

対外直接投資の収益性について — 少子高齢化を背景に

大野 早苗

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

現在のわが国の対外純資産は世界最大規模となっている。これはわが国が長年にわたり経常収支の黒字基調を継続し、外国資産を取得し続けてきたためである。しかし、この黒字基調も今後は変化することが予想される。

背景の一つが人口構成の高齢化である。ライフサイクル仮説に基づけば、人々は生涯を通じた消費の平準化を行おうとするため、勤労世代は貯蓄を積み立てるが、老齢世代では貯蓄を取り崩すことになる。なお、マクロ的な貯蓄に対して、出生率の低下はプラスの影響を与える一方で、平均寿命の長期化はマイナスの影響を与えるため、少子高齢化の進展は国内貯蓄に対して相反する影響をもたらすはずである。ただし、人口構成の逆ピラミッド化は老齢世代の比重を高めるため、少子高齢化は国内貯蓄を減少させる可能性が高い(注1)。国内貯蓄から国内投資を差し引いた貯蓄超過額は経常収支と一致するが、国内貯蓄が減少すると経常収支も減少することになる。更に、経常収支の

減少トレンドが進み、経常赤字が定着するようになれば、わが国は対外純債権国から対外純債務国に転じる可能性がある。

また、人口の高齢化は資産運用のポートフォリオ構成にも影響を及ぼす可能性がある。この点についてサーベイ研究を行っている熊本 [2015] によれば、1) 投資対象となる資産はライフサイクルのステージによって変化し、家庭を築く段階である20～30歳代では住宅や耐久消費財への需要が高まるものの、住宅需要が一段落した40～50歳代では退職後の生活に備えて収益性のある金融資産に対する需要が高まる(ライフサイクル投資仮説)、2) 年齢とともに危険回避的となるため高齢化が進展すると安全資産への需要が高まる(ライフサイクル・リスク回避仮説)、3) ポートフォリオ需要の変化は資産価格にも影響を及ぼすと考えられ、勤労世代の増加は危険資産の価格を高めるが、老齢世代の増加は危険資産の価格を低下させる関係が確認される(注2)。

人口の高齢化は更に進む可能性がある。その結

(注1) 人口減少は一方では国内投資も減少させるが、国内投資による資本収益率の低下が国内所得の低下につながることも考慮すると、少子高齢化はやはり国内の貯蓄超過額を減少させる可能性がある。

(注2) 実際には家計資産の相当部分が機関投資家を含めた金融仲介機関に預託されており、したがって一国全体のポートフォリオが人口構成の変化をストレートに反映するわけではない。しかし、年金の場合には、高齢化の進展を背景に年金給付の履行に備えて流動性の高い資産を保有するなど、機関投資家の資産需要も人口構成の変化から遮断されるわけでもない。