

## 第Ⅱ部 中国の産業動向と日本

## 第3章 第三次産業

## 第1節 金融

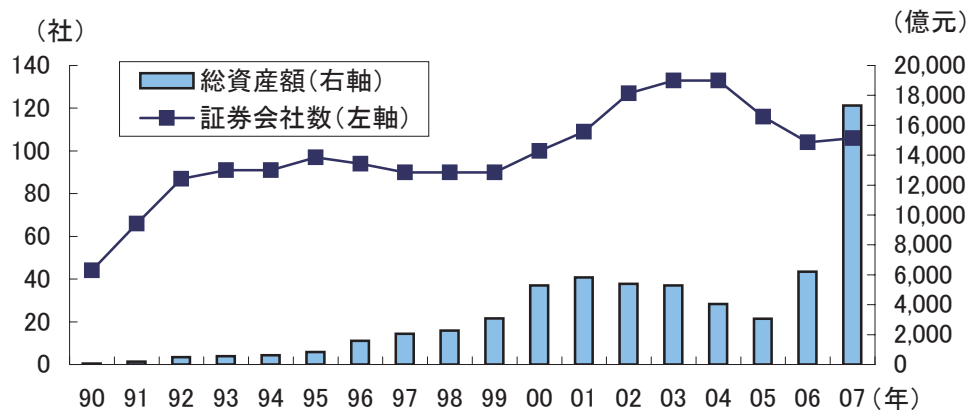
## 2. 証券

## 2-1. 中国の証券業と外資の進出動向

## (1) 証券会社と外資

中国の証券行政を管轄する中国証券監督管理委員会（証監会）の統計によると、2007年末時点で、中国の証券会社数は106社、営業拠点数は3,060カ所、従業員数は約8万人（但し2009年1月時点）となっている（図表1）。同年末の証券会社全体の総資産額は1兆7,313億元、負債総額は1兆5,349億元、純資産額は3,447億元で、好調な株価やIPO（新規公開）による銘柄数の増加などを背景に、総資産額は2006年末の6,203億元の約2.5倍、純資産額は同年末の1,072億元の約3.2倍に増加している。なお、2008年末時点の速報ベースでの証券会社数は、107社となっている。

図表1 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』

近年、中国の証券会社を取り巻く状況が変化する中で、証券会社の経営状況も大きく変動している。中国の証券業は、2001年まで黒字が続いていたが、2002年以降、株式市場の長期低迷が証券会社の経営に暗い影を落とし、2002年に業界全体で初の赤字を計上し、2005年まで赤字額は拡大の一途をたどった（図表2）。2006年以降は、証券会社の整理・再編に関する成果があがったことと株価の急回復により、多くの証券会社の業績が改善した。2007年の黒字の合計は1,321億元であり、2006年に引続き、2005年の赤字から大幅に好転している。

外資による証券業への参入については、WTO（世界貿易機関）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、やはりWTO加盟後である。外資の参入は、合弁会社の設立による形式であり、33%が外資の出資上限となっている。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いない。WTO加

図表2 証券会社の黒字・赤字の状況

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
証券会社数(社)	133	133	116	104	106	107
うち新設・営業停止(社)	5	3	1	n.a	6	n.a.
集計対象会社数(社)	128	130	115	103	106	n.a.
うち黒字会社:会社数(社)	63	55	30	97	104	n.a.
黒字額(億円)(A)	21	14	18	261	1,414	n.a.
赤字会社:会社数(社)	65	75	85	6	2	n.a.
赤字額(億円)(B)	83	115	136	4	3	n.a.
ネットの赤字額(億円)(A-B)	-62	-101	-118	255	1,321	n.a.

