

中国の都市部における大衆投資家の形成(上)

—個人投資家調査を中心に—

王 東 明

要 旨

改革・開放以降に形成された中国の株式市場は、特に流通市場においては、個人投資家を中心に売買され、2008年末現在の個人投資家の登録口座数はすでに1億2000万を超えている。中国の個人投資家は、経済成長の中でどんな特徴を持ち、どのような投資スタンスを持っているかを考察する必要がある。本稿では、1993年からスタートした『中国証券報』の16年間の個人投資家調査を中心に、近年の他の幾つかの個別年度の投資家調査を加えて、90年代以降の個人投資家の変化および投資状況を分析し、調査結果をまとめる。それと同時に、改革・開放以降の中国の社会構造や社会階層の変化は、株式投資にどのように影響したかを含めて考察したい。

以上の個人投資家調査を通じて、主に次のような調査結果が得られた。まず第1に、中国の個人投資家は、基本的に男性が多く、短大卒以上の高学歴の投資家が増え、30歳代と40歳代を中心に、幅広い働き盛りのサラリーマン世代から構成されている。第2に、個人投資家の職業分布を見ても、地域分布を見ても、農林水産業および農村地域の投資家が極めて少なく、都市部における大衆投資家が形成されている。それと同時に、都市と農村および経済発展の速い沿海地域と遅れている内陸部のいわゆる格差問題は、株式投資にも表われている。第3に、「中間収入者」というミドルクラスが投資家の大半を占め、株式投資の「ミドルクラス化」が進んでいる。第4に、株式市場は短期売買が多く、また借金による投資や「ボロ株」の投資などの現象も見られ、基本的には市場の投機性が強い。第5に、株式市場においては、株価操作やインサイダー取引および粉飾決算などの不正行為が頻発し、また国有株や非流通株などに関わる政策リスクも高く、株式市場はまだ成熟していない「発展途上国型市場」であり、「移行経済型市場」の特徴も表われている。

本号(第67号)では、個人投資家の性別、年齢、学歴および職業という基本的

な属性を中心に、そして投資家の地域分布や収入および金融資産の状況を含めて考察する。次号(第68号)では、主に個人投資家の投資状況と市場認識を考察する。

目 次

- I. はじめに
- II. 個人投資家の基本状況
 - 1. 投資家数の変化
 - 2. 個人投資家の属性
 - 3. 地域分布
 - 4. 収入
 - 5. 金融資産
 - 6. 小括
- III. 個人投資家の投資状況…以下は(下)
 - 1. 投資経験
 - 2. 株式売買頻度
 - 3. 株式保有期間
 - 4. 投資額
 - 5. 投資パフォーマンス
 - 6. キャピタルゲインと配当
 - 7. 投資判断の決定要因
 - 8. 借金による投資
 - 9. 「ボロ株」の投資
 - 10. 注文方法
 - 11. 小括
- IV. 個人投資家の市場認識
 - 1. 投資リスク
 - 2. 情報開示と会計問題
 - 3. 市場の監督管理
 - 4. 投資家保護
 - 5. 企業ガバナンス
 - 6. 小括
- V. むすびにかえて

I. はじめに

中国の株式市場は、そもそも国有株の流出を防ぐため、制度的に市場で売買できる流通株と売買できない非流通株を設定し、独特な市場構造が形成された。そうした市場構造の下で、発行済み株式の約6割は制度上で一般流通できない非流通株であり、実際に流通市場で売買できるのは残りの3割前後であった¹⁾。そのため、改革・開放以降に形成された中国の株式市場は、特に流通市場においては、個人投資家²⁾を中心に売買され、2008年末現在の個人投資家登録口座数はすでに1億2000万を超えている³⁾。このような個人投資家を中心とする市場構造の下で、個人投資家の状況の把握はより重要に

なってくる。そこで、経済成長に伴って、国民の所得や貯蓄および金融資産が増えるなか、個人投資家はどんな特徴を持ち、どのような投資スタンスを持っているかを考察する必要がある。また、移行経済のなかで、中国の社会構造や社会階層が大きく変化したが、これらの変化が株式投資にどのように影響したかを考察する必要もある。

改革・開放以降の30年間においては、中国经济は10%近い高成長を遂げ、「経済の奇跡」⁴⁾ともいわれている。それと同時に、個人レベルのフローの所得が上昇し、ストックの資産も増えている⁵⁾。そうした状況のなかで、発展途上国である中国の一人当たりの国民総生産(GDP)は、2008年に初めて3,000ドル(3,266ドル)を超えた。また、沿海地域の一部の大都市は中進

国に近い生活レベルまでアップし、深圳市、広州市および上海市の2008年の一人当たりGDPは1万ドルを突破し、北京市も9,000ドル前後の水準に達した⁶⁾。さらに、一部の富裕層はすでに先進国並みの生活水準で暮らしている⁷⁾。このように、経済が成長し、国民全体の所得が増えるなかで、一部の人々や一部の地域は、先に豊かになってきた。しかし、いわゆる格差問題も深刻化している。都市部と農村の所得格差は、80年代と90年代に2倍前後であったが、2002年以降には、それが3倍以上開いた⁸⁾。また、所得格差を反映するジニ係数は、近年では0.47という危険水準まで達した⁹⁾。さらに、経済発展の速い沿海地域と内陸部の格差も拡大している¹⁰⁾。中国経済の発展にはこのような光と影が存在し、それがどのように株式投資に影響するのかに、われわれは関心を持っている。

以上の問題意識に基づいて、本稿では、1993年からスタートした『中国证券報』(証券報と略称)の16年間の個人投資家調査を中心に、上海証券取引所(上証所と略称)、深圳証券取引所(深証所と略称)、証券業協会(証協会と略称)、証券投資者保護基金(保護基金と略称)および証券監督管理委員会(証監会と略称)などの近年の個別年度の個人投資家調査(調査資料を参照)を加えて、90年代以降の個人投資家の変化と投資状況を整理し、投資家の特徴や投資スタイルを考察する。そのうえで、個人投資家調査を通して、株式市場の現状と問題点を把握すると同時に、改革・開放以降の中国の社会構造や社会階層の変化が株式投資にどのような影響を与えているのかを確認し、健全な市場を構築するためには、何が必要になるのかを考えてみたい。

II. 個人投資家の基本状況

個人投資家の全体像を把握するためには、まず投資家の性別、年齢、学歴および職業などの基本的な特徴を捉える必要があり、また投資家の地域分布や収入および金融資産などの基本状況も把握する必要がある。以下では、個人投資家調査に基づいて、1990年代以降の個人投資家の基本状況を考察する。

1. 投資家数の変化

1990年代に入ると、上海と深圳の証券取引所がそれぞれ設立された。それ以降の株式市場は、少なくとも流通市場においては個人投資家が中心の市場である。この10数年間の株式市場は、最初の上海と深圳の地域的な市場から全国的な市場へと発展し、投資家の数も急速に増えた。2008年末現在の個人投資家口座数(A株)は1億2,075万に達し、91年の326倍となった¹¹⁾。ここで上海と深圳の重複口座を考えると、実際の個人投資家口座数は約6,500万になるのではないかと考えられる¹²⁾。

また、この10数年間の投資家登録数の変化(表1)を見ると、基本的には相場の変化と関連し、株式投資のブームの時期では、投資家数が増え、逆に、相場が冷え込む時期では、投資家の新規登録数が減ることになる。この10数年間では、2002年6月から導入した投資口座実名制の年度を除いて、投資家の新規口座数はすべて増加した。特に、96年、97年、2000年の新規口座数は1,000万を超え、2007年では、この数字は一気に6,000万を超えた。

投資家の増加の原因はいろいろと考えられるが、基本的には経済の高成長や個人収入および

(表1) 中国投資家登録口座数の推移

(単位: 万口座)

年末	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
上海	11	111	424	575	685	1,208	1,713	2,007	2,289	2,968	3,389	3,514	3,589	3,731	3,799	4,034	7,046
深圳	26	106	412	533	609	1,214	1,767	2,253	2,522	3,165	3,510	3,328	3,392	3,485	3,537	3,820	6,840
A株	37	116	776	1,056	1,238	2,293	3,315	3,893	4,462	5,774	6,502	6,728	6,824	7,056	7,175	7,318	11,052
B株		1	2	3	5	14	17	18	20	27	149	154	157	160	161	164	234
個人投資家	37	215	775	1,054	1,236	2,298	3,320	3,896	4,462	5,773	6,608	6,846	6,947	7,180	7,300	7,444	11,237
法人・機関投資家	0.06	1	3	5	6	8	13	15	19	28	43	36	35	36	37	38	49
新規口座数	36	180	561	273	186	1,128	1,058	780	550	1,344	775	-57	139	240	120	518	6,032
登録口座数	37	217	835	1,108	1,294	2,422	3,480	4,260	4,811	6,123	6,899	6,842	6,981	7,216	7,336	7,854	13,886

