

高齡化は資産価格 の終焉を告げる ものではない

マキシム・アリミ

ヘッド・オブ

リサーチ&投資戦略 アクサ IM

ヴァルン・ゴーガルカ

エクイティストラテジスト、

リサーチ&投資戦略 アクサ IM



- ライフサイクル仮説では、高齢化が進展すると、特にリスク資産に対する需要が低下して、資産価値のメルトダウン(以下、アセットメルトダウン)が起こるとされる。
- 実証的エビデンスを見る限り、人口統計学的変数と資産評価の関連は弱く、限定的である。その原因の一つとして、ライフサイクル仮説が他の要因に影響される場合が多いことが挙げられる。
- 以下の三つの要因により、人口構成の変化を理由とするアセットメルトダウンは当面起きないと思われる:i) 遺産相続に対する動機が、資産を維持する強いインセンティブになっている、ii) 平均寿命の伸びは退職年齢の段階的な引き上げにつながる、iii) 経済的格差の拡がり、金融資産の保有状況を大きく歪め、富の偏在を招いている。

アセットメルトダウン仮説に反対する根拠

人口構成の変化、特に長寿化が、金融資産価格に影響を与えるとの議論は以前から活発に行われてきました。経済理論的観点から、この影響は、ライフサイクル仮説のレンズを通して見ることで説明が可能です。ライフサイクル仮説では、人は生涯を通じて大きく3タイプの貯蓄パターンに沿うものと想定されています。

1. 若者は借り手になることが多く、将来の自分の幸福に投資しようとし、教育や住宅所有のために資金の借入れを行います。
2. 壮年期に入ると、次第に貯蓄するようになります。債務を返済し、引退に備えて資産を増やそうとします。
3. 引退の時期を迎えると、労働や事業から得られる所得がなくなるため、消費ニーズを満たすために保有資産を取り崩して使うようになります。

こうしたパターンを前提に、エコノミストは「世代重複モデル」と呼ばれるフレームワークを用いて、貯蓄行動のシミュレーションを行います。驚くには当たりませんが、このシミュレーションでは、人は歳を取るにつれて、資産に対する需要が大きく変わることが示されます。第一に、貯蓄する人が貯蓄を取り崩す人よりも少なくなると、その結果として、資産に対する需要は低下します。これにより、金融資産価格は幅広く低下することになります。第二に、高齢化とリスク回避には関連が見られます。退職年齢に近づくと、ポートフォリオが見直され、リスク資産である株式への需要が低下し、安全資産である債券にシフトするようになります。

このような考え方は、1989年に発表されたグレゴリー・マンキューとデイビッド・ワイルの論文に基づいており、学界や投資家の間では「メルトダウン仮説」(以下、AMH) と呼ばれています。マンキュー&ワイルの論文は人口減少や高齢化が不動産価格を押し下げるという悲観的な見通しに立っていました¹。

明白なエビデンスは存在しない

マンキュー&ワイルの論文以降、人口構成と資産価格の関係を論じる実証研究が増えていきます。ここ10年の間にベビーブーマー世代が引退し始めており、こうした議論への関心が再び高まっています。

採用される仕様、サンプル、変数に依存するものの、全体としてみると、こうした実証研究では、人口構成と金融資産価格の間には相関関係が見られるものの、その度合いは低いと結論する傾向があります²。また、米国では、他の国よりもこうした傾向が強い点が確認されます。このようにメルトダウン仮説は、それ自体としては、実証的なデータの裏付けが乏しい印象を与えます。

もちろん、高齢化が始まったばかりである点を踏まえると、現在のデータのみに基づいて、この仮説を完全に否定するのは軽率でしょう。

ライフサイクル vs. ダイナステイ

とはいえ、さまざまな要因を考えると、アセットメルトダウン仮説が将来正しかったと証明されるのか疑わしいところです。その主な理由は、AMHが依拠するライフサイクル仮説が、実際にはうまく機能しないからです。ライフサイクルという考え方は、家計のバランスシートの負債側、つまり、人は若いときはお金を借り、年を取るにつれてお金を返す傾向にあることを説明するのに適しています(表1)。しかし、バランスシートの資産側をうまく説明することができません。ライフサイクル仮説では、退職期に入ると資産の取り崩しが始まると想定していますが、実際には退職後も正味資産は増え続け、ユーロ圏では75歳を過ぎてからようやく資産が減り始めます。これについては、年齢効果よりもコホート効果の方が大きい可能性があります³。

