

人口構造の変化が株式の超過リターンに与える影響

熊本 方雄

目 次

- | | |
|---------|---------|
| 1. はじめに | 4. 考察 |
| 2. 理論分析 | 5. おわりに |
| 3. 実証分析 | |

本稿では、日本の東証業種別株価指数（業種別ポートフォリオ）を対象に、人口構造の変化が株式投資の超過リターン（リスクプレミアム）に与える影響を考察する。分析の結果、株式の超過リターンに対し、20～39歳の人口比率は有意に正の影響を与える一方、40～59歳、60歳以上の人口比率と、平均年齢（メディアン）は有意に負の影響を与えることが示された。これは、20～30歳代における住宅や耐久消費財需要が一段落した40歳代以降では、金融資産の保有を増加させるため、高齢化が進展すると株価を上昇させ、リスクプレミアムを低下させるというライフサイクル投資仮説を支持する結果である。また、この結果に基づけば、高齢者がその保有資産を株式から安全資産へシフトさせる結果、高齢化の進展により株価が急落するという「メルトダウン仮説」は妥当しないといえる。

1. はじめに

現在、日本では急速に少子高齢化が進展している。1950年に4.9%であった65歳以上の高齢者の割合は、その後一貫して上昇し、1985年に10.3%となり、1995年には高齢化社会の基準とされる14%を超えた。また、2005年には20%を超え、2015年には26.6%、2023年は29.1%と過去最高を更新している。さらに、国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、2035年には

32.3%に達すると予想されている。

これまで、少子高齢化等の人口構造の変化が、国内経済に与える影響について、多くの研究がなされてきた。例えば、Modigliani [1986] のライフサイクル仮説に基づけば、生産年齢人口は、消費平準化行動を通じ、通時的に貯蓄を増大させる一方、退職者等の非生産年齢人口は、貯蓄を取り崩すとされる。したがって、人口の高齢化に伴い、国内貯蓄は減少する。この国内貯蓄の減少は、金融資産に対する需要を減少させ、金融資産価格



熊本 方雄（くまもと まさお）

一橋大学大学院経営管理研究科教授。2000年3月一橋大学大学院商学研究科博士後期課程単位取得退学。博士（商学）。東京経済大学専任講師、准教授、教授を経て、2018年9月より現職。