

# アジアビジネスに関する研究

相対的リスク回避度による中国家計の金融資産選択行動の分析：2004年－2011年

## Analysis of Chinese Household Asset Holding Behavior by the Degree of Relative Risk Aversion: 2004-2011

中村学園大学 流通科学部

吉川 卓也

### 1. はじめに

本稿では、中国家計の相対的リスク回避度を計測して、中国家計の近年の金融資産選択行動の変化を分析する。次に、日本の家計と比較しながら、金融資産を安全資産（主として定期預金）とリスク資産（主として株式）に分類して、中国家計の金融資産選択行動の変化を検討する。さらに近年の金融資産選択行動を説明する要因として、金利自由化と理財商品などの影響について検討する。

### 2. 相対的リスク回避度の計測方法について

公表データに基づいて計測した中国家計の相対的リスク回避度は、次節に掲げた表1および表2に示されている。先行研究において、相対的リスク回避度は様々な方法で計測されているが、本稿では吉川 [2003] でおこなった方法になっている<sup>1</sup>。

すなわち、相対的リスク回避度  $R_r$  は、

$$(1) R_r = \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m^2} \times \frac{1}{\alpha}$$

という式を用いて計測される。ここで、 $E(r_m)$  は危険資産の期待収益率、 $r_f$  は安全資産の収益率、 $\sigma_m^2$  は危険資産の収益率  $r_m$  の分散、 $\alpha$  は家

計が保有する金融資産残高総額に占める危険資産の割合である<sup>2</sup>。

ところで、表1と表2では利用データの一部が異なっているため、相対的リスク回避度の値は、時系列として接続しない結果となっている。たとえば、両者ともに含まれる2009年の相対的リスク回避度の値がかなり異なっている<sup>3</sup>。

その理由は、まず株価のデータの違いに求められる。表1では株価として上海A株の株価指数を用いているのに対して、表2では時価総額を用いている。

また、危険資産比率についても、表1では『中国住民収入分配年度報告』所収の残高データを用いているのに対して、表2の計測をおこなった2011年の時点では、金融資産残高データを公表データとしては見付けられなかったため、先行研究などを参考に、以下のような推計をおこなっている。

現金、預金については『中国統計年鑑』『中国金融年鑑』等にデータが存在するので、それを利用している。債券については『中国統計年鑑』所収のデータにより、国債と企業債残高の80%を家計保有残高として推計している。株式については『中国人民銀行統計季報』の上海A

1 先行研究については、吉川 [2015] を参照。

2 計測方法の理論的な定式化については、吉川 [2015] を参照。

3 具体的には、株価および危険資産比率の利用データが異なっている。危険資産比率については表1の注4も参照。

株の月次データから株式流通量を計算し、その60%を家計保有残高として推計している。保険については『中国統計年鑑』『中国労働統計年鑑』所収のデータにより、社会保険と商業保険の合計としている<sup>4</sup>。

### 3. 相対的リスク回避度による分析

表1および表2に(1)式から求められる相対的リスク回避度の計測結果を示した。その結果から、中国家計は2005年にかなりリスク回避的になったが、その後2007年までリスク選好的

表1 中国家計の相対的リスク回避度：2009年-2011年

	$(r_f)$	$(r_m)$	$E(r_m)$	$E(r_m) - r_f$	$(\sigma_m^2)$	$(\alpha)$	$\frac{\{E(r_m) - r_f\}}{\sigma_m^2 / \alpha}$
	安全資産の 収益率 (1年定期 預金金利) <sup>1)</sup>	株価 (上海A株 指数)	株価の期待 収益率 <sup>2)</sup>	株価の期待 収益率と安 全資産の収 益率の差	株価収益率 の分散 <sup>3)</sup>	危険資産 比率 <sup>4)</sup>	相対的リスク 回避度
09	2.25	2876.54	126.66	124.41	1021.72	0.1432	0.85
10	2.75	2969.79	112.14	109.39	7194.87	0.1431	0.11
11	3.50	2796.95	55.61	52.11	434.32	0.1248	0.96

