

中国における家計の資産選択行動

——山西省の事例を中心に——

とう せい
唐 成

《要 約》

中国の家計は膨大な金融資産を蓄積しており、その資産運用の多様化のニーズも高まっている。本論文の目的は、家計に関する独自のアンケート調査の個票を用いて、中国における家計の資産選択、特に、株式、理財商品といった危険資産保有の決定要因とは何かを明らかにすることである。本論文の主なファインディングは以下の通りである。第1に、家計においては危険資産保有と住宅資産とは正の相関関係を持っている。これは、中国の住宅資産の上昇が危険資産保有を促すという仮説と整合的である。第2に、借入制約を受けている家計では株式保有にも強い正の相関関係がみられた。このことは中国の個人投資家が持つ特異性、すなわち危険資産への投資によって一攫千金をといったギャンブル性の高い投資を選好するという特徴を表している。第3に、家計の理財商品の保有に関する決定要因としては、家計の資産運用ニーズの多様化や理財商品の金利の高さ、「公的信用力」をバックとした商業銀行が販売している理財商品のリスクがより低く認識されていることなどが挙げられる。本研究の結果は、今後の金融・資本市場の改革やシャドーバンキングのリスク低減という中国金融市場が抱える課題に対して、家計サイドからの視点もきわめて重要であることを示唆している。

- I はじめに
- II データの概要と記述統計分析
- III 資産選択行動の実証分析
- IV 主な結論と今後の課題

I はじめに

本論文の目的は家計に関する独自のアンケート調査の個票を用いて、中国における家計の資産選択、特に、株式、銀行理財商品（以下「理

財商品」と呼ぶ。中国の金融機関が国内で販売する高利回りの資産運用商品のことを指す）といった危険資産保有の決定要因を明らかにすることである^(注1)。

1978年以降、家計部門の貯蓄率は急上昇し、フローベースでみた金融資産の増加によりその残高も膨大なものとなった。家計の金融資産残高やその構成の変化に関する公式な統計データは存在していないものの、以下の代表的な文献

表1 家計の金融資産残高とその構成比の推移（マクロデータ）

（％）

	2004	2006	2008	2010	2012	2014
①現金	9.9	8.9	8.3	7.6	6.0	5.6
②預金	71.8	68.3	66.6	63.8	55.4	49.1
③債券	3.5	2.8	1.5	0.5	0.6	0.5
④保険準備金	7.8	9.0	11.0	10.6	9.5	10.2
(1) 安全資産①～④	93.0	89.0	87.5	82.6	71.6	65.5
⑤株式	4.9	6.8	5.9	11.4	8.1	7.7
⑥ファンド	1.1	2.2	5.0	1.5	1.5	0.9
⑦顧客保証金	0.7	1.2	1.4	0.9	0.3	0.1
⑧理財商品	0.0	0.0	0.0	3.0	8.8	13.4
⑨信託商品	0.2	0.8	0.3	0.6	9.8	12.4
(2) 危険資産⑤～⑨	7.0	11.0	12.5	17.4	28.4	34.5
金融資産総額（億元）	180,369	251,600	342,870	494,832	761,964	1,032,002

（出所）李・張・常 [2015] より筆者整理。

（注）ファンド（中国語「基金」）には私募ファンドとヘッジファンドなどがある。

によって、家計の金融資産構成の変化をマクロ及びミクロの両面からその特徴をある程度把握することができる。たとえば、李・張・常 [2015] は2004年から2014年の各経済部門の資産・負債データを推計しており、マクロ的な側面から家計はどのような形態で金融資産を増加させているかを明らかにしている。それによると、家計の総資産は2004年の55兆2500億元から2014年には253兆7200億元まで拡大しており、2014年の総資産に占める実物資産と金融資産の割合はそれぞれ59.3パーセント、40.7パーセントとなっている。なかでも不動産は総資産の53.8パーセントを占めており、家計にとって最大の資産となっている。

表1は、李・張・常 [2015, 97-98] にしたがって、金融資産残高及び構成比の推移を表している。それによると、金融資産残高規模は、2004年の18兆元から2014年には約6倍近い103兆元まで拡大していることがわかる。また、その金

融資産の中身は2006年までは9割近くが預金を中心とした安全資産であったが、その後徐々に減少傾向をたどっている。逆に、2010年から特に理財商品や投資信託といった危険資産の割合が急速に拡大した結果、その割合は2014年には34.5パーセントを占めるようになってきている。

理財商品は2004年に広東発展銀行によって初めて販売され、2008年頃から徐々に脚光を浴びるようになってきた。2015年末には、426の商業銀行が6万879種類の理財商品を販売し、調達資金額も23兆5000億元を超えている^(注2)。理財商品の定義は必ずしも明確ではないが、中国人民銀行が2005年に発表した「商業銀行の個人向け理財業務の管理に関する暫定弁法」によれば、理財商品には、①元本・収益保証型理財プランと、②収益非保証型理財プランの2つがあり、そのうち、②はさらに元本保証・収益変動型と元本非保証・収益変動型に分類される。

上記の2015年に販売された理財商品のうち、元本非保証・収益変動型が74.2パーセントを占めており、リスクの高い理財商品が販売の主力金融商品であるといえる。

このような理財商品の出現による家計の金融資産における構成の変化は、マイクロデータからも確認できる。たとえば、西南财经大学は中国人民銀行と連携し、2011年より全国規模の家計金融調査であるCHFS（China Household Finance Survey）を隔年で実施している。この調査によって、これまでほとんど空白だった全国規模での家計金融の実態の把握とそれに関する実証研究が新たな進展を見せ始めている。2011年調査と2013年調査に基づいた家計の金融資産の概要は甘・尹・賈・徐 [2012] や甘・尹・譚 [2015] が報告している^(注3)。

さらに、最新の調査である2015年の概要は李・羅・路・鄧・甘 [2016] がまとめている。表2は李・羅・路・鄧・甘 [2016] にしたがって、近年における家計の金融資産の変化を整理している。表2によると、家計の平均金融資産残高は2013年の7万3000元から2015年には12万2000元まで大きく増加している。また、金融資産を安全資産と危険資産に分けると、安全資産の割合は2013年の71.7パーセントから2015年には65.3パーセントへ6.4ポイント下がっており、表1の2014年の安全資産の割合とほぼ同じである。ただ、安全資産の中で、「その他」は証券口座などに預託している買い余力であることから、株式市場などの市況の状態次第では、危険資産に変わっていくと考えられる。また、構成の変化をみると、株式が8.3パーセントから10.6パーセント、理財商品が4.4パーセントから8.2パーセントまで増加しており、特に理

表2 CHFSによる家計金融資産残高とその構成変化

	(%)	
	2013年	2015年
安全資産	71.7	65.3
現金	7.4	4.8
預金	44.3	43.4
その他	20.0	17.1
危険資産	28.3	34.7
理財商品	4.4	8.2
株式	8.3	10.6
ファンド	2.4	2.7
その他	13.2	13.3
金融資産合計	100.0	100.0
総額(千元)	73.0	122.2

(出所) 李・羅・路・鄧・甘 [2016] より筆者整理。

財商品の増加が顕著である。このように、マイクロデータをみると、危険資産の中でも、株式と理財商品は近年において、特に大きく増加していることが特徴的である。

しかし、人々が株式や理財商品を保有している要因を明らかにするためには、マイクロデータによる実証的な研究が不可欠である。また、このようなマイクロレベルによる分析は、金融資産選択行動の特徴を解明することのみならず、家計の貯蓄・消費行動を理解する上でも重要である。さらに、これらの研究は、昨今の株式市場の混乱や、理財商品を原資とするシャドーバンキングの膨張といった中国の金融市場が抱える問題に対応し、金融自由化の改革や金融システムの安定化の構築を推進する一助となり、安定成長を目指す中国経済にとって、マクロ経済政策のあり方を検討するうえでも重要な情報となるだろう。