(注1) 登録口座数はA株(国内投資家向け)、B株(海外投資家向け)およびクローズドエンド型証券投資ファンドを含む。数字は四捨五入。

(注2) 2002年度は投資口座の整理があり、投資家の実名制を導入した。

(注3) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』2004年版は、各年度数字の調整があった。

(注4) 2002年以前のA株、B株、個人投資家、法人・機関投資家の数字は調整前の数字である。

(出所) 上海・深圳証券取引所、中国証券監督管理委員会の年鑑・年報より作成。

貯蓄の増加と関連し、また、幾つかの株式ブームの時期と重ねて、投資家の株式市場に対する期待感が高まり、新規参加者が増えていると考えられる。特に、2005年からスタートした非流通株改革の影響で、近年の株式ブームを引き起こし、2007年の投資家口座数は一気に1億を突破し、「全民炒股」(全国民が株式を売買する)といわれるほどの投資ブームとなった。

2. 個人投資家の属性

(1) 性別

個人投資家の性別を見ると、表2が示すように、基本的には男性投資家が全体の6割ないし8割前後を占め、女性投資家は全体の2割前後ないし3割前後である。また、上証所の個人投資家登録資料では、男性投資家は全体の5割前後で、女性投資家は全体の4割前後である¹³⁾。調査資料は登録資料より、男性投資家が多く、女性投資家が少ない。それは、恐らく登録資料には大量の休眠口座が存在し、これらの休眠口座のうち、女性がより多く含まれる可能性がある

(表2) 中国個人投資家の性別

	男 (%)	女 (%)
1993	89.5	10.3
1994	78.7	21.3
1995	66.3	33.7
1996	67.7	32.3
1997	71.3	28.7
1998	71.9	28.1
1999	68.5	31.5
2000	80.0	20.0
2001	81.2	18.8
2002	76.2	23.8
2006	80.0	20.0
2007	76.4	23.6
2008*	66.4	33.0

(注) 2008*年の数字は、保護基金調査(2008)による。

(出所) 『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

ると推測できる。また、証券報調査では、男性投資家が多い理由について、株式投資はリスクが高いが、男性は女性より「博打ゲーム」を好む人が多いからであると分析されている。ここ

(表3) 中国個人投資家の年齢

	年齢(歳)	年齢(歳)	年齢(歳)	年齢(歳)	年齢(歳)	年齢(歳)	年齢(歳)	平均年齢
1993	25以下(10.9)	26-30(18.5)	31-40(33.5)	41-50(18.5)	51以上(18.7)			
1995	35未満(52.0)	35-45未満(29.0)	45-55未満(14.0)	55以上(5.0)				
1997	30未満(21.7)	30-40未満(29.3)	40-50未満(26.4)	50-60未満(12.9)	60以上(9.7)			
1998	30未満(24.4)	30-40未満(26.6)	40-50未満(24.7)	50-60未満(13.0)	60以上(11.3)			41.4
1999	30未満(15.0)	30-40未満(27.7)	40-50未満(26.0)	50-60未満(15.8)	60以上(15.5)			43.5
2000	20未満(0.4)	20-30未満(14.5)	30-50未満(54.9)	50-60未満(15.0)	60以上(15.2)			
2001	20未満(0.5)	20-30未満(11.5)	30-50未満(49.9)	50-60未満(18.9)	60以上(19.2)			
2002	20以下(1.2)	21-30(10.9)	31-40(23.4)	41-50(26.1)	51-60(19.0)	61-80(19.4)		
2002*	25未満(5.5)	25-35未満(26.7)	35-45未満(27.1)	45-55未満(23.9)	55以上(17.0)			43.0
2003	20以下(3.5)	21-30(23.7)	31-40(41.7)	41-50(20.3)	51-60(7.7)	61-80(3.1)	81以上(0.1)	
2006	20未満(0.0)	20-30未満(17.0)	30-40未満(37.0)	40-50未満(25.0)	50-60未満(16.0)	60以上(5.0)		
2007	18未満(0.1)	18-23未満(3.8)	23-30未満(20.6)	30-40未満(38.4)	40-50未満(22.9)	50以上(14.1)		
2007*	25未満(7.9)	25-34(20.2)	35-44(25.9)	45-54(22.9)	55以上(20.3)	回答なし(2.8)		
2008*	25未満(10.8)	25-34(36.2)	35-44(25.6)	45-54(15.5)	55以上(11.3)	回答なし(0.6)		

(注1) 括弧内は各年齢層の割合である。

(注2) 1994年度と96年度の数字は公表していない。

(注3) 2000*年の数字は、深証所調査(2002)による。

(注4) 2007*年、2008*年の数字は、保護基金調査(2007)、(2008)による。

(出所)『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

から、少なくとも男性は女性より株式投資に熱心なことが分かる。

(2) 年齢

個人投資家の調査(表3)を見ると、投資家の最も多い年齢層は30歳代と40歳代であり、この2つの年齢層は投資家全体の5割ないし6割前後を占めた。この30歳代と40歳代に50歳代を合わせたいわゆる働き盛り世代の投資家は、全体の7割前後に達した。反対に20歳未満の投資家は投資家全体の5%以下で極めて少ない。60歳以上の定年退職世代は90年代の後半から増え始め、2001年と2002年では2割近くになったが、近年では減っている。逆に、近年の株式投資ブームの影響で、20歳代の若い投資家が増えている。

上証所調査(2002)および上証所と中国証券登記結算公司¹⁴⁾の投資家登録資料を見ると、以上の調査とほぼ同じような結果である。つまり、働き盛り世代の投資家が絶対多数を占め、30歳代と40歳代の投資家は全体の半数前後となった。

また、投資家の平均年齢については、上証所調査(2002)の42歳という報告がある。この調査結果は以上の調査とほぼ同様であり、同時期のアメリカ投資家の平均年齢(45歳)より若いと分析されている。

以上のように、中国の個人投資家は、基本的に働き盛りの世代から構成され、その中心的存在は30歳代と40歳代である。30歳代と40歳代という年齢層は、西側先進国では「投資最適世代」ともいわれるが、以上の調査をみれば、中

(表4) 中国個人投資家の最終学歴

(単位: 構成比%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002*	2003	2006	2007	2007*	2008*
小学校卒以下	0.4	1.4	1.0	4.3	2.8	1.4	1.3	0.8	0.7	1.0	2.5	0.3	0.0	0.3	4.1	1.2
中学校卒	6.2	8.0	8.0	12.1	11.8	9.0	7.4	6.4	4.6	4.5	9.6	3.3	5.0	4.5	30.8	13.8
高卒(専門学校を含む)	25.5	27.8	45.0	32.0	31.6	24.1	25.0	23.7	21.9	19.8	31.8	15.9	26.0	23.3	(中学・高校卒)	(中学・高校卒)
短大卒	67.8*	62.2*	46.0*	18.0	30.7	34.1	33.6	34.9	38.9	32.6	26.9	32.6	35.0	34.0	54.7	38.4**
大卒				33.6*	20.9	27.8	29.6	29.8	30.7	37.1	26.0	37.6	29.0	34.0	(短大・大学卒)	38.5
修士以上					2.2	3.6	3.1	4.4	3.4	5.1	3.3	10.2	4.0	3.9	5.3	6.9
回答なし															5.1	0.6

*は該当する学歴以上のことを指す。**は、専門学校卒・短大卒を指す。

(注1) 2002*年の数字は深証所調査(2002)による。

(注2) 2007*年、2008*年の数字は、保護基金調査(2007, 2008)による。

(出所)『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

国の状況も同様である。また、近年では、20歳代の若い投資家の市場参入も増えている。

(3) 学歴

個人投資家の最終学歴(表4)を見ると、高卒以下の低学歴の投資家は、95年を除けば、投資家全体の2割前後から3割前後までの間で推移している。そして、短大卒以上の高学歴の投資家は、95年を除けば、全体の5割を超えている。さらに、近年では、大卒と修士以上の高学歴の投資家が増え、少なくとも2002年、2003年および2008年の調査では、大卒の投資家が最も多い層となった。

一方、上証所の1996年からの個人投資家登録資料を見ると、高卒以下の低学歴の投資家(6割前後)は、以上の調査結果より高く、逆に、短大卒以上の高学歴の投資家(3割前後)は以上の調査より低い結果が出た。但し、近年短大卒以上の高学歴の投資家が増えていることは、以上の調査と同じ傾向にある。これは恐らくアンケート調査に答える投資家には、頻繁に市場と接触する積極的な投資家が多く、それらの投資家では近年高学歴の投資家が増え、低学歴の

投資家が減っており、逆に、休眠口座や塩漬け株を持っている個人投資家には低学歴の投資家が多いと推測できる。ここから少なくとも、近年では高学歴の投資家が増え、低学歴の投資家が減り、個人投資家全体の学歴がアップしていることが明らかになったといえる。

(4) 職業

個人投資家の特徴をより全面的に把握するために、投資家の職業の状況を考察しなければならない。特に、改革・開放以降は、中国の社会構造や社会階層が大きく変化し、職業の選択の幅も増えている。改革・開放以前の中国の都市部においては、国の機関や国有企業および集団所有の企業に就職するしか選択肢はなかったが、現在では、それら以外に、外資系企業、私営企業、個人経営および自由職業など多様な職業の選択ができるようになった。また、社会階層も、改革・開放以前の二つの階級(労働者、農民)、一つの階層(知識人・幹部)社会から、改革・開放以後のいわゆる十大階層社会(国家と社会の管理者、マネジャー・雇われ経営者、私営企業のオーナー、技術者、事務スタッフ、