注1) 中国人民銀行ホームページ (<http://www.bankofchina.com/en/bocinfo/bi4/>) の Lump-sum Deposit for Lump-sum Withdrawal、1年ものの金利。

注2) 予想株価を「前年の株価+2×前年の株価の月次データの標準偏差× $\sqrt{12}$ 」で求め、期待収益率を「予想株価/前年の株価-1」と計算した。

注3) 株価収益率の分散は、前年の株価収益率の月次データの分散×12とした。

注4) 危険資産比率は「証券類等」のシェアで、齋藤 [2013] による(原データは中国住民収入分配年度報告)。「証券類等」は株式、債券類で、ほとんどを株式が占める。

表2 中国家計の相対的リスク回避度：2004年-2009年

	安全資産の 収益率 (1年定期 預金金利) <sup>1)</sup>	株価 (上海A株 株価総額)	株価の期待 収益率 <sup>2)</sup>	株価の期待 収益率と安 全資産の収 益率の差	株価収益率 の分散 <sup>3)</sup>	危険資産 比率 <sup>4)</sup>	相対的リスク 回避度
04	2.250	26014.34	31.00	28.75	201.63	0.0513	2.78
05	2.250	23096.13	66.00	63.75	328.22	0.0479	4.05
06	2.520	71612.38	43.00	40.48	321.48	0.0649	1.94
07	4.140	269838.87	162.00	157.86	939.06	0.2105	0.80
08	2.250	97251.91	169.00	166.75	830.61	0.0946	2.12
09	2.250	184655.23	232.00	229.75	678.92	0.1432	2.36

出所) 胡 [2011]。

注1) から注3) は表1と同じ。

注4) 危険資産比率は胡 [2011] 表2-2による。危険資産は株式。ただし、2009年のみ「証券類等」のシェアで、齋藤 [2013] による(原データは中国住民収入分配年度報告)。「証券類等」は株式、債券類で、ほとんどを株式が占める。

4 胡 [2011] を参照。

になったことがわかる。2008年にはリーマン・ショックの影響で、いったん再びリスク回避的になったが、2010年にはリスク選好的になり、2011年にはまたリスク回避的になっている<sup>5</sup>。

また、日本の家計の相対的リスク回避度と比較することで、中国家計の金融資産選択行動について、いくつかの特徴が指摘できる。図1には、中国の相対的リスク回避度の変化をグラフで示しているが、比較のために日本の相対的リスク回避度のデータを加えてある。両者を比較すると、以下の点を指摘できる。

(1) 2009年以降の相対的リスク回避度の変動幅が大きい。

2009年以前は中国も日本も変動幅が大きい。しかし、2009年以降、日本の変動幅がきわめて小さくなっているのに対し、中国の変動幅は依然として大きいことがわかる。それは、表3に示した変動係数をみても明らかである。

表3 中国と日本の相対的リスク回避度の変動係数

	中国	日本
2004-09年	0.42	0.51
2009-11年	0.59	0.07

(2) 相対的リスク回避度が周期的に変動している。

2008年のリーマン・ショックで、日本の家計も中国の家計もリスク回避的になったが、リーマン・ショック以後、日本はリスク選好が高まっているが、中国はリーマン・ショック以前と同様、周期的にリスク選好が高まったり弱まったりを繰り返しているようにみえる。この期間の実質預金金利(表4)は、プラスになったりマイナスになったりしており、安全資産の収益率の変動がある程度影響していることが考えられる。