(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』

図表3 中外証券会社の状況

合弁会社名	設立時期	中国側 パートナー	外資パートナー/持分
中国国際金融	1995年4月	建設銀行	モルガン・スタンレー 34%
中銀国際証券	2002年1月		中銀国際ホールディングス 49%
華欧国際証券	2002年12月	財富証券(当初、 湘財証券)	クレディ・リヨネ 33%
長江巴黎百富勤証券	2003年11月開業 ⇒2006年12月合弁解消	長江証券	BNPパリバ 33%
海際大和証券	2004年6月	上海証券	大和証券SMBC 33%
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%
瑞銀証券	2006年6月	北京証券	UBS 北京証券へ20%出資
瑞信方正証券	2008年6月	方正証券	クレディ・スイス 33%
中徳証券	2009年1月	山西証券	ドイツ銀行 33%

(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』

盟と前後して合計9社の証券会社が設立されているが(うち1社は既に合弁を解消、図表3)、WTO加盟以前に認可された中国国際金融と中銀国際証券については、例外として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り、国内系証券会社と同等の業務を行っている。また、ゴールドマン・サックスのように破綻した証券会社の処理費用負担などを通じて、実質的にフルラインの国内証券業務への進出を実現しているケースもある。

ブッシュ政権時代から米中間では米中戦略経済対話(SED)が半年毎に行われてきたが、2007年12月の第3回対話(北京)では、証券業への外資の出資比率の緩和について2008年6月までに結論を出すことが合意された。この間、証券監督管理委員会は、2007年12月28日に「外資が出資する証券会社の設立規則」の改定を行い(2008年1月1日施行)、

「証券会社の子会社設立の試行規定」(2008年1月1日実施)を公布している。前者では、証券会社以外の金融機関や機関投資家にも出資への道を開いている。後者では、証券会社の集団化(持ち株会社化)を想定した規程の整備を行い、グループ間の利益相反や競合関係を回避しようとしている。新たな規定の公布後、合弁証券会社の認可が再開され、2008年は方正証券とクレディ・スイスの合弁、2009年に入っても山西証券とドイツ銀行の合弁が認可された。

## (2) 基金管理会社と外資

中国で証券投資信託の設定・運用を行う基金管理会社(運用会社)は、2008年12月末現在で61社設立されており、うち33社が外資系基金管理会社となっている(図表4)。証券業と同様に、WTO加盟以降、外資33%出資の合弁による基金管理会社の設立が認められ、その後現在では、出資可能な比率が49%まで引き上げられている。

外資による投資信託業務への進出の第1号は、2002年6月にABNアムロと湘財証券によって設立された合弁基金管理会社である。その後、2003年4月には、外資による初の投資信託が国内向けに販売された。外資系の投資信託業務への進出には、既存の基金管理会社へ出資する形態と合弁会社を新設する形態の2種類がある。2008年は、合計3社が認可されている。新設では2月に「農銀匯理基金管理」(中国農業銀行と仏クレディ・アグリコル・アセット・マネジメントとの合弁)、「民生加銀基金管理」(中国民生銀行・三峡財務有限責任会社とRoyal Bank of Canadaとの合弁)が証監会から認可を受けている。既存の会社への出資の事例としては、オランダの保険会社AEGONが興業証券から興業基金管理会社の持分49%を買収し、「興業全球人寿基金管理」として再編され2008年1月に設立されたものがある。

投資信託業務に進出している外資には、後述のQFII(適格外国機関投資家)として、海外資金を中国の証券市場に投資するための認可を受けているものも多い。これらは、中国経済が急成長する中で中国証券市場の拡大を予想して、国内投資家と海外投資家の両面からのビジネスの拡大を期待しているといえよう。

## 2-2. QFII(適格外国機関投資家)

2002年11月、外国人投資家による国内証券市場への投資を認めるQFII(適格外国機関投資家、Qualified Foreign Institutional Investors、キューフィーと呼ばれる)制度が導入された。韓国や台湾で導入された制度に類似したものであり、外国人投資家に対して国内証券市場への投資を段階的に開放していくことで、急激な資本取引の開放による経済や金融・資本市場への影響を緩和しようとするものである。