(表5) 中国個人投資家の職業

(単位: 構成比%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002*	2003	2006	2007	2007*	2008*
政府機関・団体・事業単位の職員	6.1				7.6						17.9		10.0	11.8	6.4	7.7
政府機関・団体・事業単位・国有企業の職員			19.0	23.2		24.5	25.0		30.6	26.0		27.2				
技術者・研究者・教育者などの専門職	35.9				15.2	12.5	11.5	15.6	11.6	13.6	14.2	18.4	23.0	23.8	9.8	17.5
軍人・警察官	0.4		1.0		1.8			1.0	1.0	0.9	1.6	1.8	1.0	1.0		0.3
外資・集団企業・私営企業の管理職			16.0						4.9	3.8		7.1				
株式制企業管理職									4.5	4.5		6.5				
企業管理職	26.6				23.8								10.0	9.5	10.0	
個人経営者	1.9				5.6				2.4	2.6		3.6	9.0	10.1	4.4	7.2
個人経営者・私営企業のオーナー											8.3					
労働者・一般従業員	15.1		14.0	22.5	19.9			5.9	3.0	1.6	26.2	4.9	24.0	25.0	18.3	
農林水産業	0.2		0.0		1.8				0.7	0.4	1.5	0.6				0.8
学生	1.9		2.0		1.0				1.0	0.4	1.1	1.6	2.0	2.8	1.9	2.8
職業的投資家(プロの投資家)					4.2	6.5	6.5	6.0	4.8	7.5	7.5	8.4	5.0	3.9		1.4
自由職業者															15.6	7.0
失業者・無職者	1.2	3.0	5.7	14.0	6.5	7.2	6.3		6.4	7.5	9.5	5.7				2.7
定年退職者	6.4		5.7	8.7	12.6	18.6	18.8		22.9	25.6		5.0				7.5
失業者・定年退職者													17.0	12.1	19.9	
その他	3.5								6.2	5.5		9.3			6.0	
回答なし															7.7	

(注1) 政府機関・団体・事業単位の職員は政府機関・団体・事業単位(政府関連組織)の公務員、職員を指し、労働者・工具身分が含まれない。

(注2) 国有企業の職員は管理職や職員を指し、労働者・工具身分が含まれない。

(注3) 企業管理職・職員は個人経営を除いた全ての企業形態の管理職・職員を指し、労働者・工具身分が含まれない。

(注4) 私営企業は、私的所有で、8人以上の従業員を雇う営利の経済組織を指す。この定義は7人以下の従業員を雇う個人経営と一線を画く。1988年の国務院「私営企業暫定条例」による。

(注5) 一部の年度は一部の数字しか公表されていないため、100%にはならない。

(注6) 2002*年の数字は、深証所調査(2002)による。

(注7) 2007*年、2008*年の数字は、保護基金調査(2007、2008)による。

(出所)『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

人投資家の殆どは都市部に集中している。その原因を考えると、農民はその収入や生活水準が都市部と比べてまだ低く、また金融・証券の知識も少なく、株式投資の意識がまだ低い。さらに、いわゆる都市と農村の格差問題は、中国の大きな社会問題として長期的に存在し、その根源である「三農問題」(農業・農村・農民問題)を解決しない限り、農林水産業の投資家が増えないのではないかと考えられる。

第3に、生活不安定な失業者や無職の投資家は、一定の割合で存在し、一時的に投資家の

14%に達した年度もあった。特に、90年代の半ばから、企業制度改革が進められ、失業者やレイオフされた人が増えるなか、生活不安定者の中には株式の売買で生計を立てようとする人も増えている。このような投資家のうち、特に女性投資家の基盤が弱いとみられている。証券報調査(1996)では、失業者投資家のうち、女性は41.2%を占めた。また、証券報調査(1998)では、投資家のうち、女性投資家の失業者と定年退職者の比率は、各々男性投資家より3割以上高く、両者合わせて女性投資家の

32.1%に達した。これらの生活不安定な投資家は経済力が弱く、投資経験も少ないうえ、投資リスクに耐える力が比較的弱く、ハイリスクの金融商品の「犠牲者」になりやすいと分析されている。

第4に、中国の社会は2000年前後から高齢化社会に突入した²⁰⁾。それによって、老人の増加とともに、退職世代の投資家も増え、一時的に投資家の2割を超える年度もあった。証券会社の窓口では定年退職した老人の姿がよく見られ、株式投資を老後生活の楽しみの一つとして考える老人は少なくない。この現象は株式投資の「娯楽化」ともいわれ、証券会社の窓口はすでに一部の定年退職投資家の「社交場」となっている。

第5に、改革・開放以降では、様々な事業で成功した個人経営者や私営企業のオーナー、外資系企業の管理職・技術者および開業医、弁護士、会計士、作家および芸術家などの自由職業者の富裕層投資家が増えている。また、証券投資で成功し、それを職業とする個人が現れたが、その代表的な人物は「楊百万」である²¹⁾。このような成功例の影響で、いわゆるプロの職業的投資家も増えている。現在、このような新しい社会階層およびその関連の就業者は1億5,000万人を超え、総人口の約11.5%を占める。また、新しい社会階層は10兆元前後の資本を支配・管理し、全国の三分の一近い税金を納めていると報告されている²²⁾。

3. 地域分布

個人投資家の地域分布状況については、証券報調査(1994)を見ると、沿海などの経済発達地域の投資家が多いが、経済発展の遅れている内陸部の投資家は少ないと報告されている。ま

た、最近の上証所調査(2008)では、個人投資家の7割前後は華東、華南および華北地域に分布し、しかも主に上海市、広東省および北京市に集中している²³⁾。そして、保護基金調査(2008)では、直轄市や省都および行政的副省級レベルの大都市や中心都市の投資家は全体の5割前後(48.43%)に達し、地区レベルの市、県レベルの市および県レベル以下の中小都市の投資家はそれぞれ24.14%、10.14%、6.32%であった。しかし、農村の個人投資家はわずか3.97%しかなかった。

この投資家の地域分布調査と以上の投資家の職業調査を合わせて見ると、個人投資家は沿海などの経済発展の速い地域や大都市および中心都市の都市部に集中し、近年では、地区レベル以下の中小都市の投資家も増えている。しかし、農村および内陸部の経済発展の遅れている地域においては、株式投資はまだ普及しておらず、都市と農村の所得格差や沿海地域と内陸部の地域格差が株式投資にも反映していることが以上の調査から明らかであろう。

4. 収入

改革・開放以降の30年間においては、経済の高成長が続き、個人収入は大幅に増えた。冒頭で見たように、2008年農村の一人当たりの名目所得(4,761元)は78年の30倍以上、同じ都市部の名目所得(15,781元)は40倍以上増えた。都市と農村の両方の実質所得も改革・開放以降の28年間(78年-2006年)は約7倍の増となった。こうした状況のなかで、この10数年間の個人投資家の収入(表6)も大きく増えている。

ここで、個人所得税の控除額が所得の高低を判断する一つの基準であると考え、この20数年間に、この基準の数字も大きく変化した。

(表6) 中国個人投資家の収入

	月収(元)	月収(元)	月収(元)	月収(元)	月収(元)	月収(元)	月収(元)	平均収入(元/月)
1993	250未満(27.7)	250-417未満(35.1)	417-833未満(25.3)	833-2500未満(9.7)	2500以上(2.2)			
1994	250未満(16.6)	250-417未満(26.6)	417-833未満(32.3)	833-2500未満(18.4)	2500以上(5.2)			
1995	417未満(60.0)	417-4167未満(30.0)	4167以上(10.0)					
1997	500未満(31.1)	500-1000未満(38.4)	1000-2000未満(19.4)	2000-4000未満(5.9)	4000以上(5.1)			
1998	500未満(18.9)	500-1000未満(40.9)	1000-2000未満(26.3)	2000-5000未満(9.4)	5000-8000未満(2.1)	8000以上(2.4)		
1999	500未満(10.8)	500-1000未満(41.0)	1000-2000未満(34.4)	2000-5000未満(9.8)	5000以上(5.0)			
2000	1000未満(49.4)	1000-2000未満(35.0)	2000-5000未満(12.5)	5000以上(3.1)				
2001	500未満(12.2)	500-1000未満(30.2)	1000-2000未満(36.2)	2000-3000未満(12.9)	3000-5000未満(4.7)	5000-8000未満(1.9)	8000以上(1.9)	
2002	500未満(11.7)	500-1000未満(24.5)	1000-2000未満(37.3)	2000-3000未満(14.6)	3000-5000未満(8.3)	5000-8000未満(1.8)	8000以上(1.8)	
2002*	417未満(18.3)	417-833未満(17.4)	833-1667未満(20.0)	1667-4167未満(20.1)	4167-8333未満(11.0)	8333-16667未満(7.7)	16667以上(5.6)	
2003	500未満(10.1)	500-1000未満(17.2)	1000-2000未満(33.8)	2000-3000未満(17.8)	3000-5000未満(11.6)	5000-8000未満(4.7)	8000以上(4.8)	
2006	2000未満(52.0)	2000-5000未満(39.0)	5000-8000未満(6.0)	8000以上(4.0)				
2007	2000未満(48.0)	2000-5000未満(41.8)	5000-10000未満(6.5)	10000-50000未満(2.8)	50000以上(1.0)			
2007*	2000未満(35.2)	2000-5000未満(33.4)	5000-10000未満(14.1)	10000以上(6.6)	回答なし(10.6)			3813
2007*(世帯)	2000未満(17.4)	2000-5000未満(33.5)	5000-10000未満(23.0)	10000以上(15.4)	回答なし(10.7)			5599
2008*	800未満(9.0)	800-1600未満(26.1)	1600-3200未満(35.1)	3200-6400未満(16.7)	6400-10000(6.3)	10000以上(4.6)	回答なし(2.3)	
2008*(世帯)	1600未満(10.7)	1600-3200未満(28.0)	3200-6400未満(32.4)	6400-15000(17.0)	15000以上(8.9)	回答なし(3.1)		