主にCHFS2011年データを用いた家計金融

に関するこれまでの代表的な実証研究には以下のようなものが挙げられる。たとえば、金融リテラシーという視点から、尹・宋・呉 [2014] は金融知識の増加により、家計は危険資産、とりわけ株式資産の比率を高めることや、投資経験の蓄積も株式資産比率を高め、投資収益の増加にプラス影響を与えることを明らかにしている。また、尹・宋・呉・彭 [2015] は家計の起業活動という視点から、金融知識が家計の起業を促進し、結果的に資産蓄積をもたらす効果を CHFS2013 年データで確認している。

他方、借入制約が危険資産保有にどのような影響を与えているかについて、尹・宋・黄 [2015] は借入制約が家計の危険資産選択を阻害する重要な要素となっているため、その制約を受けている家計は金融資産に占める危険資産の比率を低下させる効果をもたらすと分析している。しかし、同論文では、家計の借入制約の概念には家計による自営業的なビジネス活動も含めていることから、家計の日常生活が実際に借入制約に直面しているとは限らない。そのほか、翁・張 [2015] は借入制約を受ける農村家計が起業選択とも強い負の相関関係にあることを明らかにしている。

また、家計にとって最大の資産である住宅資産と危険資産保有との関係に関する実証分析もある。中国の場合、持ち家志向が強いとされており、甘・尹・譚 [2015] によれば、2013 年の平均住宅持ち家率は 90.8 パーセントで家計総資産の 68.3 パーセントを占めている。第 II 節で述べるように、我々のアンケート調査でも家計の 88.5 パーセントは住宅所有者世帯である。何・史・周 [2009] は北京、大連など 9 都市の「2006 年投資者行為調査」（サンプル数 986）を

用いて、家計の収入リスクが高い、あるいは商業・不動産投資を行っている家計ほど、危険資産投資の比率が低いと分析している。また葉・魏・周 [2015] の CHFS（2011 年データ）を用いた分析では、家計の危険資産の対総資産比率が 5 パーセント以下の世帯では、持ち家と危険資産投資はプラスの相関関係にあるが、5 パーセントを超えると、持ち家と危険資産投資とは負の関係にあると結論付けた。ただ、データを収集した 2011 年は、ちょうど不動産価格が全国平均で 11.8 パーセントと大きく上昇した反面、株式市場が 21.68 パーセントもの大幅な下落をした時期である。不動産投資が、ある程度危険資産投資を抑制していたと考えられる。

しかし、中国の株式市場では、個人投資家の口座数は 1 億 361 口座に達しており、全体の 99.71 パーセントを占めるほど（うち、59.9 パーセントが 1 年以内に何らかの株式の取引を行っている）、絶対多数を占めている^(注4)。このため、株式投資に関する基本的な知識を持たない人々も多く参加しており、高値を追い続ける盲目的な投資によって株式市場が過熱化したり、株価急落時には個人投資家のパニック的な投げ売り現象がしばしば起きている。本論文の第 1 の問題意識は、このような株式保有の決定要因において、先行研究と定型化された事実を確認しながらも、果たして中国の特徴とは何かを探ることにある。

第 2 の問題意識は理財商品の選択行動の解明である。理財商品は近年において、急速に広まっており、その巨額な資金がシャドーバンキングを通じて、不動産投資や地方政府の融資プラットフォームなどに流れ込む仕組みがまん延するようになった。高度成長から転換期を迎え

る中国経済にとって、シャドールバンキングは地方政府債務問題を深刻化させ、金融システムにも大きなリスクを及ぼす懸念が高まっている。

しかし、家計部門はなぜ意欲的に理財商品を選択しているのだろうか。これまで、シャドールバンキングの分析は資金の需要側である地方政府の融資プラットフォームもしくは不動産投資などの資金需要側、またはその金融リスクに焦点を当てている。実際に家計の資産選択行動における理財商品の決定要因の分析はまだ行われておらず、特に家計における理財商品の保有の背景にある金融市場との関わりをマイクロレベルで実証的に明らかにすることはなかった。したがって、家計による理財商品の保有行動を明らかにすることにより、資金供給部門としての家計という入口からシャドールバンキングの膨張要因を解明することができる。

もっとも、中国における家計の金融資産選択行動に対する研究の蓄積はまだ浅く、時系列的なデータが依然構築されていない現状では、先行研究だけで指摘されている事実が長期にわたって安定的に成立しうるといえるのか疑問が残る。あるいは、家計の金融資産選択行動は、時折様々なマクロ経済環境、政府の政策関与や経済構造の変化を受けて移り変わっていくものであるかもしれない。そういう意味では、家計の資産選択行動に関する実証分析は十分ではなく、これから研究を蓄積していくべき焦眉の課題といえるだろう。

このため、我々は独自のアンケート調査データを用いて、家計の金融資産選択行動に関するマイクロ分析を行うことにした。我々のアンケート調査では、金融資産選択に関連性を持つと思われる家計の属性のほかに、家計の貯蓄目的、

標本世帯がおかれている社会環境、生活の満足度、金融資産に対する主観的なリスク性の認識や理財商品に対する商品特性の評価なども、独自の調査項目として設けている。したがって、本論文の分析を通じて、家計の資産選択行動は果たして従来の理論との整合性を保持しているのか、あるいは中国の独自性を示しているのかが明らかにされる。

本論文の構成は以下のとおりである。第Ⅱ節では、独自のアンケート調査で使用するデータについて説明し、先行研究を取り上げながら、記述統計の分析を行い、家計の金融資産選択行動の概要を把握し、2つの仮説を提起する。第Ⅲ節では、プロビットモデル及び多項ロジットモデルによる家計の金融資産選択行動の実証研究を行い、仮説の検定を行う。最後の第Ⅳ節ではまとめと政策的なインプリケーション及び残された研究課題を述べる。

Ⅱ データの概要と記述統計分析

1. データの概要

我々は独自のアンケートを次のような方法で実施した。まず、地域格差や所得格差の大きい中国においては、限られた資源で調査地域の選定をすることは極めて重要である。このため、分析結果からより一般性のある有効な結論を導くため、経済発展の度合いにおいて最も豊かな東部地域と最も遅れている西部地域を避けて、調査対象地域をその中間的位置にある中部地域に絞った。さらに1人当たりの所得水準もなるべく全国的なレベルにあることを考慮して地域を選定した。

その結果、我々は山西省Y市を調査地域に

選出し、Y市に居住する家計を対象世帯として、家計の金融資産選択のアンケート調査を実施した。2014年Y市の人口は138.6万人で、GDPは616.6億元であり、第二次産業の比率は54.6パーセントを占めている。1人当たりのGDPは4万4382円で、山西省の3万5070元より高いが、全国平均の4万6629元より若干低い。つまり、我々の調査したY市は中国の平均的な経済発展地域である。

次に、我々の関心は全国的な平均地域であるということのみならず、その地域で収入的にも平均的な中間層世帯を調査の目標とした。このため、我々のサンプル母集団の採取方法は次のようにしている。まず、調査アンケートの対象となる40歳代までの世帯の選出は、市内にある比較的中間層が多く住む地域の小学校（生徒数、約900人）の1年生から6年生までの各学年から2つのクラスを抽出し、そのクラスに所属する生徒の親の世帯480世帯（世帯主が回答者）に対してアンケートを行った。また、世代的なバランスを考慮したうえで、追加サンプルとして、同じ市内地域の住民320世帯に対してアンケート用紙を配布し、翌日以降に回収する形式で調査を行った。我々の調査は合計800人の対象者から563世帯分を回収した（回収率は70.3パーセント）。なお、都市部の中間層世帯は基本的に住宅団地「小区」（日本語で「集合住宅」または「団地」）に生活していることが多いことから、前述の小学校の調査対象者もほぼ同じような「小区」に住んでいると考えられる。

なお、我々の調査実施時期は2015年6月20日から7月15日の間であるが、この時期はちょうど株式市場が6月12日に5166.35ポイントという2015年の最高値を付けた後、急速

