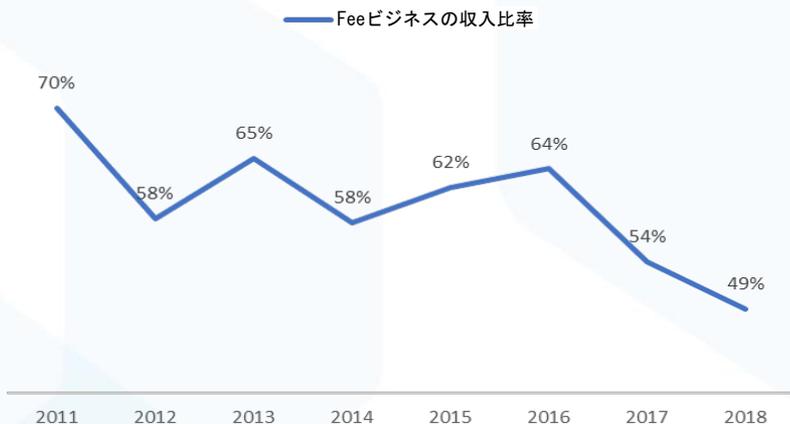


## Feeビジネスの競争激化もROEの急速な下落を招いた

### Feeビジネスを始めとするライトアセット業務の収益は低下傾向にある

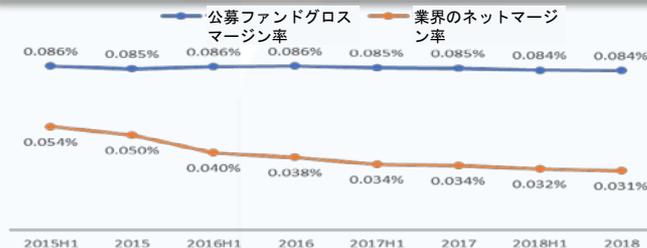
- 近年、業界のブローカレッジ、投資銀行業務などのFeeビジネスは、免許の価値が徐々に減り、手数料率が下がる一途を辿り、収入に占める割合も徐々に下がっている。

図：収入に占めるFeeビジネスの割合が低下



データ出典：wind, 国泰君安証券研究

図：マージン率が下落傾向



図：引受手数料率が下落傾向



サービスの範囲が狭くはFeeビジネスの収益性回復を難しくしている

厳格な規制を受ける中、証券会社の提供する商品及びサービスは銀行・保険及び海外同業他社にかなり遅れを取っている

図：証券会社の商品及びサービス内容のイメージ図

The screenshot displays a website interface with several sections:

- Top Navigation:** Three buttons labeled '产品公告' (Product Announcements), '基金信息' (Fund Information), and '理财报告' (Wealth Management Report).
- Featured Product (Top Left):** '如意稳健2号' (如意稳健2号), a mixed-type FOF product with a medium risk level, starting at 50,000 RMB. It includes a '查看更多产品' (View More Products) button.
- Asset Management Section (Top Right):** A table listing various asset management products with columns for '产品名称' (Product Name) and '收益类型' (Return Type). Products include '年年赢1号', '超越1号', '量化1号', '同心238(江苏债债)', and '同心1308湖北超短'.
- Fixed Income Section (Bottom Left):** A table listing fixed income products with columns for '产品名称' (Product Name) and '业绩比较基准' (Performance Benchmark). Products include '新时代稳利28号集合资金信托...', '方正东章·方兴86号理财双债...', '华夏·长信48号(江苏利率债收...', and two '新时代信托【基金728号】' products.
- Private Equity Section (Bottom Right):** A table listing private equity products with columns for '产品名称' (Product Name) and '管理人名称' (Manager Name). Products include '深惠4期', '深惠1期', '深惠1号', '鼎晖私募1期', and '中禧吉祥资管10期'.