QFII制度の下では、証券監督管理委員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

図表4 外資合併基金管理会社の一覧

会社名	設立 (年/月)	登録 住所	資本金 (億元)	運用資金 (億元)	ファンド 数	株主	外資	外資QFII 取得状況
鵬華基金管理	'98/12	深圳	1.5	477	14	国信証券(50%)、 深圳市北融信投資發展有限公司(1%)	Eurizon Financial Group(49%)	
嘉実基金管理(出資)	'99/3	上海	1	1,375	17	中誠信託投資(40%)、 立信投資(30%)	Deutsche(30%)	4億ドル
長盛基金管理	'99/3	深圳	1.5	273	11	国元証券(41%)、 安徽省創新投資有限公司(13%)、 安徽省投資集團有限責任公司(13%)	DBS Asset Management(33%)	1億ドル
富国基金管理(出資)	'99/4	上海	1.8	403	14	海通証券(27.775%)、 申銀万国証券(27.775%)、 山東省國際信託(16.675%)	Bank of Montreal(27.775%)	
国投瑞銀基金管理(出資)	'02/6	深圳	1	205	9	国投信託有限公司(51%)	UBS AG(49%)	8億ドル
泰達荷銀基金管理	'02/6	北京	1.8	208	11	北方國際信託投資(51%)	ABN Amro(49%)	1.75億ドル
融通基金管理	'01/5	深圳	1.25	367	10	河北証券(40%)、 新時代証券(20%)	Nikko Asset Management(40%)	4.5億ドル
招商基金管理	'02/12	深圳	2.1	397	11	招商証券(33.3%)、 招商銀行(33.4%)	ING(33.3%)	3.5億ドル
華寶興業基金管理	'03/2	上海	1.5	482	12	華寶信託投資(51%)	Societe Generale(49%)	0.5億ドル
摩根士丹利華鑫基金管理	'03/3	深圳	1	17	3	華鑫証券有限責任公司(36%)、 漢唐証券有限責任公司(15%)、 深圳市招商投資持株有限公司(10%)、 深圳市中技實業(集團)有限公司(5%)	Morgan Stanley International Holdings Inc.(34%)	2億ドル
国聯安基金管理	'03/3	上海	1	52	6	国泰君安(67%)	Allianz(33%)	0.75億ドル(注2)
海富通基金管理	'03/4	上海	1.5	385	10	海通(51%)	Fortis(49%)	5億ドル
景順長城基金管理	'03/6	深圳	1.3	418	10	長城証券(49%)、 開灤集團(1%)、 大連實德(1%)	Invesco(49%)	2.5億ドル
申万巴黎基金管理	'04/3	上海	1.5	105	8	申銀万国証券(67%)	BNP Paribas(33%)	2億ドル
中海基金管理	'04/2	上海	1.3	155	5	中海信託株式有限公司(46.923%)、 國連証券株式有限公司(37.692%)	La Compagnie Financiere Edmond de Rothschild Banque(15.385%)	
光大保德信基金管理	'04/4	上海	1.6	233	7	光大証券(67%)	Prudential Financial(33%)	2億ドル
上投摩根基金管理	'04/6	上海	1.5	490	9	上海國際投資信託(51%)	JP Morgan(49%)	1.5億ドル
中銀基金管理	'04/8	上海	1	223	6	中国銀行(83.5%)	BlackRock(16.5%)	3億ドル
国海富蘭克林基金管理	'04/11	広西	2.2	136	6	国海証券(51%)	Franklin Templeton Investment(49%)	資格取得
友邦華泰基金管理	'04/11	上海	2	127	6	華泰証券(49%)、 蘇州新区高新技术(2%)	AIG Global Investment(49%)	0.5億ドル
工銀瑞信基金管理	'05/6	北京	2	752	11	工商銀行(55%)、 COSCO(20%)	CSFB(25%)	5億ドル
交銀施羅德基金管理	'05/8	上海	2	484	10	交通銀行(65%)、 中国国際コンテナ海運CIMC(5%)	Schroders Investment Management(30%)	2億ドル
建信基金管理	'05/9	北京	2	378	7	建設銀行(65%)、 中国華電(10%)	Principal Financial(25%)	
信誠基金管理	'05/9	上海	2	94	5	中信信託投資(49%)、 中新蘇州工業園区創業投資(2%)	Prudential(英)(49%)	2億ドル
匯豐普信基金管理	'05/11	上海	2	63	5	山西信託投資(51%)	HSBC(49%)	7億ドル(注3)
諾德基金管理	'06/5	上海	1	34	2	長江証券(30%)、 清華持株出資(21%)	Lord Abbett(49%)	
信達澳銀基金管理	'06/6	深圳	1	59	2	信達資産管理(54%)	First State Investment(46%)	資格取得
中欧基金管理	'06/7	深圳	1.2	21	2	国都証券(47%)、 平頂山煤(4%)	Banca Lombarda(49%)	
金元比聯基金管理	'06/12	上海	1.5	39	2	金元証券(51%)	KBC(49%)	1億ドル
浦銀安盛基金管理	'07/8	上海	2	17	2	上海浦東發展銀行(51%)、 上海盛融投資有限公司(10%)	AXA(39%)	
興業全球人寿基金管理	'08/1	上海	1.5	251	5	興業証券(51%)	AEGON(49%)	
農銀匯理基金管理	'08/2	上海	2	97	2	農業銀行(51.67%)、 中国鋁業(15%)	Crédit Agricole Asset Management (33.33%)	0.75億ドル
民生加銀基金管理	'08/10	深圳	2	-	-	中国民生銀行(60%)、 三峡財務有限責任公司(10%)	Royal Bank of Canada(30%)	

