

中国での合併証券会社の新設に向けた動き

関根 栄一

■ 要 約 ■

1. 2016年9月末の中国証券監督管理委員会（証監会）の発表によれば、2015年12月以降、17社が証券会社の新設を申請し、既に認可済の2社を合わせると、19社の新設計画が明らかになった。全て認可されれば、2015年12月末時点の125社に加え、最大で144社となり、証券会社の新設のスピードの高まりを表すものとなる。
2. 新設計画19社のうち11社が合併で、そのうち香港資本の出資が10社あることが特徴である。香港資本の証券業への進出には、中国本土－香港間の経済貿易緊密化協定（CEPA）の枠組みの下で、最大で49%となる出資比率及びライセンスの制限が課される中央レベルや自由貿易試験区（FTZ）での外資規制とは異なる優遇制度がある。
3. 香港資本への優遇制度のうち、上海市、広東省、深圳市で設立する「地域限定型」では香港資本は最大51%が出資可能で、国務院（内閣）が指定した金融改革試験区で設立する「金融改革試験区型」では中国側株主の出資規制が緩和されている。両者ともに、フルライセンスを取得できる点では共通である。
4. 香港資本への優遇制度を使った合併証券会社第一号は、2016年3月に証監会から発表された「金融改革試験区型」の申港証券である。HSBCや東亜銀行も合併証券会社の設立を計画中である。他に、アリババグループ等の異業種や、合併投信会社による設立計画も動いている。
5. 合併を含む新設の証券会社には、既存の証券会社との競争が待ち構えているが、FTZや金融総合改革試験区で今後行われるクロスボーダー証券投資に関わる資産管理業務を商機の一つとして捉えていることが背景にある。
6. 個人金融資産の蓄積も着実に進み、中国国内の投資家の国際分散投資のニーズも高まる中、外資の証券業への進出条件の緩和とも関わる中国全土やFTZでのネガティブリスト方式の採用及び米中投資協定の動向が今後も注目される。

I 香港資本を中心に最大で証券会社 19 社の新設が計画中

2016年9月30日、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）は、定期的に開示している証券会社・基金管理会社・先物会社の新設や海外子会社の設立、主要株主・支配株主の変更、ライセンスの変更に関する各社の申請状況と証監会の審査状況を公表した¹。

この開示情報によると、証券会社については、2015年12月以降、計17社が新設に向けた申請書類を提出し、証監会もこれを順次受理していることが判明した。証券会社の新設は、既に認可が出ている2社を含めると19社となり、2015年12月末時点で設立されている125社を基に、全て新設が認可されれば、最大で144社と、社数で従来よりも15%強増加することとなる。証券会社の新設のスピードが高まっている。

また、新設計画中の証券会社19社のうち、11社が合弁であることが判明しており、そのうち香港資本の出資が10社あることが特徴である。これらは、香港資本による合弁証券会社新設の条件を優遇する制度を使ったものである。本稿では、香港資本への優遇制度と同制度を使った合弁証券会社の新設の計画及び狙い、またこれに対する既存の合弁証券会社の動向と外資の証券業への進出に向けた制度上の課題について考察する。

II 証券業への外資進出規制と香港資本への優遇制度

1. 証券業への外資進出規制の経緯と内容

1) WTO（世界貿易機関）加盟前後の動き

外資（外国資本）による中国での証券会社の設立は、2001年の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。外資参入は、主に合弁会社設立の方式で、WTO加盟時は33%が外資出資上限であった。また、合弁証券会社に当初認められたのは引受業務のみで、中資（中国資本）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。これに対し、WTO加盟以前に認可された合弁証券会社には、例外的に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いた。

その後、2012年10月11日、この年の米中戦略・経済対話での合意事項（中国側公約内容）を受け、証監会は「外資の証券会社設立への参入規則」を改正し（即日施行）²、合弁証券会社の設立規制が一部緩和された。

¹ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306208/slkqgs/201509/t20150929_284559.htm

² http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306201/201210/t20121016_215866.htm

2) 現在の証券業への外資進出規制の内容

証券業に限らず、中国でのこれまでの外資導入政策は、ポジティブリスト方式で、投資分野を奨励・制限・許可の3類型に分け、具体的な投資分野を列挙して管理してきている。実務上は、国家発展改革委員会と商務部が、外資によって投資可能な分野を列挙する「外商投資産業指導目録」を制定し、大枠を決めている。同目録の改正版は、2015年3月10日に公表されている³。前述の改正後の規則と目録に基づく、外資による合弁証券会社設立の条件は以下の通りとなる（図表1）。

(1) 出資比率

外資出資比率は49%が上限となる。

また、単独の外資による上場内資（国内資本系）証券会社の株式保有比率（直接保有と間接支配を含む）は20%を超えてはならない。同時に、外国人投資家全体による上場内資系証券会社の株式保有比率（直接保有と間接支配を含む）は25%を超えてはならない。

(2) ライセンス内容

①人民元普通株（A株）の引受・スポンサー業務、②外資株の引受・スポンサー業務・ブローカレッジ業務、③政府債券・公司債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディング業務に限定されている。但し、合弁会社設立後、経営期間が満2年を経過すれば、ライセンス内容の拡大を申請できる。

図表1 証券業への外資参入規制（2016年7月時点）

	外商投資産業指導目録 (2015年改正)		外商投資FTZネガティブリスト (2015年版)	CEPA第10次補充協定 (地域限定型)	CEPA第10次補充協定 (金融改革試験区型)	
	分類	全国が対象	上海市、天津市、広東省、 福建省が対象	上海市、広東省、深圳市が対象	金融改革試験区が対象	
証券会社	制限	外資出資比率が49%を超えない。	外資出資比率が49%を超えない。		香港資本金融機関の出資比率は最大49%。各試験区1社まで。	
		単独の外資による上場内資（国内資本系）証券会社の株式保有比率（直接保有と間接支配を含む）は20%を超えてはならない。同時に、外資全体による上場内資系証券会社の株式保有比率（直接保有と間接支配を含む）は25%を超えてはならない。	同左（制限類との位置づけ）。		香港資本金融機関の出資比率は最大51%。各地1社まで。	中国側単独株主が49%を保有するという要件は適用しない。
		①人民元普通株（A株）の引受・スポンサー業務、②外資株の引受・スポンサー・ブローカレッジ業務、③政府債券・公司債の引受・スポンサー・ブローカレッジ・トレーディングに限定。	同左（制限類との位置づけ）。		フルライセンスが可能。	フルライセンスが可能。
		合弁会社設立後、経営期間が満2年を経過すれば、ライセンス内容の拡大を申請できる。	同左（制限類との位置づけ）。		—	—
		中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定される。	中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定されない（上海金融改40条）。	中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定されない。	—	—

