

中国銀河証券とマレーシア CIMB の提携を巡る動向

宋 良也、ラクマン ベディ グンタ

■ 要 約 ■

1. 中国政府が推し進める巨大な広域経済圏構想「一帯一路」の後押しもあり、中国企業による対外直接投資が増加する中、中国企業および中国金融機関の新興国への進出が注目されている。特に最近注目を集めているのは、中国の大手証券会社である中国銀河証券がマレーシア金融大手 CIMB グループ傘下の CIMB セキュリティーズ・インターナショナル（CIMBSI）の株式 50%を取得するという案件である。
2. 中国銀河証券は、中国国内でのブローカレッジ業務が強みである一方、引受業務及び資産管理業務の営業収入に占める割合は低く、業務の偏りが大きい。他方で、国内ブローカレッジ業務の競争が激しくなりつつあるため、CIMBSI への出資を通じて、ASEAN 諸国を中心に国際化を図ろうとしていると考えられる。
3. マレーシアで資産規模第 2 位の銀行の CIMB は、東南アジアを中心とした海外展開戦略を推進してきた。同行は、域内での事業強化を図るための一環として、海外の金融機関との戦略的提携に積極的に取り組んでいる。今般の中国銀河証券との提携は、CIMB のコスト削減や中国への進出機会の拡大が狙いといえる。
4. 中国本土の証券会社のグローバル化戦略は、これまで主に香港への進出を対象としていたが、今後は一帯一路沿線国へ進出する動きも加速しよう。中国や東南アジアの証券会社によるグローバル化が進展する中、中国銀河証券と CIMB にみられる戦略的な提携や M&A が今後増加すると考えられる。

I. はじめに

近年、中国の金融機関による ASEAN 地域への進出あるいは対外直接投資が注目されている。その中でも、2017 年 6 月 6 日に発表された香港・上海市場の上場企業であるチャイナ・ギャラクシー・セキュリティーズ（中国銀河証券）傘下のチャイナ・ギャラクシー・インターナショナル・フィナンシャル・ホールディングス（中国銀河国際金融）による、マレーシア金融大手 CIMB グループ・ホールディングス（CIMB）傘下で海外証券部門の CIMB セキュリティーズ・インターナショナル（CIMBSI）の株式 50%を 1.2 億ドル（133 億円）で取得した案件は代表的な事例である。この案件が注目を集めている理由として、