(注) 1. 運用資産額、ファンド数は2008年12月末の値。

2. ドレスナー銀行の取得株。

3. HSBC、HSBC インベストメント、恒生銀行の取得株合計。

(出所) 野村資本市場研究所編『中国証券市場大全』、証監会などより野村資本市場研究所作成

可能となっている。現在、79社(2009年3月10日時点)が合計128.6億ドル(2008年末時点)の国内運用枠を認められている。2007年5月に開催された第2回米中戦略経済対話では、今後QFIIの投資枠を300億ドルまで拡大することが合意されているが、まだ合意レベルに達していないのが実状である。日系金融機関では、2008年9月11日に大和証券投資信託委託株式会社が、同年12月29日には三菱UFJ証券が証監会からQFIIのライセンスを取得している。2008年は、計24機関が新たにQFIIのライセンスを取得した。

## 2-3. QDII(適格国内機関投資家)

中国国内の金融機関による対外証券投資は、2006年4月に解禁され、QDII(適格国内

機関投資家、Qualified Domestic Institutional Investors、キューディーと呼ばれる)と認定された中国国内の金融機関を通じて行うものである。中国では、貿易黒字や直接投資などによる海外からの資金流入を背景に外貨準備が急増し、過剰流動性の問題も生じており、これまで厳格に管理していた資本規制を緩和し段階的に資本流出を促そうとしている。

具体的に QDII は、先ず各金融機関の監督当局よりライセンスを取得し、次に国家外為管理局より実際の運用枠(金額)を取得し、その枠の範囲内で対外証券投資を行う。これまでに与えられた運用枠を見てみると、銀行が166億ドル(21行、2009年3月4日時点)、基金管理会社が335億ドル(10社、同左)、保険会社が144億ドル(21社、同左)、証券会社が50億ドル(1社、同左)と、合計695億ドルとなっている。この海外運用枠は、前述の2002年11月に解禁された中国国外からの国内証券投資を認める QFII の合計運用枠128.6億ドルを短期間で大きく上回っている。但し、QDII に関する海外運用枠が全て使われ対外証券投資が行われているかと言えば、業界ごとに事情は異なる。

銀行 QDII 商品は、国内投資家(法人・個人)から集めた資金を銀行が仲介して海外の証券に投資するものであるが、運用対象は当初、銀行業監督管理委員会(銀监会)の方針により預金・債券に限られており、株式に比べ利回りの面や人民元高による為替差損により商品としての魅力が乏しく、表面上の運用枠と比較して実際の販売状況は思わしくなかった。このため銀监会は、2007年5月、純資産の50%を限度に海外株による運用も解禁し、当局間の覚書を結んだ香港での株式運用のルートを開いた。香港以外には、2007年は英国、2008年はシンガポール、日本、米国と覚書を締結して、株式運用の対象地域も順次拡大されている。

基金管理会社の QDII 商品については、2006年9月にテストケースとして1本が設定・販売されていたが、この結果を踏まえ証券監督管理委員会(証监会)は2007年6月に正式にルールを制定した。その後、同年9月から10月にかけて4社から計4本、190億ドルの「海外株式投信」が設定・販売され、いずれも10日間~1カ月間の募集期間をまたずに即日完売し、国内投資家の間で海外運用ブームを引き起こしたことが話題となった。この背景としては、①銀行 QDII 商品に比べ海外株中心の運用であること、②国内株運用にかかるリスクヘッジ手段を求めていたこと、が指摘されている。2007年の4本の運用対象は、香港で上場されている中国系企業(H株、レッドチップ株)やアジア太平洋地域で上場されている中国関連企業となっている。2008年からは新たに5つの QDII 商品の運用が始まっている。