（出所） 国務院、国家発展改革委員会、商務部、中国证券监督管理委员会、香港貿易發展局より野村資本市場研究所作成

³ http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/201503/t20150313_667332.html

(3) 中国側合弁パートナー

中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定され、そのうち 1 社は最低 49% を保有する。

2. 自由貿易試験区での実験

1) ネガティブリスト方式の採用

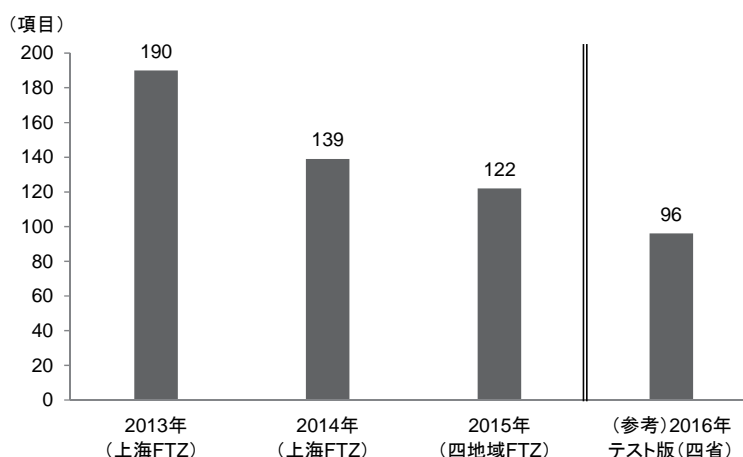
証券業に限らないが、従来のポジティブリスト方式の下で新たな産業に外資を導入するためには、その都度、関連ルールの改正が必要で、かつ改正には時間も要することとなる。中国政府としても、この点を外資導入の機会コストとして捉え、対応策を講じる必要性を認識していた。

このため、2013 年 11 月の中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議で採択された改革プランや、同会議を踏まえ 2016 年 3 月に承認された第 13 次 5 ヶ年計画（2016～2020 年）では、従来の外資導入政策を転換し、ネガティブリスト方式を採用し、投資分野に原則制限を設けず、制限は例外扱いとして管理する方向性を打ち出している。ネガティブリスト方式とは、投資分野に原則制限を設けず、制限は例外扱いとして管理する方法である。

2) 自由貿易試験区でも外資の証券業進出は引き続き制限類

ネガティブリスト方式は、2013 年 10 月から上海市で始まった自由貿易試験区（Free Trade Zone、FTZ）での実験で、外商投資企業向けに初めて適用された（外商投資 FTZ ネガティブリスト）。2013 年の FTZ 始動当初は、190 項目がネガティブリストに設定され、2014 年には 139 項目まで減少した（図表 2）。その後、2015 年 3

図表 2 外商投資 FTZ ネガティブリストの推移



(出所) 国務院、中国（上海）自由貿易試験区、国家發展改革委員会より
野村資本市場研究所作成

図表 3 合併証券会社の設立状況（累計認可ベース）

	合併会社名(合併継続中)	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 49%
2	光大証券	1996年4月	中国光大集団 株式会社ほか	中国光大ホールディングス 33.3% ⇒2004年4月29日、商務部が外商投資株式会社有限公司への変更を認可 ⇒その後、2015年8月の第三者割当増資により出資比率は29.16%に低下
3	中銀国際証券	2002年1月	(省略)	中銀国際ホールディングス 49%
4	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%
5	瑞銀証券	2006年6月	北京証券	UBS 北京証券へ20%出資
6	瑞信方正証券	2008年6月	方正証券	クレディ・スイス 33%
7	中徳証券	2009年1月	山西証券	ドイツ銀行 33%
8	華英証券	2011年5月	国聯証券	RBS 33% ⇒2015年6月29日、江蘇証監局が交銀国際ホールディングスへの持分譲渡を認可
9	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・チェース 33%
10	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%
11	東方花旗証券	2012年6月	東方証券	シティグループ 33%

	合併会社名(合併解消済)	設立時期	中国側 パートナー	外資パートナー/持分
1	財富里昂証券(当初、華欧国際証券)	2002年12月 ⇒2014年8月合併解消	財富証券(当初、湘財証券)	クレディ・リヨネ 33% ⇒2014年8月22日、上海華信国際集団が持分買取、上海華信証券に社名変更
2	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% ⇒2007年1月、長江証券が持分買取、長江承銷保荐有限公司に社名変更
3	海際大和証券	2004年6月 ⇒2014年6月合併解消	上海証券	大和証券キャピタル・マーケット 33% ⇒2014年7月15日、上海証監局が上海証券への持分譲渡を認可

(出所) 各社公表資料等より野村資本市場研究所作成

月から FTZ の実験対象地域が天津市、福建省、広東省に拡大されたことを受け、ネガティブリストは 122 項目まで減少したものの、証券業は中央レベルと同様の「制限類」に分類されている。

これは、出資比率、ライセンス内容ともに、外資の証券業への進出に対しては FTZ でも中央レベルと同様の規制が課されていることを意味しており、外資にとって、決して魅力的な設立条件とはなっていない。2015 年末までに設立が認可された合併証券会社を見ても、累計 14 社（うち 3 社は合併解消済）となっているが、2012 年 6 月のシティグループが直近では最後の設立事例である（図表 3）。上記の同年 10 月の設立条件の規制緩和後も、新設の動きは特に無いままであった。