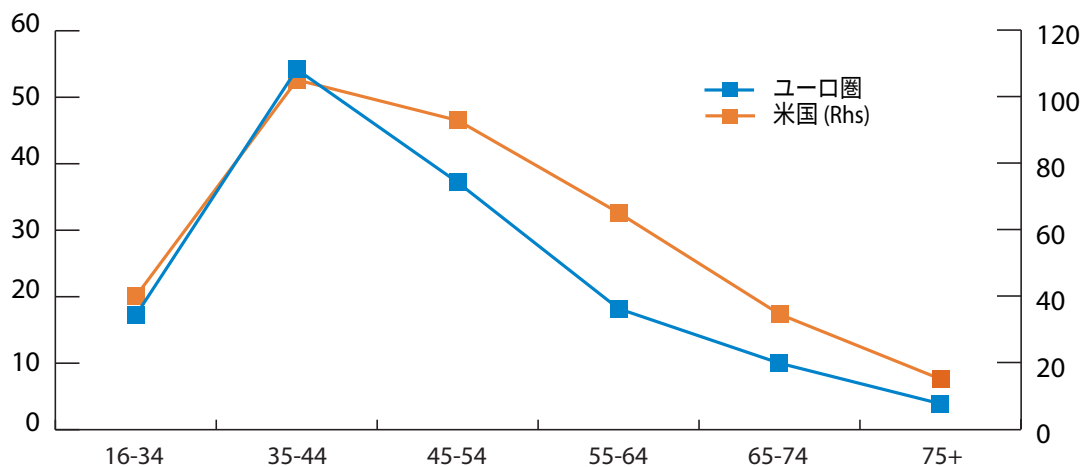
¹ Mankiw, G.N. and Weil, D.N. (1989) The Baby Boom, the Baby Bust and the Housing Market. *Regional Science and Urban Economics*.

² Thenuwara, W., Siriwardana, M. and Hoang, N. (2017) Demographics and Asset Markets: A Survey of the Literature. *Theoretical Economics Letters*.

³特に、戦時中に生まれたコホートは教育や就業機会が乏しく、生涯を通じて次世代のコホートよりも貧しいことがあります。

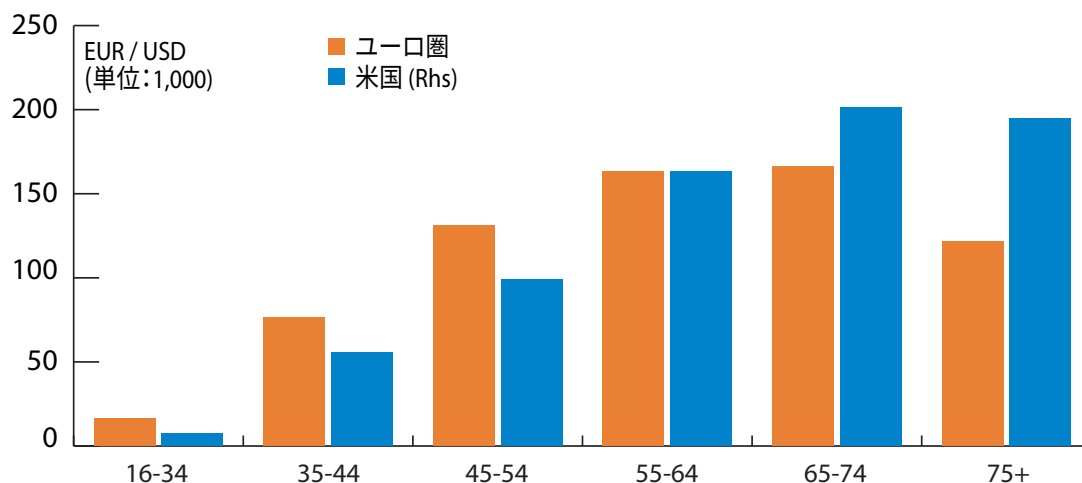
表1:ライフサイクル仮説の現実

世帯別総債務の中央値



出所: AXA IM R&IS が集計

世帯別純債務の中央値



出所: AXA IM R&IS が集計

ライフサイクル仮説のこうした欠点はよく知られており、説得力のある反論が2つ登場しています。高齢者が資産を取り崩さない傾向にあるのは、i) 子や孫などに資産を残したい (遺産目的の貯蓄)、ii) 寿命の不確実性に備えて、介護費用などを準備する必要がある (予備的貯蓄) からと説明されます。3つ目の要因として、データを見る限り、高齢者は収入が減少すると支出も減らすため、収支が相殺されることが多いと考えられます。

これらの要因は、平均寿命が延びても変わらない傾向にあります。1つ目の要因は、遺産相続の意思を削ぐような税制改革を正当化する根拠になるかもしれませんが。ただし、相続税の税率はすでに非常に高い水準にあり (米国40%、フランス45%、ドイツ30%)、期待するほどの効果はないでしょう。2つ目の要因に対応するには、社会的セーフティネットを拡充する必要がありますが、公的債務が増加し、医療費が急増している現状では難しい話です。

貯蓄者は不合理?