保険会社による海外運用は、前述の銀行や基金管理会社のように顧客資金を仲介して海外の証券で運用するのとは異なり、あくまで自分自身の勘定で運用するのが特徴である。保険会社は、元々2004年8月より自社が保有する外貨資金の海外運用が認められていたが、2007年6月より手持ちの人民元資金の外貨交換を含め総資産の15%までの海外運用が認められた。この規制緩和後、2007年12月、中国の三大保険会社の一つである平安保険が香港株による運用枠を保険監督管理委員会(保监会)より取得した。

グローバルな金融危機を受け、例えば中国の基金管理会社 QDII の純資産は、2007 年末時点の 1,082 億元から 2008 年末時点の 516 億元へと大幅に減少している。当面は市況の回復を待つほか無いだろう。また、基金管理会社の QDII 商品は、中国の投資家にとって馴染みの深い香港やアジア太平洋地域の中国関連企業が中心であり、リスク分散の観点からも運用対象国・地域の分散も課題である。また、海外運用に関するリサーチ体制の構築、運用経験・ノウハウの豊富なファンドマネジャーの確保なども引続き課題である。日本株運用については、華夏基金と工銀基金による 2 商品が、日本株のポートフォリオを持っている。それでも、基金管理会社 QDII8 商品の 2008 年 9 月末の株式運用の純資産 378 億 3,459 万元のうち、日本株は 9,637 万元とわずか 0.255%に過ぎない（但し華安基金の QDII 商品は除く）。中国の基金管理会社や投資家に日本の株式市場をどのように理解・認知してもらうかは、今度は日本側の課題である。

## 2 - 4. CIC (中国投資有限責任公司) と NSSF (全国社会保障基金)

### (1) CIC

2007 年 9 月、楼继伟氏（前国務院副秘書長、元財政部次官）が会長に、高西慶氏（前全国社会保障基金副理事長、元証監会次官）が社長に任命され、CIC（中国投資有限責任公司）が設立された。これまで中国の外貨準備は中国人民銀行（中央銀行）によって米ドル建て資産（米国債）を中心に行われてきたが、CIC は世界一の水準に達している外貨準備（2008 年末時点で 1 兆 9,460 億ドル）のうち 2,000 億ドルの運用を行う。具体的には、①政企分離、②自主経営、③商業化運営——という原則の下、受容可能なりスクの範囲内で長期投資による収益の最大化を目指すとしている。

但し、CIC の運用が全て海外に回されるわけではないことに留意する必要がある（図表 5）。資本金 2,000 億ドルの 3 分の 1 に相当する 600 億～700 億ドルは、既に外貨準備を用いて国有商業銀行への資本注入を行っている中央匯金投資有限責任公司の買い取りに使われる。もう 3 分の 1 の 600 億～700 億ドルは、国内金融機関への出資に用いられる。そして、残り 3 分の 1 の 600 億～700 億ドルが海外運用に使われることとなる。四大国有商業銀行の中で唯一株式会社化が懸案として残されていた中国農業銀行であるが、2009 年 1 月 16 日、株式会社化が完了した。同行の登録資本金は 2,600 億元で、CIC の子会社の中央匯金を通じ 50%、財政部が残り 50%を保有する。2008 年末の為替レートで換算すると、CIC は中国農業銀行に対し約 190 億ドルを出資している計算となる。CIC としては、2009 年以降、中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行の大手三行の株式を買い増す方針である。買い増す株式の対象には、A 株だけでなく、H 株も含まれる。

海外運用に関しては、2008 年は、2007 年 5 月に持分証券の 9.9%に相当する 30 億ドルを出資した米国大手プライベート・エクイティのブラックストーンに対し、2008 年 10 月 16 日、12.5%まで持分を引き上げることで合意した。他のプライベート・エクイティにつ

図表5 2,000億ドルの運用実績とその方向性 (3分の1戦略)