3. 香港資本への優遇制度

1) CEPA の枠組み

以上の中央レベルや FTZ での証券業への外資進出規制に対し、香港資本に対して

は、中国本土－香港間の経済貿易緊密化協定（Closer Economic Partnership Arrangement、CEPA）の枠組みの下で、優遇制度が別途設けられている。

CEPA とは、2003 年春の SARS（新型肺炎）禍でダメージを受けた香港を支援するために始まった中国本土－香港間の貿易の自由化や経済協力の強化を目的とした協定で、同年 6 月 29 日に調印され、2004 年 1 月 1 日に施行されている。CEPA は、その後、貿易自由化の対象範囲の拡大、特にサービス貿易の拡大による中国での対外開放の新たな実験の枠組みとして、補充協定の締結という形で内容も拡大されてきた。

2) 証券業での香港資本への優遇制度の内容

証券業については、CEPA の締結から 10 周年を迎えた 2013 年の 8 月 29 日に締結された第 10 次補充協定で、以下の 2 つに分類される優遇策が設定された（前掲図表 1）。

(1) 地域限定型

一つは、上海市、広東省、深圳市で設立する合弁証券会社を対象とした優遇制度で、筆者はこれを「地域限定型」と命名する。地域限定型の優遇制度の内容は、①香港資本金融機関の出資比率は最大 51%で、各地で 1 社まで設立可能、②フルライセンスが可能、③中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定されない、となっている。香港資本の金融機関に対しては、出資比率で過半数を確保した上で、中国の証券会社以外の資本とライセンスの範囲を拡大した上で、合弁証券会社の設立申請を行うことが可能となった。

(2) 金融改革試験区型

中国各地で国务院（内閣）により設定されている金融改革試験区で設立する合弁証券会社を対象とした優遇制度で、筆者はこれを「金融改革試験区型」と命名する。金融改革試験区型の優遇制度の内容は、①香港資本金融機関の出資比率は最大 49%で、各試験区で 1 社まで新規設立可能、②フルライセンスが可能、③中国側合弁パートナーは、中資系証券会社に限定されず、中国側単独株主が 49%を保有するという要件は適用しない、となっている。香港資本の金融機関に対しては、49%の出資比率が上限とはなるが、ライセンスの範囲を拡大した上で、複数の中国側株主と合弁証券会社の設立申請を行うことが可能となった。

Ⅲ 新たな合併証券会社の設立計画

1. 香港資本向け優遇制度を使った合併証券会社の設立認可

1) 2016年3月に第一号の「申港証券」の設立を認可

香港資本向け優遇制度を使った合併証券会社の第一号は、2016年3月14日、証監会から設立認可が発表された「申港証券」である⁴。同社（登録資本金 35 億元）には、香港の上場会社である民信金控有限公司（民信金融ホールディングス）が 15%、同じく香港の上場会社で民衆金融科技ホールディングス有限公司の子会社である民衆証券有限公司が 15%、香港の投資会社である嘉泰新興資本管理有限公司が 4.85%と、計 34.85%を出資する（図表 4）。中国側は、上海や北京のファンド管理会社や投資会社を筆頭に、計 11 社が 65.15%を出資する。登記地は、中国（上海）自由貿易試験区（上海 FTZ）となる。

申港証券のライセンスは、証券の①ブローカレッジ業務、②引受・スポンサー業務、③トレーディング業務、④資産管理業務となっており、中央レベルの規制とは異なり、A 株のブローカレッジ業務とトレーディング業務が最初から認められ、資産管理業務も「証券」と業務の対象を幅広く読める形で設立当初の段階から行うことができる。

申港証券が CEPA 第 10 次補充協定に定めるとの優遇制度を使って設立されるかについて、2016年3月18日、証監会は、金融改革試験区型であると説明している⁵。また、経営期間が満一年を経過すれば、その他の証券業務のライセンスを申請することができ、フルライセンスの証券会社になることができるとしている。申港証券で想定されるビジネスプランについては、特に明記された資料は現時点ではまだ公表されていない。その後、申港証券は同年 10 月 18 日に開業した。

2) 続いて約 1 ヶ月後に第二号の「華菁証券」の設立を認可

続いて、「申港証券」の設立認可発表の約 1 ヶ月後に、第二号の「華菁証券」の設

図表 4 証券会社の新設リスト（認可済）

順番	証券会社名	登記地	登録 資本金	主要株主(外資)		主要株主(中資)		申請状況	利用スキーム	申請ライセンス
				出資比率	出資比率					
1	申港証券	中国(上海) 自由貿易 試験区	35億元	民信金控有限公司 (*香港の投資会社)	15%	養領国際投資基金(上海)有 限公司(*上海のファンド管 理会社)	10%	2016年3月14日に設立 認可、向こう6か月以内 に工商行政管理局への 登記を完了させる必要 あり	CEPA第10次 補充協定(金 融改革試験区 型)	証券のブローカレッジ業務、 引受・スポンサー業務、ト レーディング業務、資産管理 業務
				民衆証券有限公司 (*香港の証券会社)	15%	上海長甲投資有限公司(*上 海の民間投資会社)	10%			
				嘉泰新興資本管理有 限公司(*香港の投 資会社)	4.85%	中誠信投資有限公司(*北 京のVC管理会社)	10%			
2	華菁証券	上海市	10億元	万誠証券有限公司 (*香港の証券会社)	49%	上海光線投資持株有限公 司(*上海のメディア商品開発、 メディア業界投資会社)	46.1%	2016年4月20日に設立 認可、向こう6か月以内 に工商行政管理局への 登記を完了させる必要 あり	CEPA第10次 補充協定(う ち地域限定型 を利用の可能 性あり)	証券のブローカレッジ業務、 投資顧問業務、引受・ス ポンサー業務、資産管理業務
						無錫群興株權投資管理有限 公司(*無錫の投資会社)	4.9%			

(出所) 中国証券監督管理委員会より野村資本市場研究所作成

⁴ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306208/201603/t20160315_294243.htm

⁵ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201603/t20160318_294491.html

立認可が証監会から発表された⁶。同社（登録資本金 10 億元）には、香港の証券会社である万誠証券有限公司が 49%を出資し、中国側は、上海及び無錫の投資会社の計 2 社が 51%を出資する。登記地は、上海市となる。