また、実質金利と相対的リスク回避度の変化を示した図2をみると、2008年はリーマン・ショッ

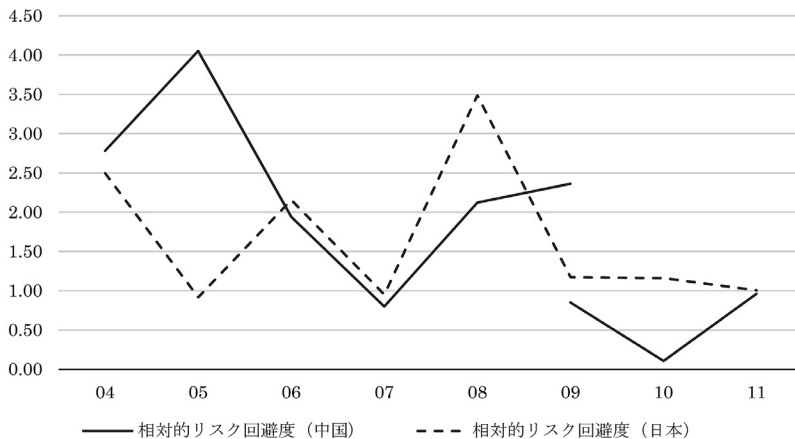


図1 中国と日本の家計の相対的リスク回避度の推移

出所) 中国は表1および表2から作成。日本は吉川 [2015] から引用。

5 相対的リスク回避度が上昇すると、資産選好についてリスク回避的になったと考えられる。

クという特殊要因があった年として除外すると、当該期間7年のうち2006年と2011年を除く5年は、実質金利が上昇した年は相対的リスク回避度が上昇しており、安全資産の収益率に反応しているようにみえる。

表4 実質預金金利 (%)

	1年定期 預金金利	消費者物 価上昇率	実質金利
2004	2.25	3.90	-1.65
2005	2.25	1.80	0.45
2006	2.52	1.50	1.02
2007	4.14	4.80	-0.66
2008	2.25	5.90	-3.65
2009	2.25	-0.70	2.95
2010	2.75	3.30	-0.55
2011	3.50	5.40	-1.90
2012	3.25	2.60	0.65
2013	3.25	2.60	0.65

出所) 国家統計局『中国統計年鑑』各年版

一方で、危険資産の収益率に関連する株価の変動の影響も考えられる。図3に2009年以降の上海A株指数の推移を示してあるが、この期間に限れば、相対的リスク回避度の変化によく合った変動をしていることがわかる。

2005年から上昇傾向にあった中国株価は、2007年の高騰後、2008年は高騰前の水準まで下げ、2009年中はやや株価が回復したといったように、大きく変動した。その後、2010年はいったん下げた後、2011年にかけて上昇したが、2011年半ばから低下傾向が2014年半ばまで続いたという状況であった。こうした株価の変動に対応した形で、相対的リスク回避度が変動しているとみることができる<sup>6</sup>。

後述するように、現在中国では、金利の自由化が進行中であり、2014年には貸出金利が自由化されたところである。今後、預金金利も自由化される予定であるが、本稿の計測期間ではまだ金融自由化が進みつつある段階といえる。他に金融資産の選択肢があまりないなかで、この

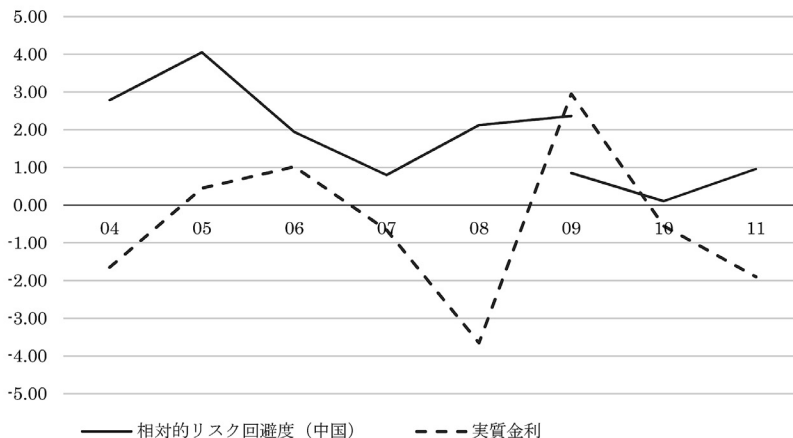


図2 実質預金金利と相対的リスク回避度グラフ

出所) 表1、表2、表4から作成。

6 (1) 式を考慮すれば、より正確には危険資産と安全資産の収益率格差の予測に影響を受ける。



図3 上海A株指数の推移

出所) 上海証券取引所『市場統計月報』

<http://english.sse.com.cn/aboutsse/publications/monthly/>

ように安全資産としての定期預金、リスク資産としての株式の収益率に相対的リスク回避度が影響されるのは、十分考えられることといえる。

#### 4. 中国家計の金融資産選択行動の変化要因

##### (1) 安全資産への選好の高さ

以上、相対的リスク回避度を用いて、安全資産、危険資産への選好の変化という視点から、中国家計の金融資産選択行動の変化を検討してきた。ここでは、中国家計の各種金融資産残高の変化から、その他の要因についても考えてみたい。