割合	対象	主要運用先	金額	備考
①600億～ 700億ドル	中央匯金(2003年 12月末設立)の統 合	中国建設銀行	225億ドル	BOAアジア買収(2006年8月) 2009年2月、NY支店のライセンスを取得
		中国銀行	225億ドル	シンガポール・SALE買収(2006年12月) 中国銀行(香港)、東亜銀行に出資(2007年11月) インドネシア・ハリム銀行買収(2006年12月) マカオ・誠興銀行買収(2007年8月) 南ア・スタンダード銀行買収(2007年10月) タイ・ACL銀行買収(2007年10月) 中国工商銀行モスクワ現地法人設立(2007年11月) シドニー支店設立(2008年9月) NY支店設立(2008年10月)
②600億～ 700億ドル	国内金融機関への 出資	中国工商銀行	150億ドル	
		中国光大銀行	約27億ドル	2007年11月、200億人民元相当を出資 2007年12月に資本注入
③600億～ 700億ドル	海外運用	国家開発銀行	200億ドル	中国-アフリカ発展ファンドに出資(2007年6月) 英バークレイズに出資(2007年7月)、1.36億ポンド増資・持 分3.1%(2008年6月) イスラエルIDBとベンチャー基金設立(2008年1月)
		中国農業銀行	約190億ドル	2009年1月16日株式会社化、1,300億人民元相当を出資
		米ブラックストーン	30億ドル	2007年5月、持分証券の9.9%を取得(プレIPO)。2008年10 月16日、12.5%への引上げで合意。
		米モルガン・スタンレー	50億ドル	2007年12月、9.9%を取得
		中国中铁	1億ドル	2007年11月(プレIPO)
		ビザ(VISA)	1億ドル	2008年3月(プレIPO)
		米JCFアローズ	32億ドル	2008年4月
	欧州株、北米株、日本 株、新興国株 債券	300億ドル	2007年11月、ファンドマネジャーの募集開始 2007年12月、委託運用先の募集開始 2008年1月、委託運用先の募集開始	

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

いては、米国 JC フラワーズに対し 32 億ドルを出資している。他には、世界最大のカード会社の VISA の IPO に対して、1 億ドルを出資している。委託運用先については募集公告・入札から特に結果は発表されていないが、残る海外運用資産は現金化して MMF で運用しているとの情報もある。

## (2) NSSF (全国社会保障基金)

2000 年に設立された NSSF (全国社会保障基金) は、年金を含む将来の社会保険基金の財源不足に備えた準備基金と位置づけられ、中央政府の「部」と同格の理事会が運営に当たっている。理事長は、2008 年 1 月 30 日付で項懷誠氏 (前財政相) から戴相龍氏 (前天津市長、元中国人民銀行総裁) に交代している。NSSF の財源は、①中央財政からの予算配分、②国有株売却に伴う収入、③宝くじ収入——からなるが、2006 年以降の国有企業の IPO・増資と好調な株式市場を反映して、国有株売却に伴う収入が急速に伸びている。2008 年末の総資産は 5,625 億元であるが、実際の支出はまだ当面先 (2020 ~ 2030 年頃) とされることから、長期運用を中心に今後も総資産の規模を拡大していくものと見られている。

NSSF は、これまで国内運用を中心に自家運用と委託運用を組み合わせて行ってきたが、2006 年末からは海外運用も始めている。具体的には、資産クラス毎に欧米の運用会社を中心に海外運用の委託先を選定した (図表 6)。2008 年 5 月 22 日には、①中国関連海外株式アクティブ型、②アジア太平洋株式アクティブ型、③新興市場株式アクティブ型、④欧州株式アクティブ型、⑤グローバル株式アクティブ型——の 5 つのアセットクラスで海外運用委託先の募集・入札公告が出されているが、結果は執筆時点 (2009 年 2 月 27 日) では公表されていない。NSSF は、中国のもう一つの政府系の資金としても注目されている。

図表 6 全国社会保障基金の海外運用委託先

アセットクラス	運用機関名
香港株式アクティブ型	Allianz
	INVESCO
	UBS/中国国際金融(CICC)連合
グローバル株式アクティブ型 (除米国)	AllianceBernstein
	AXA
	State Street Global Advisors
米国株式指数増強型	JanusINTECH
	T.Rowe Price
グローバル債券アクティブ型	AllianceBernstein
	BlackRock
	PIMCO
外為現金管理型	BlackRock

(注) 2006 年 11 月 29 日選定結果発表。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成