華菁証券のライセンスは、証券の①ブローカレッジ業務、②投資顧問業務、③引受・スポンサー業務、④資産管理業務となっており、申港証券のようにトレーディング業務は含まれていないが、投資顧問業務が入っていることが特徴である。申港証券同様、経営期間が満一年を経過すれば、その他の証券業務のライセンスを申請することができ、フルライセンスの証券会社になることができることで共通している。万誠証券の親会社は、北京に本部を置く華興資本であり、2004 年から私募による資金調達業務を始め、香港やニューヨークで証券ライセンスを取得している独立系ブティック型投資銀行である。中国国内での証券ライセンスを保有することで、クロスボーダー証券取引に参画していく狙いがあると見られる。

なお、華菁証券が CEPA 第 10 次補充協定に定めるとの優遇制度を使って設立されるかについては、公開情報からは明らかではないが、地域限定型が適用されている可能性もある。

2. 申請中の合弁証券会社の設立計画

1) 香港資本では 5 社が合弁証券会社の設立を計画中

既に設立認可済の 2 社以外では、2015 年 12 月から 2016 年 9 月にかけて 17 社が証券会社の新設の申請書類を証監会に提出している（図表 5）。これらの 17 社のうち、8 社が香港資本による合弁証券会社となっており、合弁の親会社がプレスリリース等を出している 3 社の設立計画は、申請順に以下の通りとなる。

(1) HSBC による合弁証券会社設立計画

1 社目が、「匯豊前海証券」（仮称）である。同社は、HSBC と、金融改革試験区⁷や FTZ にも指定されている深圳市前海地区の金融投資会社である深圳前海金融控股有限公司との合弁となる。

HSBC のプレスリリース⁸によれば、合弁証券会社は CEPA 第 10 次補充協定の「地域限定型」の優遇制度を利用して設立するとしており、HSBC が最大 51%を出資し、段階的にフルライセンスを取得していく戦略と見られる。

また、プレスリリースでは、①HSBC は、RQFII（人民元建て適格外国機関投資家）や上海・香港ストックコネクト等を通じて、中国の資本市場の発展を積極的に支援していること、②HSBC は、中国銀行間債券市場で初めて人民元建て債券を発行した海

⁶ http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306208/201604/t20160421_296299.htm

⁷ 関根栄一「中国・深圳前海地区での金融自由化に向けた実験のスタート」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号。

⁸ www.about.hsbc.com.cn/~media/china/zh-cn/news-and-media/20151102.pdf

図表 5 証券会社の新設リスト（申請中）

順番	証券会社名	登記地	登録 資本金	主要株主(外資)		主要株主(中資)		申請状況	利用スキーム	申請ライセンス
				出資比率	出資比率					
1	匯豐前海証券	深圳市 前海地区	n.a	HSBC	最大51%	深圳前海金融控股有限公司 (*深圳前海の金融投資会社)	n.a	2015年12月17日、証監会 は設立申請書類を受理	CEPA第10次 補充協定(地 域限定型)	フルライセンス
2	大華銀陸金 (雲南)証券	雲南省・広西 チワン族自治 区沿辺金融総 合改革試験区	10億元	大華銀香港公司 (*シンガポールUOB 系の香港証券会社)	n.a	雲南金融控股投資基金股份有 限公司(*雲南の投資会社) 陸家嘴国際信託 (*上海陸家嘴グループ傘下)	n.a	2016年3月11日、証監会 に設立申請書類を提出	n.a	n.a
3	温州衆鑫証券	温州市金融総 合改革試験区	n.a	—	—	温州の民間資本	n.a	2016年3月15日、証監会 に設立申請書類を提出	n.a	n.a
4	雲鋒証券	上海	30億元	瑞東集団(*ネット大 手・アリババグループ 系の香港上場会社)	43%	杭州禾博士(*上海の投資会 社・巨人投資の子会社) 江蘇魚躍科技(*江蘇の電子商 品開発会社)	30% 27%	2016年4月22日、証監会 に設立申請書類を提出	CEPA第10次 補充協定(地 域限定型)	証券のブローカレッジ業務、ト レーディング業務、投資顧問 業務、引受・スポンサー業 務、資産管理業務
5	東亜前海証券	深圳市 前海地区	15億元	東亜銀行	n.a	銀之深科技株式有限公司 (*深圳のIT企業) 深圳前海金融控股有限公司 (*深圳前海の金融投資会社)	26.1% n.a	2016年6月27日、証監会 は設立申請書類を受理	CEPA第10次 補充協定(金 融改革試験区 型)	証券のブローカレッジ業務、 引受・スポンサー業務、資産 管理業務、信用取引業務
6	広東東港証券	広東省広州市 南沙区	15億元	尚乘資産管理 (*LR Capitalに買収さ れた尚乘集団子会 社)	51%	広東蓉勝超微線材(*広東の ファインエナメル線メーカー) 深圳市創盛資産管理(*深圳の 投資会社)	30% 19%	2016年5月3日、証監会に 設立申請書類を提出	n.a	証券のブローカレッジ業務、 投資顧問、証券取引・投資活 動に関連する財務顧問業 務、引受・スポンサー業務、ト レーディング業務、資産管理 業務、信用取引、証券投資基 金の代理販売、金融商品の 代理販売、先物会社に提供 する中間業務、証券投資基 金のカスタディ業務、株式オ プションのマーケットメイク 業務、その他業務
7	横琴海牛証券	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2016年7月12日、証監会 は設立申請書類を受理	n.a	n.a
8	嘉実証券	n.a	n.a	n.a	n.a	嘉実基金管理有限公司(*ドイツ 銀行グループのドイチェ・アセッ ト・マネジメントとの合併)	n.a	2016年6月7日、証監会に 設立申請書類を提出	n.a	n.a
9	粵港証券	中国(広東) 自由貿易 試験区・広州 南沙新区片区	35億元	高信証券 (*香港の証券会社) 恒明珠証券 (*香港の証券会社) 偉祿美林証券 (*香港の証券会社)	10% 10% 10%	広東粵財投資控股有限公司 (*広東の国有投資会社) 深圳市弘景投資有限公司 (*深圳の実業投資会社) 保利物業管理有限公司 (*広州の不動産管理会社)	40% 20% 10%	2016年7月11日、証監会 は設立申請書類を受理	CEPA第10次 補充協定(うち 金融改革試験 区型を利用の 可能性あり)	証券のブローカレッジ業務、 引受・スポンサー業務、資産 管理業務、トレーディング業 務、信用取引業務、投資顧問 業務、証券取引・投資活動に 関連する財務顧問業務
10	百富証券	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2016年6月8日、証監会に 設立申請書類を提出	n.a	n.a
11	陽光証券	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2016年6月13日、証監会 に設立申請書類を提出	n.a	n.a
12	金港証券	広西チワン族 自治区	10億元	滙盈証券 (*香港上場の VCグループ傘下 の証券会社)	44.5%	広西金融投資集団(*広西チワ ン族自治区政府の金融投資会 社) 広西瀚徳(*広西の民営企業) 北京合源(*投資ファンド)	45.52% 4.99% 4.99%	2016年7月25日、証監会 に設立申請書類を提出	CEPA第10次 補充協定(金 融改革試験区 型)	証券のブローカレッジ業務、 証券取引・投資に関する顧問 業務、引受・スポンサー業 務、トレーディング業務、資産 管理業務、保証金取引、証券 商品・基金の代理販売、先物 会社向け代理サービス、証券 投資基金のカスタディ業務、 証券・先物のマーケットメイク 業務、その他業務
13	豪康証券	n.a	n.a	n.a	n.a	福建豪康金融控股集团有限公 司(*福建省の金融持ち株会社)	n.a	2016年8月9日、証監会に 設立申請書類を提出	n.a	n.a
14	恒贏証券	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2016年8月12日、証監会 に設立申請書類を提出	n.a	n.a
15	聯信証券	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2016年8月12日、証監会 に設立申請書類を提出	n.a	n.a
16	金園統一証券	中国(福建)自 由貿易試験 区・アモイ地区	12億元	統一総合證券(股) 公司(*台湾の証券会 社)	49%	アモイ金園投資集団有限公司 (*アモイの国有資本投資プラ ットフォーム)	51%	2016年9月8日、証監会に 設立申請書類を提出	中国(福建)自 由貿易試験区 (2015年4月8 日付國務院通 知)	証券業務及び証監会が批准 したその他の業務
17	方圓証券	江蘇省・昆山 試験区	15億元	軟庫中華金融服務有 限公司(*香港の金融 サービス会社)	26%	蘇州柯利達集団有限公司(*蘇 州の建築装飾、新エネルギー開 発等多様な事業を営む会社) 蘇州柯利達装飾股份有限公司 (*上記グループ傘下の建築装 飾会社) 昆山高新集団有限公司(*江蘇 省昆山市の投資会社)等	30% 19.50% 24.50%	2016年9月22日、証監会 に設立申請書類を提出	CEPA第10次 補充協定(金 融改革試験区 型)	証券のブローカレッジ業務、 投資顧問業務、引受・スポン サー業務、資産管理業務