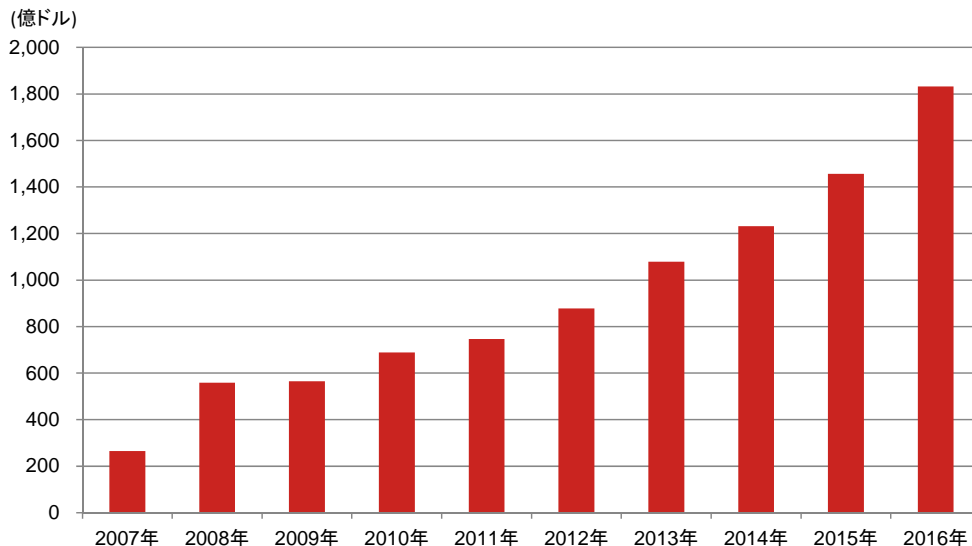
今後の中国証券会社のグローバル化に関する示唆を多く含んでいることが挙げられる。

本稿では、中国銀河証券と CIMB の各々の取組み、また CIMB と提携する意義と今後の見通しについて考察する。

Ⅱ. 拡大する中国企業の対外直接投資

中国において対外直接投資に向けた動きが活発化している。対外直接投資の金額（フロー）は 2007 年の 265 億ドルから、2008 年には 560 億ドルへと 2.1 倍増加し、2016 年には過去最高の 1,832 億ドルに達した（図表 1）。2016 年の地域別内訳（フロー）を見ると、アジアが約 1,303 億ドルで全体の 71% を占めており、そのうち香港を除くアジア諸国は 160 億ドルでアジア全体の 12% となっている¹。2016 年末の業種別の対外直接投資残高（ストック）では、リース及びビジネスサービス業²（35%）、金融業（13%）、卸売・小売業（13%）、鉱業（11%）、製造業（8%）が上位を占めている（図表 2）。そのうち、第 2 位の金融業は、中国の対外直接投資において重要な位置づけとなっている。この動向の背景として、①2008 年の世界金融危機でバランスシートを痛めた外国金融機関への出資・買収、②中国企業の技術の高度化や海外市場の開拓といった自社の成長戦略からの対外直接投資を推し進めたプッシュ要因による働き、③中国から海外への直接投資の規制緩和として、2014 年 10 月 6 日からネガティブリスト方式を採用した改正後の「対外投資管理弁法」の施行³、④対外経

図表 1 中国企業の対外直接投資額（フロー）の推移（2007～2016 年）



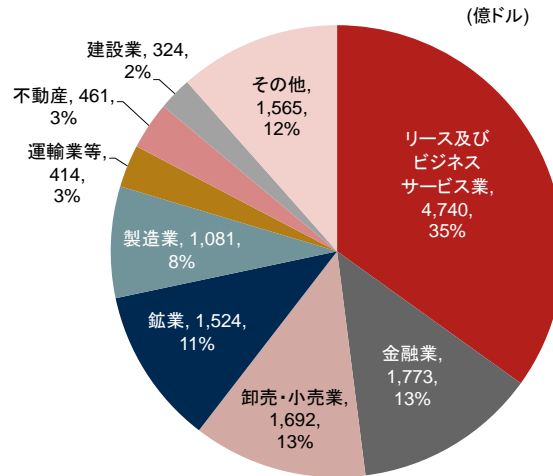
（出所）CEIC より野村資本市場研究所作成

¹ 中国企業による香港向けの投資には、中国国内資本が一旦海外投資を行う形で、最終的には外資優遇措置を狙って、中国国内に還流させる迂回投資も含まれている。詳細は、関根栄一「中国企業の対外直接投資の現状と展望」『野村資本市場クォーターリー』2009 年冬号参照。

² ビジネスサービス業とは、中国統計局において企業管理、投資・資産管理、弁護士事務所、会計士事務所、コンサルティング会社、マーケティング会社、広告、知的資産の関連事業、人材派遣会社等と定義されている。

³ 関根栄一「日本の地方経済から見た中国企業の対日直接投資」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号参照。

図表 2 中国企業の対外直接投資総額の業種別内訳（ストック）



(注) 2016 年末時点のデータ。

(出所) CEIC より野村資本市場研究所作成

済関係の拡大を主な目的とする中国政府の巨大な広域経済圏構想「一帯一路」への取組み、が挙げられる。

Ⅲ. 中国銀河証券の取組みについて

1. 中国銀河証券について

1) 国有証券会社の代表として設立

中国銀河証券の前身である中国銀河証券有限責任会社は、2000 年 8 月 22 日に国有銀行と大手保険会社 5 社⁴の 100%持株の信託会社⁵の証券業務部門と証券営業部門の合併により設立されたものである。設立から 2005 年の再編までの中国銀河証券有限責任会社は、100%国有資本の証券会社であった。

2005 年 8 月 8 日、国務院は中央匯金投資有限責任会社と財政部による中国銀河金融ホールディングス（中国銀河金融 HD）の共同設立を認可した。中国銀河金融 HD は、中国初の金融持株会社であり、中国における総合金融サービスモデルとして試験的な位置づけであった。その後、2007 年 1 月 26 日に、中国銀河金融 HD は機関投資家 4 社⁶と共同で原中国銀河証券有限責任会社のブローカレッジ業務及び投資銀行業務を 60 億元で買収し、中国銀河証券股份有限公司を設立した。同時に、原中国銀河証券有限責任会社を中国銀河投資

