



Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp

ワシントン情報 (2006 / No.059)

2006 年 9 月 12 日

米国の人口高齢化は債券・株式市場の売り圧力になるか？

2010 年前後から本格化する米国のベビーブーマー世代の引退により、彼らの貯蓄資産の取崩が始まり、株式・債券市場の売り圧力になるという中長期的な見方がある。加えて、長期的に増加傾向を辿る連邦財政赤字も債券価格の下落（金利上昇）圧力を生む懸念が指摘されている。この問題をテーマにしたシンポジウムが、経済リサーチ会社 **Macroeconomic Advisers** と戦略国際問題研究所（CSIS）、外交評議会（CFR）との共催で、9 月 7 日に当地で開催された。その概要を紹介する。

【人口高齢化の経済に与える影響については総じて楽観的：シンポジウム参加者の意見調査】

「世界の人口高齢化と金融市場」と題された同シンポジウムには、Douglas Holtz-Eakin 前 CBO 局長（現 **Macroeconomic Advisers** 上級顧問）、Boston 大学 Laurence Kotlikoff 教授、Pennsylvania 大学 Jeremy Siegel 教授、Brookings 研究所 Barry Bosworth 研究員などの経済学者や、民間金融機関のストラテジストなどが講演。年金改革などの政策議論に焦点を置いた従来の講演会とは一線を画し、世界的な人口構成の変化が金融市場に与える影響に焦点を置いた同シンポジウムには、民間金融関係者を中心とする聴衆約 170 名が参加した。

同シンポジウム主催者は参加者（多くはエコノミスト、あるいは経済・金融問題関係者）を対象に事前アンケート調査を行った。同調査によると、回答者の大多数は米国の人口老齢化が米国経済／金融市場に与える影響として、義務的歳出増加に伴う政府財政赤字拡大の問題を指摘。回答者の多数、67%は政府債務／GDP 比率が今後もある程度の上昇を続けるとの見解を示し、債務／GDP 比率が現状の水準を維持すると予測した回答者 30%を大きく上回った。また、3%とわずかながら連邦政府債務が未曾有の水準にまで膨れ上がると予測した回答者もあった。

しかし、人口高齢化が米国経済に与える影響に関して、回答者の見解は比較的楽観的だった。労働生産性伸び率が今後向上あるいは現行水準を維持すると回答した参加者は全体の 7 割強に上り、その内の約 5 割強は労働生産性伸び率が労働力の増加率の減速に伴う実質 GDP 成長率低下を相殺すると回答した（長期的な GDP 成長率 = 労働生産性伸び率 + 労働力増加率）。政府債務／GDP 比率増加の影響については、大半の参加者が「物価への影響無し」または「インフレ率は 1%程度の緩やかな増加を見る」と回答。インフレ率が 1～5%増加すると回答した参加者は 10%未満だった。金融市場への影響についても楽観的な見解が大勢を占め、長期金利が上昇すると回答した参加者は全体の 10%未満に止まった。「株価への悪影響無し」と回答した参加者は全体の 7 割に達した。

【悲観論 対 楽観論】

同シンポジウムで人口高齢化問題に関して最も深刻な懸念を表明したのは Boston 大学の Kotlikoff 教授である。米国連邦財政は長期的な破綻コースにあると指摘する同教授は、人口高齢化が金融市場に与える影響について警告。膨張する政府債務を増税と歳出削減で止められない限り、インフレーションの高進による実質政府債務の「棒引き」が不可避となると予想。その結果、債券市場は暴落（長期金利急騰）、株式市場も暴落し、金利上昇とマイナスの資産効果が実質経済成長率の低下を引き起こすと予測した。

しかし、同日講演した他のエコノミストの多くはこうした悲観論に懐疑的であった。彼らは楽観論の根拠として、「人口高齢化→貯蓄率低下→金利上昇」という図式が一般に考えられているほど単純に成立しない理由をいくつか挙げている。その主要な理由は以下の通りである。

- I. ライフサイクル仮説は実証的には疑わしい
- II. 人口老齢化は投資需要の減少を伴い、貯蓄率低下による資金需給ギャップをある程度相殺する
- III. 発展途上国の経済成長が続き、彼らの投資資金が米国の資本市場に長期的にも流入を続ける。