(注) 2016年9月30日時点。

(出所) 中国証券監督管理委員会、各種資料より野村資本市場研究所作成

外商業銀行であること、を強調した上で、中国の資本市場を、重要な資金調達ルートとなっているだけでなく、国内外の資産管理業者に対し投資機会を提供しているものとして位置付けている。こうした説明から、HSBCは、合併証券会社を通じて、海外の発行体による中国資本市場での資金調達や、国内外の投資家に対するクロスボーダー証券投資サービスを提供していく狙いがあると見られる。

(2) 東亜銀行による合併証券会社設立計画

2社目が、「東亜前海証券」である。中国側株主の開示資料⁹によれば、同社（登録資本金 15 億元）は、香港の東亜銀行の出資比率は明かされていないが、銀之潔科技株式有限公司（深圳の IT 企業）といった中国側株主の構成と同公司の出資比率 26.1%は開示されている。また、東亜銀行のプレスリリース¹⁰によれば、合併証券会社は、CEPA 第 10 次補充協定の優遇制度のうち、金融改革試験区型を利用して設立するとしている。

東亜前海証券のライセンスは、証券の①ブローカレッジ業務、②引受・スポンサー業務、③資産管理業務、④信用取引業務となっており¹¹、フルライセンスの証券業務を展開する計画である。中国側株主の開示資料によれば、銀之潔科技株式有限公司は金融分野の IT 技術やサービスに進出している強みを生かすとしており¹²、合併証券会社では、特に資産管理分野でネット証券ビジネスが展開される可能性がある。

(3) 香港証券会社 3 社による合併証券会社設立計画

3社目が、「粵港証券」である。中国側株主の開示資料¹³によれば、同社（登録資本金 35 億元）には、香港の証券会社 3 社（高信証券、恒明珠証券、偉祿美林証券）がそれぞれ 10%、計 30%を出資する。中国側は、広東省の投資会社が 40%、深圳市の投資会社が 20%、上海上場の不動産会社である保利不動産が 10%、計 70%を出資する。合併証券会社は、中国（広東）自由貿易試験区（広東 FTZ）が登記地となっているが、CEPA 第 10 次補充協定にある優遇制度のうち、金融改革試験区型を利用する可能性がある。

粵港証券のライセンスは、証券の①ブローカレッジ業務、②引受・スポンサー業務、③資産管理業務、④トレーディング業務、⑤信用取引業務、⑥投資顧問業務、⑦証券取引・投資活動に関連する財務顧問業務となっている。

2) 異業種や合併投信会社からの参入も

申請中の証券会社には、これまでにない資本からの進出の計画も見られる。

その一つが「雲鋒証券」で、ネット大手のアリババグループの創業者が香港の上場会社を通じて参入しようとしているケースである。アリババグループは、中国での民営銀行のテスト 5 行の一つとして、浙江網商銀行を 2015 年に設立しており、ネット決済事業を中核に金融サービス全体をカバーしていこうという戦略と見られる。報道ベースでは、証券のブローカレッジ業務、トレーディング業務、投資顧問業務、引