⁴ 中国工商銀行、中国銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、中国人寿保険会社の 5 社。

⁵ 原中国華融信託投資会社、原中国長城信託投資会社、原中国東方信託投資会社、原中国信達信託投資会社、原中国人保信託投資会社を指す。

⁶ 北京清華科技創投、重慶水務 HD、中国通用技術、中国建材の 4 社。

管理有限公司と改称し、主に投資業務と資産管理業務を担当する事業会社とした。

その後、中国銀河証券は香港証券取引所での上場を目指し、筆頭大株主の中国銀河金融HDが保有株式の一部を機関投資家30社及び個人投資家3名に譲渡するなどの準備を実施した。2012年に財政部の認可を得て、中国証券監督管理委員会（証監会）の北京証監局によるノーアクションレターも取得した上で、2013年5月22日、中国銀河証券は香港証券取引所に上場した。また、2017年1月23日には上海証券取引所にも上場し、登録資本金は101.37億元に増加した。

2) ブローカレッジ業務に優位性を持つ中国銀河証券

中国銀河証券は、主に国内で総合的な金融サービスを提供しており（図表3）、最も強みのある分野はブローカレッジ業務である。2016年末時点で、同社は業界No.1の数を誇る360カ所の支店・営業所を中国全土に展開しており、中国本土以外では26店舗及び先物業務営業所を持っている（主に香港）。同時点のリテール顧客数は前年比16.7%増の877万人に達している。また、従業員数は10,465名で、このうち8,078名はブローカレッジ業務に従事している。投資銀行業務（344名）とリサーチ業務（139名）の規模をはるかに超えており、同社がブローカレッジ業務に力を入れていることが明確である⁷。

中国の証券業界における中国銀河証券の位置づけを見ると、純資産残高では第5位（図表4）、営業収入では第8位、売買手数料の純収入では第10位となっている（図表5）。また、ブローカレッジ業務の純収入は、売買手数料の純収入の74.6%を占めており、大手証券会社の中ではトップである（図表6）。これは、同社がブローカレッジを中核業務としている証左と言えるが、一方で引受業務及び資産管理業務の営業収入に占める割合は他の証券会社と比べて著しく低く、総合的な金融サービスを提供する証券会社としては、業務の偏りが大きいとみられる。

図表3 中国銀河証券の主な業務内容

| | |
|---------------------------|---|
| ブローカレッジ及びトレーディング業務 | ブローカレッジ、ウェルスマネジメント、機関投資家向けセールス・リサーチ、信用取引・株式担保、トレーディング及びその他の証券取引 |
| 投資銀行業務 | 株式引受、債券引受、財務助言 |
| 投資管理業務 | 資産管理、プライベート・エクイティ、オルタナティブ投資 |
| 国際業務 | ブローカレッジ、投資銀行、投資管理、資産管理 |

（出所）中国銀河証券「2016年度決算報告書」より野村資本市場研究所作成

⁷ 中国銀河証券「2016年度決算報告書」を参照。

図表4 中国の証券会社の純資産残高ランキング（2016年12月末時点）

| 順位 | 会社名 | 純資産残高 (億元) |
|----|--------|---------------|
| 1 | 中信証券 | 935.04 |
| 2 | 国泰君安証券 | 803.38 |
| 3 | 海通証券 | 786.64 |
| 4 | 広発証券 | 668.19 |
| 5 | 中国銀河証券 | 531.09 |
| 6 | 申万宏源証券 | 508.96 |
| 7 | 国信証券 | 463.68 |
| 8 | 招商証券 | 455.24 |
| 9 | 華泰証券 | 451.22 |
| 10 | 光大証券 | 397.47 |

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

図表5 中国の証券会社の営業収入ランキング（2016年）

| 順位 | 会社名 | 営業収入 (億元) | うち売買手数料 純収入(億元) | 営業収入に 占める割合 |
|----|--------|--------------|--------------------|----------------|
| 1 | 中信証券 | 380.02 | 224.44 | 59.06% |
| 2 | 海通証券 | 280.12 | 109.65 | 39.14% |
| 3 | 国泰君安証券 | 257.65 | 132.60 | 51.46% |
| 4 | 広発証券 | 207.12 | 130.15 | 62.84% |
| 5 | 華泰証券 | 169.17 | 88.48 | 52.30% |
| 6 | 申万宏源証券 | 148.15 | 99.28 | 67.01% |
| 7 | 中信建投証券 | 132.59 | 91.95 | 69.35% |
| 8 | 中国銀河証券 | 132.40 | 77.08 | 58.22% |
| 9 | 国信証券 | 127.49 | 89.11 | 69.90% |
| 10 | 招商証券 | 116.95 | 84.73 | 72.45% |

