

東アジアの高齢化と金融資本市場再考

獨協大学 木原隆司

報告要旨

東アジアの急速な高齢化による金融市場への悪影響が懸念される中、2000年代初頭より、人口動態のマクロ経済変数への影響推定が行われてきた。近年でも、IMF（2017）等、実際の人口動態に加え金融開放度や今後の高齢化予想等を説明変数に入れたパネル推定が行われている。しかし IMF（2017）の推定は、生産年齢人口を30歳～64歳とする等、通常とは異なる定義を用いている。本稿では、IMF（2017）と同様の説明変数を用いながら、15歳～64歳を生産年齢人口とする通常の定義を用い、サンプル国数を増やし期間を長期化させた推定を行った。その結果、IMF（2017）とは異なるが、筆者等の従来推定と同様に、高齢依存人口の増加が、金利を引き上げ、株価収益率を低下させるという有意な推定結果が得られた。また、「高齢化速度の上昇予想」は金利を低下させ、株価収益率を上昇させている。但し、この効果は金融開放度が低い国に限定され、金融開放度が高ければ、人口動態の金利・株価収益率への影響は緩和される。また、海外の貯蓄が国内貯蓄を代替するため、貯蓄率も引き下げられる。金融開放度の上昇は、債券・株式等の資本市場の育成とともに、高齢化対策の一つとなり得る。

高齢化速度の上昇が予測されれば、退職後の消費支出が増大するため、貯蓄額を増やすことが合理的な選択となる。しかし、実証分析によれば、「高齢化速度の上昇予想」は貯蓄を有意に減少させ、他方で金利低下、株価上昇をもたらしている。この「謎」は、高齢化速度の上昇により、資産需要が実物資産から流動的な金融資産に大幅にシフトするため、金融資産価格の上昇・利回り低下をもたらすと考えれば、理解可能である。パネル推定の結果も、高齢化速度の上昇と金融資産需要の増大・実物投資の減少との間の頑健な相関を示している。

この実証結果は、行動経済学に基づく「時間不整合性」に伴う「貯蓄の先送り」現象として説明できる。欧米では退職後資金が不足する労働者が増加しているが、Benartzi and Thaler（2013）等は、行動経済学に基づく貯蓄促進型の年金制度（SMT）を提唱し、継続率・貯蓄率の増大を実現している。日本の金融審で問題となった「2000万円不足問題」のように、高齢化が進む東アジア諸国も退職後資金不足国になる可能性があるため、行動経済学の知見を入れ、Nudgeを効かせた金融・年金制度の構築等が必要となろう。