に崩れていく段階にあり、調査実施の前日の6月19日は4478.36ポイントになり、7月15日に3805.703ポイントになっていた。金融資産投資に関しては、リスクが強く意識された期間の回答であることを指摘しておく。

アンケート調査（以下、「山西調査データ2015」と呼ぶ）では、(1)家計の属性として、世帯主、配偶者のそれぞれの年齢、職業、教育水準、世帯人数、扶養人数など、(2)金融資産及びその構成、金融商品に対するリスクの主観的な認識度、銀行から理財商品を購入するならば、その理財商品に対する商品特性の評価など、(3)住宅、その他不動産の所有状況、不動産資産など、(4)家計の負債状況など、主に4つの側面から家計の状況をとらえるアンケート内容となっている。

しかし、多くの先行研究と同様に、我々の調査でも調査世帯の多くは金融資産総額やその資産項目に関する質問に対しては、単純にその「有無」だけを回答し、具体的な金額を回避する傾向にあった。確かに、家計の金融資産はそもそもセンシティブな問題であり、そのような質問に関して回答をためらうのは不思議ではない。しかし、そのような厳しい回答状況のなかで、我々の住宅保有に関する質問項目においては、所有している住宅資産額について502世帯が回答している。すでにサーベイした通り、住宅資産が家計総資産の半数以上を占めていることから、それを金融資産も含めた資産のコントロール変数として捉えることができよう。

2. 記述統計分析

本節では、次節の実証分析で使用するデータの基本的統計量をまとめ、家計の金融資産選択

表3 記述統計

		世帯数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
株式保有ダミー：	あり = 1	453	0.262	0.440	0	1
理財商品保有ダミー：	あり = 1	453	0.377	0.485	0	1
年齢（歳）		453	41.879	9.484	24	73
所得（万元）		453	7.003	9.409	0	100
世帯人数（人）		453	3.213	0.910	1	7
学歴ダミー：	中学校卒ダミー	453	0.182	0.386	0	1
	高校卒ダミー	453	0.612	0.488	0	1
	大学卒以上ダミー	453	0.215	0.411	0	1
借入制約ダミー：	あり = 1	453	0.413	0.493	0	1
就業形態ダミー：	会社員ダミー	453	0.332	0.471	0	1
	政府機関ダミー	453	0.424	0.495	0	1
	自営業ダミー	453	0.173	0.378	0	1
	退職者ダミー	453	0.072	0.258	0	1
資産選択の基準：	収益性ダミー	453	0.289	0.454	0	1
	安全性ダミー	453	0.655	0.476	0	1
	流動性ダミー	453	0.056	0.230	0	1
住宅資産（対数値）		453	3.365	0.774	0.693	5.521
住宅ローンダミー：	あり = 1	453	0.123	0.329	0	1
理財商品の商品特性評価ダミー：						
	預金金利より高い	446	0.648	0.478	0	1
	ほかの金融商品が少ない	446	0.085	0.279	0	1
	理財商品に関する情報伝達の速さ	446	0.204	0.403	0	1
	販売した銀行の信用度が高い	446	0.296	0.457	0	1
	理財商品を熟知している	446	0.213	0.410	0	1

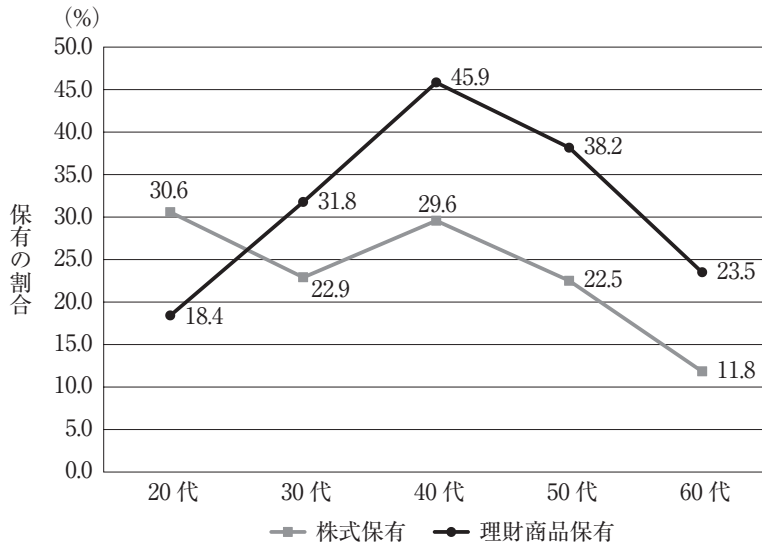
（出所）「山西調査データ2015」より筆者作成。

（注）所得（万元）が「0」となっているのは実際に数値が0である。

に関する基本的な特徴を検討する。表3の記述統計によると、家計の26.2パーセントが株式、37.7パーセントが理財商品を保有している。世帯主の平均的な年齢は41.9歳であり、世帯人数は3.2人で核家族が主流である。また、何らか借入制約を受けている世帯は41.3パーセントであり、甘・尹・譚 [2015, 150] の全国平均58.9パーセント（このうち、都市部48.3パーセント、農村72.7パーセント）より低い。ただし、

借入制約については、前述のように、CHFSデータでは特に農村の自営業ビジネス活動も借入制約の範囲内としているが、我々は都市家計の住宅ローンなどに限定したうえで、「金融機関に借入の申し込みをしたことはない」という答えに対して、2つの選択項目を設けている。すなわち、①「十分な蓄えがあるため、融資を受ける必要はない」、②「申し込みを断られる可能性があって、最初から申請をあきらめ

図1 株式・理財商品の保有と年代別の関係



(出所)「山西調査データ 2015」より筆者作成。

た」である。本論文では、②を選んでいる家計を借入制約に直面したことのある「借入制約あり」世帯と表記する。

また、住宅ローンのある世帯が12.3パーセントとなっている。学歴は高校卒が61.2パーセントで、大学卒以上も全体の21.5パーセントを占めている。そして職業に関しては、学歴、収入、金融知識、金融資産に関する情報の所有などが同レベルに近い方を4つのカテゴリーに分けている。たとえば、政府部門や金融機関に勤めている世帯主を同じカテゴリーとしてまとめた場合、全体の42.4パーセントを占めており、また自営業は17.2パーセントを占めている。

この調査データをもとに、これまでの定型化された資産保有傾向が、中国にも当てはまるのかを記述統計分析で確認してみよう。まず第1に、年齢と危険資産の保有との関係について、年齢とともに上昇してから、再び降下していくという山型なのかを確認してみる。図1をみる

と理財商品の保有はきれいな山型になっており、株式保有は20代から30代にかけていったん下がっているが、その後再び山型になっていることがわかる。20代の株式の保有割合が理財商品より高いのは、理財商品には5万元という最低購入額の制約があるためと考えられる。Iwaisako [2009]、祝迫 [2012] は日経RADARデータを用いて、年齢別の株式投資比率は若年層から年代が高まるにつれて徐々に増加し、50代でピークになり、その後安定化するという日本のパターンを明らかにしている。また、Fujiki, Hirakata and Shioji [2012] は、株式を保有する高齢者世帯の家計に限って見た場合、株式の保有金額比率には年齢が有意な正の効果を与えることを指摘している。このことからすると、中国の年齢層別の危険資産保有パターンは、日本と異なっていることがわかる。