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

図表6 中国の証券会社の売買手数料の純収入内訳および割合（2016年）

| 順位 | 会社名 | ブローカレッジ業務 | | 引受業務 | | 資産管理業務 | |
|----|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 金額(億元) | 割合 | 金額(億元) | 割合 | 金額(億元) | 割合 |
| 1 | 中国銀河証券 | 57.51 | 74.61% | 10.28 | 13.33% | 4.53 | 5.88% |
| 2 | 国信証券 | 55.95 | 62.79% | 26.83 | 30.11% | 2.47 | 2.77% |
| 3 | 華泰証券 | 54.29 | 61.35% | 20.97 | 23.70% | 10.40 | 11.76% |
| 4 | 申万宏源証券 | 58.97 | 59.40% | 21.40 | 21.55% | 18.04 | 18.17% |
| 5 | 招商証券 | 47.20 | 55.71% | 21.54 | 25.43% | 11.43 | 13.48% |
| 6 | 国泰君安証券 | 70.59 | 53.23% | 34.98 | 26.38% | 23.70 | 17.88% |
| 7 | 海通証券 | 53.14 | 48.47% | 33.56 | 30.61% | 5.90 | 5.38% |
| 8 | 中信建投証券 | 38.95 | 42.36% | 41.63 | 45.27% | 7.25 | 7.89% |
| 9 | 中信証券 | 94.95 | 42.31% | 53.89 | 24.01% | 63.79 | 28.42% |
| 10 | 広発証券 | 53.81 | 41.35% | 32.81 | 25.21% | 41.58 | 31.95% |

(注) 順位は、ブローカレッジ業務の純収入が売買手数料の純収入に占める割合を基準とする。

(出所) Wind より野村資本市場研究所作成

2. CIMB と提携する意義

1) 中国政府の「一帯一路」構想における証券会社の事業展開

中国の証券会社のグローバル化を考えた場合、成熟した欧米市場に進出するよりも、一帯一路沿線国、特に ASEAN 地域を始めとする新興市場に進出するメリットが大きいと考えられる。その理由は、第一に、ASEAN 地域は中国と文化的な背景が近く、急成長を成し遂げた中国企業のブランド力も比較的高いからである。第二に、中国の証券会社にとって、ASEAN 地域における人件費が廉価であり、また ASEAN 諸国の金融規制当局の多くは、中国証監会と管理監督の協力に関する覚書を締結していることである。当局間の協力により、中国の証券会社は ASEAN 市場に進出する際の法律面でのリスクや時間コストの低減につながる。第三に、ASEAN 域内では、欧米の大手証券会社による影響力が限定的であり、むしろ地場の有力な大手証券会社のプレゼンスが大きいケースが少なくない。中国銀河証券による CIMBSI への出資は、まさに CIMB のマレーシアや ASEAN 域内におけるブランド力や地位の向上が狙いと言えよう。最後に、一帯一路構想が本格化すれば、沿線国における中国企業の資金調達需要が高まることが必然的ともいえるからである。中国企業の経営管理や企業文化を熟知している中国本土の証券会社による沿線国への進出は、市場ニーズに対応した動きだと思われる。なお、中国証監会の劉士余主席も、証券会社は一帯一路構想の推進に協力すべきと表明している⁸。

2) 中国銀河証券と CIMBSI の提携の意義

前述の通り、中国銀河証券は、中国本土でのブローカレッジ業務を中心に業務展開をしている。一方、国内証券業界では、ネット証券による売買手数料の引き下げ競争が激しくなりつつあり、中国の資本市場そのものも、改革を通じて、従来の短期的な投資・取引頻度の高い市場から、成熟した資本市場へと少しずつ変わっていく見通しである。そうなれば、取引高及び売買手数料の減少につながる可能性が十分予想でき、中国銀河証券の収益性への圧力が高まると思われる。

同社はこのような状況を防ぐために、長期戦略の一環として国際業務に注力している。現在、既に 100%子会社の中国銀河国際を香港で設立しており、ブローカレッジ業務、投資銀行業務、リサーチ業務、資産管理業務等のサービスを提供している。2016 年には、中国銀河国際は前年比 6.7%増となる 3.5 億円の営業収入を達成したものの、グループ全体の営業収入全体の 2.6%に留まっており、中国銀河証券への影響は限定的である。一方、中国本土の証券会社による香港での業務展開が加速し、競争が激しくなりつつある。こうした状況を背景に、中国銀河証券は、新たな収益源の獲得を目的として、更なるグローバル化を図っていると見られており、CIMBSI の株式取得は、その戦略に沿った動きといえよう。ASEAN における総合的な金融サービスを提供するプラットフォームを有する CIMBSI は、中国銀河証券の ASEAN 市場への進出を加速するための土台作りであるとみられる。中国