(注1) 括弧内は収入全体に占める割合である。

(注2) 1993年～95年の数字は、世帯1人当たりの平均年収から月収に換算した数字である。

(注3) 1997年～2007年の数字は、固定収入(給与、ボーナス、その他の労務収入)であり、配当や利息などが含まれない。

(注4) 2002*年の数字は、総収入(給与、ボーナス、配当、利息など)である。深証所調査(2002)による。

(注5) 2007*年の数字は、2006年の月収に対する質問である。保護基金調査(2007)による。

(注6) 2008*年の数字は、保護基金調査(2008)による。

(出所)『中国証券報』の各期および注の資料より作成。

1980年に「個人所得税法」が実施され、個人所得税の控除額は全国一律で月額800元が設定された。80年当時、全国都市部の就職者一人当たりの年平均賃金収入は762元で、平均月収は63.5元であった。この時期の国民の収入はまだ低く、月額800元の税控除を設定した目的は、主に収入の高い外国籍の被雇用者から個人所得税を徴収するためであった。そのため、月額800元の税控除は高収入の代名詞でもあった。90年代初頭の92年、93年には、収入が月額800元以上の就職者は全体の1%前後であったが、2002年に同比率は52%まで上昇した。2004年には、中低収入者の納税額は個人所得税の65%に達したと報告されている。この時点で、月額800元の税控除はむしろ都市部の中低収入のラ

インとみられている。この状況を受けて、2005年10月に「個人所得税法」が改正され、2006年1月から税控除額は月額1,600元に引き上げられた。税控除額を引き上げたため、約7割前後のサラリーマンは納税しないで済むとみられている。さらに、中低収入層の生活を配慮して、2008年3月から、税控除は改めて月額2,000元に引き上げられた。それとほぼ同時期に、2008年1月から、税務当局は年収12万元の高所得者に対して、納税申告制度を設けた²⁴⁾。この個人所得税の控除額の変化から見ても、90年代以後の個人所得は大きく上昇していることが分かる。

以上の税控除額の変化と表6の収入金額を参考に、90年代以降の個人投資家の収入を大雑把

に4つの時期に大別することができる。すなわち、90年代の前半期（低収入が月収250元未満、高収入が月収1,000元以上）、90年代の後半期（低収入が月収500元未満、高収入が月収2,000元以上）、2000年代前半期（低収入が月収1,000元未満、高収入が月収3,000元ないし5,000元以上）、2008年までの2000年代後半期（低収入が月収1,600元ないし2,000元未満、高収入が月収5,000元ないし6,400元以上）という4つである。この4つの時期区分は、収入変化の4つのラインと考えることができ、投資家の収入がこのように数段跳びで上昇し、最近の低収入ラインを見ても、高収入ラインを見ても調査開始の93年より6倍前後にも増えた。この個人投資家収入の増加は、改革・開放以降の実質国民所得の増加（7倍）の数字に近い。その意味では、国民全体の所得水準が上昇すると、個人投資家の収入も増えているといえる。このように、経済成長の成果は個人投資家の収入面にも反映されていると考えられる。

以上の証券報調査から、基本的に中低収入の投資家が絶対多数を占め、そのなかでは、いわゆる「中間収入者」²⁵⁾の投資家が半数前後に達し、逆に、高収入の投資家はまだ少ないという結果が出た。また、保護基金調査（2007）の個人投資家の平均月収（3,813元）は、2007年都市部の在職従業員の平均月収（2,078元）より高く²⁶⁾、投資家全体として収入面において、一定の余裕があると感じられる。

以上のように、中国の株式市場は絶対多数を占める中低収入の投資家によって支えられ、その主役は投資家の半数前後を占める「中間収入者」である。また、投資家全体は、収入面において一定の余裕があり、その余裕部分を株式に投資する可能性が大きいと以上の調査を通じて

明らかになった。

改革・開放の初期においては、「万元戸」という年収1万元の者は金持ちの象徴であったが、現在の都市部では、一人当たり可処分所得はすでに1万5,000元を超えている。以上の調査結果から、2000年代前半の個人投資家の大半は、年収1万元～6万元前後（月収1,000元～5,000元前後）ないし8万元前後の「中間収入者」から構成され、この「中間収入者」が株式投資の主役になった。そして、2006年の税控除額の引き上げをした後に、「中間収入者」のイメージは、投資家全体の半数前後を占める年収2万元～8万元前後（月収1,600元～6,400元前後）ないし10万元前後の者に変化した。この投資家収入の変化から、中間層の「底上げ」を感じとることができる。

さらに、この「中間収入者」投資家の収入水準は、現在都市部の安定した職を持つサラリーマン投資家層の収入とイメージ的にはほぼ一致し、また、この2つの層が投資家全体に占める割合も近く、重なる部分が多いのではないかと推測できる。その意味では、現在中国の個人投資家は、都市部のサラリーマン出身のいわゆる「中間収入者」を中心に構成され、株式投資の「ミドルクラス化」あるいは「中間層化」が進んでいるといえる。それと同時に、中低収入の投資家が絶対多数を占めるため、また以上で見てきたように、農林水産業の投資家が極端に少ないことから、都市部における株式投資の「大衆化」も進んでいると考えられる。

5. 金融資産

計画経済の時代には、中国の家計金融資産のほとんどは現金と預金であった。改革・開放以降、まず1981年から国債の発行が始まり、その

後、株式と債券の発行および保険の販売も開始され、個人の金融資産は多様化するようになった。しかし、証券市場の歴史がまだ浅いため、個人金融資産のフローの部分を見ても、ストックの部分を見ても、基本的には現金・預金が金融資産の大半（8割前後）を占め、証券と保険の資産はまだ少ないのが現状である²⁷⁾。この預貯金を中心とする中国個人金融資産の構造は、アメリカなどの欧米先進国のような預貯金が比較的少なく、有価証券および保険のシェアが比較的高い仕組みとは異なっている（表7）。

その原因は、中国の30%前後の高い家計貯蓄率と関連し²⁸⁾、また証券市場がまだ発達しておらず、魅力的な金融商品が少ないことともつながっている。さらに、国民は社会保障、医療、住宅および教育などの制度改革に対する不安や、90年代後半から進められた企業制度改革に伴うレイオフの増加および将来の仕事や収入に対する不安などから、貯蓄の傾向が依然として強いと指摘されている²⁹⁾。

基本的には、現在の中国はまだ発展途上国であり、30年間の高成長が続いているにもかかわらず、国民の収入や生活水準が先進国と比べてかなりの差がある。そのうえ、いわゆる格差問題や貧困人口の問題も存在している。中国政府が発表した2007年末現在、農村の貧困人口（1人当たり年取785元以下、購買力平価0.57ドル、為替換算0.31ドル）は1,479万人に達したが、世界銀行の基準（1日当たり1.25ドル以下）で計算した2005年中国の貧困人口は、2億5,400万人にもものぼるという研究報告がある³⁰⁾。また、改革・開放以降の30年間においては、国内の絶対貧困人口を2億5,000万人から1,500万人に減少させ、2億3,500万人は貧困ラインから脱出したと報告されている³¹⁾。ここで、内外の

貧困人口の計算基準が大きな差があったが、少なくとも国家統計局の発表によると、2008年末現在、政府の最低生活保障を受けている住民は6,625万人に達した³²⁾。

その意味では、現在の中国には、貧困人口が依然として大量に存在し、生活のゆとりを感じない人はまだ多い。この発展途上国の現実は、以上の中低収入の投資家が絶対多数を占める調査結果からも垣間見ることができる。つまり、国民全体としては、収入や生活水準がまだ低く、一人当たりの国民総生産がやっと3,000ドルを超えたところで、個人投資家数が6,000万人を超えても、総人口の5%前後に止まり、多くの国民、特に7億人を超える多くの農民は、株式投資の余裕がまだない。そうした状況のなかで、国民の家計金融資産を見ると、安全資産の預貯金が多く、有価証券、特にリスクの高い株式投資が少ない資産構成になっており、金融市場も間接金融を中心とする市場構造になっているのである。