我々が指摘した事実はCHFS (2013年) とほぼ同様である。甘・尹・譚 [2015, 107-108] に

よれば、世帯主の年齢層別株式保有の全国平均比率は6.2パーセント（16～30歳）、9.5パーセント（31～45歳）、6.0パーセント（46～60歳）、4.2パーセント（60歳～）になっており、中高年層になるとやはり前述と同じく、保有比率が下がっていく。この背景には、日本の場合は高齢者の方がより金融資産を蓄積しているのに対して、中国の場合は、高齢者ほど金融資産を持っていないという現状が示されている。たとえば、甘・尹・譚 [2015, 135] によれば、世帯主の年齢層別にみると、① 16～30歳は8万7503元、② 31～45歳は9万8816元、③ 46～60歳は7万3331元、④ 61歳以上は4万4268元となっており、明らかに高齢者ほど資産保有額が低い。この資産保有の格差に影響を与えている要因としては、50代後半以降の世代には教育にも恵まれなかった「文革世代」経験者が含まれており、教育レベルの違いによる人的資本の格差があると考えられる。

第2に、住宅資産という最も重要な家計資産は、危険資産保有にどのような影響を与えるのかを考察してみたい。一般的に、資産側から不動産を見た場合、不動産価格の変動が資産効果をもたらすことがある。中国の住宅事情を考えると、リーマン・ショック以降、ほぼ一貫して住宅価格は購入時の価格を大きく上回る上昇を維持してきたため、それによる収益性の高さと実質的な安全性が危険資産保有を促進していると考えられる。実際、我々の調査データによると、持ち家が1軒の世帯の株式保有率は20.1パーセントであるのに対して、持ち家が2軒の世帯の株式保有率は44.6パーセントに達している。日経RADAR（2001年）の首都圏のデータを用いた駒井・阿部 [2005] では、住宅所有

が危険資産需要に対して、正で有意な影響を及ぼしているという実証結果が得られている。この結果は、2000年代前半において、日本の住宅価格が大きく低下したという現実があるにもかかわらず、家計は住宅を危険資産とはとらえていないことを示唆している。他方、負債側では、不動産購入に伴う住宅ローンが危険資産の購入にマイナスの影響を与えることが考えられる。Cocco [2005] が指摘しているように、住宅ローン残額が多く、ローン負債比率が高いほど、家計のリスク許容度は低下し、危険資産への投資が抑制される。また、その一方で、住宅を保有していること自体が家計の危険資産保有への大きな決定要因ということではなく、むしろ持ち家の不動産価格の動向や住宅ローンの利用状況が、それに影響を与えていると考えられる。

第3に、借入制約が危険資産選択に与える影響は何かを見てみたい。一般的に借入制約に直面している場合は、預金の方を保有することが家計にとって合理的な選択になると考えられる。表4は株式・理财产品の保有と借入制約の関係を表しているが、両者の違いが際だっている。理财产品の場合には、「借入制約なし」の家計は全体の45.6パーセントが保有するとしているが、「借入制約あり」の家計はわずか26.2パーセントの保有にとどまっており、借入の制約の有無によって明確な資産選択の違いが見られる。それに対して、株式保有の場合は、借入制約の有無による違いはそれほど見られないが、どちらかといえば、「借入制約あり」の方がわずかながら高い。つまり、家計は借入制約にはさほど左右されることなく、株式にもある程度の積極的な投資行動を示しているといえる。

表4 借入制約と株式・理財商品の保有関係について

	(%)			
	株式		理財商品	
	保有	なし	保有	なし
借入制約あり (210 世帯)	25.4	73.3	26.2	73.8
借入制約なし (305 世帯)	24.6	75.4	45.6	54.4

(出所)「山西調査データ 2015」より筆者作成。

表5 借入制約と所得、住宅資産、生活満足度などとの関係

	(%)	
	「借入制約なし」 世帯に占める割合	「借入制約あり」 世帯に占める割合
(1) 世帯平均年可処分所得 (万元)	8.3	4.8
(2) 世帯平均住宅資産額 (万元)	44.1	31.2
(3) 生活の不満足度	43.6	82.9
①仕事の不安定さ	15.1	16.8
②収入の不足	33.8	49.0
③蓄えの不足	27.4	46.2
④社会保障水準の低さ	26.9	30.0
(4) 「収益性重視」資産選択基準	27.9	34.8
世帯数	302	206

(出所)「山西調査データ 2015」より筆者作成。

なぜ借入制約を受けている家計でさえも、制約のない家計と同じほど株式保有に意欲を見せているのであろうか。我々は「借入制約なし」世帯と「借入制約あり」の両世帯に対する以下の3つの質問項目から両者の相違点を明らかにした。まず、(1) 世帯当たりの年可処分所得、(2) 世帯当たりの平均住宅資産額を質問することによって、両世帯間の格差を明らかにする。次に、現在おかれている生活状況について、(3) 「現在の生活に満足しているか」否かを質問したうえで、「不満」を選択した場合には、その理由として、①「仕事の不安定さ」、②「収入の不足」、③「蓄えの不足」、④「社会保障水準の低さ」を選択してもらえるような設問

をしている。その質問への回答結果によって、「借入制約あり」世帯が資産選択の基準としてなぜ「収益性」を重視しているのかを確認してみよう。

表5は、上記の3つの質問の回答をまとめたものである。これから、それぞれの設問に関する「借入制約なし」世帯と「借入制約あり」世帯の違いがはっきりと見て取れる。まず、「借入制約なし」世帯の平均年可処分所得と平均住宅資産額はそれぞれ8万3000元と14万1000元であるのに対して、「借入制約あり」世帯はそれぞれ4万8000元と31万2000元にとどまっている^(注5)。次に、「生活の不満足度」に対する答えはいずれの世帯も意外に高いが、

「借入制約なし」世帯は全体の43.6パーセントであるのに対して、「借入制約あり」世帯は全体の82.9パーセントを占め、明確な格差が見られる。また、その理由を尋ねた項目についても、「借入制約あり」世帯の割合がより高くなっている。このように、収入と資産の格差は「生活の不満足度」とその理由にも「格差」を及ぼしている。この不満足感の解消の手段として、株式投資が選好されている可能性がある。すなわち、「借入制約あり」世帯は株式投資を通じて、周囲との格差を縮めようと、敢えてリスクを冒しながらも「収益性重視」という選択基準を選ぶ傾向があると考えられる。

以上の先行研究とアンケート調査の記述統計分析によるファイナディングをもとに、我々は家計の金融資産選択行動における中国の独自性を示すため、以下の2つの仮説を提起し、次の第Ⅲ節で検証する。すなわち、

仮説1 住宅資産の保有は危険資産であるが、近年の中国ではその収益性の高さを実質的な安全性から、住宅資産の増加につれて、むしろ家計の危険資産の保有にプラスの影響を与えている。

仮説2 「借入制約」を受けている家計は、株式保有と正の相関関係がある。この仮説は明らかに理論や既存の先行研究の実証結果と相反しているが、むしろ中国の家計の独自性が示されている。

Ⅲ 資産選択行動の実証分析

1. プロビットモデルによる推計

上述の2つの仮説を検証するために、家計の危険資産需要関数を推定する。危険資産に対す

る需要に影響を及ぼすと考えられるさまざまな要因をコントロールし、本論文で分析する中国の家計資産選択行動においては、理論との整合性を確認しながら、中国の独自性を明らかにする。家計の金融資産選択に関しては、通常、ヘックマン (Heckman) の2段階推定法を採用して推計を行うことが多い。しかし、すでに述べたように我々の調査では、家計の金融資産総額の利用に制約が多いことから、本論文ではまず第1段階の危険資産を保有するか否かというプロビット・タイプの二値選択モデルにより、危険資産の保有関数を推計している。

株式と理財商品それぞれに対して、(1) 株式を保有する (= 1)、株式を保有しない (= 0)、(2) 理財商品を保有する (= 1)、理財商品を保有しない (= 0) を目的変数として、次のようなプロビットモデルを考える^(注6)。

$$y_i^* = \beta x_i + \epsilon_i$$

ここで、 x_i は説明変数のベクトル、 β は係数パラメータベクトルであり、 ϵ_i は誤差項で標準正規分布にしたがうとする。 y_i^* は y_i を決めている潜在因子であり、対応する観測変数 y_i は、

$$y_i = \begin{cases} 1, & y_i^* \geq 0 \\ 0, & y_i^* < 0 \end{cases} \quad (1)$$