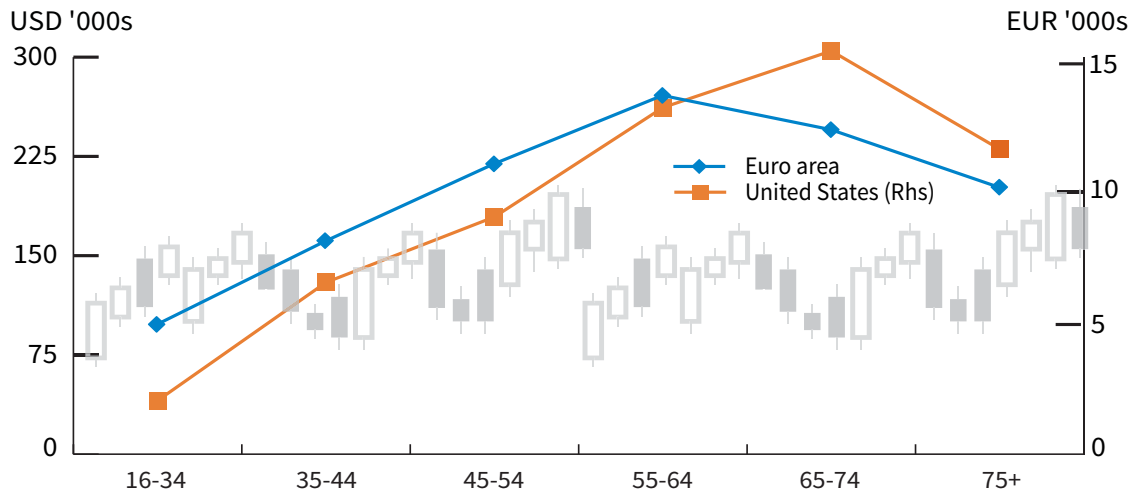
ライフサイクル仮説のもう一つの重要な想定は、「高齢期に入ると資産を取り崩して生活」し、「資産配分がリスク資産から『安全』資産にシフトする」でした。しかしこれは現実をまったく反映していません。ユーロ圏では、高齢者の金融資産は増え続け、総資産の動きと連動する傾向にあります。また、リスク資産である株式を保有する高齢者の割合も増加傾向にあり、米国とフランスのデータによると、個人の金融資産ポートフォリオに占める株式の割合は、高齢者になるほど多くなる傾向にあります。(表2)。

この一見すると不合理な行動は、自分のライフサイクルだけで資産を使い切るのではなく、子孫の繁栄を考えて投資や貯蓄を行うという遺産動機によって説明することができます。また、米国やヨーロッパでは、年金と貯蓄市場は厳しく規制されており、税制上有利な金融商品へ資金が向かう傾向にあります。

将来的に貯蓄および年金市場の規制緩和を行い、確定拠出システムを徐々に採用することで、ライフサイクル仮説で最適とされる資産配分になるかもしれません。しかしそれは非常にゆっくりしたペースで進むでしょう。

表2: 金融資産と株式の保有は年齢とともに増加 (地域別⁴)