その一方、個人投資家の金融資産（表8）を見ると、株式は最も多い金融資産となり、特に、1993年調査開始からの10年間は連続して6割前後に達した³³⁾。近年では、投資信託と保険のシェアが伸びたため、株式の比率は若干減っている。このように、個人投資家の金融資産は株式にシフトし、預貯金を中心とする国民の家計金融資産の構成とはかなり異なっており、証券投資の超大国であるアメリカの家計金融資産の構成と似ている。

なぜ個人投資家の金融資産は、国民の家計金融資産と違って、安全資産の預貯金が比較的少なく、ハイリスクの株式投資が多いのか。それは、恐らく4つの原因があると考えられる。

第1に、上述したように、個人投資家の絶対

(表7) 2005年末各国家計部門の金融資産残高(ストック, 単位:兆現地通貨単位)

	中国	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
現金・預金	16.8(81.2)	770.3(50.7)	6.0(15.4)	1.9(27.1)	1.7(35.4)	1.5(33.3)
うち定期預金	14.1(68.1)	503.9(33.1)	4.8(12.3)			
有価証券	1.8(8.7)	291.5(19.2)	20.0(51.4)	1.2(17.1)	1.6(33.3)	1.3(28.9)
うち国債	0.7(3.4)	28(1.8)	0.6(1.5)			
株式・出資金		195.9(12.9)	12.3(31.6)	1.1(15.7)	1.1(22.9)	1.2(26.7)
株式のみ	1.1(5.3)	118.0(7.8)	5.5(14.1)			
保険・年金	1.8(8.7)	392.1(25.8)	12.3(31.6)	3.7(52.9)	1.4(29.2)	1.5(33.3)
その他	0.2(1.0)	66.1(4.3)	0.6(1.5)	0.2(2.9)	0.1(2.1)	0.2(4.4)
合計額	20.7(100)	1,520.5(100)	38.9(100)	7.0(100)	4.8(100)	4.5(100)

(注1) 括弧内は金融資産に占める各項目の割合である。数字は四捨五入。

(注2) 中国の預金は個人経営の預金を含む。

(注3) イギリス, ドイツ, フランスはユーロ通貨単位で, 2003年度の数字である。

(出所) 張東生主編(2006), 78ページ, 日本銀行「金融資産負債残高表」, 日銀ホームページ, Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of funds accounts of the United States 1995-2006, June 7, 2007, Eurostatより作成。

(表8) 中国個人投資家の金融資産の状況(%)

年/項目	現金	預金	株式	投資信託	国債	企業債	保険	先物・オプション	不動産	その他
1998	9.0	22.0	59.0	2.0	4.0	1.0	3.0			
1999	7.0	18.0	63.0	6.0	2.0	1.0	2.0			
2000	5.7	15.6	66.7	6.3	2.0	2.0	2.0			
2001	5.8	15.4	63.8	3.7	1.6	1.0	2.2			
2002	5.7	18.3	64.4	5.3	2.1	0.8	2.4	0.2		
2002*	8.9	20.0	60.67**		5.1	1.5	3.9			
2003	5.0	20.3	54.0	4.4	1.8	1.0	2.6	0.3	6.0	
2006	16.0	23.0	32.0	10.0	4.0	1.0	14.0			
2008*		11.4*	39.1	6.7			3.7	0.7	6.4	2.3

*は預金と国債の数字である。**は株式と投資信託の数字である。

(注1) 株式は投資口座の預かり金を含む。

(注2) 2002*の数字は, 深証所調査(2002)による。

(注3) 2008*年の数字は, 保護基金調査(2008)による。

(出所) 「中国証券報」の各期および注の資料より作成。

多数は中低収入の投資家であり, 富裕層の投資家はまだまだ多くない。これら中低収入の大衆投資家は, 都市部の30代と40代のサラリーマンを中心に構成され, その多くは家族という重い負担を抱えながら, 住宅ローンの負担も軽くない。

そのため, 投資家の多くは, 生活のゆとりが少なく, 普段の生活で節約した資金を株式に投資すると, 金融資産に占める株式の比率が一気に高まる可能性がある。

第2に, 中国の社会保障制度はまだ完備され

ておらず、保険・年金への出費が比較的少なく、この点で先進国との差がかなり大きい。そのため、投資家の多くは、そもそも出費すべき保険・年金向けの資金を株式投資に回しているために、株式の比率が相対的にアップしている可能性が大きい。

第3に、90年代後半以降、金融政策は基本的に利下げの方向に誘導し、その影響で、投資家の間には、「利息の低い預金より、むしろ株式を買った方がよい」という投資判断が支配的になっている。そのため、利下げは、投資家の資産運用選択のなか、株式投資のウェートを上昇させた理由の1つにもなっていると考えられる。

第4に、投資家の多くは、市場リスクに対する認識がまだ薄い。ひとつには、株式市場が形成される過程で、投資家は「投資神話」(成功例)を幾度か経験した。また、次号で詳細に紹介するように、投資家の短期売買が多く、借金による投資や「ボロ株」の投資なども存在し、さらに、上場廃止の企業が少ないなどの理由から、投資家の間には、連続赤字のSP銘柄³⁴⁾に投資しても、紙くずにはならないという投機心理が蔓延し、ハイリスク・ハイリターン³⁵⁾の証券投資を求める投資家が増えているのである。

上述のように、国民の金融資産と個人投資家の金融資産との間に大きなずれが生じたことは、要するに、国民全体としては金融資産の安全志向が強く、個人投資家はハイリスク・ハイリターンの投資傾向が強いことを物語っている。一般的に、投資家が蓄えの一部を投資するのは自然であろう。中国の場合は、まだ生活の余裕があまりない中小投資家が圧倒的に多いが、これらの投資家の多くは、一攫千金を夢見、蓄えの大部分あるいは借金しても投資する

ことがあるため、以上のようなずれが生じているのではないかと考えられる。

6. 小括

以上見てきたように、中国の株式市場は、少なくとも流通市場においては、個人投資家を中心に構成されている。個人投資家は経済発展の速い沿海地域および大都市や中心都市などの都市部に集中し、主に都市部の働き盛りのサラリーマン世代から構成され、その中心的な存在は30代と40代の世代である。そして、投資家の金融資産は、株式などの証券投資にシフトし、ハイリスク・ハイリターンの投資傾向を示している。そのうえ、株式市場を支えているのは、絶対多数を占める幅広い中低収入の大衆投資家であり、株式市場は「大衆基盤型市場」ともいわれている。また、これらの大衆投資家のうち、いわゆる「中間収入者」がその主役である。従って、中国の株式市場は、都市部における株式投資の「大衆化」と「ミドルクラス化」が同時に進行していることが明らかになっている。

注

- 1) 中国の株式市場は、最近まで非流通株と流通株という二種類の株式が存在し、それは株式市場の構造的問題といわれている。そのため、非流通株については、今まで2回の改革を試みた。その1回目では、2001年6月に、政府は新規発行の国有株の10%を市場で売却して非流通株を減らす方針を打ち出した。当時、政府は社会保障の資金を捻出するため、株式の売却資金を社会保障基金に充てるという計画を立てていた。しかし、この政策が実施された後、株価が急落し、結局は1年後に、国有株の部分的放出計画をやむを得ず中止させた。この後は、非流通株改革の議論が活発になると同時に、証券市場はWTO加盟の影響を受けて、市場のグローバル化を推進するために、株式市場の構造的問題を解決しなければならない状況に迫られた。そこで、2005年4月から、政府は2回目の非流通株改革を再びスタートさせた。今回の非流通株改革にあたって、政府は前回の失敗の教訓を得て、流通株主に有利ないわゆる「アメ」政策を打ち出した。つまり非流通株の株主は、流通株主に一定の現金あ