となる。

説明変数に含まれるのは、家計の世帯主の年齢、所得、最終学歴、世帯規模、住宅資産、職業、住宅ローンの有無、借入制約の有無、資産選択において重視する基準に関するダミー変数である。

年齢と危険資産の保有の関係は、理論的に正負両方の可能性が考えられる。人的資本を取り入れる場合、祝迫 [2012] によれば、金融市場

が効率的に機能し、若い世代が将来の期待労働所得に見合った借入れを行うことが可能であったとすると、最適な危険資産への配分は年齢とともに減少していくことになる。しかし、現実の金融市場は不完全であるうえに、将来の労働所得のリスクを十分にヘッジすることができず、借入制約や予備的貯蓄動機が重要な影響を与える若い年代では、むしろ家計の危険資産のシェアは上昇していくという。このとき家計の金融資産投資に占める危険資産のシェアは、年齢に対して山型の形状をとるものが考えられる。

これまでの実証研究では、Poterba and Samwick [2003] は家計の株式保有が年齢の増加とともに高くなり、男性は女性より株式保有率が高いと分析している。また、Cardak and Wilkins [2009] は年齢と株式投資の比率とは逆U字関係にあるが、呉・斉 [2007] の実証研究では、家計資産選択に年齢的なライフ・サイクル効果が見られないという。我々は年齢の二乗項を取り入れて、ライフステージとの関係から年齢とその二乗項の符号の相違性を見出すことを期待する。

また、学歴ダミーは中学校卒以下、高校卒、及び大学卒という3つに分けて、学歴が危険資産保有に及ぼす効果を検証してみる。人的資本という側面から、学歴効果は将来所得をコントロールすると見られるからである。また、危険資産への投資に情報処理能力が影響する可能性をコントロールするものでもある。一般的に、学歴が低いほど情報処理能力が低いと考えられており、それにかかわる係数の符号は負である。また、逆の相関関係も成立する。たとえば、北村・内野 [2011] は、家計の金融資産選択行動における固定情報コストの存在を明らかにして

いる。彼らによれば、大学卒以上の世帯主を持つ家計ほど危険資産の保有確率が高いことなど、家計の危険資産保有決定において、金融知識を背景とした参加コストが存在することを示唆している。Mankiw and Zeldes [1991] は、危険資産の保有確率について、学歴が高いほど正の関係が存在していると分析している。

さらに、表4及び表5で示しているように、「借入制約あり」世帯と「借入制約なし」世帯は家計所得や、住宅資産の大きさ、生活の満足度などの面ではっきりとその違いを表しているが、資産選択の重視基準に「収益性」を選ぶ割合はむしろ「借入制約あり」世帯で多く見られている。このように、尹・宋・黄 [2015] などの既存研究とは異なり、実証結果からは借入制約と株式保有との間に正の相関関係が観察される。それは借入制約自体がリスク資産の選択に因果的に影響している可能性を示唆するが、家計の所得や金融資産保有状況、住宅資産規模などの交絡因子が存在しているため、2つの変数間には内生性の問題が発生していると考えられる^(注7)。

他方、住宅資産と危険資産との関係については、保有不動産の資産価値の増大は危険資産の保有を制約するのではなく、むしろ促進すると考えられる。他方、負債側では、不動産購入に伴う住宅ローンが危険資産の保有にマイナスの影響を与えることが考えられる。家計にとって、負債を持つ、しかも負債比率が高いほど、家計のリスク許容度は低下し、その結果危険資産の保有への抑制になると考えられる。したがって、株式・理財商品の保有に関して、住宅資産額と住宅ローン負債の符号はそれぞれプラスとマイナスであると予想される。

また、家計の資産選択行動には収益性、リスク性、流動性、税負担など、考慮すべき重要な基準があるが、我々は家計の商品選択の判断基準について以下のダミー変数を用いた。すなわち、「あなたの家庭では、金融商品を購入する際にどのようなことを最も重視しますか」という質問を設けて、それぞれ①「収益性重視」ダミー、②「安全性重視」ダミー、③「流動性重視」ダミーのそれぞれの指標を作成している。このうち、収益性重視を選択した家計は、よりリスクの許容度が高いと考えられ、危険資産の保有と正の相関関係が予想される。

さらに、職業は政府・金融機関、会社員、自営業、退職者・無職者・その他という4つのカテゴリーに分けられている。政府機関や銀行関係者は学歴、所得、情報入手の速さなどから、株式や理财产品の保有にプラスの影響を与えるが、逆に、自営業にはマイナスの影響を与えると考えられる^(注8)。しかし、職業の違いはむしろ金融資産に占める危険資産の保有比率に大きな違いをもたらす可能性がある。

このほか、我々の調査では、家計が理财产品を購入する場合には、その理财产品に対する商品特性についての評価を尋ねている。具体的には、①「銀行金利が低いから選ぶ」、②「ほかの金融商品が少ないから選ぶ」、③「理财产品の情報伝達が速いから選ぶ」、④「購入先の銀行の信頼度が高いから選ぶ」、⑤「理财产品を熟知しているから選ぶ」、という複数回答が可能な5つの選択肢を設けた。

これらの質問項目から、金融市場ないしは金融制度的な要素が家計の理财产品の保有動機に影響を与えているかどうかを探ることができる。たとえば、①と②では家計における金融資産の

蓄積に伴い、その資産運用のニーズの多様化や収益性選好の傾向を探り、銀行理财产品がそのニーズに対応していることを知ることができる。また、③と⑤からは2008年以降、シャドーパーキングの規模拡大に応じて、理财产品が大量かつ多種類発売される中で、商業銀行がリテール業務の展開に力を入れ、意欲的に理财产品を販売している様子をうかがうことができる。他方、④からは国有資本を中心としている公的金融資本が支配的な金融市場の現状においては、「公的信用力」をバックにした商業銀行が販売している理财产品に対して、家計がそのリスクへの認識を低下させていることを確認できる。

推計の結果は表6に示してある。まず、株式保有の推計結果をみると、年齢及び年齢の二乗項は理論通りに、符号がそれぞれプラスとマイナスで、有意性がある。また、所得も大きいほど、株式保有にプラスの影響を与えていることがわかる。また、会社関連勤務をベースにした職業については、いずれも職業性の有意性はないものの、自営業の符号はマイナスとなっている。学歴の効果は大学卒以上をベースにしている場合、中学校卒以下の符号はマイナスで、株式保有に強いマイナスの影響を与えているが、高校卒以上の株式保有には差異がないことを示唆している。また、資産選択重視のダミーについては、収益性選好ダミーの符号はプラスで有意である。

さらに、我々が提起している仮説1の通り、住宅資産も株式保有に強い影響を与えており、不動産の高い収益性と実質的な安全性はむしろ危険資産の保有を促進させることが示唆される。その一方、住宅ローンを抱えている世帯は符号が理論通りマイナスであるが、有意性は得られ