個人投資家への  
サービス

## 02 対策：

- ◆ 連携：投融資業務とfeeビジネスをバンドリング
- ◆ 規制：一部のFeeビジネス（ウェルス・マネジメント）について、規制緩和するよう働きかける

## Feeビジネスの顧客を巡り、投融資業務を展開

銀行・保険会社と比べて、負債コストでの劣勢はなかなか解消できないため、投融資とFeeビジネスの連携を図るべき

- 大手証券会社はすでに試みを始めているが、徹底されていない。

図：いくつかの投融資業務とFeeビジネス連携のモデル

### PEとIBD

- ・ 投融資業務をフロントによりもってくる。CITIC証券とCICCがリード

### デリバティブ業務とディーリング業務

- ・ 典型的なのは取引所外のデリバティブ商品。CITIC証券とCICCがリード

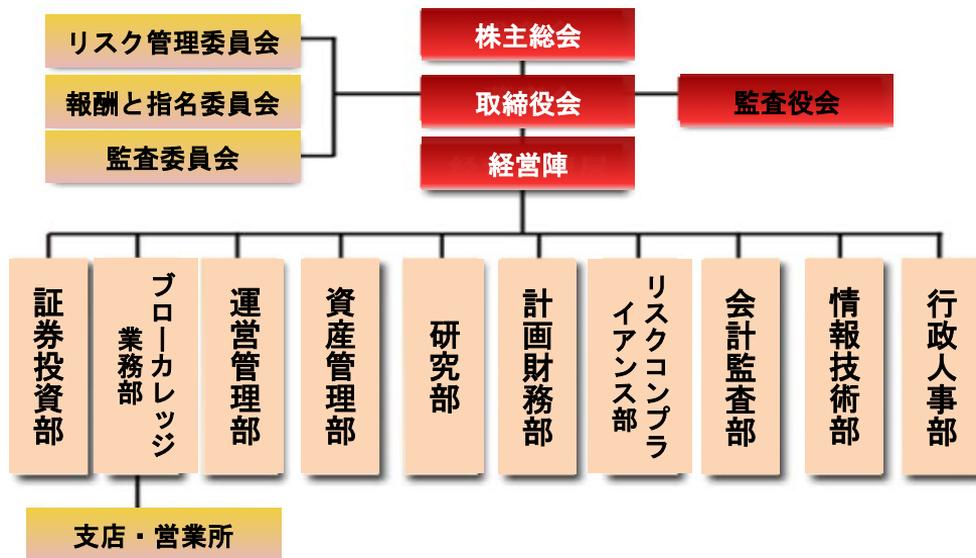
図：上位証券会社はセカンダリーマーケット以外からも投資収益を得ている

関連企業投資収益/ (投資収益+公正価値変動)	15	16	17	18
中信証券	3.20%	4.06%	4.54%	8.34%
海通証券	4.17%	3.18%	7.06%	0.93%
華泰証券	5.85%	10.25%	6.30%	22.79%
招商証券	8.84%	31.09%	22.71%	30.20%
広発証券	2.73%	5.81%	4.80%	46.43%

## 業務連携の効率アップには必然的に組織構造の改革が必要 業務ロジックを変え、顧客中心の組織構造にする

- 中国の証券会社は殆ど免許に対応した組織構造になっているため、部門間の利益衝突が深刻で、顧客利益が十分に確保されていない。
- 顧客中心の組織構造にしているのはCICC一社のみ

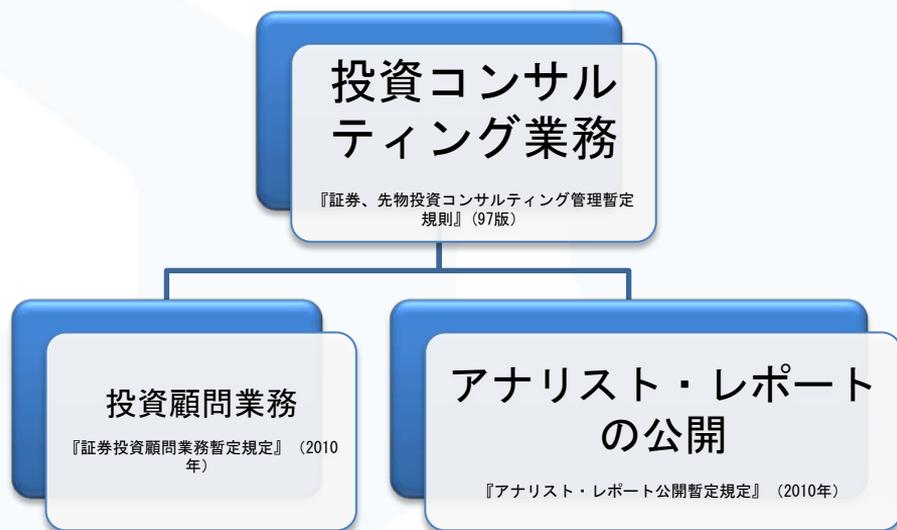
図：中国の典型的証券会社の組織図



## 新規Feeビジネスを妨げる制度上の問題の解消に取り組む必要がある

### 国内の規制環境はウェルス・マネジメント業務の発展を制限

図：ウェルス・マネジメン業務に関する法制度整備は待ったなし



図：ウェルス・マネジメント業務の足かせとなっている法制度

類別	具体的モデル	法的障害
提案型	現状：商品・運用提案を含む提案型	無免許機関による投資顧問類似業務提供をどのように規制するか？
管理型	投資一任	『証券法』第143条、『証券法』第171条、『証券、先物投資コンサルティング管理暫定規則』第24条等