⁸ http://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201706/t20170620_131802.html

銀河証券も、中国本土の総合的な金融サービスを提供する証券会社から、国際的な金融機関という位置づけに変わること、プレゼンス向上とともに、中国国内の顧客に海外の商品・サービスを提供することが出来るようになる。また、中国銀河証券は、CIMBSI と重複している業務が少なく、強みがある分野はともにホームマーケットでのブローカレッジ業務であることから、両社は双方の地域における業務を補うことも可能となろう。

一方で、中国銀河証券と CIMBSI の提携は、ASEAN 諸国における業務展開において、いくつかの問題に直面する可能性があることは否定できない。第一に、中国証監会と管理監督の協力はしているものの、ASEAN 諸国は外資系証券会社の市場参入に対して、必ずしも歓迎しているわけではなく、国・時期によっては、地場証券会社との合弁会社を設立する際の持株比率制限や M&A に関する法律・制度が異なり、中では基準が厳しい国もある⁹。第二に、社員の採用に関しては、現地社員を優先的に採用しなければならないという規則がある国も存在し、会社の経営方針に影響を与えかねない。第三に、中国銀河証券による一帯一路における中国本土企業の関連業務は可能であるものの、現地でのブローカレッジ業務を遂行するための経験が不足している恐れがある。中国銀河証券が、これらの課題に対応することが出来れば、同社の更なるグローバル化に繋がろう。

IV. CIMB の取組みについて

1. CIMB について

CIMB は、資産規模でマレーシア第 2 位の銀行である。同行は以前から ASEAN 地域を中心とした海外展開戦略を推進しており¹⁰、現在 ASEAN 諸国 10 カ国のうち 9 カ国に拠点を持ち、計 1,000 カ所超の支店ネットワークを通じて域内におけるリテール顧客へのアクセスが最も強い金融機関に位置付けられている¹¹。2016 年末時点で、世界 16 カ国に 4 万人を超える従業員を抱え、1,300 万人の顧客に対して幅広い金融サービスを提供している。主にマレーシア、インドネシア、タイ、シンガポールを中心に事業を展開しており、直近では、ベトナムにおいてフルバンキングライセンスを 2016 年 12 月に取得したほか、フィリピンでのライセンス取得を目指している。

現在では海外事業の収入は全体の約 30% を占めており、CIMB は同割合を 2018 年までに 35% に高める方針を掲げている。その一環として、運営コストが比較的安いデジタルバンキングサービスの提供に力を入れる計画である。具体的にベトナムでは、これまでタイで採用した多店舗展開とは異なる戦略を採り、モバイルバンキングに重点を置く予定である。具体的には、リテール向けのモバイルバンキング・プラットフォームの提供による事業拡大を図っていく方針で、今後は、ハノイ支店の後にホーチミン支店を設立する予定で

⁹ 日本貿易振興機構 (JETRO) ウェブサイト参照。

¹⁰ 門前太作「アセアン域内の金融ビジネスネットワーク構築を狙うマレーシアの CIMB グループ」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号参照。

¹¹ “CIMB Group to start operations in the Philippines in Q3,” *The Star*, 9 January 2017.

ある。CIMB は、モバイルバンキング戦略がベトナムで成功すれば、他の ASEAN 諸国においても同じ戦略を導入する方針である¹²。

なお、CIMB は域内の事業強化を図るための一環として、積極的に海外の金融機関との戦略的提携を組んでおり、その中には 2006 年に提携した三菱東京 UFJ 銀行¹³も含まれている。直近ではデジタル金融サービスの強化を図るため、2017 年 3 月より中国の e コマース最大手アリババ・グループの金融事業関連会社であるアント・フィナンシャル¹⁴と提携し、個人や中小企業向けの電子決済サービス拡大に取り組んでいる¹⁵。

2. 中国銀河証券と提携する意義

CIMB は 2016 年 10 月、機関投資家及び個人投資家向けブローカレッジ業務やリサーチ業務等を手掛ける合弁会社を中国銀河証券との折半出資により設立することを検討していると発表した¹⁶。それ以降、国内証券部門の少数株主持分及び海外証券部門である CIMBSI の最大 50%の持分を中国銀河証券に売却する方向で交渉を進めてきた。持分売却案は、CIMB が掲げるコスト削減、採算性の低い事業からの撤退、特定の分野における収益性の向上を目的とする戦略の一環である。