1. 実証的には疑わしいライフサイクル仮説

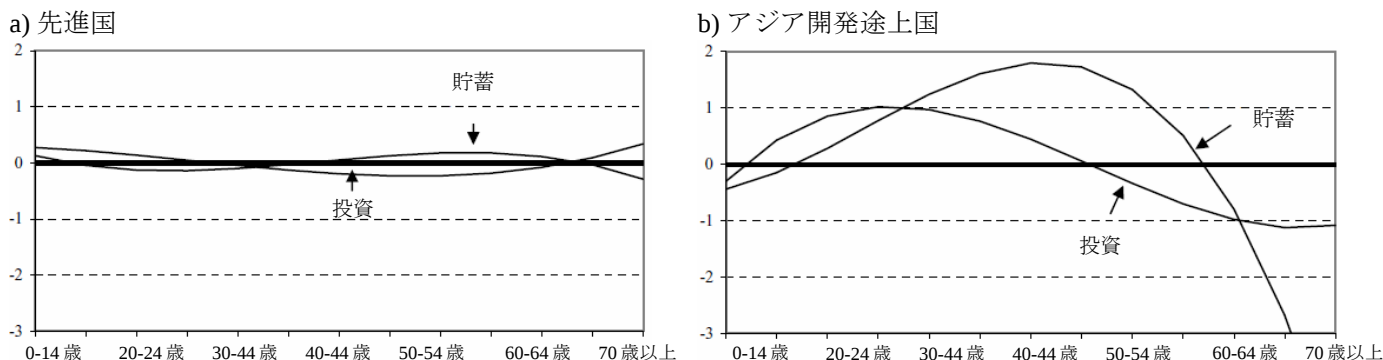
1950 年代に米国経済学者 Franco Modigliani によって提唱されたライフサイクル仮説によると、人間には将来にわたって安定した消費水準を維持しようとする動機が働くため、現役労働者は所得の一部を貯蓄に回し、退職後には生涯の貯蓄を取り崩す。貯蓄性向は個人の年齢によって大きく左右されるため、人口の若い国では貯蓄水準が比較的高いが、高齢化の進行につれて貯蓄水準は低下する。

7 日のシンポジウムに講演した経済学者の多くは、ライフサイクル仮説が示唆する貯蓄性向は実際の先進国の貯蓄動向と整合していないと指摘。Brookings 研究所の Bosworth 研究員は世界 85 カ国を対象に人口構成と投資・貯蓄動向の統計学的関係を分析しているが、同研究によると先進諸国と発展途上国とでは年齢と投資・貯蓄バランスの関係に大きな相違が見られると言う¹。Bosworth 氏の研究は、対象各国に特有の可変／不変の経済要因を考慮に入れた上、各国の貯蓄および投資を人口構成を変数にして回帰分析したものである。

次項図表 1 はそれぞれの人口構成変数に対する推計係数をグラフにしたものである。これを見ると、アジアの発展途上国の貯蓄動向には現役時代に貯蓄超過、老年になると貯蓄取崩というライフサイクル仮説の傾向が明確に表れている。しかし、先進国にはそのような傾向は極めて弱い。IMF のエコノミスト Robin Brooks は同様の回帰分析を各国株価に対して実施。同研究によると、株価に対する回帰分析係数は人口が高齢になるにつれてむしろ増加する（つまり高齢者の多い国ほど株式価格は高くなる）傾向を示している。

¹ なお、同氏研究の詳細については、Bosworth and Chodorow-Reich, “Saving and Demographic Change: The Global Dimension”を参照。同論の原文は以下のウェブサイトにて入手可：<http://www.nber.org/programs/ag/rrc/7.2.pdf>

図表 1：人口構成の投資／貯蓄効果



出典：Bosworth and Chodorow-Reich, “Saving and Demographic Change: The Global Dimension”

また、米国家計の保有資産の格差が著しく大きいことは、貯蓄動向の予測を一段と複雑にしている。Robin Brooks 氏によると、米国家計の資産の 68%は資産保有クラス上位 10%が保有しており、国民の 9 割は金融資産を全く持たない資産保有クラス下位か、比較的少額の金融資産しか保有していない資産保有クラス中位に分類される。消費のライフサイクル仮説は保有資産規模の小さい中下位家計の貯蓄動向と主に整合的であると考えられる。従って、資産保有分布が両極化した米国では同仮説の適合性は低下するとも考えられる。

ところが、米国ではミドルクラス家計を対象とする統計数値でさえ、ライフサイクル仮説との整合性を示していない。ネット金融資産残高中央値の年齢別内訳は資産保有中位クラスの貯蓄動向をある程度反映すると考えられるが、65 歳以上の資産残高と 50～64 歳の資産残高には目だった差が見られない。

2. 投資需要低下の金利引下げ効果

海外との資本移動を考慮しない場合、経済の金利水準は経済全体の貯蓄と投資需要のバランスによって決定される。従って、仮にライフサイクル仮説に基づく貯蓄動向変化に伴って貯蓄率が低下するとしても、これに並行して投資需要が減少すれば金利の上昇圧力は相殺される。7 日のシンポジウムで講演したエコノミストらによると、米国における人口高齢化の進行は出生率の低下を伴うため、人口増加ペースの減速を通じて米国経済の投資需要減速をもたらすと言う。供給面でも、労働人口の減少に伴って労働者一人当たりの資本ストック（資本労働比率）が減少するため、資本の限界生産は増加し、金利は低下する（??）。人口高齢化による貯蓄率低下が金利上昇圧力を生んでも、人口増加率減速による投資需要の減速が金利に低下圧力を加える相殺効果が働くという。