データ出典：国泰君安証券研究

# 免責

当社は中国CSRCの承認する証券投資コンサルティング業務資格を有している

## アナリスト声明

作者は中国証券業協会の与える証券投資コンサルティング資格またはそうとする専門能力を有し、報告書に採用したデータは合法的なルートから入手したものであり、分析論理は作者の職業的理解に基づき、本報告書は作者の研究観点を正確に反映し、独立、客観、公正をに務め、結論はいかなる第三者からの意や影響を受けていないことを保証し、ここに宣言する

## 免責声明

本報告書は国泰君安証券股份有限公司（以下、「当社」と省略）の顧客のために提供するものに過ぎない。当社は受取人が本報告書を受け取ったことにより当社の顧客と見なすことはない。本報告書は関連法律の許可している場合のみ配布し、情報提供のための配布に限り、いかなる広告に使われることもいっさい断る。

本報告書の情報源は公開済みの資料であり、当社はその情報の正確性、完全性または信頼性を保証しない。本報告書に記載の資料、意見及び推測は、当社が本報告書発表日の判断を反映しているだけであり、本報告書の指す証券または投資対象の価格、価値及び投資収入は上下する。今までの成果は事後の成果の根拠としない。異なる時期に、当社は本報告書に記載の資料、意見及び推測と異なる報告を公表できる。当社は本報告書に含まれる情報が最新状態を保持していることを保証しない。同時に、当社は本報告書に含まれる情報を通知を出すことなく修正でき、投資家はその変更または修正に自ら関心を払うものとする。

本報告書の指す投資及びサービスは個別顧客には合わない可能性があり、顧客の個人的コンサルティング提案にはならない。いかなる状況でも、本報告書の情報または記載の意見は何人への投資提案にもならない。いかなる状況でも、当社、当社従業員または関連機関は投資家に一定の利益を約束することはなく、投資家と投資収益を分かち合うことなく、何人に対しても本報告書内の内容を使用して招いた損失にいかなる責任も負わない。投資家は、これに基づいて行った投資の意思決定は、当社、当社従業員または関連機関と無関係であることに、必ず注意すること。

当社が情報隔離壁を使用して内部の一つまたは複数の領域、部門または関連機関の間の情報流動を制限する。そのため、投資家は、法律の許す場合、当社及びその所属関連機関は報告書内で言及している会社の発行する証券またはオプションを所持し、証券またはオプション取引を行う可能性があり、またこの会社に投資銀行、財務顧問または金融商品などの関連サービスを提供する可能性があることに注意すること。法律の許す場合、当社の従業員が本報告書にて言及している会社の董事になる可能性がある。

市場にリスクがあり、投資は慎重に行う必要がある。投資家は本報告書を投資意思決定の唯一の参考要素にしてはならず、本報告書を自身の判断に取って代わると認識してはならない。投資を決定する前に、必要な場合、投資家は必ず専門家のコンサルティングを受け、慎重に意思を決定すること。

本報告書の著作権は当社のみが所有し、書面の許可なく、いかなる機関、個人もどんな形式でも複製、複製、発表または引用してはならない。当社の同意を得て引用、刊行する場合、許可された範囲内でのみ使用し、出典に「国泰君安証券研究」と明記し、本報告書の元の意味に反した違反、要約と修正を行ってはならない。

当社以外のその他機関（以下「当該機関」）が本報告書を送付する場合、当該機関が独自にこの発送行為に責任を負う。この方法で本報告書を入手した投資家は、自ら当該機関に連絡し、さらに詳細な情報を獲得または本報告書に記載されている証券を取引すること。本報告書は当社が当該機関の顧客に提供する投資アドバイスにはならず、当社、当社従業員または関連機関は当該機関の顧客ではなく、本報告書または本報告書記載内容を使用したことによる損失にいかなる責任も負わない。