- るいは株式を与え、それを対価として非流通株の市場での流通権利を獲得する措置であった。2年余りの改革を経た2007年末現在、すでに1,298社の上場企業が非流通株改革を実施し、改革を必要とする企業の98%を占め、非流通株改革はここでほぼ完了したとみられ、これから非流通株も段階的に流通できるようになっている。王東明(2008)、357-358ページを参照されたい。
- 2) 本稿の個人投資家は、投資家という表現も使い、特に説明がなければ、個人投資家を指す。
 - 3) 2008年末現在、中国株式市場の投資家口座数(A株、B株)は12,363.89万口座となり、そのうち、休眠口座(1,914.2万口座)を除いた有効口座数は10,449.69万口座に達した。中国证券登記結算公司『中国证券登記結算統計年鑑2008』を参照。
 - 4) 林毅夫・蔡昉・李周(1994)を参照。
 - 5) 2008年農村1人当たりの名目純収入は4,761元に達し、78年の約36倍の増(78年から2006年までの実質純収入は7.7倍の増)となり、同じ都市部一人当たりの名目可処分所得は15,781元に達し、78年の46倍の増(78年から2006年までの実質可処分所得は6.7倍の増)となった。国民の所得が増えるなか、2006年末現在の名目個人金融資産は25.34兆元に達し、78年の674倍の増、年平均増加率は25.2%であり、物価変動を除いた実質個人金融資産は78年の143倍の増、年平均増加率は19.7%となった。そして、2007年末現在の名目個人金融資産は34.75兆に達した。張東生主編・劉浩・王小卓副主編(2007)、98ページ、張東生主編・劉浩・王小卓副主編(2008)、105ページ、国家統計局『2008年国民経済和社会発展統計公報』を参照。
 - 6) 深圳市、広州市、上海市および北京市の「2008年国民経済和社会発展統計公報」によると、4市の2008年1人当たり国民総生産(GDP)はそれぞれ89,814元(13,153ドル、統計用レート)、80,689元(11,618ドル、統計用レート)72,553元(10,446ドル、統計用レート)、63,029元(9,075ドル、年平均レート)に達した。深圳市統計局、広州市統計局、上海市統計局、北京市統計局のホームページによる。
 - 7) 『2009胡潤財富報告』によると、2008年末現在、中国では1千万元以上の資産を持っている富豪は82.5万人に達し、1億元以上の資産を持っている富豪は5.1万人となった。
 - 8) 『中国統計年鑑』の各年版による。
 - 9) 劉鋼(2008)を参照。
 - 10) 例えば、2006年都市部と農村の一人当たりの所得をそれぞれ地域別で見ると、東部(14,507元、4,971元)、中部(9,854元、3,313元)および西部(9,657元、2,548元)となっている。張東生主編・劉浩・王小卓副主編(2007)、45-46ページを参照。また、中国の所得格差と貧困問題に関する研究は、佐藤宏(2003)、李強(2000)、趙人偉、李実、カ爾・李思勤主編(1999)、李実、史泰麗、別雍・古斯塔夫森主編(2008)などがある。
 - 11) 中国证券登記結算公司『中国证券登記結算統計年鑑』を参照。
 - 12) 投資家数について、深証所調査(2002)では、個人投資家の9割以上(91.29%)は上海と深圳の証券取引所で重複に登録した。この推計に基づいて、2008年末実際の個人投資家数は約6,500万人という試算になる。また、2007年5月に、証監会主席である尚福林氏の説明によると、現在9,000万余り口座のうち、約3,500万口座はいわゆる休眠口座であり、約6,000万口座は頻繁に投資している口座である。また、上海と深圳の重複口座を考えると、活発に投資している投資家は3,000万人前後である。「尚福林称全民炒股言過其實、股市活躍用戶只有3000万」、<http://web5.jrj.com.cn/news/2007-05-22/000002256610.html>を参照。その他、『人民日報』の報道によると、1億登録口座の中に、実際の投資家は5,000万人に満たないであろうとみられている。許同峰『圳深両市帳戶総数突破1億、實際股民可能不足5,000万』『人民日報(網絡版)』2007年5月30日を参照。
 - 13) 『上海証券取引所統計年鑑』、上海証券取引所『市場資料』の各年版による。
 - 14) 2008年末現在、個人投資家のA株口座の年齢分布では、30歳代(30.43%)と40歳代(26.15%)の投資家は全体の5割を超えた。その他の年齢層は、20歳未満(0.53%)、20歳代(16.65%)、50歳代(15.99%)、60歳以上(10.25%)となった。中国证券登記結算公司『中国证券登記結算統計年鑑2008』、24ページを参照。
 - 15) ここでの幹部は、党・行政組織および国有企業・集団所有企業の公務員、職員を指し、労働者、工員身分が含まれない。陸学芸主編(2004)を参照。
 - 16) 自由職業者とは、個人的な知識や技能を持って、独立して職業を営む者を指す。例えば、開業医、弁護士、会計士、作家および芸術家などである。現在、全国の自由職業者は300万人を超えていると推測され、また、1,000万人という説もある。自由職業者は一般的に収入が高いとみられている。『天津統計年鑑』(1998年版)によると、自由職業者の平均年収は、天津市在職者の4.1倍となった。同じ時期の北京市自由職業者の平均月収は8,000元前後に達したと報告されている。中国統一戦線理論研究会・党外知識分子統戦工作理論研究基地(2008)、4ページ、9-13ページを参照。ちなみに、個人経営や私営企業を除いた1997年全国在職者の平均月収は539元であった。張東生主編・劉浩・王小卓副主編(2007)、236ページを参照。
 - 17) 2007年4月に、経済特区にある深圳大学の調査によると、大学1年生の約10%が株式投資をしており、大学4年生になると、その比率は80%に達している。経済学・経営学を専攻している学生の2割前後(20%~30%)は株を売買していると報告されている。汪志平「最近の中国株式市場と投資家の行動特徴」『証券経済学会年報』2008年7月、第43号、230-231ページを参照。
 - 18) 投資家の職業と所有制別、業種別、職能別、職業の安定性、サラリーマンおよびデイトレーダーの関係については、次のような調査結果がある。
すなわち、(1)所属組織の所有制別について、保護基金調査(2008)では、政府機関(5.3%)、事業単位(政府関連組織)・団体(19.7%)および国有企業(24.0%)などの政府組織や国有企業に関係する投資家は、全体の約5割を占める。一方、私的企業の外資系企業

- (5.8%), 私营企業 (15.9%) および個人経営 (7.2%) の投資家は、全体の3割に近い。
- (2) 業種別について、金融 (12.9%), 製造業 (9.8%), マスコミ・科学・文化・教育・スポーツ (8.69%) および党・行政機関・団体 (7.73%) の投資家が比較的多い。
- (3) 職能別について、一般従業員、中間管理職および役員の種類から見る投資家の割合は、それぞれ60.8%, 27.4%, 5.7%である。
- (4) 職業の安定性について、証券報調査 (1998, 1999) では、自分の職業が「安定している」と答える投資家は、全体の半数前後 (53%, 45%) に達した。上証所調査 (2002) では、在職の投資家は全体の6割を占めたが、無職者、定年退職者、自由職業者および職業的投資家は4割であった。
- (5) サラリーマンについて、証券報調査 (1998) では、サラリーマン投資家の割合は、全体の8割前後 (87%) となった。
- (6) デイトレーダーについて、深証所調査 (2002) では、「他の職業を持ってなく、株式投資を主な仕事とする」いわゆるプロの職業的投資家は全体の7.5%を占め、「仕事がないため、株式を売買する」投資家は14.5%に達し、両者を合わせたデイトレーダーは、投資家の22%となった。
- 19) 国家統計局『中国統計年鑑』中国統計出版社、2007年版を参照。
- 20) 高齢化社会の国際的な基準は、60歳以上の人口が全人口の10%以上あるいは65歳以上の人口が全人口の7%以上を占めることとなっている。2000年中国の65歳以上の人口は全人口の6.95%を占めたが、2006年では、60歳以上の人口は全人口の11.3%、65歳以上の人口は全人口の7.9%を占めた。若林敬子 (2005)、第12章、中国経済改革研究基金会・中国経済体改革研究会聯合專家組 (2006)、第5章、国家統計局「2006年国民経済和社会発展統計公報」、<http://www.stats.gov.cn> を参照。
- 21) 「楊百万」という人物は、本名が楊懷定で、元々は上海鉄合金工場の労働者であった。楊氏は80年代に元の仕事を辞めて、各地方の国債の価格差を利用して、国債の売買で莫大な利益を得て、「楊百万」というニックネームを付けられ、個人投資家の代表的な人物として有名になった。その後、彼は証券投資を職業として生計を立て、いわゆるプロの職業的投資家になった。楊懷定 (2002) を参照。
- 22) 新しい社会階層は、民营科学技術企業の創業者および技術者、外資系企業の管理職および技術者、個人経営者、民营企業のオーナー、仲介組織の従業員および自由職業者を指す。中国統一戦線理論研究会・党外知識分子統戰工作理論研究基地 (2008)、3-4ページを参照。
- 23) 上証所調査 (2008) の未公開資料による。
- 24) 2005年10月27日公布された「個人所得税法」(第3次修正)、2007年12月29日公布された「個人所得税法」(第5次修正)による。「800元起征点成歴史、逾七成工薪族将不用交個稅」『東方早報』2005年10月28日、姜英爽「2006個稅改革」『雲信網』2009年2月21日、「考慮家庭負担、個稅起征点有望提到3000~3500元」『南方都市报』2009年2月9日を参照。
- 25) 安徽省の都市部の調査では、年収1万円~2.5万円の人を「中間収入者」とみなされている。王開玉・方金友 (2006)、10ページを参照。また、国家統計局では、1世帯当り年収6万円~50万円の家庭 (平均3人) は中国の「中産階級」とみなされる。2005年の試算では、人口の約5% (6,500万人) は「中産階級」となるが、2020年に、「中産階級」は人口の45%に拡大すると予測されている (『華夏時報』2005年1月21日)。中国の「中産階級」については、定説がないが、陸学芸 (2002) の研究では、2002年に中国の「中産階級」がすでに8,000万人を超えたという説がある。また、「中産階級」に関する研究は、陳冠任・易揚 (2004) と周曉虹 (2005) もある。
- 26) 都市部の在職従業員の平均賃金について、郷鎮企業、私营企業、個人経営などの従業員は含まれない。『中国統計年鑑』2008年版による。また、この平均賃金の統計範囲は、私的所有の企業が含まれていないため、都市部在職者 (2.4億人) の5割前後 (1.3億人) に止まると説明されている。「統計局長回應工資話題：統計覆盖範圍確實窄了」中国新聞網、2009年8月24日を参照。
- 27) 国家統計局国民経済核算司・中国人民銀行統計司「中国資金流量表 (1992-1997年)」、『中国金融年鑑』、『中国人民銀行統計季報』各期、張東生主編・劉浩・王小卓副主編 (2006)、78ページを参考。また、家計金融資産のストックのデータは、政府の統計資料がないため、研究者による様々な推計がある。例えば、謝平 (1992)、『中国改革与發展報告』專家組 (2002)、182ページ、唐成 (2005)、125ページおよび張東生主編・劉浩・王小卓副主編 (2006) などの試算がある。これらの試算は、現金および有価証券などの推測方法が違うため、計算の結果も若干異なっている。近年の状況を見ると、現金・預金は金融資産の大半を占めているが、証券と保険の資産はまだ少なく、着実に増えている。
- 28) 中国の30%前後の高い家計貯蓄率に対して、近年欧米先進国の家計貯蓄率は低く、特に日米の場合は5%以下である。『中国金融年鑑』の各年版、日本銀行『国際比較統計』2000年版、2000年以後は内閣府『国民経済計算年報』、OECD Economic Outlook No. 81, May 2007, Annex Table 23を参考。
- 29) 吳曉根 (1995)、華文勝 (2003)、曲揚 (2003) を参照。また、貯蓄の目的として、老後生活、子供の教育、病気や災害の備えおよびマイホームの取得の順位で上位にランキングされているという調査研究もある。唐成 (2005) 第5章を参照。
- 30) 世界銀行の報告によると、1981年から2004までの間に、中国の貧困人口は、1人当たり1日の消費が1ドル以下の基準で計算し、総人口の65%から10%までに減少し、5億人以上は貧困から脱出した。Poverty Reduction and Economic Management Department, East Asia and Pacific Region, World Bank (2009) を参照。また、中国農村の貧困人口を考える際、これらの貧困人口は多かれ少なかれ請負の土地を持っており、また、一般的に農村の住宅も持っていると考えられる。しかし、農業だけでは、現金収入は少ないのが現状である。