⁹ <http://disclosure.szse.cn/finalpage/2016-04-22/1202216582.pdf>

¹⁰ <http://www.hkbea.com/pdf/sc/about-bea/new-release/2015/20151207c.pdf>

¹¹ <http://cybpdf.stcn.com/site2/20160616/8441924967435124011.PDF>

¹² 銀之潔科技株式有限公司は、既に金融情報、モバイルビジネス、データサービス、電子商取引、個人信用、ネット保険、モバイル決済等の各分野に進出していると説明している。

¹³ <http://www.polycn.com/relationship.aspx?tags=3&TypeID=1&newsid=20905>

受・スポンサー業務、資産管理業務といったフルライセンスを申請しているとされる¹⁴。

もう一つが「嘉実証券」で、合併基金管理会社（合併投信会社）である嘉実基金管理有限公司が参入しようとしているケースである。嘉実基金は、1999年3月に中国で最も早く設立された投信会社の一つで、2005年6月にはドイツ銀行グループのドイチェ・アセット・マネジメントが資本参画し、合併投信会社となっている。投信会社で、かつ外資系投信会社が間接的に出資して設立するケースは珍しく、どのようなビジネスプランを描いているのか、市場関係者は注目している。

IV 中国の証券業界の収益動向と既存の合併証券会社の存在感

1. 中国の証券会社の営業収入とその内訳

CEPA 第10次補充協定による合併証券会社が申請するライセンスの拡大は、これまでのように当初引受だけしか認められなかった方法よりも、設立当初より営業収入の基盤を固められる可能性につながろう。2015年は6月以降株式市場の暴落に見舞われたとは言え、中国における証券業界全体の営業収入は5,752億元と過去最高を記録し、2014年の2,603億元の2.2倍となった（図表6）。純利益は同様に2,448億元とやはり過去最高を記録し、前年の966億元の2.5倍となった。

営業収入の内訳を見ると、ブローカレッジが引き続き中心を占めており、2015年は営業収入全体の46.8%を占めている。一方、ブローカレッジの比率は、中長期的には低下傾向にあり、2011年以降は5割を切るようになってきている。

ブローカレッジに続き、構成比で次に大きいのが、2015年の場合、トレーディングの24.6%、信用取引の10.3%となっている。2016年1～6月の営業収入の内訳を見ると、統計の定義上、信用取引は利息純収入の中に分類されているものと思われるが、証監会の審査・認可ペース（件数、金額）に左右されやすい株式発行（IPO・増資）の引受手数料は別として、トレーディングと利息純収入の二つで証券会社の営業収入全体の26.4%を占めている。資産管理の構成比も、近年、徐々に上昇してきており、2016年1～6月は8.55%に達している。

図表6 中国証券会社の営業収入とその内訳

	2016年1-6月		2015年		2014年		2013年		2012年		2011年	
	金額(億元)	内訳	金額(億元)	内訳	金額(億元)	内訳	金額(億元)	内訳	金額(億元)	内訳	金額(億元)	内訳
営業収入	1,570.79	100.00%	5,751.55	100.00%	2,602.84	100.00%	1,592.41	100.00%	1,294.71	100.00%	1,632.31	100.00%
ブローカレッジ	559.76	35.64%	2,691.15	46.79%	1,049.47	40.32%	759.26	47.68%	504.03	38.93%	739.27	45.29%
投資顧問	23.33	1.49%	44.86	0.78%	22.38	0.86%	25.80	1.62%	11.52	0.89%	-	-
引受手数料	241.16	15.35%	393.41	6.84%	240.24	9.23%	128.67	8.08%	177.38	13.70%	211.55	12.96%
財務顧問	71.43	4.55%	138.04	2.40%	69.24	2.66%	44.75	2.81%	35.48	2.74%	-	-
資産管理	134.34	8.55%	274.92	4.78%	124.42	4.78%	70.23	4.41%	26.80	2.07%	38.69	2.37%
トレーディング	244.86	15.59%	1,413.73	24.58%	710.32	27.29%	305.58	19.19%	290.14	22.41%	220.20	13.49%
信用取引	-	-	591.26	10.28%	446.13	17.14%	184.56	11.59%	52.57	4.06%	-	-
利息純収入	169.04	10.76%	-	-	-	-	-	-	-	-	231.46	14.18%
その他	126.87	8.08%	123.08	2.14%	32.28	1.24%	73.57	4.62%	196.67	15.19%	191.14	11.71%
純利益	624.72	-	2,447.63	-	965.54	-	440.21	-	329.30	-	460.97	-

（出所）中国証券業協会、『中国証券業発展報告』各年版より野村資本市場研究所作成

¹⁴ <http://usstock.jrj.com.cn/2016/02/06085720543526.shtml>

2. 既存の合弁証券会社の業績ランキング

1) 営業収入

新規で設立認可を取得したり、証監会に設立申請中の合弁証券会社では、CEPA 第10次補充協定の優遇制度の下、申請ライセンスの中にトレーディングや資産管理が入っている。中国証券業協会の2015年の統計に基づく、同年末時点の125社を対象とした業績ランキングによると、同年の営業収入（単体ベース）で上位10社に入る合弁証券会社は無く、第11位に（中国の）光大グループの香港法人が出資する光大証券（133.2億元）が出てくる（図表7）。

以降、第23位に米TPG・KKRやシンガポールのGIC等が出資する中国国際金融（60.3億元）、第32位に中国銀行の香港子会社が出資する中銀国際証券（46.5億元）、第84位にUBSが出資する瑞銀証券（12.1億元）、第97位にドイツ銀行が出資する中徳証券（7.7億元）、第98位にシティグループが出資する東方花旗証券（7.1億元）、第106位にモルガン・スタンレーが出資する摩根士丹利華鑫証券（5.4億元）、第109位にゴールドマン・サックスが出資する高盛高華証券（5.1億元）、第115位に（中国の）交通銀行の香港子会社が出資する華英証券（3.3億元）、第118位にJ.P.モルガン・チェースが出資する第一創業摩根大通証券（2.5億元）、第122位にクレディ・スイスが出資する瑞信方正証券（1.7億元）が続く。上位10社の営業収入計は2,553億元と全体に占める割合は44.4%であるのに対し、合弁証券会社11社は計285億元と全体の5%に過ぎない。