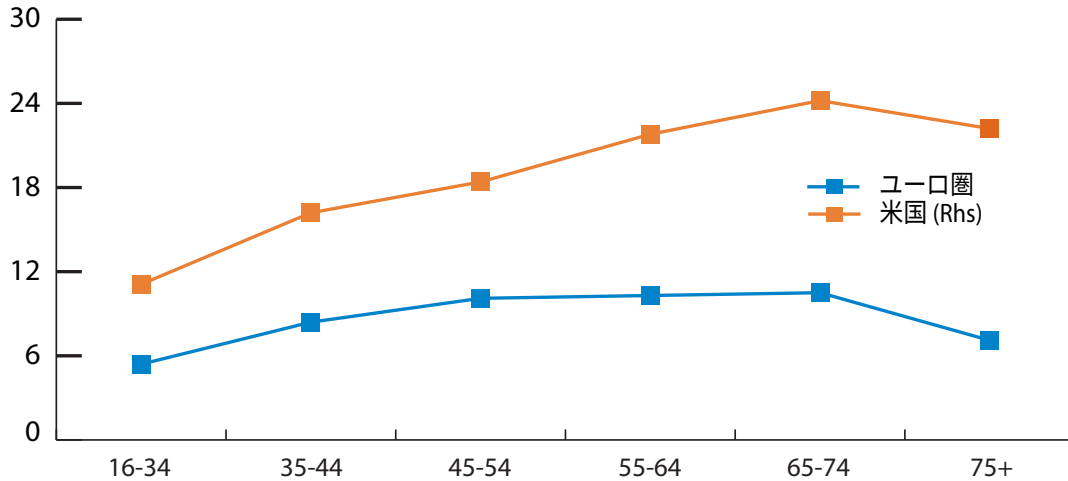
世帯別金融資産の中央値



出所: ECB (2017年)、米国国勢調査局 (2014年)、アクサIM

⁴米国とユーロ圏とでは、金融資産の相対的配分だけでなく家計金融資産も異なりますが、この違いは資産範囲と年齢グループごとのデータが入手できないことによって説明できます。例えば、米国における金融資産には401KやIRAアカウント(個人退職口座)も含まれるが、ユーロ圏では「任意加入年金」のみです。

世帯別保有株式の割合 (%)



出所: ECB (2017年)、米国情勢調査局 (2014年)、AXA IM

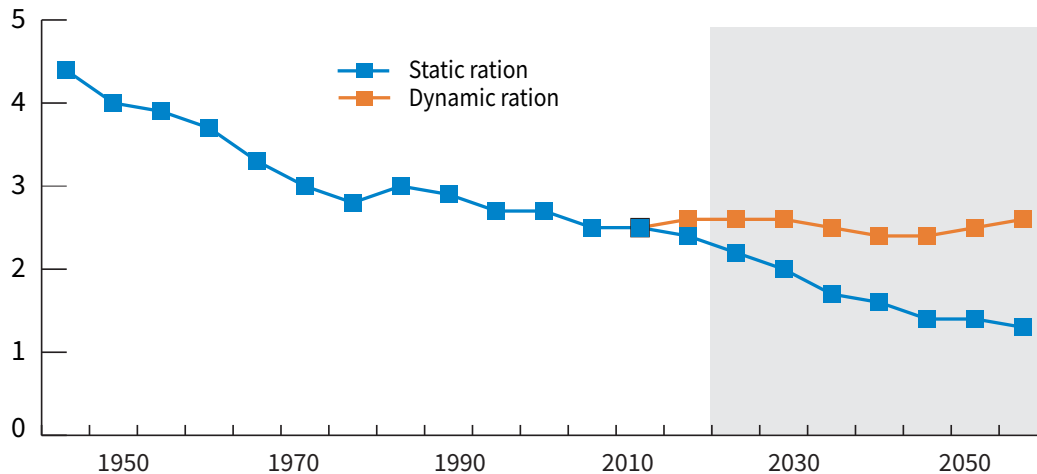
高齢化より長寿化

人口構成の変化が資産価格に与える影響を緩和する要因の3つ目は、平均寿命の延びに応じて、退職年齢を引き上げることです。35～64歳の貯蓄者の65歳以上の貯蓄者に対する倍数の変化を見ると、極めて厳しい現実が浮かび上がります(表3)。そこで私たちは、2010～2050年間に退職年齢が5年毎に1歳引き上がる

と仮定して、この倍率を改めて算出してみました。この仮定に基づく、2010年以降に多くのOECD諸国で観察された現実によく当てはまります。こうした動的な仮定を用いることで、2005～2050年間の高齢者に占める貯蓄者の割合はほぼ横ばいとなり、よりポジティブな結論が導かれます。