- 31) 「改革開放30年、絶対貧困人口2億3500万人減」『人民網日本語版』2008年11月5日を参照。
- 32) 2008年末現在、政府の最低生活保障を受けている都市部の住民は2,334万人で、前年比62万人の増、また、最低生活保障を受けている農村の住民は4,291万人で、前年比725万人の増となった。国家統計局「2008年国民経済和社会发展統計公報」2009年2月26日を参照。
- 33) 1993年調査開始からの5年間に於いて、個人投資家の金融資産における株式投資の割合は、連続して6割を超えた。「股民家底有多厚，“我看2001年証券市場”，個人投資者調査之二」『中国証券報』2000年4月5日を参照。
- 34) ST 銘柄 (Special Treatment: 特別処理銘柄) とは、2年連続の赤字決算あるいは1株当たりの純資産が1元を割った銘柄に対して、取引所はそれをST銘柄と表記し、他の銘柄と区別して投資家に警告することをいう。また以前には、3年連続赤字決算のPT銘柄 (Particular Transfer: 特別譲渡銘柄、週1回の譲渡制限) もあったが、2002年にPT銘柄が廃止された。PT銘柄の廃止により、現在はST銘柄がSTと*STに2分類され、*STの方がより上場廃止に近い銘柄を意味する。

調査資料

1. 『中国証券報』の調査

『中国証券報』の個人投資家調査は、以下の16年間の調査資料がある。この調査は個人投資家や証券会社などを対象に、1993年から年度ごとに実施されたアンケート調査である。93年から2003年までおよび2006年、2007年の調査では、主に個人投資家の基本状況や投資状況などを中心に実施された。2004年、2005年、2008年の調査では、株式市場の動向や個人投資家の投資状況などを中心に実施された。また、2006年、2007年、2008年の調査はネット調査である。この調査は、一部の年度の調査項目が変更されたり、公表されなかったため、必ずしもすべての調査項目の連続のトレンドを取れるとは限らないという不備があった。しかし、調査項目を並べて見ると、関連項目の結果が見ることができる。証券報調査と略称。

- 1) 93年9月の調査では、証券報は国家体制改革委員会と協力し、27省で調査を実施した。『中国証券報』1993年11月17日、21日、24日、28日、12月1日、5日、8日、12日を参照。

中国の都市部における大衆投資家の形成(上)

- 2) 94年12月の調査では、証券報は国家体制改革委員会および海南港澳国際信託投資会社と協力し、チベットを除いた省市で調査を実施し、4,873件の回答を得た。その他、同調査は100社の証券会社を対象とした調査も実施した。『中国証券報』1995年5月5日、6日、10日、16日を参照。
- 3) 95年の調査(96年1月実施)では、証券報は国家体制改革委員会および海南港澳国際信託投資会社と協力し、全ての省に調査を実施し、3,650件の回答を得た。また、同調査は北京、上海および深圳などの10都市に、1,000人の個人投資家と100社の証券会社を対象にサンプル調査も実施した。『中国証券報』1996年7月29日、30日、31日、8月2日、7日、8日を参照。
- 4) 96年12月の調査では、証券報は国家体制改革委員会と協力し、30都市に1,000人の個人投資家と100箇の証券営業所を対象にサンプル調査を実施し、90%以上の有効回答を得た。『中国証券報』1997年1月30日、31日を参照。
- 5) 97年の調査(98年1月実施)では、証券報は国家体制改革委員会および江蘇証券と協力し、30省市に調査を実施し、9,631件の有効回答を得た。『中国証券報』1998年3月31日、4月1日、2日、3日、6日、7日、9日、10日、13日、14日を参照。
- 6) 98年の調査(99年1月実施)では、証券報は江蘇証券と協力し、31省市に調査を実施し、10,580件の有効回答を得た。『中国証券報』1998年4月5日、6日、7日、8日、9日を参照。
- 7) 99年の調査(2000年1月実施)では、証券報は華泰証券と協力し、31省市に調査を実施し、15,360件の有効回答を得た。今回の調査は、中国証券監督管理委員会と中国科学院心理研究所の協力も得た。『中国証券報』2000年3月29日、30日、4月4日、10日、12日を参照。
- 8) 2000年の調査(2001年1月実施)では、証券

- 報は華泰証券と協力し、31省市に調査を実施し、19,344件の回答を得た。『中国証券報』2001年2月26日、3月2日、5日、8日、12日を参照。
- 9) 2001年12月の調査では、証券報は華泰証券と協力し、31省市に調査を実施し、15,239件の回答を得た。『中国証券報』2002年4月4日、5日、9日、11日、13日を参照。
- 10) 2002年の調査(2003年1月実施)では、証券報は華泰証券と協力し、31省市に調査を実施し、6,086件の有効回答を得た。『中国証券報』2003年3月3日を参照。
- 11) 2003年の調査では、証券報は北京師範大学心理学部と協力し、調査を実施した。『中国証券報』2004年2月26日を参照。
- 12) 2004年の調査では、証券報は深圳華鼎市場調査会社と協力し、全国の20主な都市で、計6回の調査(6月、7月、8月、9月、11月、12月)を実施し、それぞれ2,711件、533件、2,645件、2,489件、2,486件、2,753件の有効回答を得た。『中国証券報』2004年6月8日、7月14日、8月18日、9月24日、11月30日、12月27日を参照。
- 13) 2005年の調査では、証券報は深圳華鼎市場調査会社と協力し、7月(全国20の主な都市)と12月(全国12の主な都市、20余りの証券営業部)の2回の調査を実施し、それぞれ2,792件、2,671件の有効回答を得た。『中国証券報』2005年6月8日、7月4日、12月26日を参照。
- 14) 2006年の調査では、証券報は大智慧信息技术有限公司と協力し、12月にネット調査を実施し、7,735件の回答を得た。『中国証券報』2006年12月26日を参照。また、証券報の2006年個人投資家調査の統計資料がある(『中国証券報』による提供)。
- 15) 2007年の調査では、証券報は大智慧信息技术有限公司と協力し、12月にネット調査を実施し、11,205件の回答を得た。『中国証券報』2007年12月24日を参照。また、証券報の2007年

個人投資家調査の統計資料がある(『中国証券報』による提供)。

- 16) 2008年の調査では、証券報は新浪财经と共同で12月8日から19日までにネット調査を行い、17,397件の回答を得た。『中国証券報』2008年12月26日を参照。

2. 深圳証券取引所の調査

深圳証券取引所の調査では、2002年に深証所は6社の証券会社と協力し、6つの主要な都市に、2,724人の個人投資家を対象に、サンプル調査を実施した。今回の調査では、91問のアンケートを設定し、有効回答は2,587人(有効回答率:94.97%)であり、サンプル分布は深圳(550人)、上海(600人)、北京(500人)、重慶(300人)、長沙(280人)、福州(270人)という6つの都市である。陳斌・李信民・杜要忠「中国股市個人投資者状況」『中国証券報』2002年4月15日、<http://www.cninfo.com.cn>を参照。深証所調査(2002)と略称。