2) トレーディング収入

営業収入のうち、トレーディング収入（連結ベース）を見ると、第2位に東方花旗証券を含む東方証券グループ（89.8億元）が入っている。中国のWTO加盟前の1995

図表7 中国証券会社・収益ランキング（2015年）

営業収入(単体ベース)		トレーディング収入(連結ベース)		受託資産管理業務純収入(連結ベース)				
順位	会社名	金額(億元)	順位	会社名	金額(億元)	順位	会社名	金額(億元)
1	中信証券	340.9	1	中信証券	165.6	1	申万宏源証券	19.6
2	国泰君安証券	298.3	2	東方証券/東方資産管理/東方花旗証券	89.8	2	中信証券	17.5
3	国信証券	273.6	3	国泰君安証券	85.5	3	国泰君安証券	15.2
4	広発証券	272.4	4	広発証券	82.8	4	海通証券	14.1
5	海通証券	256.9	5	海通証券	65.4	5	東方証券	14.1
6	銀河証券	249.2	6	申万宏源証券	55.1	6	華泰証券	12.0
7	申万宏源証券	233.4	7	招商証券	54.9	7	広発証券	11.6
8	招商証券	231.8	8	国信証券	52.0	8	招商証券	10.6
9	華泰証券	216.1	9	華泰証券	50.2	9	光大証券/上海光大証券資産管理	9.6
10	中信建投証券	180.0	10	銀河証券	42.8	10	興業証券	8.0
上位10社合計		2,552.8	上位10社合計		744.2	上位10社合計		132.4
11	光大証券(光大グループ系)	133.2	12	光大証券/上海光大証券資産管理	30.9	17	中銀国際証券	5.6
23	中国国際金融(米TPG・KKR、GIC等系)	60.3	22	中国国際金融	16.5	24	中国国際金融	4.1
32	中銀国際証券(中国銀行系)	46.5	36	中銀国際証券	9.5	84	瑞銀証券	0.01
84	瑞銀証券(UBS系)	12.1	38	第一創業証券/第一創業摩根大通証券	9.4			
97	中徳証券(ドイツ銀行系)	7.7	46	山西証券/中徳証券	5.7			
98	東方花旗証券(シティグループ系)	7.1	52	北京高華証券/高盛高華証券	5.2			
106	摩根士丹利華鑫証券(モルガン・スタンレー系)	5.4	78	華鑫証券/摩根士丹利華鑫証券	2.1			
109	高盛高華証券(ゴールドマン・サックス系)	5.1	88	瑞銀証券	1.0			
115	華英証券(交通銀行系)	3.3						
118	第一創業摩根大通証券(J.P.モルガン系)	2.5						
122	瑞信方正証券(クレディ・スイス系)	1.7						

(注) 網掛けは合弁証券会社。

(出所) 中国証券業協会より野村資本市場研究所作成

年 4 月に設立された中国国際金融や、2002 年 1 月に設立された中銀国際証券は、設立当初から特例でフルライセンスを取得しているが、2015 年は、前者が第 22 位、後者は第 36 位であり、収入金額も個々の上位 10 社には及ばない。

中国の WTO 加盟後に設立された欧米系の合弁証券会社のうち、トレーディング業務のライセンスを単体で有する瑞銀証券でも、2015 年のトレーディング収入は第 88 位（1.0 億元）に過ぎない。

3) 受託資産管理業務純収入

同様に、受託資産管理業務純収入（連結ベース）を見ると、第 9 位に光大証券グループ（9.6 億元）が入っている。他の合弁証券会社では、第 17 位に中銀国際証券（5.6 億元）、第 24 位に中国国際金融（4.1 億元）、第 84 位に瑞銀証券（107 万元）が入っている。

3. 新設の合弁証券会社が期待する市場環境・制度改革

1) 重要なクロスボーダー証券投資制度

以上の通り、新設の合弁証券会社が設立当初からトレーディング業務や資産管理業務のライセンスを取得したとしても、既存の証券会社との間で厳しい競争が待っていることが分かる。それでも、新設の動きがあるのは、CEPA 第 10 次補充協定に定める優遇制度に加え、FTZ や金融総合改革試験区で今後行われるクロスボーダー証券投資に関わる資産管理業務を商機の一つとして捉えているためと考えられる。

2015 年の対内・対外証券投資のフローを見ると、対内証券投資は、2014 年の 932 億ドルに対し、2015 年は 67 億ドルに大きく減少する一方、対外証券投資は、2014 年の 108 億ドルに対し、2015 年は 732 億ドルと大きく増加した。この結果、2015 年の中国の対内・対外証券投資相殺後の証券投資は 9 年ぶりの純流出となり、純流出金額は 665 億ドルに及んだ。2016 年に入ってからでも、対内証券投資よりも対外証券投資の方が上回る状況が続いており、同年 1~3 月の対内証券投資は 189 億ドルの流出、対外証券投資は 220 億ドルで、相殺すると純流出金額は 409 億ドルとなっている。

中国は、2016 年から 2020 年までの第 13 次 5 ヶ年計画で、資本市場の双方向の開放を実現することを目標に掲げており、既に新たな取引制度を導入している。この新制度の下でも、純流出の傾向が確認できる。一つ目が、2014 年 11 月から始まった上海・香港ストックコネクトであり、導入当初、香港サイドから上海株への総投資枠（対内証券投資）として 3,000 億元、上海サイドから香港株への総投資枠（対外証券投資）として 2,500 億元が設定された。当該総投資枠は、2016 年 8 月 16 日の中国・香港の両証監会の深圳・香港ストックコネクトの共同公告時に撤廃されているが¹⁵、同時点の総投資枠の消化率は、上海株の 50.1%に対し、香港株は 81.9%となっている。

¹⁵ 一日当たりの投資枠は引き続き残る。

二つ目が、2015年12月から登録が始まった中国本土・香港ファンド相互販売制度であり、香港サイドから中国本土の公募投信の購入（対内証券投資）、中国本土サイドから香港の公募投信の購入（対外証券投資）を進めるもので、それぞれ3,000億元の総投資枠が設定されている。2016年8月末時点で中国本土ファンドの累計純購入額は8,176万元であるのに対し、香港ファンドの累計純購入額は78億2,792億元となっており、対外証券投資が対内証券投資を大きく上回っている。