まず、安全資産への選好の高さについて、その要因を検討してみる。2008年から2011年の中国家計の金融資産残高は表5のとおりである。金融資産残高の総額は2けたの伸びを示している。その内訳は、預金が60%台で推移しており、安全資産保有傾向が強い日本を上回るシェアとなっていることが目立つ。

宮本 [2013] によると、東アジア各国のうち「現金+預金」などの安全資産（流動性資産を含む）のシェアが50%を超えている国は、中国、タイ、日本、インドネシアである。また、金融資産残高総額のうち「現金+預金」のシェアが

最も高くなっている国は、日本、中国、韓国、台湾である。シンガポールとマレーシアでは、「保険・年金準備金」のシェアが最も高くなっている。

一方、「株式・出資金」と「投資信託」を危険資産（収益性資産）と考えたと、マレーシアのシェアが最も高く、次いで台湾、韓国の順となっている。このように東アジア諸国では、預金など安全資産のシェアが高い国と、「預金」「年金・保険」「株式・投資信託」に分散して金融資産選択をおこなっている国とに分けられる。中国は、日本と並んで、安全資産シェアの高い国といえる。

その原因として、日本と同様に住宅ローンという負債の存在が考えられる。齋藤 [2013] によると、家計金融負債の家計金融資産に対する比率は年々上昇傾向にあり、家計金融負債の5割は住宅ローンとされる。このような状況から考えると、住宅ローンの返済が安全資産への選好を高めている大きな要因である可能性が考えられる。こうした国では、今後も安全資産への選好が高いという状況が続くと考えられる。

表5 中国家計の金融資産残高

## (1) 金額 (兆元)

	現金	預金	証券等	保険・年金 準備金	財産運用 商品	合計
2008	2.9	22.9	3.8	3.8	0.7	34.1
2009	3.2	27.0	6.0	4.6	1.1	41.9
2010	3.8	31.6	7.1	5.3	1.8	49.6
2011	4.2	35.3	7.0	6.4	3.2	56.1

## (2) シェア (%)

2008	8.50	67.16	11.14	11.14	2.05	100
2009	7.64	64.44	14.32	10.98	2.63	100
2010	7.66	63.71	14.31	10.69	3.63	100
2011	7.49	62.92	12.48	11.41	5.70	100

## (3) 増減率 (%)

2009	10.34	17.90	57.89	21.05	57.14	22.87
2010	18.75	17.04	18.33	15.22	63.64	18.38
2011	10.53	11.71	- 1.41	20.75	77.78	13.10

出所) 金額は『中国住民収入分配年度報告』(齋藤 [2012, 2013] より引用)。

注) 「証券等」は、「株式等」と「債券」の合計。

## (2) 保険・年金への選好の高まり

一方、表5からわかるように、増加率を大きく伸ばしてきている金融資産として、財産運用商品(理財商品)と保険・年金がある。まず、保険・年金について検討する。

齋藤 [2012] によると、2008年では就業者の7割が無年金の状態であり、中国政府は高齢化への対策として、2009年に新型農村社会年金、2011年に都市住民社会年金を創設している。これらの政策は、当然、保険・年金準備金のシェアを拡大する方向に寄与するし、保険会社や年金基金は、機関投資家として株式市場で大きな役割を果たすことになると予想される。

相対的リスク回避度への影響は、株式市場を通じた間接的なものになると考えられるが、保険会社や年金基金が機関投資家として株式市場の発展に寄与することで、金融資産選択の幅を広げることにもつながるだろう。今後注目される要因の一つである。