CIMB は中国銀河証券との交渉の結果、2017 年 6 月 6 日、CIMBSI の株式 50%を売却することで合意したことを明らかにした¹⁷。一方、国内証券部門の少数株主持分の売却に関する交渉の現状については、執筆時点で明らかにされていない。

CIMBSI は本社をシンガポールに置き、現在、インド、インドネシア、シンガポール、タイ、香港、韓国、インド、英国、米国で個人投資家及び機関投資家向けにブローカレッジ業務を展開している。CIMB と中国銀河証券とのブローカレッジ業務における提携により、CIMB はコスト削減及び中国への進出機会という点で恩恵を享受できると期待している。また同行は、証券業務を強化するに当たり、投資銀行部門と資本市場関連部門を連携させながら、中国銀河証券との提携を通じて、銀行顧客に対してより幅広い銘柄と株式リサーチへのアクセスを提供することを狙いとしている¹⁸。

市場関係者は、CIMBSI は今般の提携により将来的には 1.8 億リングット（約 46 億円）の利益を得る可能性がある、と推定している。また、CIMB は間接費の削減に加えて、今後、投資銀行業務や資本市場の商品・サービスの提供に注力することができる、と評価されている。しかし、司法権に関する様々な問題が解決するまでに時間を要するため、CIMBSI にとってのシナジー効果が顕在化するのは 2018 年度以降になる、と指摘されている¹⁹。

今回の提携は両社にとってウィン・ウィンであり、CIMB は中国市場への進出の足掛か

¹² “Mobile banking will be central to CIMB’s Vietnam strategy,” *The Star*, 10 December 2016.

¹³ 2017 年 4 月時点で CIMB に約 5%出資。

¹⁴ 世界最大規模の電子決済プラットフォームであるアリペイを保有。

¹⁵ CIMB プレスリリース（2017 年 3 月 22 日）参照。

¹⁶ CIMB プレスリリース（2016 年 10 月 17 日）参照。

¹⁷ CIMB プレスリリース（2017 年 6 月 6 日）参照。

¹⁸ 前掲脚注 17 参照。

¹⁹ CIMB stands to gain from tie-up,” *The Star*, 8 June 2017.

りにできる一方、中国銀河証券は ASEAN 地域における CIMB のプレゼンスを生かすことができると思われる。

V. 今後の中国本土の証券会社の対外直接投資の見通し

これまで、中国本土の証券会社のグローバル化戦略は主に香港を対象としており、特に 2006 年から 2010 年にかけて香港で子会社を設立または現地の証券会社を買収した案件は 12 件で、他のアジア地域と比較して最も多い。一方、中国では香港における証券子会社の設立ブームが一巡し、一帯一路構想が提唱されてから、沿線国で証券会社が子会社を設立する動きが出てきている。例えば、大手証券会社の中信証券は、2012 年 7 月 20 日、フランスのクレディ・アグリコル傘下でアジア地域を主な対象とする証券部門 CLSA 社を 12.5 億米ドルで買収した。同社は、アジア太平洋地域において 17 カ所に拠点があり、一帯一路沿線の主要国をカバーしている。更に、同地域の上場会社 500 社超を対象とするリサーチ業務を展開しており、中信証券としては、これらのリソースを用いて、中国の一帯一路に貢献するとともに、自社のグローバル化を推進することを図っている。また、中堅証券会社の東呉証券は 2015 年にシンガポールで有限公司を設立し、主に資産管理業務を中心に事業を展開する戦略を採用している。業界筋によると、証券会社がアジアへの進出に向けた戦略として、香港ではなくシンガポールに支店を設置したことは、本格的なグローバル化戦略の第一歩という見方が多い。

前述の通り、中国の証券会社の対外投資は、当面、一帯一路の沿線国での業務展開を中心として目指していく方向となろう。また、各社はそれぞれ自社の優位性を持つ業務を通じて、同域内での重要なプロジェクトに対する金融サービスを提供することを目的に進められる可能性が高い。ブローカレッジ業務以外に、投資銀行業務、資産管理業務等も注目されよう。一方で、中国の証券会社による新興国への進出は、現地の市場環境、金融の管理監督政策や法律制度などに注意する必要がある。中国や ASEAN の証券会社によるグローバル化に向けた取組みが加速する中、今後、中国銀河証券と CIMBSI にみられる戦略的な提携が増加するものと考えられる。