表6 株式及び理財商品保有のプロビットモデルの推計

	株式保有			理財商品保有		
	限界効果	標準偏差	z 値	限界効果	標準偏差	z 値
年齢	0.0347*	0.0197	1.74	0.0509**	0.0224	2.27
年齢の二乗	-0.0004*	0.0002	-1.91	-0.0006**	0.0003	-2.22
所得	0.0065**	0.0029	2.25	0.0015	0.0029	0.50
家族規模	-0.015	0.0252	-0.59	0.0446	0.0304	1.46
最終学歴ダミー（大学卒をベース）： 中学校卒 = 1	-0.1144**	0.0504	-1.99	0.0647	0.0713	0.92
最終学歴ダミー：高校卒 = 1	0.022	0.0481	0.45	0.0258	0.0585	0.44
資産選択重視ダミー（安全性をベース）： 流動性選好 = 1	-0.018	0.0952	-0.18	0.2219*	0.0596	1.55
資産選択重視ダミー：収益性選好 = 1	0.1171**	0.0511	2.39	0.0909	0.1289	1.75
借入制約ダミー：あり = 1	0.0932**	0.0472	2.00	-0.1913***	0.0536	-3.41
職業ダミー（会社関連勤務をベース）： 政府または金融機関 = 1	0.034	0.0488	0.69	0.0719	0.1037	4.36
職業ダミー：自営業 = 1	-0.006	0.0677	-0.09	-0.1675**	0.1244	2.76
職業ダミー：退職者・その他 = 1	0.142	0.1153	1.34	-0.1102	0.1550	2.31
住宅ローンダミー：あり = 1	-0.040	0.0611	-0.63	0.0067	0.0775	0.09
住宅資産（対数値）	0.1103***	0.0360	3.01	0.1328**	0.0412	3.21
理財商品の商品特性評価ダミー： 銀行金利が低い = 1				0.0943*	0.0528	1.74
金融商品の少なさ = 1				0.3946***	0.0846	4.25
理財商品に関する情報伝達の速さ = 1				-0.0134	0.0651	-0.20
販売した銀行の信用度が高い = 1				0.1503***	0.0580	2.63
理財商品を熟知している = 1				0.1682**	0.0667	2.58
Number of obs	453			446		
LR chi2 (14)	54.72			123.04		
Prob > chi2	0.000			0.000		
Pseudo R2	0.1053			0.2083		
Log likelihood	-232.4652			-233.9187		

(出所) 筆者作成。

(注) ***, **, *は、当該係数が有意水準1%, 5%, 10%である。

ていない。また、興味深いことに、借入制約ダミーが株式保有にプラスで有意であることから、仮説2も確認された。借入制約を受けている人々は、自分の目標とする金融資産の確保をいち早く達成するために、理財商品などの金融商品への投資よりも、株式市場で一攫千金を得た

いという気持ちが高まり、さらにハイリスク・ハイリターンを目指した投資行動をとる^(注9)。

次に、理財商品の保有の決定要因についての推計結果を見てみる。まず、年齢及び年齢の二乗項は理論通りに、符号がそれぞれプラスとマイナスで、有意性がある。ただ、株式保有とは

異なり、所得の符号はプラスであるものの、有意性が得られていない。また、理財商品保有について、資産選択基準の流動性選好ダミー変数が有意な正の係数となっているが、これは理財商品が商品によっては、最短3カ月から払い戻しが可能ということから、流動性の高い金融商品であると認識されているためと考えられる。その一方で、住宅資産は理財商品の保有との間に強いプラスの相関関係がある。このことから、株式保有に比べて、理財商品の選択行動は所得よりも住宅資産あるいは世帯の資産規模の大きさに影響されていると考えられる。また、職業ダミーについて、自営業はマイナスで有意性が得られている。そして、借入制約ダミー変数は理論的に期待される通りに、マイナスで有意である。これは借入制約を受けている家計にとって、理財商品は最低5万元という購入金額のハードルがあるためと考えられる。

一方、理財商品に関する商品特性の評価のダミー変数である「銀行金利が低い」、「ほかの金融商品の少なさ」、「販売した銀行への信頼性が高い」などはいずれも有意にプラス影響を与えている。つまり、そこから家計では預金に対する期待収益率の低さや選択できる金融商品の少なさから、金利の高い理財商品の購入を選択していることがうかがわれる。また、「公的信用力」が背後にあるため、家計では商業銀行に対する信頼感が高く、理財商品そのもののリスクへの認識を低減させている可能性が高いことが示唆されている。

2. 多項ロジットモデルによる推計

前節では、被説明変数がダミー変数となっており、株式保有、理財商品保有について、持つ

か持たないかという2つの選択肢から1つを選ぶという家計における危険資産選択行動の特徴を把握することができた。ここでは、表5の統計結果をさらに確認するため、我々は家計において株式、理財商品を保有する際の選択に関して、次のような選択行動を想定する。すなわち、①株式、理財商品とも保有しない（ベース）、②株式のみ保有、③理財商品のみ保有、④株式・理財商品ともに保有するという被説明変数の取り得る値は4つから1つの資産選択形態を選ぶ行動を考えてみる。このため、多項ロジットモデルを用いて、株式、理財商品という資産選択行動がどのような要因によって決定されているのかについて、4つのケースの選択肢を用いて、危険資産の保有形態に関する推計を行う。なお、多項ロジットモデル（multi-nominal logit model）は、サンプルの状態が3つ以上存在する場合の判別問題を扱うモデルである。その判別は、サンプルがどのような状態に属している確率が最も高いかという基準で行われる。

この場合、多項ロジットモデルは以下のように定式化される。すなわち、

$$Y_i = \begin{cases} 3 \text{ (株式・理財保有)} & \text{if } Y_{3,i}^* > Y_{2,i}^* > Y_{1,i}^* > Y_{0,i}^* \\ 2 \text{ (理財保有)} & \text{if } Y_{2,i}^* > Y_{3,i}^* > Y_{1,i}^* > Y_{0,i}^* \\ 1 \text{ (株式保有)} & \text{if } Y_{1,i}^* > Y_{3,i}^* > Y_{2,i}^* > Y_{0,i}^* \\ 0 \text{ (株式・理財保有せず)} & \text{if } Y_{0,i}^* > Y_{3,i}^* > Y_{2,i}^* > Y_{1,i}^* \end{cases}$$

ただし $Y_{j,i}^* = a + b_j X_i + \epsilon_i$ (2)

いま、家計*i*には危険資産選択に関して、*j*個の選択対象があり、選択結果を Y_i で表示しよう。ここでは、家計が危険資産選択である株

式、理財商品のいずれも保有せず ($Y_i=0$)、株式のみ保有 ($Y_i=1$)、理財商品のみ保有 ($Y_i=2$)、株式・理財商品ともに保有 ($Y_i=3$) のそれぞれの保有形態 j を選んだときに得られる効用を潜在変数 $Y_{j,i}^*$ 、実際に選択された保有形態を観測変数 Y_i としている。潜在変数 $Y_{j,i}^*$ は説明変数 X_i と誤差項 ϵ_i によって決まるが、パラメータ b_j が選択肢ごとに異なるため、どの選択肢をとるかで潜在変数 $Y_{j,i}^*$ が異なる。そこで、家計は潜在変数 $Y_{j,i}^*$ が最も大きくなるような保有形態 j を選び、その結果が Y_i として観察されることを (2) 式は示している。

このため、家計の資産選択行動にとって、これらの選択肢に共通の順序はなく、どの選択肢で潜在変数が大きくなるかは家計によって異なるのである。たとえば、株式・理財商品ともに保有している家計にとって、得られる効用はほかの選択肢より大きいので、株式・理財商品の保有を選択しているはずである。同様に、理財商品のみ保有を選択している家計は、最も大きい効用が得られるからそれを選択しているはずである。

株式・理財商品のいずれも保有せずをベースにした「株式保有」、「理財商品保有」、「株式・理財商品保有」に関する推計結果が表7で示されている。株式保有の推計結果をみると、表6に比べ、「年齢」及び「年齢の二乗」や「中学校卒」ダミー変数の有意性はなくなっている。その一方で、「所得」、「住宅資産」、「借入制約」ダミー、「収益性重視」ダミーといった説明変数は、被説明変数が「株式保有」の場合において正に有意になっている。ここでも仮説1及び仮説2が確認されている。また、大学卒以上をベースにした「中学校卒」ダミー変数が負に有