今後、上海 FTZ や（浙江省）温州市の金融総合改革試験区では、個人の対外投資のテストを行う計画であるが、細則はまだ出ておらず、実現のスケジュールは見えていない。2015年以來（特に夏以降）、中国国内の株式市場が低迷する中で、中国の金融当局は、海外への資産配分を促す QDII（適格外国機関投資家）のライセンスの新規認可や運用枠の増額に慎重な姿勢を取っている。その一方、国際分散投資に対する中国国内の投資家のニーズが続く中、また双方向の資本市場の開放という政策的な方向性の中、新設の証券会社としては、2016年にも導入される深圳・香港ストックコネクトや、中国と英国の当局が研究中の上海・ロンドンストックコネクトの動きを見守るほかなかろう。

2) 個人金融資産の動向

新設の証券会社が設立当初から資産管理業務を申請するもう一つの背景が、中国の個人金融資産の規模拡大であろう。2016年6月30日にボストンコンサルティンググループと（中国の）興業銀行が公表した中国の PB 業務の年度報告¹⁶によれば、2015年末時点の個人の投資可能な金融資産は113兆円で、2020年末までには年平均12%成長の下、200兆元に達すると予測している。この間、保有資産600万元以上の富裕層（家計数）は、207万戸から388万戸へと年平均13%の伸び率を示すとしている。更に、同報告は、海外への資産配分比率も高まると予想している。具体的には、海外への資産配分比率は、現在の4.8%から2020年には約9.4%にまで高まり、新規で13兆元の海外への配分資産が生み出されるとしている。

中国の個人金融資産の統計は中国人民銀行が担当しているが、残高は2010年末までしか更新されていない。この数年間、市場が拡大している商業銀行が組成・販売する理財商品や証券会社が組成・販売する資産管理プランへの投資動向が把握されていないという制約はあるが、2010年末時点の個人金融資産の49兆4,832億元の内訳は、現金が7.6%、預金が63.8%と現預金が7割を占め、株式が11.4%、債券が0.5%、証券投資信託が1.5%、保険が10.6%、金融機関理財商品が3.0%、信託が0.6%となっている。最新の統計が待たれるが、2016年6月末で約59兆元に達した家計貯蓄の投資への転換に向け、新設の証券会社の資産管理業務のモデルが注目されるところである。

¹⁶ <http://www.bcg.com.cn/cn/newsandpublications/publications/reports/report20160630001.html>

V ネガティブリストの導入を引き続き注視

2016年から2020年までの第13次5ヵ年計画期間中、中国政府は、イノベーションを経済成長の原動力に据えるべく、金融仲介における直接金融の機能を活用していく方針である。中国国内では、株式発行登録制度改革や新興市場の活用が計画され、香港を中心とした中国企業による海外上場も続く見込みである。また、人民元のSDR（特別引出権）構成通貨採用を背景に、外国人投資家による国内債券市場への投資や、非居住者による国内人民元建て債券（パンダ債）の発行を促進し、人民元の国際化を引き続き促進していく方針でもある。こうした双方向の資本市場の開放を進めていくためには、中資系証券会社の国際化（海外拠点開設とその拡充）に加え、外資系証券会社の進出規制を緩和して、クロスボーダーの証券取引を円滑に行えるような業者規制が重要になってこよう。

CEPAの枠組みの下での香港資本に対する合弁証券会社の設立規制緩和は、その一步と言えるが、これを外資全体にいつどのように適用するかについて、海外の市場関係者は関心を持って見ている。また、証券業の外資開放の試金石となるのが、現在、中国政府が進めている投資制度のネガティブリスト方式への転換である。外資に対してはFTZの計4地域で「外商投資FTZネガティブリスト」としてテストされている一方、2018年の国内資本を含む全国でのネガティブリスト方式の採用に向け、2016年4月8日、国家発展改革委員会と商務部は、「市場参入ネガティブリスト草案（テスト版）」を公表した¹⁷。中国政府は、従来、外資に対しては「外商投資産業指導目録」を、国内資本に対しては「産業構造調整指導目録」を設定しているが、上記テスト版は、将来、全国展開を念頭に置きながら、天津市、上海市、福建省、広東省の4省（直轄市を含む）で先行してテストするとしている。

このテスト版では、参入禁止項目を96にまで減少したことも特徴であるが（前掲図表2）、制限類に設定された232項目の中には証券業を含む金融業も含まれている。金融業は、項目の分類では210～266の箇所に掲載されており、大きく分けて、①金融機関の設立規制と②金融サービスの取引規制の2つのカテゴリーに設定したように見える¹⁸。そのうち証券業の場合、証券会社の設立やライセンスの変更は、「審査・批准」事項とされている。他に、株式会社の公開発行（A株、B株）については、「審査・確認」（中国語では「核準」）事項とされている。証券業について、少なくとも2016年は、中国当局としては現行規制を継続していく方針と解釈するほかないが、一方で、中国は米国との間でネガティブリスト方式による投資協定の交渉を進めており、2016年6月中旬に双方でネガティブリストを交換し、直近では同年8月21日～28日、北京で第28回交渉を行っている¹⁹。また前後するが、同年6月6日～7日に北京で開催された第8回米中戦略・経済対話では、中国政府は、条件を満たした外国金融機関の証券会社への出資比率の上限を段階

¹⁷ http://www.sdpc.gov.cn/gzdt/201604/t20160408_797744.html

¹⁸ <http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbtz/201604/W020160411613212550227.pdf>

¹⁹ <http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ag/201609/20160901384830.shtml>

的に高めることを公約している²⁰。

今後の外資の証券業への進出条件は、①内外無差別のネガティブリスト方式の全国展開、②FTZで外資向けに行われているネガティブリスト方式のテスト、③米中投資協定での取扱いの3つの要素を同時に見ていく必要がある。香港資本以外の外資にとって魅力的な証券業への進出条件となるか、引き続き注目される。

²⁰ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201606/t20160612_2320973.htm