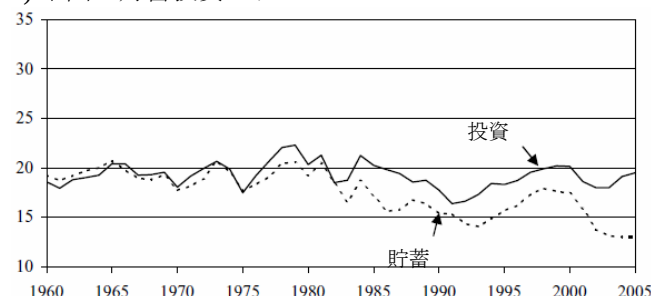
3. 米国資本市場への海外投資資金の流入の持続性

現実の開放経済体系では国際資本フローの動向が大きな影響を持つ。現時点における世界の貯蓄投資バランスは、米国の過小貯蓄（＝経常収支赤字）とその他（特にアジア開発途上国）の過剰貯蓄（＝経常収支黒字）となっている。将来アジア諸国でも高齢化が進むので、その貯蓄取り崩しによって米国経済および金融市場に影響が及ぶと危惧する意見もある。Brookings 研

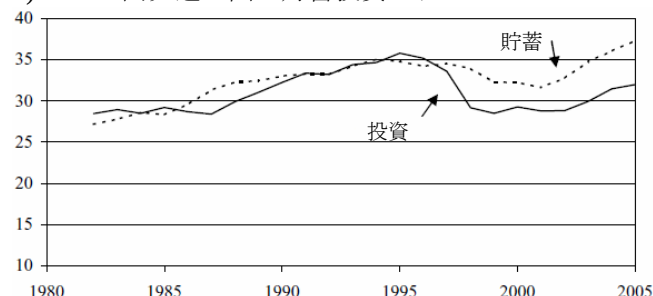
研究所の Bosworth 研究員は同シンポジウムで、将来的には人口動態変化に伴う貯蓄減少が投資減少を上回り、先進諸国の経常収支は赤字傾向を強めるとの見通しを示した。

図表 2：世界経済の貯蓄投資不均衡（グロス国民所得に占める割合）

a) 米国の貯蓄投資バランス



b) アジア開発途上国の貯蓄投資バランス



出典：Bosworth and Chodorow-Reich, "Saving and Demographic Change: The Global Dimension"

Pennsylvania 大学 Jeremy Siegel 教授は、人類の歴史を通じて高齢者は常に財貨と引き換えに資産を提供する役割を果たしてきたと述べ、米国は今後も国内資産を世界に売り続けるだろうとの見通しを示した。同教授によると、人口高齢化に伴って先進国では資産需要が減少。米国資産の価格維持には外国資本の流入が必要になるが、発展途上国の経済発展が順当に続く限り、彼らからの米国への資本流入が続くと予想される。Siegel 教授は、発展途上国の経済発展の結果、2050 年に発展途上国の保有株式資産が世界全体の株式資産に占める割合は、2006 年現在の 7.3%から 67% (!) にまで上昇するという予測を示した。つまり彼らの株式保有の増加が米国の株式市場にも購入増加となって現れると言う。（同教授のこの点の予想は、やや劇的過ぎて首を傾げざるを得ない。）

【「楽観論」好きの米国エコノミストのバイアス】

George Soros 氏は 13 日、上記のシンポジウムとは別に民主党系のシンクタンクにおいて講演した。講演のメインテーマは現在の米国の政治、外交政策への同氏の批判的な見解だが²、米国経済とドル相場の先行きについても以下のようなコメントを述べた：「米国の国内貯蓄が低過ぎ、経常収支赤字の拡大と対外債務が増加の一途を辿っている現在の状況は長期的には維持不可能だ。『問題なくやっているじゃないか』という者がいるが、マンハッタンの屋上から飛び降りれば、落下している間は何の問題もないのと同じだ。しかしそれは地面に激突するまでの間だけのことで、米国は極めて高いビルだと言うに過ぎない。中長期的に見れば、ドル相場下落は不可避であり、その時資本市場に影響も出るかもしれない。」

90 年代後半の IT ブーム時の米国エコノミストの言説を想起してみよう。IT 革命で米国経済は景気循環から解放され、景気後退は過去のことになったというような言説が横行していた。一般に米国のエコノミストは、悲観論や危機論を好む日本のエコノミストと反対に、楽観論、「大丈夫論」に傾斜しがちである点を考慮しておく必要があるだろう。

² Soros 氏はハンガリー系ユダヤ人であるが、共和党支持者の多いユダヤ人の中では珍しい民主党の支持者である。2004 年の大統領選挙では民主党 Kerry 候補のキャンペーンに 17.5 百万ドルを寄付しており、民主党きっての大口寄付者である。



(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufig.jp)

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufig.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaaee493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。