## (3) 財産運用商品の影響

まだ金融資産残高総額におけるシェアはあまり大きくないが、近年急速に伸びてきている金融資産が「財産運用商品(理財商品)」である。2013年6月末の中国の短期金融市場の混乱に際して、シャドーバンキングの問題が大きくクローズアップされたが、理財商品はシャドーバンキングに含まれる金融商品である。以下では、田中 [2013] を参考に、理財商品について検討する。

理財商品とは、「中国で通常の銀行システム外でおこなわれる金融仲介業務で、銀行と信託会社の協力による資産運用」を指すとしている。中国人民銀行『2013年中国金融安定化報告』では、シャドーバンキングとは、「ノンバンク(小額貸付会社、質店、信用保証会社、私募株のファンド、貧困農村互助組織、民間金融)、銀行のオフバランスの理財商品、一部の信託商品、MMFが含まれる」としている<sup>7)</sup>。



理財商品は銀行窓口等で顧客に販売され、2012年末で顧客の6割が個人投資家となっている。表5に示した2011年以降も保有残高は増加しており、2012年末で7.1兆元（個人保有はその6割として4.3兆元程度と考えられる）となっており、その後も増加しているというデータが公表されている<sup>8</sup>。

金融商品としては、収益保証型と収益非保証型があり、収益非保証型は「元本保証・収益変動型」と「元本非保証・収益変動型」に分けられる。2010年では、元本非保証型が発行額ベースで6割を占めている。満期は8割が6ヵ月未満となっている。

収益率に関しては、1年もの定期預金金利より約1.5%高い水準で推移している。集められた資金は、信託商品、債券、証券投資基金、短期金融市場で運用される。債券の中に地方政府が発行している城投債（都市投資債券）がかなり含まれているようである<sup>9</sup>。

こうして商品の性格をみてみると、預金金利が規制され、物価上昇率に対して低く抑えられていることで、表4に示したように実質預金金利がマイナスになるという状況も発生する中で、より高い収益を求めた個人投資家により市場規模が拡大してきた商品といえそうである。元本保証の安全資産として、あるいは比較的リスクの小さい収益性のある金融資産として、「保険・年金」同様、中国家計の金融資産選択の多様化に寄与するものであると考えられる。

## 5. まとめと今後の研究課題

本稿の分析期間の範囲内では、金融資産の選択肢が狭いということで、中国家計の金融資産選択行動は、安全資産である銀行預金の収益率と、リスク資産である株式の収益率の影響を強

く反映したものになっていると考えられる。その一方で、直近では金融資産の多様化をもたらす動きが進んできており、直接的、間接的に相対的リスク回避度を変化させる新たな要因となることが考えられる。

とくに、保険・年金や理財商品は金融資産選択行動を多様化させるとともに、安全資産、リスク資産（収益性の高い資産）以外の特性を備えた新たな金融資産として、中国家計の金融資産選択行動を変化させると考えられる。この点については、各種金融資産の特性に着目した特性モデルによる分析などにより、実証分析をおこなっていききたい。

## 参考文献

1. 吉川卓也 [2003] 「日本における家計の相対的危険回避度の推移：1970年～2002年」、成城大学『経済研究』第163号、pp.73-87
2. 吉川卓也 [2015] 「相対的リスク回避度による家計の金融資産保有行動の分析」、中村学園大学・中村学園大学短期大学部『研究紀要』、第47号
3. 胡艶麗 [2011] 「中国と日本の家計金融資産の分析－近年の中国都市家計による金融資産保有行動の変化」、中村学園大学大学院修士論文
4. 齋藤尚登 [2012]、「中国：家計金融資産の75.9%が現・預金」、大和総研『Economic Report』(3月1日)
5. 齋藤尚登 [2013]、「中国の家計金融資産、日本の5割と5%」、大和総研『中国経済』(3月1日)
6. 田中修 [2013]、「最近の金融制度改革の動向」、小川英治編『中国資本市場の現状と課題』第2章、財経詳報社
7. 宮本佐和子 [2013]、「東アジア諸国における個人金融資産の現状」、野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』(Spring)

7 田中 [2013]、p.75を参照。

8 田中 [2013]、p.76。データの出所は、銀行業監督管理委員会となっている。

9 田中 [2013]、p.77を参照。