3. 上海証券取引所の調査および資料

- 1) 上海証券取引所は、2002年に中国銀河証券と共同で個人投資家と機関投資家・法人投資家を対象にアンケート調査を実施した。今回の調査は、サンプル調査で、全国28の省・市・自治区の170の証券営業部(1営業部35サンプル)から1,903件の有効回答を得て、個人投資家に30項目の質問、機関投資家・法人投資家に21項目の質問に調査を実施し、『中国投資家行為研究』という報告書をまとめた。「中国投資行為」『資本市場』2002年4月を参照。上証所調査(2002)と略称。
- 2) 上海証券取引所は、2005年1月から2008年5月までの上海市場の個人投資家および機関投資家に対して実施した投資家口座の調査である。調査内容は、主に投資家の基本的な特徴および投資状況である。上海証券取引所「上海証券市場投資者現状調査報告」2008年7月(未公表)。

上証所調査(2008)と略称。

3) 上海証券取引所は、上海市場の個人投資家の性別、年齢および学歴の登録資料がある。『上海証券取引所統計年鑑』、上海証券取引所『市場資料』の各年版を参照。

4. 中国証券投資者保護基金の調査

中国証券投資者保護基金は、近年中国証券業協会および中国証券監督管理委員会投資教育弁公室と共同で2回のアンケート調査を実施した。

1) 2007年の調査では、中国証券業協会と中国証券投資者保護基金は、2007年6月に北京、上海などの17の主要都市、73の証券営業部で個人投資家を対象にサンプル調査を実施した。今回の調査は、3,650部のアンケートを配り、3,001部を回収し、2,880件の有効回答(有効率95.97%)を得た。また、178社の証券会社、投資信託、保険会社、信託会社および財務会社などの機関投資家も調査し、145件の有効回答(有効率81.46%)を得た。今回の調査は銀河証券、国泰君安証券、安信証券、中国上市公司市值管理研究中心および北京鹿苑天聞投資顧問有限公司の協力を得た。中国証券業協会・中国証券投資者保護基金有限責任公司『中国証券市場投資者問卷調査・分析報告』2007年7月を参照。また、『中国証券報』2007年8月3日の関連報道もある。保護基金調査(2007)と略称。

2) 2008年の調査は、中国証券投資者保護基金有限責任公司と中国証券監督管理委員会投資教育弁公室が個人投資家調査を対象に実施したアンケート調査である。今回は証券営業部のサンプル調査とネット調査の二つの方法で実施された。証券営業部の調査では、2008年1月に、全国79の都市に10,000部のアンケートを配り、8,080件の有効回答(回収率:82.53%,有効率:97.90%)を得た。ネット調査では、10,015件の有効回答(有効率:100%)を得た。両者合わせた有効回答は18,095件になり、有効

中国の都市部における大衆投資家の形成(上)

率は99.05%である。今回の調査は安信証券、銀河証券、国泰君安証券、聯合証券、泰陽証券、宏源証券、および中国上市公司市值管理研究中心の協力を得た。中国証券投資者保護基金有限責任公司・中国証券監督管理委員会投資教育弁公室『第二期中国証券市場投資者調査分析報告』2008年2月を参照。また、『中国証券報』2008年4月1日、『上海証券報』2008年4月10日の関連報道もある。保護基金調査(2008)と略称。

参 考 文 献

1. 謝平(1992)「中国金融資産結構分析」『経済研究』11期。
2. 林毅夫・蔡昉・李周(1994)『中国的奇蹟: 發展戰略与經濟改革』上海三聯書店・上海人民出版社(林毅夫・蔡昉・李周『中国の經濟發展』(渡辺利夫 [監訳], 杜進 [訳] 日本評論社, 1997年)。
3. 吳曉根(1995)「关于高儲蓄的思考」『金融研究』11期。
4. 国家統計局國民經濟核算司・中国人民銀行統計司『中国資金流量表(1992-1997年)』。
5. 梁曉声(1997)『中国社会各階層分析』經濟日報出版社。
6. 趙人偉, 李實, 卡爾・李思勤主編(1999)『中国居民收入分配再研究—經濟改革和發展中的收入分配』中国財政經濟出版社。
7. 李強(2000)『社会階層与貧富差別』鷺江出版社(李強『中国の社会階層と貧富の格差』ハーベスト社, 2004年)。
8. 「中国改革与發展報告」專家組(2002)『中国財富報告—轉型期要素分配与收入分配—』上海遠東出版社。
9. 陸学芸主編(2002)『当代中国社会階層研究報告』社会科学文献出版社。
10. 陸学芸主編(2004)『当代中国社会流動』社会

科学文献出版社。

11. 楊懷定 (2002)『做個百万富翁—楊百万自述』上海人民出版社。
12. 華文勝 (2003)「对当前居民儲蓄高速增长の成因分析」『現代管理科学』4期。
13. 曲揚 (2003)「对居民高儲蓄增長の深層思考」『中央財經大學學報』8期。
14. 陳冠任・易揚 (2004)『中国中産者調査』团结出版社。
15. 周曉虹主編 (2005)『中国中産階層調査』社会科学文献出版社。
16. 万明輝 (2005)「我国股票市場中個人投資者操作行為の実証分析」『中国科技信息』第7期。
17. 王開玉主編・方金友副主編 (2006)『中国中等收入者研究』社会科学文献出版社。
18. 中国經濟改革研究基金会・中国經濟体制改革研究会聯合專家組 (2006)『中国社会養老保險体制改革』上海遠東出版社。
19. 張東生主編・劉浩・王小卓副主編 (2006)『中国居民收入分配年度報告 (2006)』中国財政經濟出版社。
20. 張東生主編・劉浩・王小卓副主編 (2007)『中国居民收入分配年度報告 (2007)』中国財政經濟出版社。
21. 張東生主編・劉浩・王小卓副主編 (2008)『中国居民收入分配年度報告 (2007)』經濟科学出版社。
22. 朱光磊等著 (2007)『当代中国社会各階層分析』天津人民出版社。
23. 劉綱 (2008)「中国基尼係數的未来走勢」『企業經濟』第3期。
24. 中国統一戰線理論研究会・党外知識分子統戰工作理論研究基地 (2008)『新的社会階層与和諧社会的構建』中央文献出版社。
25. 李実, 史泰麗, 別雍・古斯塔夫森主編 (2008)『中国居民收入分配研究Ⅲ』北京師範大学出版社。
26. 中国証券監督管理委員会 (2008a)『中国資本市場發展報告』中国金融出版社。
27. 中国証券監督管理委員会編 (2008b)『中国証券期貨統計年鑑』学林出版社。
28. 渋谷博史・井村進哉・中浜隆編 (1997)『日米の福祉国家システム—年金・医療・住宅・地域』日本經濟評論社。
29. 渋谷博史・内山昭・立岩寿一編 (2001)『福祉国家システムの構造変化—日米における再編と国際的枠組み』東京大学出版会。
30. 渋谷博史・首藤恵・井村進哉編 (2002)『アメリカ型企業ガバナンス—構造と国際的インパクト—』東京大学出版会。
31. 渋谷博史 (2005)『20世紀アメリカ財政史 [I], [II], [III]』東京大学出版会。
32. 佐藤宏 (2003)『所得格差と貧困』名古屋大学出版社。
33. 若林敬子 (2005)『中国の人口問題と社会的現実』ミネルヴァ書房。
34. 唐成 (2005)『中国の貯蓄と金融—企業・政府の実証分析—』慶應義塾大学出版会。
35. 日本証券業協会編 (2005)『個人投資家と証券市場のあり方』中央經濟社。
36. 日本証券業協会 (2008)『個人投資家の証券投資に関する意識調査報告書』11月。
37. 王東明 (2008)「証券 (要覧・統計)」中国研究所編『中国年鑑2008』毎日新聞社。
38. 柴田徳太郎 (2009)『資本主義の暴走をいかに抑えるか』ちくま新書。
39. Poverty Reduction and Economic Management Department, East Asia and Pacific Region, World Bank (2009). From poor areas to poor people: China's evolving poverty reduction agenda. An assessment of poverty and inequality in China, March.
40. SIFMA (2007). Securities Industry and Financial Markets Association, Research Report, November.

*追記: 本稿は、証券経済学会および中国経済学会で丸淳子教授と王京濱准教授から有益なコメントを頂戴しました。また、『中国証券報』の施如海氏、孔雪松氏および謝涛氏、獨

中国の都市部における大衆投資家の形成(上)

協大学の齊藤美彦教授、大阪市立大学の李捷生教授から大変貴重な助言を頂きました。ここに記して深く感謝の意を表わしたい。もちろん、本稿における誤りはすべて筆者の責任である。なお、本稿は、獨協大学国際共同研究助成費および科

学研究費補助金(課題番号:1633035)による研究成果の一部である。

(摂南大学准教授)