

要旨

不動産は中国の家計にとって居住用としての他、投資用でもある。特に 2003 年から中国の不動産市場は拡大を続けており、不動産の価額も持続的に上昇し、投資用途としての意義が大きくなってきている。一方、近年中国の金融技術の発展に伴って、貯蓄よりも高収益な金融製品が出現してきており(例えば、銀行理財製品や保険など)、家計にとって投資ルートは多元化している。

このような状況の変化があるにもかかわらず、中国の家計の資産の組み合わせ(資産ポートフォリオ)に関する従来の研究は、ほとんどマクロ的視点からのみ行われており、その結果、中国家計全体の資産総量とその構成に関する研究に終始していた。そのため、ミクロ的視点から、中国家計の資産の組み合わせ選択行為を研究した例は極めて少ない。

そこで、本稿はマイクロデータを利用して、中国家計の資産の組み合わせ選択行為を分析することにより、上記の研究の間隙を埋めようと思う。より具体的には、中国家計の資産選択行為の中でも、居住用不動産が家計のポートフォリオ選択に及ぼす影響に対する研究を行う。

本稿の構成は全部で7節である。まず、第1節では、不動産が家計のポートフォリオに及ぼす影響について一般的な問題を提示した。また、第2節では、それに関連する研究のレビューを行った。他方で、現代中国の家計ポートフォリオ選択の俯瞰図を得ることも重要なのでこれを第3節で扱った。具体的には、中国の家計における資産の現状について、資産の総量・資産の分布・家計における資産構成の 3 つの方面から分析した。さらに、第4節では、家計のポートフォリオ選択の理論を不動産の保有をからめながら記述した。第5節は本稿の実証分析で用いたマイクロデータ、『中国家計の金融調査』(CHFS)の解説にあてた。第6節は本稿の主な貢献である、中国家計において、不動産が家計の金融資産選択へ与える影響の分析を行った。最後に、第7節では、本稿の要約を述べるとともに、いくつかの政策提言を行っている。

そこで、本稿の主要な貢献である、第 6 節について以下に要約する。不動産が家計のポートフォリオに与える影響には、大きく二つある。一つは、不動産を購入することによって、資金が枯渇し、その結果、家計が金融資産を購入しなくなるという「押しのけ効果」である。他の一つは、不動産を購入することにより、資産が拡大し、その結果、資産全体を効率的に配分する過程において、逆に、家計が金融商品を購入するという「配置効果」である。本稿の研究はこの不動産の所有の押しのけ効果と配置効果の2側面から出発して、現代中国の家計はどのような資産選択行動を行っているのか、とりわけ、不動産の購入が、具体的に、どのように、家計のポートフォリオに影響を与えているのかを知ることである。

具体的な分析手法について述べよう。先述したように、マイクロデータとして『中国家計の金融調査』(CHFS)の個票データを用いた。そして、分析のための目的変数として、株式保有の有無および、株式が資産全体に占める割合を考えた。前者はプロビットモデルによって、分析し、後者はトービットモデルによって分析した。説明変数としては、先行研究にならった共通の変数群とともに、家計が 1 件のみの不動産を保有するか否かのダミー変数、家計が複数の不動産を保有するか否かのダミー変数を用いた。他に、住宅ローンに関する変数も考慮した。

プロビットモデルによる分析では、家計が1件のみ不動産を購入する時に押しのけ効果が発生した。2軒以上の不動産を購入した家計では、押しのけ効果よりも配置効果の方が優勢な結果となった。さらにトービットモデルによる分析を行ったところ、家計が1件のみ不動産を購入する際であっても、押しのけ効果は消滅した。

以上の主要な実証分析の結果も含めて、あらためて、分析結果を要約すると以下のようになる。

- ①株式保有の有無についてのプロビットモデルによる解析によると、不動産を一つのみ持っている家庭については、押しのけ効果が優勢であった。
- ②ところが、不動産を複数持つ場合には、配置効果が押しのけ効果を上回った。
- ③説明変数「家計の全資産に占める不動産の割合」の係数からは、押しのけ効果が観測された。
- ④さらに、目的変数を株式の全資産に対する比率とし、トービットモデルを推定した結果によると、不動産を一つのみ持っている家庭については、押しのけ効果が観測されなくなった。
- ⑤住宅ローン残高は全サンプルでは有意ではないが、若年家庭では、有意となった。

以上のような分析結果を考慮した上で、最後に、政策提言を行った。第一に、不動産購入の押しのけ効果と配置効果とを総合的に考えると、家計が金融資産を購入するためには、投資する不動産が全資産に占める割合が高くなってはならないことがわかる。よって、中・低所得の家計に対して、政府が格安賃貸物件や「自住商品房」等の保証が完備された不動産を提供することによって、家計における不動産が全資産に占める割合を低く保ち、家計の金融資産購入を促進すべきである。

第二に、所有する不動産が多ければ多いほど、株式投資に参加する確率も高くなる。しかし、不動産を増やして、同時に株式投資も増大させるという施策は正しくない。なぜなら、不動産は本源的な意味で収益を生まないの、マクロ的な考えでは不動産は長期的な投資先になるべきではない。過度に不動産投資を行うことは、資本の有効利用を妨げることになる。よって、過度の不動産投資にならないような施策が求められる。

第三に、家計の全資産に占める投資用不動産が大きな割合を占めると、不動産価額の上昇をもたらし、中・低所得家計の消費用住宅の所有を妨げ、格差を引き起こす。よって、政府の関係部門は不動産の高騰を制限する政策や、投資先としての不動産の魅力を引き下げる政策をたて、過度の不動産投資が国民生活に負の影響を与えない施策を考えるべきである。

第四に、若年家庭は比較的金融ツールに詳しいため、レバレッジ効果を利用し、住宅ローンを金融資産の投資に使用することがある。この行為が行きすぎると、銀行にリスクが蓄積するので、銀行業監督管理委員会などの監視役がこれを厳重に取り締まるべきである。

他方、家計側からみた、金融ポートフォリオの行動はどうあるべきであろうか。まず家計側の各メンバーは不動産市場の供給と需要の状況を常に念頭に置くべきである。政府の政策動向に対する理解が深まれば、不動産の投資比例を調整でき、それに伴い資産配置リスクを下げることができる。また、古い投資の考え方を転換し、時代にあった投資手法を勉強すれば、つまり、資本市場の収益とリスク・投資ルートの多元化を勉強すれば、最適なポートフォリオを実現することができよう。

本稿の今後の課題としては、次のような論点が指摘できる。近年、家計のポートフォリオ選択行動において、行動心理学に基づく様々な要因が指摘されるようになってきている。しかしながら、本稿の説明変数は投資者の心理要因の影響を考慮していない。したがって、このような行動心理学が指摘する要因を取り込むことによって、さらなる分析が可能となるであろう。しかし、それは、今後の研究課題としておきたい。