表3: 今の70歳は昔の65歳

ヨーロッパの人口統計: 高齢者に占める貯蓄者の割合



出所: 国連人口予測、AXA IMリサーチ



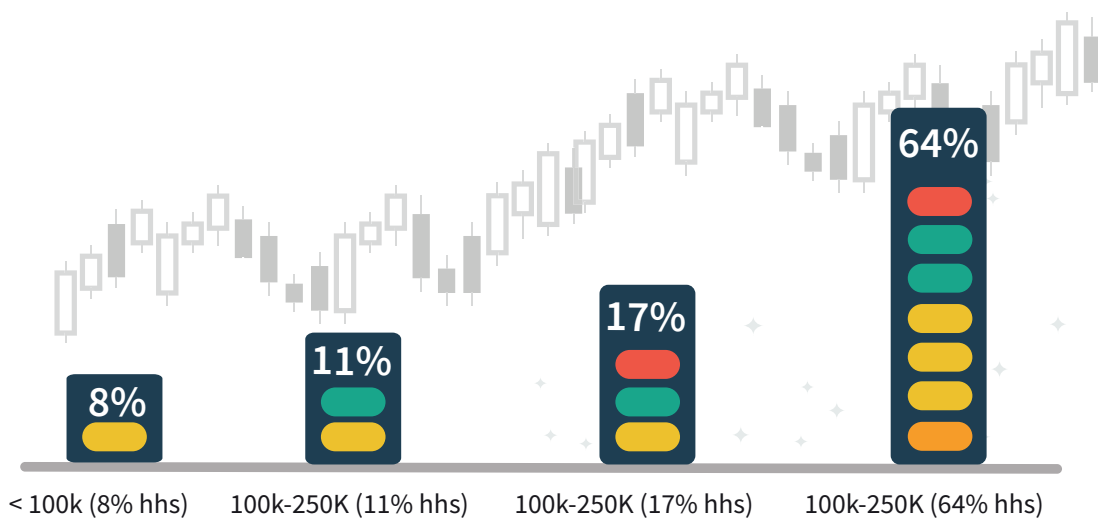
勝者総取り

現実にはアセットメルトダウン仮説の通りにならない要因の最後の一つは、経済的不平等の存在です。経済格差がもたらす問題はさておき、金融資産需要は富裕

層の行動によって左右される一方、平均的世帯の家計行動の傾向とはほぼ無関係です。なぜならこうした資産は最上位の富裕層に集中しているからです。米国

表4: 不平等が金融資産の保有の偏りを生み出す

米国富裕層が保有する金融資産



出所: U.S. Census Bureau (2014), AXA-IM

では、金融資産の60%以上を所得階層の中で最も富裕な五分位群(最富裕層)が保有しています(表4)。

このことが示唆するのは、人口構成の変化と最富裕層の資産選好にさらに注目する必要があるということです。ご想像のとおり、所得階層を上昇するにつれて、高齢期に金融資産を取り崩して消費に充てる必要性は低下します。これは、富裕層の貯蓄率は高齢期に入ってもほとんど変化しないことから明らかです。また、いくつかの研究から、所得階層の最上位五分位群(最富裕層)に属する

65歳以上の高齢者は、労働参加率が大幅に上昇していることが分かりました。要するに裕福な人は、平均的な人よりも健康で長生きし、長く働く傾向があるのです。そのため、経済格差はライフサイクル仮説を大きく歪めるだけでなく、長寿化社会が貯蓄の取り崩しに必ずしも直結しないその他の理由を強化するものと言えるでしょう。

ご留意事項: 当資料は情報提供を目的としたものであり、アクサ・インベストメント・マネージャーズ・パリにおいて、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。当資料は個人的なデータや案、見通しや推定及び仮定に基づいて作成されたものです。この分析や結論は特定の時期の入手可能なデータに基づいた意見の表明です。

この分析は主観的かつ示唆的な見方であるために、経済の変動要因の実際の展開や金融市場の価値は当資料で用いた適用内容(案、予測、推定と仮定)とは大きく異なることがあります。

更に、単純化してあるために、当資料に与えられた情報は個人的なものとして見なすべきものです。当資料は予告なく変更されることがあります。またアクサ・インベストメント・マネージャーズ・パリは当資料を更新しまた変更することがありますが、それは義務ではありません。

当資料のすべての情報は経済や市場統計の公式の提供者により提供されたデータに基づいて作成されています。アクサ・インベストメント・マネージャーズ・パリは当資料に基づいて、または、当資料に依存してなされた決定についてなんら責任を負うものではありません。

更に、こうした分析や意見の個人的な性質のために、これらのデータ、案、予測、推定、仮定、及びまたは意見が、それぞれ自身の意見を持ち、独立している社内の各部署としてアクサ・インベストメント・マネージャーズ・パリの経営陣またはその子会社によって利用され、または、従う必要はありません。

この情報を受け入れることにより、当資料の受取人は、受取人がここに書かれた戦略の潜在的な価値を評価することのみに情報を使用しそのほかの目的では使用しないことに同意しており、また、他の何者にもこうした情報を漏らさないことに同意しています。この情報は、全体であれ、部分的であれ、AXA IMの承認がない限り、複製が禁止されています。

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズ・パリの情報提供に基づき、アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社(以下「アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社」)が翻訳・作成した資料です。日本語への翻訳に際しては、その解釈や表現に細心の注意を払っていますが、万一英文と日本語文の間に解釈や表現の違いが生じた場合には英文が優先します。

当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。当資料の内容は、作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。

当資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号関東財務局長(金商) 第16号

加入協会: 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会