意になっており、低学歴ほど株式を保有しないことが示唆されている。

また、理財商品の保有について、同じく表6の推計結果をみると、「年齢」及び「年齢の二乗」の有意性はなくなっているが、逆に「世帯規模」は有意に正の相関関係が得られている。このほか、資産選択において何を重視するか(重視ダミー)をみるために「安全性」をベースにした場合、株式の保有では「収益性」ダミーが有意に正の相関関係があるのに対して、理財商品の保有ではむしろ「流動性」ダミーが有意な正の相関関係にある。これはすでに述べたように、理財商品は商品によって3カ月という短期間で払い戻すことが可能であるということが反映されているためと思われる。また、職業性に関しては、表6と同じく、株式の保有には有意性がないものの、理財商品の保有の場合は「会社関連勤務」や「政府または金融機関」ダミー変数は有意性のある正の相関関係が確認された。特に、理財商品の場合、最低購入額5万円という制約や理財商品に関する情報入手の便利さなどから、「職業」ダミー変数の有意性ははっきり表れていると考えられる。

さらに、「株式・理財商品保有」という同時保有の推計結果をみると、表6のように、「年齢」及び「年齢の二乗」は有意にそれぞれ正と負の相関関係が確認されている。また、「所得」、「住宅資産」も正の有意になっており、「株式・理財商品保有」を選択している家計にとって、所得とともに住宅資産ないし家計の資産そのものの影響が大きいと考えられる。

また、資産選択の重視ダミーは「安全性」をベースにした場合、「収益性」ダミーが被説明変数「株式・理財商品保有」に有意に高めに作

表7 危険資産保有形態に関する多項ロジットモデルの推定結果

	株式保有		理財商品保有		株式・理財商品保有	
	係数	z 値	係数	z 値	係数	z 値
年齢	0.1772	1.16	0.1553	1.34	0.3196*	1.76
年齢の二乗	-0.0003	-1.43	-0.0019	-1.43	-0.0036*	-1.78
所得	0.0580**	2.11	0.0232	0.88	0.0467**	1.74
世帯規模	-0.0272	-0.14	0.3371**	2.20	0.1785	0.84
最終学歴ダミー (大学卒以上をベース) : 中学校卒 = 1	-0.6371	-1.30	0.3264	0.98	-0.7286	-1.23
最終学歴ダミー : 高校卒 = 1	0.2616	0.71	0.1130	0.38	0.1944	0.49
資産選択基準の重視ダミー (安全性をベース) : 流動性選好 = 1	0.5701	0.59	1.0483*	1.95	0.3675	0.41
資産選択の重視ダミー : 収益性選好 = 1	0.7519**	2.22	0.4475	1.50	0.8914**	2.38
借入制約ダミー : あり = 1	0.7522**	2.28	-0.7003**	-2.47	-0.3304	-0.83
住宅資産 (対数値)	0.4870*	1.79	0.6539***	3.08	1.3009***	3.84
職業ダミー (退職者をベース) : 会社関連勤務 = 1	-0.6262	-0.98	1.3547*	1.68	-0.0417	-0.05
職業ダミー : 政府または金融機関 = 1	-0.7729	-1.19	1.5423*	1.92	0.6378	0.73
職業ダミー : 自営業 = 1	-0.8711	-1.30	0.3598	0.42	-0.3400	-0.05
定数項	-5.9208*	-1.90	-8.3663***	-3.31	-14.0944***	-3.47
Number of obs	453					
LR chi2 (14)	152.51					
Prob > chi2	0.000					
Pseudo R2	0.1371					
Log likelihood	-480.0209					

(出所) 筆者作成。

(注) (1) ***, **, * は、当該係数が有意水準 1%, 5%, 10% である。

(2) rrr (relative risk ratio) は選択肢 j に対する限界的なオッズ比とベース選択肢に対する限界的なオッズ比の比で相対的リスク比と呼ぶ。

(3) 有意性がない変数 (住宅ローンダミーなど) の推定結果の表記について、見やすさのために記載を省略している。

用しているのは、家計の収益性を重視していることが考えられる。その一方、「借入制約ダミー」の「株式保有」と「理財商品保有」への効果が相殺されてしまい、有意な効果が見られない。さらに「住宅資産」は基準の選択肢との比較において、いずれの被説明変数においても強い正の関係にあることから、住宅資産が家計の資産選択において重要な説明要因であり、仮説2が成立していることを強く示唆している。また、基準とした選択肢との比較において、選択肢の選ばれやすさを表す乗数である相対的なリスク比 (rrr) で評価すると、特に住宅資産の価値が大きくなるにつれ、理財・株式保有を積極的に行う可能性が見て取れる。さらに、会社勤務や政府、金融機関勤務などの職業は理財商品保有を積極的に選択している傾向も顕著である。このほか、収益性は株式や株式・理財商品保有へ、流動性は理財商品保有の特徴が顕著であるという行動選択が見られている。

IV 主な結論と今後の課題

本論文は独自のアンケート調査に基づいて、中国における家計の資産選択行動の特徴、特に危険資産である株式や理財商品に焦点を当てて実証的な分析を行った。本論文の特徴は、家計の資産選択行動の決定要因について、既存の理論または実証結果との共通点が確認された一方、中国の独自性や金融市場の現状との結びつきが初めてミクロレベルで明らかになったことである。本論文の主なファインディングは以下の通りである。第1に、住宅資産の価値が大きくなるにつれて、それと家計における危険資産の保有との間に正の相関関係があることが確認され

た。つまり、住宅は一般的に危険資産であるが、中国の場合はほぼ一貫して住宅価格が購入時の価格を大きく上回る上昇を示してきたため、住宅資産はむしろ危険資産の保有を促すという仮説を支持する結果となっている。第2に、借入制約を受けている家計は株式の保有とも強い正の相関関係があることが確認された。このことは中国の個人投資家が持つ独自性、すなわち一攫千金を狙った危険資産への投資が高いことを表している。借入制約を受けている家計は収入と資産の両面、さらに「生活の満足度」という点でも、借入制約がない世帯との間に格差が存在する。そうした中で、株式は最もリスクの高い金融資産であるにもかかわらず、借入制約を受けている家計は収益性を追求し、この格差の解消に努めたいという焦燥感からくる行動の結果であると考えられる。

第3に、家計の理財商品の保有に関する決定要因としては、家計の資産運用ニーズの多様化がその保有にインセンティブを与えていることも確認された。理財商品の預かり金利のほうが預金金利よりも高いため、家計の資金は理財商品に集まりやすい。シャドーバンキングはこうした家計における資産選択のニーズの受け皿になっているといえる。また、依然として公的資本が支配する中国の金融市場においては、家計にとって、「公的信用力」をバックとした商業銀行が販売している理財商品のリスクがより低く認識されていることが示唆された。

本論文の実証研究結果から、今後安定成長を目指す中国経済にとっては、家計サイドの視点に立った金融・資本市場の改革が重要であるといえるだろう。まず、家計所得の増加を図るとともに、家計の流動性制約を緩和するような、

政府と金融機関による一層の金融環境の改善策が求められる。また、金融資産の運用知識の普及や教育は金融・資本市場の安定化や活性化に繋がると期待される。さらに、金融市場の自由化を促進し、金融技術の高度化を促すことにより、家計のニーズや安定的な資産形成に適うリスク金融商品を提供していくことも重要である。

しかしながら、本論文では以下のような問題や限界も残されている。すなわち、独自のアンケート調査を中国の平均的な GDP 水準の中部地域で実施したとはいえ、その分析から得られた結果はある程度地域的な制約を受けざるを得ない。したがって、ここでの結論が中国全体に対して、普遍的であるかという問題が残る。また、家計の資産選択行動は、その時のマクロ経済環境、政府の政策関与や経済構造の変化の影響を受けやすい。この点に関しては、アンケート調査の時期がちょうど株式市場において、株価が高値からの崩壊過程にあったという特殊性にも考慮する必要がある。さらにいうならば、中国における家計の資産選択行動の特徴を解明していくためには、より長いタイムスパンと広範囲のデータの蓄積が必要であり、今後とも持続的な研究は不可欠である。

(注1) 甘・尹・譚 [2015, 132-133] では、金融資産は現金、銀行預金、債券、株式、ファンド、金融理財商品とその他に分類されている。また株式、ファンド、債券（国債・地方債を除く）、理財商品を危険資産に分類しており、本論文も既存の先行研究と同じ分類にしている。

(注2) 中央決算公司「中国銀行業理財市場2015年度報告」『中国債券』2016年3月、34～39ページ。

(注3) たとえば、甘・尹・譚 [2015, 66] に

よれば、2013年の住宅資産が家計総資産に占める比率は都市部では59.6パーセントで、農村では54.4パーセントをそれぞれ占めている。また、1人当たりの金融資産は7万3931元であるが、危険金融資産の平均は2万1230元で、全体の金融資産の28.7パーセントを占めている。さらに、危険資産のうち、6.5パーセントが株式口座を持ち、都市部は11.1パーセントで、農村ではわずか0.4パーセントにとどまっている。

(注4) 中国証券登記決算有限公司「統計月報」2016年3月 (http://www.chinaclear.cn/zdjs/xtjbg/center_tjbg.shtml 2016年5月2日アクセス)。

(注5) さらに、住宅資産別の世帯の割合を3つのカテゴリーに分けてみると、20万～50万円のカテゴリーはいずれの世帯も最も多く占めている。しかし、20万円以下のカテゴリーの世帯割合は「借入制約あり」が「借入制約なし」よりも11.2パーセント多く占めており、逆に50万円以上のカテゴリーの場合は、「借入制約なし」が「借入制約あり」より16.3パーセント多く占めているほど、両者の住宅資産格差がはっきりしている。

(注6) ただし、(1)式と(2)式を推計する場合は、それぞれ理財商品保有と株式保有が互いに排他的であるため、代わりに我々は多項ロジットモデルを用いて補完的な推計も取り入れる。

(注7) 二値変数間の因果探索という性質から、この内生性問題を解決するには層化やスコアマッチングなどのアプローチが考えられる。しかし、問題としている因果関係は調査設計時の本来的な仮説ではなく、調査から事後的に得られた発見的仮説であり、すべての重要な交絡因子が調査情報から得られるわけではない。当然、内生性の十分な除去は望めない。他方で、対象地域の住民へのケーススタディー的なヒアリングでは、借入制約を受けているために積極的に株式投資を行っているという少なからぬサンプルからの発言を得ている。総合的に判断して、

本研究ではこれまで取り上げられていない因果の可能性をこのようにファクトファインディングとして指摘しておくことにした。なお、本来的な因果仮説の検証は次の調査機会への課題の1つに残しておきたい。

(注8) 理論的に自営業は、給与所得者に比べて将来所得の不確実性が高いことやビジネスのための実物投資を行うことから、株式などの危険資産への投資を控える傾向があると考えられる。

(注9) このような推計結果は、その当時の株式市場の状況にも反映されているかもしれない。我々の調査時期である2015年6月は、人々が売買に熱中していた株ブームが崩壊していく段階にあり、株価が下がる一方ではあったが、多くの個人投資家が株式を処分せず、あるいは株式の売却に間に合わないということで保有していたことが考えられる。これもまさに、「散户」(小口個人投資家)の現状を反映しているといえよう。

文献リスト

〈日本語文献〉

- 祝迫得夫 2012.『家計・企業の金融行動と日本経済——ミクロの構造変化とマクロへの波及——』日本経済新聞出版社。
- 北村行伸・内野泰助 2011.「家計の資産選択行動における学歴効果——逐次クロスセクションデータによる実証分析——」『金融経済研究』(33)24-45.
- 駒井正晶・阿部由里 2005.「住宅所有と家計の危険資産選択——ミクロ・データによる分析——」『ファイナンシャル・プランニング研究』(5)19-26.
- 塩路悦朗・平形尚久・藤木裕 2013.「家計の危険資産保有の決定要因について——逐次クロスセクション・データを用いた分析——」『金融研究』32(2)63-103.

〈英語文献〉

- Cocco, João F. 2005. "Portfolio Choice in the Presence of Housing." *Review of Financial Studies* 18(2): 535-567.
- Cardak, Buly A. and Roger Wilkins 2009. "The Determinants of Household Risky Asset Holdings: Australian Evidence on Background Risk and Other Factors." *Journal of Banking & Finance* 33(5): 850-860.
- Fujiki, Hiroshi, Naohisa Hirakata and Etsuro Shioji 2012. "Aging and Household Stockholdings: Evidence from Japanese Household Survey Data." IMES Discussion Paper Series 2012-E-17. Bank of Japan.
- Iwaisako, Tokuo 2009. "Household Portfolios in Japan." *Japan and the World Economy* 21(4): 373-382.
- Mankiw, Gregory N. and Stephen P. Zeldes 1991. "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders." *Journal of Financial Economics* 29(1): 97-112.
- Poterba, James M. and Andrew A. Samwick 2003. "Taxation and Household Portfolio Composition: US Evidence from the 1980s and 1990s." *Journal of Public Economics* 87(1): 5-38.
- ##### 〈中国語文献〉
- 甘犁・尹志超・賈男・徐舒 2012.『中国国家計金融調査系列報告 2012』西南财经大学出版社。
- 甘犁・尹志超・譚繼軍 2015.『中国国家計金融調査系列報告 2014』西南财经大学出版社。
- 何興強・史衛・周開国 2009.「背景風險与居民金融資産投資」『經濟研究』第12期: 119-130.
- 李楊・張曉晶・常欣 2015.『中国国家資産負債表 2015——杠杆調整与風險管理——』中国社会科学出版社。
- 李風・羅建東・路曉蒙・鄧博夫・甘犁 2016.「中国家庭資産狀況、變動及影響因素」『管理世界』第2期: 45-56.

- 呉衛星・齊天翔 2007. 「流動性, 生命周期与投資組合相違性——中国投資者行為調査実証分析——」『経済研究』第2期: 97-110.
- 翁辰・張兵 2015. 「信貸約束对中国農村家庭創業選択的影響」『経済科学』第6期: 92-102.
- 葉德珠・魏楽楽・周麗燕 2015. 「房産持有視覚下家庭風險金融資産投資影響因素分析——基與CHFS 数据的実証研究——」『産経評論』第2期: 137-147.
- 尹志超・宋全雲・呉雨 2014. 「金融知識, 投資経験与家庭資産選択」『経済研究』第4期: 62-75.
- 尹志超・宋全雲・呉雨・彭嫦燕 2015. 「金融知識, 創業決策与創業動機」『管理世界』第1期: 87-

98.

- 尹志超・宋鵬・黄倩 2015. 「信貸約束与家庭資産選択——基于中国家庭金融資産調査数拠の実証研究——」『投資研究』第4期: 4-24.

[付記] 本稿の執筆にあたり, 本誌2名の匿名レフェリーから有益なコメントを頂戴した。改めて謝意を申し上げたい。なお, 本稿における誤りは, すべて筆者に帰するものである。

(中央大学経済学部教授, 2016年8月5日受領, 2017年12月8日レフェリーの審査を経て掲載決定)

Abstract

Household Portfolio Choice in China: A Case Study of Shanxin

Cheng Tang

The purpose of this paper is to examine the factors that affect household portfolio choice in China by focusing on risky assets such as stocks and wealth management products. Chinese households have accumulated huge financial assets, and their asset choices have become more diversified. It is especially noteworthy that the proportion of risky assets, such as stock and wealth management products, has increased dramatically since 2010. By applying probit and multinomial logit models to our original household survey data, we hope to better understand the characteristics of Chinese household asset choice. The main findings of this paper are as follows. First, household risky assets are positively correlated with housing assets. This agrees with the hypothesis that rising housing prices encourage families to purchase risky assets. Secondly, whether a household was borrowing-constrained also had a strong positive correlation with stockholding. The possibility of becoming wealthy quickly through stock trading helps to explain why many Chinese people buy stocks. Finally, the lack of financial market reform is also an important reason why many households purchase wealth management products. Since commercial banks have public credit, the risks of wealth management products can be underestimated. This research suggests that the household perspective is also essential for the future of financial market reform in China.